

# 生猪期货上市首日 价格区间分析

作者：张煜宸

SDIC ESSENCE FUTURES

## 前言

LH2109 合约距离当前时间点还有 9 个月时间，市场主要交易的是对 LH2109 合约的预期，现货价格对远期期货价格约束有限，我们也无法通过现货猪价走势去证明或证伪市场逻辑。此外，通过接近一年时间的观察，我们认为市场资金对非瘟导致的生猪产业变局认知仍十分有限，但这也意味着巨大的机遇。

**杨蕊霞**

**农产品组组长**

从业资格证号：F0285733

投资咨询号：Z0011333

**张煜宸**

**中级分析师**

从业资格证号：F3070973

## 分析逻辑：



中短期看有 3 个前瞻因子可以影响未来猪价，分别是（1）能繁-出栏产能释放周期（9-11 个月）、（2）价格周期（1.5-2.5 个月）和（3）调运&冻肉投放政策（1 个月）。站在 2021 年 1 月时间节点看 LH2109 合约，以上三种因素对应的时间周期中，只有能繁-出栏产能释放周期数据可以被现在观测并评估，既用 2020 年 9 月-11 月的能繁产能数字推算 LH2109 的出栏量。其余两个因子只能适度进行预判而不能基于已有的事实进行推演。



而判断因子 1 需要思考以下 2 个问题：（1）市场认可的能繁绝对量是多少？（2）市场在能繁绝对量推导至能繁产能过程中是否考虑了三元能繁因素？

## 能繁绝对量分析：

一方面如图 1 所示，根据农业农村部数据显示，2020 年 11 月能繁存栏为 3900 万头，能繁存栏已远超 18 年同期水平。

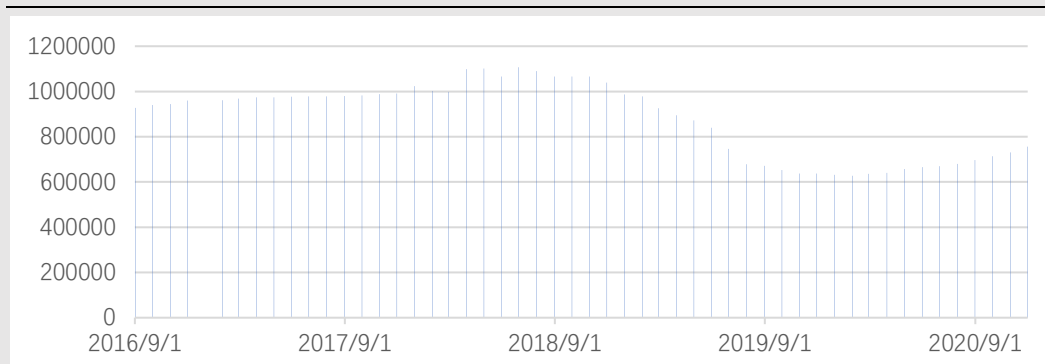
图 1：农业农村部能繁存栏（单位：万头）



数据来源：wind,国投安信期货研究院

另一方面，如果 2 所示，涌益数据显示，截至 2020 年 11 月，能繁存栏绝对量仅恢复至 18 年同期的 69.4%。

图 2：涌益咨询能繁存栏（单位：万头）

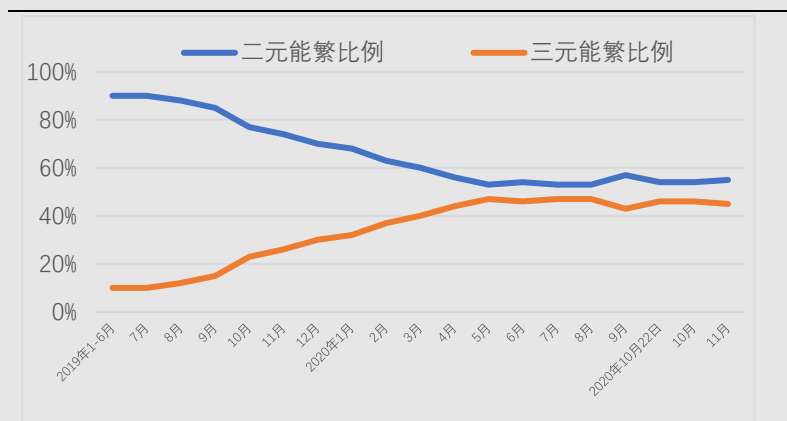


数据来源：wind,国投安信期货研究院

## 能繁-产能释放公式分析：

能繁绝对量的快速恢复背后是低效率、高淘汰的三元母猪大量使用。三元能繁仅能被使用 1-2 胎，性能低 30%。根据图 3 所示，截至 20 年 11 月，三元能繁使用量占能繁总量的 45%，远超 19 年 1-6 月的 10%水平。

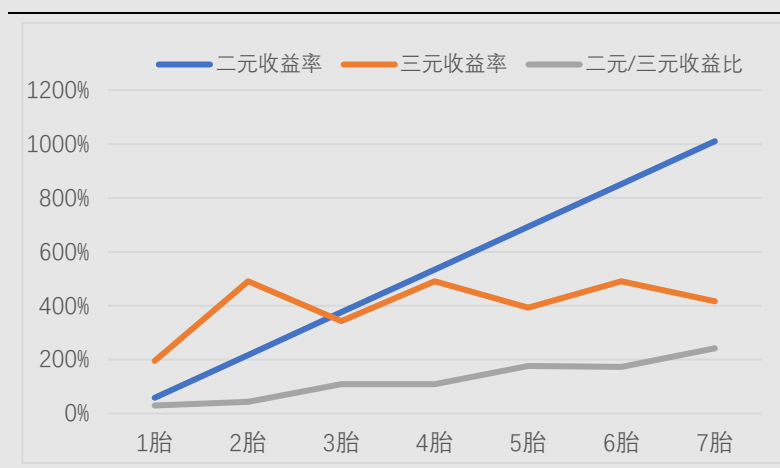
图 3：二元能繁比例和三元能繁比例（单位：%）



资料来源：涌益咨询，国投安信期货

此外，根据图 4 所示，三元收益率仅在使用 1-2 胎的情况下高于二元收益率，三元长期受益要明显低于二元。但由于非瘟风险的存在，养殖企业不得不大量使用三元能繁、高补高淘规避能繁突然死亡风险和外购二元带来的非瘟传播风险，导致单只仔猪生产成本高昂。非瘟下的猪价存在明显底部支撑。

图 4：二元、三元每胎收益率（单位：% / 胎数）



资料来源：涌益咨询，国投安信期货

## LH2109 上市首日价格区间预测：

合理考虑三元低产能、高补高淘、均重等因素下的 LH2109 合约对应月度出栏/需求比为

60.1%至 64.9%，这一数值区间接近 20 年 5 月中旬至 20 年 8 月初水平对应河南出栏价 26 元/公斤至 35 元/公斤，转换成 LH2109 价值为 26000 元至 35000 元。但这是基于市场采用 69.4%能繁绝对量并合理考量三元因素的前提下的推演价格结果。

我们认为市场资金反而会基于(1)农业农村部预计当前能繁恢复绝对量为 3950 万头和 (2) 母猪料销售量已恢复至往年 8 成，2 点因素判断当前能繁存栏恢复绝对量在 80%-90%且不会在意三元能繁问题。这意味着生猪期货 LH2109 合约短期价格或将大幅下跌至 20000 元至 25000 元区间对应河南生猪出栏价 20 元/公斤至 25 元/公斤，上市首日或将触及跌停。建议在 LH2109 合约下探至 20000 元至 25000 元区间寻低做多。

## 月间价差分析：

根据图 5 所示，按照过往规律，9 月猪价和 1 月猪价分别对应国庆和春节行情，猪价基本遵循 9 月和 1 月价格大于 11 月。假设能繁母猪存栏未来 2 个月环比增速保持在 3.5-5.5%区间，2111 合约后至 2201 合约前生猪出栏量将迎来近两年来第一次大爆发，这意味着彼时 LH2201 价格或将接近甚至低于 LH2111 价格。这意味着 LH2201 和 LH2111 价差将取决于两者的“价格周期因素”和“能繁-出栏产能释放周期因素”孰强孰弱。

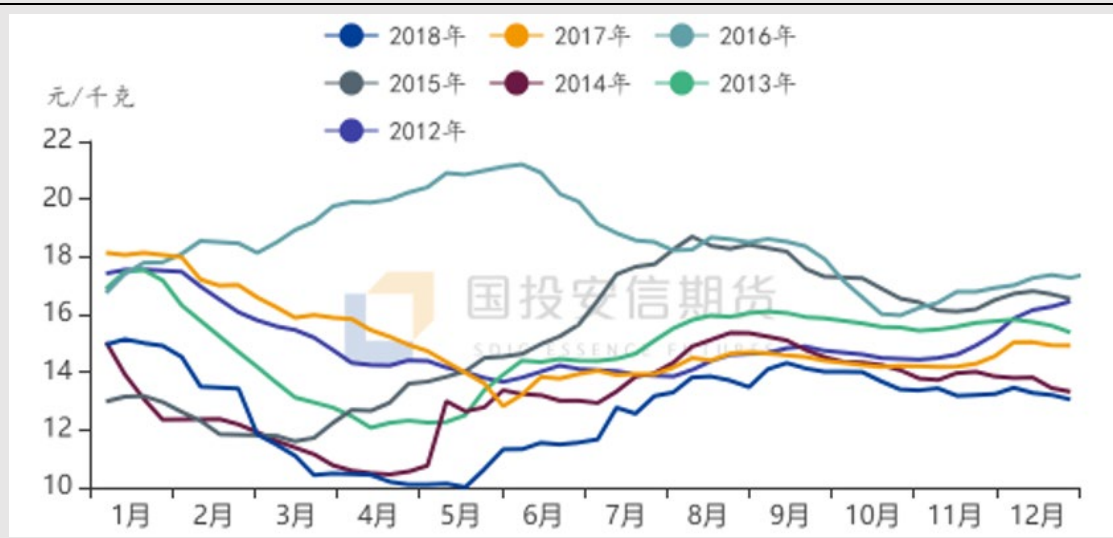
2020 年 10 月 20 日

农产品 策略周报

生猪价格预计 11 月初止跌企稳缓慢上涨至来年 1 月中旬：生猪出栏均重自 7 月底至今维持在 126.5 公斤，预计猪价 11 月初止跌并缓慢上涨至来年 1 月中旬，如是验证我们此前“猪价存在非瘟风险成本支撑”假设和“未来生猪价格、存栏恢复总量将低于市场预期，相应玉米增长需求增幅将低于市场预期，生猪饲用需求恢复已被大幅透支”判断。

如上图所示，市场不应小看价格周期因素，依靠对其的判断，我们成功在 10 月 20 日玉米周报中预测了近期猪价上涨。在价格周期因素不明确前，我们不建议交易者进行月间价差交易。

图 5：22 省市：平均价：生猪（元/kg）



Wind, 国投安信期货研究院



## 【免责声明】

本研究报告由国投安信期货有限公司撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。国投安信期货有限公司将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为国投安信期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为国投安信期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国投安信期货有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

### 国投安信期货研究院

北京市

地 址：北京市西城区广安门外南滨河路 1 号高新大厦 9 层

上海市

地 址：上海市虹口区杨树浦路 168 号 17 楼

公共邮箱：gtaxinstitute@essence.com.cn

国投安信期货官方微信



国投安信期货 APP

