



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

作者：刘文波

· 从业资格编号 F3070864

· 投资咨询编号 Z0015179

联系人：宋从志

从业资格编号 F3076601

邮箱：songcongzhi@jinxinqh.com



蛋鸡养殖周期使然，高利润或难以为继

内容提要

1、**大宗商品估值或将回归。**宏观上来看，2022 年度开始随着疫苗及防疫手段的逐步提升，新冠疫情的影响大概率逐步减弱，但全球经济复苏脚步减缓，主要经济体以应对通胀压力为首要任务的大背景下，流动性趋于收紧，资金在逐步退潮，可能促进大宗商品的估值回归。

2、**蛋鸡产业周期可能趋势下行。**蛋鸡养殖周期在非洲猪瘟后被打乱，前两年非洲猪瘟，生猪产能的损失为蛋鸡带来了史无前例的红利，从 2019 年开始蛋鸡开启超长盈利周期，2020 年经历新冠疫情造成的短暂不利影响后，再次转入盈利周期，截止目前蛋鸡行业已经连续盈利超过 16 个月，在历史上也属于较高水平。而蛋鸡养殖行业自律性及技术壁垒相对较低，高利润会刺激产能的快速增长，当前偏高的养殖利润在 2022 年可能难以为继。

3、**饲料板块价格上涨，令鸡蛋下方边际抬高。**本年度饲料板块整体呈现震荡上涨趋势，尤其谷物价格整体表现较强，玉米作为鸡蛋的主要饲料来源，涨幅较为明显，去年养殖成本约 3.6 元/斤，已处在历史偏高水平，本年度玉米价格进一步上涨，以及电费固定成本增加带动养殖成本已涨至 3.8-3.9 元/斤，鸡蛋的下方边际已显著抬高。

4、**一季度新增开产蛋鸡或显著增加。**我们结合对养殖利润以及补栏数据的跟踪，本年度 9-11 月份补栏量同比增幅较为明显，推算 4-5 个月后新增开产蛋鸡存栏量或同比增加 15%以上，春节后供给或凸显阶段性压力。

综上所述，我们结合宏观资金面及微观的产业逻辑判断，鸡蛋可能逐步进入下行周期，蛋鸡产业当前在高利润的刺激下产能扩增并未停止，期价上鸡蛋绝对估值处在历史同期偏高位置，但相对其他农产品尤其相对豆粕、玉米估值不高。05 合约处在上半年消费淡季的过渡阶段，以及新增开产蛋鸡集中释放期，存在估值修复的空间，也存在做空的预期差。

操作建议

中长期逢高偏空配置远月空头。

风险提示

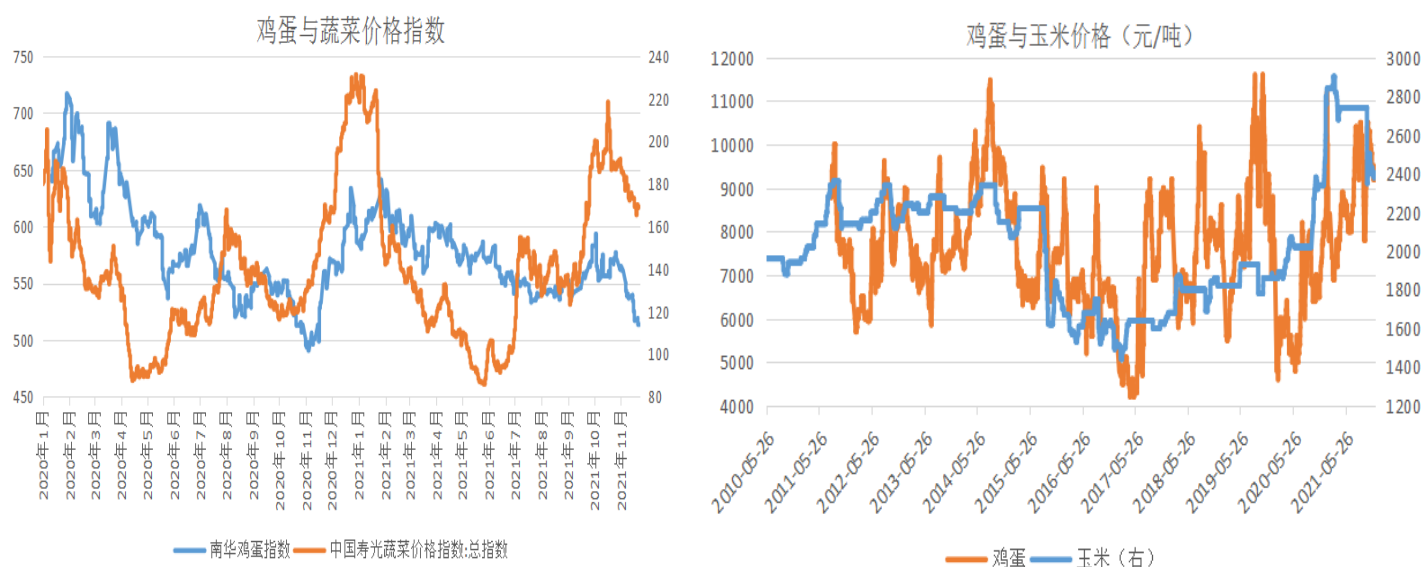
非洲猪瘟、禽流感、饲料原料价格、异常天气。

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、2021 年蛋价行情回顾

2021 年全年鸡蛋产业在新冠疫情疫情大幅去产能后，再次过渡到产能恢复阶段，全年蛋价整体呈现前高后低。一方面商品价格共振上涨及饲料成本大幅推动鸡蛋绝对价格处在历史同期偏高位置，另一方面由于生猪下行带动养殖产业整体边际向下，农副产品价格相对整个农产品板块而言走势偏弱。全年鸡蛋大致出现四次波段性行情：第一，2021 年春节前的超跌反弹，叠加河北疫情封锁加剧终端恐慌性补库，现货价格一度触及 5.25 元/斤的历史高位。同时，养殖利润大幅改善带动补栏积极性开始回暖。第二，春节后至清明五一期间，由于上一年度补栏低使得一季度整体开产蛋鸡较少，蛋价始终表现较强，在 3 月底一反常态开始提前上涨，并在五一假期期间达到顶峰，现货价格再次拉到 4.4 元/斤，之后开始高位震荡。第三，五一节后，生猪价格大幅超预期下跌，整个养殖板块转弱，鸡蛋一方面边际压力大幅增加，另一方面供给开始恢复，年初补栏的蛋鸡逐步开产，带动供需环比大幅改善，期现价格在 6-8 月份连续下跌，但期间现货端仍能保持在养殖成本以上。第四，进入下半年，鸡蛋整体开始宽幅震荡，猪价企稳后带动整个养殖板块回暖，叠加三季度初，蔬菜价格的大涨一度带动鸡蛋出现强势反弹，但整体上供给端经历长期的盈利后，产能压力逐步凸显，远月蛋价逐步反映悲观预期，期价先于现货走弱。

图 1. 鸡蛋及农产品指数



数据来源：Wind、优财研究院

二、鸡蛋基本面情况

1、在产蛋鸡存栏量

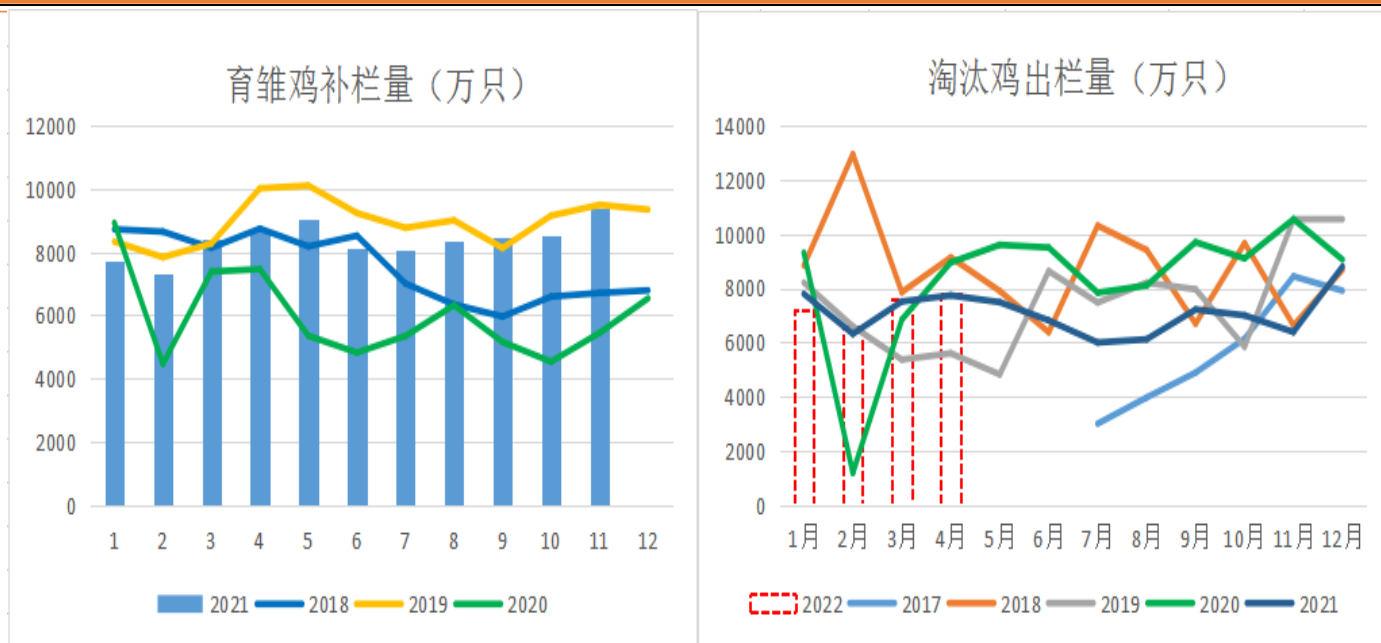
鸡蛋产业至去年经历新冠疫情重创后，在本年度一季度开始蛋价触底回升，带动养殖利润大幅回归，育雏鸡补栏量在去年四季度底逐步回暖。综合三方样本数据显示，截止本年度 11 月份，样本企业累计鸡苗补栏量 4.39 亿羽，同比增加 9.4%，与 2018 年 4.43 亿羽相当，低于 2019 年的近几年补栏高峰 5.26 亿羽。分月份来看，鸡苗销量在 1 月份开始环比增加 16.2%，但同比仍低 13.7%。不过年后 2-5 月份鸡苗销量开始逐月环比增加，并在 5 月份同比出现增加 31%。当月补栏绝对量接近 2016 年水平，处在历史相对高位，可见二季度开始整体养殖热情逐步转为积极。本年度 1-5 月由于去年 10、11 月份补栏偏少影响，新开产蛋鸡也相对较少，使得 4-5 月份在产蛋鸡存栏量始终处在低位。5 月底，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，因此养殖户大量惜淘老鸡，带动 6-7 月份在产存栏量继续回升，三季度中秋后养殖户有过集中淘汰但整体养殖利润向好，以及鸡龄整体偏轻，因此整体淘汰量整体低于往年同期。9 月、10 月、11 月三个月雏鸡补栏量同比增幅分别为 14.5%、35.3%、30.3%，是年度增幅相对偏高的几个月份。按照当前养殖利润及 489 天正常略偏低的鸡龄以及老鸡占比，我们合理推断 4-5 个月后即春季后的 2-3 月份，新增开产蛋鸡或将有同比 15%左右的增幅。因此，2022 年一季度在不发生大的疫情情况下，在产蛋鸡存栏量大概率十分充足。

图 2. 在产蛋鸡存栏量及推算

月份	2018	2019	2020	2021	2022	同比2021年	同比2020年	同比2019年	同比2018年
	1	13.76	12.71	11.43	11.11	11.72	5.56%	2.55%	-7.75%
2	13.34	12.87	11.72	10.93	11.92	9.03%	1.71%	-7.41%	-10.67%
3	13.31	13.31	11.83	10.72	12.09	12.78%	2.21%	-9.14%	-9.14%
4	13.31	13.7	12.14	10.60					
5	13.34	14.17	12.08	10.63					
6	13.54	13.96	11.67	10.68					
7	13.22	13.93	11.62	10.92					
8	12.94	14.14	11.71	11.19					
9	12.98	14.08	11.61	11.37					
10	12.68	14.53	11.53	11.48					
11	12.65	14.32	11.39	11.65					
12	12.6	14.46	11.37	11.60					

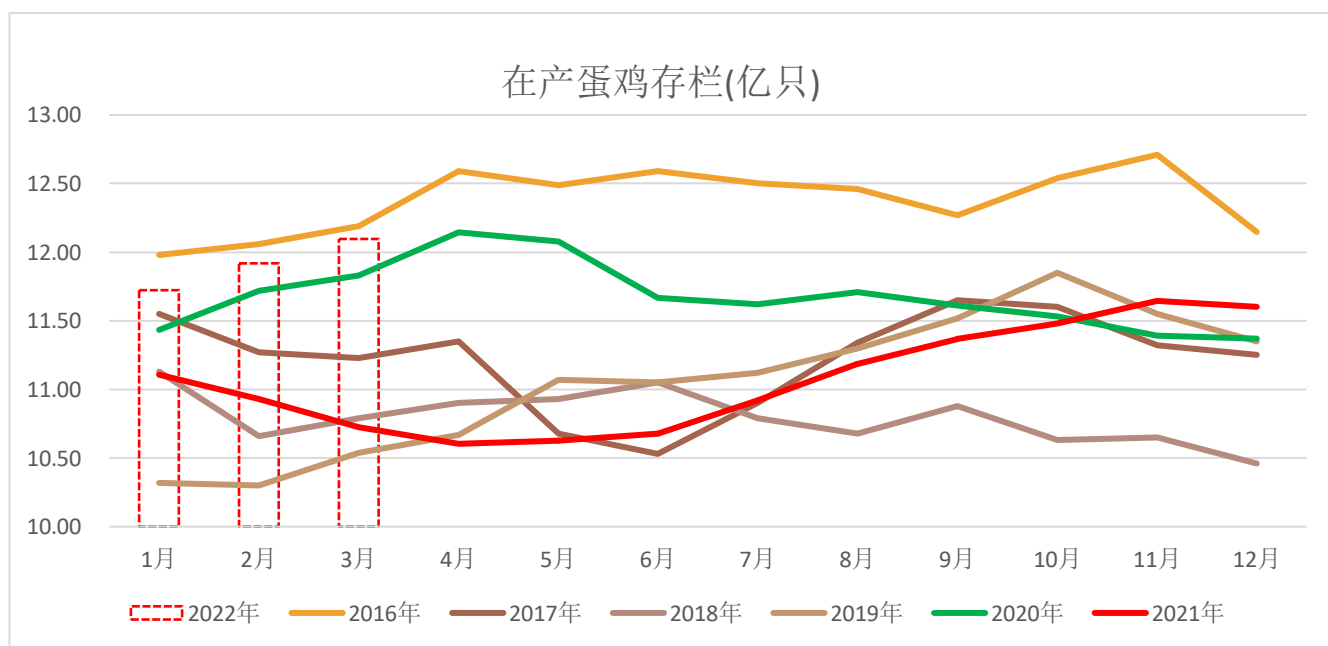
数据来源：博亚和讯、卓创、优财研究院

图 3. 蛋鸡补栏及淘汰量



数据来源：博亚和讯、卓创、优财研究院

图 4. 在产蛋鸡存栏量推算



数据来源：优财研究院

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。因此，市场一般每年会对9月合约给出较强旺季预期。在中秋节后现货一般再次季节性回落，一般现货低点出现在11月份，此后再次进入春节及元旦的旺季行情，现货从节前低点至春节现货高点的涨幅平均有0.58元/斤，此后春节后2-3月份便开始进入一年之中的消费淡季，鸡蛋现货价格相应回落至低位。

图5. 鸡蛋端午节至中秋节现货波动季节性规律

鸡蛋历年中秋节现货季节性涨跌									
	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	8月12日	39	5.07	7月10号	42	4.05	10月9号	1.02
均值			22	4.77		70	3.70	10月5日	1.07

图6. 鸡蛋春节前后现货波动规律

鸡蛋历年春节期间现货高低点												
年度	春节	年前低点	出现日期	年前高点	出现日期	年前涨幅	持续时间	高点据春节时间	年后低点	出现日期	年后跌幅	持续时间
2012	1月22日	3.6	11月28日	3.82	12月26日	0.22	28	27	2.8	2月24日	1.02	50
2013	2月9日	3.86	10月29日	4.39	1月14日	0.53	77	26	3.52	3月18日	0.87	63
2014	1月30日	3.68	11月21日	4	1月3日	0.32	43	27	3.4	2月24日	0.6	52
2015	2月18日	4.07	1月4日	4.22	2月13日	0.15	40	5	3.07	4月9日	1.15	55
2016	2月7日	3.61	12月22日	4.39	1月25日	0.78	34	13	2.91	3月1日	1.48	36
2017	1月27日	3.02	12月6日	3.15	12月23日	0.13	17	35	2.1	3月8日	1.05	75
2018	2月15日	4.01	1月19日	4.31	2月6日	0.3	18	9	2.97	3月22日	1.34	44
2019	2月4日	3.71	12月11日	4.11	1月14日	0.4	34	21	2.68	2月25日	1.43	42
2020	1月24日	3.45	12月30日	4.06	1月7日	0.61	8	17	2.34	2月3日	1.72	27
2021	2月11日	3.89	12月29日	5.15	1月18日	1.26	20	23	3.48	3月6日	1.67	25

数据来源：博亚和讯、Wind、优财研究院

图 7. 在产蛋鸡存栏量推算

	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	3.83%	6.89%	-9.21%	9.03%	-8.93%	-0.41%	-0.55%	-0.43%	1.12%	1.97%	1.84%	-5.08%	2021
2020	-4.20%	-5.03%	-7.19%	-3.43%	25.71%	0.05%	0.30%	-1.79%	2.34%	3.85%	-4.61%	13.56%	2020
2019	-4.49%	1.75%	1.27%	10.87%	-2.53%	-1.03%	3.91%	0.87%	-1.20%	11.66%	-4.87%	-10.80%	2019
2018	-5.03%	4.00%	-12.29%	12.50%	-1.80%	0.55%	-4.11%	0.40%	-0.06%	5.52%	-4.83%	-1.95%	2018
2017	0.53%	-1.92%	-6.07%	-25.53%	69.89%	-8.47%	5.00%	0.16%	-1.94%	1.31%	6.43%	-5.22%	2017
2016	0.16%	-6.50%	3.56%	1.09%	5.66%	6.20%	-8.47%	-2.26%	-1.14%	7.27%	9.32%	-7.81%	2016
2015	-3.47%	3.69%	-7.63%	-7.58%	8.42%	3.69%	2.80%	-10.15%	-6.63%	-3.08%	-3.82%	-2.64%	2015
2014	-5.32%	-0.56%	9.22%	11.72%	-9.32%	10.11%	-2.67%	-4.83%	0.02%	4.91%	-2.59%	-0.54%	2014
均值	-2.25%	0.29%	-3.54%	1.08%	10.89%	1.34%	-0.47%	-2.26%	-0.94%	4.18%	-0.39%	-2.56%	均值

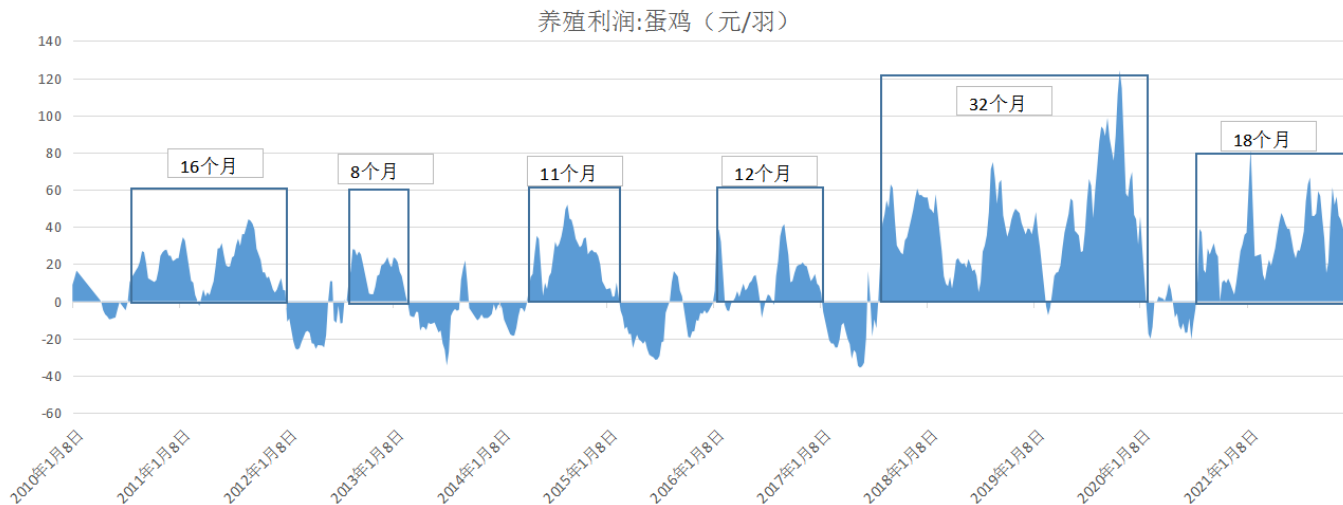


数据来源：Wind、文华财经、优财研究院

3. 蛋鸡养殖利润情况

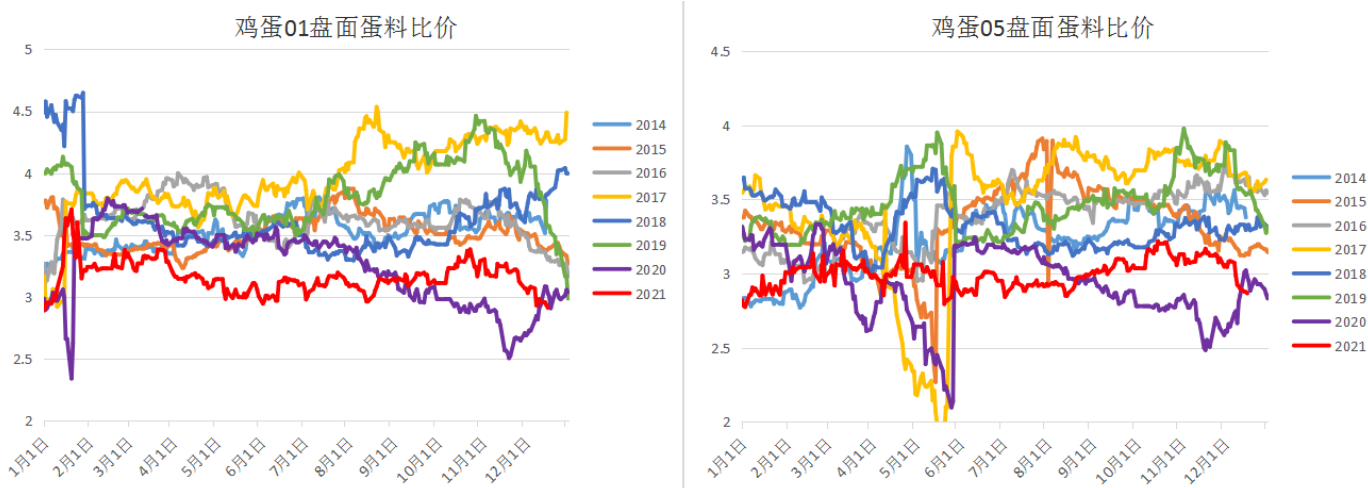
本年度全年大部分时间蛋鸡养殖均处在盈利状态，且养殖利润处在历史同期偏高位置。1-5 月份月度平均养殖利润 35.4 元/羽，主要由于鸡蛋现货及淘汰鸡价格均表现强势，3 月份后随着小麦拍卖逐步出库，陈化水稻投放增加，实现了对禽料中玉米进一步替代，养殖成本环比仍在继续走低，9-10 月份中秋节旺季带动蛋鸡走高，以及 11 月份蔬菜及猪肉价格大涨带动鸡蛋边际的改善等均为本年度蛋鸡养殖形成利好。当然本年度由于整个粮食价格大涨，本年度蛋鸡养殖饲料成本接近 3.8 元/斤，也处在历史同期最高位置。上一轮鸡周期盈利时间达到 32 个月，2020 年新冠及产能周期的双重影响下经历短暂的 6 个月亏损后即再次进入盈利周期，并在本年度养殖效益进一步扩大。

图 8. 蛋鸡养殖盈利周期



数据来源：博亚和讯、优财研究院

图 9. 鸡蛋与玉米及豆粕盘面比价

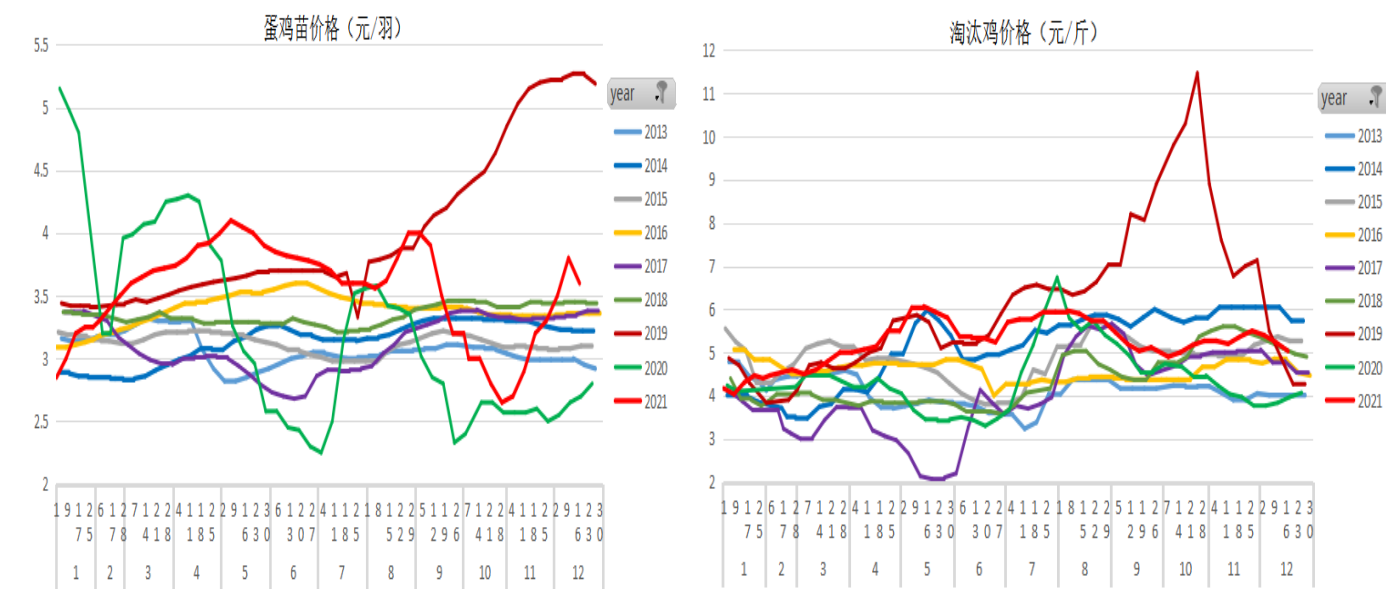


数据来源：文华财经、优财研究院

4. 鸡苗价格、淘汰鸡价格全年双双处在相对高位

上半年受养殖利润向好提振，蛋鸡补栏热情较高，鸡苗价格现明显上涨；淘汰鸡整体偏少，且养殖户惜淘情绪较浓，淘鸡价格跟随蛋价一路冲高，淘鸡价格对白羽肉鸡价差持续扩大。淘鸡及鸡苗价格一度也处在历史同期最高水平，也验证了上半年存栏偏低的客观事实。下半年随着入孵率提高鸡苗供给显著增加，鸡苗价格出现短暂反弹，但随着四季度养殖预期回暖后，鸡苗价格再次出现反弹。

图 10. 蛋鸡鸡苗及淘汰鸡价格

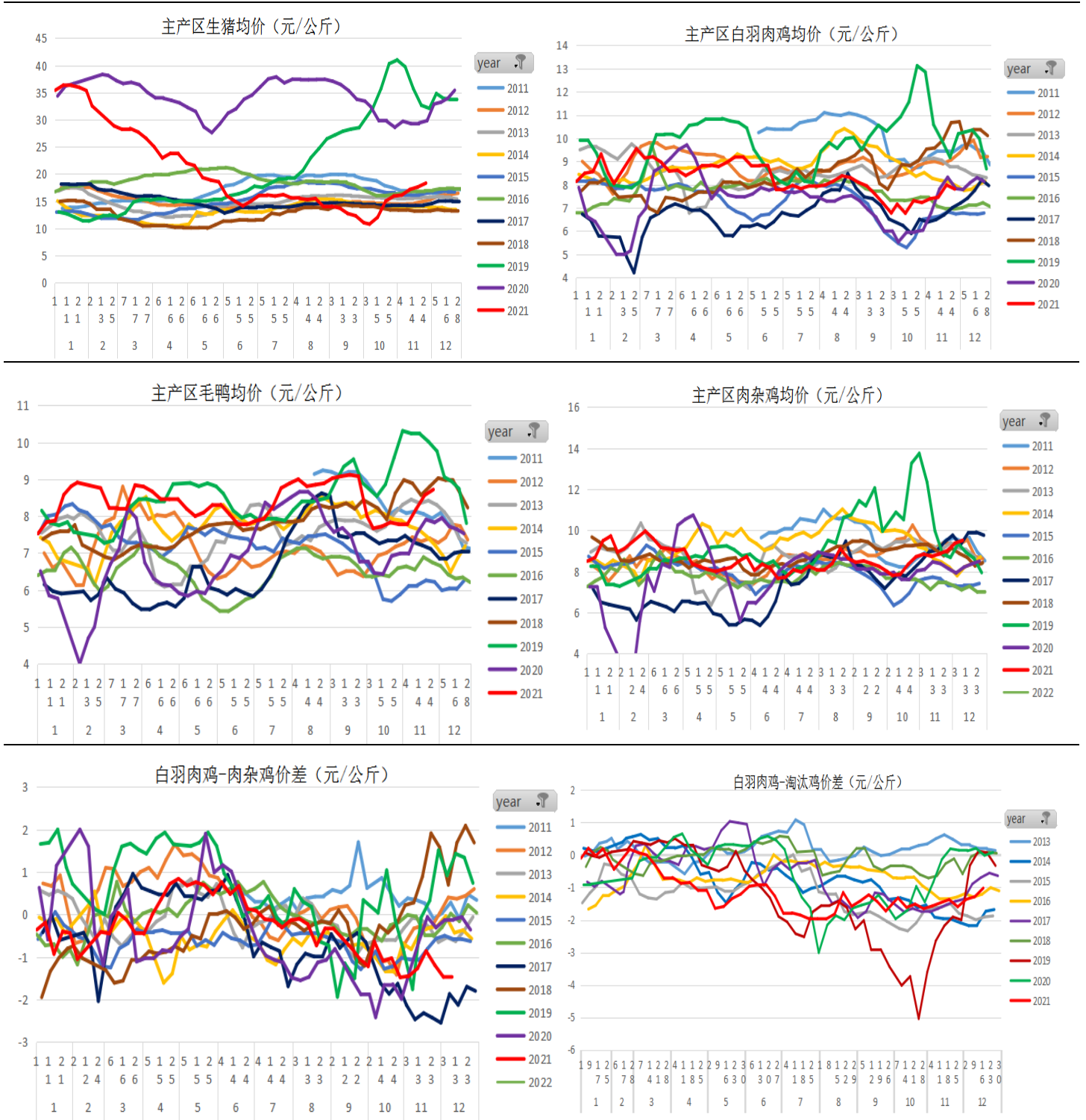


数据来源：博亚和讯、优财研究院

5. 猪价超预期下跌，动物蛋白价格走势分化

2022 年上半年生猪价格超预期下跌，尤其进入 5 月份后大猪集中出栏抛售，令猪价跌幅扩大。猪价下跌对整个动物蛋白价格形成一定拖累。但肉禽价格上半年整体表现较为强势，尤其年后 3 月份肉禽价格一度逆势上涨，带动动物蛋白走势较为分化。5 月份肉禽价格有所转弱，但受养殖成本影响，仍处在历史高位。进入下半年，生猪价格触底反弹，带动整个养殖板块回暖，但禽类整体由于养殖周期较短，下半年产能恢复速度较快，价格出现一定回落，尤其本年度中秋节现货高点，并不及市场预期强势，但下半年，基础能源带动大宗商品价格大涨，尤其蔬菜价格暴涨曾一度带动蛋鸡出现迅速反弹。但临近年底随着蔬菜供给增加价格回落，以及鸡蛋新增产能的逐步释放，蛋价开始温和回落，但纵观全年本年鸡蛋现货价格大部分时间均在高价运行区间。

图 11. 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

宏观上来看，2022 年度开始随着疫苗及防疫手段的逐步提升，新冠疫情的影响大概率逐步减弱。但全球经济复苏脚步减缓，主要经济体以应对通胀压力为首要任务的大背景下，流动性趋于收紧，资金的逐步退潮，可能触动大宗商品的估值回归。当前部分商品价格强势未改，农产品尤其谷物价格偏高，导致主要饲料原料玉米及豆粕价格持续攀升。养殖板块来看，我们认为核心逻辑是盈利周期过长大概率会刺激产能的超额增加，蛋鸡过往的盈利周期是史无前例的，可能会出现产能过剩，此外生猪存栏恢复，使得猪价进入下行通道。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，从而实现动物蛋白供给的再平衡。

近端，鸡蛋逐步走向供需双强，下方边际有低成本支撑，尤其整体农产品估值偏高的情况下，难以深跌。远月来看，蛋鸡产业已经经历了非洲猪瘟后的超长盈利周期，而鸡蛋产业本身属于自律性较低的周期性行业，门槛及技术壁垒相对较低，过往经验来看过长的盈利周期及过高的盈利水平都很容易导致产能的快速增加，甚至出现产能过剩。我们悲观的认为明年鸡蛋产业高盈利水平极大概率难以为继。当前鸡蛋远月期价绝对估值不低，相对估值不高，但定价仍在养殖成本以上，存在高估的可能性。当然由于本年度饲料成本不断抬升，尤其是玉米价格较前期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，操作上，短期重点关注春节前现货冲高的幅度，单边近月合约谨慎偏多配置，预计反弹空间可能也比较有限。中期逢高配置远月鸡蛋空头。

四、风险提示

非洲猪瘟、禽流感、饲料原料价格、异常天气。

重要声明

分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。作者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获得受任何形式的报酬或利益。

免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。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，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他任何方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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/>