

生猪季报

2023年9月28日

公众号二维码

银河农产品及衍生品



负责人：蒋洪艳

021-65789251

联络对接：贾瑞林

021-65789256

油脂研究：陈界正

粕猪研究：陈界正

玉米淀粉：刘大勇

棉禽研究：刘倩楠

白糖研究：黄莹

本报告主笔：陈界正

期货从业证号：

F3045719

投资者咨询从业证号：

Z0015458

☎:021-60329673

供应压力仍存 四季度猪价以高波动为主

第一部分 前言概要

三季度全国各地生猪价格整体迎来一轮小幅反弹，价格运行重心较二季度略有抬升。本轮涨价或主要受几方面因素影响，首先，前期价格过于悲观养殖端普遍降体重，随着生猪出栏体重持续下滑，市场大猪供应开始紧张，收购价提高带动整体猪价出现上涨；其次，三季度期间持续增加的出栏和下滑的冻品库存也暗示了消费端表现出一定的好转迹象；此外，冬季仔猪腹泻病导致三季度成猪数量略有下滑，几者共同叠加后，期、现货市场迎来一轮小幅回暖。但基本面上看，供应压力仍在主导市场，无论从哪家机构公布的数据来看，三季度生猪出栏量均是同比达到高位，这也暗示了国内产能维持高位的情况。虽然近期能繁母猪产能去化，但进度仍然较慢，因此供应量大可能会制约价格反弹高度。

整体来看，我们认为进入四季度以后，生猪价格可能会呈现先跌后涨态势。分阶段来看，10月期间生猪现货价格更多偏下跌为主，从产能变化情况上看，10月期间成猪供应量将会有所增加，而于此同时，10月本身也是猪肉消费的淡季，缺少利多支撑，在此背景下，10月期间猪价可能会在9月的基础上再出现小幅下调。但是进入11月以后供需的反转可能会带动猪价呈现季节性反弹，首先，需求上来看，四季度本身是猪肉的需求旺季，腌腊备货以及天气转凉后食品厂和终端消费可能会因此呈现好转态势；另一方面，由于今年春节前后，受疫情影响，母猪配种出现阶段性减少，因此四季度成猪数量可能出现阶段性减少，而与此同时，市场大猪数量仍然不多，因此供应也有可能出现阶段性收紧的情况，受此影响，11月后生猪价格可能仍有一定的上涨机会。因此预计四季度国内猪价将以高波动状态为主。

第二部分 行情回顾

3 季度全国各地生猪价格整体呈现触底反弹态势，截止 9 月底，东北地区生猪均价 15.75-15.9 元/公斤，较 2 季度末上涨 2.25-2.45 元/公斤，华北地区猪价 16.05-16.35 元/公斤，上涨 2.2 元/公斤，河南山东地区 15.95-16.1 元/公斤，上涨 2.05-2.3 元/公斤，华东地区 16.25-16.9 元/公斤，上涨 2.3-2.55 元/公斤，华中地区 15.85-16.05 元/公斤，上涨 2.2-2.25 元/公斤，华南地区 15.85-16.15 元/公斤，上涨 1.5-1.7 元/公斤，西南地区 15.8-16 元/公斤，上涨 2.2-2.25 元/公斤。产区价格整体涨幅更大，反应供应端矛盾体现的更加明显，整体来看，本轮生猪价格上涨主要发生在 7 月末至 8 月中上旬期间，其上涨原因仍然在于大猪供应收紧以及整体成猪供应数量的减少，而二次育肥入场量的增加也放大了这轮猪价的上涨高度。但进入 8 月下旬以后，市场对高猪价接受度减少加之本身成猪数量呈现恢复，价格在原先高点上开始呈现小幅回落。

图1：2季度期间全国猪价（元/公斤）

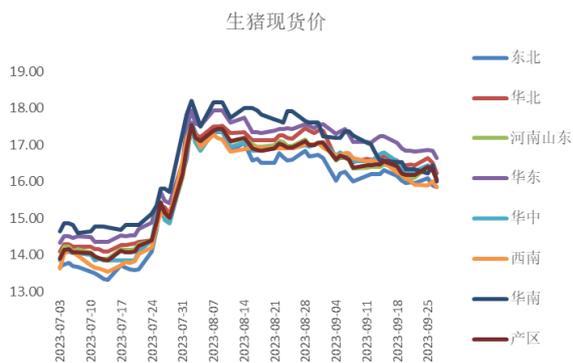
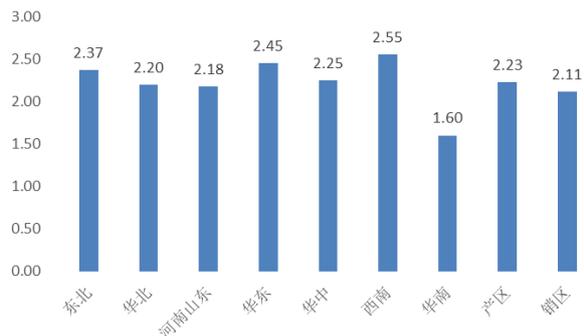


图2：2季度各区域价格涨跌表现（元/公斤）



数据来源：银河期货、博亚和讯

期货盘面上看，三季度国内生猪期现货价格整体保持较高的相关性，09 合约基差波动幅度不大，期现回归方式也更多以围绕 0 附近小幅震荡后呈现自然回归状态。09 合约贴水现货进入交割月后，基差整体表现出一定的回落态势，主要因现货下跌幅度相对较大，因此期货贴水进入交割月更多反应了对跌价后的担忧。

盘面结构上看，近远月合约之间盘面结构整体有向 back 结构转换的倾向，11-1 与 11-3 月间价差持续走强，而这一方面受到合约季节性因素的影响，另一方面也反应了现货正由第二季度的宽松开始逐步向收紧转换。

图3：生猪现货-主力合约基差（元/吨）



图4：生猪现货-09合约基差（元/吨）



数据来源：银河期货、博亚和讯、同花顺

图5：生猪期货盘面结构（元/吨）

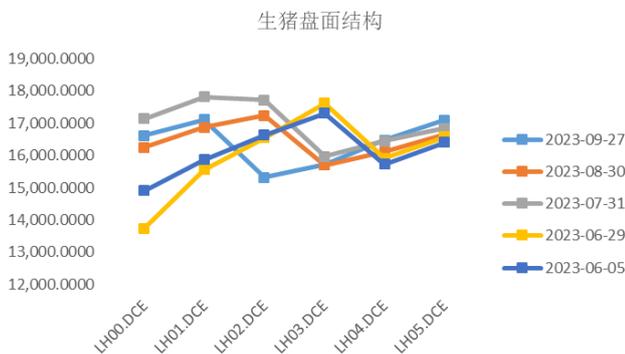
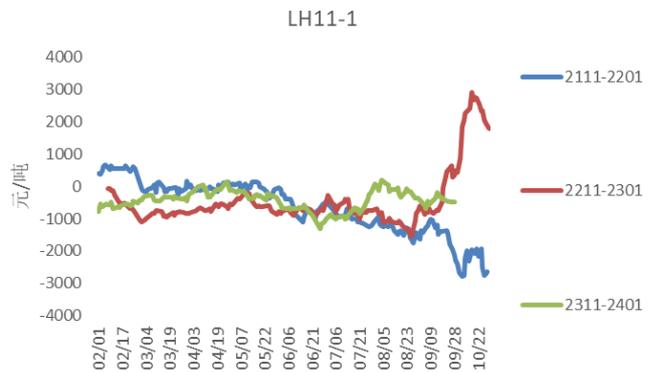


图6：生猪11-1价差（元/吨）



数据来源：银河期货、博亚和讯、同花顺

第三部分 基本面分析

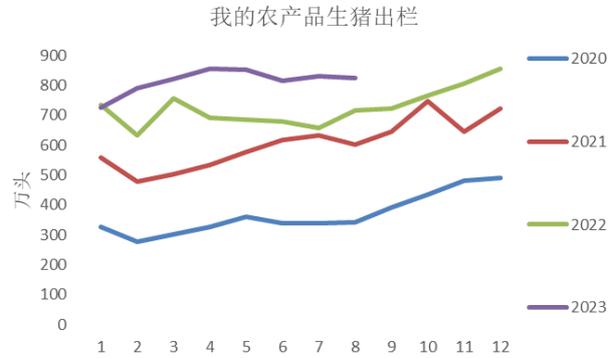
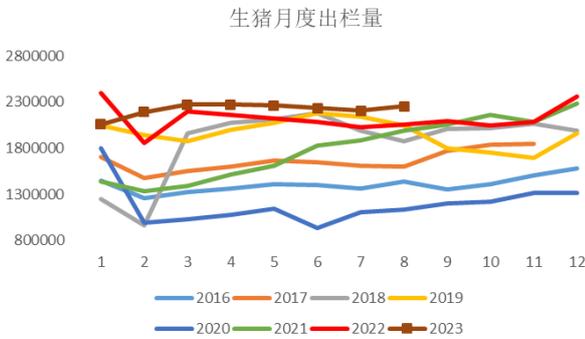
一、供应端：高供应格局维持 生猪出栏体重恢复速度偏慢

三季度仍然是国内生猪产能释放高峰期，各机构虽然判断稍有差异，但整体均显示同比继续增加。我们对9月生猪出栏量环比进行调增5%，后续可看到各家口径均显示三季度出栏量增加，其中涌益三季度生猪出栏同比增加10.17%，我的农产品生猪出栏同比增加17.57%，卓创同比增加28.57%，其差异主要因样本点略有不同，但均反应了出栏量较大的事实。而出栏体重方面来看，7-8-9月生猪出栏体重整体呈现逐步回升状态，主要因为年初以来大猪存栏量大幅下滑后，生猪出栏体重下降至低位，下游开始有一定的压栏意愿，体重呈现恢复性增长。不过需要关注的是，我们认为当前国内生猪出栏体重增幅相对一般，市

场压栏表现明显低于 2021 年，从涌益公布的数据来看，当前大体重猪源占比增速相对较慢，这一方面减缓了供应释放压力，同时也在一定程度上制约了本轮猪价的上漲空间。

图7：样本点生猪出栏量-涌益（头）

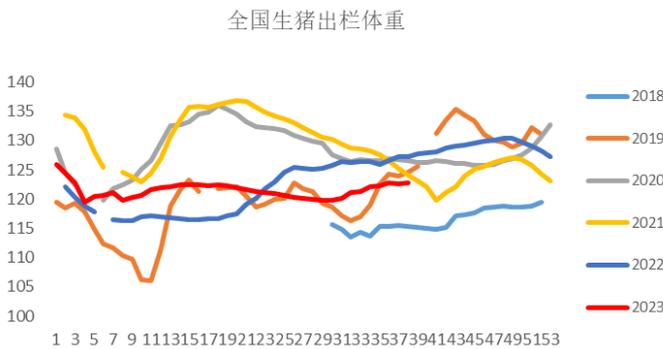
图8：样本点生猪出栏量-我的农产品（万头）



数据来源：银河期货、涌益、我的农产品

图9：生猪出栏体重-涌益（公斤）

图10：生猪出栏体重-我的农产品（公斤）



数据来源：银河期货、涌益、我的农产品

由于母猪产能仍然较大，进入 4 季度后，商品猪高供应特点可能仍未完全改变，但存在阶段性的缩减机会。由于今年春节前后国内非瘟疫情比较严重，母猪带仔淘汰数量有所增加，同时仔猪腹泻病也对仔猪存活率产生不利影响，因此预计 11 月期间成猪供应可能会呈现阶段性减少。但 12 月生猪出栏量可能会重新开始增加。

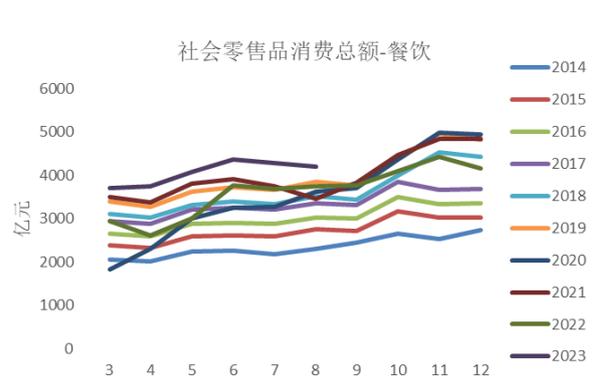
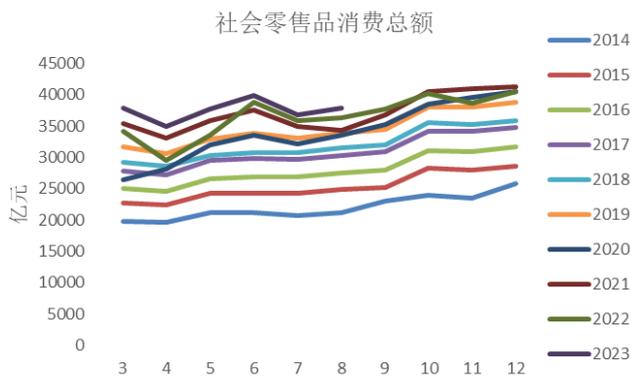
总体而言，4 季度生猪出栏总量大概率还会增加，变数主要体现在出栏体重上，7 月下旬以来，生猪出栏体重虽有小幅回升，但增速相对偏慢，且大猪数量较少，同时我们对 10 月份猪价相对悲观，这可能导致 11 月供需矛盾体现前，生猪出栏体重仍然偏低位运行。

二、需求端：三季度消费状况略有好转 但是生猪需求表现不大

防疫政策放开以来，国内消费确实出现明显恢复，7-8-9月社会零售品消费总额有所增加，8月社会零售品消费总额3.79万亿，其中餐饮类4212亿，零售类3.37万亿，对比2019年（疫情前）来看，8月社零总额同比增长11.9%，其中零售类同比12.26%，餐饮类同比9.2%。而累积同比总量增14.84%，餐饮13.21%，零售15.04%。说明整体消费状况是相对不错的，餐饮方面消费并不悲观。

图11：社会零售品消费总额

图12：社会零售品（餐饮）类消费总额

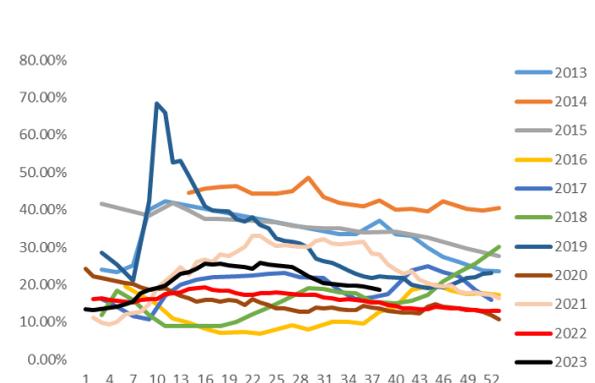
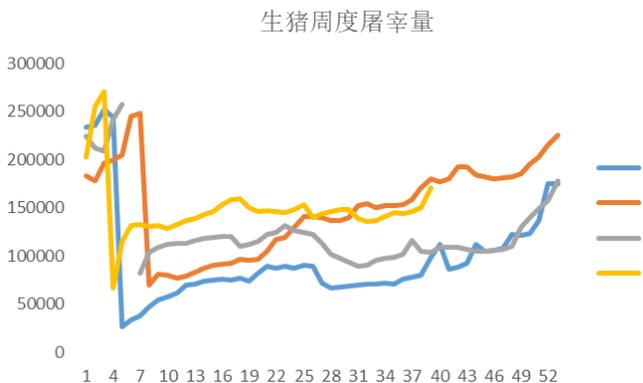


数据来源：银河期货、国家统计局

但从餐饮切换到猪肉方面其实仍有较长逻辑，其中涉及到食品价格、消费倾向、品种替代等多方面的综合影响。草根调研来看，我们倾向于三季度猪肉消费略有好转，但是边际改善力度可能不及整体消费恢复状况。具体来看，3季度生猪屠宰量呈现逐月增加，但与此同时，国内冻品库存在逐步下滑，这一定程度反应了猪肉需求在逐步增加中，而在此期间价格并未因此下滑，所以在此期间猪肉实际上是去库伴随着涨价实现的，本质是消费的好转。8月以来的涨价虽然对需求有一定的压制，但整体影响有限，进入9月以后，由于双节备货影响，猪肉消费量呈现进一步增长。

图13：生猪高频屠宰量

图14：冻品库存

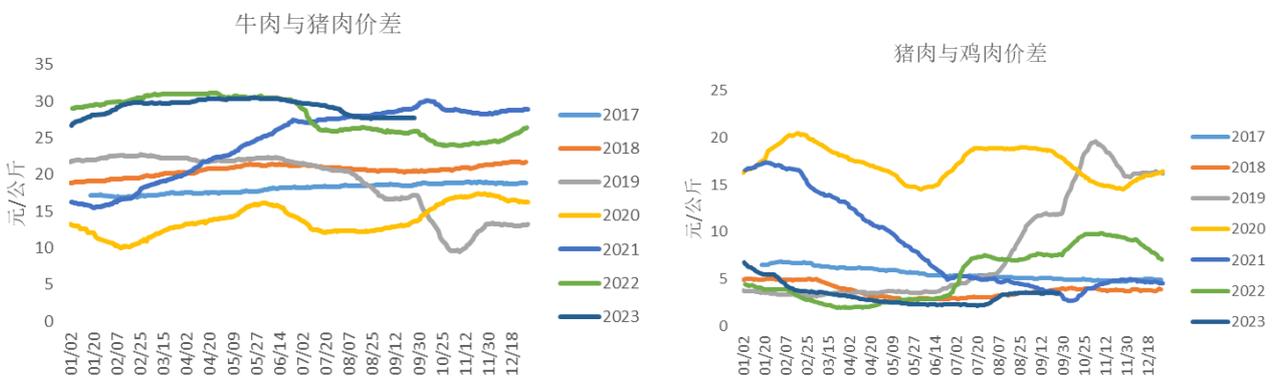


数据来源：银河期货、涌益咨询

需要关注的是，三季度猪肉消费虽然呈现逐月增长状态，但与牛肉以及鸡肉的价差整体仍处于历史偏低水平，反应猪肉消费较其他肉品而言仍然缺乏竞争力。我们认为猪肉消费表现不足主要有几方面原因：首先，3 季度国内冻品库存仍然处于相对偏高水平，同时市场对于后市行情不太看好，这导致短期冻品去库压力增加，进而对鲜品消费产生冲击；其次，三季度仍然是传统的猪肉消费淡季；最后，过去几年猪瘟疫情以及下游消费结构的调整已经导致居民肉类消费结构出现了改变，猪肉可能已一定程度被其他原料替代。

图15：牛肉与猪肉价差

图16：猪肉与鸡肉价差



数据来源：银河期货、国家统计局

整体来看，我们对 4 季度猪肉消费维持谨慎乐观态度，一方面，国内消费仍然在逐步恢复状态，其对于餐饮的拉动作用也会大概率维持；另一方面，从季节性看，4 季度本身是猪肉消费旺季，加之当前猪价本身不算太高，所以对于腌腊大概率还是维持偏乐观思路；此外，当前猪肉较其他肉类的性价比来看还是不错的，对于终端亦或是食品厂采购来看，都具有较大的吸引力。

三、养殖利润与产能：利润好转幅度有限 产能预计仍在去化中

三季度国内生猪养殖利润呈现好转态势，因本季度内价格重心略有上移。8 月中旬，生猪自繁自养利润 69 元/头，较 7 月末上涨约 320 元，外购仔猪利润-19 元/头，较 7 月末上涨约 330 元，而出售仔猪毛利也由此前-110 元上涨至-84 元，涨幅达到 26 元/头。本轮养殖利润的好转主要受益于养殖端大猪供应收紧，适重猪源出栏量减少以及二次育肥的陆续入场。猪价自 8 月中旬开始呈现小幅回落态势，截止 9 月末，自繁自养和外购仔猪在此转入全面亏损阶段，但二者差值略有收窄，当周自繁自养亏损 48 元/头，外购仔猪养殖亏损 99 元/头，出售仔猪亏损 127 元/头，造成二者差值减少的主要原因或仍在于 3 月以来仔猪价格出现一轮下跌，外购仔猪成本压力减少。

图17：自繁自养利润

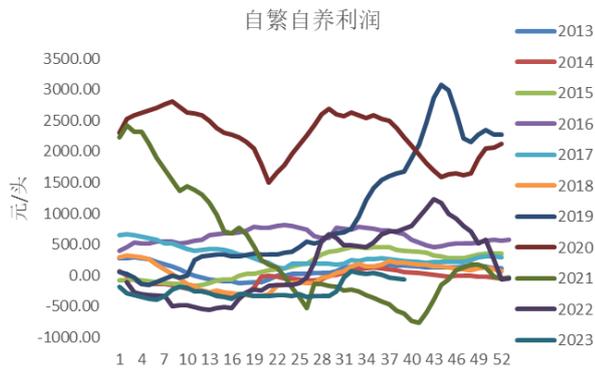
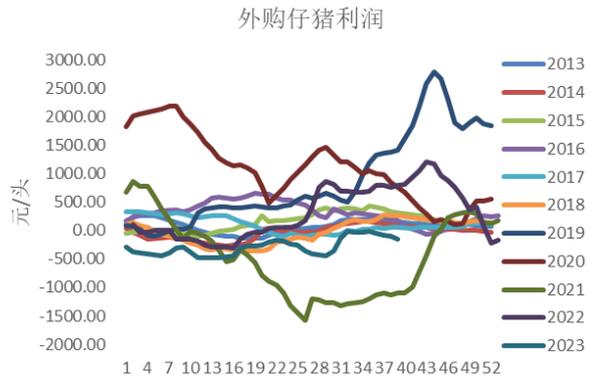


图18：外购仔猪利润



数据来源：银河期货、同花顺

此外，三季度国内饲料成本价格整体仍然较高，截止9月末，育肥猪饲料均价3.85元/公斤，较6月末上涨0.08元/公斤，原料成本仍然居高不下。新玉米上市收获前，国内玉米走势仍以偏强为主，而豆粕方面，由于油厂开机率持续偏低，豆粕库存偏低影响，价格仍然居高不下，也一定程度对成本端形成抬升动力。

图19：育肥猪饲料价格



图20：豆粕玉米价格



数据来源：银河期货、同花顺

整体来看，进入四季度以后成本可能会略偏下行，一方面，10-12月出栏的生猪主要对应4-6月补栏的仔猪和去年12月至今年2月配种的母猪，在此期间，仔猪和母猪价格均整体呈现下行态势，另一方面，四季度国内新玉米上市，供应方面有所改善，而国内大豆进口量也在增加，油厂压榨利润持续改善，豆粕现货价格整体也偏走弱。此外，由于四季度国内生猪需求可能会偏好转，这可能会带动猪价重心有所上移，因此，四季度生猪养殖利润或对比3季度继续好转。

图21: 母猪价格

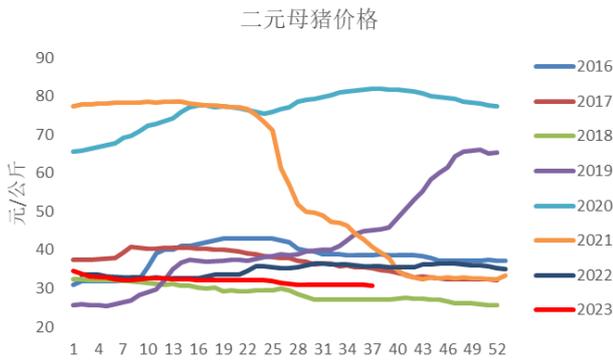


图22: 仔猪价格



数据来源: 银河期货、同花顺

产能方面来看, 3 季度国内能繁母猪存栏呈现持续去化态势, 其中农业农村部口径显示, 截止 8 月能繁母猪存栏 4241 万头, 环比下降 0.7%, 同比下降 1.92%, 较上季度末环比减幅在 1.28%左右。但三方口径可能略有差异, 其中涌益口径显示较上季度环比下降 0.18%, 同比下降 1.93%, 卓创环比降 0.56%, 同比增 8.84%, 我的农产品季度环比增 0.36%, 同比增 5.01%, 各家口径统计结果差异相对较大, 不过结合市场变化情况以及草根调研了解的情况来看, 我们倾向于能繁母猪产能在此期间呈现去化态势, 具体有几方面原因。首先, 三季度多数期间, 自繁自养利润呈现亏损, 其中虽有部分时间利润阶段性好转, 但利润本身不高, 且市场预期一般, 因此本身并不支持大量的母猪补栏; 其次, 纳入统计的能繁母猪一般是进入能繁阶段的, 但是从后备母猪销量上来看, 进入能繁需要 3 个月左右的滞后期, 二季度养殖持续亏损实际后备母猪销量和配种都不算太高; 此外, 三季度期间, 淘汰母猪和商品猪比价呈现快速回落状态, 反应淘汰母猪数量整体有所增加, 涌益口径淘汰母猪屠宰量 7-8 月环比略有增加, 因此, 我们认为能繁母猪存栏在三季度或呈现下滑状态。

图23: 能繁母猪存栏-农业农村部

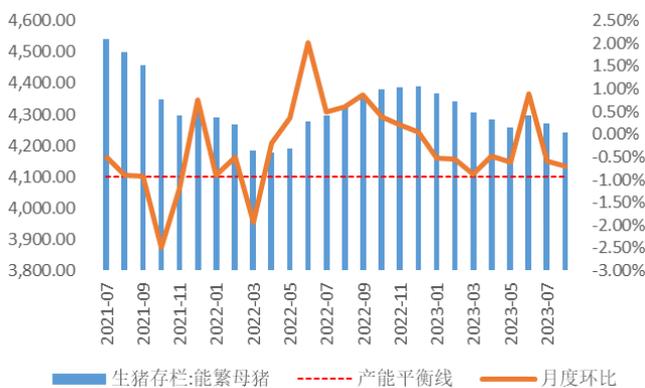
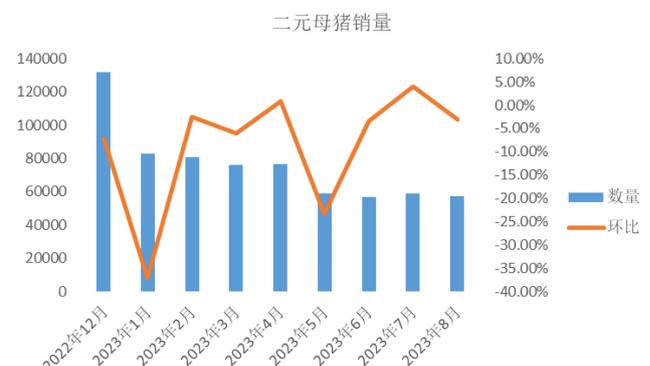


图24: 规模企业种猪销售量



数据来源: 银河期货、农业农村部、涌益咨询

图25：淘汰母猪屠宰量淘汰母猪与商品猪比价



图26：淘汰母猪屠宰量环比



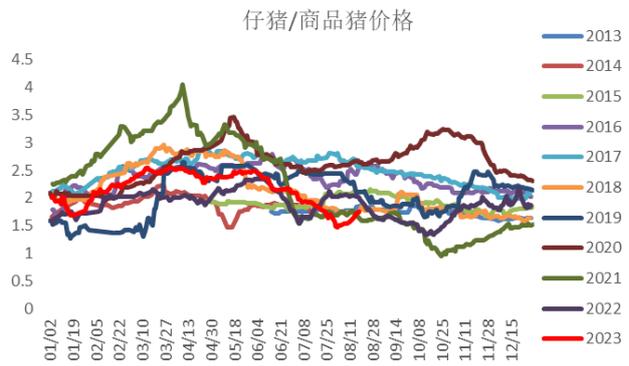
数据来源：银河期货、涌益咨询

三季度期间，仔猪价格开始逐步跌落神坛。截止9月21日当周，15公斤仔猪价格380元，较6月底下跌93元，其实仔猪价格下跌从今年6月开始就已经有所显现。我们认为导致仔猪价格下行的主要原因仍然在于产能相对偏大，具体来看，由于3季度对外销售的仔猪主要是去年年末配种产生的，当期国内能繁母猪数量并不小，所以供应相对宽松；而需求方面来看，外购仔猪养殖利润一直不好，市场投机性补栏积极性也不高。最后，可以看到，此前仔猪价格一直维持高位本身存在较多的不合理因素，由于年初以来市场普遍对后市行情比较看好，引发散养户及社会场投机性补栏的情绪，另一方面，由于规模企业对于猪苗相对惜售也造成了实际贸易量的减少。二者共同叠加下导致了仔猪价格的一轮非理性上涨。而在补栏进入季节性淡季后，仔猪市场也开始逐步回归基本面，价格承压下行。需要说明的是，8月中下旬15公斤仔猪价格出现了一轮上涨，主要因养殖端布局年前价格的反弹，但整体来看，我们认为空间不大。

图27：仔猪价格（元/公斤）



图28：仔猪/商品猪



数据来源：银河期货、同花顺

第四部分 综合分析及市场展望

三季度全国各地生猪价格整体迎来一轮小幅反弹，价格运行重心较二季度略有抬升。本轮涨价或主要受几方面因素影响，首先，前期价格过于悲观养殖端普遍降体重，随着生猪出栏体重持续下滑，市场大猪供应开始紧张，收购价提高带动整体猪价出现上涨；其次，三季度期间持续增加的出栏和下滑的冻品库存也暗示了消费端表现出一定的好转迹象；此外，冬季仔猪腹泻病导致三季度成猪数量略有下滑，几者共同叠加后，期、现货市场迎来一轮小幅回暖。但基本面上看，供应压力仍在主导市场，无论从哪家机构公布的数据来看，三季度生猪出栏量均是同比达到高位，这也暗示了国内产能维持高位的情况。虽然近期能繁母猪产能去化，但进度仍然较慢，因此供应量大可能会制约价格反弹高度。

整体来看，我们认为进入四季度以后，生猪价格可能会呈现先跌后涨态势。分阶段来看，10月期间生猪现货价格更多偏下跌为主，从产能变化情况上看，10月期间成猪供应量将会有所增加，而于此同时，10月本身也是猪肉消费的淡季，缺少利多支撑，在此背景下，10月期间猪价可能会在9月的基础上再出现小幅下调。但是进入11月以后供需的反转可能会带动猪价呈现季节性反弹，首先，需求上来看，四季度本身是猪肉的需求旺季，腌腊备货以及天气转凉后食品厂和终端消费可能会因此呈现好转态势；另一方面，由于今年春节前后，受疫情影响，母猪配种出现阶段性减少，因此四季度成猪数量可能出现阶段性减少，而与此同时，市场大猪数量仍然不多，因此供应也有可能出现阶段性收紧的情况，受此影响，11月后生猪价格可能仍有一定的上涨机会。因此预计四季度国内猪价将以高波动状态为主。

第五部分 策略推荐

1. 单边：10月前期，LH2311 合约建议沿 17000 附近逢高抛空为主；在 10 月后现货价格预计将逐步触底，01 合约考虑沿 16000-16500 区间布局多单，滚动操作；

2. 套利：LH11-1 价差逢高介入反套

3. 期权：节后考虑 11 月合约布局卖出看涨期权，短期参照卖 LH2311-C-17000 为主

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 银河农产品

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号白玉兰广场 28 层

网址：www.yhqh.com.cn

邮箱：yhqhgtsyb@chinastock.com.cn

电话：400-886-7799