

一 诺 千 金 德 厚 载 富

一德期货 研究报告

（研究报告）

高存栏趋势不变，结构性缺口显现

内容摘要：

2019 年持续的高补栏导致蛋鸡存栏不断增长，截止 2020 年 3 月，蛋鸡存栏同比已增长 10%，处于历史高位，2020 年春节后，COVID-19 的出现对鸡蛋市场产生影响，新开产增多、延迟淘汰及需求低迷等各种不利因素出现将现货价格打入低谷，后期随着淘汰增多、需求好转，现货价格有所回升，但在高存栏及新开产压力下，现货难有大涨。受养殖周期影响，二季度新开产基本确定，市场预期基本一致，后期市场淘汰量是不确定的变动因子，但基本遵循一定规律，即现货长时间的的成本线附近盘旋会导致短期淘汰增加，在前期长时间的盈利下，今年更多的是淘汰后再上小鸡，始终保持满栏生产为主。

同时，疫情的出现导致 2-3 月蛋鸡补栏量明显下降，直至 3 月中旬孵化场孵化率才恢复至正常水平，4 月补栏基本可以恢复正常，这意味着未来 7-8 月新开产会出现短暂的缺口，9 月后新开产增多的趋势不变，从而造成蛋鸡存栏增长趋势中的小回调。

1. 2020 年一季度行情回顾

1.1 现货走势回顾

在蛋鸡存栏不断增长的核心逻辑下，2019 年 11 月后蛋价波动下行，随后由于 COVID-19 的出现，鸡蛋市场受到扰动，市场出现了一些变化，存栏的不断增加叠加疫情的出现，我们将一季度现货走势分两阶段看：

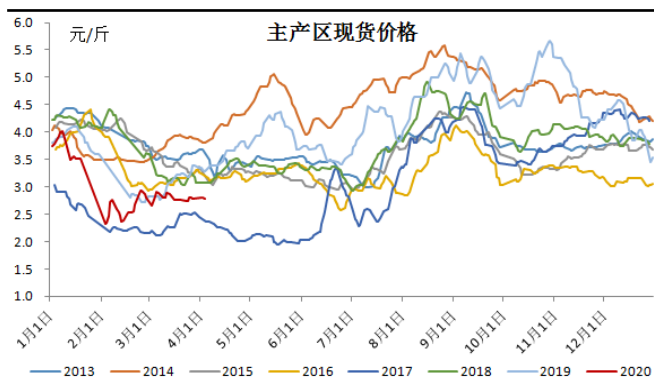
第一阶段（下跌趋势）：在存栏增长的趋势下，蛋价延续 2019 年 11 月后的下跌行情，春节期间在 COVID-19 的打击下现货在 2 月 3 号首次触底。主要原因在于春节期间疫情爆发，国内确诊人数不断增多，社会活动停止，物流停运，人员流动基本停止，造成鸡蛋运输困难，各地区库存累积，同时活禽市场关闭，屠企延迟复工，养殖户淘汰不畅被动压栏，部分地区出现换羽现象，蛋鸡存栏累积增加，供应处于过剩状态，而下游复工推迟，餐饮工业等消费消失，需求大幅缩减，整体处于供过于求状态，蛋价大幅下跌。

第二阶段（缓涨趋势）：2 月中上旬后，疫情对鸡蛋市场影响开始减弱，物流开始恢复，积压库存陆续出库，人员开始逐步流动，屠宰场复工，老鸡淘汰量逐步回升至正常水平，餐饮食堂等集中性消费开始恢复，但过程较为缓慢，同时，受新开产增加、老鸡淘汰增加、需求恢复等因素影响，现货回升至 2.7 元/斤左右时开启震荡走势，清明节后，现货不弱反强，前期换羽影响

被证伪，现货再次走强。从需求端来看，截止到3月底，整体需求距正常年份减少10%，主销区恢复空间更大，如北京地区销量相较往年仍有20%左右的差距。

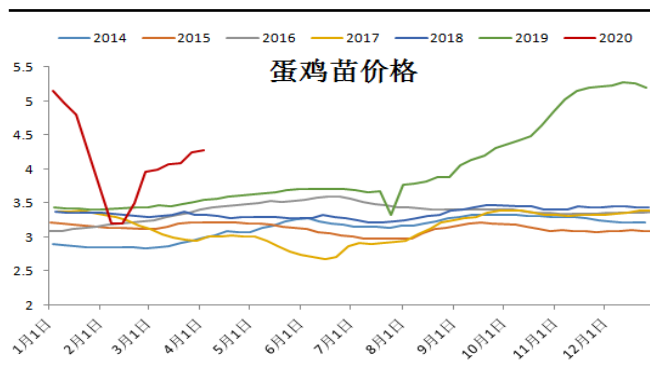
同时，疫情期间蛋鸡补栏也受到一定程度影响，年后在疫情打击下，补栏情绪较弱，2月中旬后随着现货转好，市场补栏情绪好转，但受前期孵化率低影响，鸡苗供应量紧张，蛋鸡苗价格大幅上涨，2-3月补栏量均受到一定程度影响，3月中旬后，鸡苗孵化率基本恢复100%，4月后补栏基本不受影响。

图 1.1：鸡蛋主产区现货价格（元/斤）



资料来源：wind，一德生鲜品部

图 1.2：蛋鸡苗价格（元/羽）



资料来源：wind，一德生鲜品部

1.2 期货走势回顾



从盘面走势来看，一季度整体呈现跌为趋势，但可以分为两部分，一是疫情前盘面与现货的同时下跌，二是疫情后现货探底回升，盘面小幅拉涨后继续下跌。根据2019年8-10月补栏鸡苗数据反映，一季度新开产增加趋势不变，其中8、10月相对9月同比有更大的增幅，即1、3月新开产压力相对2月更大，但2月的需求相较其他两个月份较差，因而现货整体弱势为主。

首先，2019年11月后各类蛋白增量显现，替代效应已最大化，多余增量对现货价格产生打

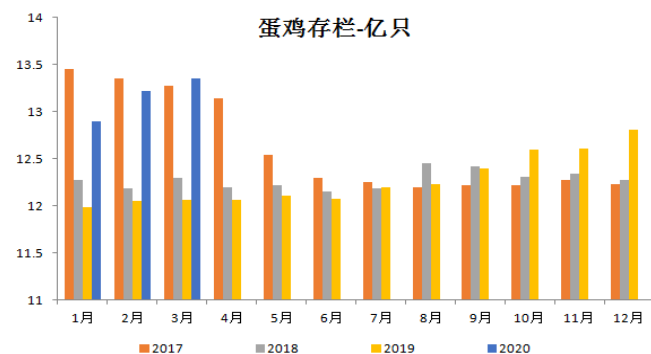
击，蛋价开始一路下跌，盘面也跟随一路下跌，在悲观预期下，盘面始终贴水现货。春节期间爆发疫情，经过假期的发酵，节后现货大幅走弱，需求被打到低点，现货在库存压力，延淘压力及新开产压力作用下触底，盘面更是跳空低开，跟随现货打出盘面低点。

其次，春节后的现货价基本反映了节后最差的基本面，随后现货触底反弹，盘面在利好预期及现货上涨的双重作用下开启上涨趋势，主要原因为节后 2 月肉禽短期补栏受疫情影响大幅下跌，对应 3 月下旬-4 月上旬肉禽供应，市场认为在当前生猪缺口下，肉禽缺口会导致鸡肉价格大幅上涨，从而带动淘鸡价格上涨出现超淘，同时需求也在逐渐转好，盘面与现货同时上涨，前期换羽鸡在 3 月底影响会开始显现，从而导价格出现二次探底，随着进入 3 月，现货保持稳定的同时盘面基于悲观预期开启趋势性下跌，但现货迟迟不动，盘面底部震荡为主，随着时间流逝，换羽利空被证伪，淘鸡恢复正常水平，市场走货加快，现货的下跌带动盘面利好的预期，进入四月后盘面开启上涨。

2. 鸡蛋供应情况分析

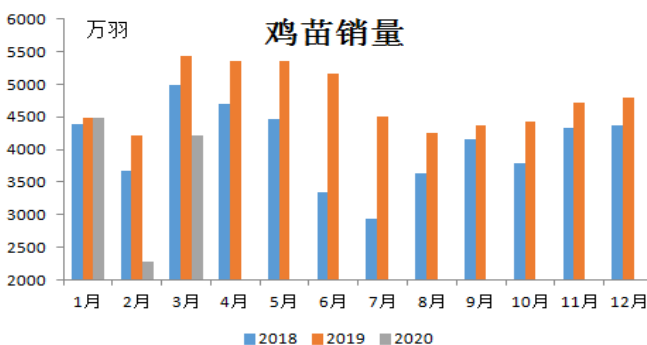
2.1 存栏增长趋势放缓，市场补栏恢复正常

图 2.1：全国在产蛋鸡存栏量（亿只）



资料来源：卓创资讯，一德生鲜品部

图 2.2：鸡苗销量



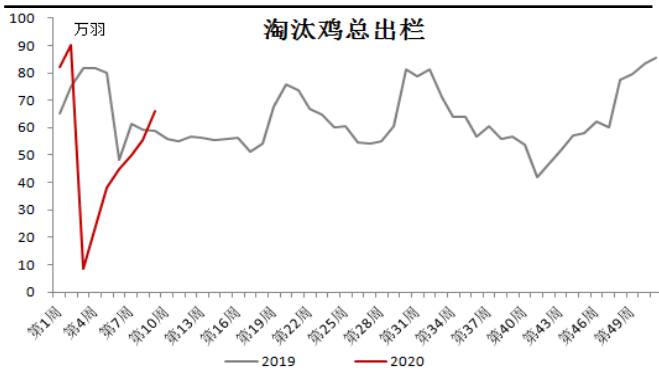
资料来源：卓创资讯，一德生鲜品部

卓创数据显示，截止 2020 年 3 月，全国在产蛋鸡存栏 13.348 亿只，环比上涨 0.99%，同比上涨 10.64%，蛋鸡存栏量涨至历史较高水平，全国代表企业鸡苗销量为 4209 万羽，环比上涨 65.25%，同比下跌 22.53%，根据季节性补栏规律，每年上半年为补栏旺季，今年受疫情影响，2 月上旬市场补栏情绪不高，但从 2 月中旬开始市场补栏情绪开始回升，但受鸡苗供应及市场淘汰影响，补栏量有限，从而 2-3 月补栏均受到一定程度影响，根据孵化数据推测，3 月中旬种蛋孵化率基本恢复至 100%，4 月后补栏基本不再受影响。

根据蛋鸡养殖周期，4-6月新开产对应2019年11月-2020年1月补栏鸡苗，数据显示，截止2020年3月，120日龄以下的后备鸡平均占比15.44%，环比减少1.47%，二季度整体新开产压力相对前期有所减小，且2-3月蛋鸡补栏的不足对应7-8月新开产的缺口，9月后基本恢复正常，在前两年多的高盈利周期下，今年养殖户会始终保持满栏状态，存栏高的基数难以改变，当期鸡蛋供应主要受淘汰及新开产影响波动。

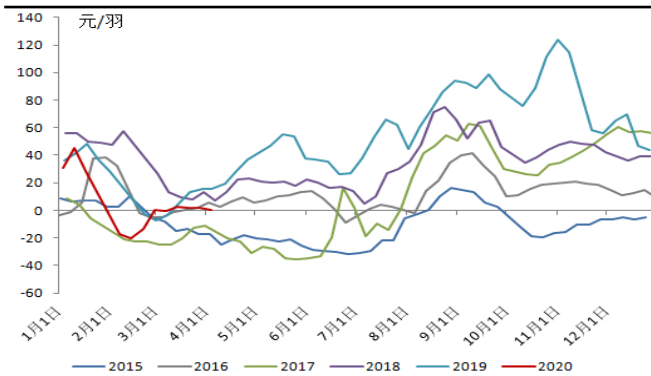
2.2 淘鸡放量回升，后市淘汰惹争议

图 2.3：淘汰鸡总出栏（万羽）



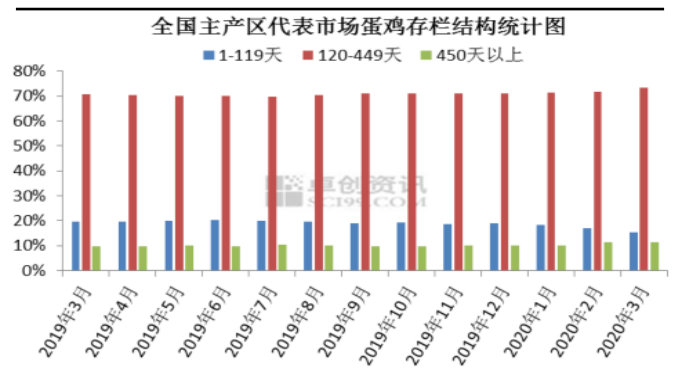
资料来源：卓创资讯，一德生鲜品部

图 2.5：蛋鸡养殖利润



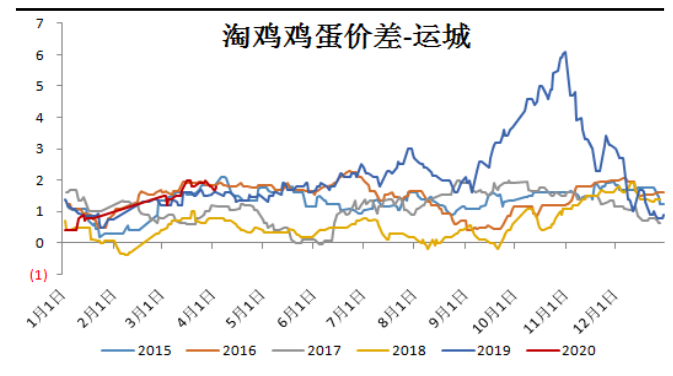
资料来源：wind，一德生鲜品部

图 2.4：蛋鸡存栏结构



资料来源：卓创资讯

图 2.6：淘鸡鸡蛋价差-运城



资料来源：wind，一德生鲜品部

卓创数据显示，截止3月，450天以上老鸡占比11.30%，环比变化不大。最近一周数据显示市场淘汰量环比增加18.94%，同比增加17.02%，大码蛋占比有所回落，从图2.3可以看出，春节后淘汰量触底后，市场淘汰呈现持续增长的趋势。从历史淘汰来看，养殖户的淘汰情绪本质受两类因素影响：

一是淘鸡价格，可参考2019年，去年鸡蛋价格相对较高，饲料成本变化较小，每日成本和产出差的变化量相对淘汰鸡价格的大幅波动可以忽略不计，因而主要考虑淘汰鸡价格变化。但今

年有所不同，从当前市场行情预测，生猪价格进入下行通道，后市虽可能会有反弹，但已经无法对其他替代品的价格产生较大的影响，肉禽已扩张至高位，淘鸡价格几无再度大幅上涨概率，当前淘鸡鸡蛋价差处于历史的正常水平中，后市影响淘汰的主要因素就是每日养殖利润。

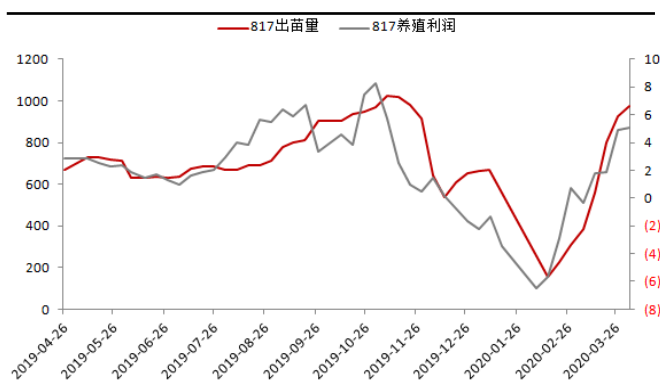
二是每日鸡蛋投入产出比，首先对于普通养殖户来说，基本是通过每日饲料投入成本与当日卖蛋收入来评判盈亏情况，接近淘汰时若一段时间每日不盈利就开始进行淘汰，通过大概估算可知，当鸡蛋价格在 3 元/斤时，当日蛋鸡产蛋率达到 80%-85%时才能达到盈亏平衡，当鸡蛋价格在 4 元/斤时，产蛋率在 60%-65%的区间达到盈亏平衡，而当鸡蛋价格落到 2.5 元/斤时，多高的产蛋率也无法挽救亏损的局面，养殖户处于养一天亏一天的状态，因而后期的蛋价走势及饲料成本在其中起关键作用，若蛋价回升，市场淘汰情绪会受到压制，造成短期淘汰的减少，若蛋价回落，则淘汰热情再起，如此循环往复，市场老鸡逐渐出淘，鸡群得以更新，短期市场供需得到调节，长期来看，高存栏趋势不变，另外，随着时间的推移养殖户前期囤的低价饲料原料消耗殆尽，而近期补货成本又有所抬升，会对后市淘汰情绪产生影响。

2.3 817 商品蛋与种蛋之间的关系

数据显示，2019 年 817 出栏量相对往年同比增长 30%左右，且多集中在 2019 年 10 月后，这部分增量一部分来自商品蛋转种，817 价格的崛起使得大量红鸡转去做 817 种鸡，一部分则是来自扩张。在经历的前期的大量扩张后，817 出栏量大幅增长，最终在 2019 年 11 月后养殖利润从高位下跌，至 2020 年 2 月上旬养殖利润触底回升，当前养殖利润已恢复至往年同期较高水平，从图 2.7 可以看出，817 出苗量与养殖利润保持高度一致性。

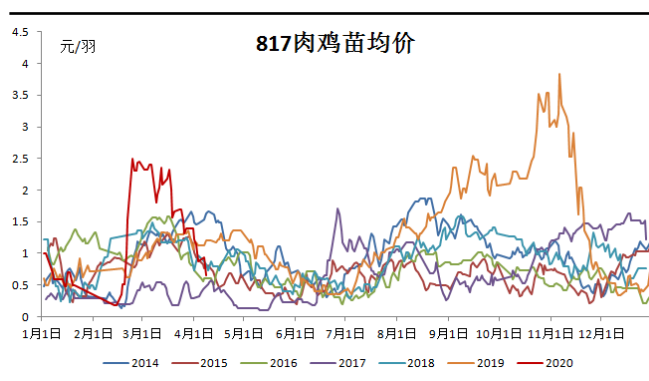
春节后肉禽受疫情影响出现了短暂的补栏空档期，对应 3 月下旬-4 月上旬的禽类出栏，这也是导致当前禽类价格相对较高的主要原因，4 月中旬后随着前期补栏量的回升，出栏量恢复至正常水平，817 价格有下跌可能，从而导致养殖利润回落，若 817 种蛋价格跌破成本线（商品鸡蛋+受精费用），市场会有转商现象出现，增加市场鸡蛋供应压力。

图 2.7: 817 出苗量及养殖利润



资料来源: wind, 卓创资讯, 一德生鲜品部

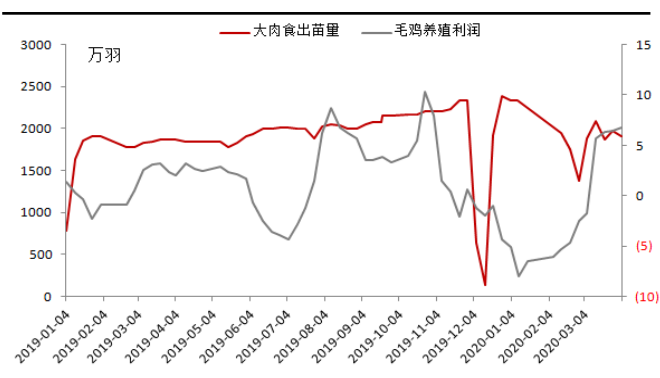
图 2.8: 817 肉鸡苗均价



资料来源: wind, 一德生鲜品部

2.4 肉禽缺口昙花一现，生猪存栏持续回升

图 2.9: 大肉食出苗量及养殖利润



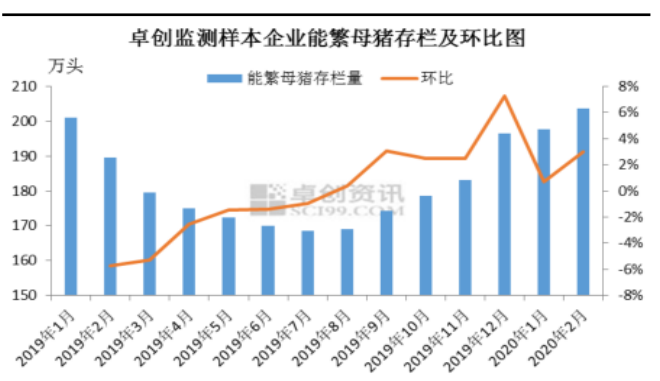
资料来源: wind, 卓创资讯, 一德生鲜品部

图 2.10: 白羽肉鸡冻品库存



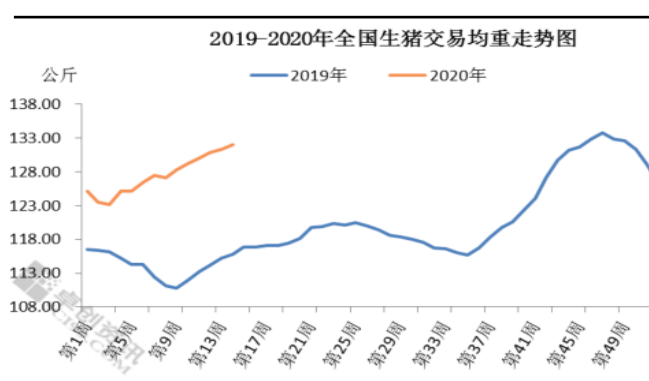
资料来源: 卓创资讯

图 2.11: 能繁母猪存栏量-样本



资料来源: 卓创资讯

图 2.12: 生猪交易均重



资料来源: 卓创资讯

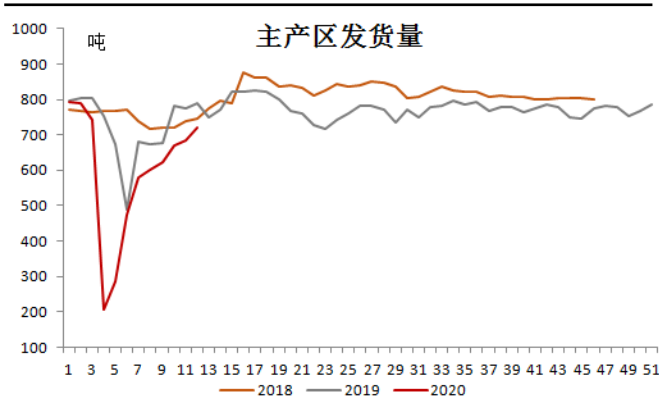
市场统计数据显示，2019 年白羽肉鸡出栏 44 亿羽，同比增长 9%，黄羽肉鸡出栏 49 亿羽，同比增长 18%，其中 817 增幅占换羽肉鸡增幅的 2/3，另外，肉鸭出栏 42 亿羽，同比增长 24%，

2019 年肉禽产能的扩张使肉禽供应量上了一个新的台阶，这也给后市肉禽供应在生猪产能恢复的背景下增加了很大的压力，春节后在疫情的打击下，冻品入库率大幅提升，3 月下旬开始，随着肉禽缺口的显现，毛鸡收购难度增加，屠宰场开工率下降，在不看好后市肉禽行情预期下，冻品加速出库，弥补市场鸡肉缺口，4 月中旬后随着出栏量恢复正常，肉禽价格有走低预期。

从数据可以看出，大型规模企业能繁母猪存栏从 2019 年 8 月开始已经逐步回升，全国能繁母猪存栏回升大概从 10 月开始，对应 2020 年 8 月后生猪出栏，因而我们推测 2020 年上半年生猪出栏呈现递减趋势，但出栏体重的提升，进口肉的冲击，国家抛储等因素影响，生猪价格被压制，8 月后随着出栏量的回升，供应紧缺程度逐步缓解，但按当前疫情发展情况，恢复过程较为缓慢。

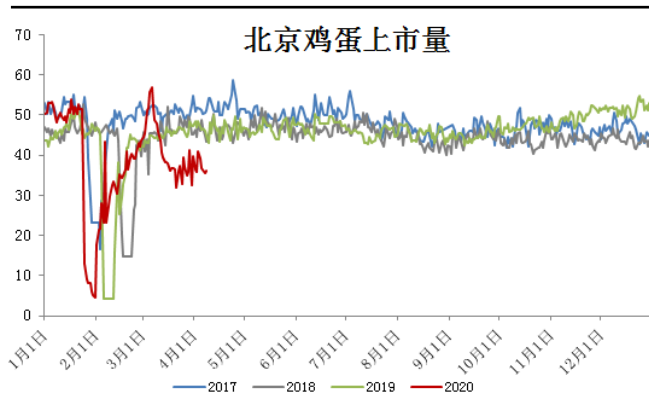
3. 鸡蛋需求情况分析

图 3.1：主产区发货量



资料来源：卓创资讯，一德生鲜品部

图 3.2：北京鸡蛋上市量



资料来源：一德生鲜品部

从历史来看，每年鸡蛋的消费量基本不变，年内需求受季节性影响，上半年为消费淡季，下半年为消费旺季，年内受节日消费影响呈现出三个小高峰，分别为中秋、春节、端午（排名分前后），这是亘古不变的定律，但其强弱会受到市场供需的影响，从而引导行情出现。

2020 年春节后，鸡蛋需求大幅减少，据统计，年后第一周主产区发货量仅为去年同期的四成不到，餐饮食堂及工业需求基本归零，这也是需求最差的时候，随后各类需求逐步开始回升，截止 4 月 9 号，主销区以北京为例，当前鸡蛋上市量同比往年仍有 22% 的降幅，主产区发货量与往年相比仍有 10% 左右的降幅，市场消费仍有回升空间。后期可将学生开学时间作为先行指标考虑，首先，学生开学会有几天的备货高峰期，这是短期的影响，其次，学生大量开学意味着

社会秩序的陆续恢复，消费量逐步回升至正常水平。

4. 2020 年二季度市场行情推演

综上所述，当前蛋鸡市场面临存栏高位，养殖户补栏情绪积极，蛋价触底后进入缓慢上行区间，从养殖周期推断，二季度新开产量基本是确定的，即 2019 年 11 月-2020 年 1 月鸡苗补栏，疫情后的补栏不足影响在三季度显现，市场对新开产预期基本一致。淘汰是不确定的，但可以根据现货价格判断淘汰情绪，现货长时间的成本线附近盘旋会导致短期淘汰增加，在前期长时间的盈利下，今年更多的是淘汰后再上小鸡，始终保持满栏生产为主，受淘汰行情影响，现货会出现在成本线附近横久必涨的行情。另外，下游需求仍有恢复空间，4 月多地出台学生复学政策，这意味着社会秩序有恢复正常的趋势，除此之外，蛋鸡的产蛋率及 817 种转商也是后期需要考虑的影响因子。

总而言之，年初市场已经将悲观预期反应到现货端，短期难以再有更差的局面出现，盘面及现货必然要出现反弹回升趋势。在疫情导致的供需结构缺口下，做多结构缺口下估值低的合约，做空基本面差估值高的合约，在各合约连续活跃的基础上，应多关注各合约间价差的变化，以正套为主要交易思路，根据价差不断调整对冲合约。

免责声明

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



总部：天津市和平区解放北路188号信达广场16层 • 022-58298788 • 300042

北京北三环东路营业部 100013

北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703
Tel: 010-8831 2088

上海营业部 200063

上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室
Tel: 021-6257 3180

天津营业部 300021

天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平创新大厦A座25楼2352、2353-1号）
Tel: 022-2813 9206

天津滨海新区营业部 300457

天津经济技术开发区第一大街79号泰达MSD-C区C1座2205单元
Tel: 022-6622 5869

天津津滨大道营业部 300161

天津市河东区上杭路街道津滨大道53号B座2301
Tel: 022-5822 0902

天津解放北路营业部 300042

天津市和平区小白楼街大沽北路与徐州道交口万通中心8层（802-804）
Tel: 022-2330 3538

郑州营业部 450008

河南省郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室
Tel: 0371-6561 2079

大连营业部 116023

辽宁省大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座-大连期货大厦2702号房间
Tel: 0411-8480 6701

淄博营业部 255000

山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间
Tel: 0533-358 6709

宁波营业部 315040

浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号
Tel: 0574-8795 1915

唐山营业部 063000

河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室
Tel: 0315-578 5511

烟台营业部 264006

山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室
Tel: 0535-216 3353/216 9678

杭州营业部 310000

浙江省杭州市江干区瑞立江河汇大厦801室
Tel: 0571-8799 6673