



2020年6月21日

Experts of financial  
derivatives pricing  
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

傅博

从业资格编号 F3071993

投资咨询编号 Z0015291

## 红红火火一年半，涨涨跌跌一轮回

### 内容提要

上半年，生猪产能继续保持恢复势头，而且由于生猪出栏均重的明显提高以及进口猪肉增多，导致猪肉供应量基本恢复到非洲猪瘟疫情前的水平。但是春节过后是消费淡季，加上高价抑制需求。这样，二季度实际上出现了猪肉供大于求的情况。

由于2019年下半年到2021年一季度，生猪养殖利润丰厚，这使得整个产业对于价格下跌的容忍度提高。目前，生猪养殖产业已经进入全面亏损阶段，如果猪价持续低位，将倒逼产业出现部分能繁母猪产能的退出，从官方数据来说，建议关注6、7月份能繁母猪存栏的环比变化。从高频数据来说，建议关注每周的生猪出栏均重，初步认为临界值是126公斤/头。一旦上述2个信号同时出现，猪价会有所反弹。但是，考虑到消费的季节性以及冻品库存高企，多因素共振推动猪价回升的最佳时间点或许还在9月底以后。

综上所述，预计下半年生猪价格探底后会有所回升。生猪期价预计近强远弱。

### 操作建议

操作上，现有LH2109空单继续持有，等待机会做多LH2201。

### 风险提示

全球通胀情况、新冠疫情的发展、疫病的影响

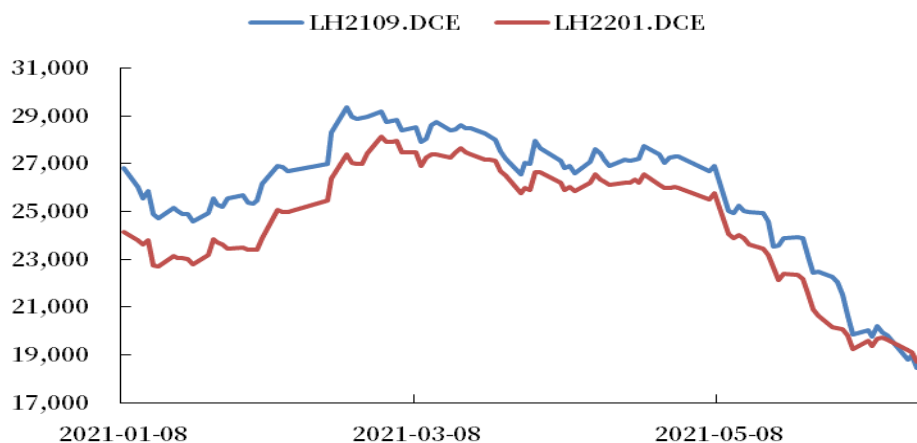
请务必仔细阅读正文之后的声明



## 一、行情综述

**期货行情：**生猪期货于2021年1月8日上市，5月份之前，生猪期货属于震荡走势，5月份以后，生猪期货持续下跌。

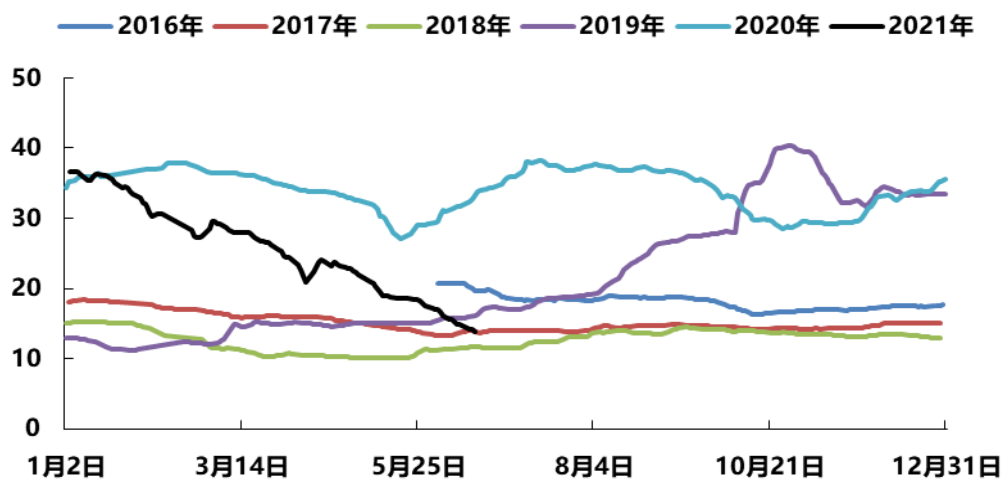
图1：上市至今生猪期货走势（元/吨）



资料来源：Wind，优财研究院

**现货行情：**今年1月中旬以来，生猪现货价格持续下跌，主产省河南的生猪均价在1月中旬最高超过36000元/吨，到6月中旬，河南的生猪均价破13000元/吨。

图2：2016-至今河南省生猪现货价格（元/吨）



资料来源：国家粮油信息中心，优财研究院

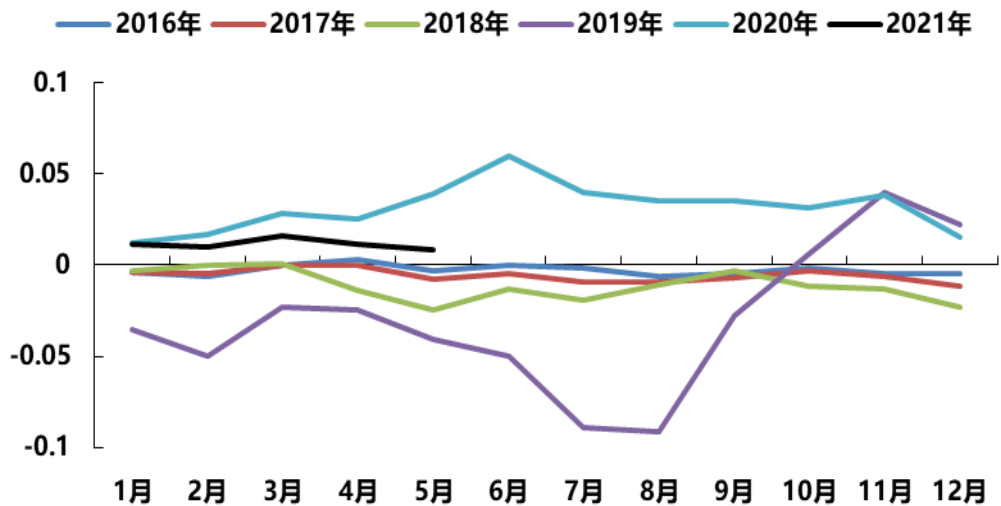


## 二、 核心逻辑

### 1、 产能继续恢复，产业规模化提高，猪肉供应强于生猪供应

根据农业农村部的数据显示，截至 2021 年 5 月底，能繁母猪存栏实现连续 20 个月环比正增长，同比增 19.3%，截至 5 月底的能繁母猪存栏相当于 2017 年年底的 98.4%。生猪存栏同步增长，同比增长 23.5%，截至 5 月底的生猪存栏量相当于 2017 年年底的 97.6%。产能的持续恢复是供应增加的主要原因。

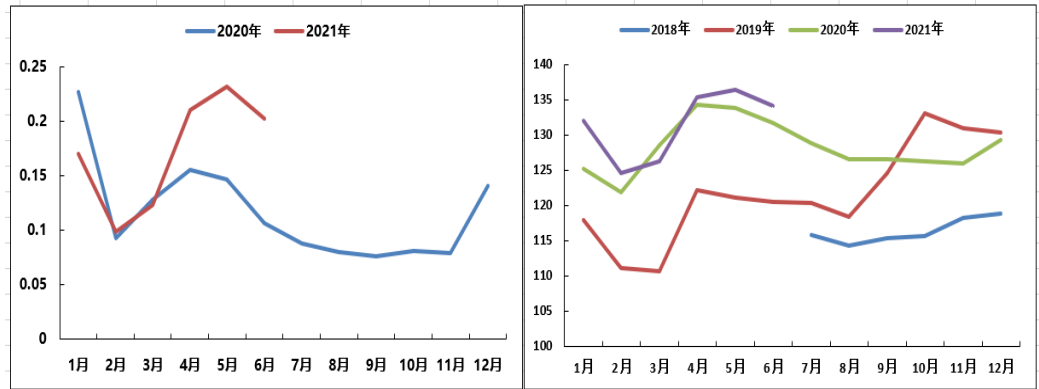
图 3：2016-至今能繁母猪存栏环比变化



资料来源：农业农村部，优财研究院

根据涌益咨询的数据显示，今年 3 月中旬以来，150 公斤以上的大体重猪的出栏占比大幅上升，并且全国生猪的出栏均重也大幅上升。4 月和 5 月，大体重猪的出栏占比一直在 20% 以上，6 月份大体重猪的出栏占比有所下降，但是仍然在 20% 左右。同样的，6 月份以后出栏均重也有所下降，但是仍然比历史同期要高，4-6 月份，生猪出栏均重 135 公斤/头左右，比去年同期重 2 公斤/头，比非洲猪瘟疫情前的出栏均多重 10% 左右。由于春节之后一直到 8 月份，都是猪肉消费的淡季，终端对于大体重猪的接受度很差，所以 3-5 月份，屠宰端对大体重猪的压价比较厉害，大体重猪价格拖累标猪价格下行。

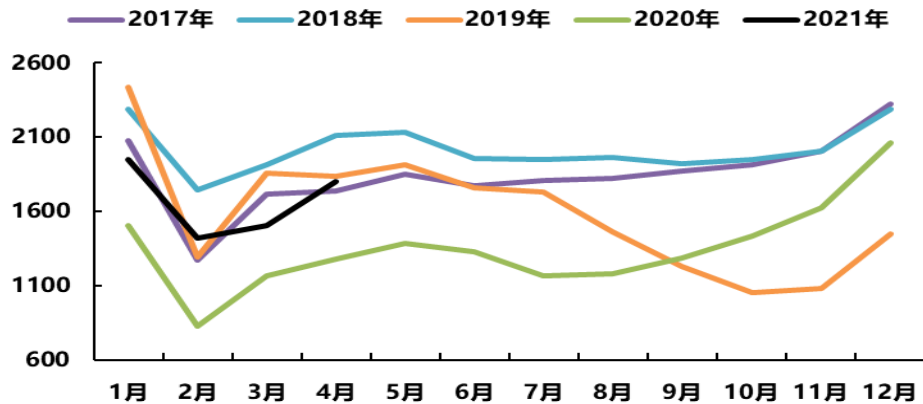
图 4：150 公斤以上出栏占比（左图）和生猪出栏均重（右图）



资料来源：涌益咨询，优财研究院

统计局的数据显示，一季度生猪出栏量 1.7 亿头，同比增 30%，分别是 2018 年和 2019 年同期的 85.8%和 91%。农业农村部的数据显示，1-4 月份，规模定点企业生猪屠宰量为 6689.39 万头，同比增 39.6%，分别是 2018 年和 2019 年同期的 82.9%和 90.1%。根据以上两个数据，我们有理由相信，2021 年上半年的生猪供应量同比是大增的，相比猪价大涨前（20 元/公斤以前）的生猪供应量大概相差 10-20%。考虑到 3 月份以后的生猪出栏均重比非洲猪瘟前的正常时期重了 10%以上，所以第二季度的猪肉供应量实际上已经接近恢复到非洲猪瘟疫情前的水平，即猪肉供应情况恢复得比生猪供应更好，而终端需求由于高价的抑制，实际上 2019 年下半年以来是萎缩的，据我们调研了解，像四川这样的猪肉消费大省，2020 年的猪肉消费量较非洲猪瘟疫情前下降近 40%。因此，2021 年上半年，尤其是二季度，实际上出现了猪肉供过于求的情况。

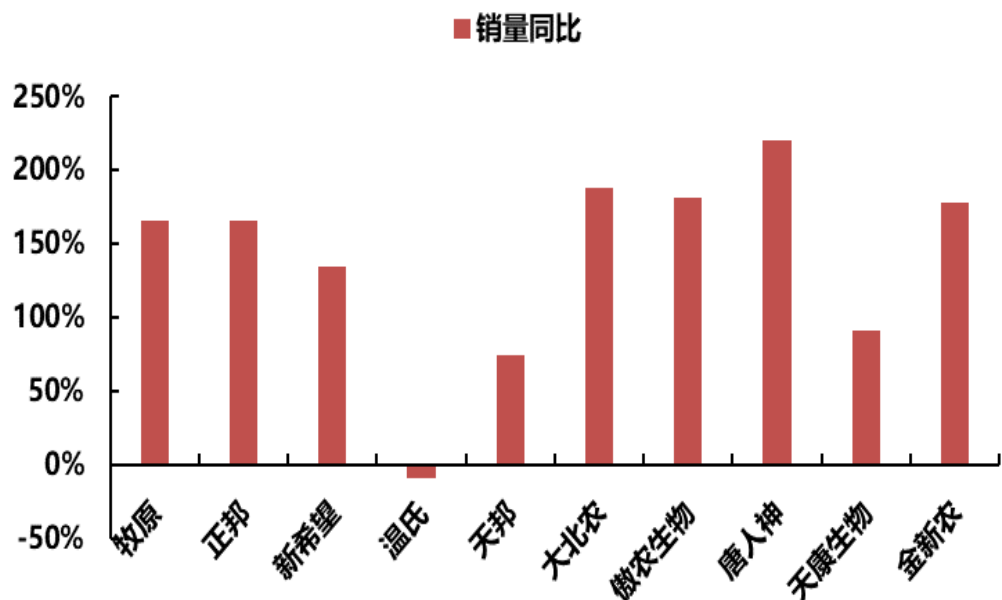
图 5：定点屠宰企业屠宰量（万头）



资料来源：商务部，优财研究院

根据上市公司公告，2021年前5个月，前10大上市生猪企业共销售商品猪3391.22万头，去年前5个月共销售1534万头，同比增121%；非洲猪瘟疫情前的2018年1-5月，当时的前10大上市生猪企业共销售商品猪1968万头。在全国生猪出栏量仍然低于非洲猪瘟疫情前的情况下，规模养殖企业的出栏量却大幅增加，说明生猪养殖产业的集中度明显提高，根据上市生猪养殖企业今年年初制定的目标出栏量来看，预计下半年这些规模养殖企业的占比有望进一步提高，而他们的稳定出栏量，在猪价下行趋势中，很可能会加大猪价的压力，这是规模企业扩大市场份额的机遇和挑战。

图6：前10大上市生猪养殖企业生猪销量同比

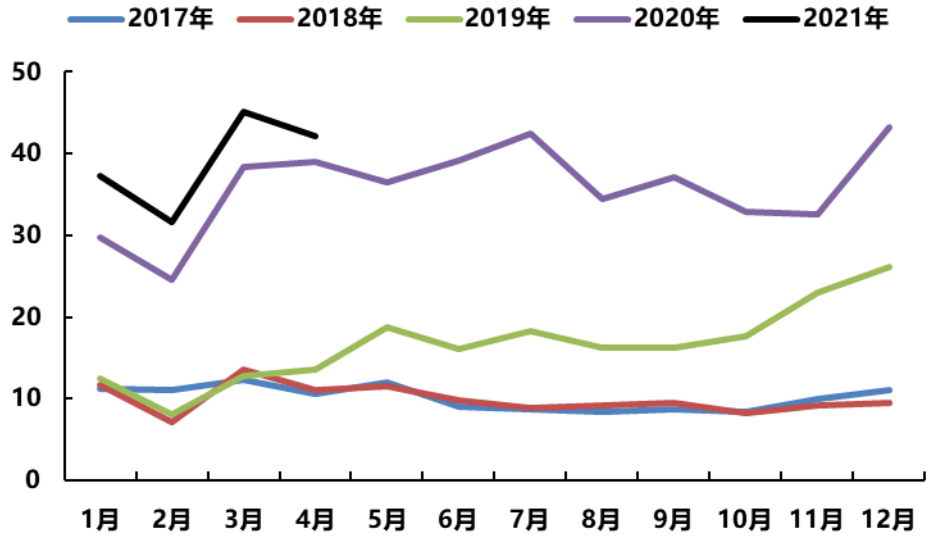


资料来源：上市公司公告，优财研究院

进口端，2021年1-4月，我国进口猪肉及制品156.2万吨，2020年同期进口131.8万吨，2019年5月份以来，我国的猪肉进口量保持持续的同比增长，不过这一情况正在发生变化，根据海关总署的数据显示，5月份，国内肉类进口量连续第二个月出现环比下降，降幅扩大到14.4%，并且，月度肉类进口量首次出现同比下降（-3.78%）。进口猪肉库存高企，以及进口倒挂，是导致进口猪肉量下降的主要原因。在进口猪肉库存明显下降，并且进口利润再次打开之前，预计国内猪肉进口量将保持下降态势。



图 7：猪肉及制品月度进口量（万吨）

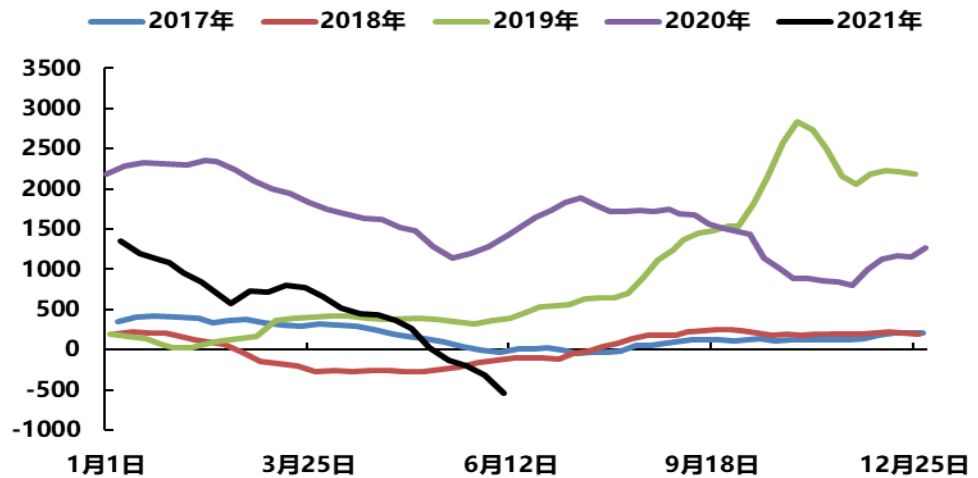


资料来源：海关总署，优财研究院

## 2、生猪养殖全面亏损，养殖户和企业控产能提效率

根据国家发改委的数据显示，5 月份的最后一周以来，国内生猪养殖的预期盈利变为负值，进入 6 月份之后，生猪养殖亏损程度进一步扩大，生猪养殖进入全面亏损阶段。由于 2019 年下半年到 2021 年 3 月份，猪价一直在 25 元/公斤以上，这段时间的养殖利润非常丰厚，所以，暂时来看，还没有出现大规模的产能退出。

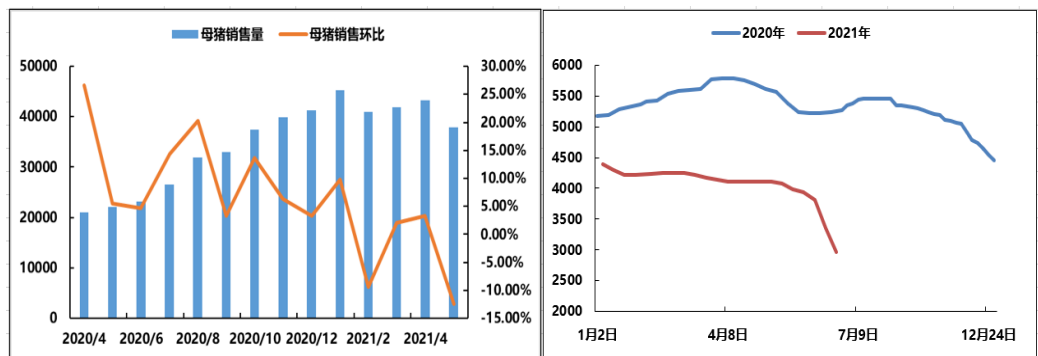
图 8：生猪养殖预期盈利（元/头）



资料来源：国家发改委，优财研究院

根据涌益咨询的数据显示，5月份，样本种猪企业的母猪销售量环比下降12.42%，结束了连续12个月的环比正增长（2021年2月份由于春节影响，也出现环比下降，但是绝对数量上仍然很高）。同时，纯二元母猪价格也出现明显下跌，2021年1-5月份，纯二元母猪价格一直稳定在4000-4200元/头的区间内，但是进入6月份之后，2周时间内，纯二元母猪价格跌了近1000元/头，回到3000元/头以下。以上两个数据表明，养殖端的产能扩张开始放缓。从母猪存栏结构来看，能繁母猪存栏量还是保持小幅上升态势，后备母猪存栏量则出现明显下降，表现为淘汰母猪数量上升，淘汰母猪价格大幅下跌；另外，二元母猪的占比继续上升，三元母猪的占比下降。以上的情况，在规模养殖企业表现的尤为明显，规模养殖企业通过调整母猪存栏结构，短期内有效地控制了成本和产能扩张速度，抑制亏损的扩大，中长期来看提高了生产效能。不过，如果猪价维持在低位的时间过长，预计部分养殖场户将不得不进一步削减产能，从这个角度来说，6、7月份，国内的能繁母猪存栏很可能出现环比负增长。

图9：母猪销量、环比（左图）和二元母猪价格（右图）

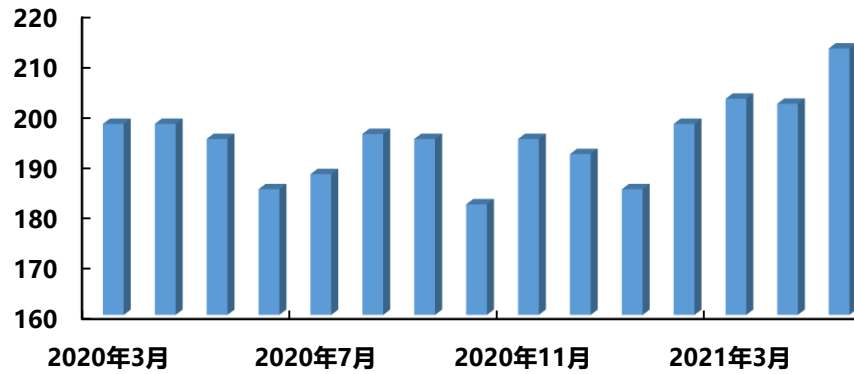


资料来源：涌益咨询，优财研究院

根据涌益咨询的数据显示，5月份生猪出栏日龄达到213天，是2020年3月份有记录以来的新高，反映出生猪压栏仍在继续。截至6月17日当周，生猪出栏均重133.64公斤/头，连续5周下降，但是仍然属于历史高位。一方面，前期二次育肥的数量较多，这部分大体重猪的出清需要时间，另一方面，现在出售生猪亏损较大，很多中小养殖户想等价格反弹后再出。所以，预计6、7月份，大体重猪的出栏占比仍将较高，养殖场户预计将减少大体重猪的出栏，为年底的腌腊旺季做准备。



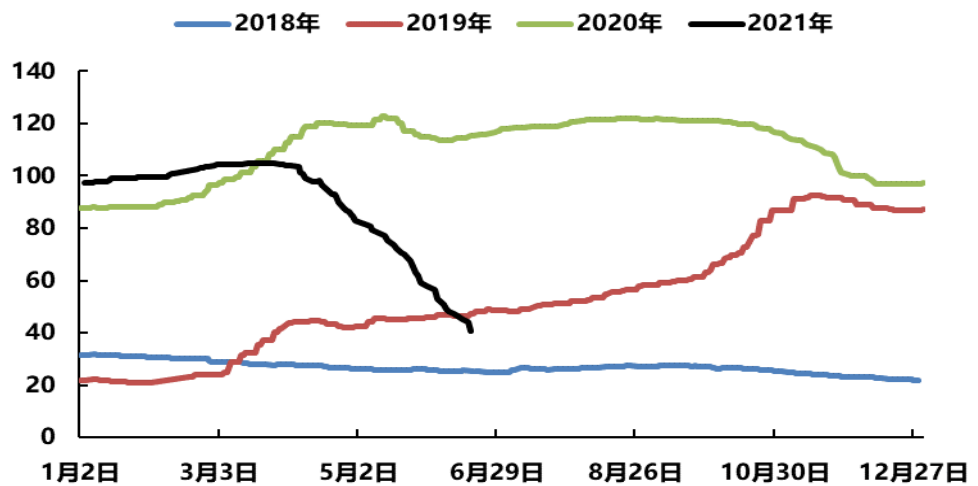
图 10：生猪出栏日龄（天）



资料来源：涌益咨询，优财研究院

3月份以来，仔猪价格开始下跌，进入5月份以后，仔猪价格加速下跌，目前15公斤仔猪在550-580元/头，比年初最高时跌了1300元/头。由于豆粕和玉米价格仍然处于高位，所以饲料价格基本没有下跌，还是在3.45/公斤左右。据此计算，外购仔猪养殖和二次育肥的全成本，现在在14、15元/公斤左右。由于仔猪和饲料价格相对生猪价格的波动要小，所以一旦生猪价格反弹，外购仔猪育肥和二次育肥可能马上会有利润。另外，6、7月份的外购仔猪育肥对应年底消费旺季的商品猪出栏，如果6、7月份仔猪销量没有明显回升，则年底的商品猪供应很可能会受到一定程度的影响（目前自繁自养和育肥的比例大约在6：4）。

图 11：仔猪价格（元/公斤）



资料来源：Wind，优财研究院

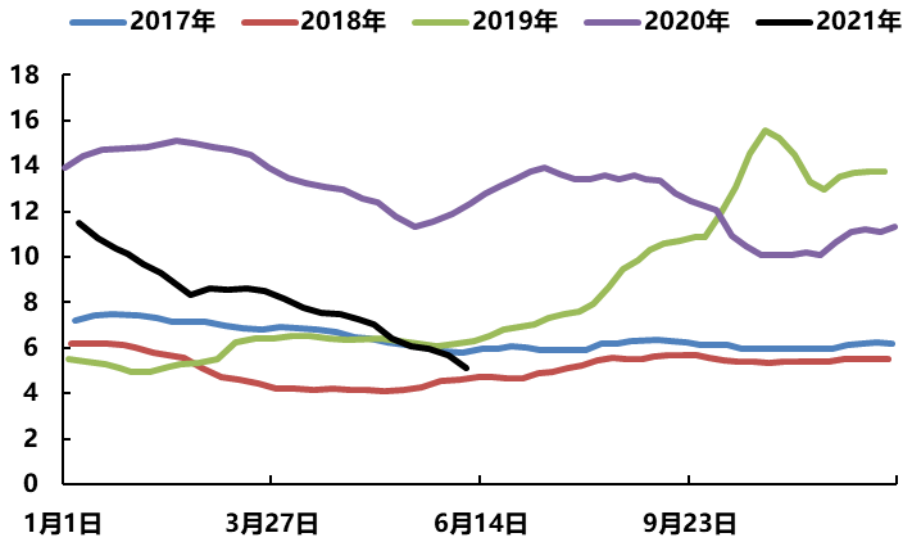


### 3、猪价反弹需要契机，多因素共振或在秋季

供应端的压力是今年上半年猪价持续下跌的主要原因，能繁母猪存栏持续增长，出栏均重维持高位，冻品库存上升，二次育肥的“抄底”失败，恐慌情绪导致的抛售，规模养殖企业的稳定供应等等。截至6月底，这些因素都还没有出现特别明显的转变。

6月份，国家发展改革委会同财政部、农业农村部、商务部、市场监管总局等部门，联合印发了《完善政府猪肉储备调节机制 做好猪肉市场保供稳价工作预案》(以下简称《预案》)。政府开始关注猪价快速下跌所引发的生猪养殖产业全面亏损的问题，猪粮比已经跌破6:1的警戒线，猪料比更是降至5.1:1左右，我们上文也提到过，如果猪价在低位时间过长，部分养殖户和企业将不得不进一步降产能，6、7月份全国能繁母猪存栏很大可能将出现环比负增长，这将影响明年2季度的生猪供应，市场对于生猪供应担忧的情绪预计会减弱，对价格会构成支撑。

图 12: 猪料比



资料来源：国家发改委，优财研究院

另外，全国生猪出栏均重已经连续5周下降，但是各主产区的情况有差异，河南省和东北的出栏均重的降幅相对明显，华东和西南的降幅还不明显，湖南湖北的出栏均重甚至还是上升的。只有全国生猪出栏均重大幅下降到往年的正常值的水平，大体重猪的压力才会减轻，目前市场预期时间点是8月份。

随着生猪养殖产业集中度的提高，以及市场信息传递更加迅捷，个别大企业的报价对市



场的影响力将上升，但是大型养殖集团目前来看挺价意愿还不是非常强。可能和产业格局变化有关。

最后，从时间点上来说，价格触底反弹最好还是有消费的配合，从这点来说，参考国内的腌腊旺季，和节日效应，预计最早在9月份。随着猪肉价格的下跌，我们对消费端的预期是非常乐观的，预计下半年需求至少同比增长10%。

### 三、行情分析及操作思路

上半年，生猪产能继续保持恢复势头，而且由于生猪出栏均重的明显提高以及进口猪肉增多，导致猪肉供应量基本恢复到非洲猪瘟疫情前的水平。但是春节过后是消费淡季，加上高价抑制需求。这样，二季度实际上出现了猪肉供大于求的情况。

由于2019年下半年到2021年一季度，生猪养殖利润丰厚，这使得整个产业对于价格下跌的容忍度提高。目前，生猪养殖产业已经进入全面亏损阶段，如果猪价持续低位，将倒逼产业出现部分能繁母猪产能的退出，从官方数据来说，建议关注6、7月份能繁母猪存栏的环比变化。从高频数据来说，建议关注每周的生猪出栏均重，初步认为临界值是126公斤/头。一旦上述2个信号同时出现，猪价会有所反弹。但是，考虑到消费的季节性以及冻品库存高企，多因素共振推动猪价回升的最佳时间点或许还在9月底以后。

综上所述，预计下半年生猪价格探底后会有一定回升。生猪期价预计近强远弱。

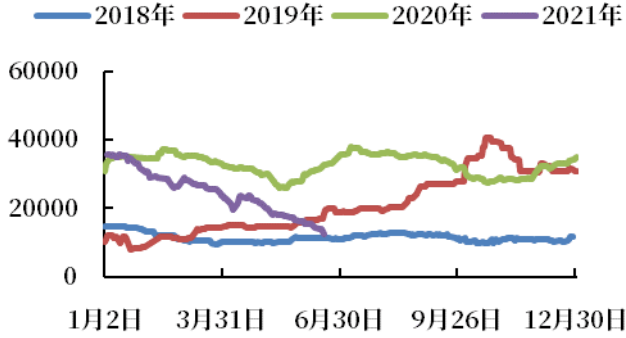
操作上，现有LH2109空单继续持有，等待机会做多LH2201。



## 四、基础数据图解

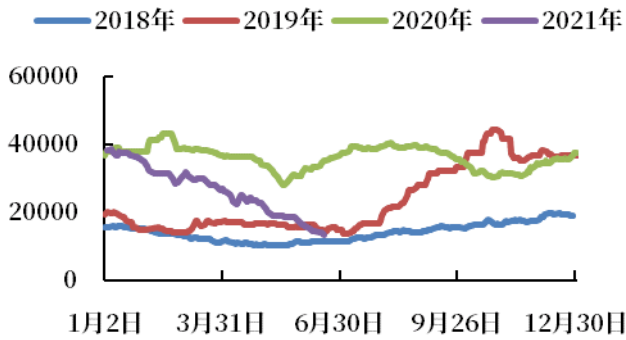
### 1、生猪价格和白条肉价格

图 11：东北生猪出厂价（元/吨）



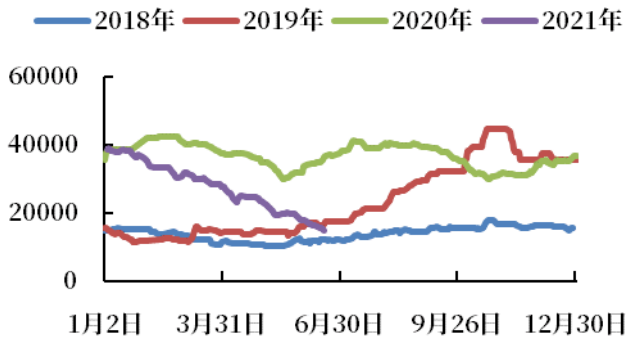
资料来源：Wind，优财研究院

图 13：四川生猪出厂价（元/吨）



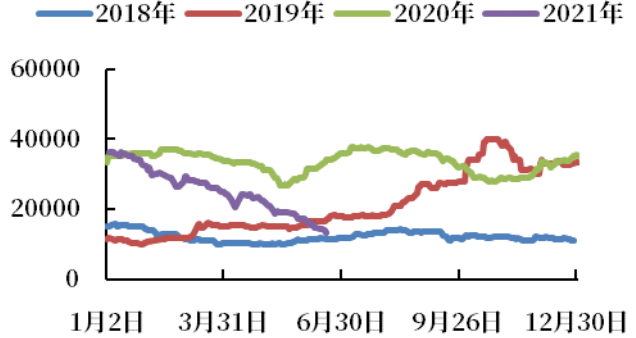
资料来源：Wind，优财研究院

图 15：广东生猪出厂价（元/吨）



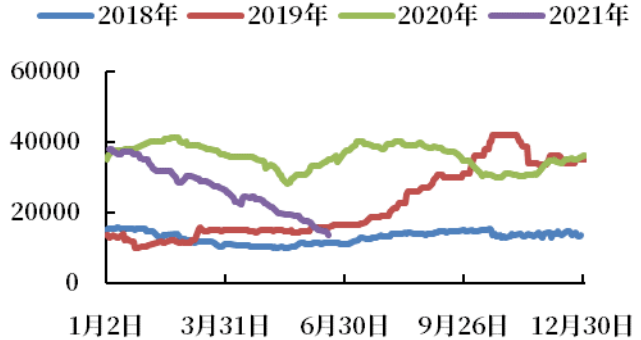
资料来源：Wind，优财研究院

图 12：河南生猪出厂价（元/吨）



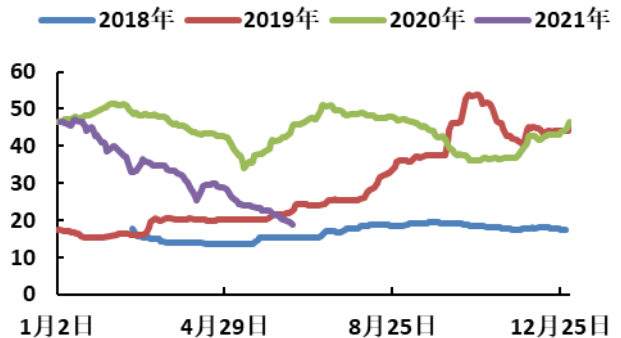
资料来源：Wind，优财研究院

图 14：湖南生猪出厂价（元/吨）



资料来源：Wind，优财研究院

图 16：白条肉均价（元/公斤）

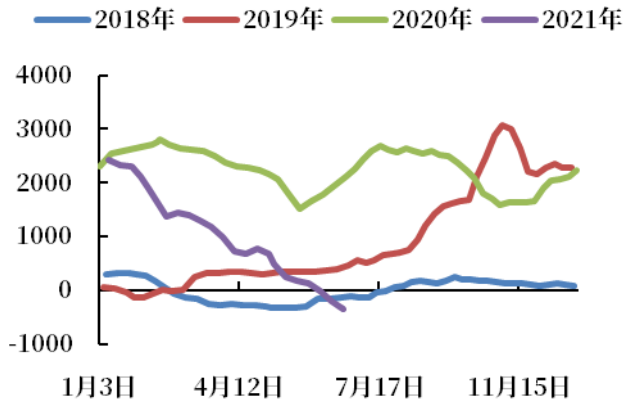


资料来源：Wind，优财研究院



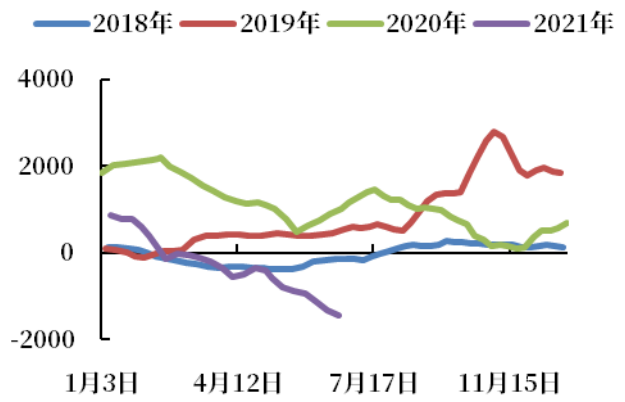
2、养殖利润

图 17：自繁自养养殖利润（元/头）



资料来源：Wind，优财研究院

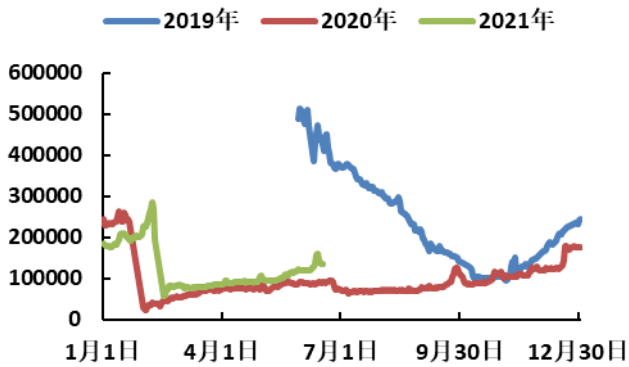
图 18：外购仔猪养殖利润（元/头）



资料来源：Wind，优财研究院

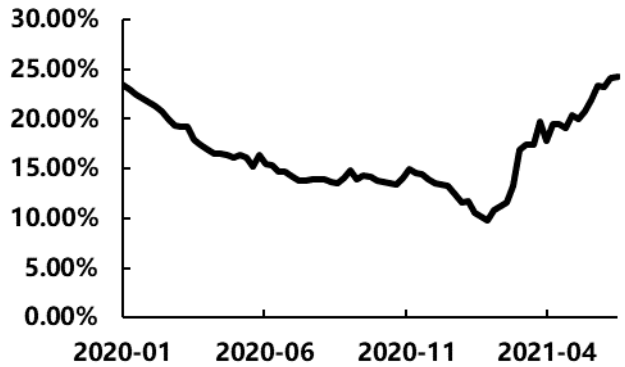
3、屠宰量和出栏均重

图 19：样本点日屠宰量（头）



资料来源：涌益咨询，优财研究院

图 20：样本点冻品库存率



资料来源：涌益咨询，优财研究院



## 重要声明

### 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 免责声明

本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。

金信期货研究院提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！