

一诺千金·德厚载富

Investment report of futures market 2020

2020年度 期货市场 投资报告

市场博弈情绪加剧，猪蛋行情引关注

易乐、侯晓瑞，从业资格证号：F0272877、投资咨询从业证书号：Z0011428

2019. 12. 13

品种年报——鸡蛋（JD）

市场博弈情绪加剧，猪蛋行情引关注

易 乐

生鲜畜牧首席分析师
yile89@163.com

侯晓瑞

生鲜畜牧产业分析师
hxr529@qq.com

张海艳

生鲜畜牧产业分析师
yanergaofei@163.com

一德生鲜品事业部

电话：（022）23159356-801
网址：www.ydqh.com.cn
地址：天津市和平区解放北路
188号信达广场16层
邮编：300042

内容摘要

生猪行情的巨幅震荡对整个养殖行业产生了巨大的影响，全养殖行业迎来盈利周期，当前蛋鸡市场面临整体存栏高位，补栏情绪积极，未来存栏将持续增长的局面，同时蛋鸡市场迎来了一系列的新变化。

1、淘汰鸡价格的大幅上涨导致 2019 年高补高淘的现象，价格下跌后市场淘汰情绪出现分化，淘汰鸡价格的大幅波动影响养殖户的淘汰心理，导致市场出现阶段性的超淘（延淘），从而影响蛋鸡存栏。

2、红粉比例发生变化，817 价格的高位导致红鸡大量转种做 817 父母代，市场鸡蛋供应增加以粉鸡扩张为主。

3、蛋种鸡群更新率下降，生产后代抵抗力低下，容易造成疾病，产蛋率有所下降。

4、猪肉供应缺口问题仍存，2020 年上半年替代效应仍会较为明显，蛋白间的替代效应预计呈现边际递减效应。

核心观点

- 在猪肉供应及消费的双降下，其他蛋白类替代品迎来盈利周期，各养殖品类价格持续上涨，肉禽蛋禽补栏情绪高涨，猪肉替代品存栏持续增长。
- 蛋鸡存栏量已达历史高位，蛋鸡养殖持续盈利，补栏情绪较强，淘汰鸡价格变动影响淘汰心理，造成蛋鸡淘汰量变化，影响蛋鸡存栏。
- 猪禽蛋共振效应在猪肉缺口越来越大时逐步强化，后期随着猪肉缺口的回填，共振效应逐步减弱直至消失。

目 录

1. 2019 年行情回顾.....	3
1.1 现货年度走势回顾.....	3
1.2 期货年度走势回顾.....	4
2. 鸡蛋供应情况分析.....	5
2.1 超长盈利周期下的存栏恢复.....	5
2.2 持续盈利及猪肉影响下的蛋鸡补栏积极性.....	6
2.3 猪肉价格上涨带动淘汰鸡价格超预期.....	7
3. 鸡蛋需求情况分析.....	8
4. 蛋鸡养殖成本利润分析.....	9
5. 2020 年市场行情推演.....	11
5.1 猪蛋共振效应边际递减，后期如何演绎.....	11
5.2 市场展望及风险提示.....	12

1. 2019 年行情回顾

1.1 现货年度走势回顾

2019 年现货整体走势呈现大涨大跌态势，最高价超过 2014 年鸡蛋现货价格，2019 年鸡蛋现货走势主要分四部分。

一、2019 年春节行情过后，现货价格持续下跌至 3 月的 2.6 元/斤，后开启上涨至 5 月中旬的 4.25 元/斤，涨幅达 57%，本阶段价格的上涨主要原因为 18 年秋季的补栏不足和 19 年春季的低价超淘使得 3-5 月供应大幅减少，而需求端在生猪的影响下有一定的增加，供应的减少与需求的增加使得此阶段蛋价强势，同时叠加蔬菜水果等农副产品的高价均支撑蛋价上涨趋势。

二、经过了 5 月下旬后，供应逐步增加，相关食品价格回归正常区间，生猪存栏虽下降，但受抛售影响，整体价格并未有大幅上涨，肉禽价格的崩盘使得大量 817 种转商，一定程度上增加鸡蛋供应，同时高温停工、高校放假等因素导致 5-7 月现货价格出现回落，由原来的 4.25 元/斤跌至 3.3 元/斤，跌幅达 22%。

三、7 月后受中秋节备货等因素的影响，现货再次进入上涨通道，且表现出大幅的上涨及下跌，农历中元节前后大量淘汰老鸡，前期补栏的蛋鸡逐步开产，但数量相对较少，使得当期供应增量不大，同时生猪价格相对前期有大幅提升，利好鸡蛋需求，供应的小幅增加及需求的强势导致 2019 年的中秋行情尤其强势，最高价甚至超过 2014 年同期。

四、中秋备货结束后现货价格开始下跌，由 5.5 元/斤跌至 4.25 元/斤，跌幅达 23%，本次价格虽有所下跌，但相比往年同期仍在高位，“双节”过后鸡蛋价格更大程度上表现出与生猪价格的同涨同跌，主要为 10.8-10.31 随着猪价的大幅上涨，鸡蛋价格也发生了反季节性的上涨，猪肉价格的高位导致各养殖品类均出现不同程度的价格上涨，进入 11 月后，受各方面原因影响，生猪价格下跌，鸡蛋在自身供应增多的基础上跟随猪价有较大幅度下跌，今年春节相对往年有所提前，进入 12 月后有春节备货需求，且猪肉的高价使得其他肉禽蛋价格均受提振，现货进入春节上涨趋势。

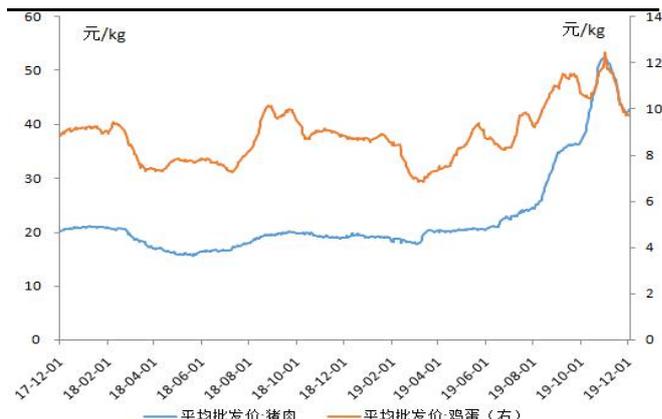
我们对 2013-2019 年的鸡蛋与猪肉批发价格进行对比发现，2019 年以前鸡蛋与猪肉价格相关性并不高，进入 2019 年后相关性大大提升，可达到 88%，十一之后相关性更是大幅提高，相关系数在 90%以上。

图 1.1: 鸡蛋现货价格-德州 (元/斤)



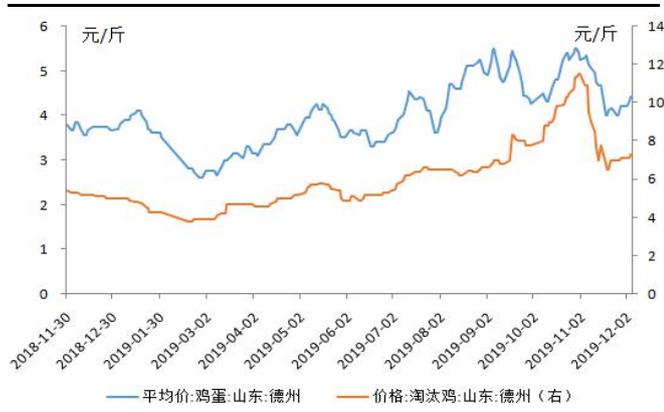
资料来源: wind, 一德生鲜品部

图 1.2: 猪肉、鸡蛋平均价格-农业部 (元/kg)



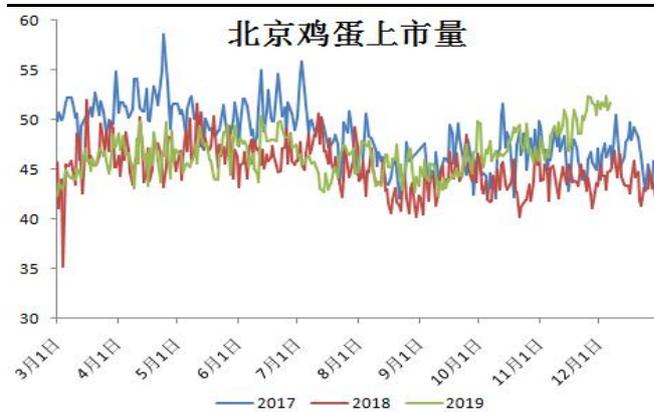
资料来源: wind, 一德生鲜品部

图 1.3: 鸡蛋、淘鸡价格走势-德州 (元/斤)



资料来源: wind, 一德生鲜品部

图 1.4: 北京鸡蛋日上市量 (万吨)



资料来源: 一德生鲜品部

1.2 期货年度走势回顾



2019 年盘面表现出产业与资金间强烈的激斗，一方面是蛋鸡连续高盈利高补栏下的存栏的增长，另一方面是生猪存栏下降导致的猪肉缺口使得肉禽蛋价格的飞涨，多空的博弈推动今年鸡蛋期货的大行情，2019 年盘面主要分三个阶段来看。

一、春节后—7 月中旬，在现货的配合及资金的推动下，鸡蛋各合约均有不同程度上涨，期间多空双方多次激斗，事实证明，猪肉的缺口导致的替代效应的产生及蛋鸡高补高淘的现实导致鸡蛋价格一路上涨超过往年同期。

二、7 月下旬随着现货价格的大幅下跌，蛋鸡存栏增加、高温停工、高校放假等利空因素的叠加使得盘面出现大幅下跌，到 8 月中旬后现货涨至前期高位且有突破前高的趋势，盘面跟涨，但未突破前期高位，中秋节备货行情结束后盘面进入短暂的真空期。

三、十一之后生猪与鸡蛋现货价格关联度大大提升，出现了高度一致的同涨同跌，盘面更多的受到生猪及鸡蛋的双重影响，进入 10 月后，猪价开启上涨趋势，蛋价大幅上涨至前期高位，盘面在现货的强势及对猪的预期下上涨且突破前高，形成 1910 淡季不淡的行情。进入 11-12 月，随着猪价的变化蛋价同涨同跌，盘面也是如此。截止目前，市场认为蛋鸡的供应已经大幅增加，鸡蛋与生猪价格的联动性将会呈现边际递减效应。

2. 鸡蛋供应情况分析

2.1 超长盈利周期下的存栏增长

卓创数据显示，截止 2019 年 11 月，全国在产蛋鸡存栏 12.612 亿只，环比上涨 0.17%，同比上涨 2.2%，蛋鸡存栏量涨至历史较高水平。淘汰鸡出栏量 245.7 万只，环比上涨 12.19%，同比上涨 6.97%。全国代表企业鸡苗销量为 4712 万羽，环比上涨 0.4%，同比上涨 8.87%。120 日龄以下的后备鸡平均占比 18.76%，环比减少 2.14%，依然处于往年较高水平。

2019 年初现货价格的下跌使得淘汰量增多，叠加 18 年秋季补栏不足造成 2019 年初蛋鸡存栏量跌至低位，后期随着鸡蛋价格的回升及蛋白替代逐步产生效应，市场补栏量同比大幅增长，蛋鸡存栏逐步回升，9 月后存栏有明显增加，鸡蛋供应量呈现震荡上行趋势。

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：蛋鸡存栏结构



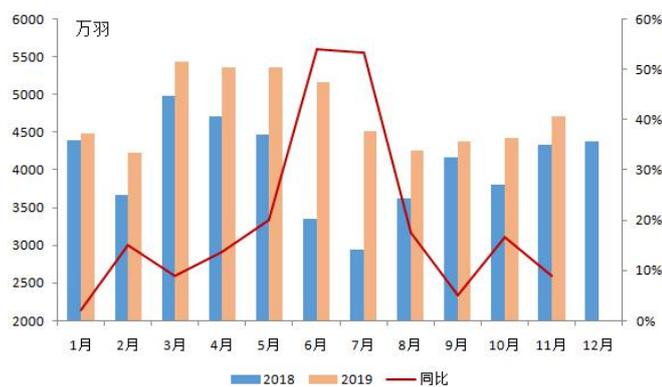
资料来源：卓创资讯，一德生鲜品部

2.2 持续盈利及猪肉影响下的蛋鸡补栏积极性

卓创数据显示，11月代表企业鸡苗销量为4712万羽，环比上涨0.4%，同比上涨8.87%。根据季节性，每年上半年为补栏旺季，2019年全年鸡苗销量相对2018年同比增长，其中6-7月鸡苗销量同比有较大增幅，对应2019年10-11月蛋鸡存栏增长，截止2019年11月，蛋鸡存栏已涨至历史同期较高水平，在当前市场补栏下，未来存栏仍以增长为主。

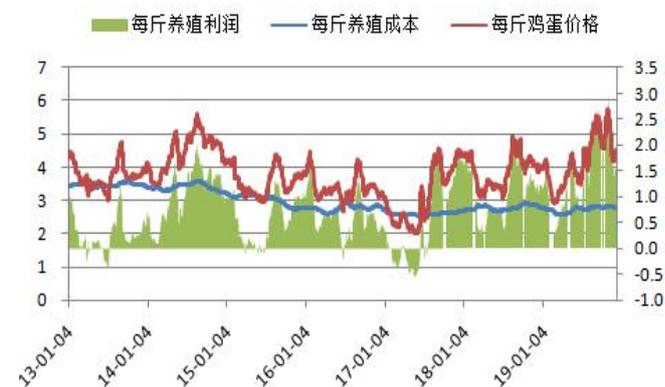
从2017年下半年开始蛋鸡养殖持续盈利，养殖户补栏情绪高涨，从各方面我们了解到当前蛋鸡存栏增加主要以粉鸡扩张为主，由于过去一两年红鸡受滑液囊支原体病（MS）影响较大，使得粉鸡养殖经济性凸显，粉鸡扩张速度明显快于红鸡，且有红转粉的现象。2019年后半年红鸡也有明显的扩张，这部分扩张更多的是作为817种鸡为市场提供活禽供应，且部分原来供应红蛋的养殖户也转去做817。红粉鸡均有不同程度扩张，但蛋鸡存栏并没有同比例的增长，主要原因有：一是蛋种鸡群更新率下降，生产后代抵抗力低下，容易造成疾病，产蛋率有所下降。二是大量商品代蛋鸡转817种鸡，导致市场红蛋供应下降。三是淘汰鸡前期价格的高位造成蛋价下跌或产蛋率不高的老鸡均被淘汰，抑制存栏大幅增长。随着后期新开产的逐步增加，蛋鸡存栏增长趋势不变。高盈利对应高补栏理所应当，但是蛋鸡淘汰情况和过去却有巨大差别。

图 2.3: 代表企业鸡苗销量变化 (万羽)



资料来源: 卓创资讯, 一德生鲜品部

图 2.4: 鸡蛋每斤养殖利润



资料来源: wind, 一德生鲜品部

2.3 猪肉价格上涨带动淘汰鸡价格超预期

卓创数据显示, 2019 年 11 月淘汰鸡出栏量 245.70 万羽, 环比上涨 12.19%, 同比上涨 6.97%。

淘鸡价格自 7 月起大幅走高, 10 月底达到顶峰接近 12 元/斤, 随着淘鸡价格的大幅走高, 淘鸡鸡蛋价差也开始偏离往年均值, 10 月价差达 6 元/斤, 7-10 月由于淘汰鸡收入占蛋鸡收入增加, 使得养殖户更多的关注淘鸡价格的变化来判断淘鸡时机, 造成了前期的超淘现象的发生, 一定程度上抑制蛋鸡存栏的增长。

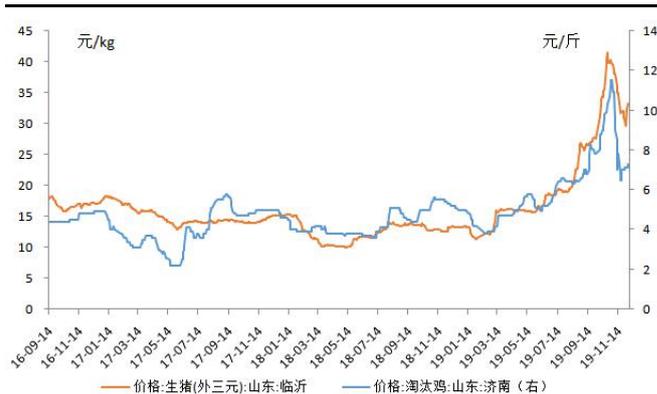
进入 11 月后生猪价格弱势, 禽类表现疲软, 淘鸡价格大幅下降, 市场对禽预期悲观, 淘鸡价格回落幅度超出大部分人预期, 屠宰企业趁势压价, 造成部分养殖户恐慌出栏, 淘鸡低价及鸡蛋高价同时也使得部分养殖户产生延淘心理, 因而整体来看, 市场淘汰老鸡数量处于正常水平。因而我们判断, 淘鸡价格大幅下跌空间减少, 因为在当前鸡蛋价格下, 淘鸡价格越低养殖户延淘心理越多, 并且猪肉间联动性并未证伪, 猪肉缺口并未弥补, 对淘鸡价格有支撑。

图 2.5: 淘汰鸡价格走势



资料来源: wind, 一德生鲜品部

图 2.6: 淘汰鸡生猪价格走势对比



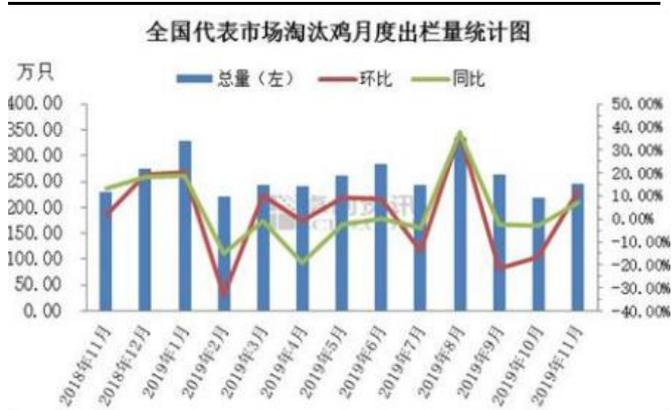
资料来源: wind, 一德生鲜品部

图 2.7: 淘鸡蛋蛋价差 (元/斤)



资料来源: wind, 一德生鲜品部

图 2.8: 代表企业每月淘汰数量 (万羽)



资料来源: 卓创资讯, 一德生鲜品部

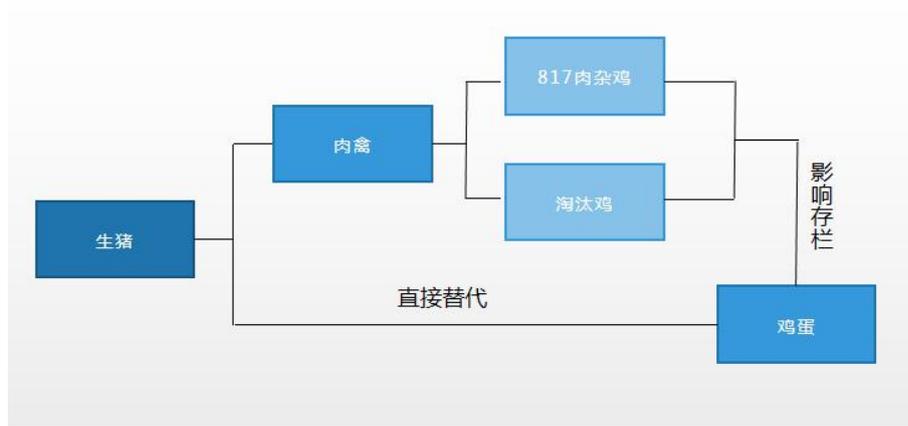
3. 鸡蛋需求情况分析

正常情况下季节性供需变动引起鸡蛋价格波动, 而今年生猪对鸡蛋的供需均产生了较大的影响, 一方面是鸡蛋与猪肉之间的直接替代, 生猪疫情的频发及价格的快速上涨使得学校、机关食堂等集中性采购量下降, 转而采购鸡肉鸡蛋等替代品, 同时猪肉价格的上涨使得居民更多的去消费鸡肉、牛羊肉、鸡蛋等蛋白。

另一方面是间接替代。2018 年我国猪牛羊禽肉产量 8517 万吨, 其中, 猪肉产量 5404 万吨, 占比 63.45%, 禽肉产量 1994 万吨, 占比 23.41%, 牛肉羊肉产量分别为 644、475 万吨, 分别占比 7.56%、5.58%。禽肉作为我国消费量第二的肉类蛋白是猪肉的主要替代品, 而肉禽中又以鸡肉为主, 人们不吃猪肉吃鸡肉导致鸡肉消费量增加, 从而导致 817 肉杂及淘汰鸡价格均上涨, 前期淘鸡价格的上涨导致蛋鸡淘汰量增加, 且商品代蛋鸡转 817 种鸡导致红蛋供应减少, 一定程度上抑制蛋鸡存栏增长, 但随着淘汰鸡价格的回落, 市场淘汰量逐步回归正常水平, 且未来

若肉禽与猪肉脱钩，817 种蛋不再有利可图，会有大量 817 种转商现象出现，导致市场鸡蛋供应增多。

图 3.1：生猪鸡蛋替代关系



资料来源：一德生鲜品部

4. 蛋鸡养殖成本利润分析

鸡蛋生产成本主要由鸡苗、产蛋前的育成期及产蛋期的饲料费用构成，其中饲料成本占比较大，2019 年由于补栏情绪的持续高涨，蛋鸡苗价格上涨，占总成本比重上升，原来养殖户计算利润时多按照每天成本和产出去比较，接近淘汰时若一段时间每日不盈利就开始进行淘汰，但 2019 年由于淘汰鸡价格的上涨，在收入占比中大幅提升，因而养殖户会综合考虑淘汰鸡价格的波动和蛋鸡每日的成本和产出情况。

每日养殖利润：2019 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，主要考虑淘汰鸡价格变化。

淘汰鸡：120 天蛋鸡开产成本 25 元左右，淘汰鸡 4 斤/只，当淘汰鸡价格超过 6 元/斤时，基本上可以重新养一批鸡到开产，然后又能产生现金流，这意味着养殖户不用重新投资就可以更新产蛋鸡群，因而市场出现了淘汰然后直接上大日龄青年鸡的现象，甚至 105-110 天日龄，淘汰老鸡后进购青年鸡的方式成为了趋势，但近期随着淘鸡价格的大幅下滑，淘鸡价格跌破 5 元/斤，市场情绪开始发生分化，一种是价格下跌下的恐慌抛售心理，一种是对未来价格乐观下的观望心理，两种预期下导致淘汰鸡量恢复到正常水平，市场逐步回归到原来的按每日利润计算淘汰时机方法进行淘汰。

2019 年 817 价格的崛起使得大量红鸡转去做 817 种鸡，且有逐步扩大规模趋势，下面我们从 817 种蛋端计算其成本及利润来判断哪种情况下会出现 817 种转商或商品代蛋鸡转 817 种鸡。

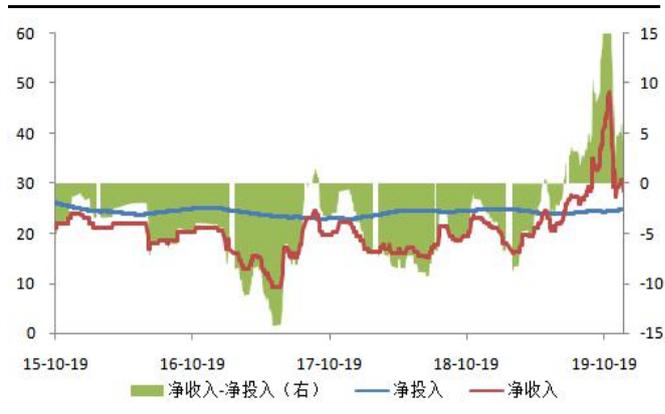
817 肉杂：817 种蛋是商品代褐壳蛋鸡和 817 种公鸡受精后下的蛋，种蛋成本为商品鸡蛋+受精费用，817 肉鸡苗成本为种蛋成本+孵化费用，817 肉杂鸡成本为鸡苗费用+饲料费用等，前期肉杂价格的大幅上涨导致 817 肉鸡养殖利润涨至高位，鸡苗种蛋环节利润高企，但随着前期补栏增加，导致当前 817 肉杂出栏增多，且生猪价格回落、养殖户避开春节出栏期等利空因素叠加，导致当前 817 肉鸡、鸡苗、种蛋价格大幅回落，养殖利润跌至低位，若 817 种蛋价格跌破成本线（商品鸡蛋+受精费用），就会有转商现象出现，增加市场鸡蛋供应，而若 817 种蛋利润丰厚，又会出现商品代蛋鸡转 817 种鸡现象。

图 4.1：蛋鸡养殖利润（元/羽）



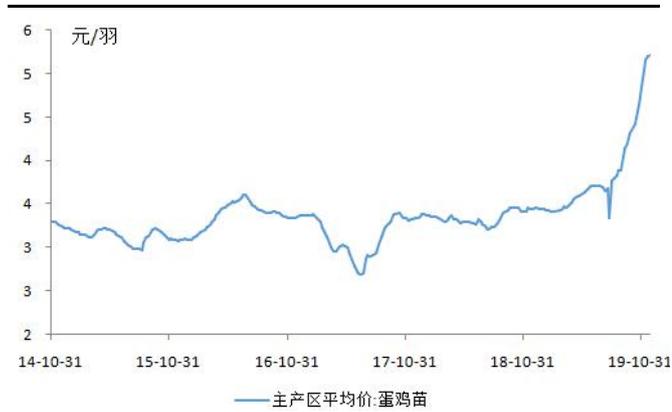
资料来源：wind，一德生鲜品部

图 4.2：蛋鸡养殖投入产出情况



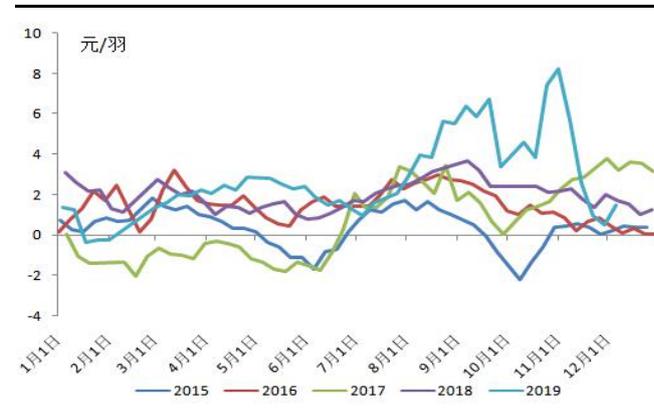
资料来源：wind，一德生鲜品部

图 4.3：商品代鸡苗价格（元/羽）



资料来源：wind，一德生鲜品部

图 4.4：817 肉杂鸡养殖利润（元/羽）



资料来源：wind，一德生鲜品部

5. 2020 年市场行情推演

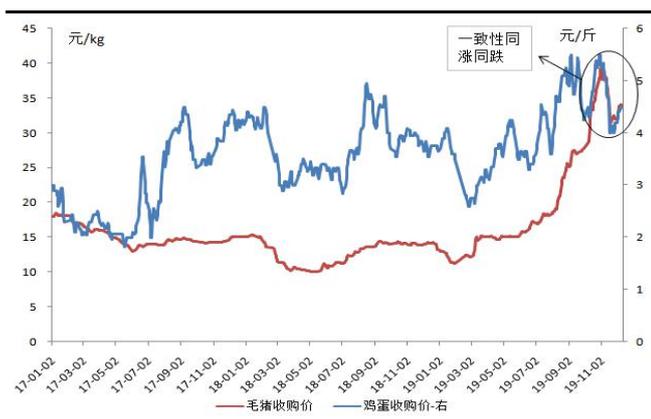
5.1 猪蛋共振效应边际递减，后期如何演绎

猪肉作为我国最大的肉类消费品种，占全部肉类消费的 60% 以上，农业农村部数据显示，截止 2019 年 10 月，生猪存栏下降 41.4%，随着生猪价格的上涨，下游对猪肉的消费量也随之减少，逐步被其他类蛋白（禽肉、牛羊肉、鸡蛋等）替代，从而导致了全养殖行业的高价，虽然前期价格走出了类似的走势，但肉鸡、蛋鸡不等于猪，行情走势还是有所不同。

2019 年 5 月底肉鸡价格崩盘，肉鸡苗价格跌至 1 元以下，当时的猪价对应应在 15 元/kg 左右，猪肉缺口较少，存栏仍在下降过程中，7 月后补栏量逐步恢复，肉鸡及鸡苗价格重拾上涨并突破前高，10 月底猪价也一路狂飙至 40 元/kg，随后由于各种原因猪价开始回落，肉鸡价格随之回落，生猪存栏见底，猪肉缺口敞大，因而本次肉鸡养殖的亏损并未导致肉鸡苗价格的崩盘，说明市场需求韧性较好，养殖户对于未来行情仍看好。整体来看，在猪肉缺口敞大最大时，肉禽的需求韧性最强，后期随着缺口的回填，猪禽间共振效应会逐步递减，达到临界点后肉禽将会再次经历 2019 年 5 月的崩盘。

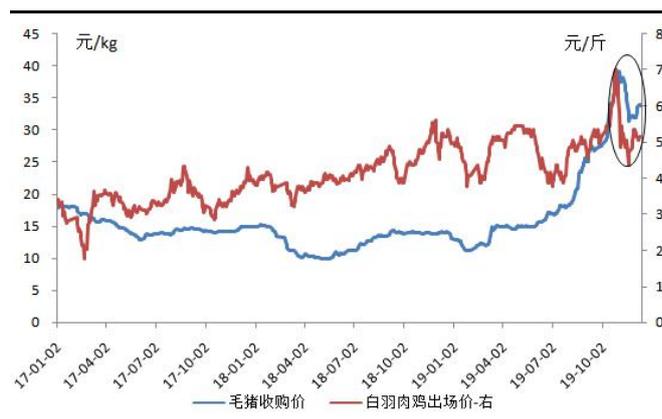
蛋鸡与肉鸡的区别在于蛋鸡的养殖周期要长于肉鸡，蛋鸡的养殖周期长达 500 天，而肉鸡 40 天即可出栏，更新速度是蛋鸡的 12 倍，同时 817 肉鸡、淘汰鸡和肉鸡价格都是有关联的，并且鸡蛋也同样面临着存栏持续增加，供应越来越多的压力。

图 5.1：生猪鸡蛋价格变化



资料来源：wind，一德生鲜品部

图 5.2：生猪肉鸡价格变化



资料来源：wind，一德生鲜品部

5.2 市场展望及风险提示

综上所述，当前市场面临整体存栏高位，补栏情绪积极，现货价格强势，未来存栏将持续增长的局面，但蛋鸡养殖行业同时也迎来一些新局面，首先是蛋鸡淘汰方面的变化，淘汰鸡价格在 2019 年大幅上涨，造成 2019 年高补高淘的现象，但近期淘鸡价格的大幅回落使得市场情绪出现分化，淘汰量恢复正常水平。淘汰鸡价格的大幅波动影响养殖户的淘汰心理，导致市场出现阶段性的超淘（延淘），从而影响蛋鸡存栏。其次，红粉比例发生变化，817 价格的高位导致红鸡大量转种做 817 父母代，市场鸡蛋供应增加以粉鸡扩张为主。再者，蛋种鸡群更新率下降，生产后代抵抗力低下，容易造成疾病，产蛋率有所下降。最后，猪肉供应缺口问题仍然存在，2020 年上半年替代效应仍会较为明显，蛋白间的替代效应预计呈现边际递减效应。

整体来看，2019 年的大量补栏对应 2020 年的新开产增加，淘鸡价格低位，蛋鸡养殖仍然盈利导致市场出现延淘心理，蛋鸡存栏持续增长，2020 年上半年生猪价格预计保持高位，鸡肉、鸡蛋供应的持续增多导致猪鸡猪蛋共振效应边际递减，因而我们对 2020 年鸡蛋以震荡偏弱思路考虑。风险点：生猪价格强势下，肉鸡淘汰鸡价格仍有反弹可能，届时市场淘汰量增加，或者当鸡蛋价格跌幅过深，养殖户亏损严重，市场淘汰量增加，短期鸡蛋供应受到影响都会造成一段时间鸡蛋价格的触底反弹。

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