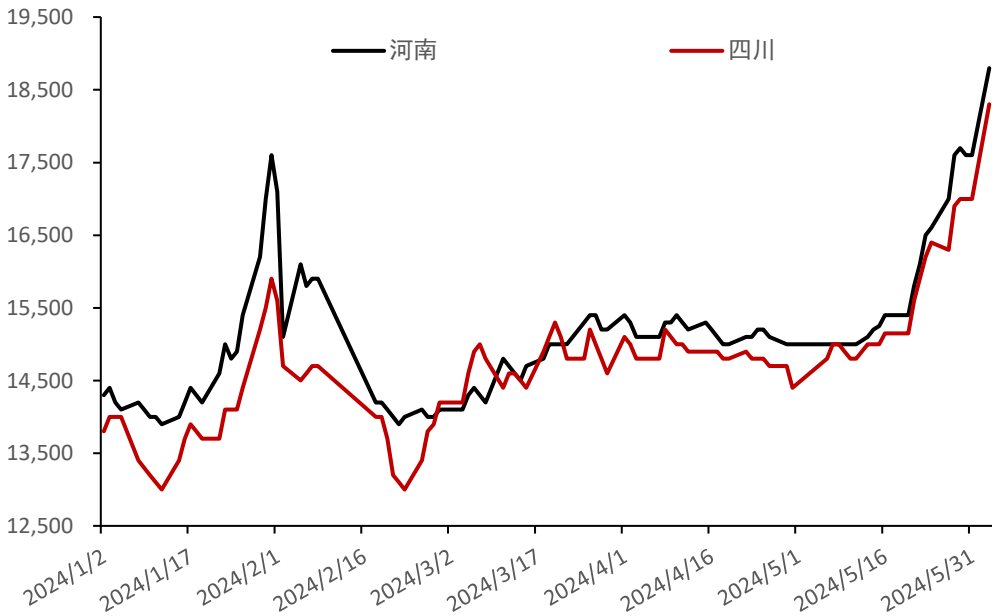


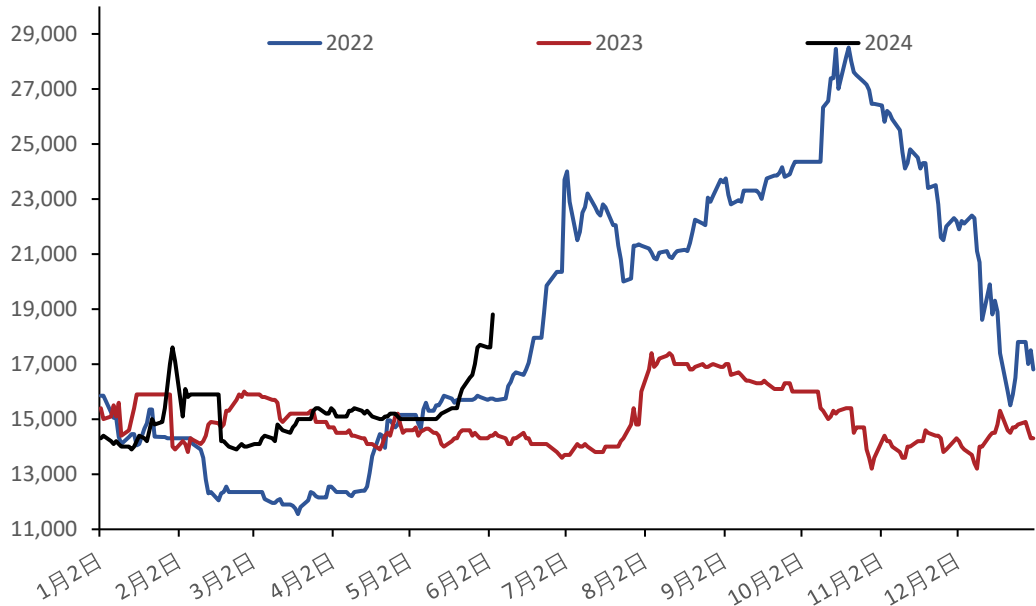
- ◆ 年初至今，猪价稳步走高，现货主流运行区间在14-18元/公斤，市场涨价动力来自于去年春节前的超量出栏、小部分母猪产能去化、一部分中小体重和仔猪产能损失，以及二育压栏等投机因素的助推，从屠宰量、体重、标肥差等指标看，当前涨价整体偏良性，供应尚未向后积累到产生质变，后市6-9月仍有去年母猪产能的去化需要兑现，涨价的大方向还在。
- ◆ 产业层面，目前供应处去年产能去化的兑现期，尚未完全走完；当期产能已逐步走稳回升，年底行情有赖于接下来产能的恢复情况，以及第三季度的压栏情绪，尚有不确定性；考虑母猪效能提升以及猪肉消费能力下降等因素的制约，当前3900万头以上的母猪产能整体充裕。
- ◆ 现货端，市场情绪助推当前现货冲高后，6-7月现货仍面临二育出栏等的压力，但整体底部支撑较强；8-9月再度直面断档期的上涨，以及为年底消费准备的压栏和二育，预计全年高点产生在9月中下旬；此后在产能恢复和供压后置的影响下，预计价格宽幅震荡为主。
- ◆ 盘面来看，9月底现货兑现涨价前宜维持低买思路，此后评估产能积累情况关注高空或套保锁定利润的可能。留意交割前近月合约的纠偏，6月下旬若现货情绪仍高，则07合约有向上补升水的可能，反之区间震荡为主；09合约面临8月份现货兑现减量以及情绪启动的节点，关注有无翘尾可能。策略主要关注：9月底前回落买入09-01合约；9月份后关注远月01-05合约高空或套保可能；临近交割前的近月纠偏。

图1：生猪现货走势(元/吨)



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

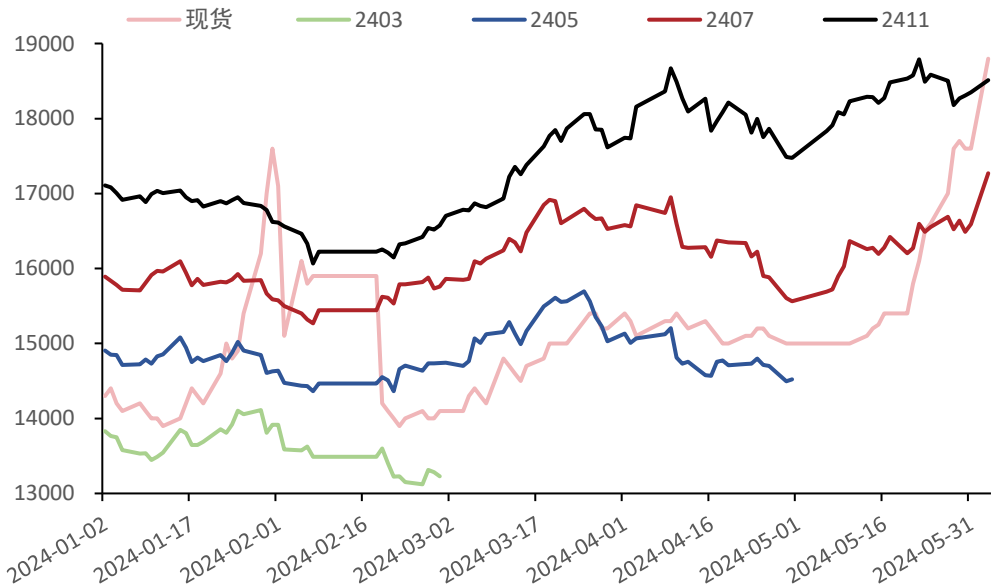
图2：现货分年走势（元/吨）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

- 1、上半年猪价体现出一定“提前”和“抢跑”的特征，主要跟去年全年尤其是四季度低价以及疫情导致的产能超预期损失有关，价格的提前走强又引发了压栏和二育等投机力量的抢跑参与，现货在减量、压栏、二育中波折走高，伴随着宰量走低以及体重上升，阶段性因消费制约、大猪出栏等压力出现回调。
- 2、价格运行区间（河南均价）在14-18元/公斤之间，两次低点分别出现在1月中旬和春节后，主因是消费环比回落；1月底的高点受到春节消费以及北方中小体重产能损失的支撑，3月份涨价以及近期的大幅走高则是市场压栏和二育集中进场的结果；供应减量构成了上半年涨价的基础，二育等投机力量入场推波助澜。

图3：现货和盘面2403-2411走势（元/吨）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

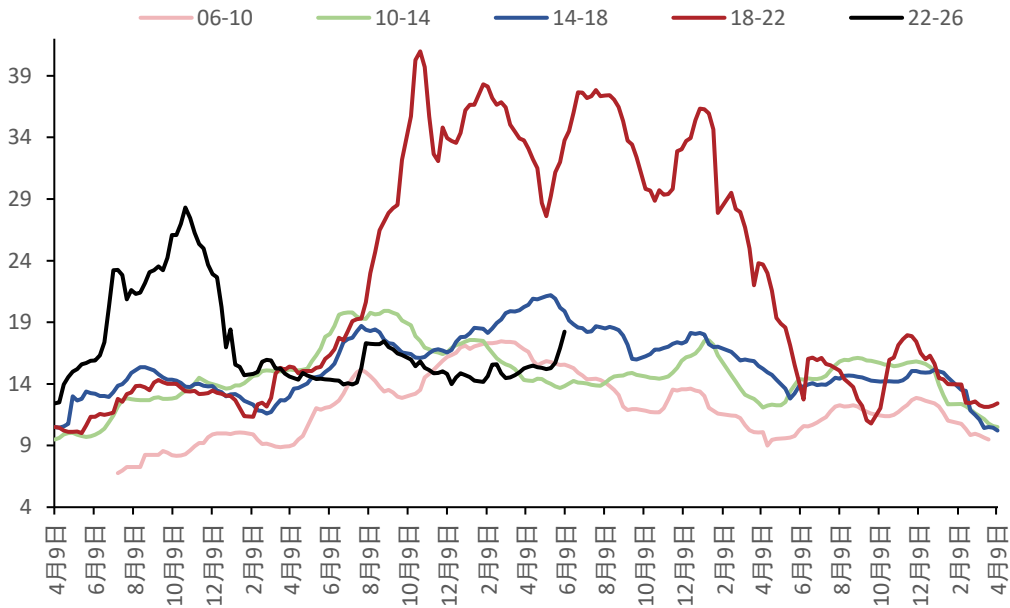
图4：生猪期货指数走势（元/吨）



资料来源：文华财经、五矿期货研究中心

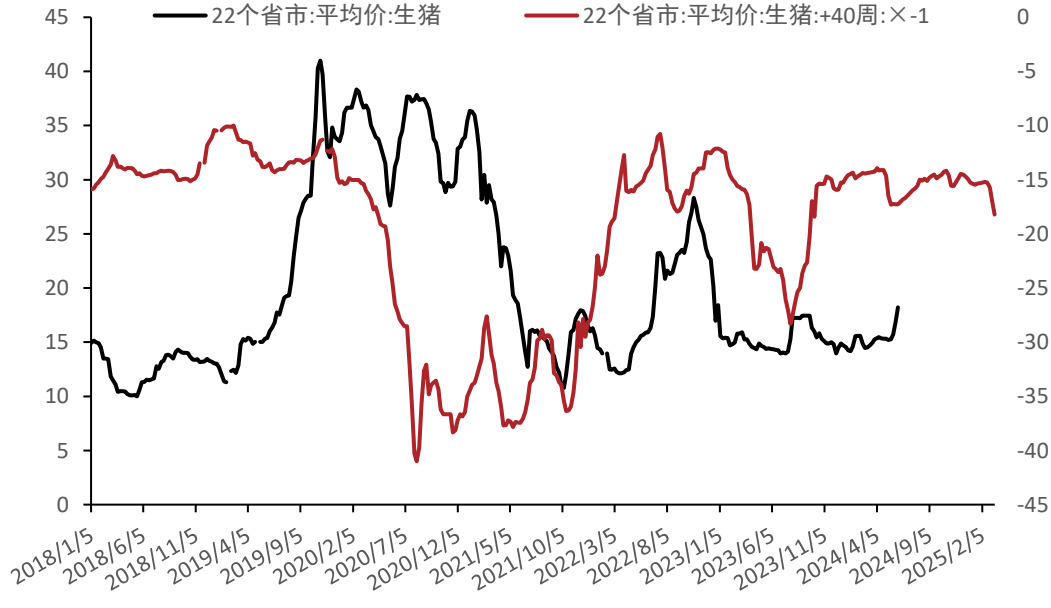
- 1、盘面走势在预期与现实之间切换，分成两段：春节前需求好、宰量高，市场对供应减量认识不够，尽管现货明显偏强，但盘面各合约以2403为代表，定价逻辑对标节后淡季，整体走势偏弱；春节后仔猪率先涨价表明情绪转好，同时宰量走低，配合不大的体重，市场集中交易远月的减量预期，二育抢跑入场推高现货，情绪带动远月，继而是现货和近月走高。
- 2、盘面逻辑切换在预期与现实之间，临近交割前出现纠偏修正，05合约涨价被证伪，主要原因是4月份仍处消费淡季，且2、3月份提前压栏的大猪有兑现出栏的需要，现货回调引发升水挤出；但五一后市场情绪再度转好，支撑远月维持坚挺，月差方面盛行反套为主，阶段性兑现现货涨价后走正套逻辑。

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

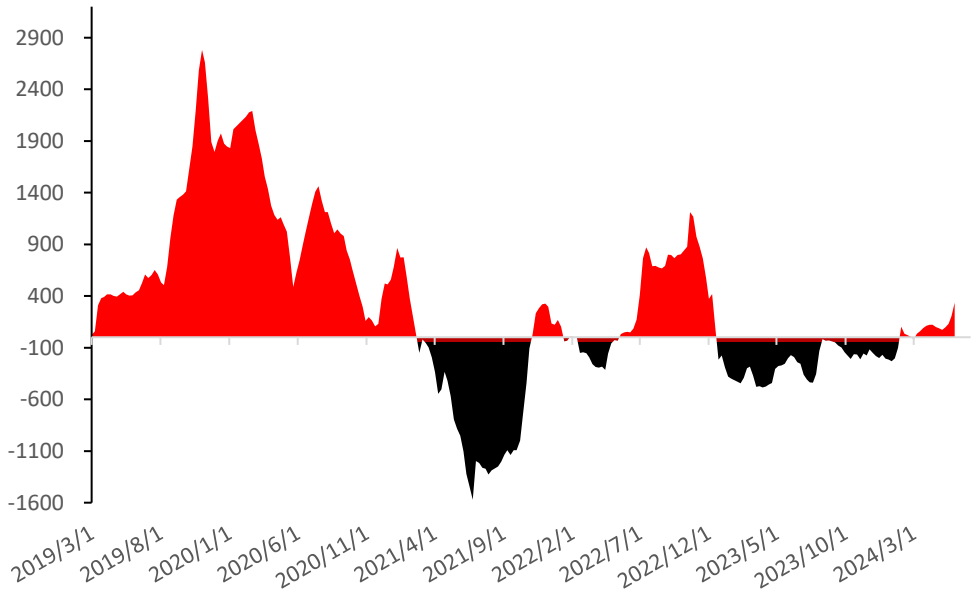
图6：猪价镜像模型(元/公斤)



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

- 1、猪周期仍在延续，但迭代速度明显加快，不再是06年以来传统的4年一轮，在信息传播充分、产能恢复迅速的当下，已大致演化成2年一轮，跌多涨少的格局；涨价阶段预期先行，市场抢跑力量增多，涨价前置导致上涨迅速而急促，而跌价期由于行业抵触和信息反应不充分，往往表现为缓慢而持久。
- 2、以新周期为基础，参考镜像模型所代表的节奏，判断今年猪价大概率是弱化版的2022年，但节奏提前，叠加前期疫病的影响，预期中的先跌后涨，后市有演化为先涨后跌的可能。

图7：养殖利润(元/头)



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图8：部分上市公司出栏计划（万头，数据截止5月）

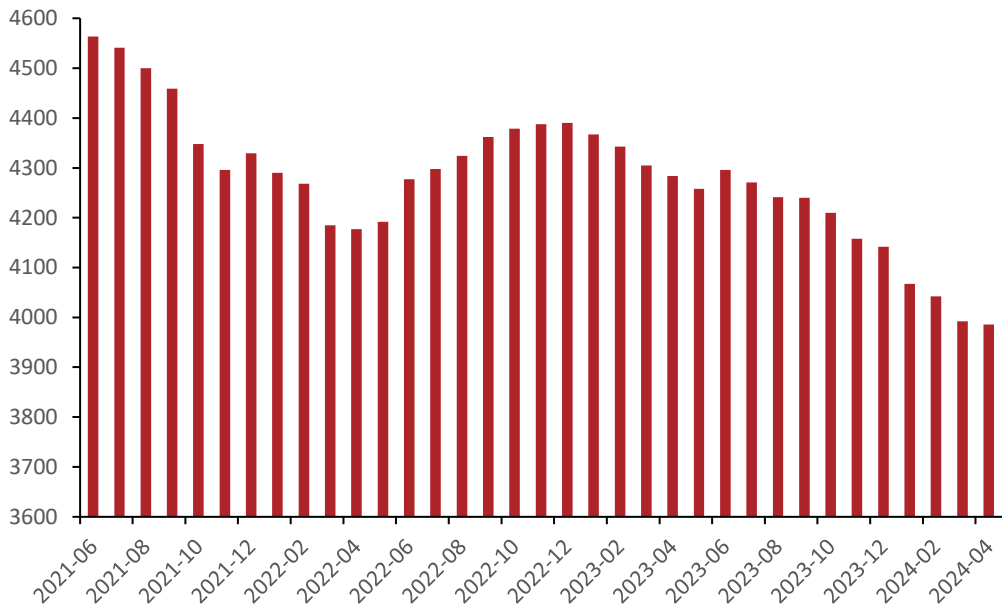
上市公司	2022	2023	2024计划	平均增速
牧原	6120.1	6381.6	6600-7200	8.1%
温氏	1790.86	2626.22	3000-3300	19.9%
新希望	1461.39	1768.24	1400-1500	-18.0%
天邦	442.15	711.99	600	-15.7%
大北农	443.12	604.87	600	-0.8%
唐人神	215.79	371.26	450-500	27.9%
天康生物	202.72	281.58	300-350	15.4%
京基智农	126.44	184.5	200-250	21.9%
神农集团	92.9	152.04	220-250	48.0%
金新农	125.64	104.69	120-150	19.4%
立华股份	56.44	85.51	100-120	28.6%
东瑞股份	52.03	62.45	80-100	44.1%

资料来源：公开信息、五矿期货研究中心

- 1、尽管幅度有限，但阔别时长超过一年的亏损期，当前养殖已重回盈利时代，2月份外购模式盈利率先转正，5月以来自繁自养也步入到微利区间；一方面这得益于去年产能去化导致的供压下降，另外饲料降价以及生产效率继续提升亦起到正面作用。以牧原为例，其预计今年四季度成本将下降至14元/公斤，全年平均成本14.5元/公斤左右，相较去年和前年明显下降。
- 2、盈利转正必然导致产能重新扩张的结果，2月底现金流成本转正以来，集团和规模场普遍有压栏和惜售的操作；从最新公布的上市集团24年出栏计划看，普遍有明显的增幅，合计幅度超过7%，关注全行业盈利改善后造成供压后置，导致价格在未来某时刻坍塌的可能。

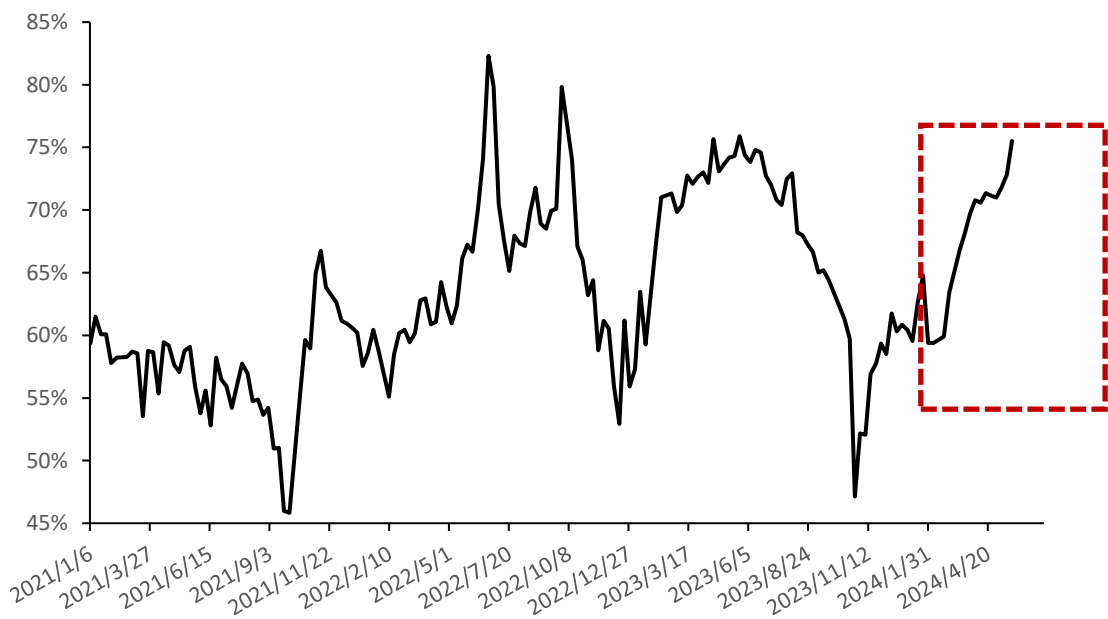
产能：母猪去化接近停止

图9：官方母猪存栏走势(万头)



资料来源：农业农村部、五矿期货研究中心

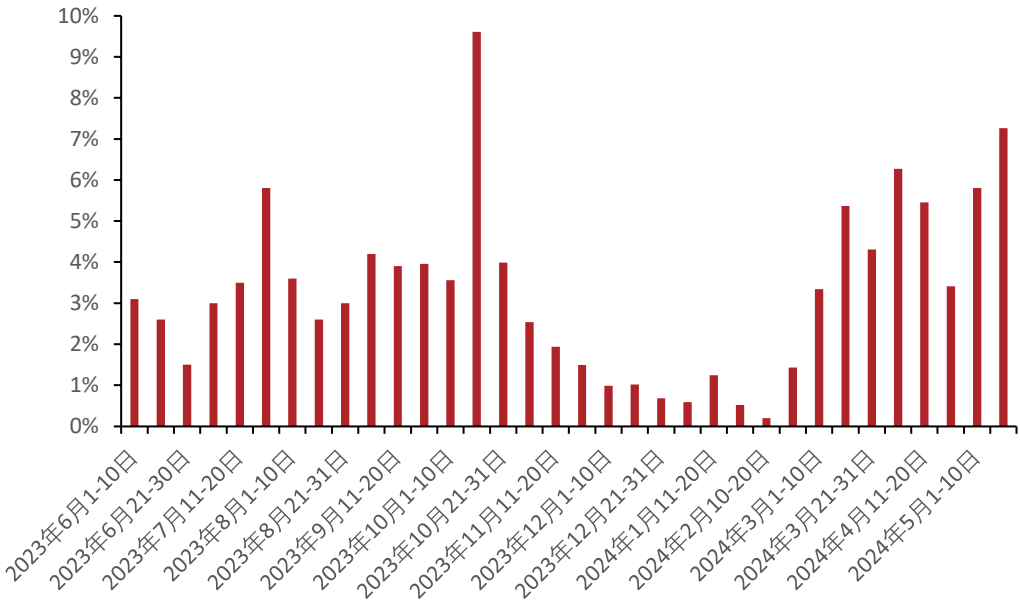
图10：淘汰母猪/生猪现货比价(%)



资料来源：WIND、卓创资讯、五矿期货研究中心

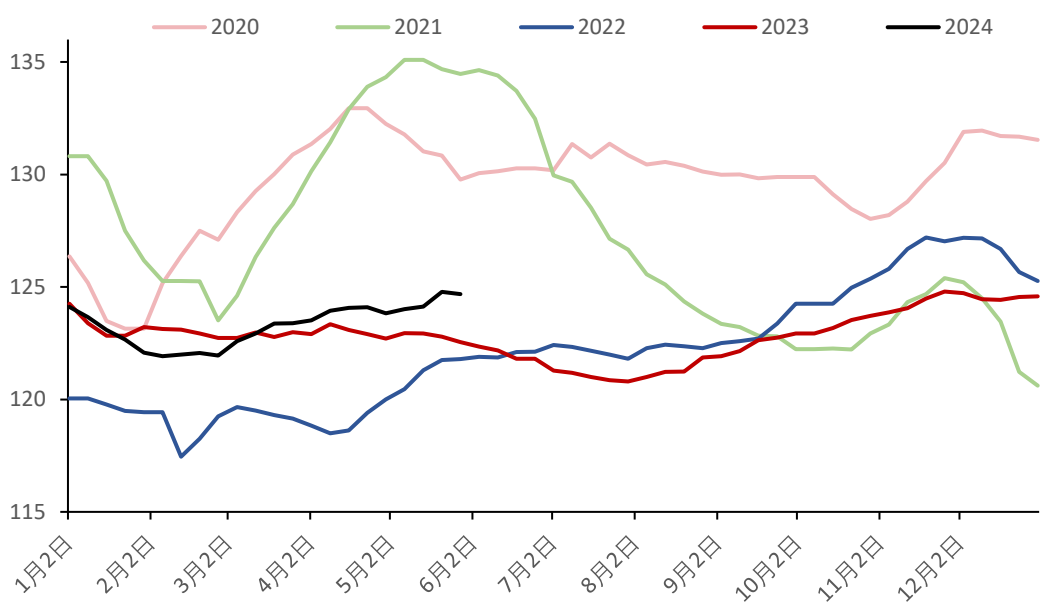
- 1、官方能繁母猪本轮高点为22年底的4390万头，截止4月份的能繁数量为3986万头，累计去化9.2%，高于上一轮最高8.5%的去化幅度；不过考虑当前母猪效能提升以及猪肉消费能力下降等因素，官方已正式将能繁母猪正常保有量由此前的4100万头下降至3900万头，从这个角度来看，当前母猪存量仍在正常值以上2.2%，整体产能依旧算的上充裕。
- 2、另一方面，草根机构调研数据显示当前母猪去化已停止，其中3、4月份能繁母猪环比增速分别为1.57%和0.96%，本轮母猪较高点最大去化11.73%，弱于21-22年的去化幅度，二者差异可能在于官方样本点更多覆盖散户，也侧面说明本轮散户的去化幅度大于规模场。当前我们从母猪/生猪比价来看，淘母情绪不高，叠加当期仔猪养殖盈利丰厚，推测母猪供应大概率已止跌转涨，未来一段时间产能将重回增势。

图11：二育/销售占比(%)



资料来源：涌益咨询、五矿期货研究中心

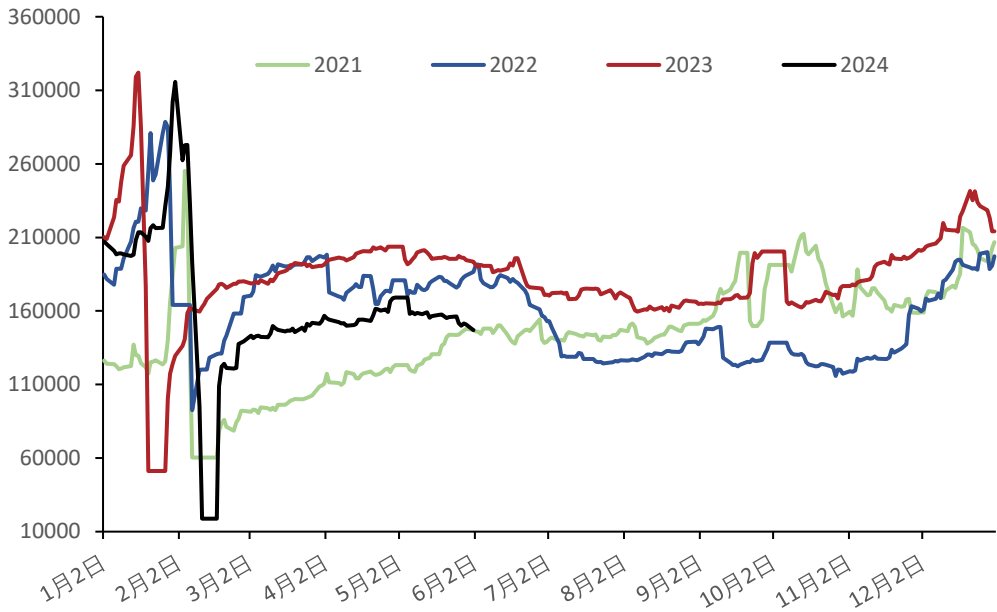
图12：出栏生猪体重(公斤)



资料来源：卓创资讯、五矿期货研究中心

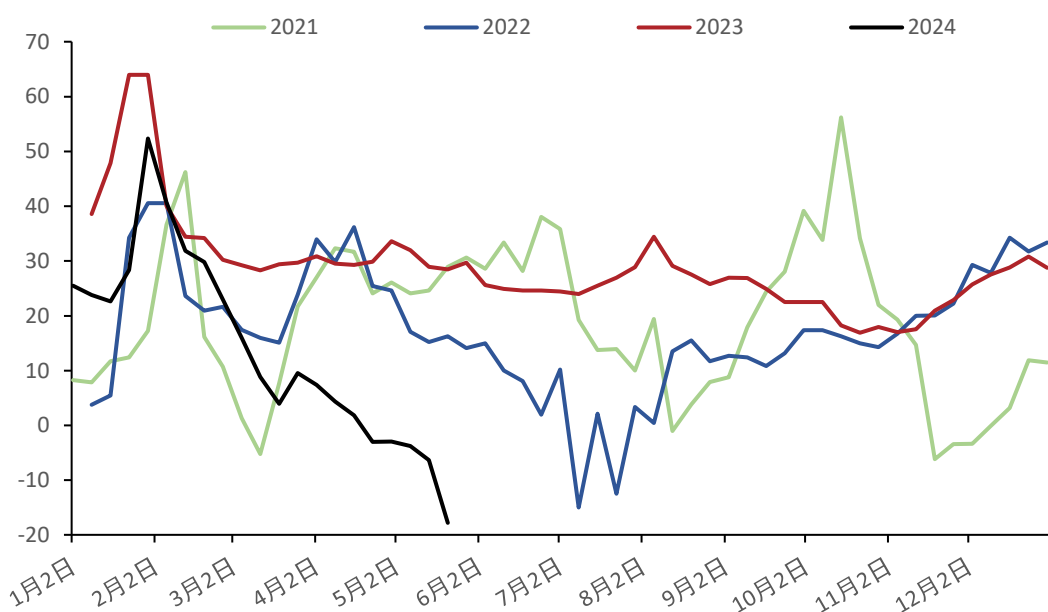
- 1、去年的产能去化主要集中于下半年，顺推涨价大概率要发生在今年下半年，然而春节后现货便提前走强，这当中部分受到了去年四季度北方中小体重猪损失的影响（当时屠宰有明显放量且伴随体重的阶段性下降），情绪性压栏和二育入场也功不可没，数据上看，年后的这波二育数量已超过去年四季度，而交易体重超季节性增长也证明压栏较普遍，对价格助推明显。
- 2、二育和压栏盛行主要受未来看涨情绪的推动，也跟以下因素有关：一是原料成本下降，摊平再养殖的成本；二是散户和大猪过度退出，留出栏位，且标肥价差偏高（图22）吸引增重。不过考虑当前二育滚动出栏的性质，且体重绝对量级不太高，产能后置对当期行情尚不构成显著利空，后市能否消化这部分后置产能一是取决于未来供应减量的量级，二是三季度压栏的规模，保持跟踪。

图13：生猪屠宰量(头)



资料来源：卓创资讯、五矿期货研究中心

图14：屠宰毛利（元/头）

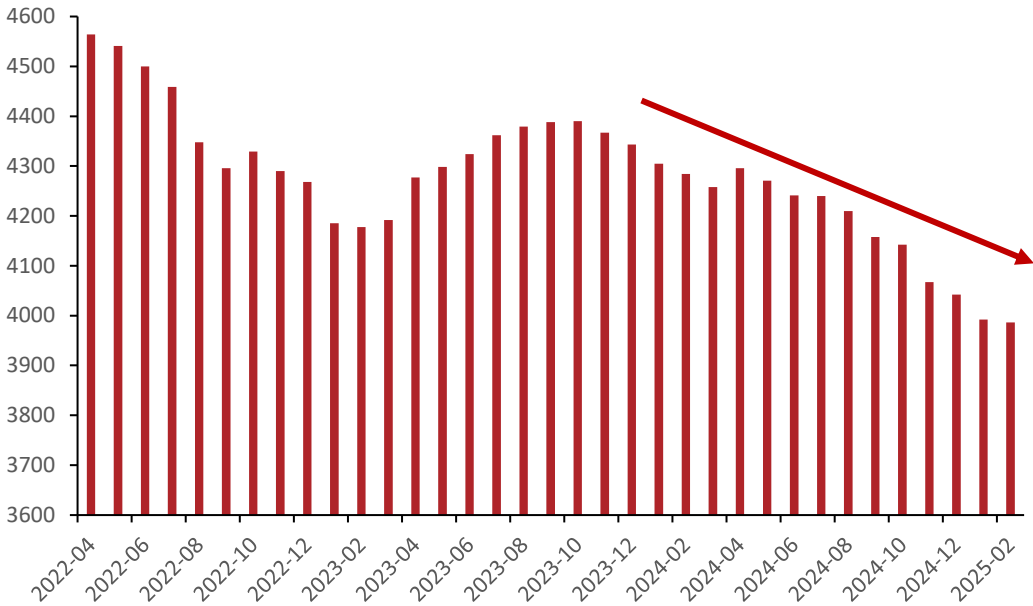


资料来源：卓创资讯、五矿期货研究中心

- 1、需求在上半年对价格支撑有限，但在淡季也未能显著打压猪价，整体表现偏中性。考虑尽管屠宰量水平偏低，但鲜销率同比不低，冻品同期也处于明显的去库状态，整体供应相比往年减量有限，但价格依旧能够托住，说明基础消费仍在；另一方面毛猪涨价后屠宰毛利明显走低，也说明终端对白条涨价接受度有限，消费端缺乏亮眼表现。
- 2、长期猪价表现也受制于消费结构的变化，正如我们在前面报告所指出的，经济转型、人口老龄化、饮食结构变化、替代品降价等均对猪肉消费构成长期压力，市场对节日期待过高、逢节必跌等现象的出现正是这一趋势的集中体现。

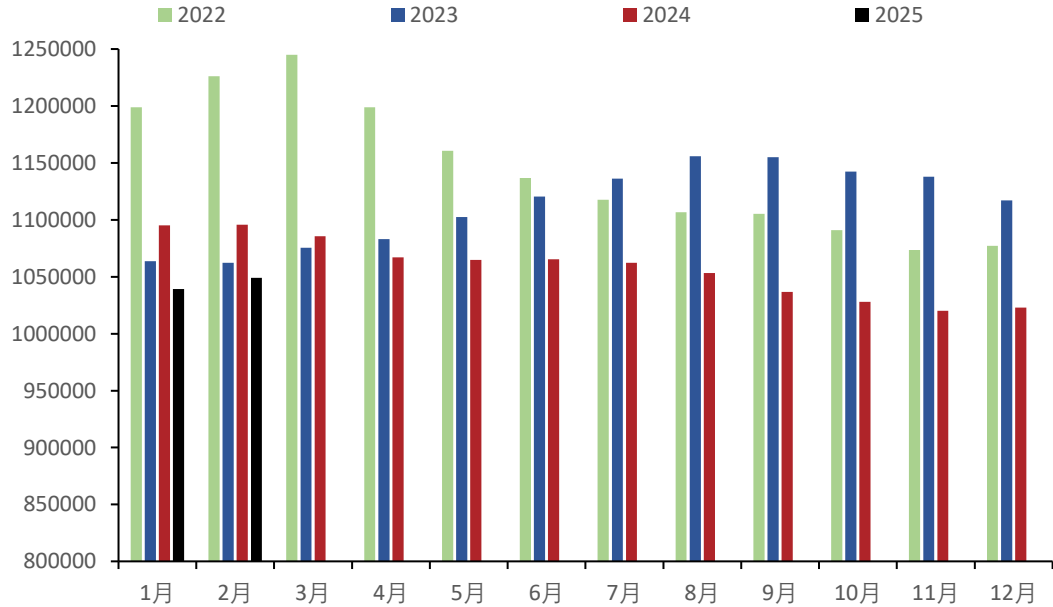
母猪：去年减量有待兑现

图15：官方能繁母猪后推10个月（万头）



资料来源：农业农村部、五矿期货研究中心

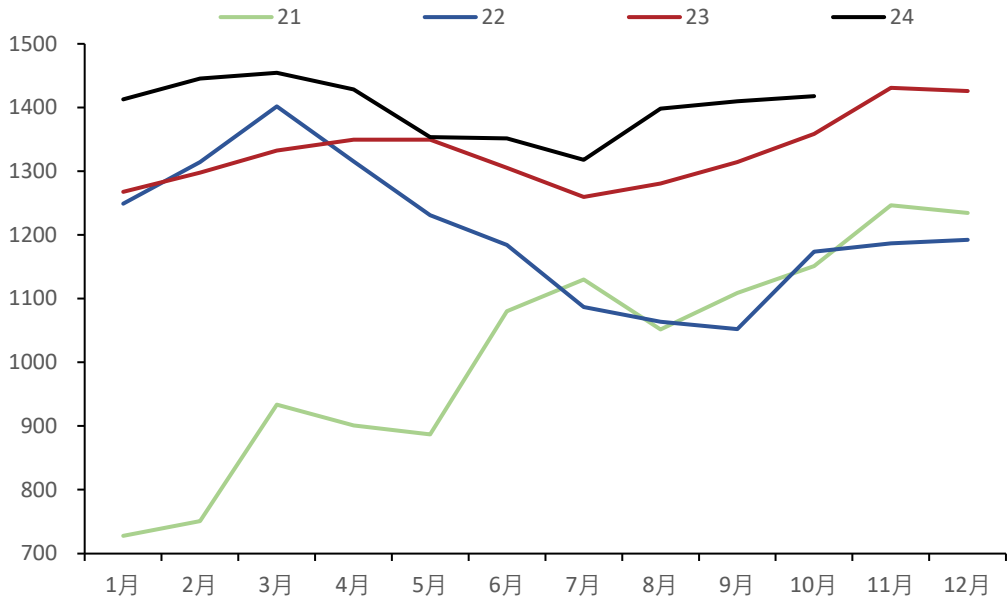
图16：涌益母猪数据后推10个月并分年（头）



资料来源：涌益咨询、五矿期货研究中心

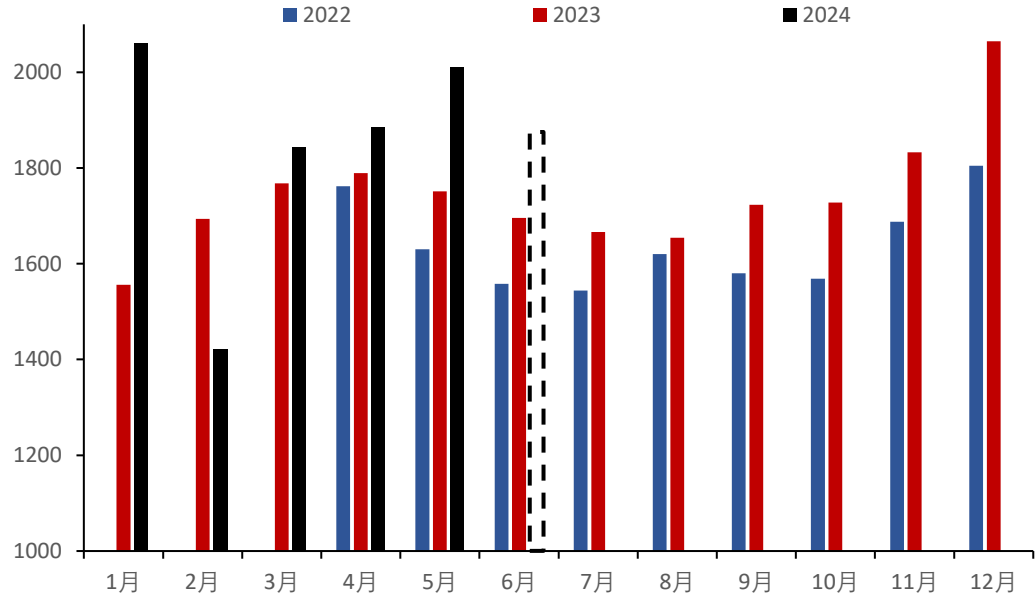
- 1、从官方母猪数据看，去年产能整体去化平稳，1至10月，母猪月环比降速集中在0.2-0.9个百分点之间，11-12月加速至个位数以上的降幅，向后顺推10个月，推导今年9月之前的出栏量变化相对平稳，9-10月后出栏减量有略微加速可能；如果考虑四季度疫病导致的仔猪等产能损失造成的叠加，以及二育等向后转移产能，同时三季度新增二育入场等因素，合理推测今年减量或集中发生在6-9月份。涌益口径母猪数据与官方趋势一致，节奏略有不同。
- 2、产能变化能得出的总体结论是，当前的现货涨价只部分体现了产能（包括小部分母猪、以及中小体重猪）减量的因素，部分叠加了二育等投机因素，真正产能（大部分母猪）的减量尚未完全发生，仍有待兑现，这就给了多空各自验证的机会，以及市场进一步交易的空间。

图17：仔猪推导分月理论出栏数（万头）



资料来源：涌益咨询、五矿期货研究中心

图18：规模场实际/计划出栏量（万头）



资料来源：涌益咨询、五矿期货研究中心

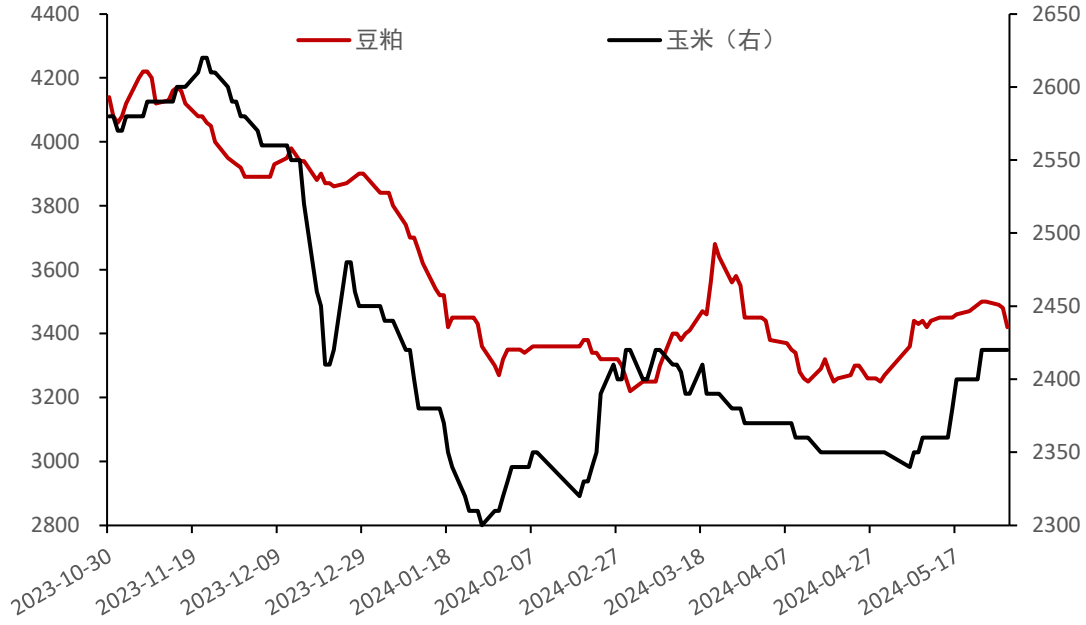
- 1、仔猪后推6个月数据在今年相对失真，不能完全反映供应端的真实减量，主要原因一是该数据采集口径主要是新生仔猪，对断奶和出生存活率跟踪不够，而去年四季度恰巧发生了足以大幅影响仔猪存活率的疫病；其次该数据采集样本点主要集中于规模场，后者的增量并不能完全反映因散户大量退出所导致的总量损失。但仔猪数据反映出产能在5-7月减量明显，9-10月季节性增幅下降，部分耦合了母猪数据所反映的情况。
- 2、规模场实际和计划出栏量与仔猪外推数据大致吻合，二者在节奏上的差异反映了一些计划外情况：一是去年12月和今年1月有超量出栏的情况，透支了部分今年3、4月份的出栏量，导致预期外上涨；二是本该在5、6月份发生的供应减量，部分被后置产能（未完成计划、压栏）所抵消。

图19：生猪养殖成本(元/公斤)



资料来源：涌益咨询、五矿期货研究中心

图20：豆粕和玉米走势（元/吨）

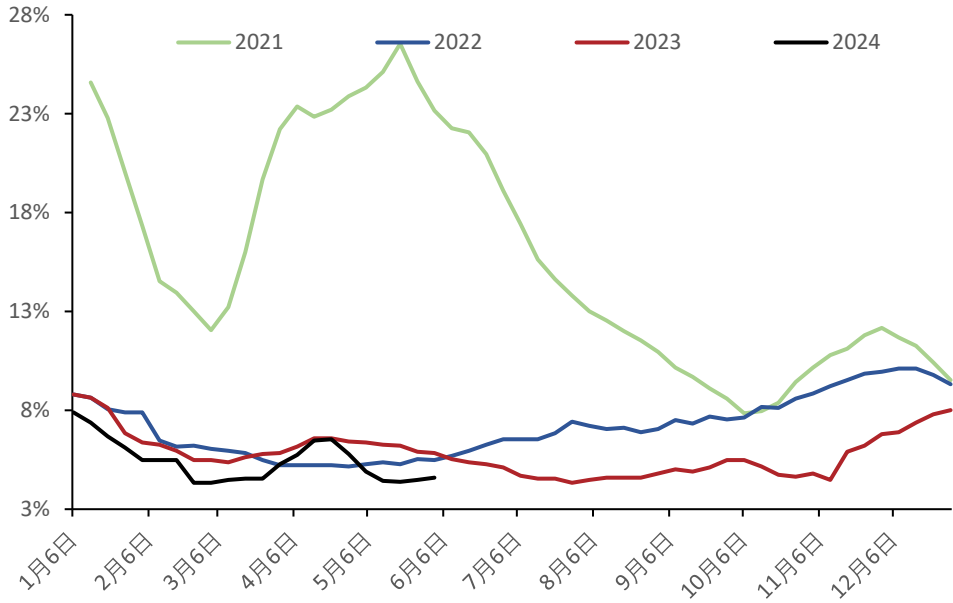


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

- 1、受益于饲料降价以及养殖效能的提升，当前养殖尤其是自繁自养模式成本下降明显，导致盈利和现金流的改善程度大于猪价上涨所显示的幅度；另外，成本的下降有利于摊低压栏二育等的成本，助推增重进行，因而长期看有助于产能的恢复。
- 2、但成本端的走低初期更多只是产能下降的结果，而非下一次产能增加的原因，历史复盘原料下跌初期往往对应于偏高的猪价，主要原因是产能下降后将同时产生猪价上涨和原料下跌（在供应增加或平稳的假设下）两个结果，因此从偏低的成本到成本开始打压猪价尚有距离。

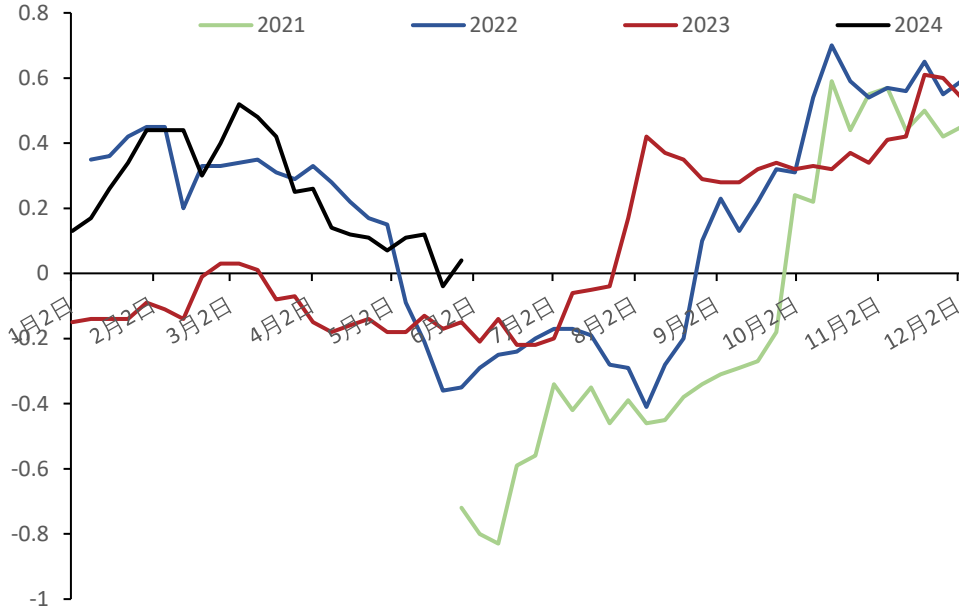
当前：涨价良性，关注行情何时质变

图21：出栏150KG以上大体重猪占比(%)



资料来源：涌益咨询、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、春节后宰量平均降幅在10-20%，体重增幅1-2%，表明屠宰端缩量来自于供应减量的因素大于向后压栏的因素，上涨整体良性；从上半年偏高的肥猪升水，以及偏小的出栏大猪占比上看，大猪积累数量尚不构成绝对压力，市场暂无供压后置的担忧；总结来说，当前的上涨主因还是供应减量，二育和压栏产生的供应后置尚不构成主要矛盾。
- 2、从去年母猪变化的节奏上看，当前涨价只体现了部分产能减量的结果，部分叠加了二育因素，后市尚有真正的减量未完成兑现，因此短期情绪还不至于因为涨价而彻底走坏，看涨一方的故事和逻辑还在。长期则需要关注7-9月涨价兑现后体重、宰量等市场指标在第三季度的变化，关注行情是否因供压后移而产生质变。

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，并鼓励交易者寻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。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。