

节奏重置，真实便成为不真实

走势评级：生猪：看涨
报告日期：2024 年 6 月 28 日

★ 上半场：没有人会两次踏进同一条河流

很庆幸在产业与投机的搏击中，LH 并未丧失定价价值，多空力量势均力敌。进入 2024 年，再度回归趋势与节奏，我更倾向于定义其为偏强的趋势与节奏，但整体强度并不及 2022 年。回顾上半年的养殖市场，显而易见的一点是，行业规模结构的调整已经从本质上改变投机环境，产业集约化格局形成。即使是最不理性的投机者，依然没有选择让自己踏进同一条河流，在周期投机过程中维持相对谨慎。

★ 下半场：节奏重置，真实便成为不真实

2024 年下半年将迎来更多争议下的博弈，关于产量触底回升，也关于旺季消费与投机。当前的普遍认知是：1) 需求端：消费整体走弱且不及预期，淡季需求主要来自阶段性节假日备货以及二育、压栏支撑，但好在冻品旧货已陆续出库，全年消费或无功无过；2) 供应端：由 23 年母猪减产带来的供应降量正在兑现，供应降量与投机后体重抬升两者之间的矛盾日益凸显，但尚未产生实质性转折点。当下的一致期待是：投机节奏重置下旺季需求将真切检验价格，预期反复或成为常态。

★ 投资建议

预期与现实交织，首先由预期引领现实，其次才是现实修复预期。在上半场，我们看到产量下行带动价格走强，配合投机拉动淡季超涨，盘面逢大幅回调做多逻辑坚挺。而回过头来，在预期过热、现实未能跟上或存在利空因素干扰的阶段，盘面首先跟随现货回调，而后产业对价格信心适当挤出，降低一致预期下的极端风险。因此并不存在所谓的真实与不真实，在投机市里，节奏重置通过构造新的真实以打破真实兑现的既定路径。

策略上，关于主力合约 LH2409，我们维持跟随现货波段操作建议，LH2409 合约短期支撑位 17,000 元/吨，压力位 18,000 元/吨；此外，可关注逢大幅回调后分批进场做多 LH2411、LH2501 机会；25 年淡季合约暂时维持偏空看法。套利角度，可继续关注 9-11 反套。

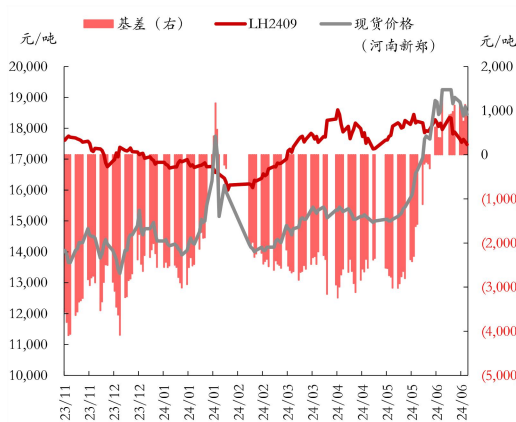
★ 风险提示

饲料原料价格波动、南方降雨、疫病散发



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

主力合约行情走势图（生猪）



相关报告

- 《循此苦旅，以达星辰_240314》
- 《规律习得与拥抱未知：谨慎看待投机&去产_240118》
- 《克制方能行远，低谷亦有鲜花盛开_231204》
- 《供给韧性与需求弹性：接受预期之外_231113》
- 《下半场：质疑上涨，理解上涨，警惕超涨_230920》
- 《周期之变与不变——广东 7 月生猪调研报告_230731》
- 《增产难以逆转，谨慎看待需求弹性_230629》
- 《近忧未解，供给压力犹存——山东 5 月饲料养殖调研报告_230528》
- 《节奏之战，让子弹多飞一会儿_230426》

重要事项：本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。
有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目录

1、上半场：没有人会两次踏进同一条河流.....	4
2、下半场：节奏重置，真实便成为不真实.....	7
2.1、关于产能数据：产能趋势主导周期.....	7
2.2、关于出栏节奏：理论上存在效率转折点，实际受投机干预.....	9
2.3、自我实现的预言：打破与重塑.....	12
3、投资建议.....	15
4、风险提示.....	15

图表目录

图表 1：CR20 大幅提升.....	4
图表 2：出栏均重抬升节奏（下图为环比变动）	4
图表 3：主要上市公司出栏情况.....	5
图表 4：猪价波动.....	6
图表 5：二次育肥销量占比.....	6
图表 6：主力及主力基差走势.....	6
图表 7：生猪主要合约价差走势	6
图表 8：各机构能繁母猪存栏历史变化情况.....	7
图表 9：各机构能繁母猪存栏环比变动.....	8
图表 10：能繁母猪 vs 标猪比价	8
图表 11：能繁母猪淘汰量.....	8
图表 12：二元后备销售价格	8
图表 13：重点养殖企业资产负债率.....	9
图表 14：能繁母猪销量.....	9
图表 15：养殖效率指标变动.....	10
图表 16：育肥出栏预测.....	10
图表 17：屠宰量 vs 出栏量.....	10
图表 18：出栏均重反季节性上涨并高于过去两年同期.....	11
图表 19：标肥价差低于往年同期但在 5 月底显著拉升.....	11
图表 18：涌益：15 家规模饲料企业外销量环比变动.....	11
图表 18：卓创：68 家企业生猪成品料外销环比变动.....	11
图表 22：饲料原料价格波动.....	12
图表 23：二次育肥成本.....	12
图表 24：日度屠宰量波动（钢联）	13
图表 25：日度屠宰量波动（卓创）	13
图表 26：出栏量波动（钢联）	13
图表 27：出栏量波动（卓创）	13
图表 28：鲜销率变动不大.....	14
图表 29：屠宰主动做冻品意愿不高	14
图表 30：白条猪肉/出栏比价.....	14
图表 31：毛白价差.....	14

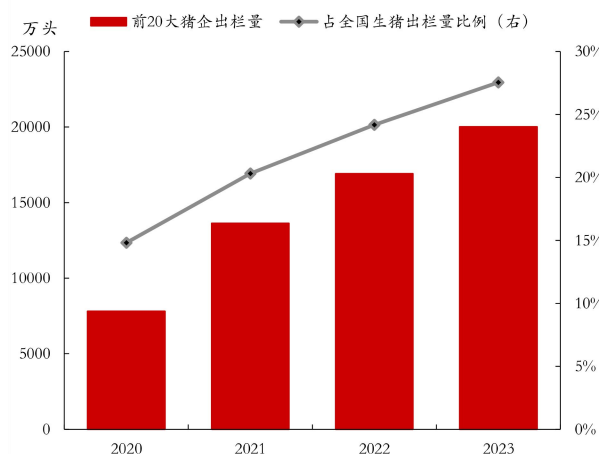
1、上半场：没有人会两次踏进同一条河流

“真理穿着事实的外衣而觉得行动不便，在虚构的想象中，她却转动得舒畅。”现实交织预期，预言自我实现，期现货市场何尝不是。又到了提笔回顾的时候，关于 2024 上半年，生猪这类与其他大宗商品较为割裂且相对独立的期货品种，再一次从诸多争议中经受住了价值风向标的考验。很庆幸在产业与投机的搏击中，LH 并未丧失定价价值，多空力量势均力敌。

没有人会两次踏进同一条河流，没有行业会经历同一种周期阵痛，认知与行为迭代齐头并进。我们对 2022 年及之前与现下的生猪养殖市场作一些切割，“超级疫病”驱动下行业的结构性变革不可逆转，而同时形成新的价格周期起点。大小周期始终围绕“趋势”与“节奏”的主题展开：2022 年，强趋势、强节奏；2023 年，弱趋势、弱节奏。

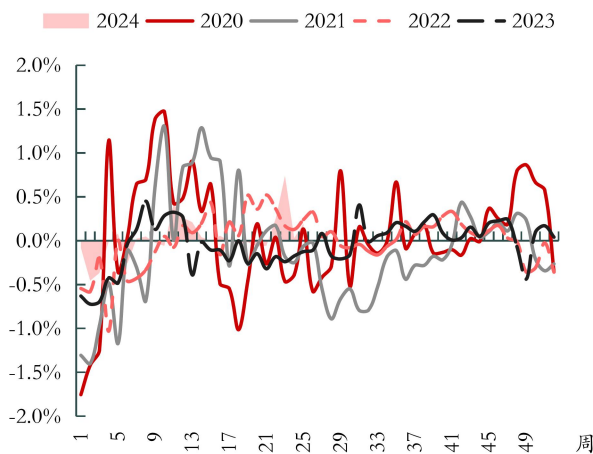
进入 2024 年，再度回归趋势与节奏，我更倾向于定义其为**偏强的趋势与节奏，但整体强度不及 2022 年**。回顾上半年的养殖市场，显而易见的一点是，行业规模结构的调整已经从本质上改变投机环境，产业集约化格局形成，CR20 进一步上升至接近 30% 的水平（鉴于官方出栏数据偏高估，实际 CR20 应当更高），主要上市公司计划出栏仍较 23 年有不小幅度的提升。此外，在相对恶劣的市场环境下，即使是最不理性的投机者，依然没有选择让自己踏进同一条河流，在周期投机过程中维持相对谨慎，出栏均重边际变动较为平缓，直到今年 5 月中下旬出现较大波动。

图表 1：CR20 大幅提升



资料来源：中国猪业高层交流论坛、东证衍生品研究院

图表 2：出栏均重抬升节奏（下图为环比变动）



资料来源：钢联农产品、东证衍生品研究院

图表 3：主要上市公司出栏情况

公司	出栏量（万吨）					
	2022A	2023A	2024E	1-5月累计出栏	完成率（与目标出栏比）	同比增速
牧原股份	6120	6382	7000	2732.1	39.03%	10%
温氏股份	1791	2626	3100	1204.17	38.84%	18%
新希望	1461	1768	1500	740.21	49.35%	-15%
ST天邦	442	712	600	252.32	42.05%	-16%
ST傲农	519	586	200	126.21	63.11%	-66%
大北农	443	605	350	248.99	71.14%	-42%
唐人神	216	371	450	158.93	35.32%	21%
天康生物	203	282	340	114.24	33.60%	21%
华统股份	120	230	400	113.07	28.27%	74%
京基智农	126	185	250	88.01	35.20%	35%
神农集团	93	152	240	85.56	35.65%	58%
金新农	126	105	120	53.34	44.45%	14%

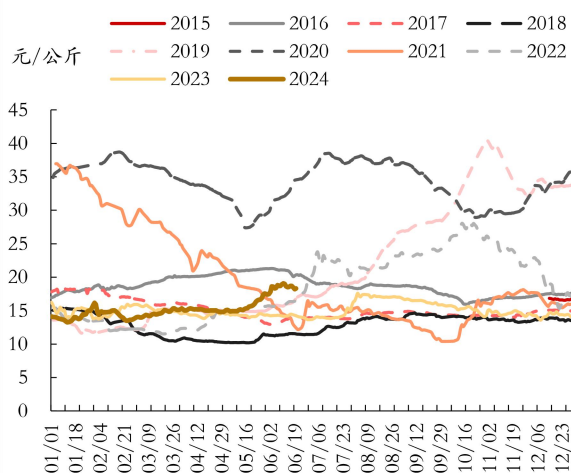
资料来源：上市公司公告、投资者交流公开纪要、东证衍生品研究院

现货市场：24H1，大部分参与者保持了相对理性（这里我们与 22 年的绝对非理性对比），即使春节后现货并未突破前低到达所谓的淡季低价区间。减产背景下，压栏与二次育肥是驱动淡季价格进一步上涨的主要动力。从投机本质来看，追求的无非两类收益：1）猪价整体拉涨；2）肥猪价格相对标猪走高（这里要考虑造肉成本）。春节后已进入传统淡季，而淡季期间的消费结构性调整（肥猪需求走弱）并不支持过度压栏与二次育肥，因此春节后逆势投机的驱动主要来自第一类收益，在利润—产能引导的猪价大周期逻辑下得以强化。5 月以来，二次育肥销量占比再度拉升，此轮拉涨力度渐强，每日出栏价格波动扩大。情绪助推下现货带涨近月合约，某种程度上，产业出现了近似摆烂的心态，养殖涨价传导至屠宰继续上涨，这次他们选择保价而非保量。临近 6 月末，前期二育存量松动轮出，投机冷却，开始进入观望阶段。

期货市场：资金视角，越往下半年走，做价差的顺畅度要远高于单边。主力 LH2409 在突破 18,000 元/吨后始终围绕该点位上下震荡，实则反映高点不确定性。上半年的四次抢跑分别出现在春节后、五一前、五一后与端午后，在生猪上的交易更注重节奏问题。但整体趋势来看，上半年主导盘面走势的依然是多头，可以理解为这是一场战战兢兢的空头与信心未满的多头之间的战役。由此，单边行情往往走得又快又窄，而套利却跟随趋势与投机节奏逐渐走出一条康庄大道，从 5-9 反套到跟随二育入场展开的 7-9 正套再到如今抢跑投机利空下的 9-11 反套。

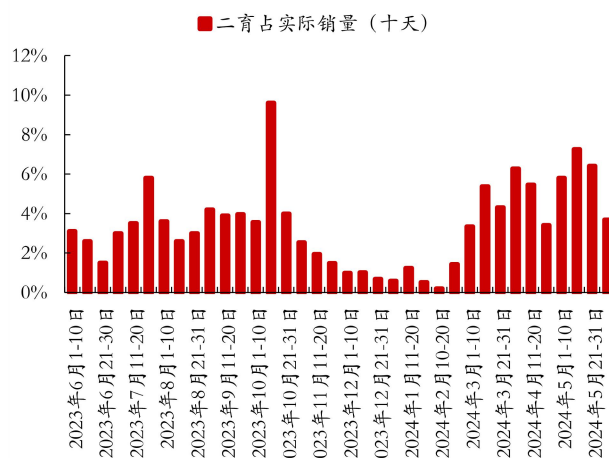
关于真实产量的面纱将逐渐揭开，下半年依然值得期待……吗？

图表 4：猪价波动



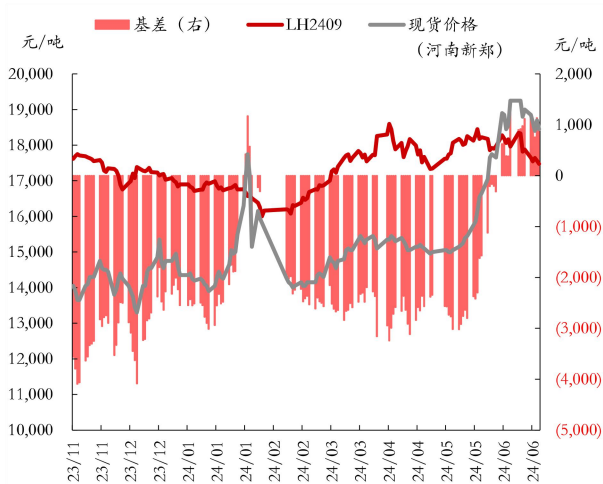
资料来源：钢联农产品、东证衍生品研究院

图表 5：二次育肥销量占比



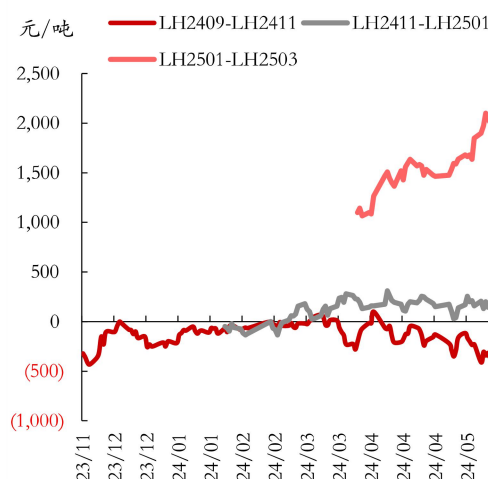
资料来源：涌益咨询、东证衍生品研究院

图表 6：主力及主力基差走势



资料来源：WIND、东证衍生品研究院

图表 7：生猪主要合约价差走势



资料来源：WIND、东证衍生品研究院

2、下半场：节奏重置，真实便成为不真实

2024 年下半年将迎来更多争议下的博弈，关于产量触底回升，也关于旺季消费与投机。当前的普遍认知是：1) 需求端：消费整体走弱且不及预期，淡季需求主要来自阶段性节假日备货以及二育、压栏支撑，但好在冻品旧货已陆续出库，全年消费或无功无过；2) 供应端：由 23 年母猪减产带来的供应降量正在兑现，供应降量与投机后体重抬升两者之间的矛盾日益凸显，但尚未产生实质性转折点。当下的一致期待是：投机节奏重置下旺季需求将真切检验价格，预期反复或成为常态。

2.1、关于产能数据：产能趋势主导周期

周期本质是利润—产能—产量—价格—利润周期。毫无疑问的是，2024 年本质是一轮猪价上行周期，来自于 2023 年连续性减产的推动，而上半年养殖盈利的恢复确定性的使得产能再度趋势增加，2025 年将有望进入新一轮周期博弈。

在官方与民间机构之间公开的产能数据中，我们观察到各机构的数值偏差依然存在，重点依然是趋势而非绝对量。绝对量分化的实质是样本偏差，需要结合样本结构进一步剖析与解读。各家机构的同比变动如下：据农业部公示，5 月末全国能繁母猪存栏 3996 万头，同比下降 6.2%；而钢联农产品规模场样本、涌益咨询以及卓创资讯 166 家规模企业样本数据分别显示，5 月末能繁母猪存栏同降 4.24%、2.63%、0.26%。其中，农业农村部降幅最大，而同为规模场样本的钢联与卓创之间则存在较大分化，当然这里补充说明一点，卓创新增 190 家大型规模养殖场样本显示 5 月末能繁母猪存栏同降 1.72%，与各家之间的差异略有收窄。

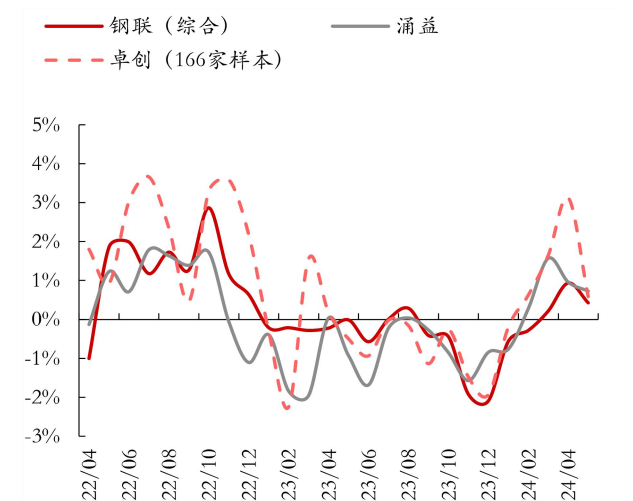
图表 8：各机构能繁母猪存栏历史变化情况

样本来源	24年5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	-4.24%	-4.77%	
涌益	-2.63%	-7.12%	
卓创-166家样本企业	-0.26%	-1.30%	

资料来源：钢联农产品、卓创资讯、涌益咨询、东证衍生品研究院

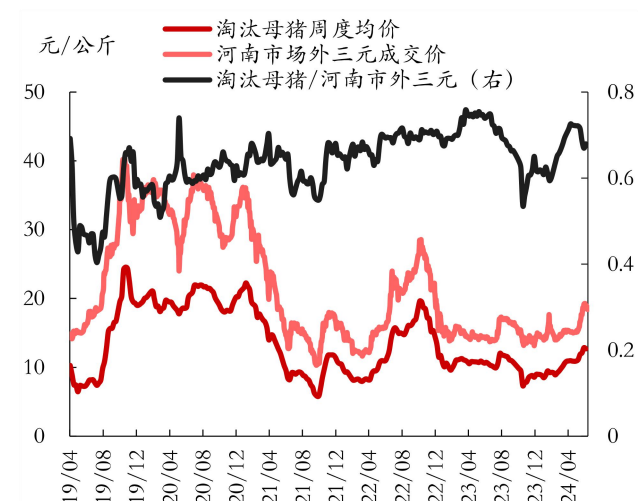
从历史跟踪来看，受养殖深亏影响，2023 年始围绕母猪去产的故事展开，养殖股做多周期逻辑坚挺。2024 年年初至今，伴随猪价企稳且养殖成本改善（尤其饲料价格），行业利润逐渐修复，能繁母猪存栏再度趋势性回升，该趋势已持续 3-4 个月（三方机构数据而非农业部），年内能繁母猪存栏水平大概率稳定偏增。

图9：各机构能繁母猪存栏环比变动



资料来源：钢联农产品、卓创资讯、涌益咨询、东证衍生品研究院

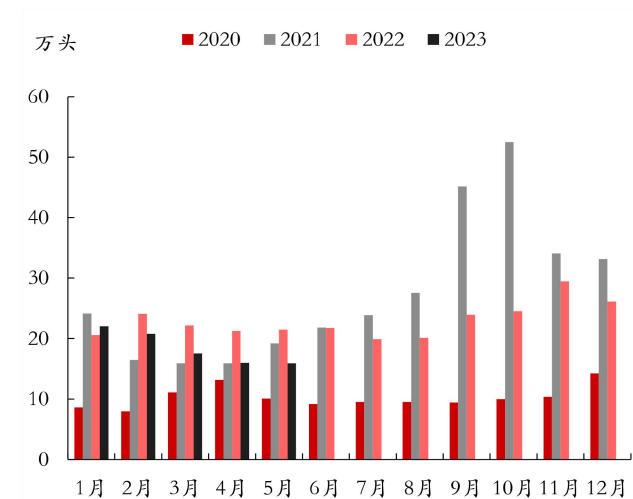
图10：能繁母猪 vs 标猪比价



资料来源：卓创资讯、东证衍生品研究院

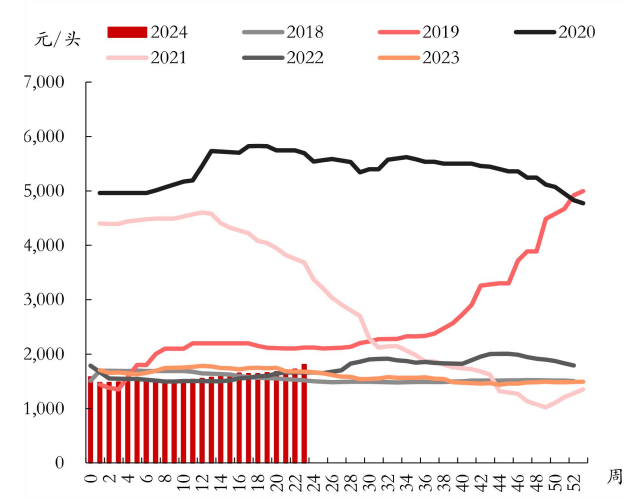
结合淘补情况来看，产能的趋势恢复来自稳定的补栏量与缩减的淘汰量，而淘汰的减量从淘汰母猪/河南外三元比价走强可反映。自2月初比价见底（0.59），4-5月比价维持在0.7上方，主动与被动淘汰量在经营环境改善后显著减少。而养殖企业普遍年初现金流压力较大，资产负债率仍处于高位，因此补栏相对谨慎，新增产能较为稳定。

图11：能繁母猪淘汰量



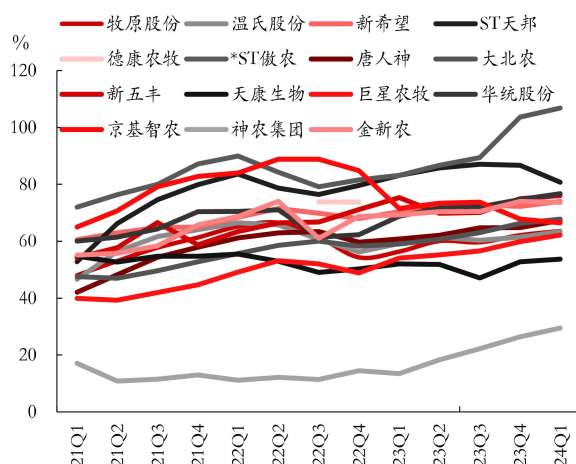
资料来源：卓创资讯、东证衍生品研究院

图12：二元后备销售价格



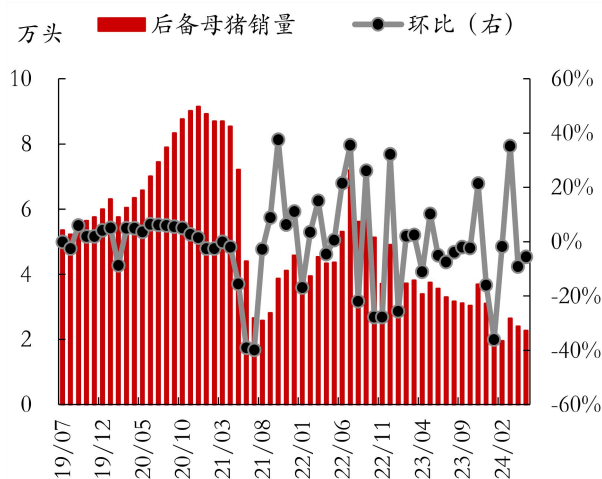
资料来源：卓创资讯、东证衍生品研究院

图表 13: 重点养殖企业资产负债率



资料来源: WIND、东证衍生品研究院

图表 14: 能繁母猪销量



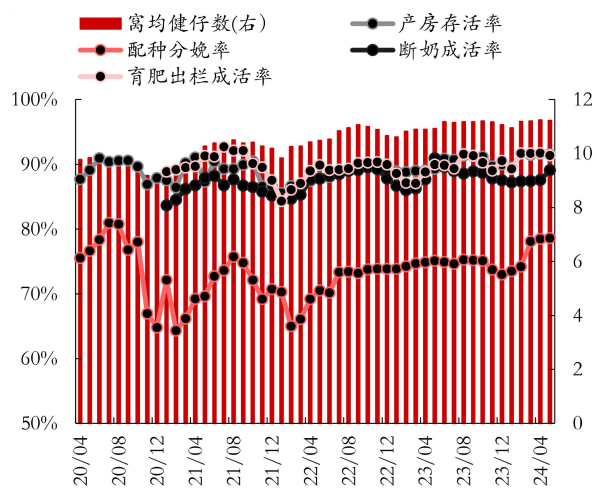
资料来源: 卓创资讯、东证衍生品研究院

2.2、关于出栏节奏：理论上存在效率转折点，实际受投机干预

从单一能繁母猪指标只能判断周期方向，而难对更为细节的出栏节奏作更好把握。因此，我们在判断年内不同季月合约定价的过程中，更关注养殖效率改善下的产仔数量以及对应到不同月度的理论出栏节奏。鉴于上半年养殖效率较去年四季度末存在显著提升，出栏量或有望在今年四季度继续拐头上行，而三季度则产生理论层面的年内出栏低点。从涌益咨询数据推断得到，样本企业 10-11 月月均出栏环比 7-9 月高出 3.9% 左右，而比去年同期高出 2.5%（当然这里不排除样本问题）。

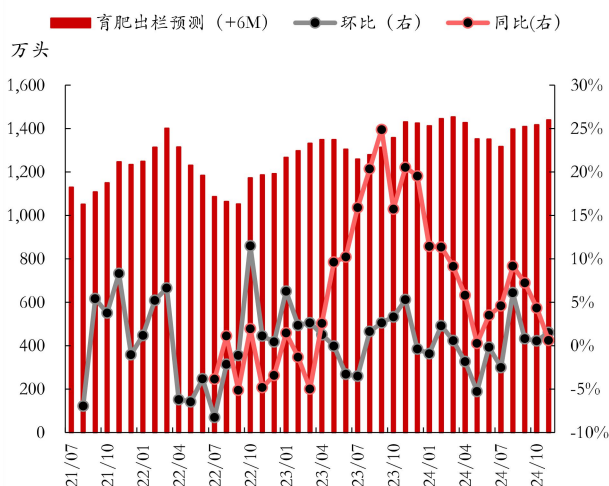
理论出栏节奏取决于历史仔猪落地与育肥成活率，而实际则更多受投机干扰。压栏二育等投机行为能直观反映养殖端对一部分理应去往屠宰的生猪出栏的挤占，下图是我们过去几年常用的宰量与出栏波动强弱对比以及实际月均价环比波动。当出栏环比增幅高于屠宰时，理论上，猪价下跌。但从实际价格来看，2024 年年初至今，出栏月均价维持稳步上涨趋势，稳步上行的背后是实际出栏节奏受产业投机影响。

图表 15: 养殖效率指标变动



资料来源：涌益咨询、东证衍生品研究院

图表 16: 育肥出栏预测



资料来源：涌益咨询、东证衍生品研究院

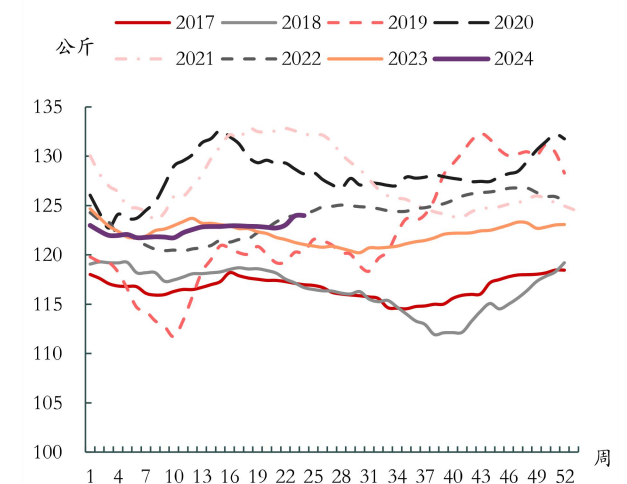
图表 17: 屠宰量 vs 出栏量

	月均价格变化					宰量vs出栏量波动强弱				
	2020	2021	2022	2023	2024	2020	2021	2022	2023	2024
1月		4.80%	-14.82%	-22.33%	-0.81%					
2月	5.35%	-16.51%	-11.00%	0.90%	0.91%					
3月	-6.15%	-7.15%	-3.50%	2.83%	2.80%					
4月	-7.39%	-16.83%	11.01%	-5.30%	2.25%					
5月	-13.28%	-19.35%	14.31%	-0.94%						
6月	15.02%	-21.21%	10.11%	-1.23%						
7月	12.99%	7.32%	29.77%	1.56%						
8月	-0.64%	-5.79%	-1.00%	19.38%						
9月	-6.24%	-16.42%	9.22%	-4.43%						
10月	-15.35%	11.45%	14.35%	-7.55%						
11月	0.57%	27.33%	-11.90%	-3.35%						
12月	13.84%	-5.15%	-21.34%	-1.92%						

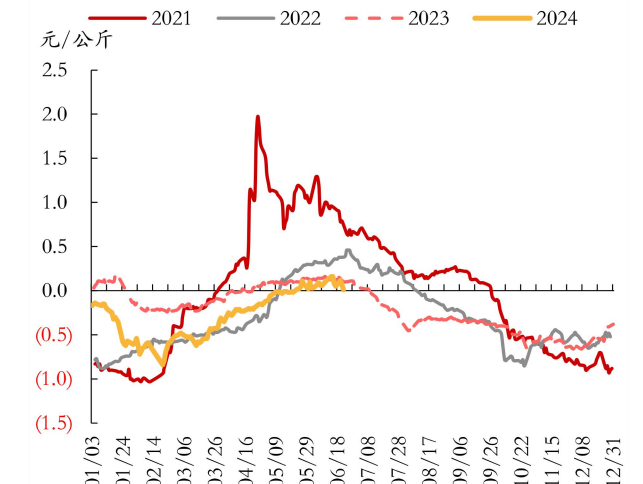
资料来源：卓创资讯、东证衍生品研究院

此外，体重反季节性上涨进一步佐证上述投机事实。我们看到上半年生猪出栏体重仅出现短暂回调，而5月中下旬爆发的投机带动市场对中小猪需求增加，助推现货价格跃升至接近19元/公斤的高位。虽然今年的标肥价差普遍低于历史同期（侧面体现肥猪相对紧缺，存在周期带来的供应缺口），但5月中下旬的二育带动当时价差短期快速拉升，从价差曲线走陡可观察得到。

图表 18: 出栏均重反季节性上涨并高于过去两年同期

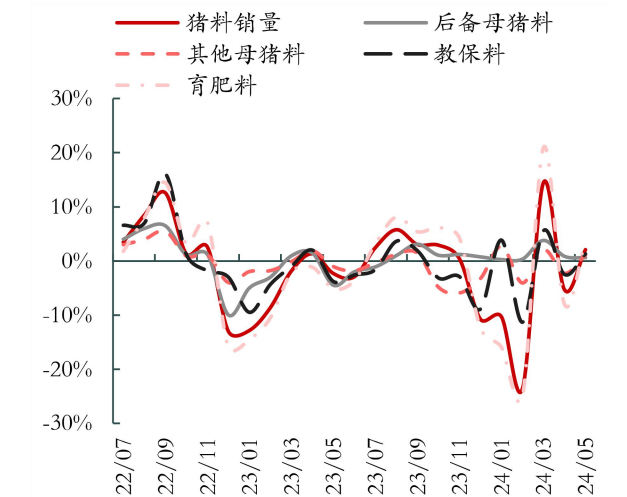


图表 19: 标肥价差低于往年同期但在 5 月底显著拉升



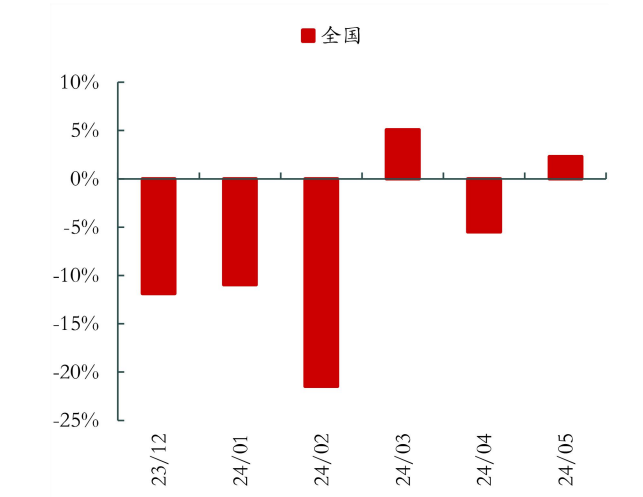
饲料数据某种程度上可反映不同结构生猪存栏变动, 其中育肥料的增量与市场二育、压栏节奏相关度较高。5 月份具体数据体现为: 涌益咨询监测全国 15 家规模饲料企业外销料中, 猪料销量环增 2.1%、后备母猪料环增 0.6%、其他母猪料环增 1.1%、教保料环增 1.3%、育肥料环增 3.8%; 卓创资讯监测 68 家样本企业中, 生猪成品料外销环增 2.31%。从涌益咨询与卓创资讯的外销料来看, 5 月猪价上行, 二育群体补栏积极性较高, 同时散户压栏带动育肥料增量明显, 故其他料销量增速不及育肥料。另外, 鉴于饲料原料价格较去年有较大幅度下滑, 今年做二次育肥过程造肉成本降低同样也给出养殖投机户较好投机市场环境。

图表 20: 涌益: 15 家规模饲料企业外销量环比变动



注: 样本总量的饲料年产量占市场 50% 以上份额。

图表 21: 卓创: 68 家企业生猪成品料外销环比变动



注: 样本总量的饲料年产量占市场 13% 左右份额。

图表 22: 饲料原料价格波动


资料来源：卓创资讯、东证衍生品研究院

图表 23: 二次育肥成本

项目	数值
采购体重（公斤）	115
对应体重区间毛猪价格（元/公斤）	18.1
毛猪采购成本（元）	2081.5
运费+损耗（元/公斤）	0.4
料肉比	3.7
目标出栏体重（公斤）	140
增重量（公斤）	25
增重饲料成本（元）	316.8
总成本（元）	2444.3
最终出栏成本（元/公斤）	17.46

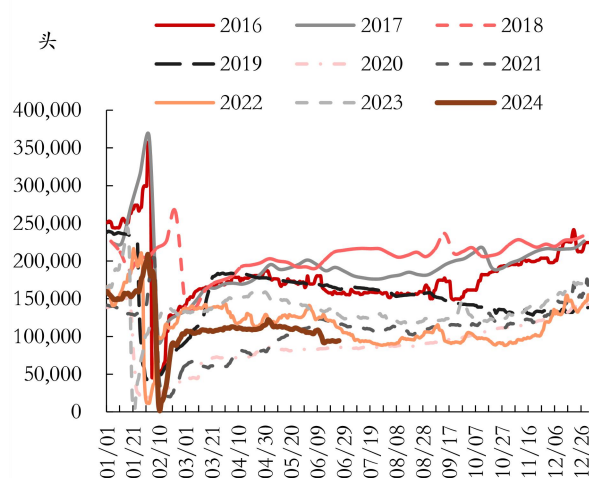
资料来源：涌益咨询、东证衍生品研究院

2.3、自我实现的预言：打破与重塑

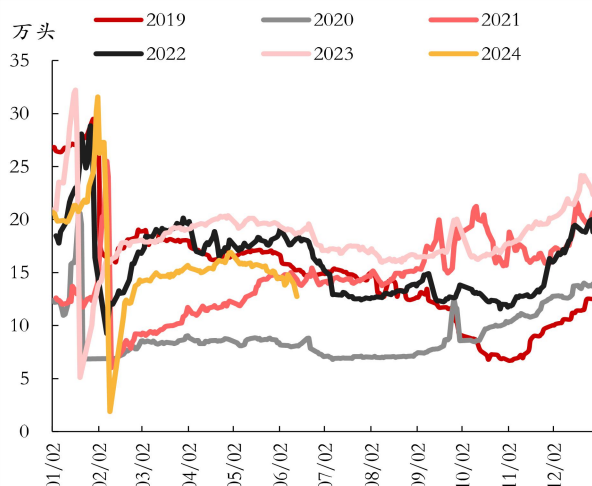
2.1 与 2.2 小节，我们针对产能与出栏节奏给出判断：一方面，近两年能繁母猪存栏的变动对应 24、25 年分别为一轮上行周期以及一轮潜在的下行周期；另一方面，效率的提升使得 24 年淡旺季过度期间存在出栏拐点，旺季猪价上行高度或受限于拐头向上的出栏增量；其次，二育、压栏等投机行为反复影响短期现货走势，当前出栏体重处相对高位。

本节我们将结合需求进一步探讨关于“趋势+节奏”型周期下，猪价兑现过程，自我实现预言的打破与重塑。在本轮周期中，预言对应周期性价格上涨，打破的过程来自前期压栏二育下市场认知的自我修复（比如盘面贴水于现货运行，提前计价国内行为带来的风险），而重塑则是基于现实、预期博弈下再次形成的价格预测。

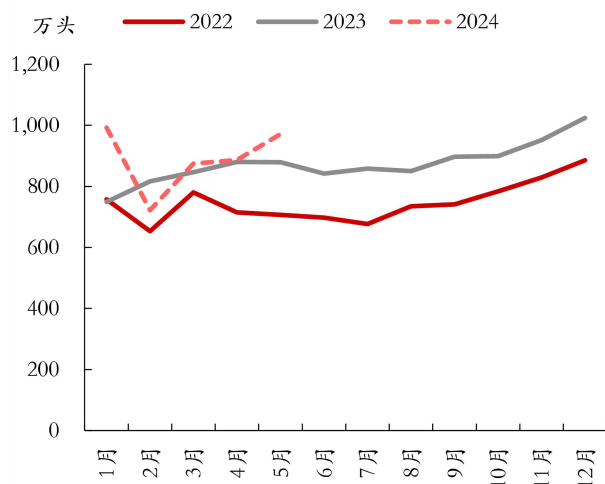
除了前面提到的投机以外，生猪的直接需求是屠宰，鉴于宰量挂钩出栏，应当辩证看待宰量变化，需结合鲜销率、价差等指标理解。我们观察年初至 5 月底宰量与出栏具体变动如下：据钢联农产品，样本屠宰企业日均屠宰量同比跌幅高达 16.89%，出栏量同比增加 6.6%；据卓创资讯，样本屠宰企业日均屠宰量同比跌幅高达 12%，出栏量同比增加 7.47%。（PS.出栏同增幅度大这一点存在样本原因，钢联与卓创主要统计规模以上为主企业，而甚少包含散户数据。）

图表 24：日度屠宰量波动（钢联）


资料来源：钢联农产品、东证衍生品研究院

图表 25：日度屠宰量波动（卓创）


资料来源：海关总署、东证衍生品研究院

图表 26：出栏量波动（钢联）


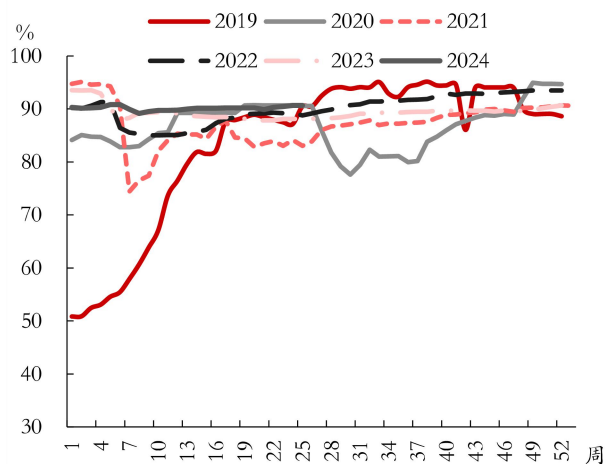
资料来源：钢联农产品、东证衍生品研究院

图表 27：出栏量波动（卓创）


资料来源：卓创资讯、东证衍生品研究院

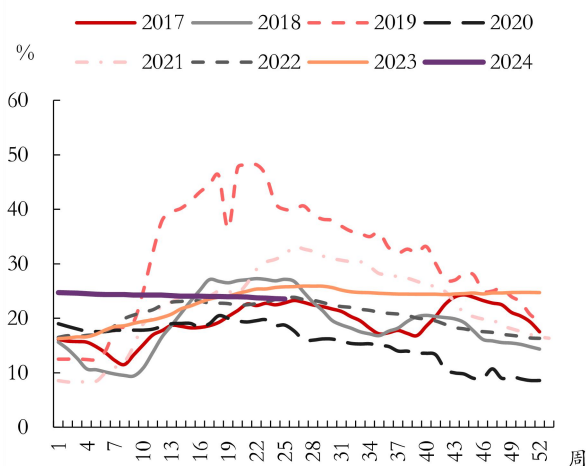
仅凭出栏与屠宰的变化，我们并不能直接给出消费大幅走弱的判断，因为猪价上行的过程中，宰量走弱包含了二次育肥对市场供应的挤占以及屠宰端主动高价入库做冻品库存意愿不强的影响。这里进一步补充鲜销率与冻品库容情况：年初至今鲜销率较历史同期更为稳定，主要系屠宰端入库体量下降造成，而当下冻品旧货已顺势出库，现冻品库存较为稳定。鉴于渠道库存整体不高，年底旺季冻品对鲜品替代进而挤占鲜品市场的体量或较去年同期有所下滑。

图表 28: 鲜销率变动不大



资料来源: 钢联农产品、东证衍生品研究院

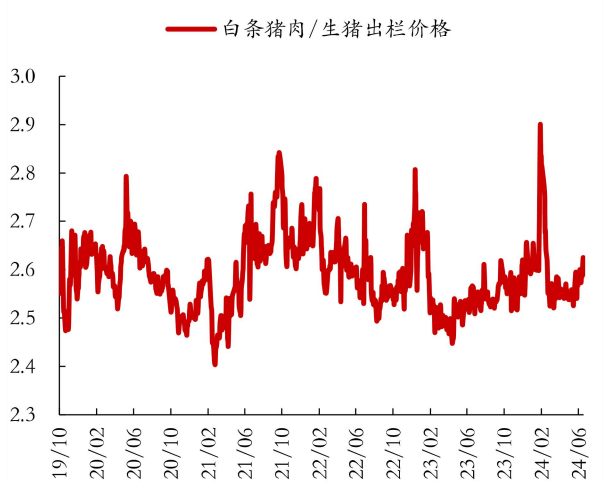
图表 29: 屠宰主动做冻品意愿不高



资料来源: 钢联农产品、东证衍生品研究院

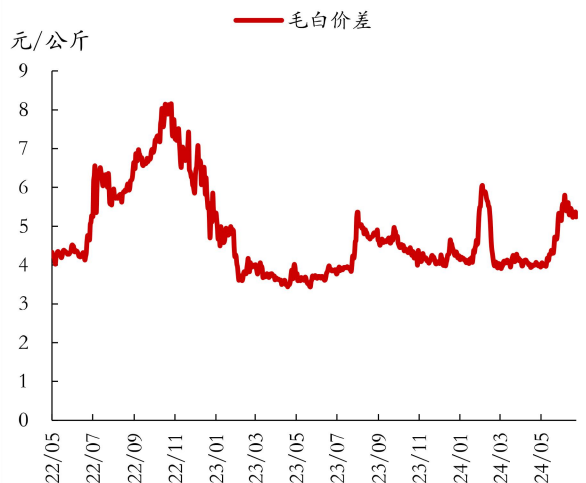
我们最后结合白条猪肉/出栏比价与毛白价差对终端消费再作判断。在极端行情里, 例如 22 年投机市, 往往能看到比价与价差数据产生较大波动: 猪价超涨泡沫体现在肉价涨幅难跟上猪价涨幅, 而带动比价偏低; 同样的, 毛白价差将处于相对偏高位置。这个理论在下方二图中可得到验证。很显然的, 24 年终端消费与真实供应之间的扭曲程度较小, 白条肉与出栏的比价从趋势上较为稳定, 部分节假日前后有极端变化, 而在 5 月大量投机进场前, 毛白价差亦处于较为稳定的波动区间。

图表 30: 白条猪肉/出栏比价



资料来源: 钢联农产品、东证衍生品研究院

图表 31: 毛白价差



资料来源: 钢联农产品、东证衍生品研究院

那么几乎可以用“无功无过”这四个字总结今年的消费，同时冻品压力缓解，我们认为，供给主导型的品种，对消费的判断更注重季节性，那么今年年底旺季消费依然有可以期待的地方，前提是前期投机节奏维持稳定。

3、投资建议

预期与现实交织，首先由预期引领现实，其次才是现实修复预期。现货端的强与弱能否兑现在期货市场，取决于所处周期与阶段性基本面特点。因此在上半年，我们看到产量下行带动价格走强，配合投机拉动淡季超涨，盘面逢大幅回调做多逻辑坚挺。而回过头来，在预期过热、现实未能跟上或存在利空因素干扰（比如终端消费走弱、雨季疫病散发）的阶段，盘面首先跟随现货回调，而后产业对价格信心适当挤出，降低一致预期下的极端风险。因此并不存在所谓的真实与不真实，在投机市里，**节奏重置通过构造新的真实以打破真实兑现的既定路径。**

从近期基本面来看，端午后二育轮动出库带动现货降温，鉴于目前仍处于产量下行阶段，预计淡季不淡的特点将延续，上行周期猪价底部支撑来自反复的投机入场。此外，阶段性的情绪冷却将给出年底旺季更多空间，一方面体重积累速度放缓，另一方面市场报价较为谨慎（扭曲程度下降）。因此我们仍坚持近月上下空间有限、远月弹性更好的观点。此外，关于 25 年，当前基于产能的判断并不乐观，或进入新一轮下行周期，25H1 仍有淡季跌价风险。

因此，策略上，综合养殖成本与投机支撑心理位，关于主力合约 LH2409，我们维持跟随现货波段操作建议，LH2409 合约短期支撑位 17,000 元/吨，压力位 18,000 元/吨；此外，可关注逢大幅回调后分批进场做多 LH2411、LH2501 机会；25 年淡季合约暂时维持偏空看法。套利角度，可继续关注 9-11 反套。

4、风险提示

饲料原料价格波动、南方降雨、疫病散发

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