

河南某生猪养殖企业生猪套期保值案例

东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

方案制定时间

2024 年 4 月

★企业简介及风险敞口

公司为河南一生猪养殖企业，处于生猪产业链的中游，计划 2024 年下半年出栏约 13 万头，主要面临的风险敞口是生猪价格下跌导致的收入减少风险。

★生猪行情分析

短期：当前肥标价差高位、二次育肥仍有套保利润可图下，产业情绪整体偏乐观，养殖端的投机需求或对近期整体价格形成重要底部支撑。但对肥猪需求的结构性减少将对肥标价差及其绝对价格产生一定冲抵效果，持续性投机助推猪价超预期存在难度。同时随着天气转热进入季节性的消费淡季，目前我们对 7 月合约持有偏空的观点。**中长期：**23 年底至 24 年 1 月农业部新生仔猪数显示出较明显的月连续环比下降的走势，对应可以推导未来半年后的出栏量可能转入下降通道，同时下半年消费从淡季转向旺季，将从预期上支撑合同约定价。

★基差分析

24 年仍延续 Contango 结构，但合约升水曲线较 23 年上半年更为陡峭。24 年则走上半年供强需弱、下半年供弱需强预期，更容易形成远月相对于近月合约的高升水。其次从季节性的角度看，随着消费需求的变化，上半年基差季节性走弱、下半年季节性走强概率较大。

★风险敞口管理方案

在育肥出栏进入下降通道后，猪价上行周期的套保应当关注情绪过热后生猪价格到达压力位附近的短期套保机会，同时在猪价回调时及时平仓，若无合适的套保时间窗口，建议下半年生猪销售不做期货套期保值。并且由于从基本面和季节性的角度看目前基差仍有走弱的可能，为了避免基差走弱冲抵卖出套期保值的有效性，可适度提高套保比例。此外还可选用期权作为风险管理的工具。

★风险提示

价格走势超预期、基差风险、移仓风险

吴冰心

分析师（农产品部）

从业资格号：

F03087442

投资咨询号：

Z0019498

Tel:

8621-63325888-4192

Email:

bingxin.wu@orientfutures.com

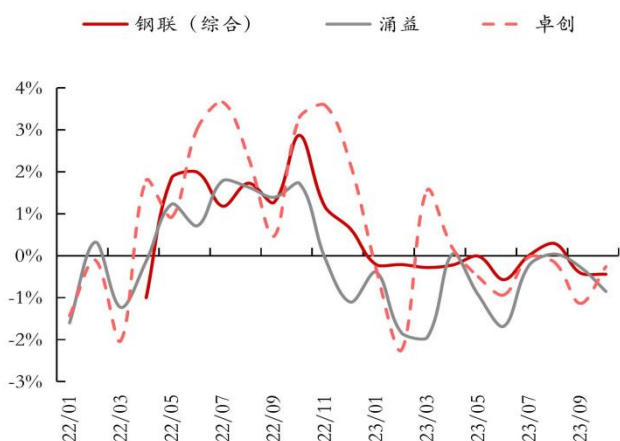
1、生猪行情分析

1.1、供给：去产高峰已过，出栏压力尚未实质性缓解。

母猪去产条件削弱，24H1 能繁母猪存栏或趋于稳定。从 380-400 元的 7kg 仔猪成本来看，仔猪销售再度回归盈利区间，近两周仔猪采购热情稍有冷却，价格少许回调。在我们关于去产能的重要条件中，种苗销售盈利是重点观测指标，尤其非疫情高发期。当前仔猪价格仍使得猪企有利可图，而商品猪价格又存在较为一致的“探底结束”预期，对应产业端主动去产减速（2 月已有两家三方机构能繁母猪存栏环比转为正值：涌益 +0.28%、卓创 166 家样本 +0.6%）。

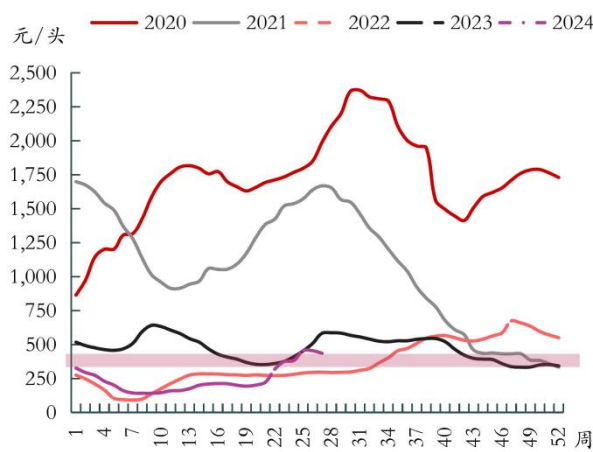
此外，集约化程度的提升使得行业在去产动作上趋于理性。据钢联农产品、卓创资讯规模场样本，截至 2 月底，能繁母猪存栏同比降幅分别为 5.88%、4.24%，远不及其他机构包含散户数据所呈现的降幅（涌益 -8.4%、协会 -9.15%）。规模企业的谨慎决策将制约产能去化深度与幅度，叠加行业仍存在 2024 年周期反转的良好预期，我们预计上半年能繁母猪存栏量将以稳定为主。

图表 1：各机构监测能繁母猪环比变动



资料来源：涌益咨询、钢联农产品、卓创资讯、东证衍生品研究院

图表 2：7kg 仔猪销售价格



资料来源：钢联农产品、东证衍生品研究院

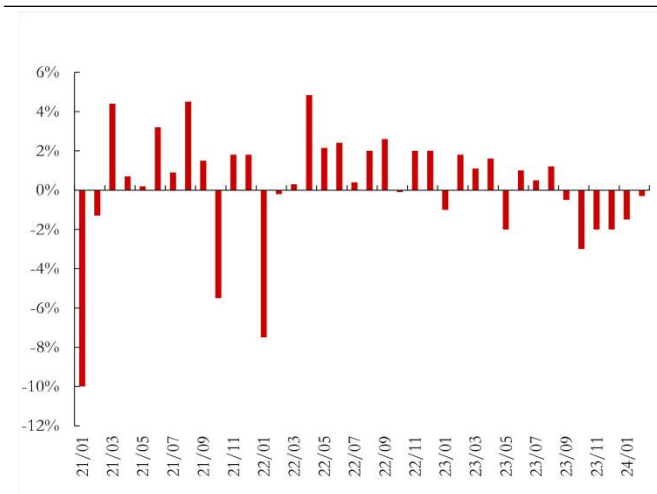
图表 3：三方机构监测能繁母猪同比、累计变动及存栏水平波动

样本来源	24年2月能繁母猪同比降幅	23年1月至今能繁母猪累计去化幅度	21年6月以来能繁母猪变化情况
钢联-规模场	-5.88%	-6.04%	
涌益	-8.40%	-10.08%	
卓创-166家样本企业	-4.24%	-6.39%	
协会	-9.15%	-10.97%	

资料来源：涌益咨询、钢联农产品、卓创资讯、畜牧业协会、东证衍生品研究院

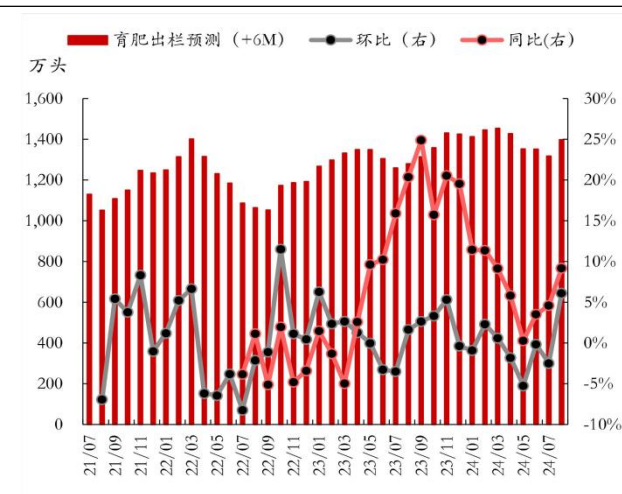
产能——产量推演逻辑上，以仔猪出生数为代表的数据表明现阶段出栏量下降的趋势性转折点尚未到来。首先，从农业部新生仔猪数来看，23 年底至 24 年 1 月，样本数据显示出较明显的月连续环比下降的走势，那么从 12 月与 1 月最新的数据来看，农业部的新生健仔数已开始转入同比下降的通道中，对应未来半年后的出栏量，即 5-7 月合约所对应的供应量，将从预期上支撑合约定价。其次，以涌益为代表的三方机构跟踪窝均健仔数同样体现类似特点，生猪出栏量或在二季度迎来下降拐点（2 月窝均健仔数对应 8 月出栏因养殖效率提升反呈现递增走势，这里存在数据矛盾，有待后验）。

图表 4：新生健仔数环比变动



资料来源：农业农村部、东证衍生品研究院

图表 5：育肥出栏预测



资料来源：涌益咨询、东证衍生品研究院

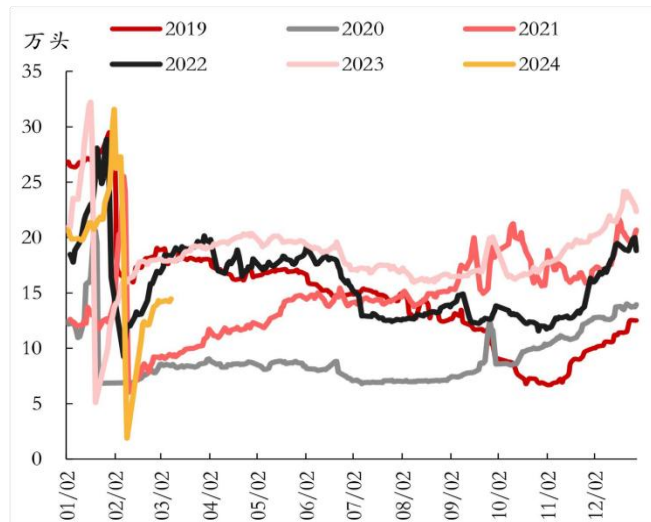
1.2、需求：春节后进入传统消费淡季，周期性投机给予底部支撑。

季节性看生猪进入传统消费淡季。春节后生猪进入传统消费淡季，节后 2 周内相当明显，行业处于缓慢去库阶段。当然也有市场观点认为进入 3 月开学、开工整体消费需求会较 2 月好转，但在淡季的基调上，生猪屠宰订单提升幅度依然有限。

周期性投机决定底部支撑。春节期间养殖户被动压栏增重，节后部分企业调整出栏体重且南方存在养殖户进场二次育肥现象，体重呈企稳反弹趋势，短期标肥价差反季节性下行。实际上，当前标肥价差坚挺更多来自前期北方生猪疫病加速出栏带来的结构性缺口，伴随肥猪消费需求季节性走弱，消费的结构调整将与存栏的结构性缺口匹配，未来标肥价差将大概率延续走强趋势（即肥猪价格较标猪走弱）。那么二次育肥等投机行为的驱动将更依赖于市场对于反转周期的看法，周期性投机影响将逐渐超过季节性投机（一般四季度末最强）。

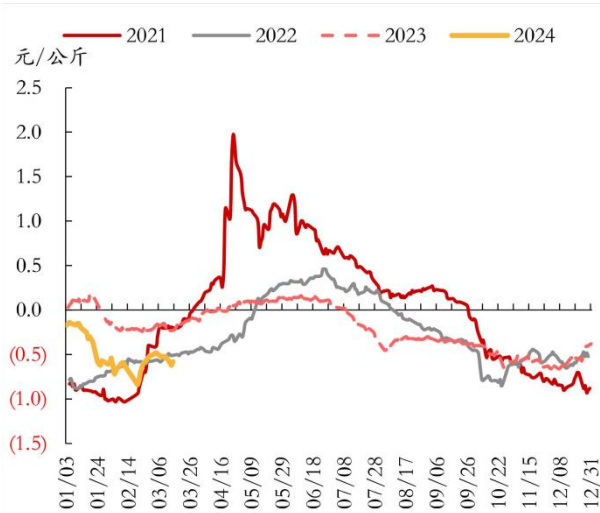
固然周期性投机决定 24 年上半年猪价底部，今年的投机较 22、23 年不同：节奏上或更近似 22 年同类型上行周期，但养殖投机更为谨慎，尤其控制入场投机成本与盘面价格给出的套利空间；与 23 年相比，24 年投机将由养殖端主导而非屠宰企业，在冻品库存高位下，上半年屠宰端入库支撑有限。

图表 6：生猪日度屠宰量



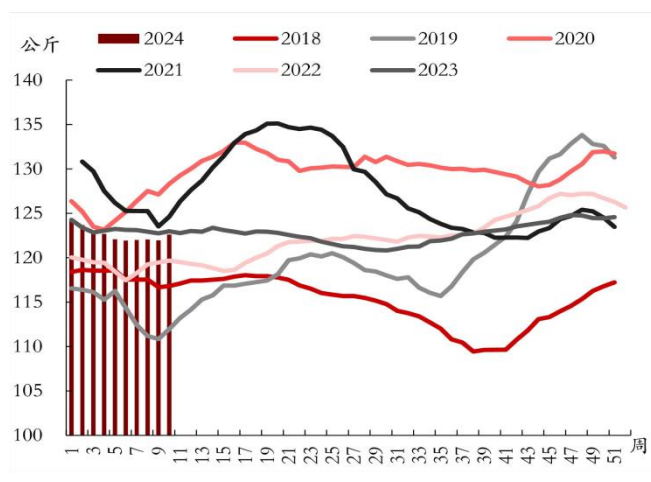
资料来源：农业农村部、东证衍生品研究院

图表 7：标肥价差反季节性走强



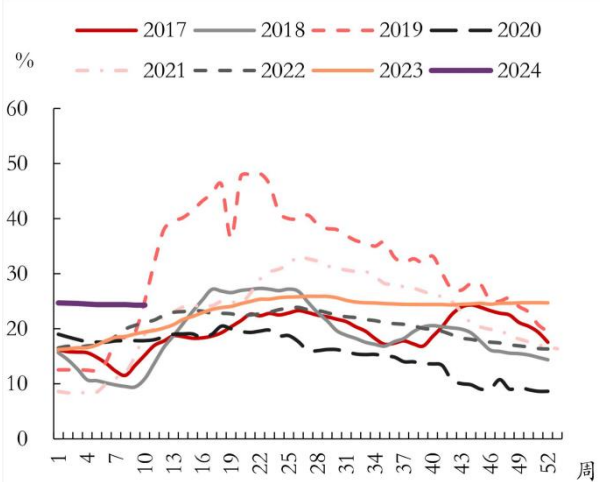
资料来源：钢联农产品、东证衍生品研究院

图表 8：交易均重小幅反弹（卓创）



资料来源：卓创资讯、东证衍生品研究院

图表 9：冻品库容率相对高位

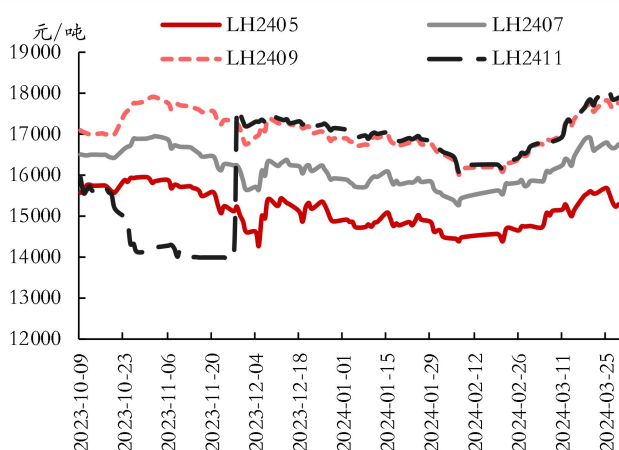


资料来源：钢联农产品、东证衍生品研究院

2、基差分析

24 年仍延续 Contango 结构，但合约升水曲线较 23 年上半年盘面所形成的曲线更为陡峭。主要原因如下：23 年为供需双增逻辑，伴随需求端持续验证（尤其旺季不旺的价格特点），交易层面逐渐转向供强需弱的偏空方向；而 24 年则走上半年供强需弱、下半年供弱需强预期，更容易形成远月相对于近月合约的高升水。总体来说由于出栏下降的转折点未至，同时进入消费淡季，现货价支撑不足，近期基差进一步走弱概率相对更高。其次从季节性的角度看，随着消费需求的变化，上半年基差季节性走弱、下半年季节性走强概率较大。由于基差可能进一步走弱，从基差的角度看，目前不是卖出套保的好时机。

图表 10：生猪期货期限结构



图表 11：生猪主力合约基差



资料来源：Wind、东证衍生品研究院

资料来源：Wind、东证衍生品研究院

3、套期保值方案

3.1、现货企业情况及方案内容

公司属于生猪养殖产业链的中游，既需要向上游购买玉米、豆粕等饲料原材料，又需要向下游销售生猪及猪肉，若饲料采购及生猪销售价格均随市场波动，公司将面临成本、库存、收入及利润随市场波动的风险，具体来说主要面临的风险敞口如下：（1）饲料原材料价格上涨导致的成本增加、挤出利润风险；（2）饲料原材料价格下跌导致前期购入的库存饲料减值风险；（3）生猪价格下跌导致的收入减少风险。

公司计划 2024 年下半年出栏约 13 万头，生猪是我国上市交易的活跃期货品种，历史数据显示生猪现货价格与活跃期货收盘价的相关系数为 83.25%。对于饲料，玉米期货与玉米现货、豆粕期货与豆粕现货的相关系数分别为 95%、83%。因此，生猪和玉米、豆粕期货能够较好地规避公司生猪出栏及饲料采购和库存的价格变动风险。

企业套保方案总体上可以分为三种思路：订单套保、滚动套保和战略套保。订单套保是指针对某一订单进行套保，滚动套保是指逐月对下月采购、销售或库存进行套保，而战略套保是指对未来一段时间的销售或采购进行套保，在价格合适区间加大套保力度，在

价格回调时降低套保力度，针对不同的套保区间选择不同的套保数量。

对于计划销售的生猪，公司主要担心后续生猪价格走低导致的收入下降，因此可在判断后续生猪价格可能下滑时在期货市场上布局空单。根据前文分析，**短期**：当前肥标价差高位、二次育肥仍有套保利润可图下，产业情绪整体偏乐观。不考虑终端消费因素，养殖端的投机需求或对近期整体价格形成重要底部支撑。季节性需求逐渐体现，我们认为对肥猪需求的结构性减少将对肥标价差及其绝对价格产生一定冲抵效果，持续性投机助推猪价超预期存在难度。同时随着天气转热进入季节性的消费淡季，目前我们对7月合约持有偏空的观点。**中长期**：23年底至24年1月农业部新生仔猪数，样本数据显示出较明显的月连续环比下降的走势，农业部新生仔猪数已开始转入同比下降的通道中，对应可以推导未来半年后的出栏量可能转入下降通道，同时下半年消费从淡季转向旺季，将从预期上支撑合约定价。

策略上，维持中长线逢低做多观点，及时把握高位离场机会。对于下半年套期保值来说，在育肥出栏进入下降通道后，猪价上行周期的套保应当关注情绪过热后生猪价格到达压力位附近的短期套保机会，同时在猪价回调时及时平仓，若无合适的套保时间窗口，建议下半年生猪销售不做期货套期保值。并且由于从基本面和季节性的角度看目前基差仍有走弱的可能，为了避免基差走弱冲抵卖出套期保值的有效性，可适度提高套保比例。

图表 12：生猪卖出套期保值

标的资产	生猪
套保数量	公司预计在三四季度分别出栏 65316、64666 头。通常育肥猪的体重在 110-120kg 之间，假设公司生猪平均出栏体重为 115kg，则预计下半年将出栏 14947.93 吨生猪。
合约选择	公司可使用 9 月、1 月合约分别对三、四季度出栏进行套保，也可先用 9 月合约对下半年出栏进行套保，随着时间推移再移仓换月至下一主力合约。
套保比率	根据三年历史数据分析，生猪的理论最优套保比率约为 30%，且后续基差存在季节性走低的可能，不利于卖出套保，可以适度提高套保比率。建议匹配相应套期保值团队，设置合适的套保比例。
开仓建议	假设公司选择先用 09 合约对下半年出栏进行套保，随时间推移再移仓换月至下一主力合约的方式，近期可考虑在 09 期价反弹至 18000-18500 元/吨附近分批逢高布局空单，同时对于卖出保值而言，基差缩小会遭受损失，因此企业应尽量锁定偏小的初始基差。
风险及平仓	开仓后企业需持续跟踪期货账户情况，若期价向上突破压力位出现较大程度的浮亏，则应及时分析市场并向我司研究院专业人员咨询最新行情。若生猪期货如期下跌，应注意在期价回调探底后及时平仓，同时生猪出栏销售后也应在期货市场上将对应数量的空单平仓。
方案制定时间	2024 年 4 月

资料来源：东证衍生品研究院

注：以上不构成投资建议，具体建仓计划应根据市场变化做出灵活调整。

此外，公司还可针对未采购饲料和库存饲料做相应套期保值。对于未采购饲料，公司主要担心饲料价格上涨导致成本增加挤出利润，因此可在判断后续行情走高的情况开仓进

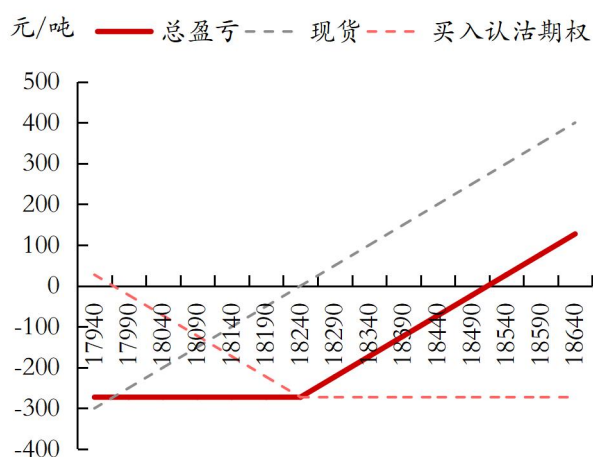
行多头套期保值；对于库存饲料，公司主要担心价格下跌导致的库存减值风险，因此可在判断后续行情走低的情况下开仓对库存饲料进行空头套期保值。

由于生猪、玉米、豆粕等期价走势可能会与预期背离，因此以上期货套期保值方案可能会造成损失。公司还可选用期权作为套期保值工具，利用期权进行套期保值可以在保留收益的同时规避风险，但需要付出一定的成本即权利金。对于期权购买者来说，最大的损失即权利金，而可能获得较大额度的收益。通常企业利用期权进行套期保值时选用的策略包括保护策略和领口策略。

保护看涨或看跌策略是指，在持有现货空头或多头的同时，买入看涨期权或看跌期权。对于需要销售现货的公司，锁定了最低销售价格，同时还保留了价格上涨带来的收入增加的收益；对于需要购入现货的公司，锁定了最高买入价格，同时还保留了价格下跌带来的成本降低的收益。而领口策略是指在保护看涨或保护看跌策略的基础上，卖出价格更高的看涨期权或价格更低的看跌期权，在放弃极端收益的基础上，降低了权利金支出成本。

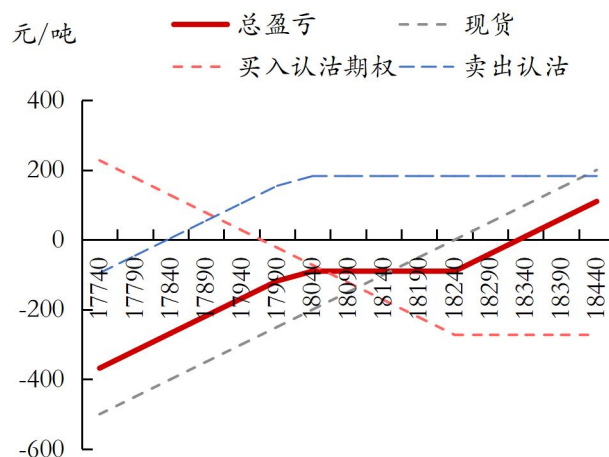
以公司的生猪销售为例，目前生猪消费仍弱，但产能去化给未来价格走势提供了底部支撑，若后续生猪价格走势转入上行通道，期货卖出套期保值的时间窗口选择将会更加困难，同时可能会带来亏损，若希望规避生猪价格下跌带来的收入下降风险，同时还想保留生猪价格上涨的收益，可以买入看跌期权。看跌期权的权利金类似于保险费，若生猪价格未下跌，公司将会损失这部分支出。目前我司风险管理子公司的生猪 2409 场外平值看跌期权报价为 272.74 元/吨，若选择 40% 的套保比例，则对于下半年生猪出栏共需 163.08 万元的权利金支出。

图表 13：生猪保护看跌策略



资料来源：东证衍生品研究院

图表 14：生猪领口策略



资料来源：东证衍生品研究院

3.2、服务的创新性及成效

公司主要担忧生猪销售价格下跌，在生猪期货卖出套保方案之外，我们推荐了保护策略和人领口策略。通过买入看跌期权，不仅锁定了最低销售价格，同时还保留了价格上涨带来的收入增加的收益；并在保护看跌策略的基础上，卖出价格更低的看跌期权，在放

弃极端收益的基础上，降低了权利金支出成本。2024 年 4 月至今（5 月中旬），07 合约从 17000 元/吨一度下行至 15550 元/吨左右，参与套保锁定保证了企业的销售价格。

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
