

热点报告-生猪

近忧在前，产能变数尚存

走势评级：

生猪：看跌

报告日期：

2023 年 1 月 12 日

★ 聚焦

近期生猪主力 LH2303 顺畅下跌，已破 15,400 支撑位，同时远月合约整体估值有下修趋势。但从弱现实、强预期角度出发，盘面呈现出近弱远强的 Contango 结构，核心逻辑仍在于：1、在二育未消耗完全、体重高位、旺季需求逐渐见顶的前提之下，年后复工复产带动的恢复性需求在淡季期间不确定性尚存；2、市场预期远期需求改善的驱动更强、指引远月产量变化的能繁母猪再度出现去化迹象。是以近月空头暂占上方，远月多空博弈加剧，在缺乏合理定价重心下，双方均寻求成本线附近安全边界。

★ 近弱：投机行为下的历史遗留问题

供给端，12 月以来，集团企业普遍加速降重出栏，市场形成一定踩踏。伴随集团放量，散户同时加快出栏进度，使得 12 月底至 1 月中上旬现货价格依然呈现了一定旺季不旺的特征。而年前供给端对价格压制作用依然较强，具体体现在：（1）体重偏高；（2）计划出栏量不低，且存在延后出栏可能。需求端，从销区-产区价差与肥-标价差走势来看，旺季已接近尾声。综上，当下的加速出栏是 22 年投机性压栏、二育所产生的历史遗留问题，23 年一季度现货价格将大概率维持趋弱运行，反弹动力不足。

★ 远强：产能再起争议，成本线为安全边际

远月合约相对于近月更为扛跌。三方机构陆续公布 12 月能繁母猪存栏数据，样本之间存在较大分歧：卓创资讯样本显示现阶段能繁母猪存栏水平已恢复至 2021 年中峰值水平的 104%，且较 2022 年上半年低点高出 23.4%；钢联农产品与涌益咨询数据则更为保守，二者样本企业能繁母猪存栏水平分别恢复至 2021 年中峰值水平的 96.2%、91.8%，较 2022 年上半年低点分别高出 12.8%、7.5%。

★ 投资建议

出栏体重压力叠加年后消费淡季之下，近月现货价格不容乐观，而产能的边际变化与疫情后周期需求的恢复预期则给到 2023 年四季度现货价格一线支撑。策略上，主力空单可继续持有，远月合约暂时建议观望为主。

★ 风险提示

流动性风险；警惕新冠疫情和非瘟疫情；踩踏出栏风险

东证期货
ORIENT FUTURES

黄玉萍

资深分析师(油籽&豆类粕)

从业资格号：F3079233

投资咨询号：Z0015897

Tel: 8621-63325888-3907

Email: yuping.huang@orientfutures.com

联系人

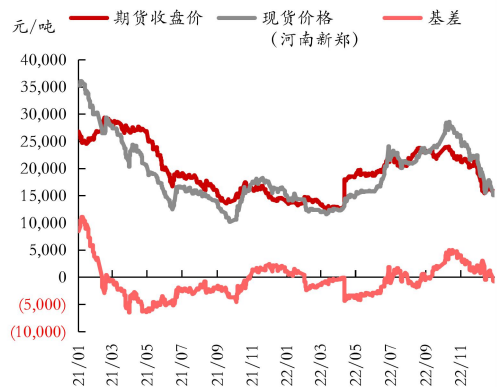
吴冰心

从业资格号：F03087442

Tel: 8621-63325888-4192

Email: bingxin.wu@orientfutures.com

主力合约行情走势图（生猪）



相关研报

《眼看高楼将起，情绪领先崩溃_221212》

《展望 2023：增产趋势难以扭转，消费曙光何在？_221129》

《弱消费何时拨云见日？_221103》

《9 月出栏量价齐升，二育节奏开始放缓_221012》

《唯变化永恒：关注估值与月差_220927》

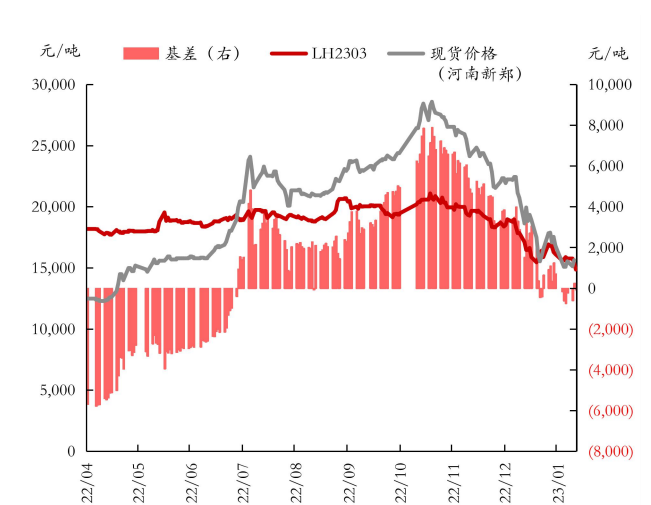
《三重压力：政策利空、增重预期、交割逻辑_220921》

《亟待兑现的需求与增重，依然有梦可造_220823》

重要事项：本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。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。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交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

聚焦：近期生猪主力 LH2303 顺畅下跌，已破 15,400 支撑位，同时远月合约整体估值有下修趋势。但从弱现实、强预期角度出发，盘面呈现出近弱远强的 Contango 结构，核心逻辑仍在于：1、在二育未消耗完全、体重高位、旺季需求逐渐见顶的前提之下，年后复工复产带动的恢复性需求在淡季期间不确定性尚存；2、市场预期远期需求改善的驱动更强、指引远月产量变化的能繁母猪再度出现去化迹象。是以近月空头暂占上方，远月多空博弈加剧，在缺乏合理定价重心下，双方均寻求成本线附近安全边界。本报告将就上述焦点问题加以讨论。

图表 1：主力基差大幅收敛


资料来源：WIND、东证衍生品研究院

图表 2：近弱远强趋势显著


资料来源：WIND、东证衍生品研究院

1、近弱：投机行为下的历史遗留问题

1) 供给：日均出栏计划加量，体重相对偏高

12 月以来，集团企业普遍加速降重出栏，市场形成一定踩踏。我们汇整 12 月企业销售情况及现货表现如下：

(1) 就销量而言，样本内猪企 12 月出栏合计 1,285.12 万头，月度环比增长 9.2%（前值 7.7%），同比增长 22.9%（前值 27.8%），绝大部分样本内企业出栏进度明显加快。另外，就全年出栏量而言，头部十家养殖企业中，牧原股份、温氏股份、新希望、天邦食品、唐人神已超额完成原定年度出栏计划（这里仅列举公开披露出栏目标的几家），其它几家出栏量也基本接近目标值。

(2) 当月需求大幅好转，从屠宰量数据可窥见一斑，据涌益咨询样本，当月规模及以上屠宰企业总宰杀量 931.79 万头，环比增加 19.8%；日均屠宰量环比增 40.27%。然而旺季需求提振幅度仍弱于往年同期，现货价格不敌供给增势，量与体重二维打击现货市场，全国生猪出栏价呈现反季节性下跌。集团月度销售均价约 19.39 元/公斤，高于行业水平（全

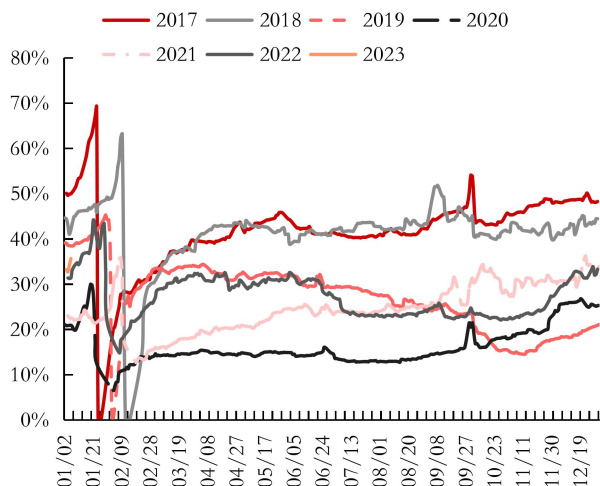
国外三元12月出栏均价为18.79元/公斤），同时样本内猪企总收入受现价大幅下跌拖累而环比下降15.2%。

图3：12月集团企业放量出栏形成一定踩踏

公司	销量(万头)	环比	同比	商品猪销售月均价(元/公斤)	环比	同比	销售收入(亿元)	环比	同比
牧原股份	602.70	16.6%	19.9%	18.61	-20.2%	26.2%	131.75	-11.2%	69.7%
温氏股份	187.32	-4.6%	52.7%	18.80	-22.0%	16.0%	42.90	-27.7%	87.3%
新希望	156.69	-7.3%	46.2%	18.76	-19.5%	28.0%	28.76	-17.4%	87.5%
正邦科技	48.71	64.7%	-39.5%	18.86	-17.8%	24.3%	6.67	29.8%	-48.3%
傲农生物	51.31	14.0%	23.1%	/	/	/	/	/	/
大北农	55.31	11.9%	22.0%	19.25	-18.7%	21.9%	13.22	-10.1%	65.9%
天邦食品	48.38	5.1%	31.6%	19.35	-18.2%	23.6%	8.90	-13.7%	48.0%
中粮家佳康	40.70	20.8%	32.6%	18.78	-21.4%	25.9%	/	/	/
天康生物	19.88	11.8%	35.0%	17.95	-20.8%	29.4%	3.71	-2.9%	64.9%
唐人神	28.84	21.1%	130.4%	/	/	/	5.99	2.2%	158.6%
京基智农	14.84	32.7%	/	18.42	-22.9%	/	2.58	0.4%	/
金新农	3.91	-69.8%	-81.0%	19.77	-16.3%	26.5%	0.74	-71.6%	-71.0%
神农集团	11.43	16.9%	60.1%	18.57	-21.0%	21.1%	2.68	-13.0%	86.1%
立华股份	9.08	17.0%	71.3%	20.44	-17.3%	36.5%	2.29	-9.5%	193.6%
东瑞股份	4.78	-13.2%	19.8%	24.47	-10.1%	21.5%	1.14	-23.0%	50.0%
正虹科技	1.24	-7.6%	-46.6%	/	/	/	2.55	-37.6%	-41.8%
合计/均价	1,285.12	9.2%	22.9%	19.39	-18.8%	24.3%	253.87	-15.2%	59.8%

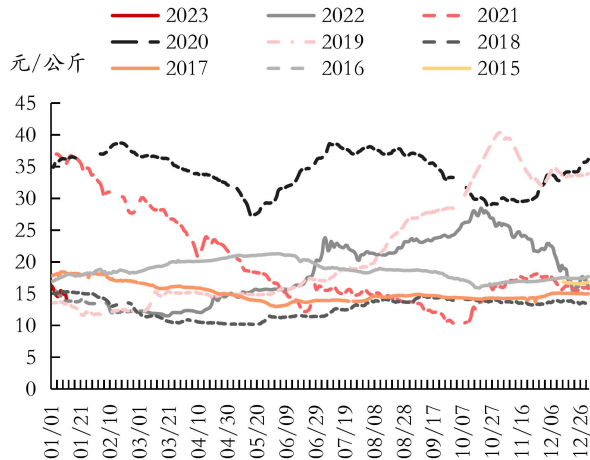
资料来源：整理自公司公告、东证衍生品研究院

图4：12月旺季需求带动屠宰开工率底部爬升



资料来源：卓创资讯、东证衍生品研究院

图5：供过于求下2022年底现货价格旺季不旺



资料来源：钢联农产品、东证衍生品研究院

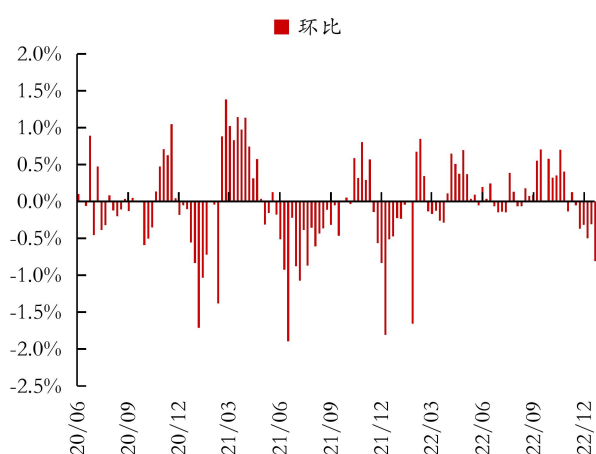
伴随集团放量，散户同时加快出栏进度，使得12月底至1月中上旬现货价格依然呈现了一定旺季不旺的特征。而年前供给端对价格压制作用依然较强，具体体现在：

（1）体重偏高：从体重所处位置来看，当前市场交易均重（鉴于宰后均重指标主要反映大型屠宰场屠宰体重且受到屠宰标准影响，我们主要根据出栏均重数据观察猪肉供给）

仍高于除了 20、21 年两年以外的同期水平约 5%（卓创资讯样本数据其他年度同期均值约 118.3 公斤）。

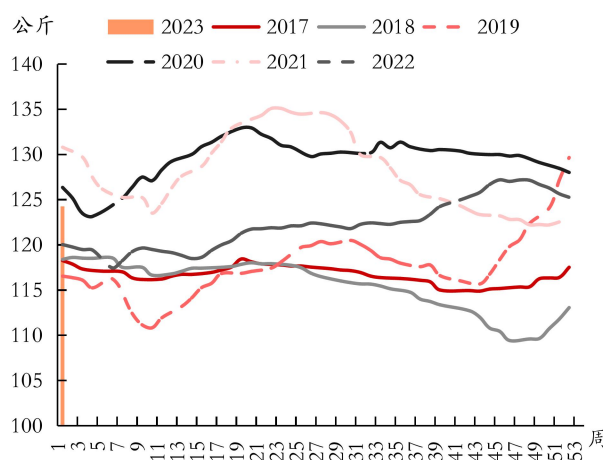
（2）计划出栏量不低：据涌益咨询计划销售量统计，样本企业 1 月计划出栏较 12 月实际出栏预计下降 15.35% 至 1,528 万头，但若考虑到实际销售时间（除去春节），1 月日均计划销售量将环比高出 26% 左右。此外，从草根调研来看，年前生猪主产区二次育肥大猪仍普遍表现为有 2-3 成被迫压栏，散户存在一定几率避开年前集中出栏窗口，继而造成年后市场供应增加。

图表 6：体重周环比降幅扩大



资料来源：卓创资讯、东证衍生品研究院

图表 7：体重仍处同期历史相对高位



资料来源：卓创资讯、东证衍生品研究院

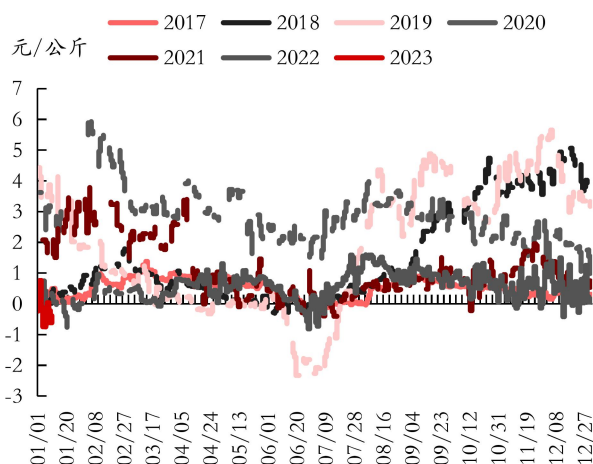
2) 需求：腌腊告一段落，产销区价差、肥标价差走弱

虽然市场对于疫情后周期需求抱有期待，但显而易见的是，这与节后淡季需求关系不大，尽管复工复产正向预期下非家庭部门的消费将有所好转。因此，我们倾向于对位处淡季的主力合约优先以交易供给压力与需求淡季为主，暂不要给予过高复产期待。

事实上，从销区-产区价差与肥-标价差走势来看，旺季已接近尾声。从局地腌腊、灌香肠反馈来看，西南、北方地区分别于 12 月底、1 月初完成批次性的旺季备货，而仍处于旺季备货尾部的中部地区占据市场体量不大，故而影响有限。春节将至，家庭部门的日常消费将迎来短暂提振，但不及腌腊、灌香肠带来的弹性大，大体重猪以良好价格被市场消化的可能性进一步降低。

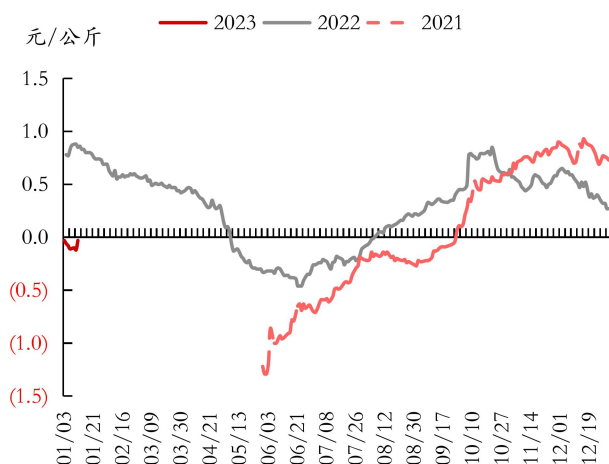
因此，综合上述供需情况来看，当下的加速出栏是 22 年投机性压栏、二育所产生的历史遗留问题，23 年一季度现货价格将大概率维持趋弱运行，反弹动力不足。

图表 8：销区-产区价差大幅倒挂



资料来源：钢联农产品、东证衍生品研究院

图表 9：肥-标价差从收窄到倒挂



资料来源：钢联农产品、东证衍生品研究院

2、远强：产能再起争议，成本线为安全边际

远月合约相对于近月更为扛跌,Contango 结构下清晰可见的是多空双方企图在成本线 17.5 元/公斤附近寻找安全边际，这与近期猪价过度下跌后产能的变化密不可分。三方机构陆续公布 12 月能繁母猪存栏数据。其中，钢联农产品、涌益咨询、卓创资讯三家样本月度环比变动分别为+0.76%（规模场样本，综合散户样本为+0.64%）、-1.1%、+2.17%，前值分别为+1.08%、-0.05%、+3.6%。钢联、卓创资讯数据显示为环比增幅收窄而涌益咨询样本已经连续去化 2 个月。

产能再起争议。从趋势来看，样本数据之间具备一致性，即伴随猪价下跌增产速度放缓；从产能存栏水平来看，样本之间因变化幅度与方向前后差异而产生分歧：卓创资讯样本显示现阶段能繁母猪存栏水平已恢复至 2021 年中峰值水平的 104%，且较 2022 年上半年低点高出 23.4%；钢联农产品与涌益咨询数据则更为保守，二者样本企业能繁母猪存栏水平分别恢复至 2021 年中峰值水平的 96.2%、91.8%，较 2022 年上半年低点分别高出 12.8%、7.5%。

图表 10：现阶段各机构数据能繁母猪存栏水平

	钢联-规模场	涌益	卓创
与 2021 年年中高点比较	96.2%	91.8%	104.0%
与 2022 年上半年低点比较	112.8%	107.5%	123.4%

资料来源：钢联农产品、涌益咨询、卓创资讯、东证衍生品研究院

产能变数尚存，这一点在后备母猪存栏及销售情况上有所体现。据涌益咨询，12月后备母猪存栏量环比下降7.44%，对应到23年一季度后备转能繁量或继续呈现环比下降趋势。同时受猪价大幅回落影响，补后备节奏显著放缓，12月53家原种场后备母猪销量环比下降4.2%，假设淘汰量维持稳定，预计23年3-4月增产节奏同样放缓。

3、投资建议

出栏体重压力叠加年后消费淡季之下，近月现货价格不容乐观，而产能的边际变化与疫情后周期需求的恢复预期则给到2023年四季度现货价格一线支撑，远月合约相对扛跌。鉴于不同样本数据产能相对水平（与2021年高点对比）存在显著分歧（104%、96.2%、91.8%），成本线附近的安全边际有被打破的可能。策略上，主力空单可继续持有，远月合约暂时建议观望为主。

4、风险提示

流动性风险；警惕新冠疫情和非瘟疫情；踩踏出栏风险；季节性与恢复性

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司，注册资本金 38 亿元人民币，员工逾 800 人。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

东证期货以上海为总部所在地，在大连、长沙、北京、上海、郑州、太原、常州、广州、青岛、宁波、深圳、杭州、西安、厦门、成都、东营、天津、哈尔滨、重庆、苏州、南通、泉州、汕头、沈阳、无锡、济南等地共设有 36 家分支机构，并在北京、上海、广州、深圳多个经济发达地区拥有 149 个证券 IB 分支网点，未来东证期货将形成立足上海、辐射全国的经营网络。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证期货衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com