

上市首日价格超预期 猪价或将进入下行通道

——生猪期货上市首日策略报告

生猪期货将于 2021 年 1 月 8 日(周五)在大连商品交易所上市交易。首批上市合约为 LH2109、LH2111、LH2201。新合约的挂盘基准价如下表所示:

LH2109	30680 元/吨
LH2111	29680 元/吨
LH2201	28680 元/吨

生猪期货套期保值交易保证金水平为合约价值的 8%,投机交易保证金水平为合约价值的 15%。合约涨跌停板幅度为上一交易日结算价的 8%,新合约上市首日涨跌停板幅度为挂盘基准价的 16%。

一、上市首日操作策略

各方数据均显示出我国生猪产能恢复进展情况良好,在其他因素不变情况下,2021 年 9 月,市场生猪供应大概率增加。但猪瘟疫情防控成本、饲料成本增加导致养殖总成本的增加,将从成本端对猪价形成支撑。因此,猪价缓跌概率较大,预估 2021 年 9 月,河南地区猪价为 25 元/公斤左右。大商所公布的 2109 合约基准价 30680 元/吨,由于基准价格高于市场普遍预期,生猪期货上市首日或将出现下跌。

随着春节逐渐临近,终端猪肉需求逐渐转好,短期猪价受到需求支撑。若华商储再次启动中央储备冻肉的市场投放,高猪价抑制终端消费,猪价上方空间有限。综上,预计春节前猪价偏强运行,高位震荡概率较大。根据卓创跟踪的数据,2021 年 1 月 7 日,河南省各地生猪价格在 36 元/公斤左右。大商所公布的 2109 合约基准价 30680 元/吨,期货贴水现货 5320 元/吨。

二、生猪养殖基本面现状

根据美国农业部的数据,2017 年(中国暴发非洲猪瘟前)全球生猪屠宰 12.46 亿头,中国年屠宰 7.02 亿头,占比 56.31%;猪肉年消费 5593 万吨,占比 50.11%。中国生猪产销量均排名全球第一,占世界总量均超 50%。

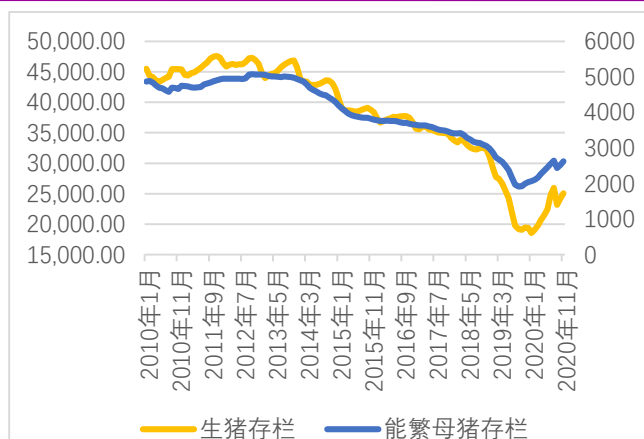
2018年8月发生的非洲猪瘟疫情导致我国生猪及产能下降，而后在高养殖利润趋势下，各养殖单位积极恢复生产，生猪产能趋势性恢复。农业农村部数据显示，2019年10月我国能繁母猪存栏触底反弹。2020年下半年，随着养殖成本的增加，养殖利润趋势性下降，但由于养殖利润仍处于相对历史高点，产能扩张仍在有序进行。

1、养殖利润仍较高 生猪产能、存栏趋势性恢复

2020年8月起，猪价持续回调；四季度，饲料成本增加总体养殖成本，受到以上两方面因素的影响，生猪养殖利润高位回落。Wind数据显示，12月31日，自繁自养养殖盈利2236元/头，较2020年内最高点下降572元/头，降幅20.37%；12月31日，外购仔猪养殖利润679元/头，较年内高点下降1511元/头，降幅68.99%。养殖利润高位回落，但生猪养殖利润仍处于相对历史高位，短期补栏意愿仍未受到抑制。

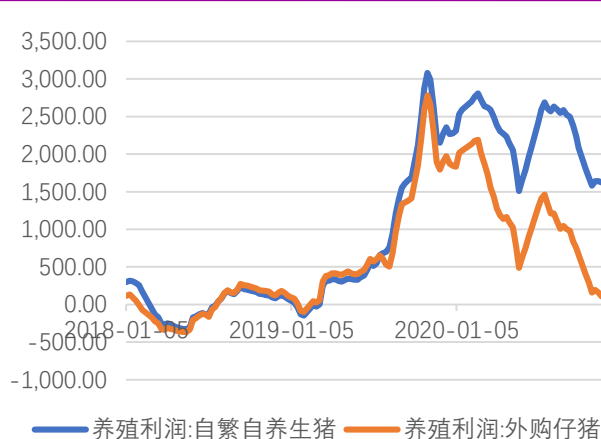
农业农村部数据显示，2019年10月能繁母猪存栏触底反弹，11月生猪存栏触底反弹。规模养殖企业积极扩大产能，官方数据显示，2020年我国生猪产能延续增加趋势。数据显示，11月，能繁母猪存栏环比增长4.3%，增幅较10月扩大；生猪存栏环比增长3.8%。虽然2020年底生猪存栏并未恢复至猪瘟疫情发生前水平，但各渠道统计的生猪产能恢复趋势不变。在其他因素不变的情况下，生猪存栏大概率趋势性增加。按平均增幅计算，2021年9月能繁母猪存栏将恢复至非洲猪瘟疫情前同等水平。

图表1：农业农村部存栏数据（单位：万头）



资料来源：农业农村部、光大期货研究所

图表2：养殖利润（单位：元/头）



资料来源：Wind、光大期货研究所

2、母猪生产效能下降 存栏增幅小于预期

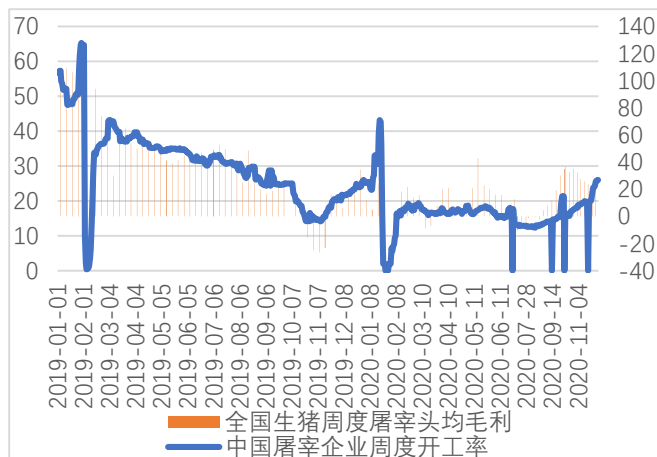
非洲猪瘟疫情发生后，母猪结构较疫情发生前发生较大变化。疫情发生前，能繁母猪主要以二元母猪为主，非洲疫情发生后，二元母猪短缺无法满足市场产能扩张意愿。在高养殖利润趋势

下，各养殖单位通过回交以及商品留种的方式增加能繁母猪存栏。根据涌益调研显示，现阶段，能繁母猪结构中，三元母猪占比 45%。同时，相同数量的三元母猪可为市场提供健康仔猪较二元母猪下降 35%。考虑到三元母猪生产效能下降，预计 2021 年 9 月生猪存栏大概率无法恢复至疫情发生前水平，届时市场生猪供应短缺问题并不能得到完全解决。

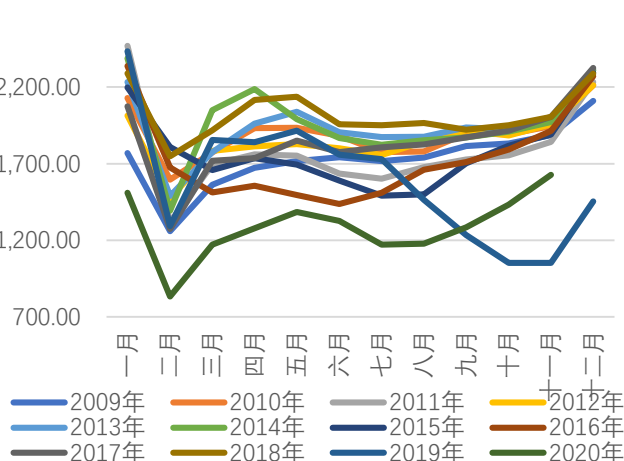
3、短期终端需求小幅好转 中长期季节性规律不变

根据生猪需求的季节性规律，春节前，南方地区腌腊、北方地区灌肠，增加终端市场猪肉需求。进入冬季后，生猪市场需求增加并达到全年最高点。卓创数据显示，12 月 31 日，屠宰企业开机率 25.38%，较 2020 年中增加 13.02 个百分点；较去年同期基本持平。商务部定点企业屠宰量数据显示，2020 年 11 月，我国定点企业屠宰量 1626 万头，环比 10 月增加 13.46%，较去年 12 月增加 11.98%。受到节日需求的提振，春节前，生猪需求将达到全年最高点；节过后，需求大概率将出现季节性回落。中长期，由于生猪产能逐渐恢复，生猪需求将恢复正常的季节性规律。

图表 3：屠宰开机率、屠宰毛利（单位：%、元/头） 图表 4：定点企业屠宰量（单位：万头）



资料来源：卓创资讯、光大期货研究所



资料来源：商务部、光大期货研究所

三、生猪期货合约及解读

1、生猪期货合约

交易品种	生猪
交易单位	16 吨/手
报价单位	元（人民币）/吨

最小变动价位	5 元/吨
涨跌停板幅度	上一交易日结算价的 4%
合约月份	1、3、5、7、9、11 月
交易时间	每周一至周五上午 9:00~11:30，下午 13:30~15:00，以及交易所规定的其他时间
最后交易日	合约月份倒数第 4 个交易日
最后交割日	最后交易日后第 3 个交易日
交割等级	大连商品交易所生猪交割质量标准 (F/DCE LH001-2021)
交割地点	大连商品交易所生猪指定交割仓库、指定车板交割场所
最低交易保证金	合约价值的 5%
交割方式	实物交割
交易代码	LH
上市交易所	大连商品交易所

(1) 交割单位为 16 吨/手，对应交易所规定交割标准的一车生猪，若按交易所规定的交割标准中平均体重[100, 120]计算，对应 133-160 头/手。由于非洲猪瘟疫情防控要求，设置±1 溢短。

(2) 最小变动单位 5 元/吨，对应现货 0.005 元/千克，可完全覆盖现货价格波动最小单位。

(3) 合约涨跌停板幅度为上一交易日结算价的 8%，新合约上市首日涨跌停板幅度为挂盘基准价的 16%。按照挂牌基准价 30680 元/吨计算，生猪 2109 合约涨停价格 35585 元/吨，跌停价格 25775 元/吨。

(4) 合约设置奇数月合约，全月交割。

(5) 套期保值交易保证金水平为合约价值的 8%，投机交易保证金水平为合约价值的 15%。
 最低保证金：若按照挂牌基准价 30680 元/吨计算，每手投机交易保证金=合约价格*交易单位*保证金比例=30680 元/吨*16 吨/手*15%=73632 元/手。

(6) 交割采用实物交割方式，交割标的为符合交易所交割标准的活体生猪。

2、限仓制度

非 7 月 合约	合约上市起	500	500
	交割月前一个月第一个交易日起	125	125
	交割月前一个月第十个交易日起	30	30
	交割月份	10	10
7 月合约	合约上市起	200	200
	交割月前一个月第一个交易日起	50	50
	交割月前一个月第十个交易日起	10	10
	交割月份	5	5

(1) 生猪期货限仓采用梯度限仓方式。以首批上市的 LH2109 合约举例，上市起至 2021 年 7 月最后一个交易日，非期货公司会员和客户持仓限仓 500 手；2021 年 8 月首个交易日，限仓由 500 手减少至 125 手；2021 年 8 月第 10 个交易日为 8 月 13 日，限仓由 125 手减少至 30 手；2021 年 9 月，限仓减少至 10 手（个人客户持仓不能进入交割月）。

(2) 由于 7 月天气因素，生猪应激反应较大，限仓较其他月份更为严格。

3、交割标准

项目	质量标准
外观	应具有瘦肉型猪的体型外貌，行走自然，无疝气，体表无脓包或肿块，无异常喘息特征。
平均体重/（Kg）	[100,120]
单体体重/（Kg）	[90,140]

(1) 由于主观标准如体型、控食等难以进行现场鉴定，因此将主观标准前置到交割厂库进行管控。交割现场只对客观指标，外观、体重进行鉴定。

(2) 买方可在称重过程中提出检验申请。若货主对外观、体重提出检验申请后，经检验累计两次符合标准品要求，货主不得再对该检验批次内的其他生猪提出检验申请，该部分生猪的将按照标准品处理。

(3) 检验费为 3000 元/3 手，不足 3 手按 3 手收取。由交易所委托指定质检机构检验，检验费暂由交易所承担。

4、交割质量升贴水

项目	允许范围	升贴水
外观	行走不自然或有疝气	扣价 100 元/头
	体表有脓包或肿块	扣价 50 元/头
平均体重/ (Kg)	(120,130]	扣价 0 元/吨
	(130,140]	扣价 600 元/吨
	>140	扣价 1000 元/吨
单体体重/ (Kg)	(140,150]	扣价 0 元/头
	>150	扣价 200 元/头
	<90	扣价 1000 元/头

5、地区升贴水

各地区所设指定交割仓库、指定车板交割场所，与河南省指定交割仓库、指定车板交割场所升贴水如下：

(1) 河南省 0 元/吨、江苏省 500 元/吨、浙江省 1500 元/吨、安徽省 100 元/吨、山东省-200 元/吨、湖北省 500 元/吨。上述交割区域地区升贴水自生猪期货上市交易之日起实施。

(2) 河北省、山西省、内蒙古自治区、辽宁省、吉林省、黑龙江省、陕西省、福建省、江西省、湖南省、广东省、广西壮族自治区、重庆市、四川省、贵州省、云南省的地区升贴水随该地区指定交割仓库的设立同时公布，且在已上市合约立即实施。

6、交割方式

(1) 生猪期货合约适用期货转现货（以下简称期转现）、每日选择交割和一次性交割。

(2) 生猪期货合约只允许非标准仓单期转现，期限为该合约上市之日起至最后交易日前第四个交易日（含当日）。

(3) 每日选择交割可以采用标准仓单交割或者车板交割，由持有标准仓单和交割月单向卖持

仓的卖方客户主动提出标准仓单交割申请，或者由持有交割月单向卖持仓的卖方客户提出车板交割申请，并经交易所审核通过，统一由交易所组织匹配买卖双方在规定时间内完成交割。

(4) 一次性交割只允许采用标准仓单交割。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，报告仅面向我公司客户中的专业投资者客户。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

联系我们

公司地址：中国（上海）自由贸易试验区杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 6 楼

公司电话：021-80212222 传真：021-80212200

客服热线：400-700-7979 邮编：200127

研究所联系人：钟小姐 联系电话：021-80213726