



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

专题报告

2024-01-17

生猪：周期和估值角度的思考

王 俊

农产品研究员

从业资格号：F0273729

交易咨询号：Z0002942

☎ 028-86133280

✉ wangja@wkqh.cn

报告要点：

从周期角度看，2024 年猪价或是弱化版的 2022 年，从产能去化发生时点推测节奏，其在上半年触底反弹的时间或晚于 22 年同期。而我们从基础供应、体重以及冻品等角度对比这两个年份接下来一段时间的估值，结合当前成本已经出现明显的下移的事实，有理由认为 24 年上半年猪价重心应较 22 年同期出现更为明显的下移，对应于盘面对偏近月份认为其仍存高估，对远月估值则基本合理，未来有赖于偏差定价，如果近月的下跌能够带弱远月，则对于 07 及之后的远月来讲，未来更倾向于存在多头方的预期差。

生猪：周期和估值角度的思考

长期：周期或以弱化版的 22 年呈现

后非瘟时代，资本介入加深，传统的 4 年周期对猪价不再适用。在传统散养模式下，养殖端讲究效率和成本优先，产能在亏损状态下自然出清，以猪的生理周期为基础，4 年一轮循环往复。非瘟发生导致养殖门槛提高，散户出局，同时阶段性的暴利吸引资本入场，借助资金实力，他们在低位的逆周期布局，拉长了熊市长度，打乱了正常的周期波动，使得从大的周期来看，下行风险经久不散。然而，养殖毕竟不是慈善，长时间的亏损必然无法持续，阶段性随着价格下跌后企业负债率上升，以及受疫病等因素的影响，产能主动或被动的去化仍会发生，只是幅度以更慢方式呈现，但风险积累后也能突然加速，只是加速期持续时间往往不长，且价格上涨回暖后产能加回的速度更快。其结果就是，周期缩短且变得不再典型，小周期内加速迭代，以 2 年为界，跌多涨少，反复循环。

分析最近几年的猪价，基本是就这一内在逻辑的典型外在表现。20 年养猪暴利，21 年猪价迅速从高位跌落并陷入深度亏损；随着产能的加速出清，22 年猪价迅速从低位反弹，但上涨仅持续了 6 个月，便又再度跌回亏损区间。紧接着是 23 年时长超过一年的亏损，时间较长但幅度不大，类似于弱化版的 21 年，按此逻辑推演，22 年是弱化版的 20 年，则 24 年将大概率是弱化版的 22 年。仔细推敲节奏又有不同，21 年的产能去化主要发生在 7-10 月这段，导致 22 年的上涨从 4 月开始持续至 10 月份，去年的产能去化主要从 10 月份开始，年底加速，即主要发生在 10-12 月这段，按此推导 24 年的价格企稳反弹时点或将晚于 22 年，但年底的表现又将好于 22 年同期（具体还要看接下来的产能去化程度）。总结来说，从周期角度看，24 年猪价上半年猪价或仍将疲弱，而下半年则有趋势性转好的可能。

由于 21-22 年周期增产主要发生在 21 年后期至 22 年前期这段，因此从猪肉产量角度看，22 年相比 21 年的减产并不明显，并不能体现出 22 年是涨价年的特征。USDA 给出了中国各年的猪肉产量以及预测，尽管对其绝对数量笔者并不认同，但将其趋势变化用于价格预测还是具有参考价值的。从其预计的猪肉产量来看（图 1），22 年中国猪肉产量为 5541 万吨，同比 21 年的 4750 万吨还是增产的；与之相比，其预计 24 年中国猪肉产量为 5520 万吨，同比 23 年的 5690 有接近 3.1%幅度的下降，降幅更类似于 17-18 年周期。对比来看，不管是 16-18 周期还是 20-22 周期，抑或是 22-24 周期，其相邻三年背后都遵循着类似“暴利”、“低迷”、“重生”的逻辑链条。因此，将 24 年猪价走势类比为弱化版的 22 年或者强化版的 18 年具有一定程度的合理性（图 2）。

图 1：猪肉年度供需平衡表（万吨）

	产量	进口	总供应量	出口	消费量
2017	5452	150	5602	21	5581
2018	5404	146	5550	20	5530
2019	4255	245	4500	14	4487
2020	3634	528	4162	10	4152
2021	4750	433	5183	10	5172
2022	5541	213	5754	10	5743
2023	5650	228	5878	9	5868
2024E	5595	230	5825	11	5814

数据来源：USDA、五矿期货研究中心

图 2：几轮相似的猪价周期（元/吨）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

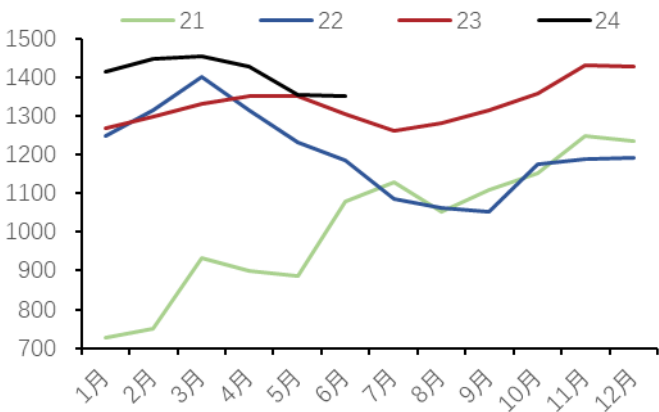
短期：节奏模糊下，重视估值交易

周期用以衡量趋势以及大致区间，然而节奏方面各年又有所不同，实际上，节奏受临时因素的影响较多，诸如情绪、心理、疫病、天气、需求、宏观环境和成本变化等均会导致节奏差异，如果我们认为周期上今年与 2022 年类似，则可以对比二者重要指标的相对位置，以此确定二者在各阶段是否存在高估或低估的可能，从而将估值作为交易重点，其次才重点参考节奏，讲究模糊正确大于精确错误的原则。就生猪而言，剔除重要的节假日导致的时点差异，需求同比是相对稳定的，供应端变化才是价格变化最主要的因素，供应压力主要来自三个维度：基础出栏量、出栏体重、冻品库存，另外还可以参考成本端来锚定相对位置。

与 22 年同期对比，可以发现今年上半年的供应压力是明显大于当时的，后期供应减量的程度也是弱于当时的，这或许暗示当前盘面对近月仍存高估，对远月估值则基本合理，未来的波动有赖于偏差定价。首先是基础供应量，从涌益调研的仔猪出生数据滞后 6 个月看，2-4 月份理论出栏量平均为 1442 万头，环比 1 月份的 1413 万头增加 2.1%，同比 22 年同期的 1344 万头增加了 7.3%。考虑两个方面，首先当前母猪的整体性能高于 21 年同期（对应于 22 年上半年的出

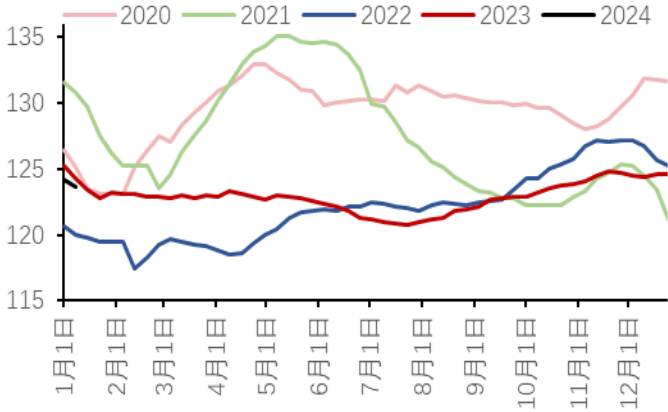
栏)，涌益数据显示，23 年上半年的平均 MSY 为 18.42，环比 21 年同期的 17.39 增加了 6%，这就导致尽管 23 年同期能繁数量较 21 年同期有所下滑，但整体效率高导致产能高出不少；其次环比看今年 2-4 月出栏量增加也是合理的，这个阶段的肥猪由 23 年开春后的母猪提供，在母猪没有明显去化的背景下（彼时卖仔猪尚有较大盈利），仔猪存活率的上升对产能的抬升是明显的。

图 3：仔猪推导的理论出栏量（万头）



数据来源：涌益咨询、五矿期货研究中心

图 4：生猪交易均重（公斤）



数据来源：卓创资讯、五矿期货研究中心

其次，出栏均重同比偏高，节前降重仍不够理想。目前生猪交易均重在 123.66 公斤，相比 22 年同期的 120 公斤左右仍高出 3.1% 左右，宰后均重 93.26 公斤也高于 22 年同期的 89.76 公斤。体重的绝对数反映直接供应，环比降速则反映产能去化的速率，当前降速偏慢，说明短期产能去化偏慢，结合当前情绪上的压栏惜售以及二育蠢蠢欲动，大猪在节前消化不完，供应后置的潜在风险仍存。

最后，冻品绝对量同比依旧偏高，鲜销率偏低是对这一情况的佐证。截止上周的冻品库容率为 19.3%，同比 22 年增加 3%，今年冻品的压力主要来自于去年的持续入库和出货不畅，后期一方面要关注其出库乃至抛售的风险，另一方面考虑企业节后抄底冻货的意愿和能力均较弱，这对一、二季度的猪价会构成一定的压力。

图 5：冻品库容率（%）

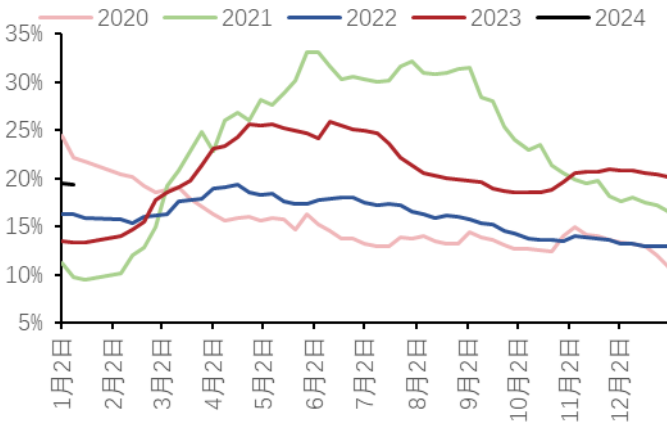


图 4：养殖成本（元/公斤）



数据来源：涌益咨询、五矿期货研究中心

数据来源：涌益咨询、五矿期货研究中心

策略：上半年仍以高空思路为主

综上，周期角度看，2024 年猪价或是弱化版的 2022 年，从产能去化发生时点推测节奏，其在上半年触底反弹的时间或晚于 22 年同期。而从基础供应、体重以及冻品等角度对比这两个年份接下来一段时间的估值，结合当前成本已经出现明显的下移（图 6）的事实，有理由认为 24 年上半年猪价重心应较 22 年同期出现更为明显的下移，对应于盘面对偏近月份认为其仍存高估，对远月估值则基本合理，未来有赖于偏差定价，如果近月的下跌能够带弱远月，则对于 07 及之后的远月来讲，未来更倾向于存在多头方的预期差。

考虑当前的市场节点，节前最后一波消费启动在即，市场等待屠宰端的第二波放量，前期价格在大猪压力和偏弱消费的带动下弱势震荡一个月有余，当前大猪压力部分释放，消费渐有起色，同时盼涨情绪下压栏、二育以及抓仔猪等投机操作再起，受此带动盘面或短期偏强震荡，但结合 22 和 23 年的同期表现，叠加后期压力再度袭来的可能，此阶段现货上涨概率持续性不佳，操作上建议等待情绪和反弹高点，近月高空为主。

免责声明

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，并鼓励交易者征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。

研究报告不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

公司总部

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：www.wkqh.cn