

周期之变与不变——广东7月生猪调研报告



走势评级：生猪：震荡
报告日期：2023年7月31日

★ 调研结论

我方观点：基于产能推演的周期理论并不支持23年猪价存在大幅上涨基础（显著区别于22年上行周期）；节奏主导的市场将驱动新一轮价差调整，除了需求以外近期落脚点在于中大猪短缺与存栏增量之间的矛盾。

广东地区情况：1、产能&产量：规模化、集约化趋势不变，养殖公司市场清退难度较高，等待下半年猪价上涨带动资金回流；去年新建栏舍仍未达满产状态，包括下半年在内的未来一段时间产能、产量仍有持续提升空间。2、需求：今年上半年几个重要节假日都体现出了备货略有提前的迹象，主要是出于对节前价格上涨的担忧。但投机性的二次育肥和压栏在南方地区相较北方而言并不活跃，上半年几次入场仅维持盈亏平衡，故整体二育保持相对谨慎，除非给到持续的涨价以及套利空间。3、体重：市场普遍认为中大体重猪存栏较去年同期有所下降。但从体重所处历史分位值来看，当前任何企稳反弹信号或给出投机空间，近期日度涨幅已回归去年投机性超涨阶段水平，后续涨价将不利于均重持续下降。4、成本：现金成本在7.5-8.5元/斤不等。

★ 投资建议

盘面多空力量发生变化，近远月价差呈显著走缩趋势，正套策略受到关注。如果说前期市场仍在交易确定性的增产，那么在这样一个关键时点，我们认为增产利空出尽后，叠加体重下行、肥标价差转变等信号释放，市场将逐渐转向交易需求。而这一过程正是对过度交易增产的修复。

首先能确定的是，我们基于产能所推得的产量水平依然不足以驱动猪价有超预期的上涨弹性。在体重跌势企稳转向之前，终端消费的修复与投机行为将继续带动现货价格与盘面整体维持高位。而隐患同样就此埋下，短期跟随现货上涨催生的压栏、二次育肥情绪或是关键。策略上，不建议入场做空主力合约，建议产业套保端持续关注远月高空机会。

★ 风险提示

非瘟疫情；消费超预期；投机性二次育肥及压栏；流动性风险等。

方慧玲 首席农产品分析师

从业资格号：F3039861

投资咨询号：Z0010565

Tel: 8621-63325888-2737

Email: huiling.fang@orientfutures.com

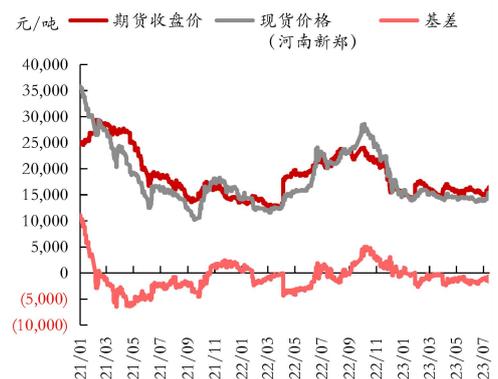
联系人 吴冰心

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）



2023年东证饲料养殖系列调研报告

- 1、《重节奏，轻趋势——辽宁2月生猪调研报告_230213》
- 2、《辩证看待供应扰动——四川3月生猪调研报告_230320》
- 3、《短期扰动推升现货，二季度供应充足确定——华东地区4月豆粕调研报告_230417》
- 4、《近忧未解，供给压力犹存——山东5月饲料养殖调研报告_230528》

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。

1、调研背景

生猪养殖已持续亏损半年，伴随猪价持续震荡磨底，市场对于价格企稳反弹存在一线希望。即将进入下半年双节前备货关键时期，在南方地区产能较为充裕的大前提之下，广东作为猪肉消费大省，同样对我们看待旺季消费对猪价的支撑具有良好的参考价值。

继上半年辽宁、四川、山东饲料养殖调研后，我们把视角转向南方主销区开启下半年的调研之旅。

调研重点：广东地区产能结构及趋势、产量变化、屠宰情况等。

调研时间：2023年7月24日-2023年7月27日

调研路线：深圳-广州-清远-深圳

2、调研随谈

2.1、广东市场小结

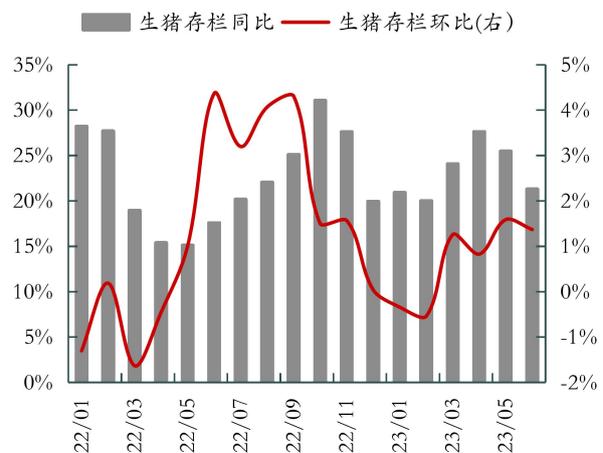
产能&产量：广东地区规模化、集约化趋势不变。据农业农村部养殖场直联直报信息平台监测数据，2023年6月，广东省能繁母猪存栏量环比上升0.45%，同比上升19.10%，生猪存栏环比上升1.37%，同比上升21.30%。另外，去年新建栏舍仍未达满产状态，包括下半年在内的未来一段时间产能、产量仍有持续提升空间。从养殖结构来看，散户仍有退出，但地区散户对市场影响可忽略不计，局地仍有少量家庭农场，非瘟后复产失败较多。从现金流视角来看，规模化养殖公司市场清退难度较高，等待下半年猪价上涨带动资金回流。

图表 1：广东省能繁母猪存栏量监测



资料来源：广东省农业农村厅、东证衍生品研究院

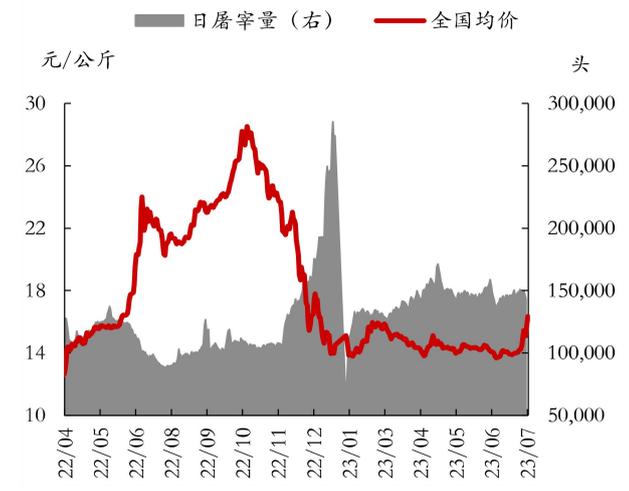
图表 2：广东省生猪存栏量变化率走势



资料来源：广东省农业农村厅、东证衍生品研究院

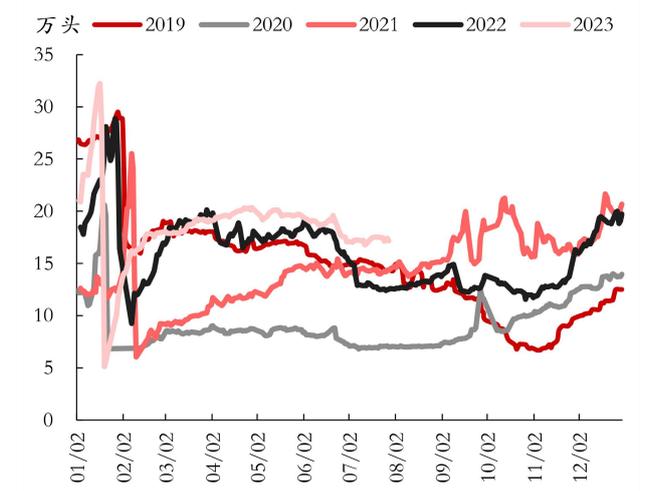
需求：在猪价上涨后竞拍积极性削弱，日度屠宰量有所下降。从终端消费视角，季节性特点依然存在，今年上半年几个重要节假日都体现出了备货略有提前的迹象，主要是出于对节前价格上涨的担忧。但投机性的二次育肥和压栏在南方地区相较北方而言并不活跃，上半年几次入场仅维持盈亏平衡，故整体二育保持相对谨慎，除非给到持续的涨价以及套利空间。

图表 3：价格波动再度趋大



资料来源：涌益咨询、东证衍生品研究院

图表 4：涨价后宰量下滑

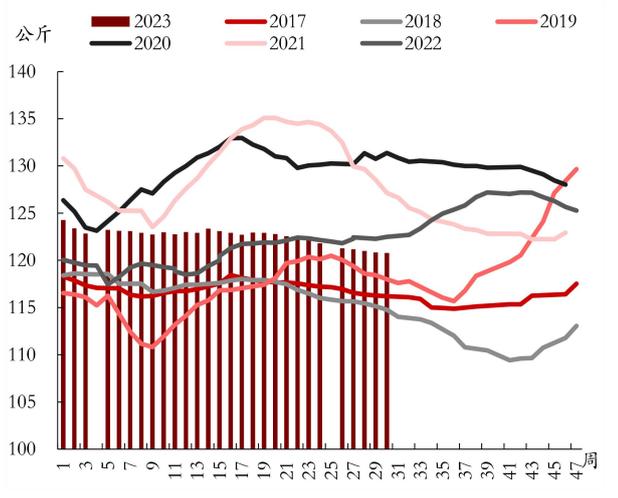


资料来源：卓创资讯、东证衍生品研究院

体重：南方体重下降较为明显，从屠宰端口亦可反映，因此市场普遍认为中大体重猪存栏较去年同期有所下降。但从体重所处历史分位值来看，当前任何企稳反弹信号或给出投机空间，近期日度涨幅已回归去年投机性超涨阶段水平，后续涨价将不利于均重持续下降，建议谨慎看待降重及肥标价差变动的信号。

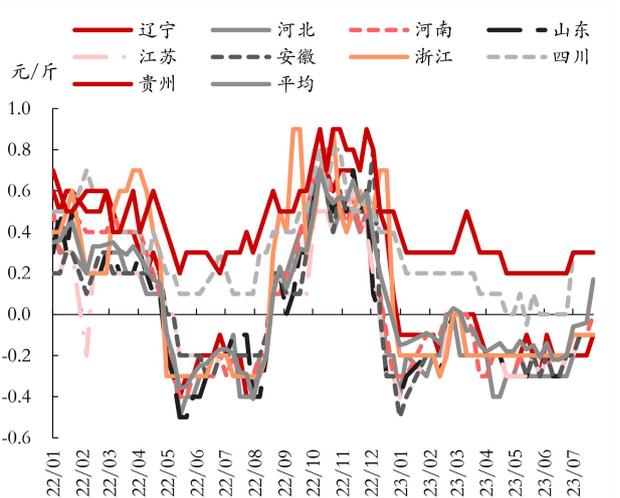
成本：养殖企业之间成本差异较大，综合几家水平来看，现金成本在 7.5-8.5 元/斤不等。

图表 5: 降重较为显著



资料来源: 卓创资讯、东证衍生品研究院

图表 6: 肥-标价差变动 (175kg-120kg)



资料来源: 涌益咨询、东证衍生品研究院

2.2、对当前涨价的一些看法

在调研的一周时间里, 现货价格发生了一些变化, 体现在日度涨幅扩大且再度站回 16 元/公斤, 相较于前几个月的平淡走势可谓实现了阶梯式的飞跃。然而我们还是要回归谈论周期之变与不变的话题。

在抛出数据之前, 这里简述下我方观点: 基于产能推演的周期理论并不支持 23 年猪价存在大幅上涨基础 (显著区别于 22 年上行周期); 节奏主导的市场将驱动新一轮价差调整, 除了需求以外近期落脚点在于中大猪短缺与存栏增量之间的矛盾。

1) 产能不支持大幅涨价

市场始终关心产能变化。应该说, 自 21 年生猪期货上市以来, 产能一直是股期联动的关键指标。区别于工业品, 农产品体系的定价框架中我们更重视供给端决定的周期趋势, 而在年初需求侧一再走弱的背景之下, 上半年交易重点落脚于供给增量。

回归正题, 经历近半年的产能去化之后, 我们依旧认为, 在多方数据支持下, 截至 6 月底能繁母猪存栏水平不足以带给市场猪价大幅上涨的希望。还是回到下表作进一步解释。

(1) 自 21 年 6 月开始, 以散户为重要驱动, 进入一轮行业大洗牌周期, 我们观察到能繁母猪连续去化, 并且在同年三季度达到淘汰母猪/标猪价格比价低点, 淘汰母猪冲击短期生猪现货价格。在次年的两湖地区走访调研中, 我们得到如下结论: “散户天然具备随进随出特性, 周期内行业分化带动集中度大幅提升”, 进一步对散户退出做出验证。

(2) 在历经 8-9 个月的去化后, 21 年 6 月以来的首个能繁母猪存栏低点出现在 22 年 3-4 月前后。我们所跟踪的 6 家机构数据显示当时产能较 21 年 6 月累计去化幅度分别为 8.30%、9.40%、14.73%、14.66%、15.67% 以及 23.87%。这里我们剔除畜牧业协会的数据 23.87%, 因其统计样本量前后存在差异。

(3) 同样的，我们再对23年6月底产能较21年高点累计去化幅度作进一步统计，5家机构数据显示分别去化5.87%、8.19%、4.96%、14.27%、-1.66%。对比22年母猪存栏低点所在月份的累计去化幅度，显而易见的是，当前产能水平仍处于高位，即使保持MSY不变的前提下，以10个月的逻辑推演，24年二季度猪价高于22年一季度猪价几乎难以实现。而在23年下半年，结合上半年仔猪落地情况得到的产量仍处上升区间，这与22年底趋势上背离。

2) 节奏或再度主导市场，关注中大猪短缺矛盾

在整体偏空的理论基调下，节奏矛盾后来居上。前期集团场积极的降重策略一定程度上磨平了因年初仔猪腹泻问题存在的阶段性断档。但同样也造就了当前肥标价差提前转势的矛盾。

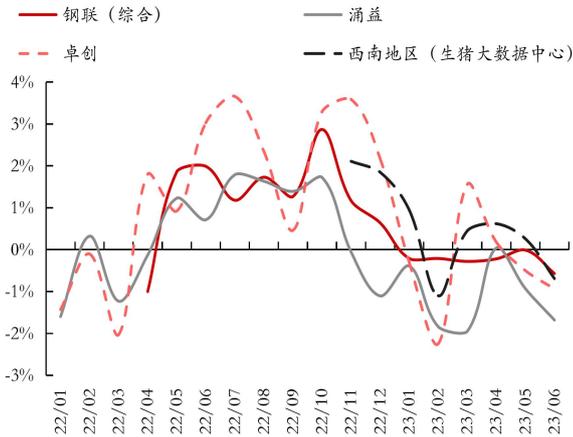
当前盘面整体呈现近强远弱格局在意料之内。市场多头关注价格超跌后降重到位的利多以及抢跑需求向好的预期。增产与短期中大猪短缺的博弈还会延续，期间可能发生的二次育肥与压栏等或进一步深化该矛盾。因此，我们不继续看跌主力合约LH2309并且在次主力上维持暂不做空的看法。

图表7：各机构监测21年以来产能变动情况

样本来源		21年存栏峰值所在月份	理论底部拐点时间	22年存栏低点所在月份	理论顶部拐点时间	23年6月末能繁母猪存栏	21年高点到22年低点去化幅度	23年6月底产能较21年高点去化幅度
官方机构	统计局	6月	2022年4月	3月	2023年1月	94.13%	8.30%	5.87%
	农业部	6月	2022年4月	4月	2023年2月	91.81%	9.40%	8.19%
民间三方机构	钢联-规模场	6月	2022年4月	4月	2023年2月	95.04%	14.73%	4.96%
	涌益	5月	2022年3月	4月	2023年2月	85.73%	14.66%	14.27%
	卓创	7月	2022年5月	3月	2023年1月	101.66%	15.67%	-1.66%
	协会	6月	2022年4月	4月	2023年2月	81.91%	23.87%	18.09%

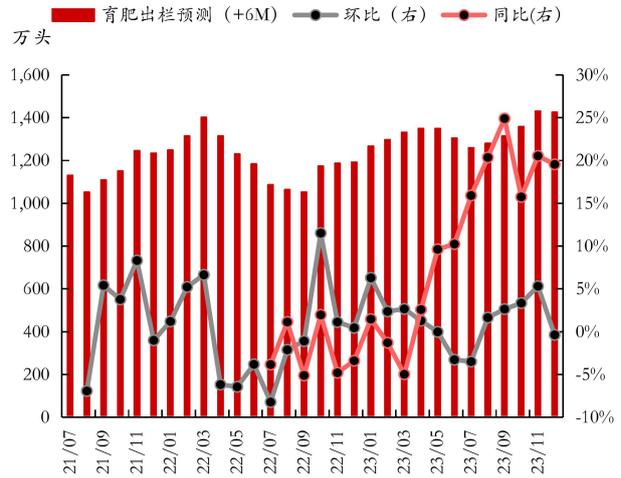
资料来源：国家统计局、农业农村部、钢联农产品、涌益咨询、卓创资讯、畜牧业协会、东证衍生品研究院

图表 8: 能繁母猪环比变动



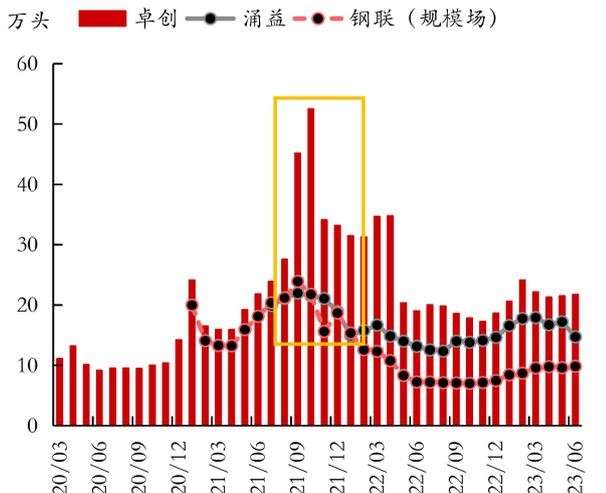
资料来源: 卓创资讯、涌益咨询、钢联农产品、生猪大数据中心、东证衍生品研究院

图表 9: 育肥出栏预测



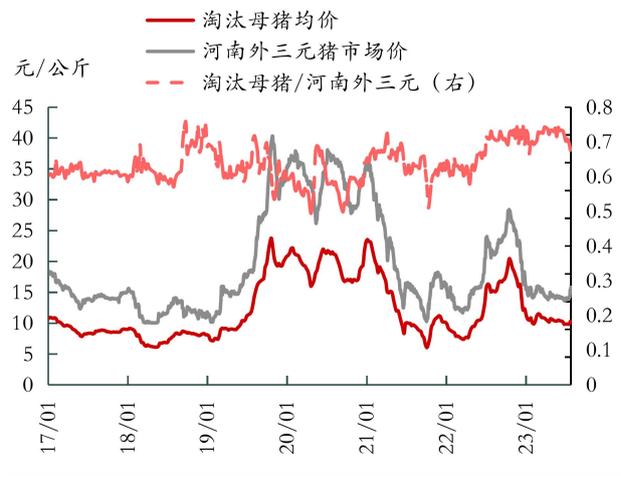
资料来源: 涌益咨询、东证衍生品研究院

图表 10: 能繁母猪淘汰量



资料来源: 卓创资讯、涌益咨询、钢联农产品、东证衍生品研究院

图表 11: 淘汰母猪/标猪比价

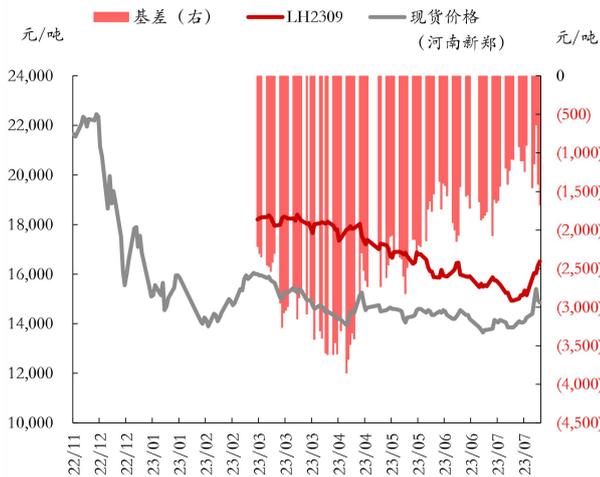


资料来源: 钢联农产品、东证衍生品研究院

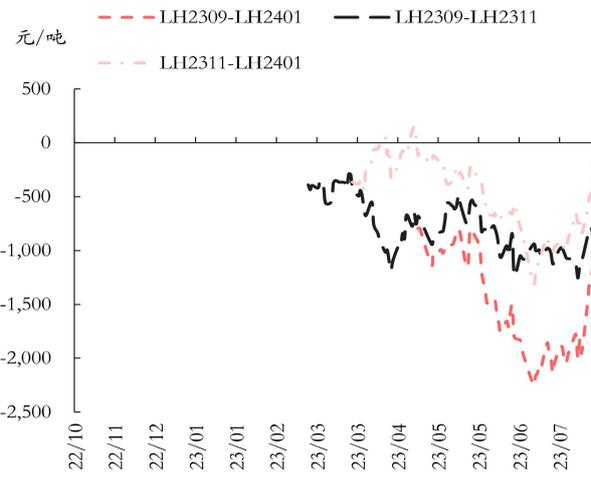
3、投资建议

盘面多空力量发生变化, 近远月价差呈显著走缩趋势, 正套策略受到关注。如果说前期市场仍在交易确定性的增产, 那么在这样一个关键时点, 我们认为增产利空出尽后, 叠加体重下行、肥标价差转变等信号释放, 市场将逐渐转向交易需求。而这一过程正是对过度交易增产的修复。

首先能确定的是，我们基于产能所推得的产量水平依然不足以驱动猪价有超预期的上涨弹性。在体重跌势企稳转向之前，终端消费的修复与投机行为将继续带动现货价格与盘面整体维持高位。而隐患同样就此埋下，短期跟随现货上涨催生的压栏、二次育肥情绪或是关键。策略上，不建议入场做空主力合约，建议产业套保端持续关注远月高空机会。

图表 12: 基差走扩


资料来源: WIND、东证衍生品研究院

图表 13: 价差走缩


资料来源: WIND、东证衍生品研究院

4、附录: 调研纪要

声明: 本人以实际交流反馈情况作客观记录, 下述纪要(简化版)仅作参考, 不构成任何投资判断。为保护企业隐私, 在调研部分重要数据中我们进行模糊处理。

4.1、贸易&资讯企业 A

观点: 短期看反弹, 向上空间有限。

1、地区产能

- 自给率: 已提升至 50-60%, 25 年前目标达 70% 以上。
- 结构: 规模及以上主导市场, 其中 1000-10000 头母猪场不少。
- 趋势: 集团在广东省内上量快、无现金流问题且头部产能较为集中, 当前无明显去化动作; 中部养殖场产能调整存在分化, 取决于自身情况; 地区仔猪落价并未显著带动淘汰。

2、地区产量

- 出栏行为: 上半年 4 月后开始提前降体重出栏, 带动部分供应提前。

- 趋势：未来几年计划出栏量预计逐年 10-20% 幅度递增。

3、需求

- 消费：因地区消费以热鲜为主，基本认为屠宰量等同于鲜销，现阶段宰量比前三年（疫情期间）表现好。
- 投机：南方二育主要在江西，广东近两年有所增加；湛江二育节奏接近北方，上半年 2、4、5 月在接近 7 元/斤采购价格做了少量，但保本居多；现阶段较为谨慎，也存在部分激进分子；不排除大猪短缺后阶段性出现三育。

4、其他

- 疫情：端午前后粤北地区非瘟严重，粤西无影响，现阶段已平复。
- 成本：现金成本降到 7.5-8 元/斤。
- 调运：江西、湖南、广西、云南调入为主，无明显障碍。

4.2、地区养殖公司 B（供港）

背景：1 万头母猪存栏，年出栏 25 万头，供港为主（供港盈利较内地高 200-300 元/头）。

观点：年底存在消费好转预期，但压制因素（冻品、供给）较多，价格涨幅有限。

1、投资回报率

国企 10-11 年收回投资，集团 9-10 年收回，楼房养猪 10 年以上收回，散养户 500 头母猪 5 年收回。

2、成本

- 料肉比：正常 260 斤出栏，成活率 97-98% 全程料肉比可做到 2.4，成活率 95% 料肉比在 2.5-2.6。
- 成本：260 斤自繁自养出栏成本约 8.5 元/斤，猪苗成本在 350-360 元/头。普通散户现金成本约 8.1 元/斤（目前头均亏损 200 元）。

3、地区产能

- 体量：22 年下半年产能继续上量。
- 结构：广东几乎没有 500 头以下母猪场，少量分布在粤西。

4、疫病

韶关、湖南地区非瘟较为严重，现阶段非瘟检测试剂盒成本已降至十几块/份（之前 50 元）。

5、养殖效率

低种猪成本下母猪更新率高，但使用胎龄较过去下降，因此综合下来拉高 psy 水平。

4.3、养殖集团 C

观点：内部对下半年猪价走势存在分歧，且分歧较大，但会维持稳定出栏节奏。认为家庭农场不轻易退出。

1、产能

大区内该集团月均母猪淘汰 1.2 万头，更新率在 30%-40%，固定轮换为主。5 月前已经停止外采仔猪，外采量将趋势性减少。现阶段自繁自养为主，B 级苗对外销售以减轻压力。

2、产量

- 出栏计划：集团全年预计出栏同比增幅 20%，23H2 环比 23H1 增幅 10%。
- 当前出栏水平：中南大区内月均出栏商品猪 45 万头，满负荷生产月均断奶仔猪 52-55 万头，成活率 92% 左右。其他地区尚未满产，故难维持稳定出栏。
- 体重：115-120 公斤出栏为主，只有标肥价差足够大才会带动少量调高体重（涉及到栏舍密度）。

3、需求

从卖猪平台竞拍情况来看，跟随下游需求变动的竞拍积极性较为一般。

4、成本

大区养殖水平位于集团前列，育肥全成本 15.6 元/公斤，目标降至 15 元/公斤。

4.4、屠宰企业 D

观点：近期养殖集团跑市场勤快，预计出栏量继续增加。

1、采购

直采还没开始，贸易商直供居多，主要收集团猪。收猪体重近期偏小，230-240 斤附近，较年初降 5 公斤，预计 10 月体重上调至 260 斤左右。此外，220 斤以下中猪和 280 斤以上大猪也少量收，前者做分割，后者做白条。

2、屠宰量

宰量不稳定，取决于行情，冬至前后宰量一般较年中+10%。现日均 1900 头，去年同期在 1500 头。设计产能 3100 头，上半年 4 月底高点在 2800 头。

3、非瘟

近期非瘟影响有限，6月中及中下旬受雨水影响较为严重。

4、冻品

广东地区屠宰场几乎不做冻品，10%左右被动入库，该调研对象库存在1000吨左右。近期冻品好转主要是低价顺势出、轮库为主。

4.5、家庭农场 E & 地方畜牧局 F

背景：千头左右母猪养殖户，去年重修猪舍（厂房投资1000万），计划23年8月复养。

1、产能

- 地区情况：广东地区能繁母猪存栏上半年同比增3%。现当地（调研县级市）存栏能繁母猪6万头（非瘟前最高峰母猪存栏水平10万头），外调入仔猪较多，7月底仍有养殖企业入驻地方进行自繁自养。22年因大水清场家庭农场较多，粤北缩量严重，养殖公司替代为主。
- 家庭农场情况：预计8月进600头200斤左右母猪，9月配种，明年出栏。猪苗自用与否看市场行情，现育肥舍可容纳5000头肉猪。

2、产量

非瘟前当地年出栏商品猪300多万头，22年出栏200万头（为非瘟以来高点），其中养殖公司出栏在180-190万头。从地区养殖结构来看，规模场（年出栏500头肥猪以上）占比85%，预计今年规模场同比出栏增量高于8-10%。20年以来新建产能80-90万，现地区栏舍在满产可出栏高达400万头生猪，未来几年出栏量应当稳定增加，在珠三角地区消化为主。

4.6、养殖公司 G

观点：体重下降，认为后市涨价可能性大。

背景：生猪存栏3万头，外购占比一半以上，因上半年资金受限，并未增加存栏规模。卖300斤大猪为主，以便于和集团错开竞争。上半年出了1.7-1.8万头猪，计划下半年出栏更多。

成本：

- 养殖：Q1成本8.5元/斤，现阶段成本降至7.7-7.8元/斤。下半年猪价在15-17元/公斤才能弥补上半年亏损。
- 融资：融资成本利息2-3厘，关键时刻抗风险能力弱于集团企业。

4.7、屠宰企业 H

屠宰日均不到 1300 头，去年日均在 1100 头，年底日均宰量可高达 2000 头。因市场萎靡，不看好今年消费，很少做储备。当前收猪体重降至 120 公斤以下，认为更多是阶段性降重，并非绝对利多。当前体重下降或带动未来一个月猪价上涨，标肥价差或在标猪增重至肥猪的过程中发生调整。下游白条上涨乏力，副产品价格因承包制波动较小。

5、风险提示

非瘟疫情；终端消费需求恢复远超预期；投机性二次育肥及压栏；合约流动性风险等。

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