



2021年9月28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

刘文波
· 从业资格编号 F3070864
· 投资咨询编号 Z0015179
宋从志
· 从业资格编号 F3076601
邮箱: songcongzhi@jinxinqh.com



产业下行周期，蛋价恐将持续承压

内容提要

8月份蛋价整体呈现高位回落，上半年由于鸡蛋期现价格长时间处在历史同期偏高位，本年度中秋节备货未表现出明显的季节性旺季特征。现货起涨时间点及上涨幅度均未及市场预期，期价全月呈现间断回落修复此前对现货过大升水，08及09两个月基差季节性走强。截止8月31日，2109合约收盘4317元/500公斤，全月累计下跌243元/500公斤，跌幅5.33%，2201合约收盘4370元/500公斤，全月累计下跌104元/500公斤，跌幅2.32%。鸡蛋主产区现货价格4.75元/斤，全月环比7月末涨0.5元/斤，涨幅11.7%。

近期来看，鸡蛋基本面逐步转为供需双强，供应上由于年初3、4月份补栏的鸡苗逐步进入产蛋高峰，新开产蛋鸡环比逐步趋增，同时2020年上半年补栏较少叠加当前养殖利润较高，8、9月份预计淘汰老鸡均不会太大，因此9月份在产存栏量有望达到本年度的高峰。8月份消费端整体动物蛋白受猪价拖累较为低迷，进入9月双节及学生集中开学或将带动消费环比提升，旺季的消费预期下，近月期价有望反弹修复对现货过大的贴水，但受制于蛋鸡产能增加，反弹的幅度可能也将十分有限。**中期来看**，我们认为蛋价或将跟随猪价重心持续下移，蛋鸡在经历长时间盈利后可能即将进入熊市周期。本年度生猪产能的恢复势必会挤压蛋禽及肉禽产能，从而实现非洲猪瘟后动物蛋白供需的再平衡。当前蛋鸡产业整体来看，上半年蛋价长时间处在高位，现货环节始终保持不错盈利，补栏积极性较高，因此本年度供应端蛋鸡存栏大概率较为充足，不大可能出现缺鸡的情况。因此，节奏上的反弹要看消费能否出现超预期。但趋势上我们认为蛋价需要回落，甚至会出现亏损从而实现被动去产能。不过需要注意的是，商品普遍实现一轮上涨后，尤其饲料成本及电力成本增加，也让鸡蛋的下方边际相应抬高。

操作建议

短期近月偏多，中长期逢高偏空配置远月空头。

风险提示

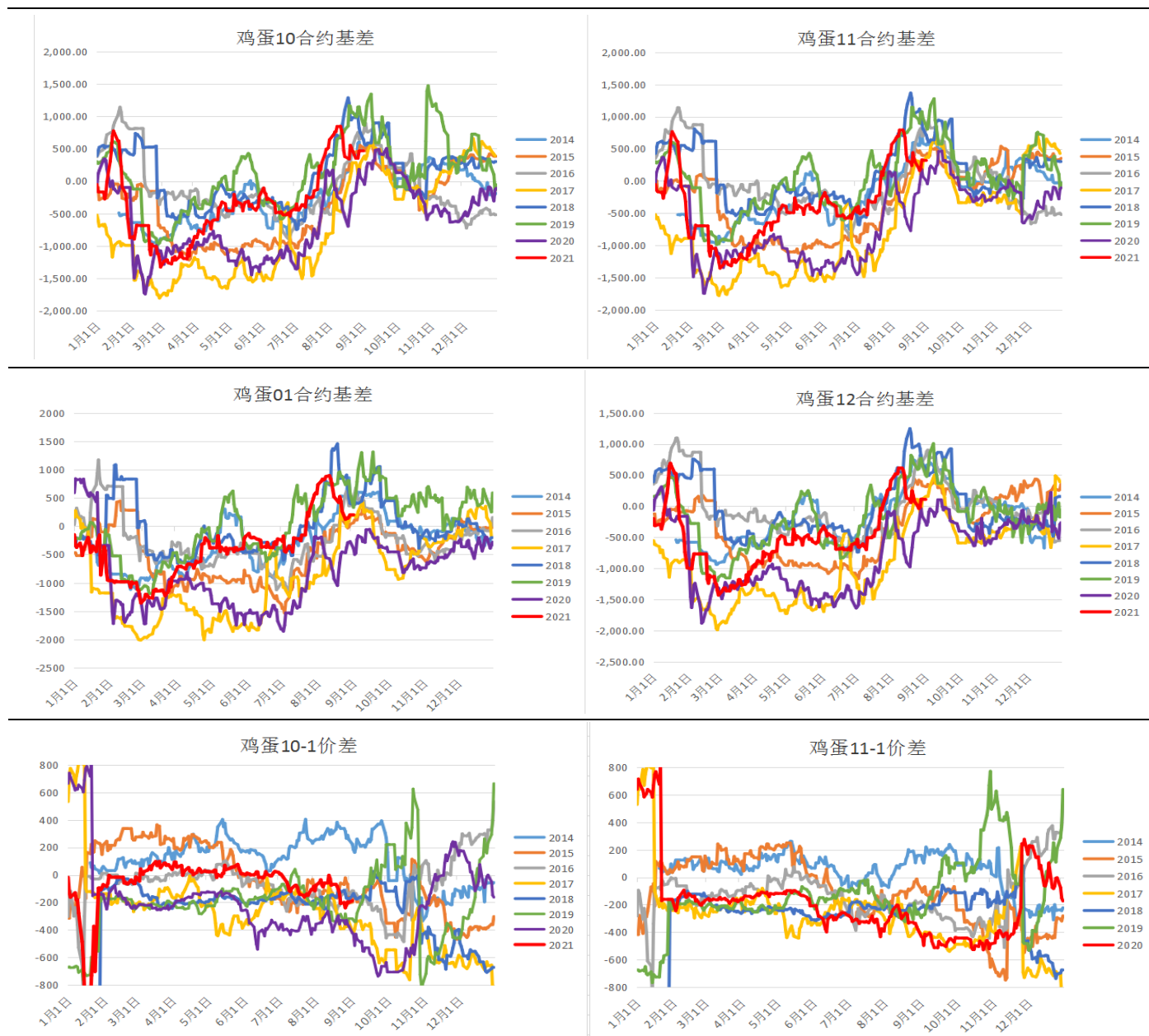
新冠疫情、禽流感、饲料原料价格、异常天气。

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、鸡蛋期现货价格及价差

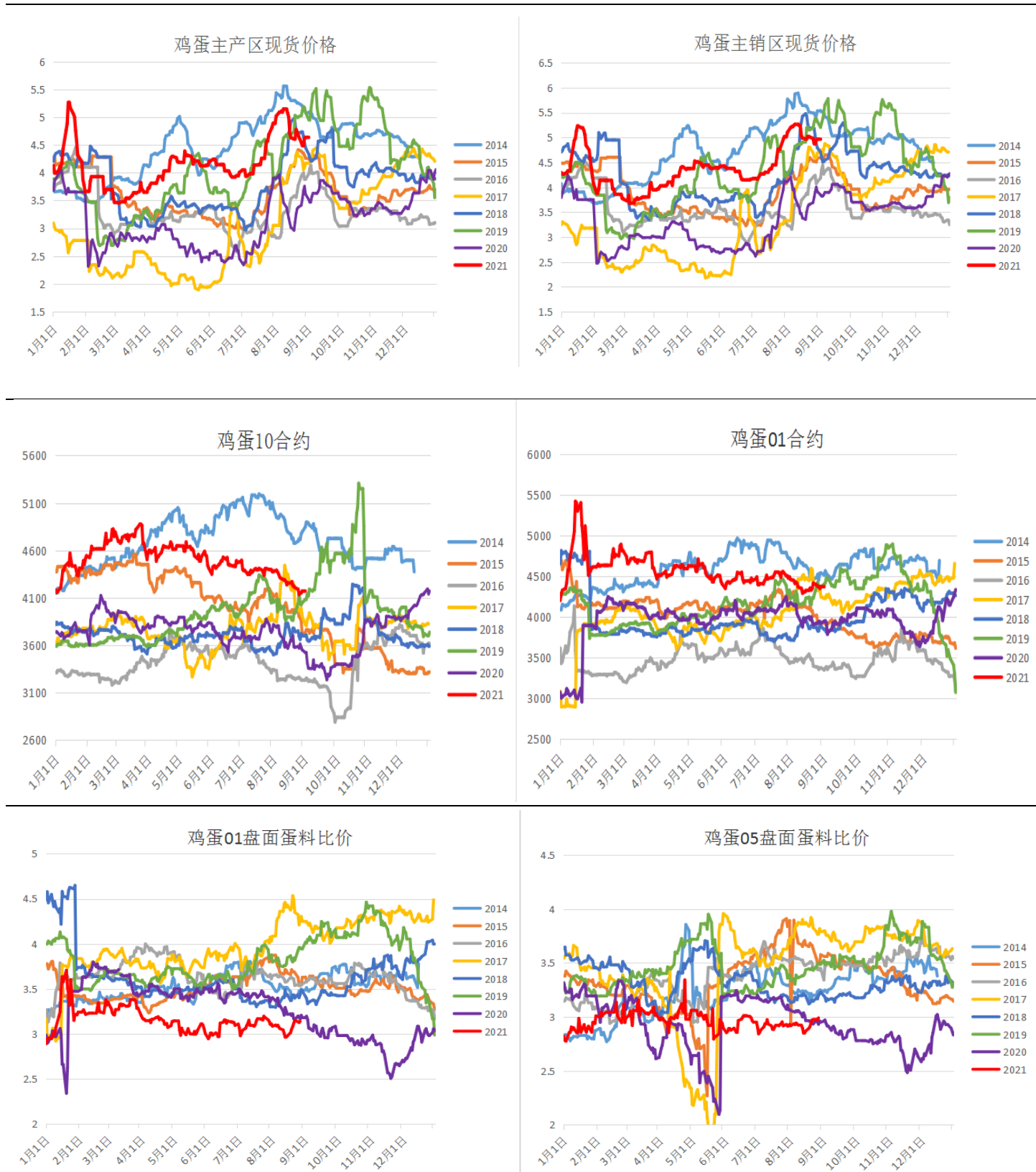
8月份鸡蛋期价呈现趋势回落，主力合约2109下破前低后跌幅扩大，91价差大幅收窄，期价整体表现为对前期过高预期的修正。现货价格在8月初迎来流畅上涨，但表现不及预期，季节性起涨点及涨幅均落后于往年同期。远月基差大幅改善，01合约对现货升水转为对现货贴水，当前基差已处在历史均值偏高区间。

图1. 鸡蛋期货基差及价差



数据来源：文华财经、优财研究院

图 2. 鸡蛋期现货价格及盘面利润



数据来源：博亚和讯、文华财经、 优财研究院

二、鸡蛋基本面情况

1、在产蛋鸡存栏量

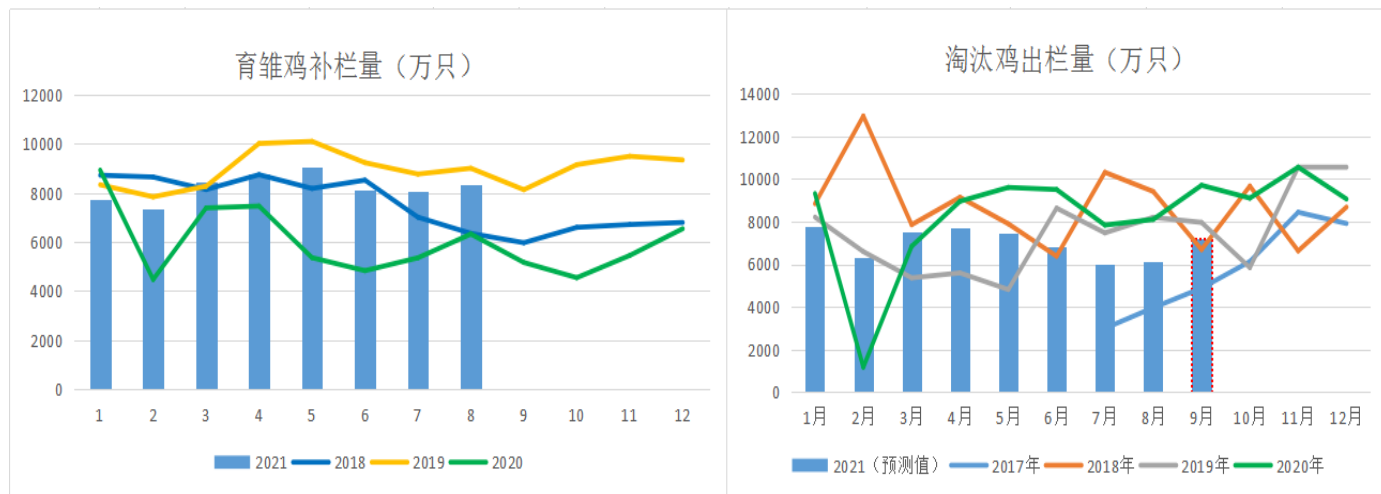
8月新增开产蛋鸡主要来自4-5月份的育雏鸡补栏，据三方样本数据显示，鸡苗销量在3月份开始环比增加16.2%，4月环比增3.9%，3-4月份的鸡苗补栏量已经处在近几年的偏高位置，仅仅低于发生非洲猪瘟的2019年。尤其5月的补栏量处在历史同期次低位，当月补栏绝对量接近2016年水平，二季度开始整体养殖热情逐步转为积极。过去的8月由于春节期间2月份补栏偏少影响，新开产蛋鸡也相对较少，上半年始终处在产能缓慢释放的过程中。不过当前整体鸡龄趋重，老鸡占比提高，当前平均淘汰鸡鸡龄在488天左右，鸡龄环比趋增，但仍低于历史同期的490天左右的平均水平。5月-7月，蛋价持续走高后带动养殖利润大幅好转，现货养殖利润一度处在历史同期最高水平，养殖户大量惜淘老鸡，8月份淘鸡价格小幅走弱，养殖利润环比略有下滑，但仍能保持不错盈利。接下来的9月份，新增开产有望大幅增加，在产蛋鸡有望环比进一步增加。

图2. 在产蛋鸡存栏量

	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	同比2020	同比2019	同比2018	同比2017	同比2016
1月	11.98	11.55	11.13	10.32	11.43	11.11	-2.85%	7.63%	-0.21%	-3.83%	-7.29%
2月	12.06	11.27	10.66	10.30	11.72	10.93	-6.71%	6.12%	2.53%	-3.02%	-9.37%
3月	12.19	11.23	10.79	10.54	11.83	10.72	-9.37%	1.74%	-0.62%	-4.51%	-12.03%
4月	12.59	11.35	10.90	10.67	12.14	10.60	-12.69%	-0.62%	-2.72%	-6.58%	-15.78%
5月	12.49	10.68	10.93	11.07	12.08	10.63	-12.01%	-4.01%	-2.78%	-0.50%	-14.92%
6月	12.59	10.53	11.05	11.05	11.67	10.68	-8.48%	-3.37%	-3.37%	1.40%	-15.19%
7月	12.50	10.90	10.79	11.12	11.62	10.92	-6.02%	-1.79%	1.21%	0.19%	-12.63%
8月	12.46	11.34	10.68	11.30	11.71	11.19	-4.44%	-0.97%	4.78%	-1.32%	-10.19%
9月	12.27	11.65	10.88	11.52	11.61	11.37	-2.07%	-1.30%	4.50%	-2.40%	-7.33%
10月	12.54	11.60	10.63	11.85	11.53						
11月	12.71	11.32	10.65	11.55	11.39						
12月	12.15	11.25	10.46	11.35	11.37						

数据来源：农业农村部、博亚和讯、卓创资讯、优财研究院

图 3. 全国在产蛋鸡存栏量及育雏鸡补栏量



数据来源：芝华数据、博亚和讯、卓创资讯、金信期货研究院

2. 鸡蛋现货波动的季节性规律统计

鸡蛋属于生鲜品，由于无法做长时间的物理库存，同时消费端受节日影响明显，现货价格具有很强的季节性，蛋价一般下半年明显强于上半年。鸡蛋在端午节后现货一般会出现季节性回落，主要由于销区进入梅雨季节，叠加大量生蔬上市，鸡蛋消费会进入季节性消费淡季，蛋价也会相应出现低点，我们对过往几年进行统计，除了 2014 年禽流感及 2019 年非洲猪瘟年份，端午节后现货低点一般出现在 6 月底至 7 月初。此后蛋价一般经历短暂盘整后即开始季节性上涨，起涨时间一般距离中秋节 73 天左右，在端午节后的低点基础上平均涨幅约 1.59 元/斤。此后，在中秋节高点出现后，现货再次进入季节性消费淡季，蛋价也会出现季节性下跌，往年一般低点出现在国庆节后，距离中秋节的现货高点平均跌幅 1.07 元/斤。本年度中秋节在 9 月 21 日，按照往年中秋节前 10-20 天现货见高点的规律，当前现货可能仍在冲高的路上，假如本年度现货高点价格市场预期 5.3 元/斤左右，那么按照往年节后淡季的跌幅，10 月份季节性低点大约在 4.25 元/公斤。因此，当前远月期价 10 合约定价较为合理矛盾并不突出。

图 4. 鸡蛋中秋节现货波动季节性规律

	中秋时间	高点时间	距中秋时间	高点价格	上涨启动时间	上涨持续时间	中秋节后低点	低点时间	跌幅
2013	9月19日	9月9日	10	4.82	7月12日	69	3.6	10月20日	1.22
2014	9月8日	8月25日	14	5.70	6月16日	84	4.59	9月12日	1.11
2015	9月27日	9月9日	18	4.44	7月6日	83	3.25	10月10日	1.19
2016	9月15日	9月2日	13	4.15	8月4日	42	3.04	10月2日	1.11
2017	10月4日	9月8日	26	4.54	7月17日	79	3.36	10月3日	1.18
2018	9月24日	8月17日	38	4.94	7月10日	76	3.75	10月14日	1.19
2019	9月13日	8月27日	17	5.26	6月27日	78	4.43	10月1日	0.83
2020	10月1日	9月11日	19	3.99	7月20日	73	3.24	10月15日	0.75
2021	9月21日	9月2日	19	5.35	7月10号	73	4.2	10月10号	1.15
均值			19	4.77		73			1.07

数据来源：博亚和讯、Wind、优财研究院

图 5. 鸡蛋 01 合约波涨跌幅度统计

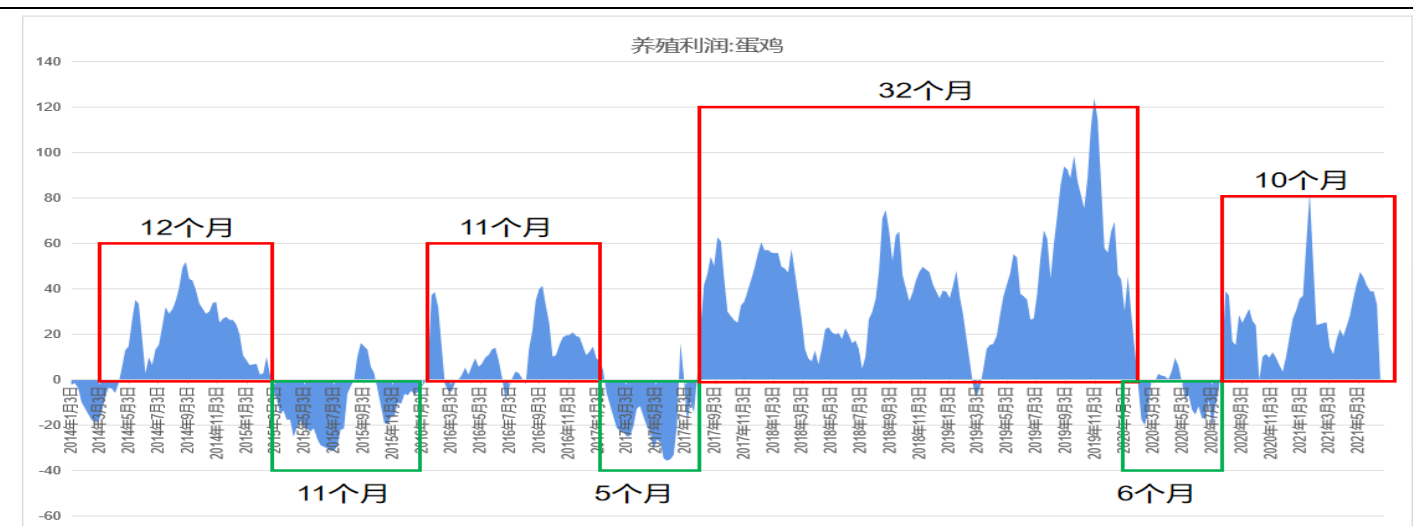
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	
2021	8.62%	7.15%	-8.65%	3.52%	-4.09%	0.68%	0.25%	-2.32%	0.34%				2021
2020	27.28%	4.35%	-0.86%	-0.62%	1.97%	-0.56%	2.38%	-5.49%	1.93%	1.67%	-8.25%	12.00%	2020
2019	-11.47%	3.63%	-3.02%	5.33%	5.91%	-4.35%	6.87%	1.76%	-1.23%	9.48%	-8.93%	-29.10%	2019
2018	-17.06%	-0.73%	-1.20%	0.32%	2.90%	0.74%	-4.93%	2.62%	2.66%	9.11%	-3.16%	2.33%	2018
2017	26.73%	5.88%	-7.34%	1.49%	-3.98%	5.78%	4.48%	2.30%	-0.99%	1.53%	5.74%	3.56%	2017
2016	-8.74%	-2.00%	3.65%	8.63%	-1.24%	2.89%	-6.54%	-3.13%	-2.30%	9.63%	0.31%	-14.21%	2016
2015	-11.17%	0.41%	0.53%	-1.36%	-0.99%	0.46%	4.10%	-8.82%	-4.26%	-2.51%	4.08%	-4.99%	2015
2014	2.52%	1.29%	2.01%	6.31%	-2.97%	9.15%	-1.29%	-5.47%	0.26%	4.05%	-4.14%	1.30%	2014

数据来源：文华财经、Wind、优财研究院

3. 蛋鸡养殖利润情况

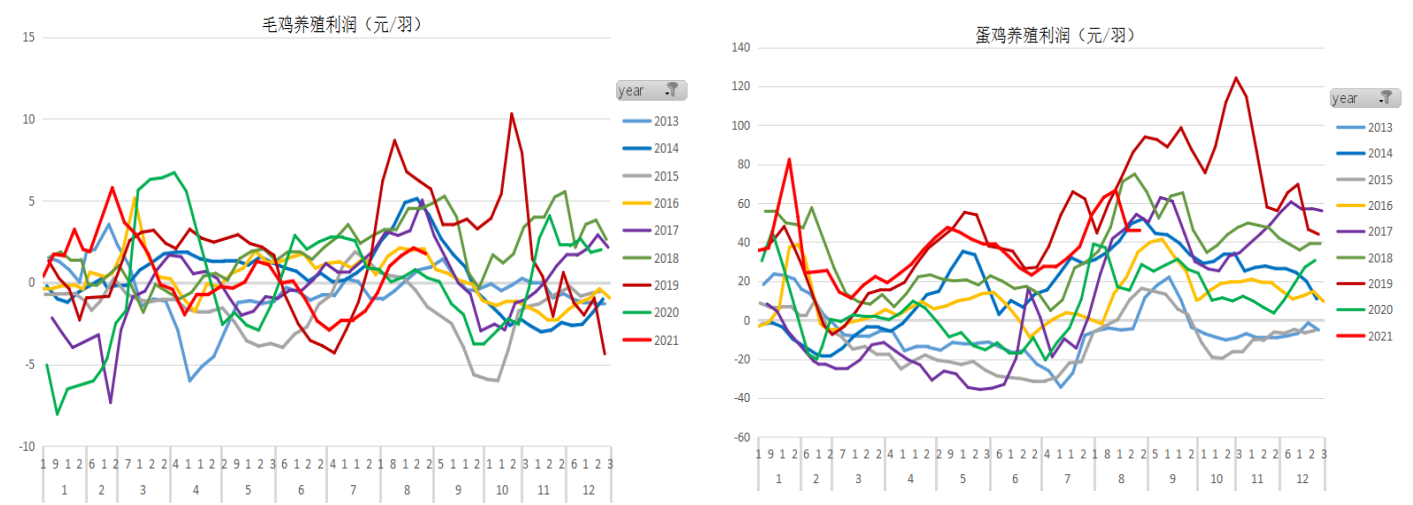
本年度上半年大部分时间蛋鸡养殖均处在盈利状态，且养殖利润处在历史同期偏高位置。8月份月度平均养殖利润 55.3 元/羽，8月份随着陈化小麦定向投放，养殖成本环比仍在继续走低，不过由于整个粮食价格同比去年大涨，当前蛋鸡养殖饲料成本接近 3.6 元/斤，也处在历史同期最高位置。上一轮鸡周期盈利时间达到 32 个月，去年经历短暂的 6 个月亏损后即再次进入盈利周期，史无前例的盈利水平也让养殖单位抗风险能力大大增加。

图 6. 蛋鸡养殖盈利周期



数据来源：博亚和讯、优财研究院

图 7. 蛋鸡及肉鸡养殖利润

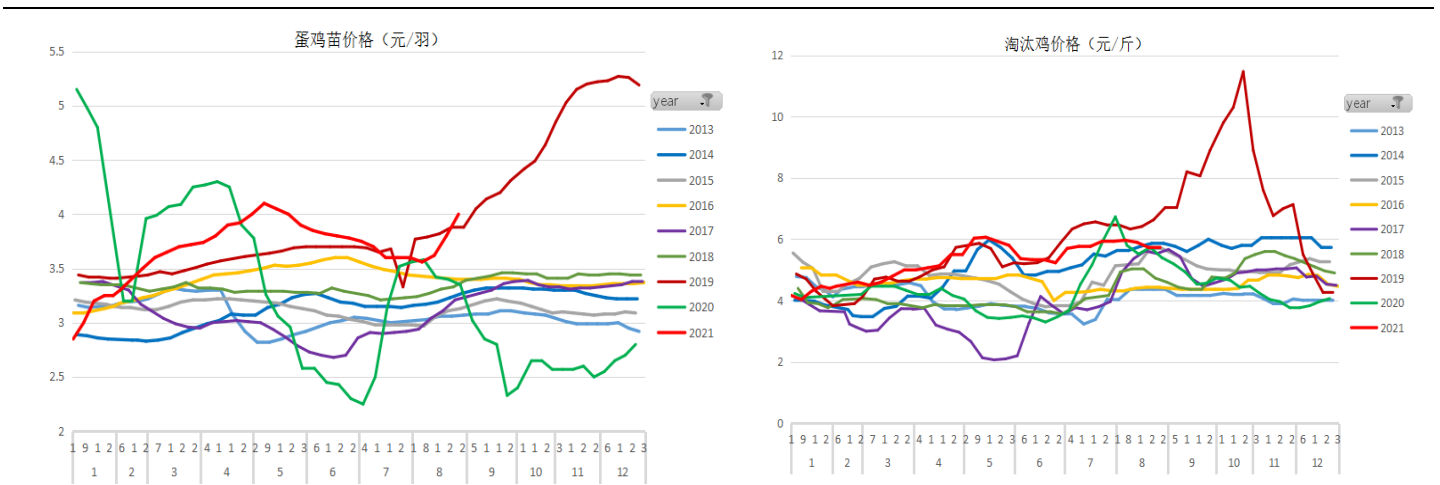


数据来源：文华财经、优财研究院

4. 鸡苗价格、淘汰鸡价格上半年双双处在高位

鸡苗价格 8 月止跌反弹，行业入孵率回升，散户整体补栏积极性环比走弱，养殖户成本偏高，且对后市信心不强，令不少养殖户望而却步；淘汰鸡方面，整体猪肉及肉鸡价格偏低，令淘鸡终端消费没有起色，8 月下旬淘汰鸡价格高位小幅回落，但同比仍然处在高位。

图 8. 蛋鸡鸡苗及淘汰鸡价格

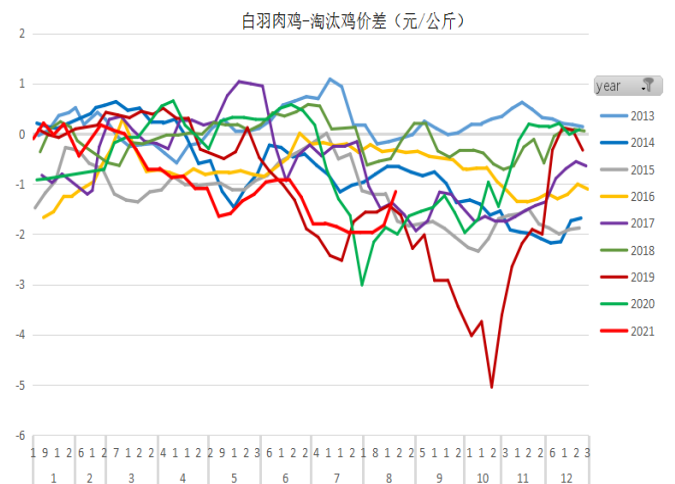
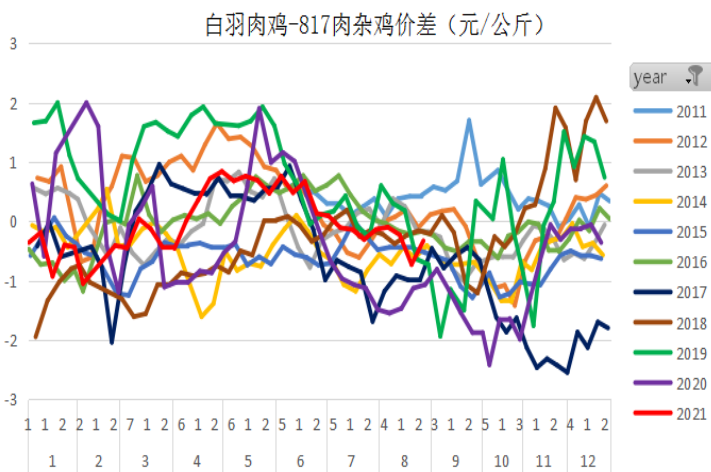
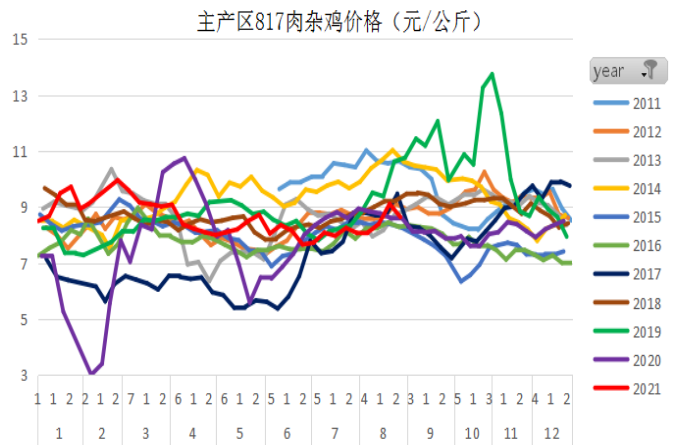
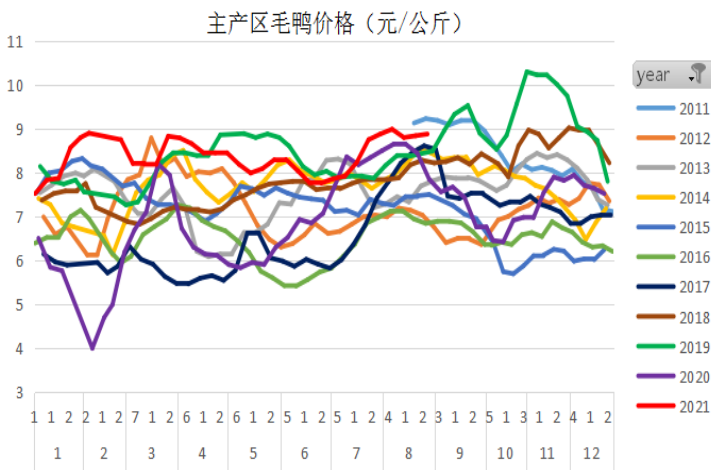
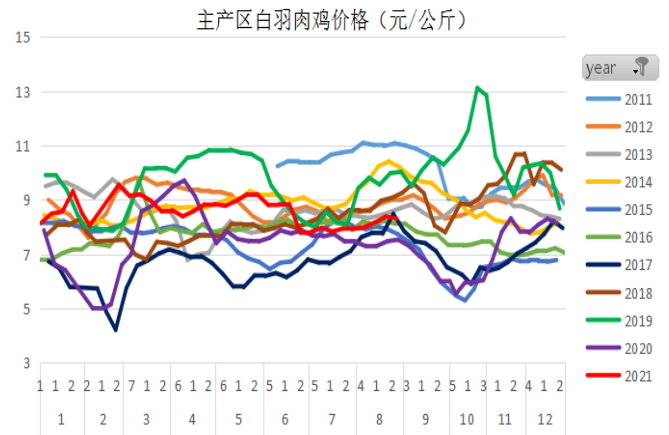
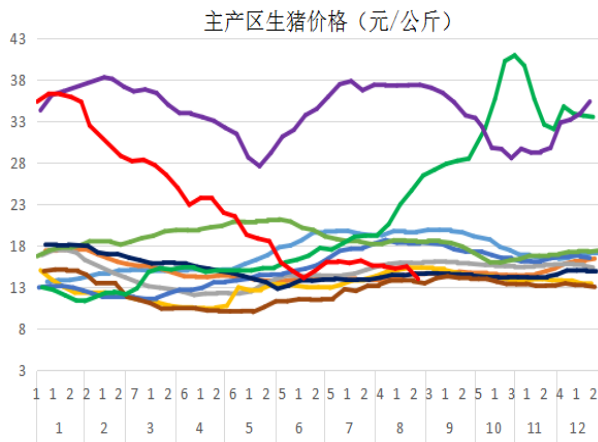


数据来源：博亚和讯、优财研究院

5. 猪价持续回落，肉禽先涨后跌，整体动物蛋白表现不及预期

8月份生猪价格跌幅扩大，月初部分养殖户受洪涝影响出现小规模抛售情况，生猪整体存栏体重仍然较大，价阶段性供应压力还在释放过程，猪价止跌对整个动物蛋白价格形成压力。肉禽价格8月份整体表现强于生猪，但环比也在小幅走弱。除蛋鸡外，生猪、毛鸡及肉鸭均已在跌破养殖成本。截止8月底，全国22个省市平均生猪价格14.2元/公斤，环比7月跌2.2元/公斤，白羽肉鸡8.3元/公斤，环比7月略涨0.3元/公斤，毛鸭价格8.89元/公斤，环比7月持平，817肉杂鸡价格8.64元/公斤，环比7月涨0.55元/公斤。

图 9. 主要动物蛋白价格及价差



数据来源：博亚和讯、优财研究院

三、总结及展望

宏观上当前整体商品价格强势未改，国内农产品板块走势十分强劲，饲料原料玉米及豆粕未出现明显转势。但养殖板块走势明显弱于大宗农产品，主要在于生猪存栏恢复，使得猪价进入下行通道。长期来看，猪价格回落向整个动物蛋白价格传导，对蛋价的边际支撑作用转弱，蛋鸡产业或许还会出现被动挤压去产能。

9月份双节及学生集中开学来临，消费旺季预期还未完全交易。当前时间处在中秋节及国庆节前的消费与备货旺季，现货价格仍在冲顶的路上，近月合约基差大幅走强后，短期可能跟随现货出现反弹，但受制于产能增加，前期高点也或难破。

远月来看，我们重点阐述的是生猪养殖恢复带动禽类被动去产能的一个相对较长的逻辑，当然由于本年度饲料成本不断抬升，尤其是玉米价格同比出现较大幅度的上涨，而玉米又是养殖的主要原料，对整个养殖成本的推升亦比较明显，因此全年3900附近的养殖成本仍然可能是相对较强的支撑。

操作上，短期关注中秋节期间现货能否超预期上涨，单边近月合约谨慎偏多配置，预计上方空间可能也比较有限，中期逢高配置远月鸡蛋空头逻辑没变。

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

1. 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。

2. 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。

3. 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”。

4. 金信期货研究院提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！