

生猪季报

2023 年 3 月 31 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

玉米白糖：蒋洪艳

棉禽研究：刘倩楠

航运研究：蒋洪艳

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

✉chenjiezheng_qh@chinastock.c

产能释放周期延续 期现回归压力加大

第一部分 前言概要

一季度国内生猪市场整体以供需偏宽松为主，无论从出栏量还是出栏体重上看都处于相对偏高水平，因而整体猪肉供应比较宽松。造成当前供应偏宽松的原因主要在于去年养殖产能的连续释放以及二次育肥在此前所导致的积压。虽然市场一度因为看好后市出现压栏惜售的情绪，但在二次育肥偃旗息鼓以后，养殖户出栏意愿开始重新增加，普通养殖企业、规模场基本以顺势出栏为主，加上春节前后因为非洲猪瘟疫情的影响，预计 1 季度整体生猪出栏量偏高。

需求端来看，一季度短暂出现过需求景气的阶段，这与整体餐饮消费量的增加，猪肉价格优势改善以及屠宰企业的建库都存在一定联系。但是随着价格的上涨，终端消费开始有一定的抵触情绪，并且从近年来消费表现上看，国内肉类消费结构可以出现了一定的变化，因而在部分时间段可能会出现消费不及预期的情况。综合来看，我们认为 1 季度生猪价格的回落主要受到基本面供需偏宽松的影响所致，受养殖利润持续亏损影响，预计近期国内能繁母猪及生猪存栏将继续呈现去化态势。

展望二季度，我们认为国内生猪产能仍在持续释放中，虽然一季度出栏略高于预期可能会对后市出栏潜力有所透支，但整体来看量级比较有限，在猪价整体处于下行通道的情况下，二次育肥意愿也会减少。需求端可能会因为二季度节假日的增多有所改善，但我们估计整体市场仍将以供需偏宽松为主，价格继续维持偏弱运行。

风险：消费不及预期 猪瘟疫情反复

第二部分 行情回顾

1 季度期间，国内生猪价格整体表现出反季节性以及宽幅震荡两大特征。具体来看，一般春节前猪价通常呈现稳步上涨，但可以看到，在此期间猪价不涨反跌，并且需求方面几乎无任何有效提振的迹象；而春节后猪价一般都会呈现季节性的下跌态势，然而在此阶段商品猪、仔猪反而走出一段“小阳春”行情。本轮生猪的过山车行情从 2 月底开始偃旗息鼓，伴随着收储政策的结束以及短期猪价的快速上涨，全国各地价格开始重新进入下行通道，市场整体以宽幅震荡为主。

不论何种原因来看，1 季度期间整体猪价是全面下行的，截止当前一周，各地均呈现不同程度的下跌，其中东北地区下跌 0.35-0.7 元/公斤，华北地区下跌 0.6-1 元/公斤，华东下跌 0.25-0.9 元/公斤，西南下跌 0.55-1.45 元/公斤，华南下跌 0.5-1 元/公斤，销区下行压力更大。我们认为 1 季度生猪价格的走势特征主要受到市场一致性预期调整以及产能释放导致，相较于市场真实白条需求，建库以及二次育肥带来的隐蔽性需求影响更大。

图1：1季度期间全国猪价（元/公斤）

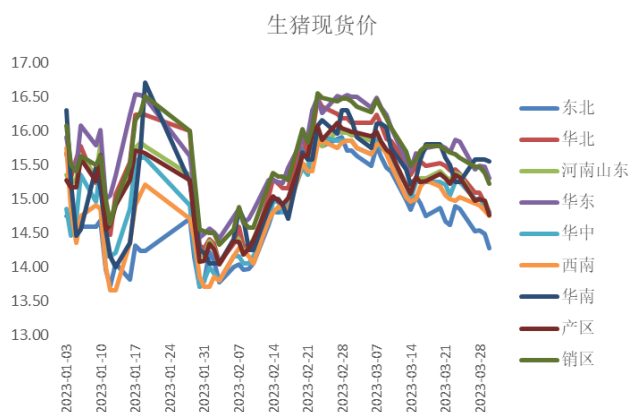
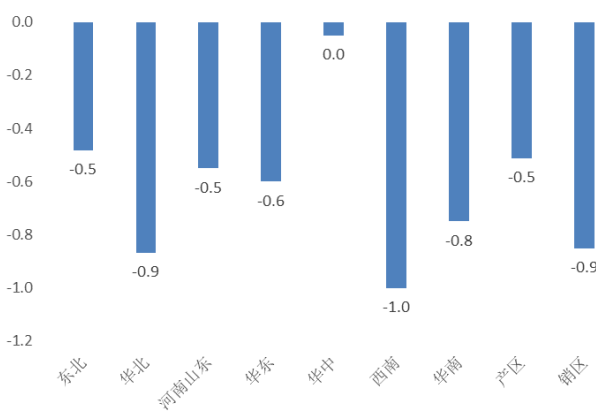


图2：1季度各区域价格涨跌表现（元/公斤）



数据来源：银河期货、博亚和讯

1-3 月期间，生猪期现货之间整体表现较好的联动性，虽然部分时间期货会略有抢跑，但基本以跟随现货运行为主。在此期间，期货整体呈现升水于现货运行，并且伴随着交割月临近，期货向现货的靠拢增加，基差回归良好。而盘面结构上看，远月整体以升水于近月运行为主，LH59 价差自年初平水附近一路下跌至-2500 以下，这一方面反应了市场普遍看好远月行情，但另一方面也反映了在基本面相对偏弱的情况下，现货整体偏弱运行特征。

图3：生猪现货-主力合约基差（元/吨）

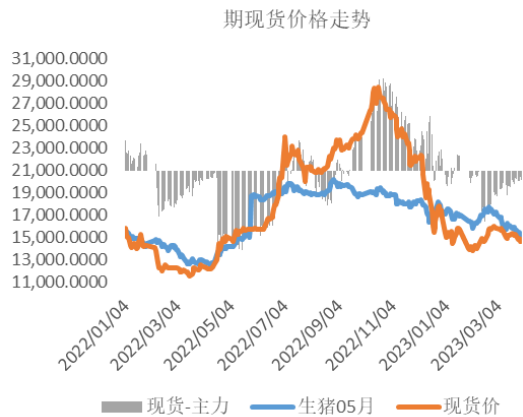


图4：生猪现货-05基差（元/吨）



数据来源：银河期货、博亚和讯

图5：生猪59价差（元/吨）

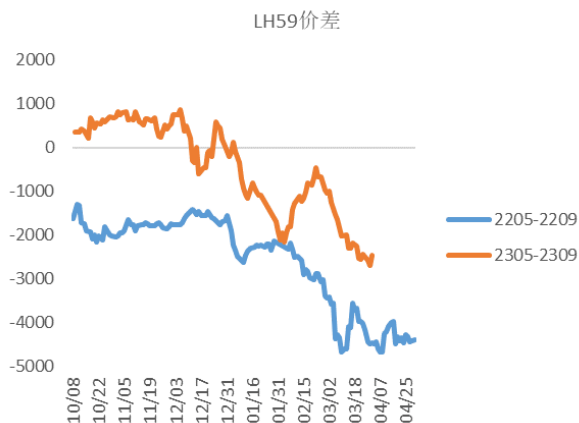
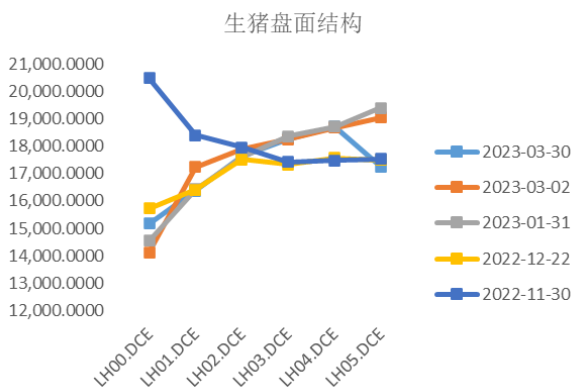


图6：生猪期货盘面结构（元/吨）



数据来源：银河期货、博亚和讯

第三部分 基本面分析

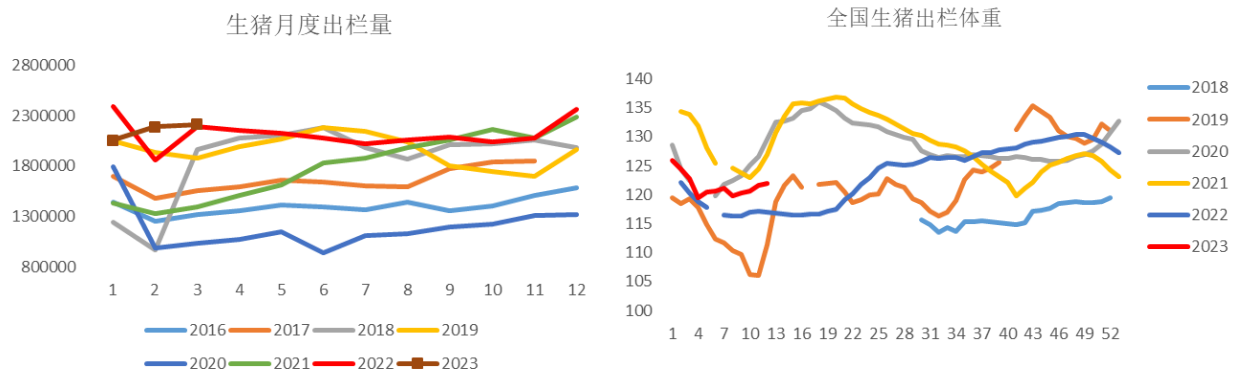
一、供应端：供应压力中性偏高 节奏性调整影响加大

整体来看，一季度国内生猪供应压力处于中性偏大状态，其中一方面源于生猪本身出栏量相对较大，另一方面出栏体重较去年同比略有增加。具体来看，从涌益口径统计的月度出栏量来看，1-3月期间预计出栏同比增加0.22%，出栏体重增加3.4%，因而在一季度期间整体猪肉的供应量较去年有一定幅度增加，虽然生猪绝对出栏体重低于2020及2021年水平，但实际出栏量处于历史同期相对偏高水平，因而整体来

看，今年一季度实际猪肉供应比较宽松。1 季度供应压力增加主要受到几方面因素影响：首先，去年本身能繁母猪产能较大，供应压力在不断体现，尤其在去年 3 季度以来国内大量育肥户参与补栏，导致年末大体重猪源积聚数量较大，二次育肥在年前并未完全完成出栏工作；另一方面，春节前后，国内再度出现季节性的非瘟疫情，养殖户整体压栏惜售情绪减弱，部分地区更是有集中出栏表现。但归根结底来看，我们认为核心原因还是源于近年来国内养殖产能的持续增加以及繁育技术的提高，基础母猪产能释放效应在明显增加。

图7：生猪出栏量

图8：生猪出栏体重



数据来源：银河期货、涌益资讯、wind 等

高供应背景下，一季度生猪价格整体以弱势下行为主，但节奏的变化的确为价格带来了一些波动。在市场一致性预期猪价将形成快速上涨的背景下，养殖户有压栏惜售表现，另一方面二次育肥开始重新入场抢跑后市行情，这直接导致了 2 月中上旬全国猪价呈现了一轮比较可观的上涨。但 2 月中旬以后，伴随着需求端利好的结束，生猪价格开始滞涨，养殖户出栏意愿开始增加，叠加二次育肥的出栏量也在逐步增加，整体供应端开始转为宽松。因而我们认为一季度生猪市场更多以偏宽松运行态势为主，节奏性影响成为主导行情变化的最主要原因。

进入 2 季度以后，国内生猪供应预计继续维持宽松态势。一方面，4-6 月期间所出栏的生猪直接对应了去年 2 月至 4 月能繁母猪的存栏及配种情况，而在此期间基本属于生猪产能的上升周期，另一方面，此前二次育肥补栏的生猪在二季度仍有较强的释放压力，虽然猪瘟可能导致一季度国内生猪有超量出栏的情况，但超量出栏部分更多转为冻品库存，后续也会形成隐性压力，并且，据草根调研了解的数据，疫情造成的超量出栏不算很大，因而对后市透支相对有限，并且部分受损产能也在此后被修复，在整体在产能释放的背景下，供应仍是处于恢复阶段。

二、需求端：消费回暖不及预期 关注 2 季度政策调整空间

整体来看，1 季度期间国内猪肉消费在 2 月经历了一个“小阳春”。一方面，春节前，国家发改委发布号召——鼓励屠宰企业适当增加库存，而据草根调研了解的情况来看，在此期间屠宰企业确实频频有建库动作，看涨情绪增加。根据涌益口径显示，截止最近一周，样本点屠企冻品库存由 1 月初 14.75% 上升至当前的 21.37%，库存增速处于近年来偏高水平，此外，2 月下旬官方也完成了年内第一轮猪肉收储计划，原计划 20000 吨，实际最终成交 7100 吨。另一方面，从肉品比价关系来看，猪肉和牛肉以及鸡肉价格之间价差也在明显拉大使得猪肉消费优势凸显，因为自去年以来其他肉类需求状况较好，这间接导致猪肉的性价比优势开始增加。此外，疫情管控政策放松以后，国内消费开始有明显的放松迹象，1-2 月中国社会零售品消费总额同比上升 3.5%，其中餐饮类消费同比上升 9.2%，而这是在 2021 年基础上增加的数，众所周知，2021 年春节期间，国内政策放松力度较大，消费恢复状况相对较好。因而经折算来看，今年 1-2 月期间整体餐饮消费较 2019 年同比增速仍然能达到 14% 左右，所以本身餐饮消费较好也一定程度对猪肉需求形成了拉动。

图9：冻品库存

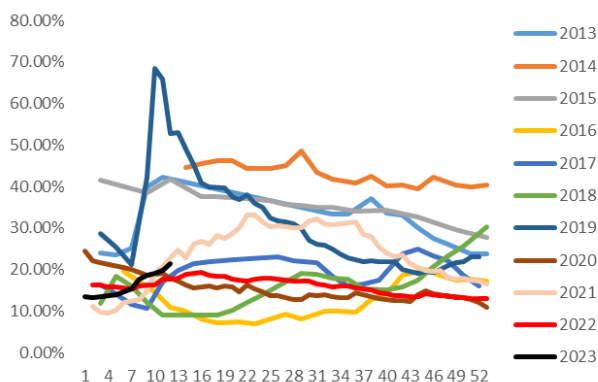
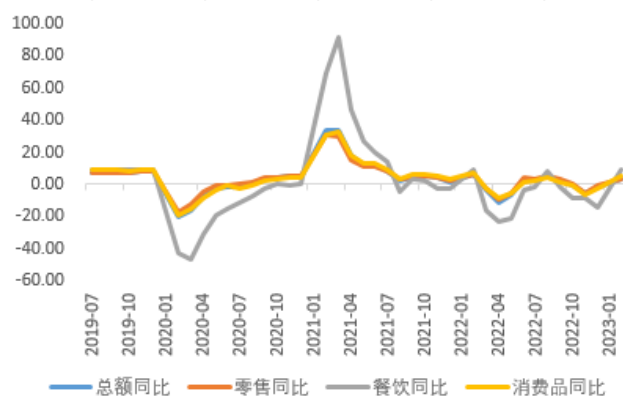


图10：社会零售品消费总额



数据来源：银河期货、涌益资讯、wind 等

图11：牛肉-猪肉价差

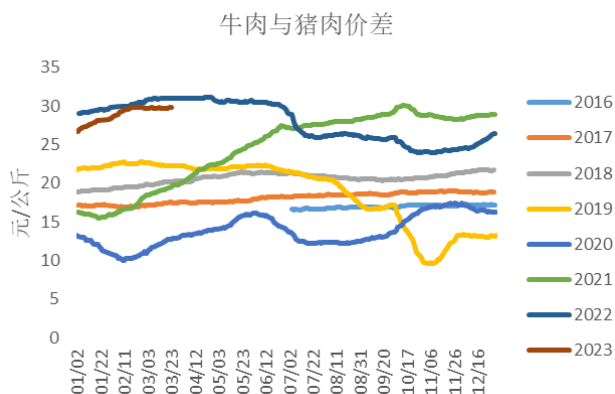
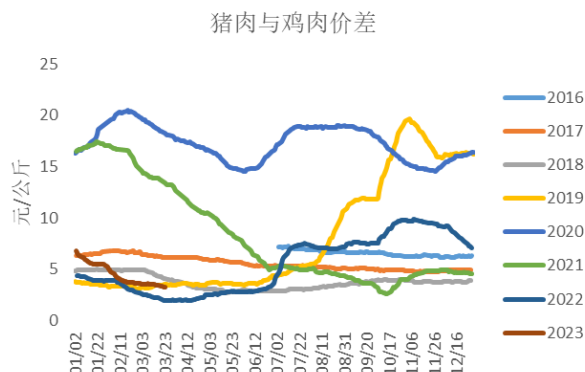


图12：猪肉-鸡肉价差（元/公斤）



数据来源：银河期货、农业农村部

不过本轮“小阳春”延续时间并不长，2月以来随着猪价快速冲高，屠宰企业亏损压力明显增加，收购意愿减弱，并开始频繁出现压价动作。在猪价本身并不算太高的情况下，屠企亏损反应了终端对高价猪肉承载能力在减弱，此后我们也看到猪肉鲜销率增速明显放缓，屠企被动累库。

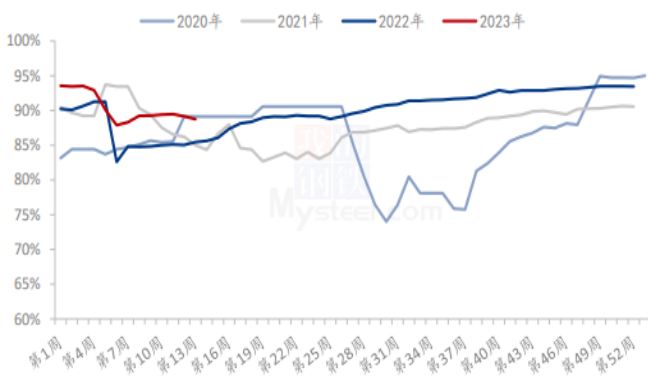
猪肉消费一直以来难以被直接量化，即使我们通过产量倒算，得出的结论也仅是表观需求。但是从市场信息的直观反馈上来看，我们认为经历非洲猪瘟大幅减产以来，国内肉品消费结构已一定程度出现变化，猪肉消费弹性有所增加，一方面食堂团膳类消费的增加导致商家更倾向于使用性价比更高的食材；而近年来居民消费水平在不断改善中，禽肉、水产、反刍消费占比也在逐步提高。虽然尚且没有充足数据表明居民消费倾向变化，但我们认为在其他肉类增速加快，居民总体餐饮需求提高而猪肉消费仍然偏弱的情况下，猪肉近年来可能存在一定被替代的压力。

2季度猪肉消费基本面向好但空间可能不大，一方面，年后通常是消费淡季而后逐步恢复，4-5-6月伴随着节假日的增多以及天气的逐步回暖，餐饮消费恢复是市场大趋势，另一方面，其他肉品挤占的空间也在逐步缩小。此外，年后以来，全国猪粮比价一直维持在5：1-6：1区间，即在2级预警线以内，如果价格再度出现深跌，也不排除可能有新的收储计划，消费会相对偏利好，但我们认为空间不大的原因主要在于餐饮对于消费拉动的边际开始有减弱迹象，因而该逻辑还需进一步验证。

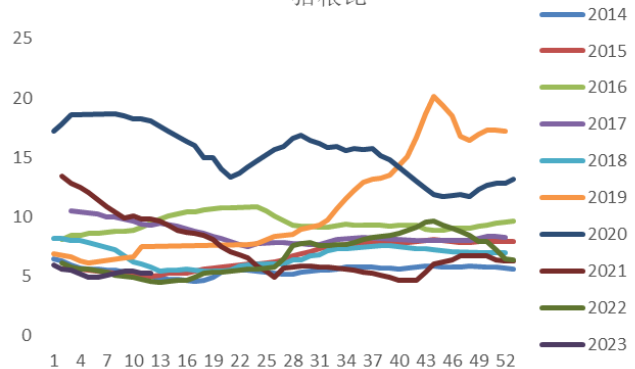
图13：屠企鲜销率

图14：猪粮比

2020-2023重点屠宰企业鲜销率走势图（单位：百分比）



猪粮比



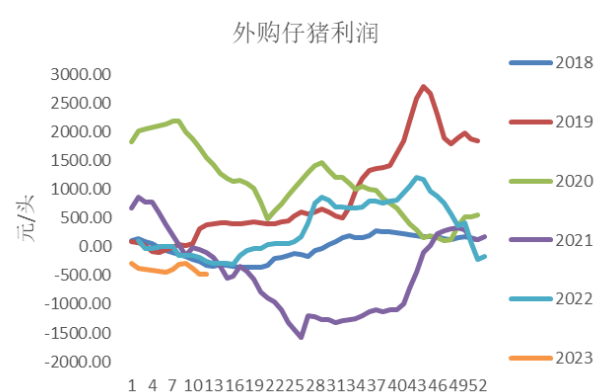
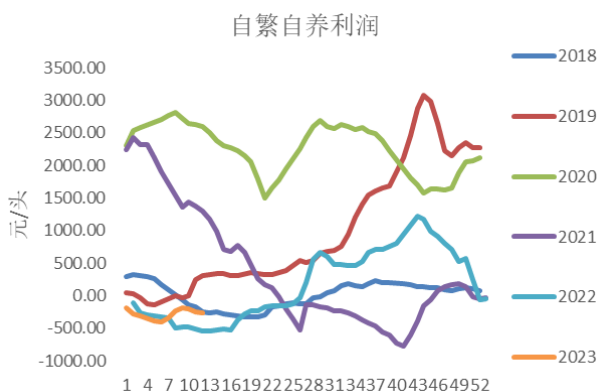
数据来源：银河期货、我的农产品、wind

三、养殖利润与产能

1 季度全国生猪养殖仍然处于深度亏损中，其中外购仔猪利润-300-500 元/头，自繁自养利润-250-300 元/头，而与之相对应的是去年 4 季度头均利润能达到 600-700 左右，去年一季度在-200-300 元/头。生猪养殖利润最大的影响因素仍然在于猪价，即使今年饲料原料价格波动较大，但因为货值远小于生猪，其影响明显低于销售价格的变动。市场供需仍然是影响养殖利润波动的最主要因素，基于前文分析，可以看到一季度生猪市场以供需偏宽松为主，同时猪价的下行本身也伴随着一定的季节性因素影响，从历史数据情况来看，除产能大幅增加的年份外，最近几年一般亏损周期都在 6 个月以内。考虑到当前养殖利润深度倒挂，豆粕玉米价格整体以下行为主，去年 11 月以来开始呈现亏损，我们认为利润基本已经见到低点，2 季度生猪养殖利润亏损可能会有所收窄。

图15：自繁自养利润（元/头）

图16：外购仔猪利润（元/头）



数据来源：银河期货、wind

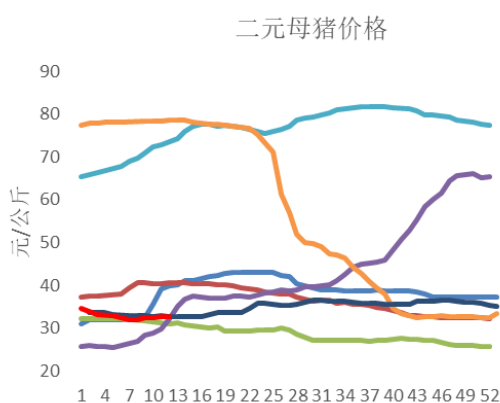
数据显示，一季度国内能繁母猪存栏呈现持续去化态势，其中农业农村部口径 2 月能繁母猪存栏环比

下降 0.6%，涌益口径 2 月能繁存栏环比下降 1.84%，我的农产品-0.17%，这与当前持续亏损的情况相互对应，去化幅度相对符合预期。小幅去化导致月内母猪价格整体变化有限，近期的下跌受到几方面影响，一方面因为当前是母猪补栏淡季，加之养殖业深度亏损，企业补栏母猪意愿不强；另一方面，自用母猪变多导致近年来母猪市场成交量呈现连续下滑状态，集团场、规模企业多自备产能，而中小型企业也更多以外购仔猪为主，因而母猪价格实际难以反应真实的市场供需状况。淘汰方面看，因为春节前后，国内非洲猪瘟有一定的蔓延迹象，部分地区产能去化有所加快，不过我们认为在仔猪维持高价的情况下，母猪本身并不具备大幅去化的基础，可以看到 1 季度淘汰母猪与生猪比价整体仍处于高位。

相较于母猪方面，仔猪市场在一季度表现景气。从年初 26 元/公斤一路上涨至 38 元/公斤，累积涨幅达到 43%，一般而言，仔猪补栏更加灵活，周期更短，因而在市场看涨意愿较强的时候，仔猪价格会更领先，1 月中旬以来仔猪涨价一方面因季节性补栏旺季，另一方面也反应了养殖户的看涨情绪。不过随着仔猪价格上涨到 37 元/公斤以上，远月的出栏成本已经明显攀升，养殖户补栏表现也开始表现得更加谨慎，在短期情绪不佳的背景下，我们预计进入 2 季度后仔猪价格可能会呈现逐步走弱态势。

图17：二元母猪价格（元/公斤）

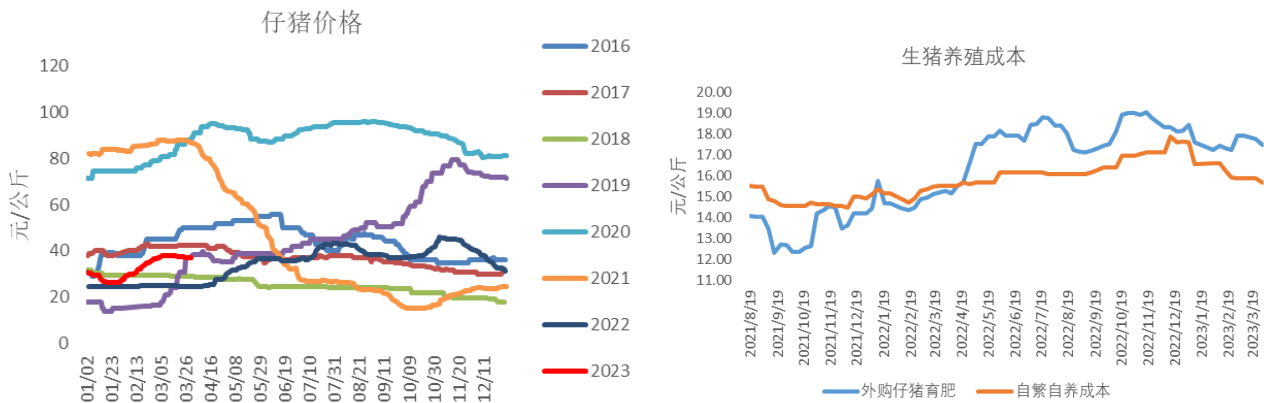
图18：淘汰母猪/商品猪



数据来源：银河期货、涌益资讯、wind

图19: 仔猪价格(元/公斤)

图20: 生猪养殖成本(元/公斤)



数据来源: 银河期货、涌益资讯、wind

第四部分 综合分析及市场展望

基于前文分析,我们认为二季度现货市场可能仍然不具有太好的上涨基础。虽然一季度出栏略高于预期可能会在一定程度上透支后市出栏潜力,但因为量级有限并且超量出栏部分多形成了库存,这会在未来形成潜在供应,另一方面,从能繁母猪以及新落地仔猪数来看,今年二季度仍然是新增产能释放的周期,在此背景下,供应本身是在增加。部分观点认为猪价较低的情况下可能会引发养殖户二次育肥的情绪,但我们认为,二次育肥本身更多只能作为行情的放大器而非彻底改变市场的价格周期,宽松环境下难以改变价格趋势。而需求方面来看,二季度节假日增多有利于拉动餐饮消费,但从近年来旺季不旺的特点上看,我们认为餐饮消费增加对于猪肉需求拉动的边际影响可能有所减弱,这一点在一季度已经能够看出。因而基于此,我们认为二季度市场仍将以供需偏宽松为主,价格继续维持偏弱运行。

05 合约持续升水于现货本身面临着较大的套保与交割压力,在现货看不到亮点情况下,预计将以偏弱运行为主。但远月方面,我们认为深跌基础可能不大,一方面,短期期货盘面交易的逻辑仍然在现货,而现货与产能情况将更多作为衡量远月的尺度,09 合约在 17000-18000 左右价格对于自繁自养以及外购仔猪所能给出的利润都非常有限。而去年 12 月以来能繁母猪存栏开始下滑,适逢 9 月以后进入产量减少周期,并且考虑到仔猪存活率以及近期猪瘟的影响,我们预计下半年猪价可能会有一定的反弹,这同样也会对远月期价形成支撑。因而期货方面压力或更多体现在近月,远月深跌空间有限。

第五部分 策略推荐

1. 单边：LH2305 继续以逢高沽空思路对待，LH2309 合约运行区间预计 17000-18500；
2. 套利：LH59、LH79 以反套为主
3. 期权：对于养殖企业可以逢高锁定远期出栏利润，买 LH22309-P-18500&卖 LH2309-C-19000&卖 LH2309-P-16000



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。本报告清晰准确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：yqhgtstyb@chinastock.com.cn

电话：400-886-7799