



2020 年 8 月 1 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

邮箱: fubo@jinxinqh.com



供需风平浪静 静待首次交割

内容提要

生猪产能增速放缓,但是整体产能已经很大程度上恢复,随着二元能繁母猪占比的提高,预计生猪生产效能将提高,由于养殖利润下降,生猪出栏均重趋于正常;雨季对四川、湖南和河南的生猪养殖产生了一定的影响,但是程度小于 2019 年。总体来看,猪肉供应量预计平稳,8-10 月的猪肉供应同比仍将增加。

随着猪肉价格回到 25 元/公斤以下,预计将推动终端消费的恢复,9 月份以后团体消费预计增加,不过新冠疫情防控趋严,而且餐饮端价格并未出现明显下降,预计餐饮的猪肉消费会受到影响。总体来说,猪肉消费预计同比有所恢复,但恢复程度有限。

综上所述,未来 2 个月,预计生猪供需双增,但是增幅都相对有限,供需矛盾不突出的情况下,预计猪价震荡概率较大。

目前 LH2109 仍然升水现货 3000 元/吨左右,进入 8 月后,生猪期货将更加靠近现货逻辑,在现货猪价暂时看不到大涨理由的情况下,LH2109 有期现回归的压力。养殖利润处于盈亏平衡附近,养殖端补栏积极性较差,加上雨季的影响,年底消费旺季的商品猪供应预计会受到一定影响,所以对年底的猪价上涨还是存在一定预期。

操作建议

操作上,建议关注 LH2201 逢低做多的机会。

风险提示

通胀情绪升温、饲料价格剧烈波动、疫病的影响

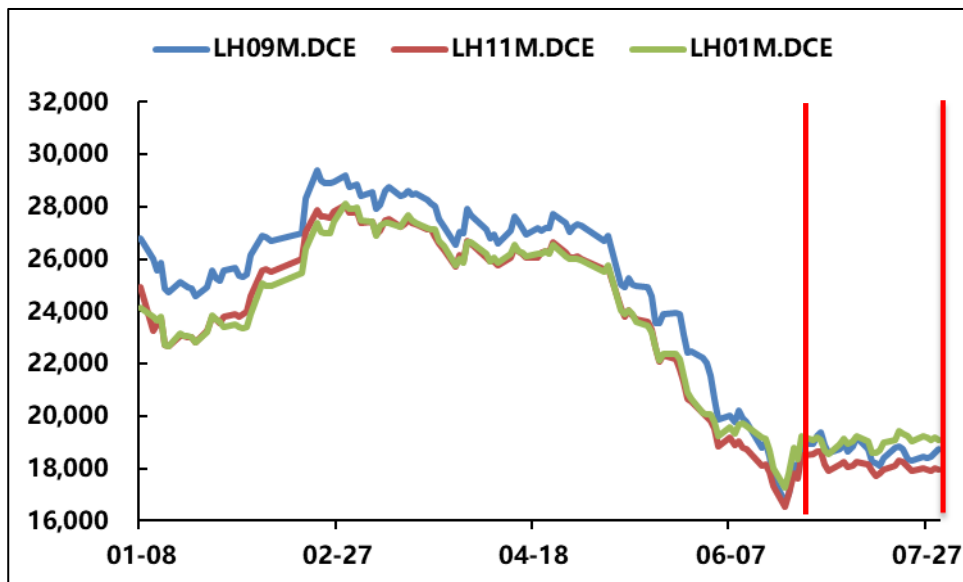
请务必仔细阅读正文之后的声明



一、 期货行情综述

7 月份，生猪期货震荡走势，9-1 价差先扩大后缩小。

图 1：生猪期货走势（元/吨）

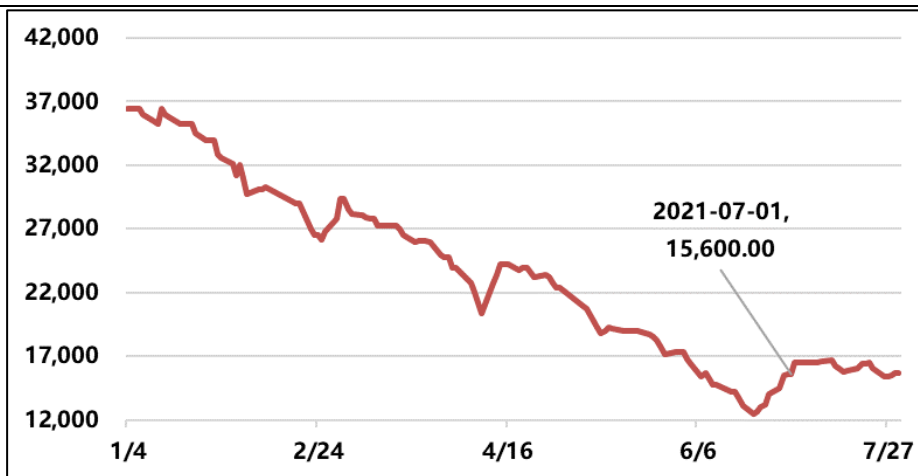


资料来源：Wind，优财研究院

二、 现货行情概述

7 月份，生猪现货价格反弹到 16.5 元/公斤以后，继续上涨乏力，之后在 15-16 元/公斤之间偏弱震荡。对应期货 09 合约的期现价差在 2000-3000 元/公斤之间波动。

图 2：2021 年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



三、 核心逻辑

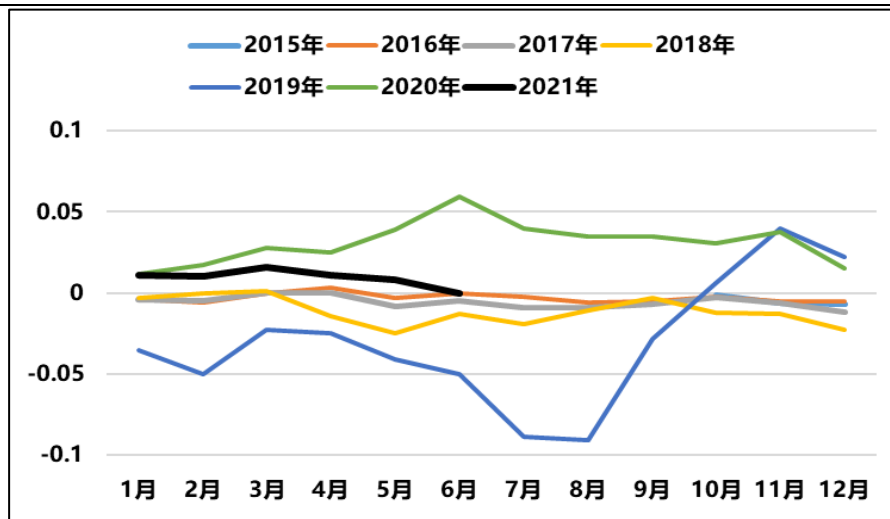
1、 供应

产能稳定，增幅放缓，继续调结构

根据农业农村部的数据显示，6 月份全国能繁殖母猪存栏环比持平，结束连续 19 个月的环比正增长，而且增速从 4 月份以来持续回落；能繁母猪存栏同比增 30.1%，达到 2017 年年末存栏量的 102%。另外，全国生猪存栏保持在 4.3911 亿头，环比增 5.6%，同比增长 29.2%，已经基本接近正常年份水平。

根据涌益咨询的数据显示，6 月份全国能繁殖母猪存栏环比降 3.69%，结束连续 4 个月的环比正增长，同比仍然增 6.56%，7 月份预计能繁母猪存栏仍是环比下降的。从能繁母猪的存栏结构来看，养殖端的产能结构的调整仍在继续，截至 6 月底二元能繁母猪存栏占比为 58%，5 月底为 52%，另外，能繁母猪和后备母猪的占比分别为 89%和 11%，后备母猪大量减少。据此推算，明年初的生猪产能的效能会出现明显提升。

图 3：能繁母猪环比增幅



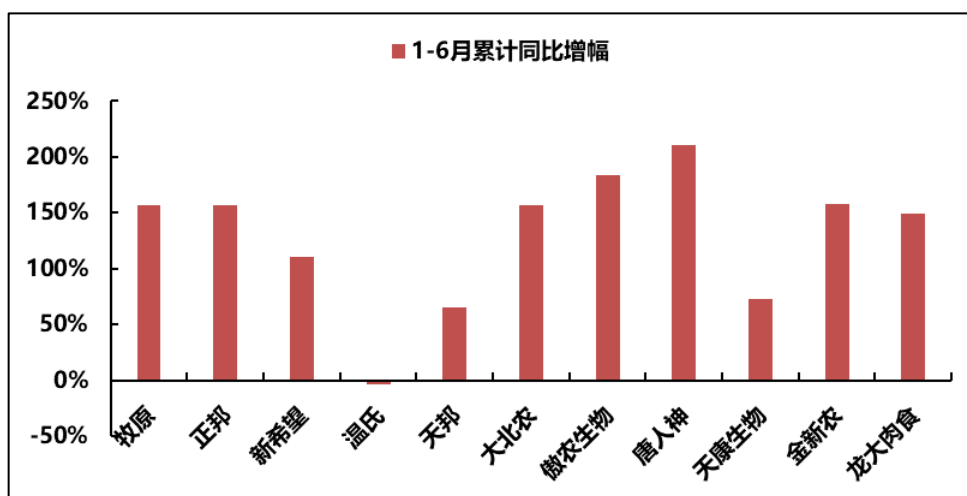
资料来源：农业农村部，优财研究院

根据农业农村部的数据显示，上半年国内共出栏生猪 3.3742 亿头，同比增 34.4%。根据上市公司公告，2021 年上半年，前 11 大上市生猪企业共销售商品猪 4208.49 万头，去年同期共销售 2038.76 万头，同比增 106.4%，增幅较前 5 月的 121%下降；规模性生猪养殖企业的出栏占比提高到 12.5%。分企业来看，正邦，新希望，大北农，傲农，中粮家佳康 6 月份的生猪出栏量环比下降，牧原、温氏、天邦、唐人神、天康、金新农 6 月份生猪出栏量仍然



环比增长。

图 4：1-6 月上市生猪养殖企业出栏量同比增幅

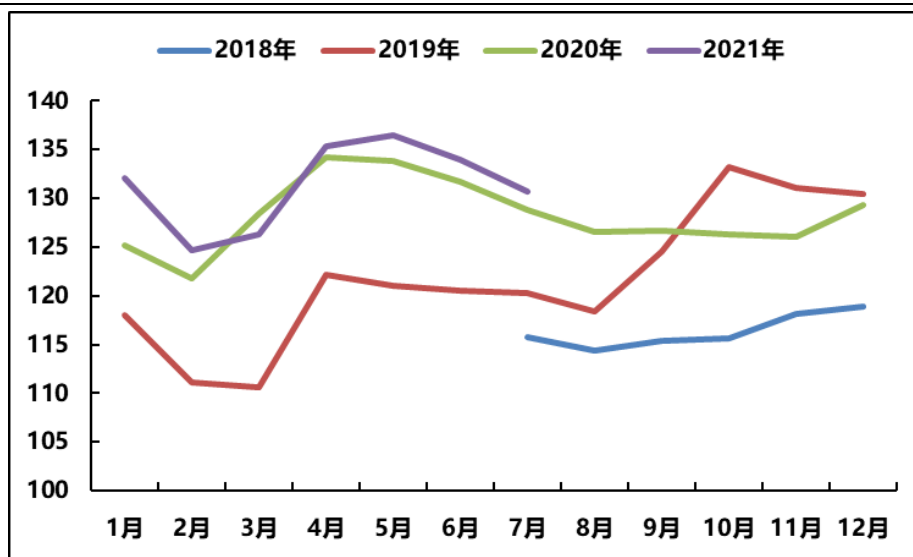


资料来源：上市公司公告，优财研究院

出栏均重持续下降，大体重猪存栏占比预计将回升

7 月份，全国生猪出栏体重继续下降，根据涌益咨询的数据，7 月份全国生猪平均出栏的体重为 130.72 公斤/头，比 6 月份的出栏均重下降 3.21 公斤/头，比去年同期重 1.89 公斤/头，从周度数据来看，生猪出栏体重出现连续 11 周下降。从存栏来看，目前 150 公斤以上的生猪的存栏占比在 13% 左右，比高峰时候的 30% 左右明显下降，目前存栏占比最大的是 90-150 公斤之间生猪，大体重猪的出栏基本告一段落，接下来养殖端将为年底的消费旺季做准备，预计 150 公斤以上的存栏占比将逐步上升。

图 5：全国生猪出栏月度均重（公斤/头）



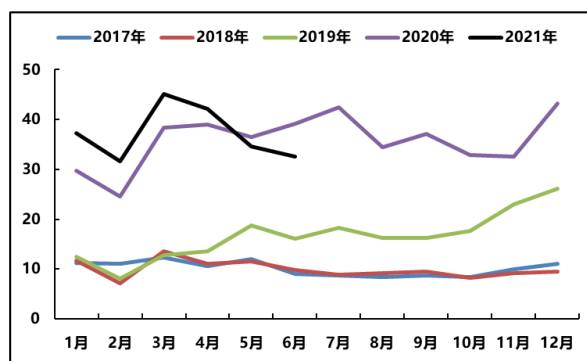
资料来源：涌益咨询，优财研究院



猪肉进口量下降，下半年预计降幅扩大

根据海关数据显示，1-6 月份，我国进口猪肉及其制品 223.35 万吨，同比增 7.7%，6 月份进口猪肉及其制品 32.59 万吨，环比减少 2 万吨，同比减少 7.52 万吨，5、6 月份猪肉进口量连续两个月出现同比下降，在国内生猪价格大幅下跌后，猪肉价格跟随大幅下跌，进口的猪肉的利润下降非常明显，再加上目前冻品库存率较高，而进口企业的资金并没有去年同期那么充裕，所以预计下半年猪肉进口量的同比降幅会更加明显，按照月均 30 万吨进口量计算，下半年猪肉进口量的降幅将达到 19.3%。

图 6：猪肉及其制品月度进口量（万吨）

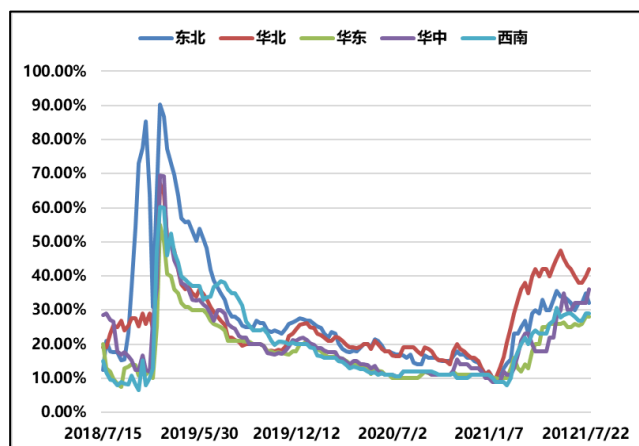


资料来源：海关总署，优财研究院

冻品库存仍然偏高，将阻碍价格反弹

根据涌益咨询的数据，截至 7 月底，全国的冻品库存率在 30% 以上，经过 6 月份短暂的回落，7 月冻品库存再次回升。这个和规模企业 6 月底集中出栏、7 月份四川、湖南、河南相继出现洪水和暴雨灾害天气有关。冻品库存高企将成为价格反弹的阻力之一。

图 7：非洲猪瘟以来冻品库存率



资料来源：涌益咨询，优财研究院

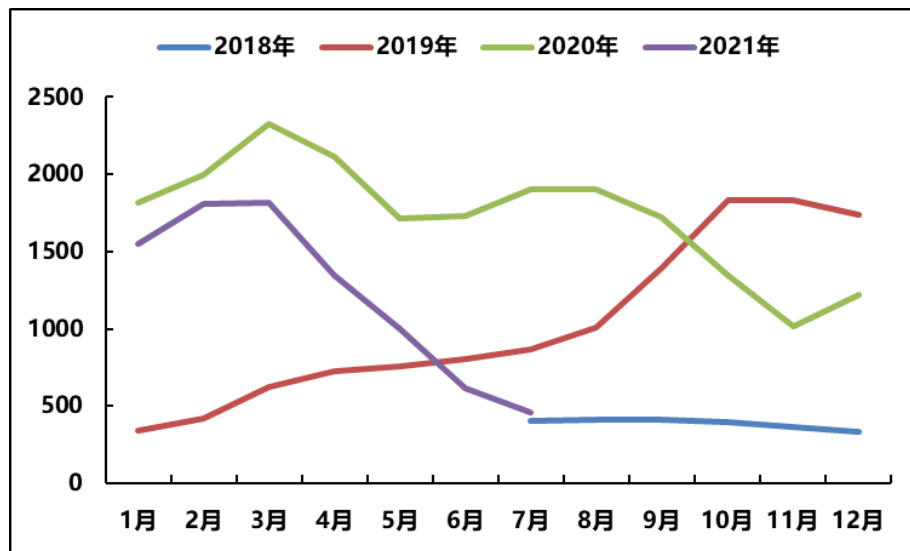


综上所述，供应端来看，全国生猪产能在经过一年多的恢复后，增速趋缓，养殖散户仍在调整能繁母猪的结构，加上养殖端的规模化、集中度越来越高，预计将有助于生产效能的提高。随着养殖暴利没有了，生猪出栏体重预计将回归正常化，后期大体重猪存栏占比的上升主要是针对季节性消费特征。生产效能的提高将弥补因出栏体重下降而造成的出肉率的减少，国内的猪肉供应预计稳定。冻品高库存将抵消猪肉进口量的减少，如果冻品库存率居高不下，将阻碍猪价的反弹动能。一季度华北、东北的非瘟疫情，以及今年雨季四川、湖南和河南所造成的生猪产能的损失，会对年底的商品猪供应造成一定影响，但是程度比 2019 年轻的多，所以暂时认为影响有限。

2、成本和利润：仔猪价格低位运行，饲料成本维持高位，养殖略有盈利

6 月下旬仔猪价格跌倒 450 元/头后一直维持低位震荡，养殖户补栏并不是非常积极，令仔猪价格上涨动能不足。由于后备母猪和超配的母猪出售增多，导致母猪价格跌幅也接近 50%，按照现在 50 公斤的二元母猪售价 2400 元/头计算，仔猪成本在 420-450 元之间，所以，目前的仔猪价格在盈亏平衡附近。后续仔猪价格的走势需要关注补栏积极性是否会上升。

图 8：规模场 15 公斤仔猪出栏价（全国均价）（元/头）

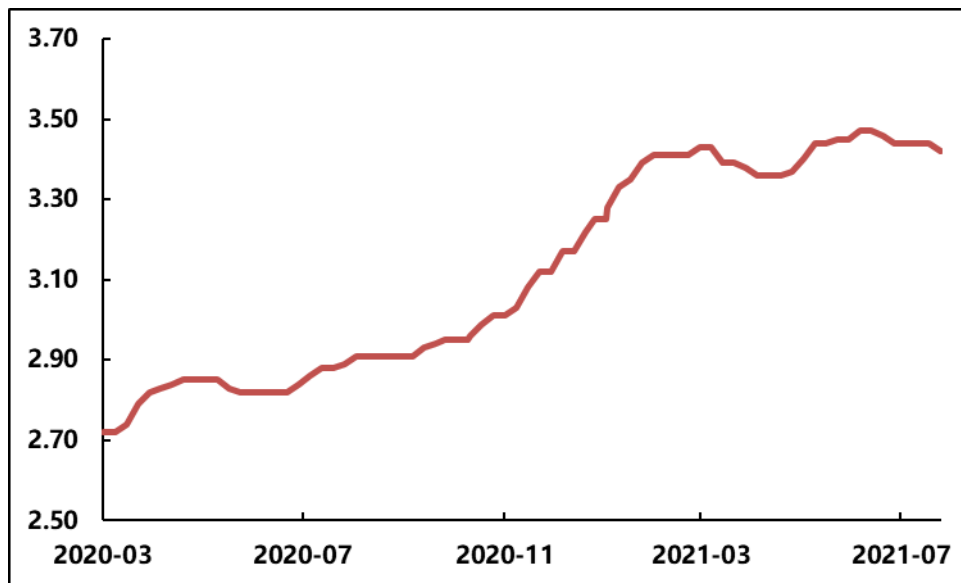


资料来源：涌益咨询，优财研究院

国内玉米和豆粕价格维持高位，饲料成本居高不下。根据国家发改委的数据，截至 7 月底，猪粮比在 5.89，整个 7 月份的猪粮比保持在 5-6 之间，比 6 月份有所回升，处于《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》设定的过度下跌二级预警区间。



图 9：2020 年至今生猪育肥饲料价格（元/公斤）



资料来源：Wind，优财研究院

根据发改委的数据显示，5月中旬开始，生猪养殖开始亏损，最大亏损发生在6月23日当周，每头生猪养殖亏804元，截至7月21日，生猪养殖预期利润为-586.3元/头。根据涌益咨询的数据显示，截至7月29日，自繁自养的生猪养殖利润为90.8元/头，外购仔猪的养殖利润为-1014元/头。养殖利润的计算出入较大，和养殖存活率，料肉比的估算差异有关，总体来看，对应目前的现货价格，养殖处于盈亏平衡点附近。

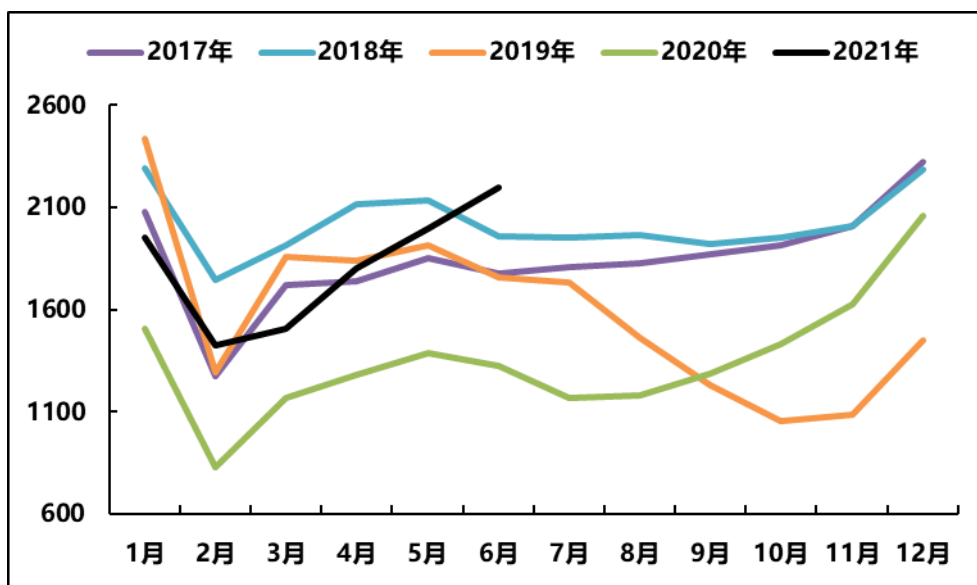
养殖利润再次回到正常水平，现货养殖利润不足以驱动养殖户大规模补栏，远期期货价格对应的养殖利润较为丰厚，但是需要锁定饲料成本。

3、需求：关注8月底的团体消费增长，以及新冠疫情对终端消费的影响

根据农业农村部的数据显示，6月份规模屠宰企业生猪屠宰量2200万头，同比增65.8%，1-6月份规模屠宰企业生猪屠宰量1.0885亿头，同比增45.1%。5月以后随着生猪价格的大幅下跌，猪肉价格也随之大幅下跌，这推动了终端的猪肉消费，以此为参考，预计9月份开学后，团体消费会增加。不过，近期国内的新冠防范再次趋严，预计对三季度的猪肉消费会有所影响。



图 10：规模屠宰企业生猪屠宰量（头）



资料来源：Wind，优财研究院

四、 行情分析及操作思路

生猪产能增速放缓，但是整体产能已经很大程度上恢复，随着二元能繁母猪占比的提高，预计生猪生产效能将提高，由于养殖利润下降，生猪养殖平均体重预计恢复正常；雨季对四川、湖南和河南的生猪养殖产生了一定的影响，但是程度小于 2019 年。总体来看，猪肉供应量预计平稳，8-10 月的猪肉供应同比仍将有所增加。

随着猪肉价格回到 25 元/公斤以下，预计将推动终端消费的恢复，9 月份以后团体消费预计增加，不过新冠疫情防控趋严，而且餐饮端价格并未出现明显下降，预计餐饮的猪肉消费会受到影响。总体来说，猪肉消费预计同比有所恢复，但恢复程度有限。

综上所述，未来 2 个月，预计生猪供需双增，但是增幅都相对有限，供需矛盾不突出的情况下，预计猪价震荡概率较大。

目前 LH2109 仍然升水现货 3000 元/吨左右，进入 8 月后，生猪期货将更加靠近现货逻辑，在现货猪价暂时看不到大涨理由的情况下，LH2109 有期现回归的压力。养殖利润处于盈亏平衡附近，养殖端补栏积极性较差，加上雨季的影响，年底消费旺季的商品猪供应预计会



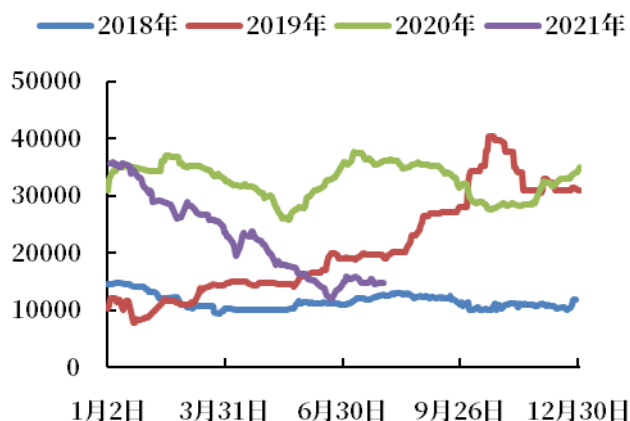
受到一定影响，所以对年底的猪价上涨还是存在一定预期的，LH2201 存在低买的价值。

操作上，建议主要关注 LH2201 低买的机会。

五、基础数据图解

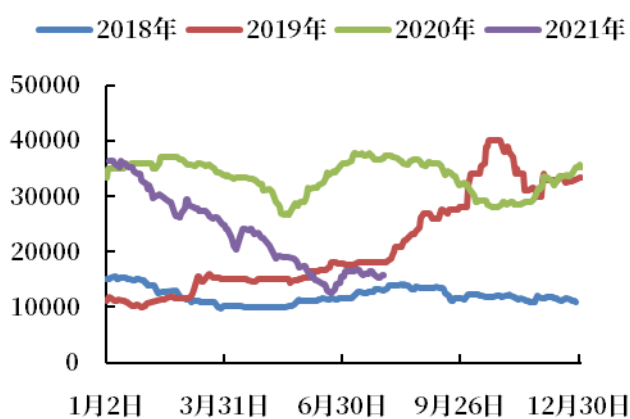
1、生猪价格和白条肉价格

图 11：东北生猪出厂价（元/吨）



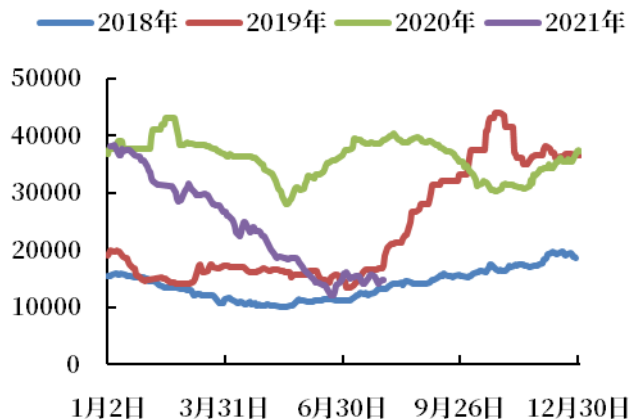
资料来源：Wind，优财研究院

图 12：河南生猪出厂价（元/吨）



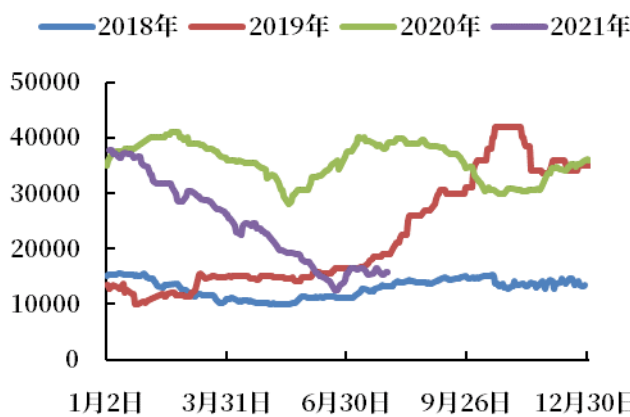
资料来源：Wind，优财研究院

图 13：四川生猪出厂价（元/吨）



资料来源：Wind，优财研究院

图 14：湖南生猪出厂价（元/吨）



资料来源：Wind，优财研究院

图 15：广东生猪出厂价（元/吨）

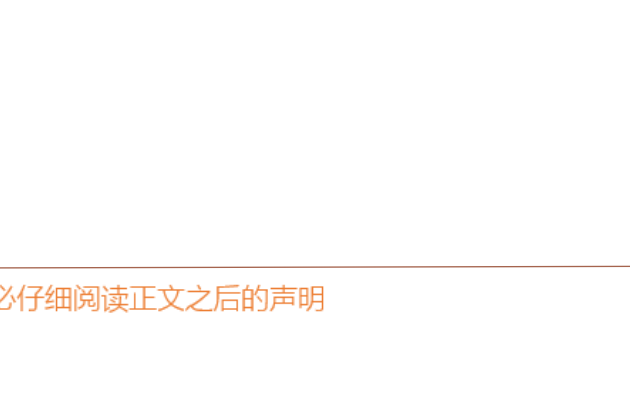
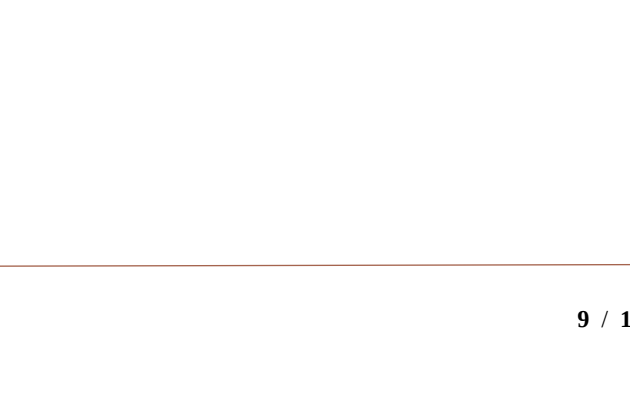
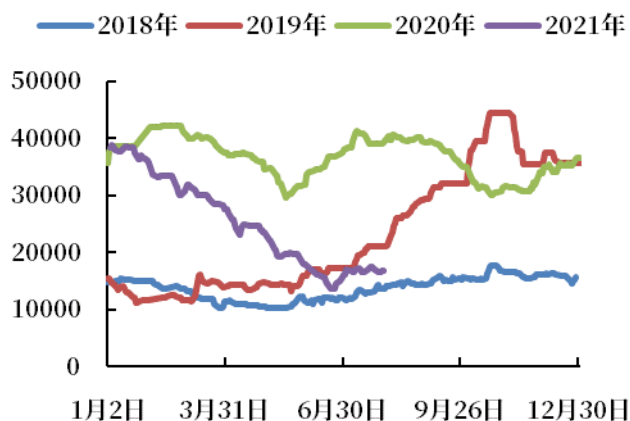


图 16：白条肉均价（元/公斤）

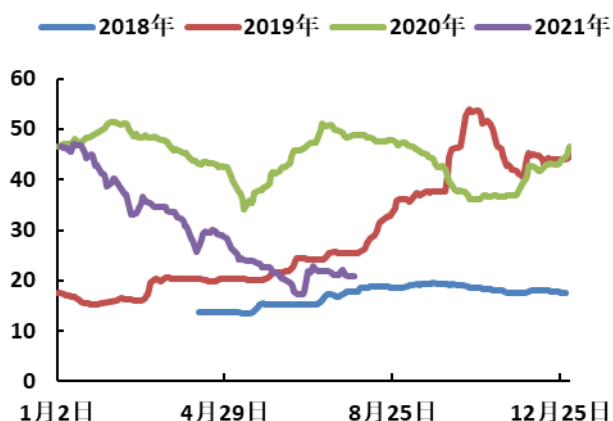




资料来源: Wind, 优财研究院

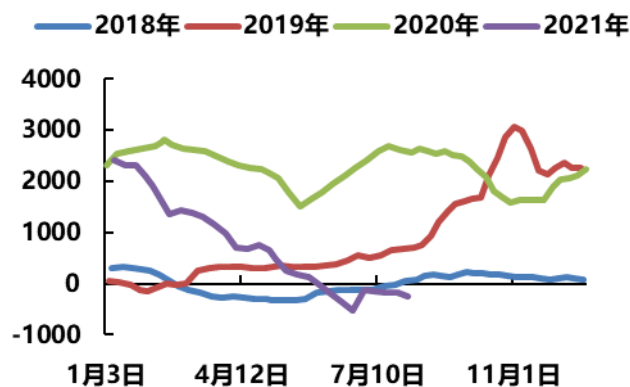
2、养殖利润

图 17: 自繁自养养殖利润 (元/头)



资料来源: Wind, 优财研究院

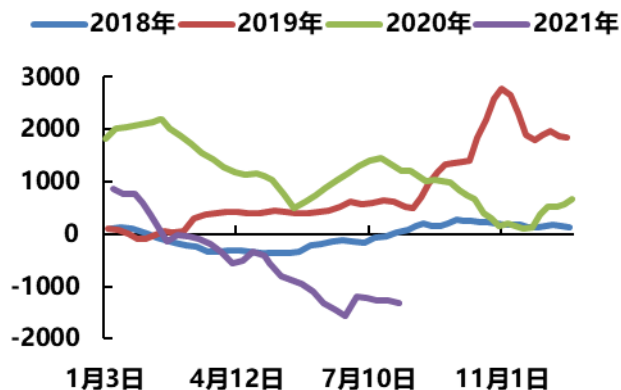
图 18: 外购仔猪养殖利润 (元/头)



资料来源: Wind, 优财研究院

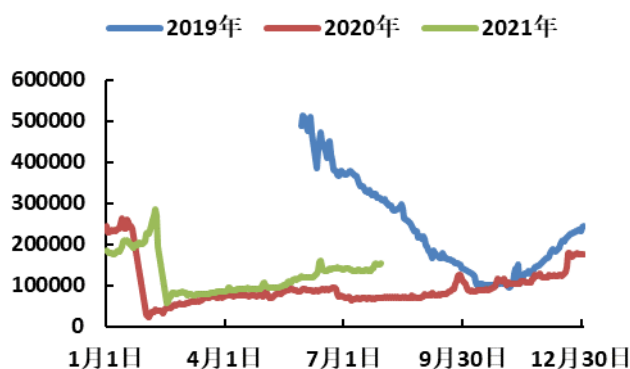
3、屠宰量和屠宰毛利

图 19: 样本点日屠宰量 (头)

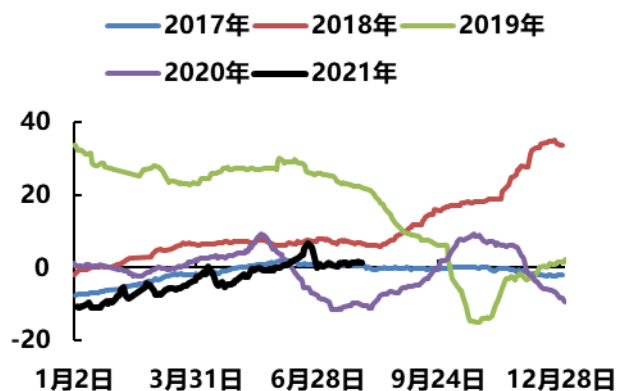


资料来源: Wind, 优财研究院

图 20: 屠宰毛利 (元/公斤)



资料来源: 涌益咨询, 优财研究院



资料来源: Wind, 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！

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>