

兴证期货·研发中心

2018年7月2日 星期一

农产品研究团队

李国强

从业资格编号：Z0012887

投资咨询编号：F0292230

程然

从业资格编号：F3034063

黄维

从业资格编号：F3015232

联系人

黄维

021-20370941

[huangwei@xzfutures.com](mailto:huangwei@xzfutures.com)

[XX@xzfutures.com](mailto:XX@xzfutures.com)

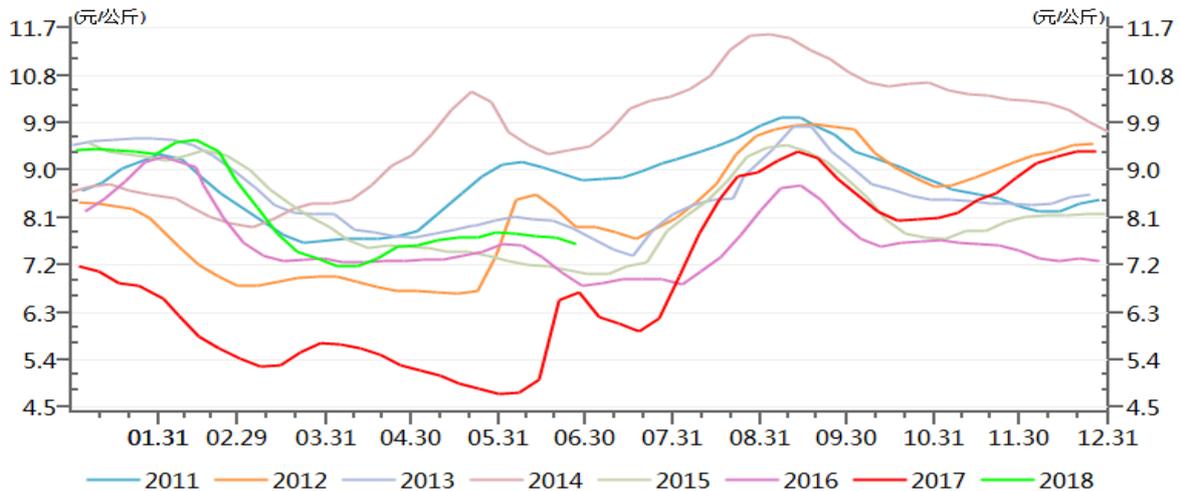
## 内容提要

上半年鸡蛋价格探底回升，春节后蛋价跌幅较大，3月份后逐步企稳回升。存栏方面，上半年补栏量维持高位。月补栏量较去年四季度有所下滑，但仍然维持在每月8000万只以上的高位。因此下半年的供应压力或逐步增加，养殖利润可能也会随之回落。从鸡龄结构来看，鸡群将逐步年轻化，上半年主力蛋鸡62%左右的占比可能会成为中长期的低点，这将给鸡蛋价格带来持续的压力。从短期看，中秋行情依然会提振价格，鸡蛋价格有季节性上涨的需求。

## 1. 行情回顾

上半年鸡蛋价格探底回升，2月初主产区鸡蛋均价一度达到 9.58 元/公斤，但是随后价格一路下跌，最低下跌至 7.19 元/公斤，跌幅达 24.9%。从 2011 年以来春节前后价格的高低点看，今年春节前后的跌幅较大，仅次于 2017 年的 26.98%。从端午前后的行情看，2011 年、2012 年和 2014 年，端午行情较强，鸡蛋价格上涨幅度较大。2015 年和 2017 年偏弱，2015 年端午前后鸡蛋价格震荡下行，2017 年端午前价格持续走弱，但是端午后价格报复性上涨。今年的情况和 2013 年，2016 年的情况比较像，清明至端午期间鸡蛋价格震荡上行。

图 1: 主产区鸡蛋均价



数据来源: wind, 兴证期货研发部

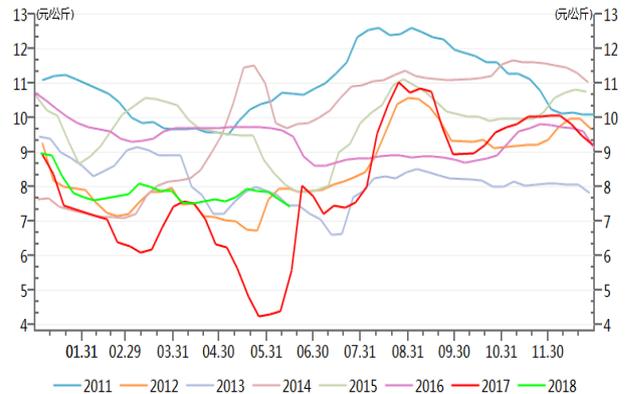
鸡苗价格继续维持高位。2016 年年初由于养殖户大肆补栏，鸡苗价格创下近几年新高，但是 2017 年年初爆发了较为严重的禽流感，鸡苗价格一泻千里，创下历史低点。在经历了大起大落之后，由于禽流感后养殖户集中补栏，鸡苗价格继续维持高位，并在端午前后出现抬头趋势。

不同于鸡苗价格，淘汰鸡价格处于相对低位。6 月底主产区淘汰鸡均价 7.42 元/公斤，处于历史波动区间的下沿。

图 2: 主产区蛋鸡苗均价



图 3: 主产区淘汰鸡均价



数据来源: wind, 兴证期货研发部

## 2. 基本面分析

### 2.1 存栏或继续增加

上半年在产蛋鸡存栏量先降后升，2月份回落到11亿只以下。但从2月份起存栏量逐步上升，从2月份的10.66亿只逐渐回升到10.93亿只。2018年5月在产蛋鸡存栏量为10.93亿只，环比增加0.21%，同比去年增加2.29%。

补栏方面，上半年补栏量维持高位。月补栏量较去年四季度有所下滑，但仍然维持在每月8000万只以上的高位。2018年5月育雏鸡补栏量环比减少6.42%，同比增加48.84%。青年鸡方面，上半年青年鸡存栏环比持续增加，由于青年鸡主要指60-120天未开产的小鸡，因此未来一段时间鸡蛋的供应量可能会持续增加。鸡龄方面，1-4月120-450天鸡龄占比持续上升，但是5月份主力蛋鸡占比下降了3%至64.02%，而450天以上占比有所增加，5月份整体淘汰量较少，部分养殖户仍存600天以上老鸡。

图 1：在产蛋鸡存栏（单位：亿只）

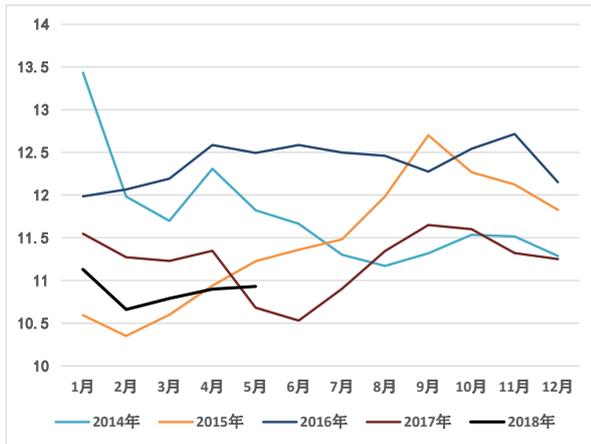
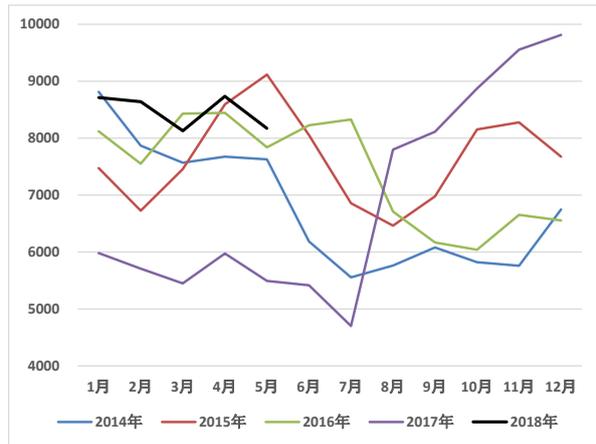


图 2：育雏鸡补栏量（单位：万只）



数据来源：芝华数据，兴证期货研发部

图 3：青年鸡补栏量环比

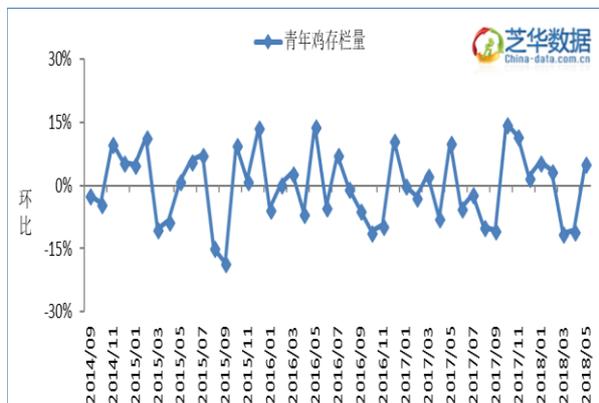


图 4：后备鸡存栏量



数据来源：芝华数据，兴证期货研发部

## 2.2 养殖利润或将回落

从蛋鸡养殖利润的角度看，目前和 2014/2015 年的情况比较像。2014 年爆发了比较严重的禽流感，2014 年二季度后禽流感消退，低存栏导致鸡蛋价格上升。2014 年下半年至 2015 年上半年，养殖利润好转刺激蛋农补栏，等这部分雏鸡形成供应能力后，养殖利润再次回落。2017 年初也爆发了严重的禽流感，2017 年 6 月前后的月雏鸡补栏量达到了 2014 年的低点附近。2017 年四季度，随着禽流感消退，雏鸡补栏量大幅反弹也类似于 2014 年禽流感后的情况，补栏的同比以及环比增幅都要强于 2014 年同期，因此我们预计今年的养殖利润会有一个回落的过程。

从实际养殖利润看，蛋鸡养殖自去年 7 月之后进入盈利状态，到目前为止持续了约 11 个月。在上一个盈利周期中，盈利状态从 2014 年 3 月持续到 2015 年 3 月，持续了约 12 个月。期间经历了 5 个月的亏损期，随后从 2015 年 7 月开始再次进入了 12 个月的盈利期。从这个角度看，短期鸡蛋养殖利润会有一个回落的过程。

图 5：蛋鸡实际养殖利润与雏鸡补栏量

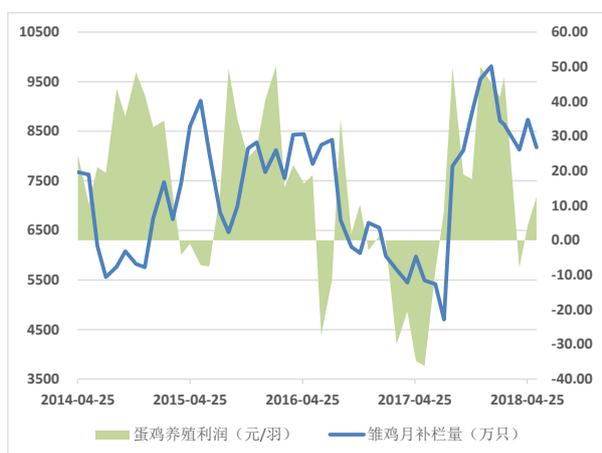
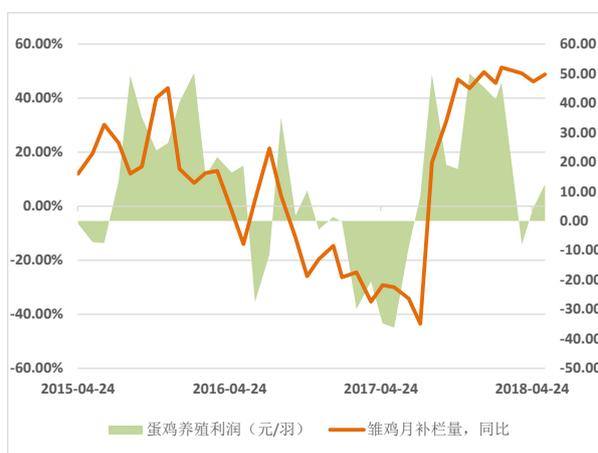


图 6：蛋鸡实际养殖利润与雏鸡补栏量同比



数据来源：芝华数据，兴证期货研发部

## 2.3 鸡龄结构逐渐年轻化，蛋价有中长期下行趋势

我国蛋鸡的鸡龄结构占比具有较为明显的波动区间，主力蛋鸡占比的波动区间在 60%~74%，小鸡占比的区间在 16%~28%，老鸡占比的区间在 6%~15%。

从鸡龄结构与鸡蛋价格的关系来看，主力蛋鸡的低点一般对应这鸡蛋价格的中长期高点。2014 年以来主力蛋鸡占比出现过三次低点，分别是 2014 年 8 月、2016 年 8 月和 2018 年 1 月。2014 年发生了比较严重的禽流感，主力蛋鸡占比从前期的 70% 下降到 60% 左右。二季度之后禽流感逐渐消退，随着老鸡逐渐被淘汰，主力蛋鸡占比和小鸡占比都呈现出上升趋势。特别是主力蛋鸡占比出现了拐点，在这之后进入了持续的上升期。这表明鸡群逐渐年轻化，之前补栏的小鸡逐渐进入了产蛋高峰期，供应端出现拐点。鸡蛋价格则从 5.2 元/斤的价格一路下跌。

2016 年 8 月主力蛋鸡占比回落到 60% 左右的区间下沿，但是由于 2016 年初养殖户大量补栏，到了 2016 年四季度，这批小鸡逐渐达到生产高峰，主力蛋鸡占比逐渐上升。另外 2016 年年底 2017 年初发生了非常严重的禽流感，供应压力叠加疫情使得蛋价大幅下跌创下历史低点。

从逻辑上看，当主力蛋鸡占比出现底部拐点的时候，表明后期进入生产高峰的鸡会越来越

多，年轻化的鸡群会使得未来一段时间内的供应逐步增加，从而抑制鸡蛋价格。

2017 年上半年的禽流感使得老鸡占比较高，随着禽流感逐渐消除，养殖户在四季度集中补栏。2018 年 1 月，小鸡占比逐渐上升，同时老鸡占比下降到了 62.2.%左右的区间下沿。未来一段时间，随着去年四季度补栏的小鸡逐渐上高峰，主力蛋鸡占比将逐渐上升，年轻化的鸡龄结构将使得供应压力逐渐增大，因此蛋价很有可能会出现一段中长期的下跌趋势。

图 7：我国蛋鸡的鸡龄结构

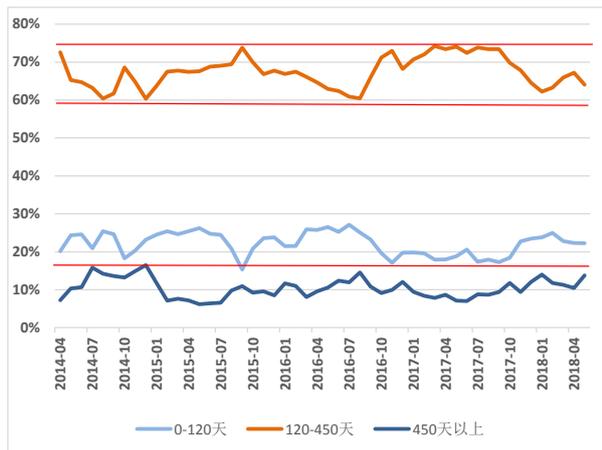
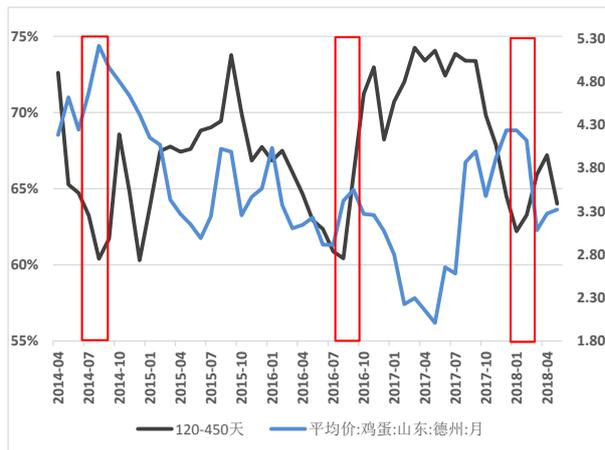


图 8：山东德州现货价格与主力蛋鸡占比



数据来源：芝华数据，兴证期货研发部

## 2.4 淘汰鸡价格偏低，短期鸡蛋价格向下空间不大

老鸡的淘汰力度，除了由蛋鸡本身的生产效率决定外，很大程度上也取决于鸡蛋的价格：

当鸡蛋价格处于高位时，养殖户盈利状况较好，主动淘汰老鸡的意愿较低，会选择延迟淘汰老鸡。

当蛋价长期处于低位时，养殖户长时间亏损后会大量淘汰老鸡，甚至提前淘汰产蛋率仍处于高峰的蛋鸡。

从鸡蛋价格与淘汰鸡的价格看，两者呈现出正相关关系。这是因为，当鸡蛋价格较高的时候，养殖户淘汰老鸡的意愿低，淘汰鸡供应量少使得淘汰鸡价格容易上涨。反之，当鸡蛋价格长期处于低位的时候，养殖户在长时间亏损后会选择集中淘汰老鸡，此时淘汰鸡供应量较为集中，淘汰鸡价格容易下跌。受禽流感与环保政策影响，2017 年 5 月份山东鸡蛋价格一度跌破 2 元/斤，养殖户不堪重负，大量淘汰蛋鸡，淘汰鸡价格跌至 2.2 元/斤，创下 2010 年以来的最低点。淘汰鸡与鸡蛋价格呈现出同向变化。

通过比较鸡蛋价格与淘汰鸡价格的历史走势发现，在鸡蛋价格的趋势性下跌过程中，几乎都伴随着淘汰鸡价格的趋势下跌。我们认为这主要是由于悲观预期下的价格循环下跌，当鸡蛋价格快速下跌时，市场逐渐形成悲观预期，养殖户增加淘汰量，导致淘汰鸡价格下跌，淘汰鸡价格的下跌加强了悲观预期，使得鸡蛋价格进一步下跌，由此形成向下的共同作用力。

因此在一定程度上，我们可以把淘汰鸡价格作为观察鸡蛋价格的侧面指标。从历史上的情况看，虽然 2017 年二季度由于禽流感以及环保政策的共同影响，淘汰鸡价格一度跌至 2 元/斤左右的历史低位。但排除这个极端情况后，山东德州淘汰鸡的价格一般在 3.2 元/斤~6 元/斤的范围内波动。2018 年 6 月 15 日德州的淘汰鸡价格是 3.7 元/斤，从历史波动区间看，淘汰鸡价格

往下并没有太大的空间。由于鸡蛋价格与淘汰鸡价格的伴生性，在淘汰鸡价格难以大幅下跌的情况下，短期鸡蛋价格可能也很难出现大幅下跌。

图 9：山东鸡蛋与淘汰鸡价格呈正向关系

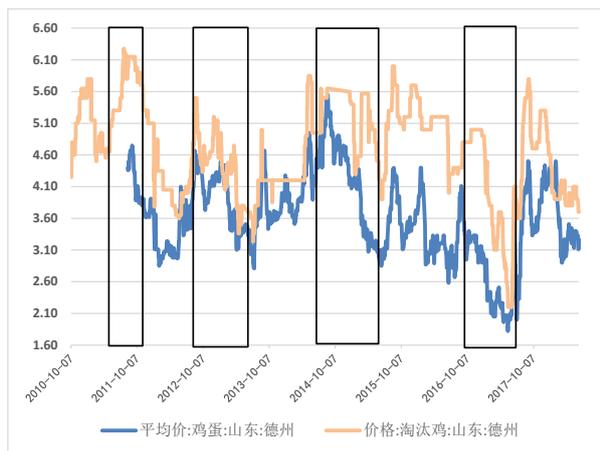
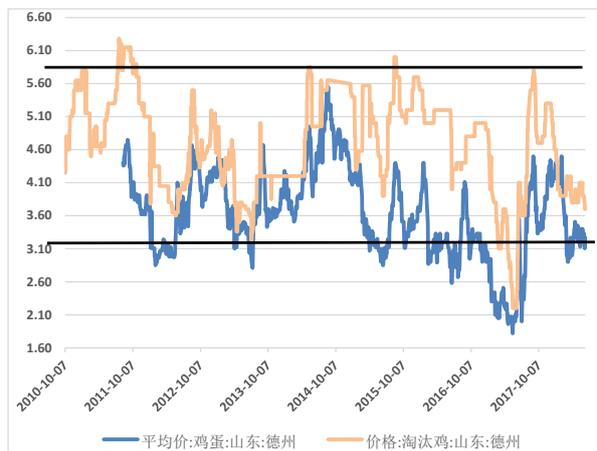


图 10：淘汰鸡价格下方空间不大



数据来源：芝华数据，兴证期货研发部

### 3. 总结

上半年鸡蛋价格探底回升，春节后蛋价跌幅较大，3 月份后逐步企稳回升。存栏方面，上半年补栏量维持高位。月补栏量较去年四季度有所下滑，但仍然维持在每月 8000 万只以上的高位。因此下半年的供应压力或逐步增加，养殖利润可能也会随之回落。从鸡龄结构来看，鸡群将逐步年轻化，上半年主力蛋鸡 62%左右的占比可能会成为中长期的低点，这将给鸡蛋价格带来持续的压力。从短期看，中秋行情依然会提振价格，鸡蛋价格有季节性上涨的需求。

## 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，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。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾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。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。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损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。