

调研报告-豆粕

豆粕去库确定，市场看多情绪浓厚

走势评级：

豆粕：震荡

报告日期：

2023年8月15日

★供应：开机及集团油厂销售策略比进口大豆到港更加重要

市场习惯性的将进口大豆到港等同于豆粕供应，在当前市场形势下可能不再适用，到港—通关—压榨每一个环节都需要单独加以考虑。除了新增的通关政策及执行力度变量以外，油厂开机及销售策略的重要性也更甚于以往。此次调研我们了解到，由于目前广东地区头部压榨企业以销售现货为主，远期基差销售进度极慢，给未来豆粕供应增加了更多不确定性，也因此一定程度影响市场心态。

★需求：养殖利润不再是影响豆粕消费的最重要因素？

今年除蛋鸡养殖利润尚可，其余板块养殖利润欠佳，但是豆粕的需求却表现十分抢眼，而且明显好于此前市场预期。我们认为原因可能有三：第一，生猪养殖行业集中程度提高，养殖亏损并未顺利传导至产能去化。第二，经过4-5月大豆通关延缓一事，且市场炒作美国天气豆粕价格上涨后，下游心态发生明显变化，确定的库存比采购价格更重要。第三，豆粕替代菜粕。虽然现在豆菜粕差再次扩大，菜粕甚至有了一点性价比，但是由于三季度菜粕供应较少，饲料厂出于供应稳定的考虑目前尚未明显调整配方。

★供需推演：豆粕去库确定

大家对豆粕9-10月去库达成共识。库存变动方向确定的情况下，今年市场交易去库的时间却明显提前，且目前市场看多心态仍然较为浓厚。一方面，进口大豆成本端存在炒作题材；另一方面，国内大豆抽检及通关、集团油厂开机及挺价给市场带来更多不确定性，我们调研途中一家企业把这形象的形容为“惊弓之鸟行情”。

★风险提示

宏观风险，政策风险，产地天气风险等。



黄玉萍 资深分析师（油籽&豆粕）

从业资格号：F3079233

投资咨询号：Z0015897

Tel: 8621-63325888-3907

Email: yuping.huang@orientfutures.com

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。本报告的信息均来自于公开资料，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。

1. 调研背景

2023 年上半年豆粕价格波动剧烈。在巴西创纪录产量越来越明朗、国内 5-7 月天量大豆到港预期下豆粕价格一度弱势下行，但 4 月起进口大豆通关缓慢导致开机偏低、豆粕供应紧张，当时现货及 5 月期价大幅上行。随后美豆主产区干旱引发市场担忧，USDA 又大幅下调美豆种植面积，内外盘期价继续走强。虽然 8 月美国天气好转，但市场又提前交易 9-10 月进口大豆到港不足及油厂豆粕去库。

广东是我国仅次于山东的饲料大省，大豆压榨产能及压榨量也位居前列。此外广东地区杂粮种类丰富，配方调整灵活。带着“2023 年三、四季度豆粕价格能否复制 2022 年下半年行情”的问题，我们走访广东具有代表性的油厂、贸易商、饲料企业，以期了解当地供需现状及对后市的看法。

调研时间：2023 年 8 月 7-11 日

调研路线：广州—东莞—深圳

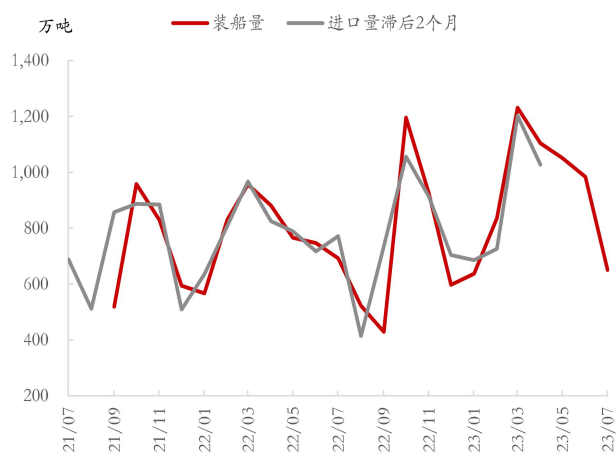
2. 调研总结

2.1 供应：开机及集团油厂销售策略比进口大豆到港更加重要

今年 4-5 月由于进口大豆通关缓慢，一度导致油厂开机不足，豆粕供应极度紧张；进入 6 月开机逐渐恢复正常。但是据了解，抽检严格及通关时间延长的情况持续至今。以往大豆到港后大约一周时间可以完成各种检验等通关手续，现在最长需要 3 周时间，这也意味着在港口等待的大豆库存数量可能长时间维持在一个较高水平。

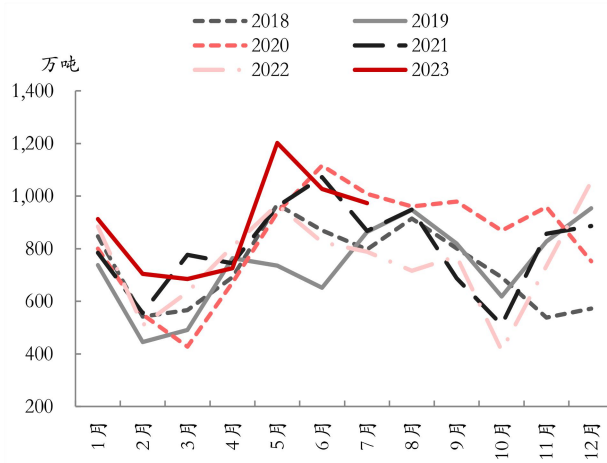
市场习惯性的将进口大豆到港等同于豆粕供应，在当前市场形势下可能不再适用，到港—通关—压榨每一个环节都需要单独加以考虑。除了新增的通关政策及执行力度变量以外，油厂开机及销售策略的重要性也更甚于以往。我国大豆压榨产能长期过剩，钢联统计的 2014 年底至今全国 111 家油厂大豆周度开机率最高不过 78.94%，平均 60.3%。但是压榨产能区域化、集团化特点明显，山东、广东、江苏沿海省份压榨厂最为集中，而头部集团企业产能占比也在不断提升，这些头部企业的开机率能显著影响豆粕的供需平衡状况。在今年二季度市场依据进口大豆到港推断供应最为宽松的时候，由于通关放缓，也由于集团油厂的大豆仓储能力、处理能力今时不同往日，豆粕价格始终也没有出现太大的压力。此次调研我们了解到，由于目前广东地区头部压榨企业以销售现货为主，远期基差销售进度极慢，给未来豆粕供应增加了更多不确定性，也因此一定程度影响市场心态。

图表 1：产地发货量及进口大豆到港量



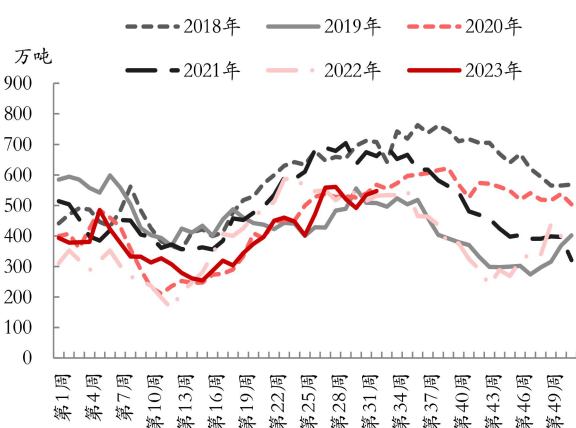
资料来源：McDonald，东证衍生品研究院

图表 2：中国月度大豆进口



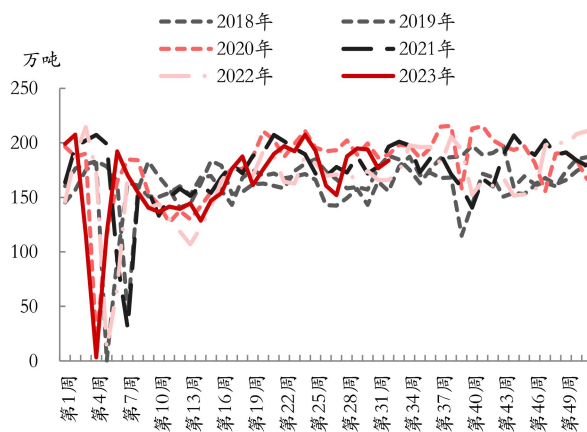
资料来源：海关，东证衍生品研究院

图表 3：油厂大豆库存



资料来源：钢联，东证衍生品研究院

图表 4：油厂周度大豆压榨



资料来源：钢联，东证衍生品研究院

2.2 需求：养殖利润不再是影响豆粕消费的最重要因素？

在7月底猪价明显反弹之前，今年生猪养殖长时间亏损；肉鸡也是阶段性的出现一段时间养殖利润；由于鱼价低，今年水产投苗时间晚、量少，广东水产料产量同比可能降10%左右；仅有蛋鸡养殖利润尚可。但是豆粕的需求却表现十分抢眼，而且明显好于此前市场预期。按市场年度22/23年度10-7月豆粕表需同比增2.3%，按日历年度23年1-7月豆粕表需同比增4.9%。展望未来，市场对豆粕消费也持乐观态度，因豆粕消费具有季节性（四季度至春节前是全年需求最旺季）；就广东市场而言，由于水产饲料占比不小、中秋国庆节前备货，每年9月是广东饲料产量及豆粕消费最好的时候。

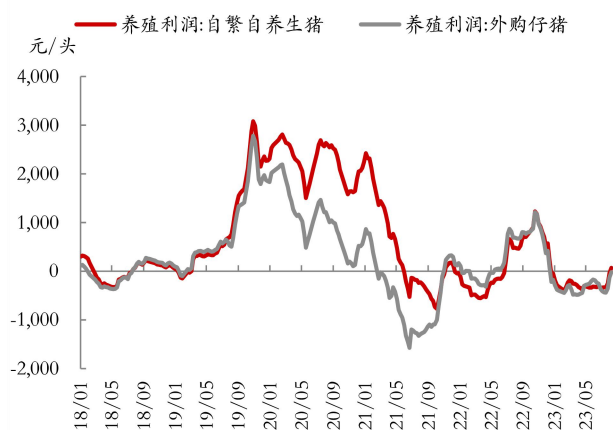
那么为何今年以养殖利润预测豆粕需求失效呢？结合调研企业反馈，我们认为可能的原因有如下几点：

第一，生猪养殖行业集中程度提高。据了解，近年来经过环保、非洲猪瘟疫情、行情变化的洗礼，广东地区的生猪散养户基本退出市场，集团化程度越来越高。资金雄厚的集团企业在经历今年长时间亏损后仍未淘汰产能，使得存栏对豆粕消费的支撑变强。正常情况下，养殖亏损且产能逐渐去化的阶段豆粕需求最差，养殖盈利且存栏逐渐增加的阶段豆粕需求最好，但是现在亏损并未很顺畅的传导至存栏变化，因此豆粕需求也需要重新看待。

第二，不可忽略下游库存使用天数对表需的影响。在今年年初巴西丰产明朗且国内即将有大量大豆到港时，下游看空后市，始终保持着极低的库存使用天数。经过4-5月大豆通关延缓一事，且市场炒作美国天气豆粕价格上涨后，下游心态发生明显变化，确定的库存比采购价格更重要。据悉，4-5月至今，饲料厂物理库存使用天数由0-3天增至至少7-10天；而且和年初相比现在是饲料需求旺季，同样库存使用天数下的绝对库存数量也会更多。

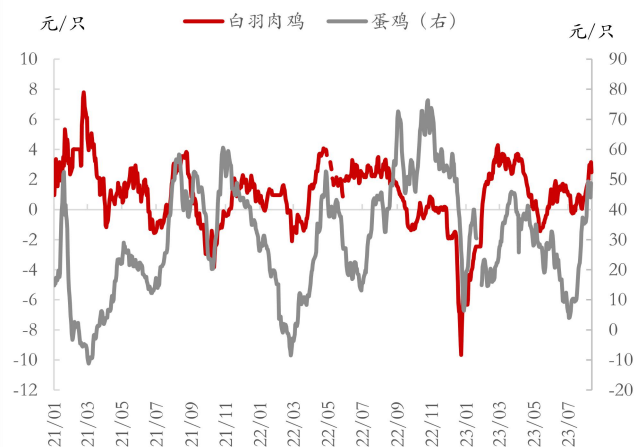
第三，豆菜粕价差和菜粕供应也是影响因素之一。豆菜粕价差从5月开始缩小并在7月中旬缩小至历史低位时，豆粕性价比凸显，添比重新上升。虽然现在豆菜粕差再次扩大，菜粕甚至有了一点性价比，但是由于三季度菜粕供应较少，饲料厂出于供应稳定的考虑目前尚未明显调整配方。

图表 5：生猪养殖利润



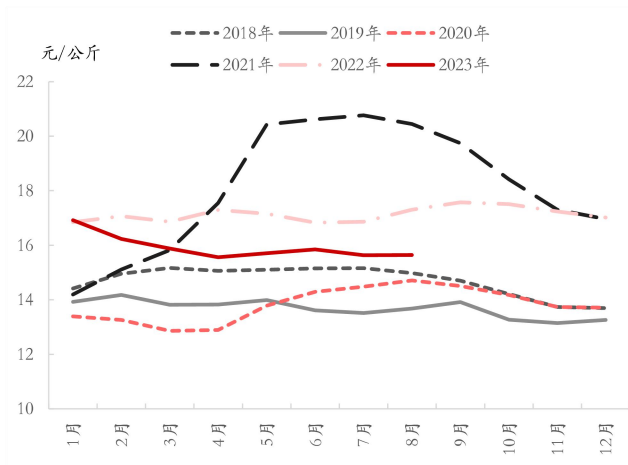
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 6：蛋鸡及肉鸡养殖利润



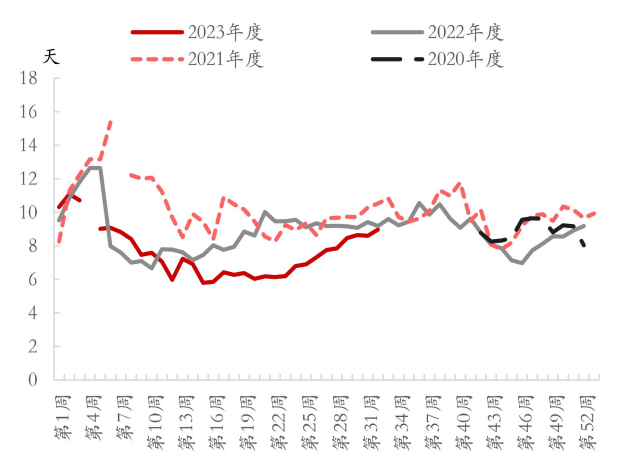
资料来源：钢联，东证衍生品研究院

图表 7: 草鱼价格季节性



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 8: 样本饲企库存使用天数



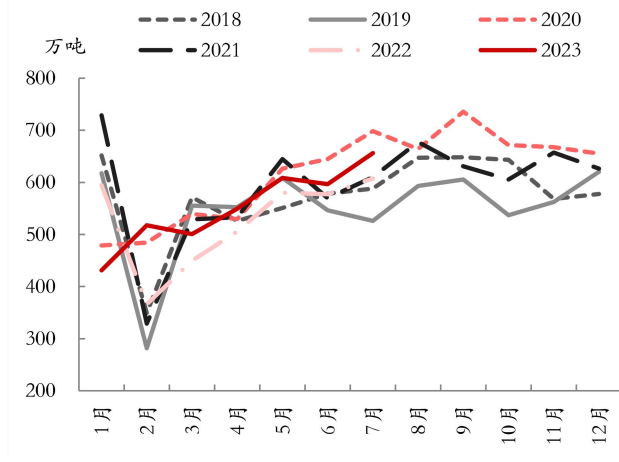
资料来源: 钢联, 东证衍生品研究院

图表 9: 广东豆菜粕单位蛋白价差



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 10: 豆粕月度表需



资料来源: 钢联, 东证衍生品研究院

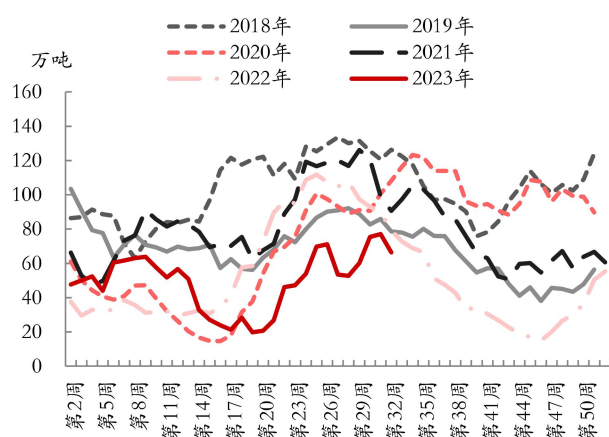
2.3 供需推演: 豆粕去库确定

根据我们自己推演以及调研期间与产业朋友交流, 大家对豆粕 9-10 月去库达成共识。即使不考虑检验时间及油厂开机, 未来几个月进口大豆到港逐月下降是确定的。海关显示 7 月我国进口大豆 973 万吨, 钢联统计 8 月 832 万吨, 市场普遍预计 9-10 月平均每月不超过 650 万吨。需求端, 7 月底以来猪价反弹带动的养殖利润改善, 豆粕即将迎来季节性消费旺季, 广东地区还有水产旺季需求, 也不能不考虑中秋国庆前备货需求。供需简单推演 10 月豆粕库存可能达到阶段性低点, 从图表看这也符合季节性规律。

库存变动方向确定的情况下，今年市场交易去库的时间却明显提前，且目前市场看多心态仍然较为浓厚。一方面，进口大豆成本端存在炒作题材，如接下来的 Pro Farmer 田间巡查及 USDA9 月报告对美豆单产预估到底如何，厄尔尼诺影响下巴拿马运河水位偏低是否会在美国秋粮上市后影响其出口装运，人民币贬值也令进口大豆成本增加。另一方面，国内大豆抽检及通关、集团油厂开机及挺价给市场带来更多不确定性，我们调研途中一家企业把这形象的形容为“惊弓之鸟行情”。

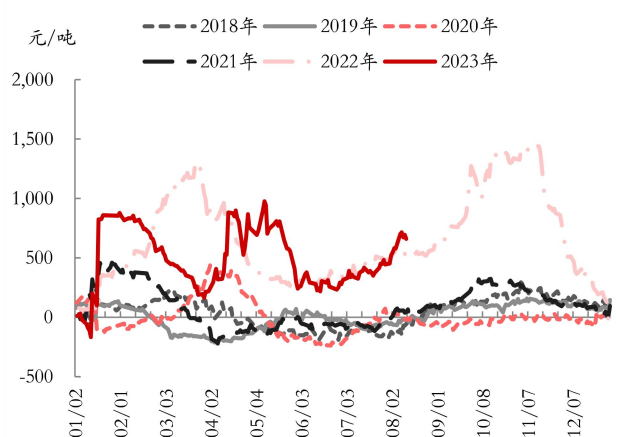
展望后市，我们认为目前豆粕 1 月期价单边无法脱离 CBO T 大豆走势，但将相对强于外盘；国内榨利仍有改善空间，即内强外弱；9-1 正套逻辑仍在，但对此前没有入场的投资者，我们不推荐参与；1-5 暂时仍以正套思路对待；菜粕目前供需两弱，自身供需及豆粕价差暂时缺乏明确驱动。

图表 11：油厂豆粕库存



资料来源：钢联，东证衍生品研究院

图表 12：华东-M01 豆粕基差



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

3. 附录：调研纪要

3.1 企业 A

1、全国共有 8 个工厂，饲料年产量 48 万吨，产能超过 100 万吨。公司主营生产水产料（普水+特水），水产料产量占比 60-70%，其余为猪料和禽料。水产料生产技术含量最高，饲料需要做到悬而不沉、浮而不上，相比之下禽料的技术含量最低。

2、蛋白原料采购：年度植物蛋白原料采购占饲料产量 40%左右，其中 70%为豆粕、30%为菜粕。菜粕来源包括三种：青饼（国产菜籽压榨而成，产量及质量均不太稳定，此外无法参与期货交割），进口颗粒菜粕，进口菜籽压榨而来的菜粕。

3、饲料配方：菜粕的使用在水产料中无法被完全替代，但根据性价比会调整添加比例。特水料中鱼粉的添加也有刚性。葵粕在禽料中用的更多。豆菜粕合理的价差在 650-750 元/吨区间，800 元/吨及以上的价差则大规模使用菜粕。近一个月豆菜粕价差扩大后菜粕已经具有一定的性价比，但是公司配方还未调整，主要因现阶段菜粕供应较少，考虑到提货的稳定性因此未调整配方。

4、原料库存：目前工厂豆粕物理库存 12-15 天左右，加上已点价合同约一个月，蛋白原料备货相对充足。因为其认为接下来的消费旺季，现货库存比价格更重要，特别是 8-10 月这段时间。

5、养殖需求：今年水产淡季不淡、旺季不旺，全年或持平于去年。豆粕需求良好，虽然养殖利润欠佳，但生猪存栏高位。且近期猪价上涨之后，催生一些二育需求，所以认为 8-10 月的豆粕消费需求不会差。

3.2 企业 B

1、公司最早经营维生素等添加剂，随后涉及大宗商品，目前大宗贸易覆盖品种包括豆粕、菜粕、豆油、棕榈油，其中豆粕年贸易量 20 万吨左右。兄弟公司有 4 家饲料厂，主要是鸡料（麻黄鸡）。客户群体多为贸易商，但在价格相同的情况下，卖货优先考虑兄弟公司饲料厂，也会和兄弟公司交流原料行情。

2、饲料配方：菜粕/豆粕比值在 0.8 左右正常。鸡料中豆粕的添加比例约为 22%，正常情况下菜粕在鸡料中不添加。极端情况下，例如今年上半年豆菜粕现货价差 1500 元/吨左右，菜粕在鸡料中添加比例约 4%。目前主要使用豆粕，没有使用菜粕，因价差扩大后菜粕虽然具有一定的性价比，但性价比还不够高，此外现阶段华南菜粕供应较少也是原因之一。

3、需求：今年禽料需求良好，认为未来猪价走势重要。鱼粉贵、杂粕缺的情况下豆粕需求良好。目前处于全年中饲料消费旺季，且看好 9-10 月豆粕需求。现阶段可能是豆粕库存最高的时期，油厂豆粕库存拐点或就在后面两三周。

4、后市看法：目前油厂 10-11 月豆粕卖货进度大约是 40-50%，买货者多为贸易商，大型饲料厂的采购还很少。现阶段供应谈不上特别紧张，但是需求较好，且油厂挺价。该公司目前 8-1 月豆粕基本买满，看好 10-11 月的豆粕基差，认为可以实现 M01+1000 元/吨，看好的原因在于豆粕去库确定，叠加生猪涨价后，二次育肥进一步刺激豆粕消费。

3.3 企业 C

1、公司主营蛋白原料和能量原料贸易。蛋白原料主要是豆粕、菜粕、葵粕，其中豆粕月销量 4.5-7 万吨，菜粕月均 2-3 千吨，葵粕月均 3-4 千吨；能量原料包括玉米、稻谷。客户群体主要是贸易商和大型饲料厂，其中贸易商占比 60%，大型饲料厂占比 40%，和华南大中型饲料厂大多有合作。

2、供需推演：9月进口大豆到港不足640万吨，9-10月合计不超过1300万吨，8月中旬至8月底可能是大豆库存阶段性最高，9-10月库存下降。看好未来需求，一方面由于今年年初鱼价下跌、养殖亏损，投苗量减少且时间后移，因此水产旺季也相应后移，预计9-11月水产需求良好；另一方面9月是广东传统需求最旺季，还要考虑中秋国庆前的备货，将使得10月需求前置至9月。认为8-10月基差和盘面上涨的确定性较高。而9月期价锚定9-10月的现货，远期基差上涨也同时利好M9-1正套，认为M9-1价差有望达到700-800元/吨。

3、行业变化：港口通关慢，最长需要3周时间，且船不能调港。进口大豆到港到通关时间变长，未来可能全国港口等待通关的大豆库存将长期维持150万吨左右水平。中粮产能占比约28%，中储粮产能占比10%左右，两者可能合并，大集团的开机或能决定供需情况，开机比到港更加重要。

4、菜粕：华南地区的配方调整灵活。现阶段华南杂粕供应短缺，菜粕和葵粕供应不稳定，因此即便价差具有性价比，也会影响配方师的调整。菜粕与葵粕价差在300元/吨正常，豆粕和葵粕价差约800元/吨正常。目前菜粕受豆粕影响为主，豆菜粕价差扩大后菜粕具有一定的性价比，因此认为RM9-1也还有上涨空间，短期的下跌是受到的盘面资金进出的影响。

3.4 企业D

1、目前该厂压榨两条线，一条压榨大豆，设计产能3500吨/日，最高压榨4000吨/日；一条大豆、菜籽双榨线，设计产能2500吨/日，最高压榨3000吨/日。此外有精炼3条线，分提3条线。压榨原料包括进口大豆和储备轮换的大豆，目前不压榨菜籽。总部依据榨利统一买豆。客户群体以贸易商为主，占比80%，不赊销；外资油厂的客户更多是饲料厂。企业生产销售规范（完全套保，但相比其它公司销售方式欠灵活性、不接受洗基差等），盈利不是最重要的目标，保供稳市也很重要。

2、生产及销售情况：出油率整体提高，平均出油率超过19%。通关时间普遍延长，在以往（一周）基础上增加若干天不等。总部统一豆粕销售价格，工厂可以根据实际情况申请。目前8月豆粕已经基本卖完，9月豆粕销售50%左右，10-11月销售30-40%，24年5-9月销售仅10%左右。

3、看后看法：看好9月豆粕需求，看好9-10月豆粕基差走势。需求端，9月是广东传统豆粕消费旺季，且今年水产需求启动晚、旺季也相应后移，9月是水产冲刺阶段，还需要考虑中秋国庆假期前的备货需求。供应端，9-10月进口大豆到港量下降，大豆去库存。

4、豆油看法：一般情况下豆油消费上半年约40%，下半年约60%。目前中下游渠道中豆油库存偏少，对后期豆油消费有支撑，认为豆油价格不好跌。

3.5 企业 E

1、该企业在广东有 3 个压榨厂，3 个工厂产能分别为 2000 吨/日、3000 吨/日和 3800 吨/日。三个工厂在广东市场开机率较高，此前在广东市场份额占比排第一，近年来因为中粮产能提高，令其市场占有率下降至 20% 左右，排名第二。广西市场中粮、九三的定价权更高，广东市场则相对均衡。该企业在国内暂时无扩产能计划。除大豆压榨外，企业还有部分菜籽、葵花籽的贸易，贸易量合计 20 万吨左右，自己工厂不加工。未来会考虑做进口菜粕业务，也在申请菜粕交割库资质。客户群体是贸易商、中小饲料厂、集团饲料厂各 1/3。

2、豆粕销售进度：8-9 月基本卖完，10-11 月进度约 70%，明年 5-9 月进度约 20%。相比之下中粮卖现货为主，未来 2 个月的豆粕销售都基本没有。

3、杂粕情况：和大豆类似，菜籽船放行时间也较之前变长。菜粕一般在水产料中的添加比是 7-10%。三季度菜粕、葵粕供应少，现阶段处于供需两弱局面。目前饲料厂并没有积极买菜粕，一方面是因为菜籽压榨厂开机时间不定，8-9 月广东当地菜粕可售量很少，供应不稳定；另一方面是菜粕相比豆粕的性价比不算明显，如果豆粕价格继续涨价，菜粕性价比凸显后，预计饲料厂会采购菜粕、葵粕等其它杂粕替代一部分豆粕。

4、后市看法：油厂的大豆处理能力、仓储能力都明显提高，此前市场预计国内供需最宽松的时候，价格也没有出现多大压力。预计 9 月全国大豆到港量 620-630 万吨左右，预计 9、10、11 月国内压榨量分别为 870 万吨、830 万吨和 800 万吨，三个月对应的大豆结转库存分别为 570 万吨、520 万吨和 570 万吨，10 月是豆粕最紧张的时期，因此认为价格不好下跌。

3.6 企业 F

1、该公司目前大豆压榨产能 5000 吨/日，菜豆双榨线压榨产能 2000 吨/日。广东省内还有两个在建的新厂，大豆压榨设计产能均为 3000 吨/日。客户群体以饲料厂居多。最近没有加工菜籽，菜粕库存几千吨，无销售压力；加拿大新季菜籽最快要 11 月到国内。

2、豆粕销售进度：未来几个月大豆到港下降，油厂可能调控开机率影响豆粕供应。该企业目前豆粕 8 月销售完毕，9 月可售不多，10-11 月销售进度 10% 左右，整体销售进度偏慢。

3.7 企业 G

1、该企业是某集团公司的贸易板块，集团国内豆粕贸易量位居前列。豆粕年贸易量 300 多万吨，全国各区域均有布局，其中豆粕占 80%，杂粕占 20%。客户群体主要是饲料厂和贸易商，在广东的贸易量月均 3-5 万吨（不包含粤西），客户群体中贸易商、饲料厂的比例为 4: 6，其中饲料企业客户以大集团为主。

2、广东省饲料养殖情况：2022 年广东省饲料产量 3230 万吨左右（其中猪料 1200 万吨，蛋禽料 210 万吨，肉禽 1070 万吨，水产料 680 万吨），2021 年为 3450 万吨。广东省内饲料产量超过 400 万吨的有海大、温氏，100 万吨左右有南宝、双胞胎、新希望六和。该饲料产量数据包括所有种类的饲料，但广东 95%以上都是配合料。尤其是在近年环保、猪瘟、行情变动导致散户退出且养殖集中化程度提高之后，配合料占比进一步提高。因水产料呈现明显的季节性，一般广东省每年 9 月饲料产量是全年最高，每年 2 月春节为全年最低。豆粕月度需求的走势和饲料产量大致一样，会略有区别的原因在于豆粕添加会发生变化。此外猪、鸡价格和利润走势高度一致，因消费替代明显。

3、豆菜粕价差：菜粕在水产需求中的确有刚需，但极端价差情况下添加可大幅压缩。行业考虑豆菜粕替代时，一般看价差更直观（600-700 合理），也会考虑单位蛋白价差或比价。

4、需求：猪、禽存栏恢复，水产料同比去年略有下降。今年养殖利润欠佳，但由于养殖集团化程度加大，集团厂拼资金不去产能，因此存栏比养殖利润更重要，今年豆粕需求很好。

5、供需推演及后市看法：8 到 11 月进口大豆到港量预计分别为 920 万吨、610 万吨、600 万吨、800 万吨。预计 10-11 月豆粕需求不低于 650 万吨。认为 9-10 月国内豆粕供给偏紧，豆粕基差将保持坚挺。

3.8 企业 H

1、该公司为饲料生产企业，水产料为主（占比约 70%，其中水产料中特水料占比约 60%，且特水料在全国位于行业前列），畜禽料为辅。全国共 16 家工厂，去年年产量 120 多万吨。特水料的配方相对稳定，更多使用动物蛋白（鱼粉等），特水料和普水料的豆粕平均添加比例约为 20%。饲料原料的供应商油厂和贸易商各半。

2、需求：今年 1-4 月水产极差。预计今年全年水产料同比下降 15%左右，特别是普水料下降明显，约降 20-30%。广东猪、鸡散养户已经很少，可能是今年养殖利润虽差但豆粕需求良好的原因之一。此外，由于水产需求和中秋国庆假期原因，广东 9 月是全年需求最旺季。

3、配方：当菜粕价格较高时，水产料中菜粕可以不添加；但是一般添加比例在 7%，性价比高的时候可以达到 15%，普水料如草鱼、罗非鱼料中可高达 30%，豆菜性价比主要看单位蛋白价差。今年 1-5 月由于菜粕供应充足且价差合适，大量使用菜粕。该企业水产添加豆油的比例 2-3%，豆油作为能量使用。

4、原料库存：目前豆粕物理库存 7 天左右，加上合同库存约 40 天。因下游担心高价豆粕重演，普遍提高安全库存，现在和一季度相比，华南豆粕物理库存从 2-3 天增至至少 7-10 天。且现在和一季度相比是饲料需求旺季，同样库存使用天数下，绝对的备货量增加更多。库存使用天数增加也是豆粕表需强劲的原因。

5、后市看法：8-10月进口大豆到港量预计分别为850万吨、600万吨、620万吨，认为9-10月国内豆粕供应仍旧偏紧，豆粕基差将保持坚挺。

3.9 企业 I

1、该企业生猪养殖板块情况：2019年开始进军生猪养殖，2020年进种猪，2021年肥猪出栏。2022年生猪出栏量110万头，2023年计划出栏量180-200万头，预计2024年出栏量230万头；目前存栏母猪10万头，后备母猪1万头。

2、2023年上半年国内生猪出栏价在7元/斤维持很长时间，可能的原因如下：第一，猪价横盘过程中有相关政策托底，例如大家看到的收储，以及其它一些组合拳。第二，7元/斤的猪价对绝大多数养殖企业来说都是深度亏损的，进一步大幅下跌的难度很大。第三，3月猪价低位区时，屠宰厂就开始做冻品入库，抢跑猪价上涨行情。而7月底价格猪价迅速涨至9元/斤以上的原因：台风天气造成的暴雨洪涝对养殖有一定影响，更重要的是中小养殖户压栏，二育进场，导致短期供需错配。但该公司作为规模企业，生猪出栏按照计划进行，不会因为行情变化而压栏。

3、建议看农业农村部能繁母猪数据，因统计样本最大最全。各个口径（疫苗量、检疫票）等统计的存栏都不可能绝对准确。目前市场上肥转母现象很少，因为商品猪的生产效率低，PSY低，配种率则差别更大。

4、南方生猪存栏提高：自从非洲猪瘟疫情后，国内养猪市场变化很大，由此前的南猪北养变成北猪南养。南猪北养的调运方向是：东北作为生猪调出区，调运到长三角；而华中区域又作为流通区域，调往长三角和珠三角，距离远、流通环节多，让疫情防控难度加大。虽然现阶段无需过多考虑疫情，且东北养猪有成本优势、土地优势，但近三年南方生猪存栏量在提高。

5、饲料原料库存：正常情况下饲料使用天数为7天，极端行情下3天。现阶段已经采购豆粕5-9月远期合同。

6、后市看法：高存栏、高供应下不看好未来猪价单边走势，3月合约可能将是最弱的合约。认为无论是供给还是需求角度，11月生猪期货高于1月是不合理的。按照农业农村部数据，存栏在11月份是高峰，1月将环比减少；并且经过7月底的猪价大涨，8月生猪有压栏/二次育肥，意味着压力后移。需求方面，1月需求确定好于11月。

4. 风险提示

宏观风险，政策风险，产地天气风险等

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。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、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。

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