



中国五矿

五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

产业艰难寻底，盘面宽幅震荡

—— 生猪半年报2023/06/09

农产品组 王俊

■ wangja@wkqh. cn

■ 028-86133280

■ 从业资格号：F0273729

■ 交易咨询号：Z0002942



CONTENTS



五矿期货

1 下半年评估及策略推荐

2 2023上半年市场回顾

3 周期特征及市场分析

4 产业展望

5 价格和策略展望



1 下半年评估及策略推荐

半年度要点小结

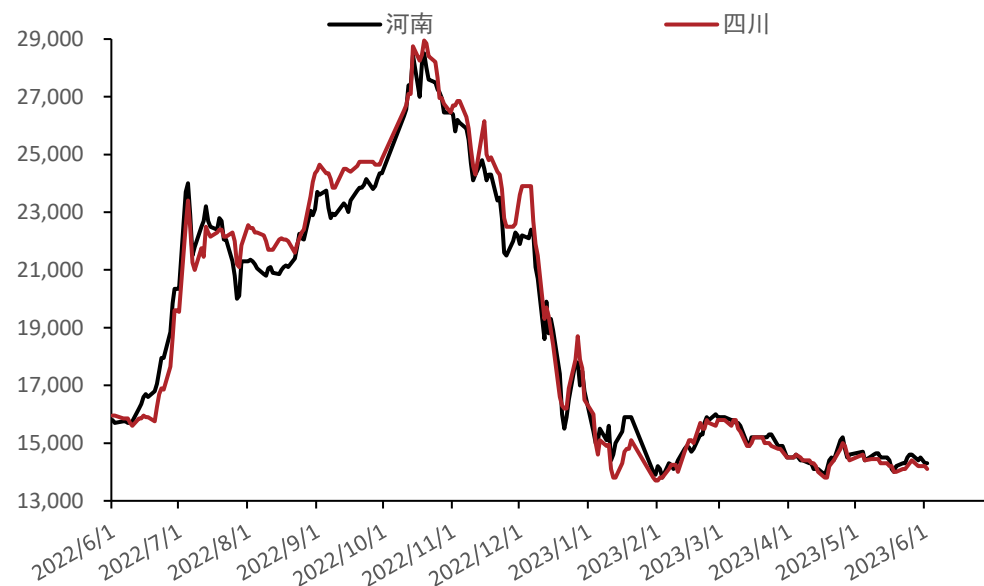


五矿期货

- ◆ 在供应恢复、需求弱勢的背景下，由年初开始，猪价持续处于普遍的成本线之下，积弱难返；不过，下方托底力量也较为坚决，价格同比未创新低，而是呈现出窄幅和抵触式的下跌走势，以时间换取空间。期货盘面继承了去年以来的挤升水逻辑，在整体猪价弱勢，期现之间呈现前低后高的contango结构背景下，不是现货等来了涨价预期的兑现，而是盘面逐个向下往现货回归。
- ◆ 产业当前的矛盾点在于，一方面资本韧性增加，产能去化仍未实质展开，周期反转的判断为之尚早；另一方面历史最长的亏损期正呼之欲出，部分主体现金流摇摇欲坠，削减出栏计划势在必行。产能去化最终会发生，是暴风骤雨还是徐徐渐进式进行取决于诸多变量，当前尚难定论。
- ◆ 站在年中时点，综合考虑下半年供应、需求、价格和利润的情况，基本面少有共振的情况，供需缺乏主线矛盾，价格总体判断仍是宽幅震荡，其中情绪将起到关键性的催化作用，预期的摆动将会激化短期矛盾从而产生新的预期差。6-8月，在弱断档期的催化下，现货或有反弹空间，核心波动区间预计【14, 17】；9-10月供应重回过剩，需求尚未发力，预计走势偏弱，波动区间【17, 15】；年底的11-次年1月，价格可能先涨后落，核心区间预计落在【16, 20】。
- ◆ 盘面预计仍以现货主导的驱动交易为主，产能变化平稳，估值交易难以进行；另一方面考虑远月均存在一定升水，长期看在产能未大幅去化的背景下，逢高空挤升水或仍有优势，产业套保建议逢高锁定。交易方面建议节奏参考或略提前于现货，6-8月前期低多07、09为主，参考区间在【15000, 17500】，8月以后等待高点做空为主，待产生低点以后再接回多单，11、01等合约波动区间参考【19500, 15500】。
- ◆ 以上判断的风险来自于：一、6月情绪性抛压盖过供应减量，价格提前走崩。二、6-8月供应减量超预期，二育压栏入场，盘面大幅向上修复预期差。

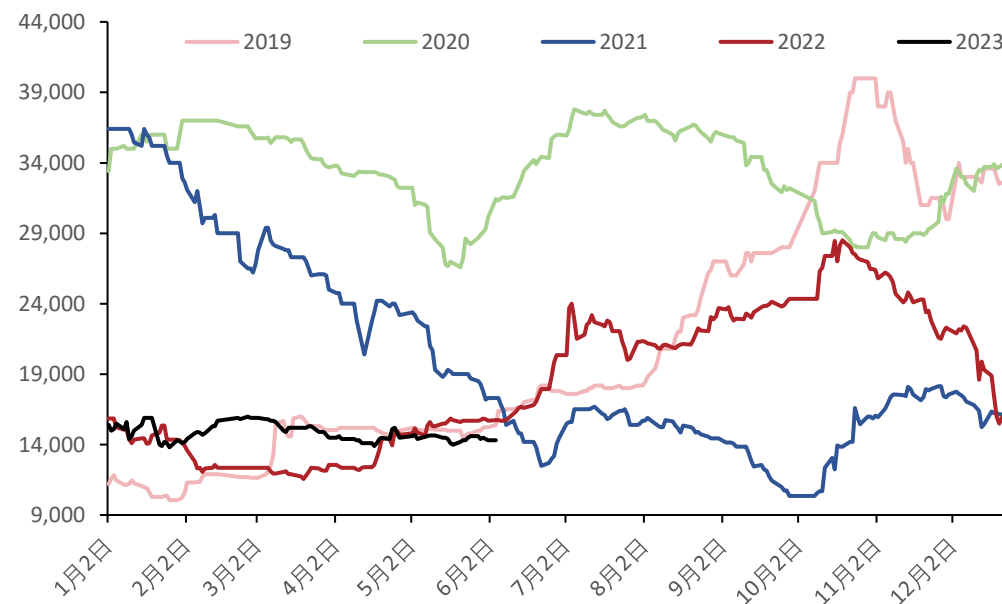
2 2023上半年市场回顾

图1：生猪现货走势(元/公斤)



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

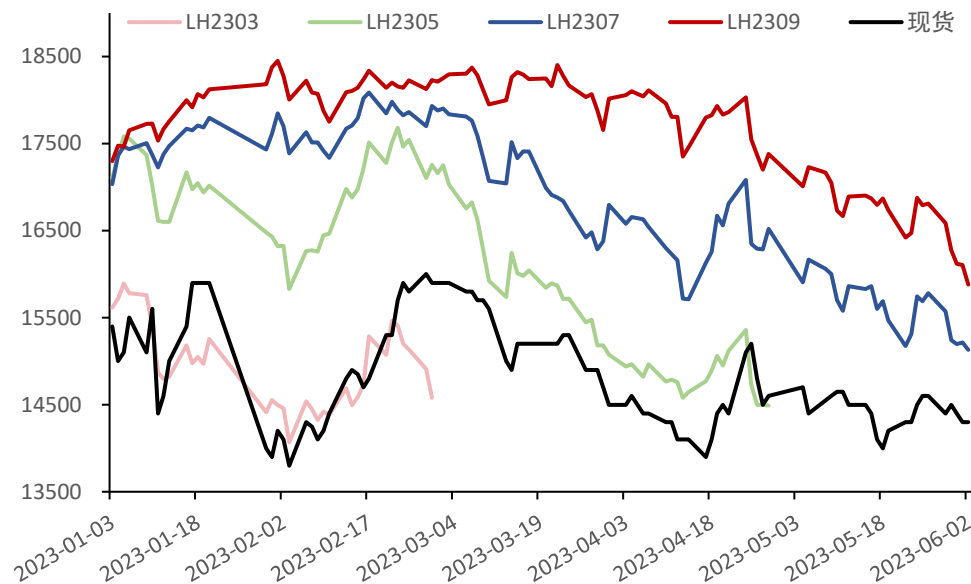
图2：现货季节性走势（河南，元/吨）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

- 1、上半年猪价承接了去年10月下旬以来的弱势下跌。在供应恢复、需求弱勢的背景下，由年初开始，猪价持续处于普遍的成本线之下，积弱难返；不过，下方托底力量也较为坚决，价格同比未创新低，而是呈现出窄幅和抵触式的下跌走势，以时间换取空间。主流价格的波动区间在14-16元/公斤，其中14元/公斤附近支撑较强，1-3月价格宽幅震荡于14-16元/公斤区间，3月下旬至今价格进一步被局限在14-15元/公斤的窄幅空间。
- 2、上半年为传统的猪肉消费淡季，尽管有疫情放开以及冻品入库等需求端利好，但基础供应也处于快速的恢复期，加之前期供应积压导致的体重偏大、大猪较多，叠加投机性压栏和二育轮番出栏施压，猪价始终未能摆脱颓势，供大于求梦魇挥之不去。下方托底力量则来自于政策性收储、冻品入库以及二育抄底等投机行为的支撑。

图3：LH2303-LH2309及现货走势（元/吨）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图4：生猪指数走势（元/吨）



资料来源：文华财经、五矿期货研究中心

- 1、年初至今盘面继承了去年以来的挤升水逻辑，在猪价整体弱势，期现之间呈现前低后高的contango结构背景下，不是现货等来了涨价预期的兑现，而是盘面逐个向下往现货回归。当然，现货在2月初和4月下旬分别因政策性收储有过幅度可观的反弹，其影响程度从大到小依次是现货、近月和远月，然而现货每次的最终回落，均使得盘面以更快的下跌速度来修复基差，尤其在临近交割前。另外，由于部分交割地升贴水的变化，2305以及之后合约不同于2303合约的一点是，进交割月前不再呈现出较大幅度的交割贴水，部分缓解了空头力量的发挥。
- 2、上半年盘面遵循了生猪上市以来增仓跌，减仓反弹的路径依赖，总持仓范围大致在7-10万手区间，2月前、3-4月、5月以后的下跌均伴随着大幅的增仓行为，而2月份和4月下旬的反弹均存在着大幅的减仓动作。当前总持仓再度超过10万手，一定程度或预示着盘面下方空间相对有限。

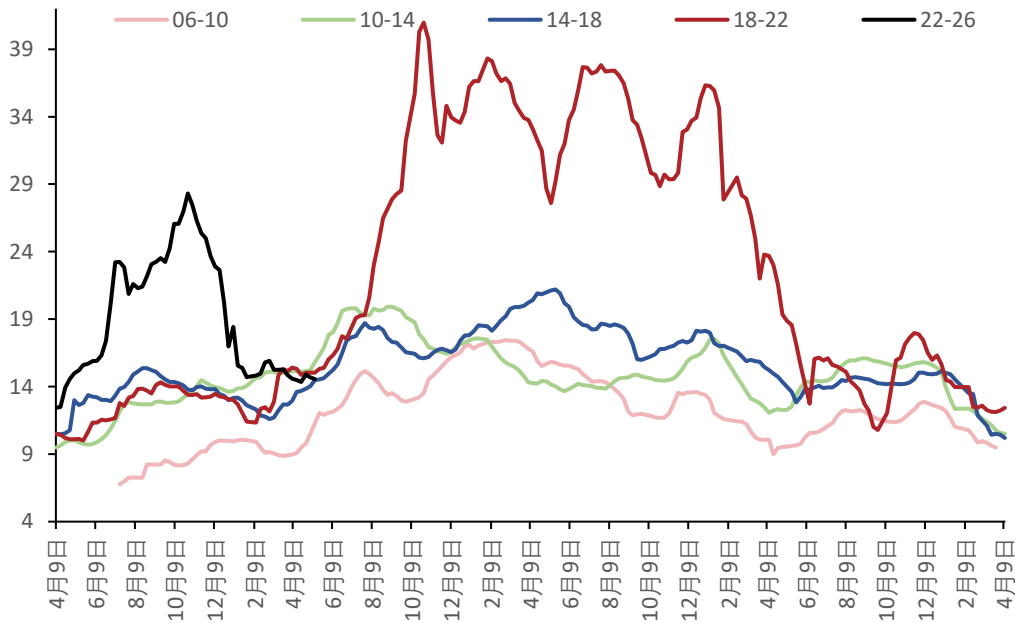
3 周期特征及市场分析

周期位置：仍有反弹潜力



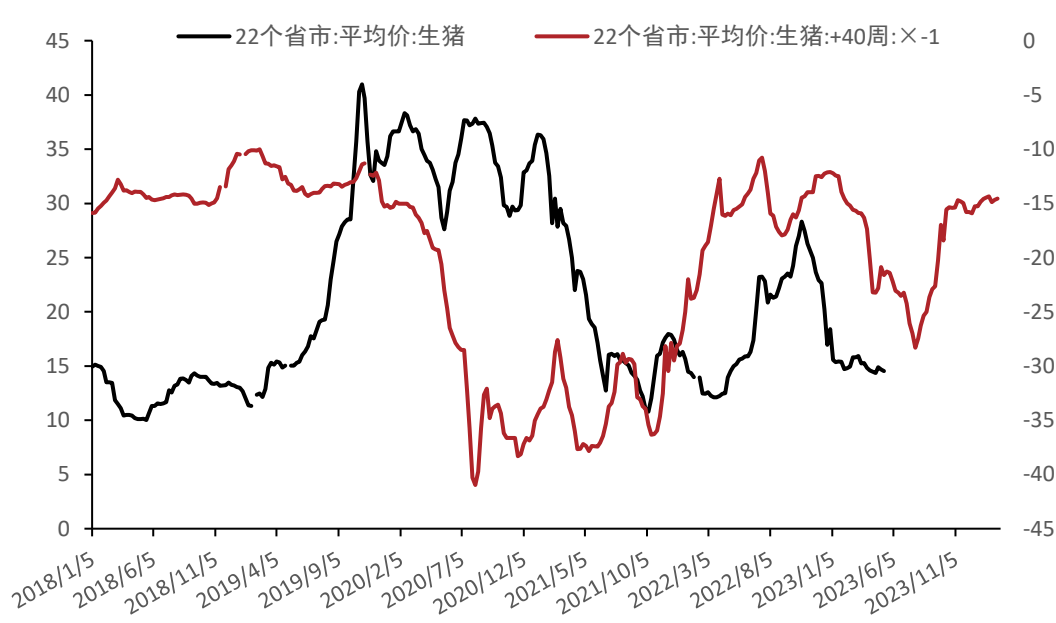
五矿期货

图5：五轮猪周期分解（元/公斤）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

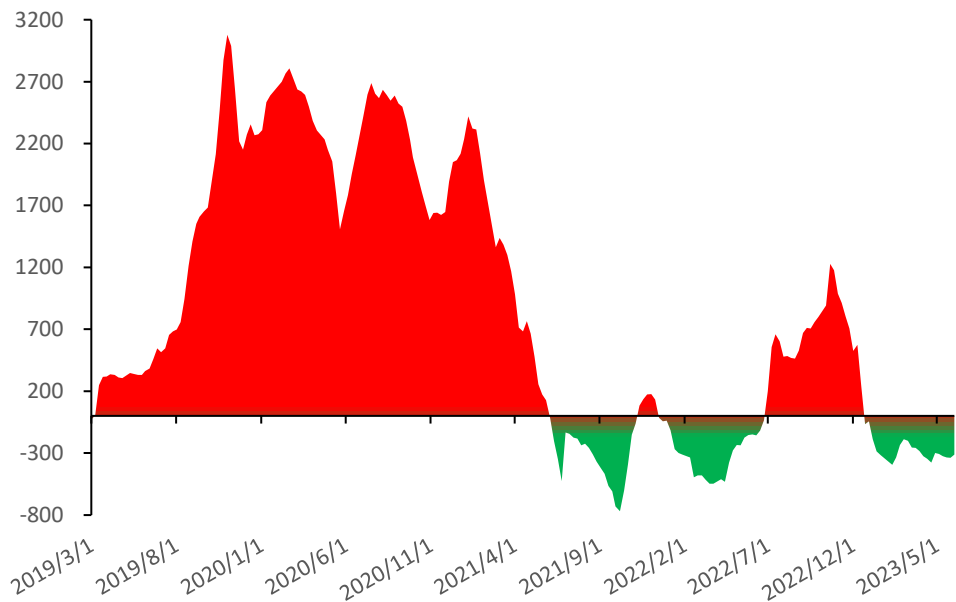
图6：镜像模型（元/公斤）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

- 1、后非瘟时代，经历过产能的大落和大起，经历过资本对养殖业的深度介入以及疫情对消费的影响，周期规律变得已不再明显，传统周期分析不再适用。然而内在机理依旧有借鉴意义，06年至今已经经历过4轮完整的猪周期，目前处于第五轮的第二年，属于传统的上涨年度，考虑产业端在本轮周期始终未能积累起足够的现金流，未来猪价或仍具有反弹的潜力。
- 2、依据反身性原理，猪价是其40周前价格的镜像，这在前几年猪价走势上已经有了较为充分的体现。由镜像模型看，今年夏季的6-7月以后的价格是去年10-11月份见顶回落的镜像，持续至11-12月，此阶段猪价上行的概率偏大。

图7：养殖利润(元/头)



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图8：上市猪企计划

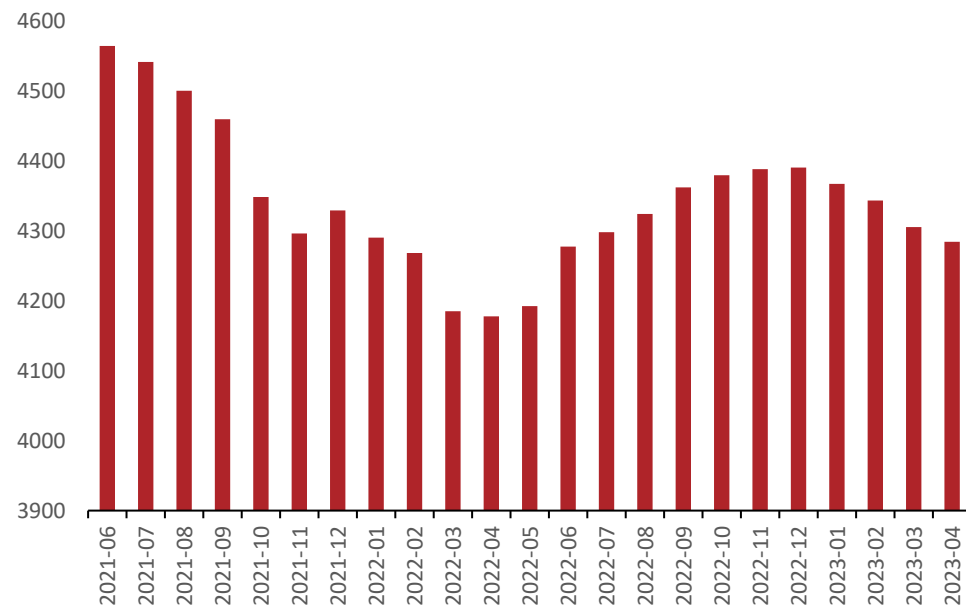
集团	Q1利润 (亿元)	Q1出栏量 (万头)	Q1头均亏损 (亿元)	成本 (元/公斤)	出栏目标 (万头)	调整目标 (万头)
牧原	-11.98	1385	93	15.4	7000-8000	6700-7100
温氏	-27.49	560	343	17.9	2600	—
新希望	-16.86	472	647	19.6	1850	—
正邦	-11.79	173	682	—	—	—
大北农	-3.05	144	520	18.76	600	500-550
傲农	-1.8	139	703	20	800	600
天邦	-6.64	133	637	20	800-1000	650
唐人神	-3.4	78	632	19.2	350	—
天康	-0.14	57	331	17.1	500	280-300

资料来源：公开资料、五矿期货研究中心

1、非瘟时代的暴利吸引了众多资本介入到养猪行业，产能从极度短缺到完全过剩用时不到一年，21-22年度全行业的持续亏损仍历历在目。这轮下行周期中，持续亏损的时间有两段，时长分别为23周和27周，本轮亏损从去年12月下旬开始，至今已持续23周，时长和幅度已接近上两轮。不过，考虑猪价即便现在开始反弹，距离扭亏为盈仍需要数周时间，因此判断本轮亏损最终的持续时间或长于上两轮，行业资产负债表破坏程度也大于前两次。

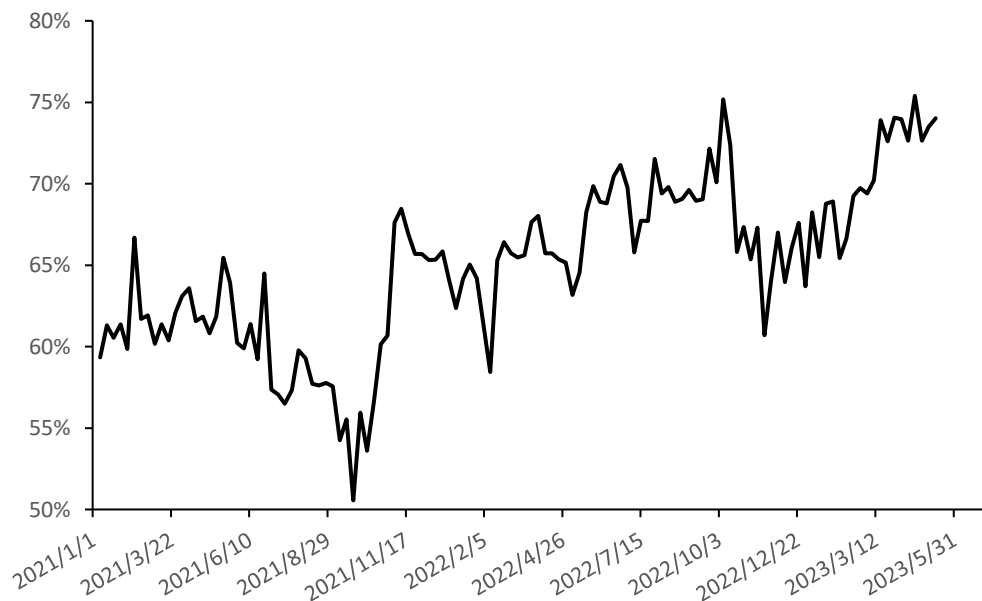
2、一季度上市猪企纷纷报亏，行业信心遭受打击，对未来预期不足，从调减仔猪外采量开始，最终目标是降低年初制定的年度计划出栏量，如大北农、傲农、天邦等调减幅度均在20%左右，或一定程度降低下半年的出栏压力。

图9：官方能繁母猪数（万头）



资料来源：农业农村部、五矿期货研究中心

图10：母猪/肥猪比值（%）

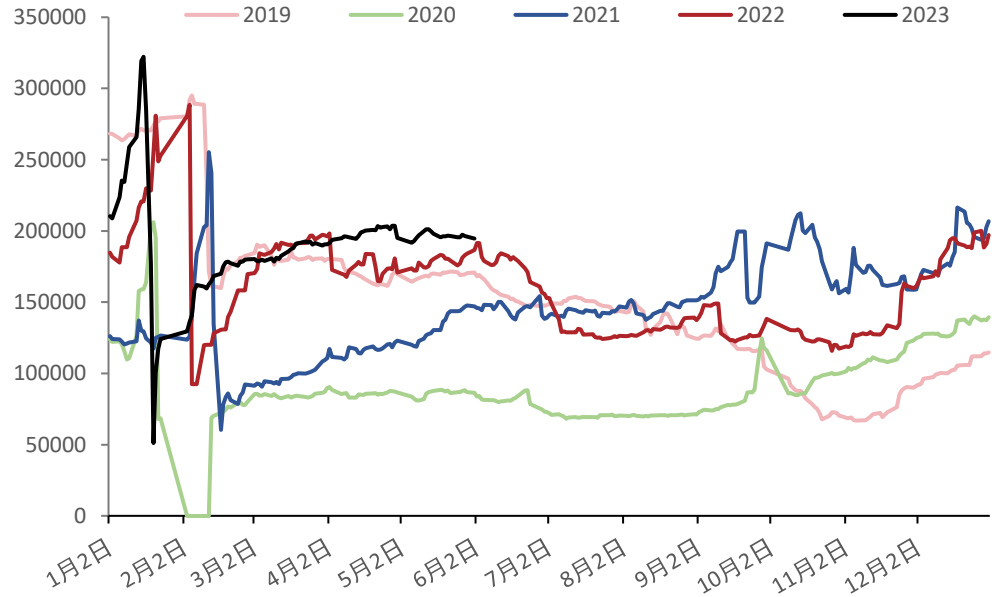


资料来源：卓创资讯、五矿期货研究中心

- 1、尽管有持续的亏损存在，当前产能去化程度仍不理想。官方数据，2023年1-4月为产能的调减阶段，截止4月底的能繁母猪存栏为4284万头，相当于正常保有量的104.5%，较去年12月份仅下降了2.4%，不及去年5-12月产能累积增长的4.7%，同比去年仍高出2.6%；涌益数据显示去年11月至今母猪共累计去化5.2%，同比仍高出3.1%，4月份开始产能再度止跌回稳，小幅增加0.04%。
- 2、1-5月肥猪出栏持续亏损，但仔猪仍保持100-200元的单头盈利，仔猪有利可图，导致行业主动去化母猪的动力较弱；而从淘汰母猪价格看，其占比肥猪价格比例仍在60%乃至70%以上，说明暂未看到有过度淘汰母猪的现象。

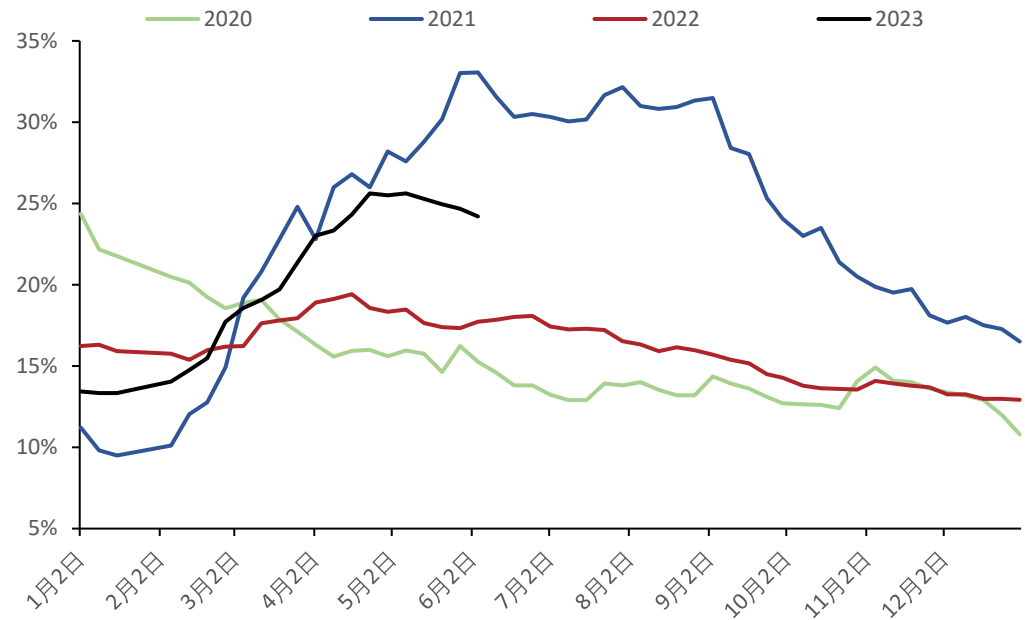
消费：有所恢复

图11：各年屠宰量(头)



资料来源：卓创资讯、五矿期货研究中心

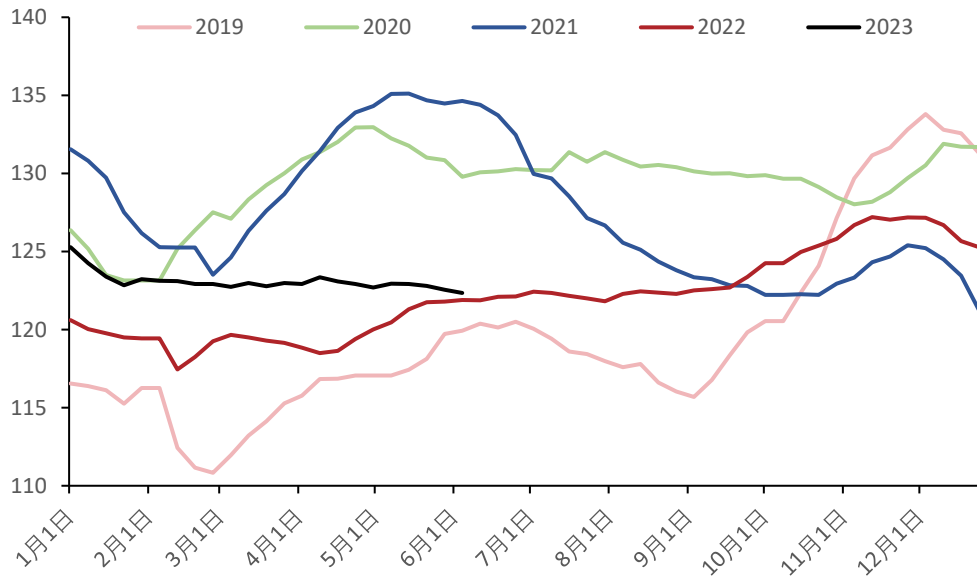
图12：冻品库容率(%)



资料来源：涌益咨询、五矿期货研究中心

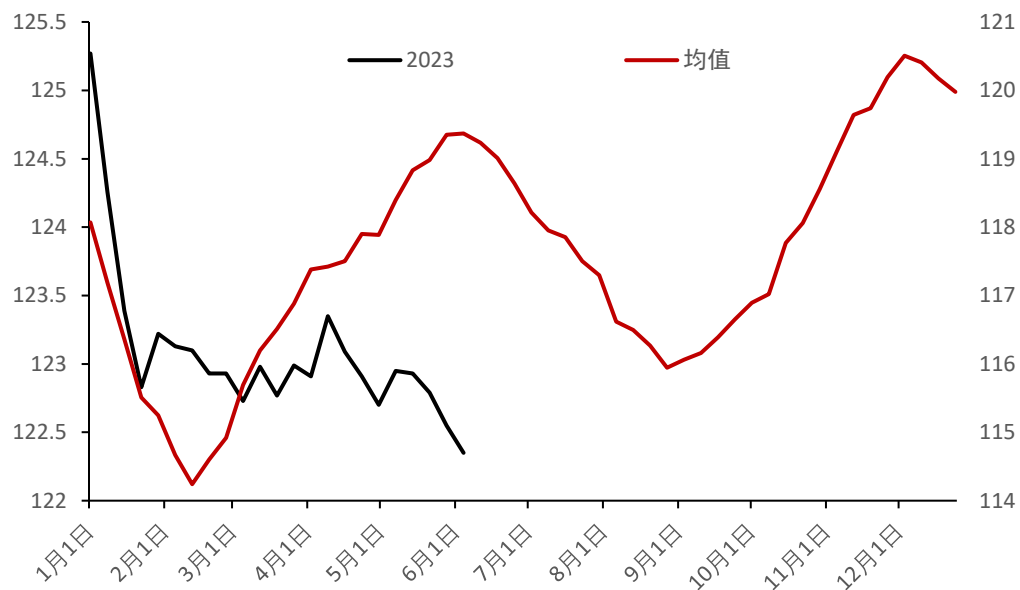
- 1、屠宰端来看，上半年屠宰绝对水平较高，与同为过剩的去年相比也明显偏大，加上均重高于去年，代表背后的猪肉供应总量明显大于去年。这当中，部分供应被冻品库存所消化，截止6月初，冻品的库容率在24.2%附近，同比去年高出了6.5%。尽管如此，考虑今年价格整体强于去年，亏损程度也好于去年，因此判断基础消费比去年要好，其背后受疫情放开、消费恢复逻辑的影响较大。
- 2、五一后屠量有所下降，同时伴随着体重继续下滑，判断是供应开始减量的场景，但价格依旧偏弱，说明环比来看，五一后至今整体消费仍无大的惊喜。

图13：出栏均重(公斤)



资料来源：卓创资讯、五矿期货研究中心

图14：出栏均重季节性对比（公斤）



资料来源：卓创资讯、五矿期货研究中心

- 1、年初出栏均重同比偏高接近5kg，肥猪严重贴水标猪，表明整体产能明显积压，大猪较多。随着价格下跌和养殖亏损的持续，环比看体重不断回落下降，当前交易均重已来到与去年同期持平的水平，环比年初下降了约3kg，代表整体上游顺势出栏为主，产能未继续往后积压，同时大猪压力也大为缓解。另一方面，宰后均重同比依旧偏高约2kg左右，说明基本的压力仍存。
- 2、将体重今年走势与其季节性走势对比或许更能说明问题，如图14，一般而言春季比较适合肥猪增重，季节性上体重倾向于上升，但今年体重反季节性回落，一定程度上说明今年产能与21年不同，并非是一个严重过剩的场景。
- 3、最后，在基础供应变化大的年份，体重变化存在误导的可能。例如20年存栏基数少，2-4月体重持续累积，但5月后价格却强劲反弹，这是因为猪的基数少，体重的一点点下降就已经构成了利好。今年需要提防标猪较多且增速较快，但体重不增，产能依旧过剩的可能。

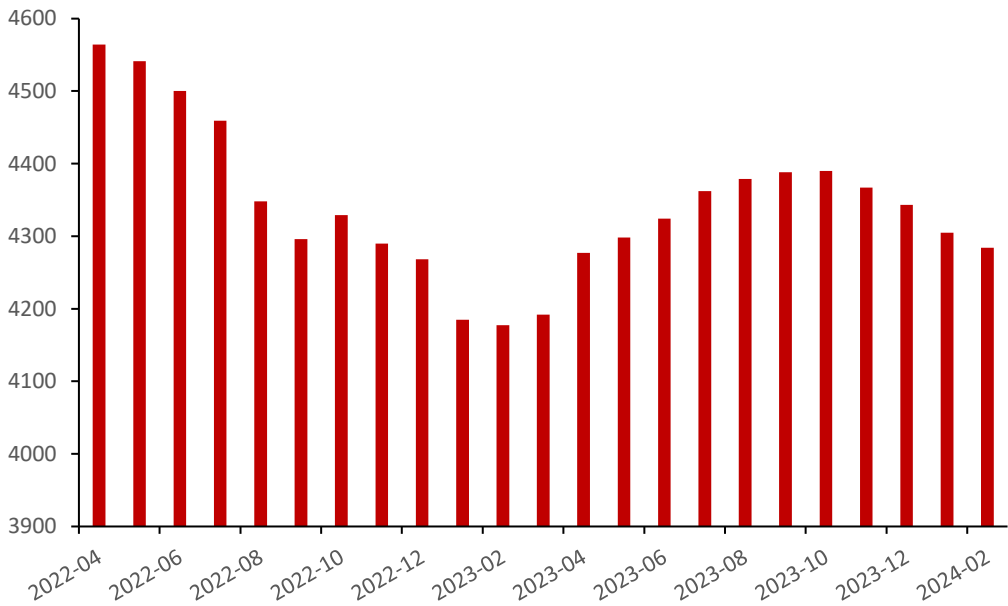
4 产业展望

母猪推导：产能先增后减



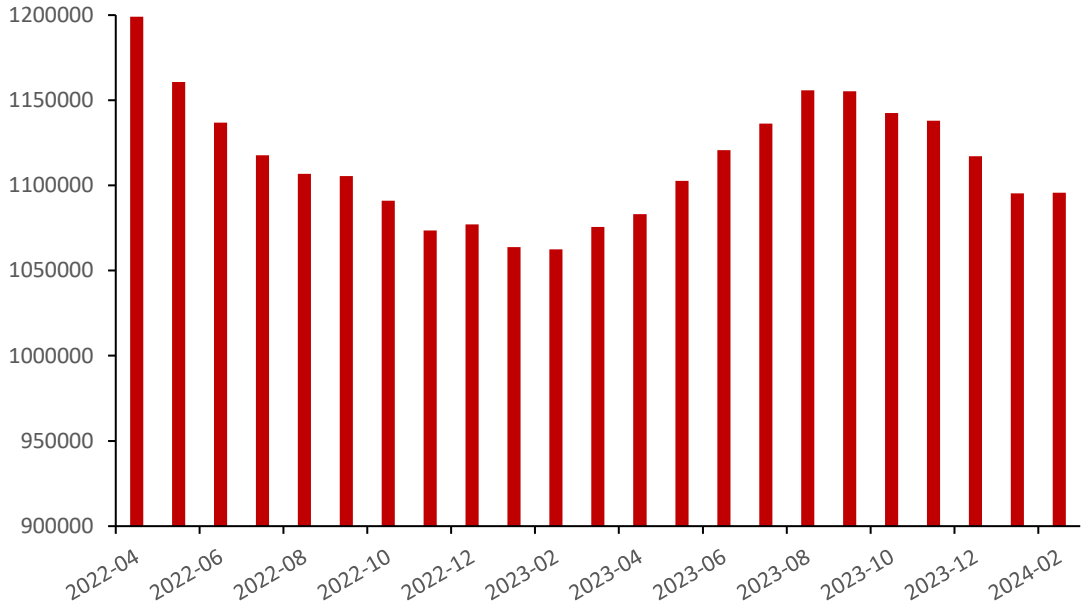
五矿期货

图15：官方母猪推导(万头)



资料来源：农业农村部、五矿期货研究中心

图16：涌益母猪推导(头)

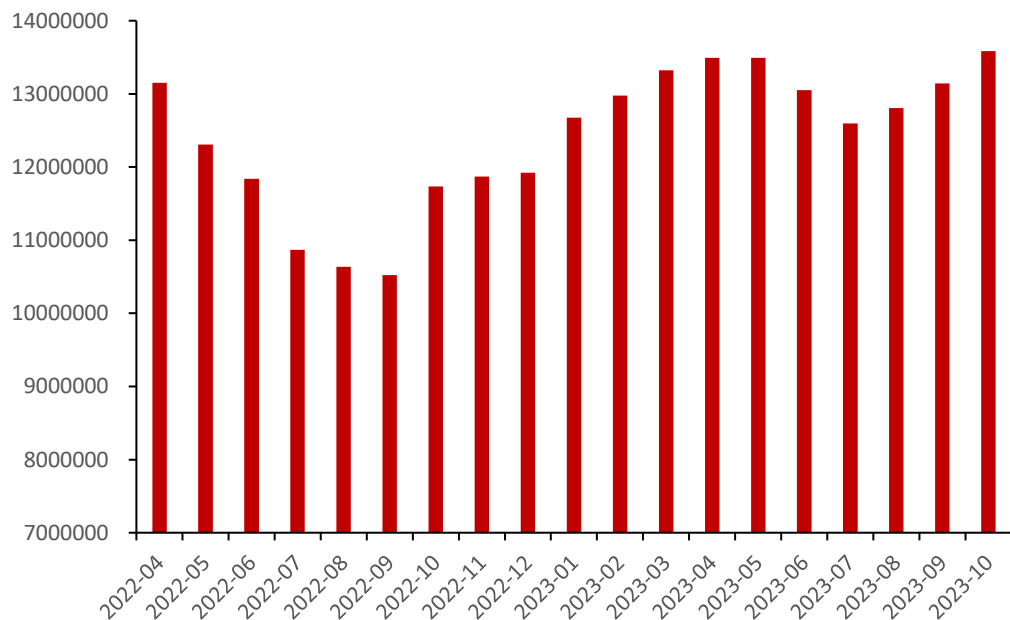


资料来源：涌益咨询、五矿期货研究中心

- 1、依据生产周期，将母猪存栏往后推10-11个月，便得到肥猪的理论出栏量，根据前期母猪存栏的趋势变化，推导得出肥猪供应从今年3月开始环比回升，4-8月加速增加，9-10月以后供应拐头往下，整体看今年产能是个恢复的年份，四季度开始供应逐步减少。涌益数据与官方相比基本同步，未来整体产能呈先增后减态势。
- 2、但从母猪存栏推导肥猪出栏存在链条太长的问題，中间有生产效率因素未作考虑，诸如三元占比、配种率、存活率、疫病等对产能的影响较大，反映情绪的压栏、二育等行为也被忽略，从去年的实际结果来看，准确度不佳，因此仅是一个可供参考的因素。

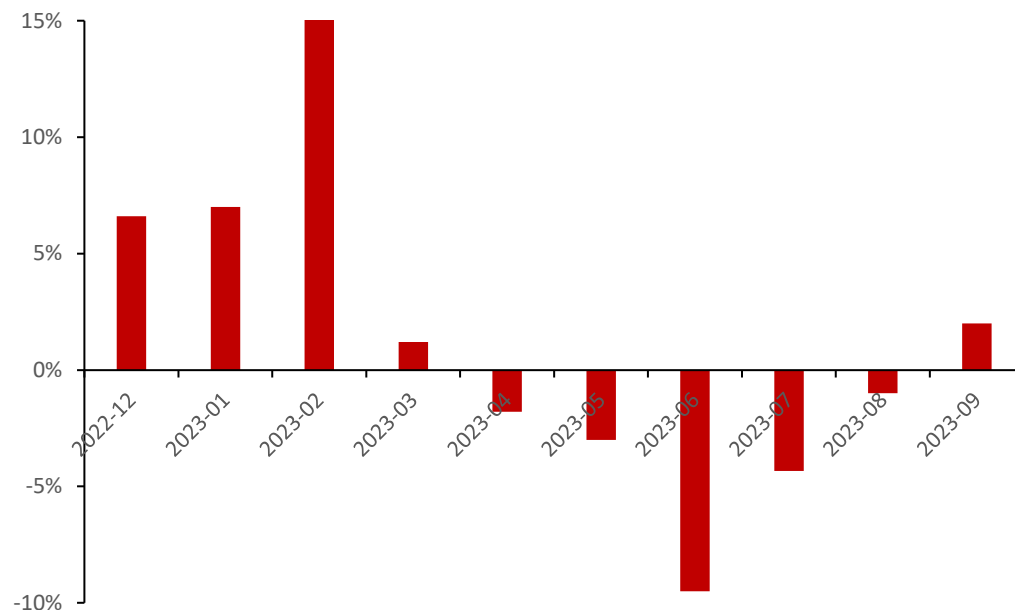
仔猪推导：年中或有减量出现

图17：仔猪推导理论出栏数(头)



资料来源：涌益咨询、五矿期货研究中心

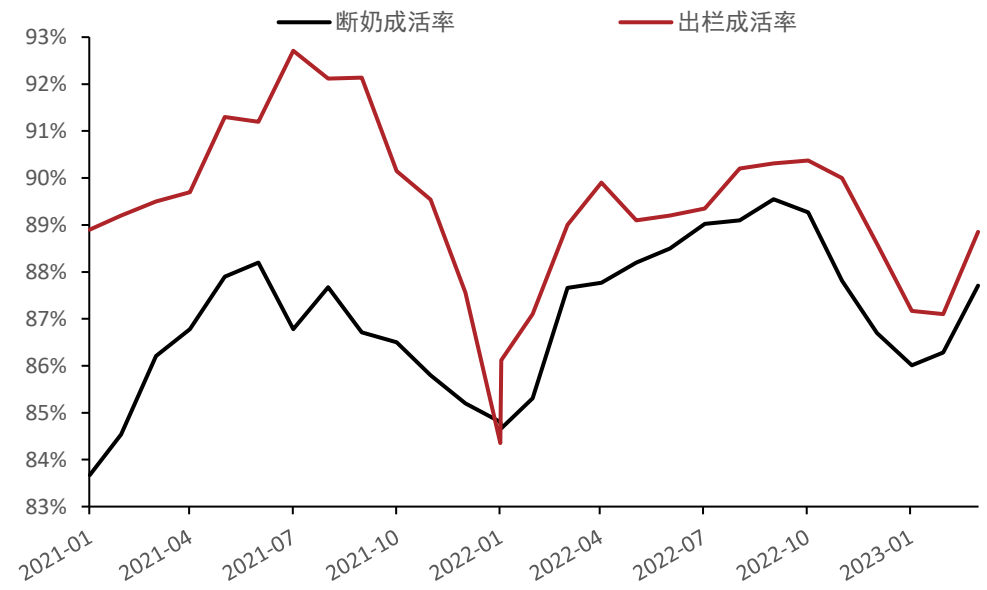
图18：仔猪料推出栏环比变化(%)



资料来源：涌益咨询、五矿期货研究中心

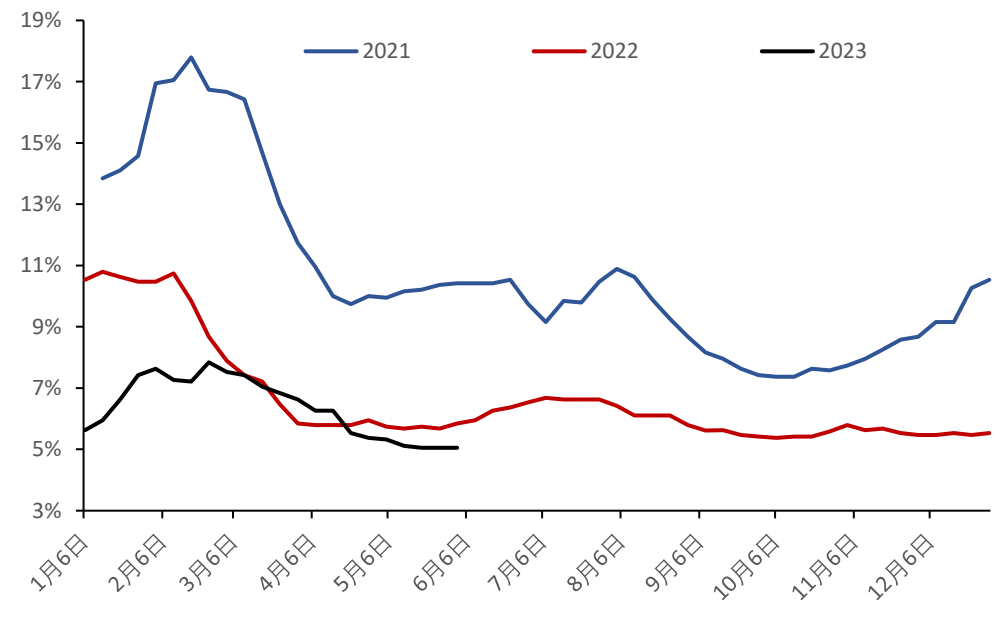
- 1、仔猪后推的链条更短，实践层面比母猪数据更有优势。仔猪数据显示，今年压力最大的时候在4-5月，5月以后压力有所减轻，6-7月供应量呈下滑趋势，但力度比较平和，幅度也一般，8月以后供应逐步恢复，至10月份产能重新回升至偏高位置。
- 2、仔猪料往后推得出的结论类似，其中5-7月肥猪减量或相对明显，1月份仔猪料环比减量9.5%对应到6月份将使供应产生明显减量，结合5-8月养殖增重效果不佳，体重一般呈季节性下滑的走势，判断供应端在6-8月存在减量的空间，对价格或存支撑。
- 3、最后，仔猪端也存在无法反映各期情绪的影响，二育、增重和降重等市场行为均有使节奏改变的可能，加速、提前或抹平。

图19：断奶和出栏成活率（%）



资料来源：涌益咨询、五矿期货研究中心

图20：小猪出栏占比（%）

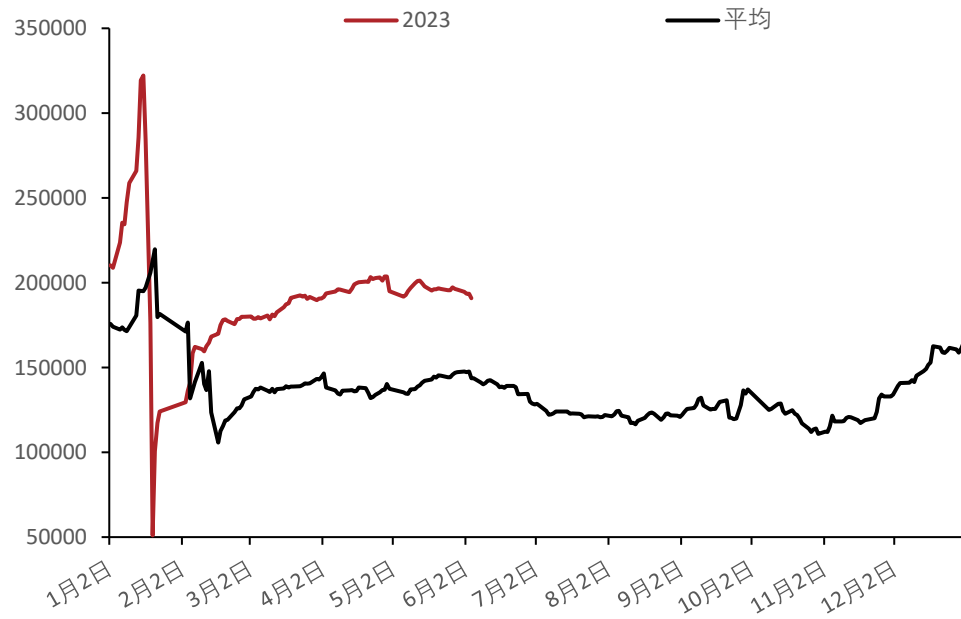


资料来源：涌益咨询、五矿期货研究中心

年初仔猪的损失可以大部分归因于仔猪存活率和疫病导致的死亡率上升，前期市场较为关注今春包括非瘟和仔猪腹泻、蓝耳等在类的疫情发展情况，或对年中价格存有潜在提振，这在养殖亏损的年份尤其敏感。从我们监测的数据来看，年初仔猪的断奶和出生存活率确有下降，小猪出栏占比也一度明显上升，但幅度仍在季节性可控的范围内，与往年相比并无显著差异。因此判断年中价格或存在支撑，但幅度应该有限。

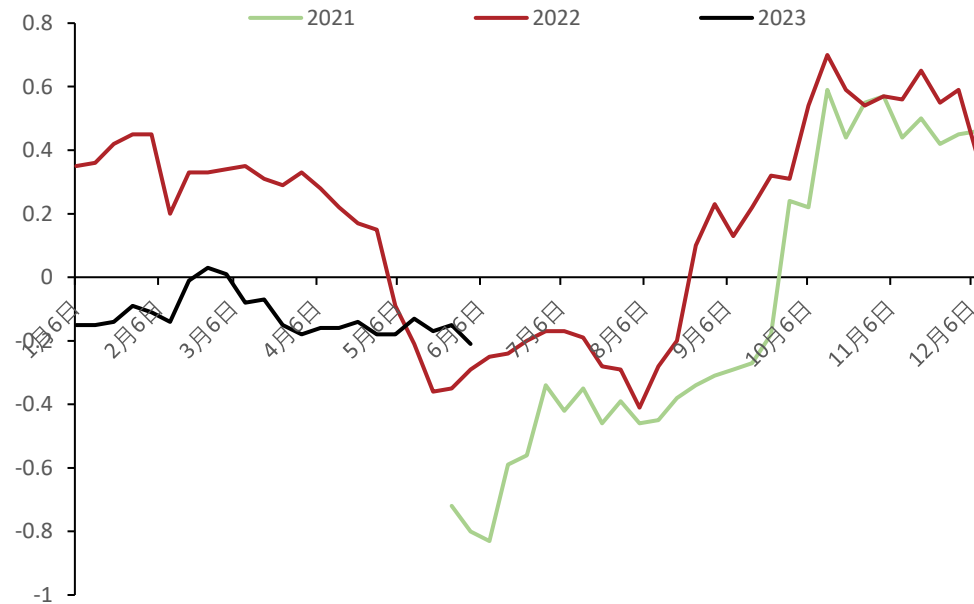
供需：短期改善中期承压

图21：屠宰的季节性对比(头)



资料来源：五矿期货研究中心

图22：标肥价差（元/斤）



资料来源：涌益咨询、五矿期货研究中心

- 1、五一后出现屠量降，体重落的情况，存在两种可能。一是供应端开始减量，考虑如果是入库或者消费差导致的屠宰减量，出栏体重表现应该偏稳或略增；另一种是二育增多，导致小体重猪出栏增多从而拉低整体出栏均重但又没有流入屠宰端，如果是这样的话价格应该偏强、且宰后体重稳或增才对。目前这种场景对应的更可能是供应微幅减少，但需求不行（包括入库减少），所以价格偏弱、磨底。
- 2、标肥价差环比走弱符合季节性，但同比去年和前年较高，也说明了当前大猪压力已得到了较充分的释放。
- 3、关于中期供需，上半年屠量同比增加15%，基本验证了仔猪和母猪的恢复情况，而后两者下半年仍有继续释放的空间；短期宰量尽管环比略有下降，但仍在季节性范围内，并不构成重大利好。从体重下滑以及产能增多的情况看，今年是个标猪多大猪少的年份，若产业年中信心恢复，则压力仍有往后压的空间，否则中期仍会是个持续过剩的场景。

5 价格和策略展望

- ◆ 供应积压叠加产能恢复，上半年行业持续亏损长度超过预期，前期市场对消费的恢复过于乐观，冻品和二育等力量的过早介入尽管能够托底，但客观上也起到拉长周期的作用。产业当前的矛盾点在于，一方面资本韧性增加，产能去化仍未实质展开，周期反转的判断为之尚早；另一方面历史最长的亏损期正呼之欲出，部分主体现金流摇摇欲坠，削减出栏计划势在必行。产能去化最终会发生，是暴风骤雨还是徐徐渐进尚有变数。
- ◆ 站在年中时点，综合考虑下半年供应、需求、价格和利润的情况，基本面少有共振的情况，供需缺乏主线矛盾，价格总体判断仍是宽幅震荡，其中情绪将起到关键性的催化作用，预期的摆动将会激化短期矛盾从而产生新的预期差。6-8月，中短期内行业面临的是高供应背景下潜在的弱断档和弱需求之间的博弈，理性判断价格存在弱势但相对确定的反弹空间，然而前期偏悲观的情绪抑或是后期激进的压栏和二育策略存在使行情超跌或者超涨的可能，现货核心区间判断为【14, 17】。9-10月，弱断档期结束，产能重回过剩，需求仍未跟上，价格或有回调，行业不排除重回亏损的状态，现货核心波动区间预计在【17, 15】。年底的11-次年1月，基于年初产能的主动或被动削减的事实，市场可能再度产生年底涨价的一致预期，但投机性力量的介入导致价格有提前的可能，供应集中到节前，从而使得节前真实涨价不及预期，预计价格先涨后落，核心区间在【16, 20】。
- ◆ 盘面预计仍以现货主导的驱动交易为主，产能变化平稳，估值交易难以进行；另一方面考虑远月均存在一定升水，长期看在产能未大幅去化的背景下，逢高空挤升水或仍有优势，产业套保建议逢高锁定。交易方面建议节奏参考或略提前于现货，6-8月前期低多07、09为主，参考区间在【15000, 17500】，8月以后等待高点做空为主，待产生低点以后再接回多单，11、01等合约波动区间参考【19500, 15500】。
- ◆ 风险：6月情绪性抛压盖过供应减量，价格提前走崩；6-8月供应减量超预期，二育压栏入场，盘面大幅向上修复预期差。

免责声明



五矿期货

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

公司联系方式



五矿期货

产 融 服 务 专 家 ， 财 富 管 理 平 台

网址: www.wkqh.cn

全国统一客服热线: 400-888-5398

总部地址: 深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦13-16层



五矿期货微服务: wkqhwfw



官方微博