

底部已现，弱势上涨开启

兴证期货·研发中心

农产品研究

李国强

从业资格编号：F0292230

投资咨询编号：Z0012887

联系人：李国强

021-20370971

ligq@xzfutures.com

内容提要

● 我们的观点

国内生猪价格持续下跌半年，养殖行业去产能已尽尾声，未来半年生猪供应将减少，导致国内生猪价格出现弱势上涨。从历史统计数据看，生猪触底后出现反弹随后将进入二次探底，时间周期在10个月左右，因此，我们认为企业可以在未来半年内对生猪价格积极乐观，但中长期的更猛烈烈的上涨可能要到明年7、8月份以后。

● 风险提示

收储政策；猪瘟疫病

报告目录

1.生猪：底部已现，弱势上涨开启	3
1.1 价格触底反弹，生猪大底已现	3
1.2 生猪供应收缩，短期现货上涨	5
1.3 价格及季节性规律对生猪价格偏多	8
1.4 期货大幅升水反映未来上涨预期	10

图目录

图 1: 生猪价格 (元/公斤)	3
图 2: 生猪养殖利润 (元/头)	4
图 3: 猪料比价	4
图 4: 我国生猪存栏量 (万头)	5
图 5: 能繁母猪存栏 (万头)	5
图 6: 猪肉产量 (万吨)	6
图 6: 定点企业生猪屠宰量 (万头)	6
图 7: 生猪饲料产量及同比 (万吨、%)	7
图 8: 我国饲料产量 (万吨)	7
图 9: 我国猪肉进口 (万吨)	8
图 10: 生猪价格自高点下跌时间	9
图 11: 生猪价格季节性走势	9
图 12: 生猪价格及升贴水	10

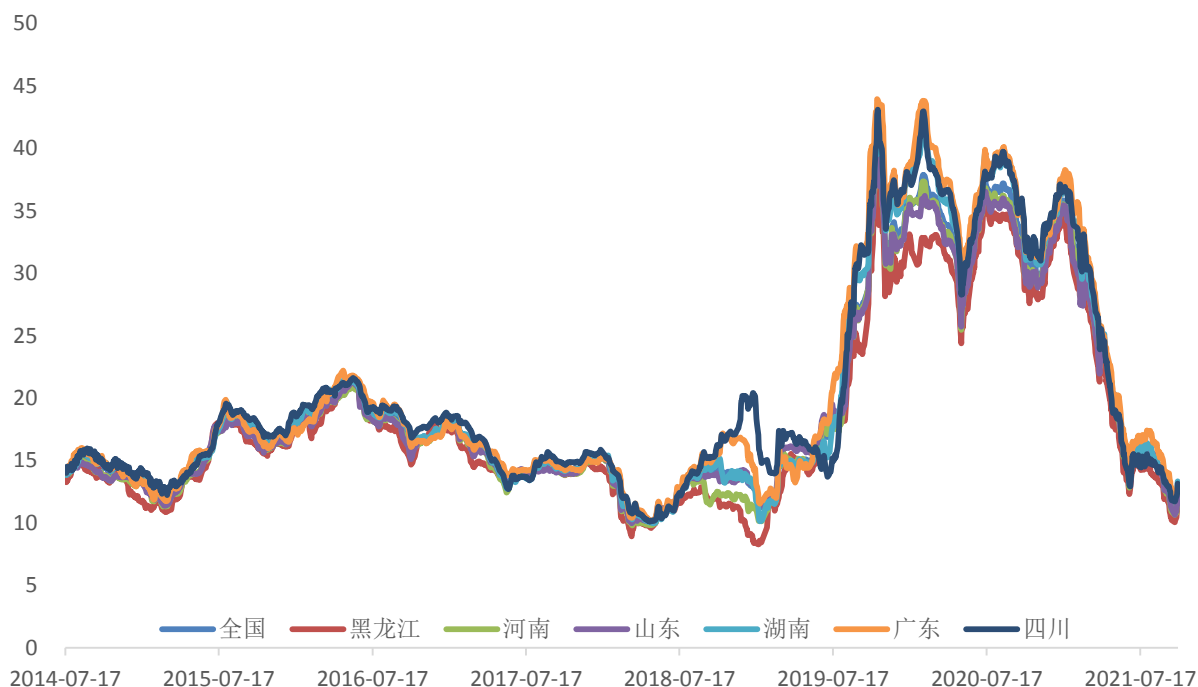
1. 生猪：底部已现，弱势上涨开启

经过近半年的大幅亏损，生猪行业的供应已经大幅下降，去库存已经接近尾声，生猪价格触底反弹。从历史数据看，生猪养殖行业产能出清持续时间基本在半年左右，这与生猪养殖周期有很大关系，仔猪到育肥生猪出栏的养殖大致 5 个月。这就意味着，从生猪养殖亏损开始以后，仔猪的存栏逐步下滑，而未来可供出栏的生猪量将出现持续的下滑，导致供求紧张，从而生猪的价格出现生猪养殖亏损以来的首次弱势价格上涨行情。

1.1 价格触底反弹，生猪大底已现

自 2021 年 4 月全国生猪价格持续下跌，生猪价格最高 28 元/公斤下跌至最低 11.05 元/公斤，回归到非瘟以前的价格区间，目前价格处于 11000—14000 元/吨。由于生猪养殖养殖亏损幅度较大，生猪养殖行业持续去产能，目前产能已经基本出清。

图 1：生猪价格（元/公斤）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

目前，生猪养殖行业有望触底反弹，自繁自养生猪亏损 600 元/头，外购仔猪亏损 716 元/头，随着生猪价格的企稳反弹，生猪养殖亏损幅度大幅收窄。由于资金大量进入生猪养殖市场，生猪养殖规模化逐步增加，企业抗风险的能力加强，接下来随着生猪养殖的触底反弹，生猪行业的产量和产能将逐步企稳，但由于生猪的养殖周期较长，接下来的半年时间生猪的供求处于平衡略紧状态，生猪价格有望继续弱势上涨。

图 2：生猪养殖利润（元/头）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

以猪料比价看，目前生猪与猪饲料的价格比为 4.8，而均衡比价为 5.86，显示目前生猪养殖行业仍旧亏损。2018 年国内的猪料比价低于均衡比价有 6 个月时间，目前，猪料比价自 5 月开始到现在持续了 5 个月且比价幅度远远低于历史的均衡水平，意味着生猪养殖行业的亏损接近周期尾部。

图 3：猪料比价

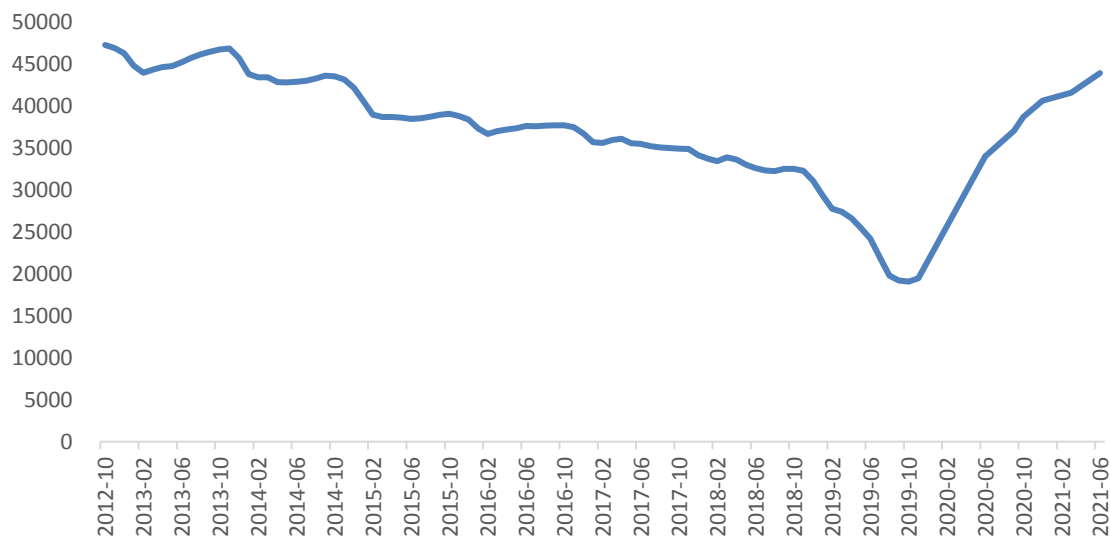


数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.2 生猪供应收缩，短期现货上涨

根据农业部的数据，2021年6月我国生猪的存栏量达到了43911万头，已经远远超过了非瘟前的水平。2018年8月非瘟发生以前，我国生猪行业已经出现严重的供求过剩的局面，彼时的生猪存栏量不过34000万头。而随着5月以来生猪价格大跌，养殖行业去产能力度强大。

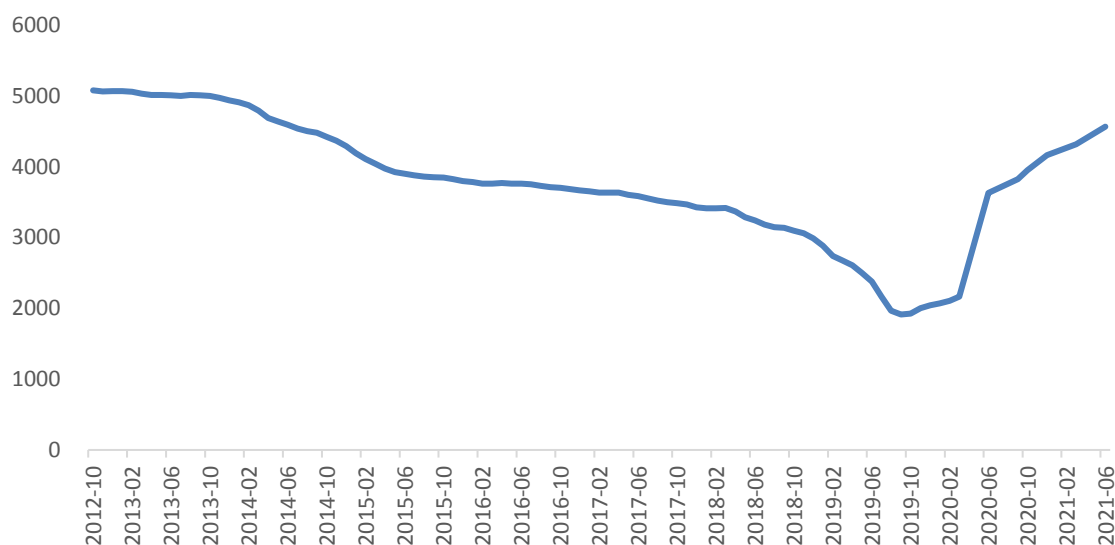
图4：我国生猪存栏量（万头）



数据来源：Wind、兴证期货研发部

能繁母猪存栏代表未来生猪的供应产能，全国能繁母猪的存栏量达到4564万头，也远远超过非瘟发生前的3400万头。由于非瘟的影响，生猪的PSY出现了大幅的下降，假设PSY下降20%，也意味着4564万头的能繁母猪的产能按照以前的标准也能达到3650万头，超出了均衡的能繁母猪存栏。由于季度数据远远滞后，我们认为目前国内能繁存栏的数据已经大幅下滑。

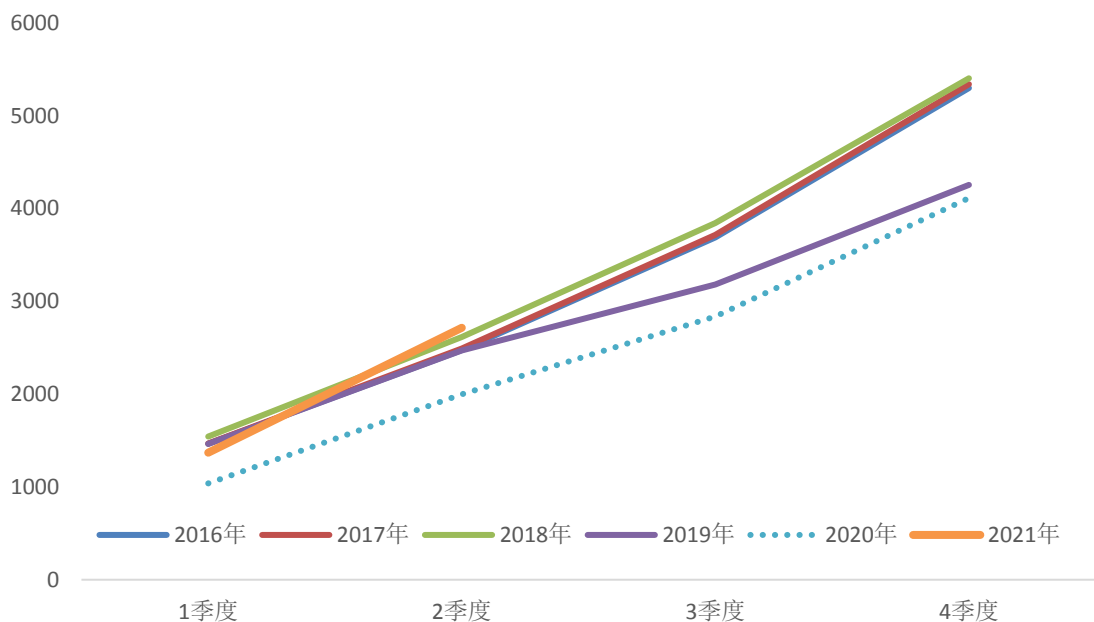
图5：能繁母猪存栏（万头）



数据来源：Wind、兴证期货研发部

从猪肉的产量看，季度产量数据显示，2021年前2季度，我国猪肉的产量已经达到2715万吨，超出了2016年以来的最高水平，反应了目前生猪市场供求过剩的状态。但改数据同样略显滞后，目前现货出现大幅反弹，显示了目前的供求偏紧状态。

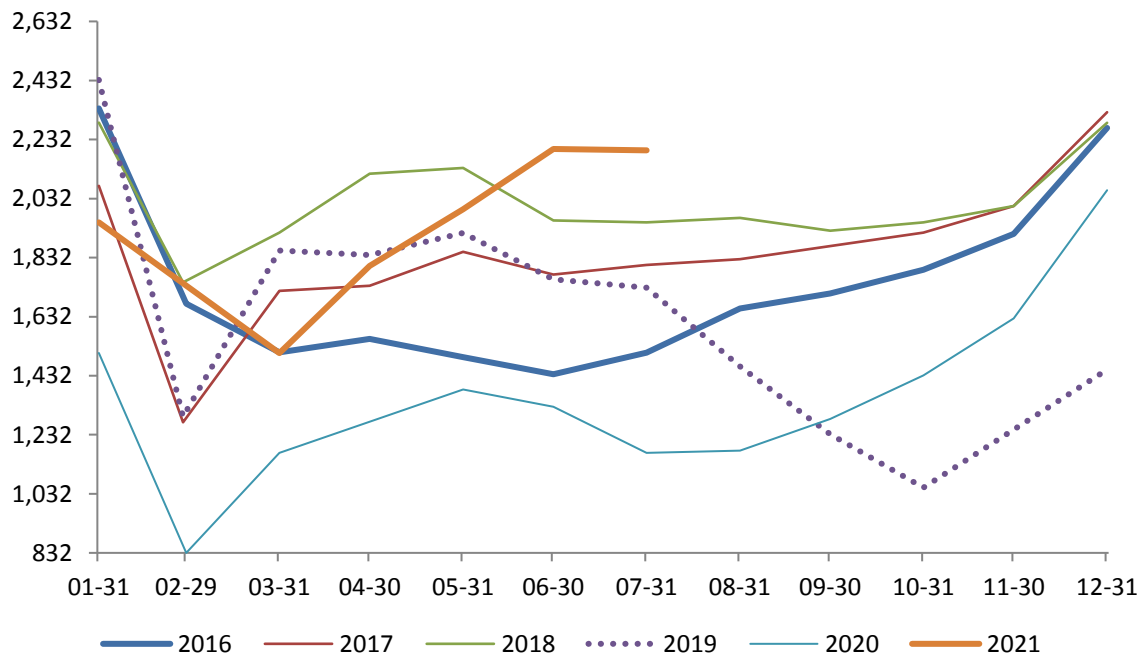
图6：猪肉产量（万吨）



数据来源：Wind、兴证期货研发部

生猪定点企业屠宰量同样显示，生猪的屠宰处于月度的偏高水平。

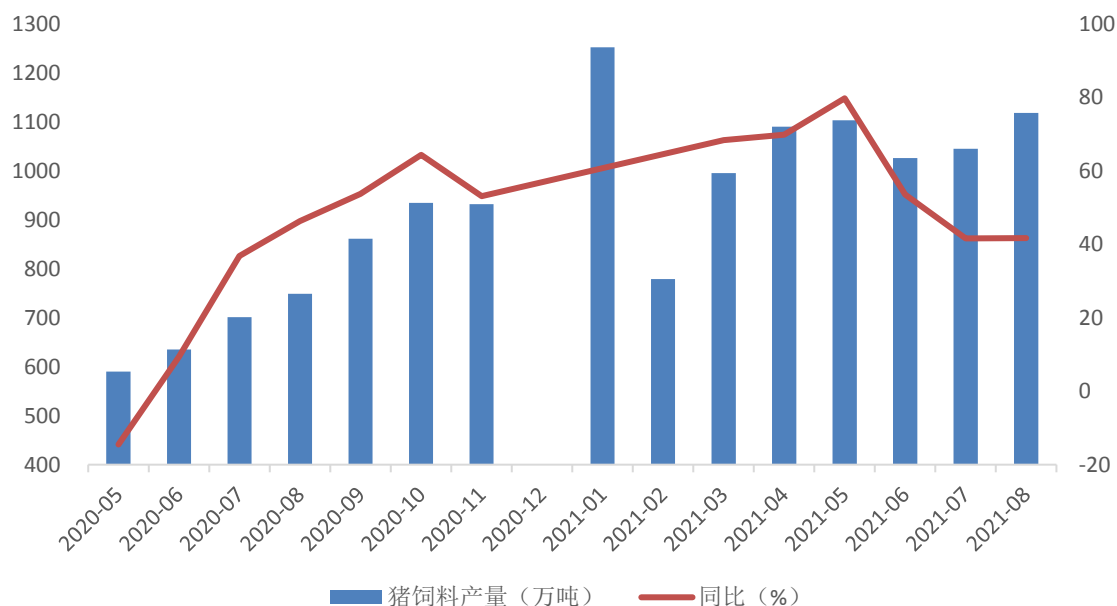
图6：定点企业生猪屠宰量（万头）



数据来源：Wind、兴证期货研发部

另外，从生猪饲料的产量数据看，自 2020 年 10 月以来，生猪饲料产量增加加快，同比增幅都超过了 40%。2021 年生猪饲料的同比从年初最高的 80% 下滑到 8 月的 41%，预期后期生猪饲料的产量在基数大涨的情况下，同比增幅将下滑。

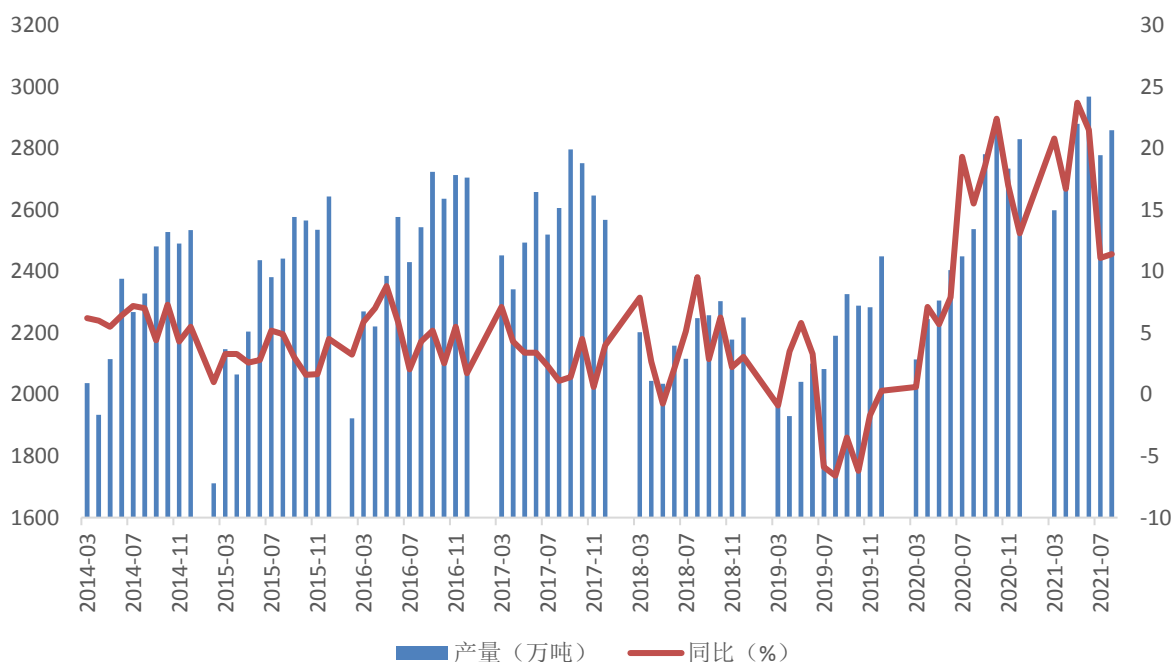
图 7：生猪饲料产量及同比（万吨、%）



数据来源：Wind、兴证期货研发部

从饲料供应的角度看，国内饲料产量自 6 月创出历史新高以来出现了下滑，反应生猪行业的供应出现放缓迹象。

图 8：我国饲料产量（万吨）

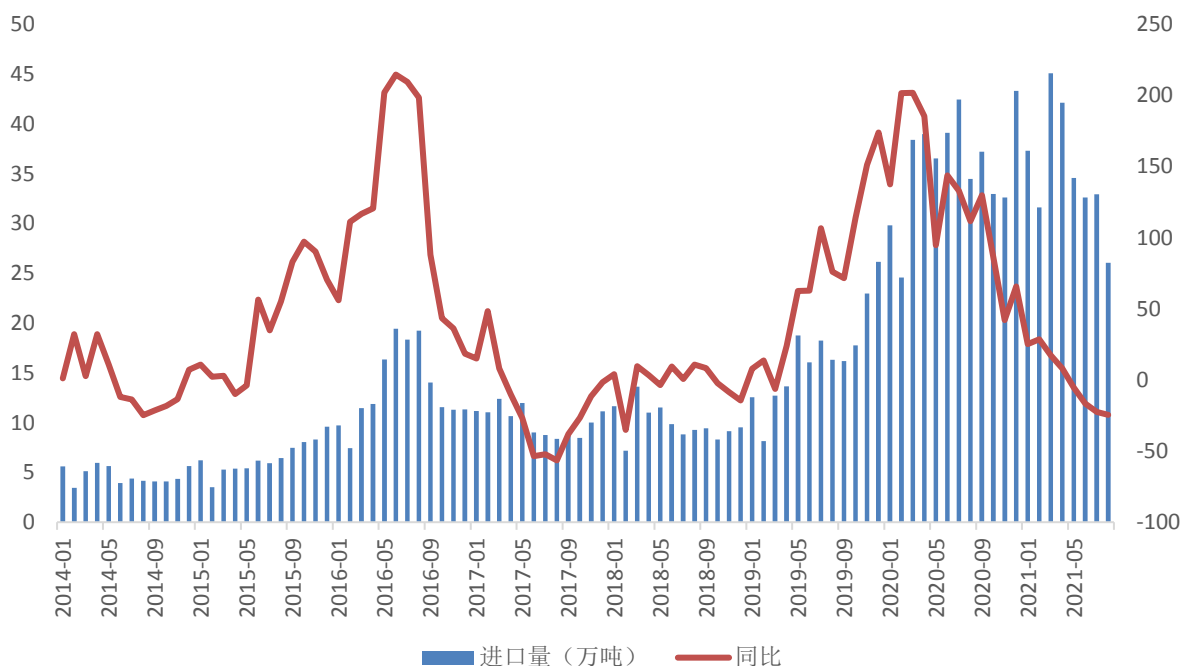


数据来源：Wind，兴证期货研发部

我们知道 2019 年生猪价格暴涨导致肉禽和蛋禽的存栏同比大幅提升以部分替代生猪供应的缺口。目前生猪的供应量随着亏损去库存已经接近供求平衡，未来随着存栏量的下滑，生猪存在阶段性偏紧的局面。

从进口情况看，我国猪肉的进口维持高位。尽管目前国内猪肉的价格大跌，但由于国内养殖成本较高，进口仍有盈利，后期进口猪肉的数量可能维持偏高的水平。2020 年日历年度内国内进口猪肉达到 430 万吨，2021 年度进口猪肉的数量可能达到 300—350 万吨，这较疫情前的 50—100 万吨的水平数量高出不少，给生猪的供应带来一定压力。

图 9：我国猪肉进口（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

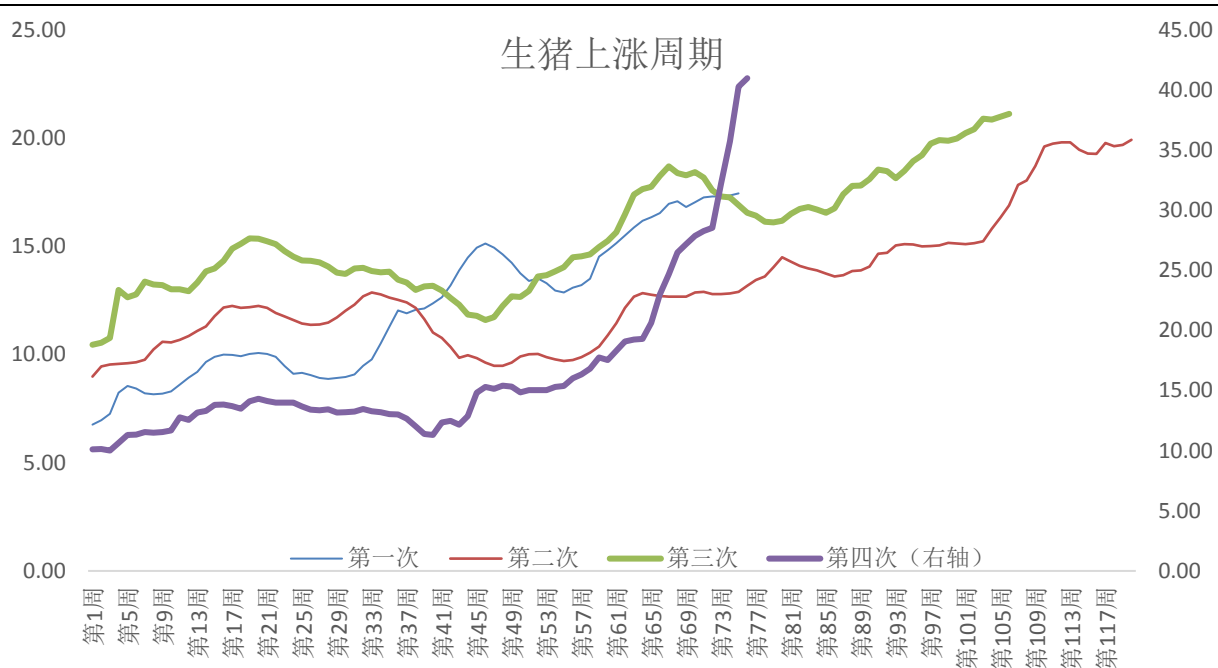
国内生猪供应维持高位，进口猪肉数量增加，但随着去库存进入尾声，后期生猪供应将逐步减少，紧平衡状态对生猪价格利多。

1.3 价格及季节性规律对生猪价格偏多

从 2006 年以来，我国生猪价格经历了 4 轮周期，我们选取周期的最低点开始对上涨周期进行研究。在这四轮上涨周期中，生猪的价格上涨持续 80—110 周的时间，其中 2009 年的上涨周期和 2014 年的上涨周期数据较为齐全，也有较强的代表性。2009 年 5 月以来的上涨周期，由低点 9 元/公斤反弹至 12.18 元/公斤，上涨 5 个月涨幅 35%，随后经历 5 个左右的二次探底后形成大幅上涨，由 9.5 元/公斤上涨至 19.8 元/公斤，涨幅超过 100%；2014 年的上涨周期，由 10.55 元/公斤经历 5 个月的上涨至 15.35 元/公斤涨幅接近 45%，随后经历 5 个月的二次探底跌至 11.72 元/公斤，然后形成强烈上涨至 18.36 元/公斤，涨幅接近 56%。

从历史经验看，未来 5 个月时间生猪价格可能形成 35—50% 的上涨，上涨时间持续 4—5 个月时间，前期全国生猪最低价格 10.78 元/公斤，意味着未来半年生猪反弹将达到 14.55—16.17 元/公斤的水平。随后再经历近半年形成二次探底价格在 11.5—12.5 元/公斤，最后形成大幅上涨行情。

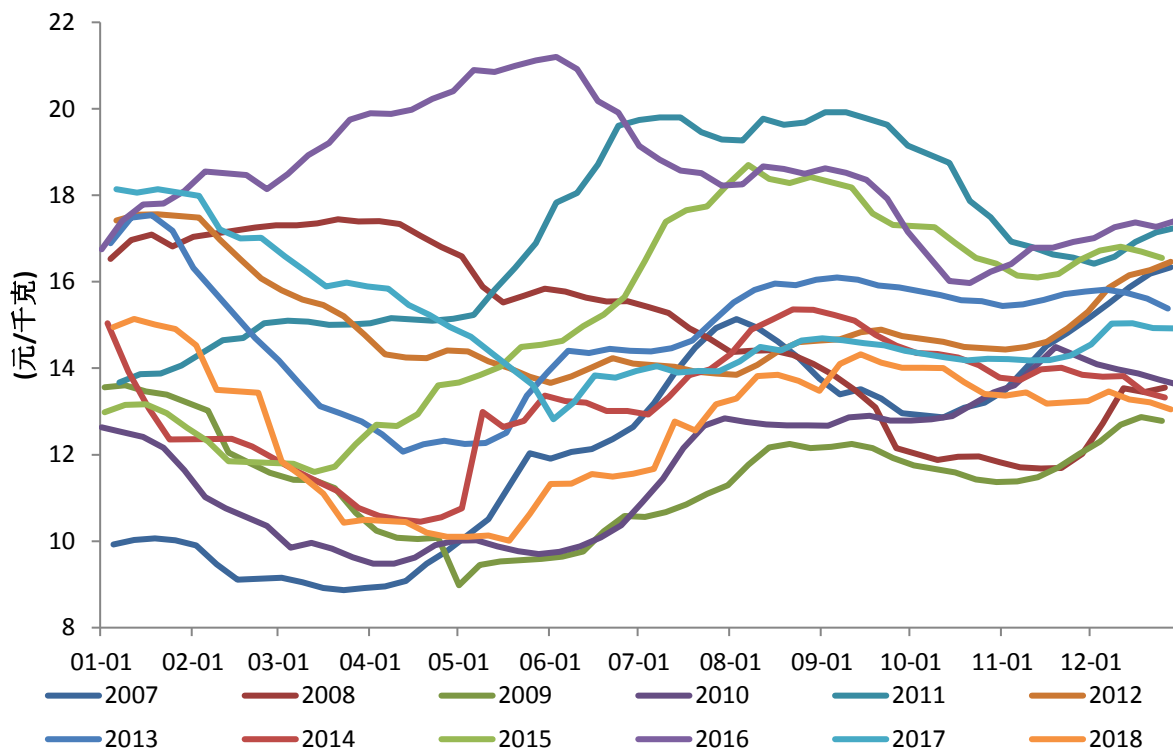
图 10：生猪价格低点上涨周期



数据来源：Wind，兴证期货研发部

从季节性走势看，生猪在 8、9 月份出栏量较低出现年内的高点；1 月份受春节需求影响出现另外一个高点，其他时间生猪的价格更倾向于下跌，尤其以春节后的下跌速度更快。目前 10 月经接近结束，生猪价格可能在春节前形成一波中等幅度的上涨。

图 11：生猪价格季节性走势

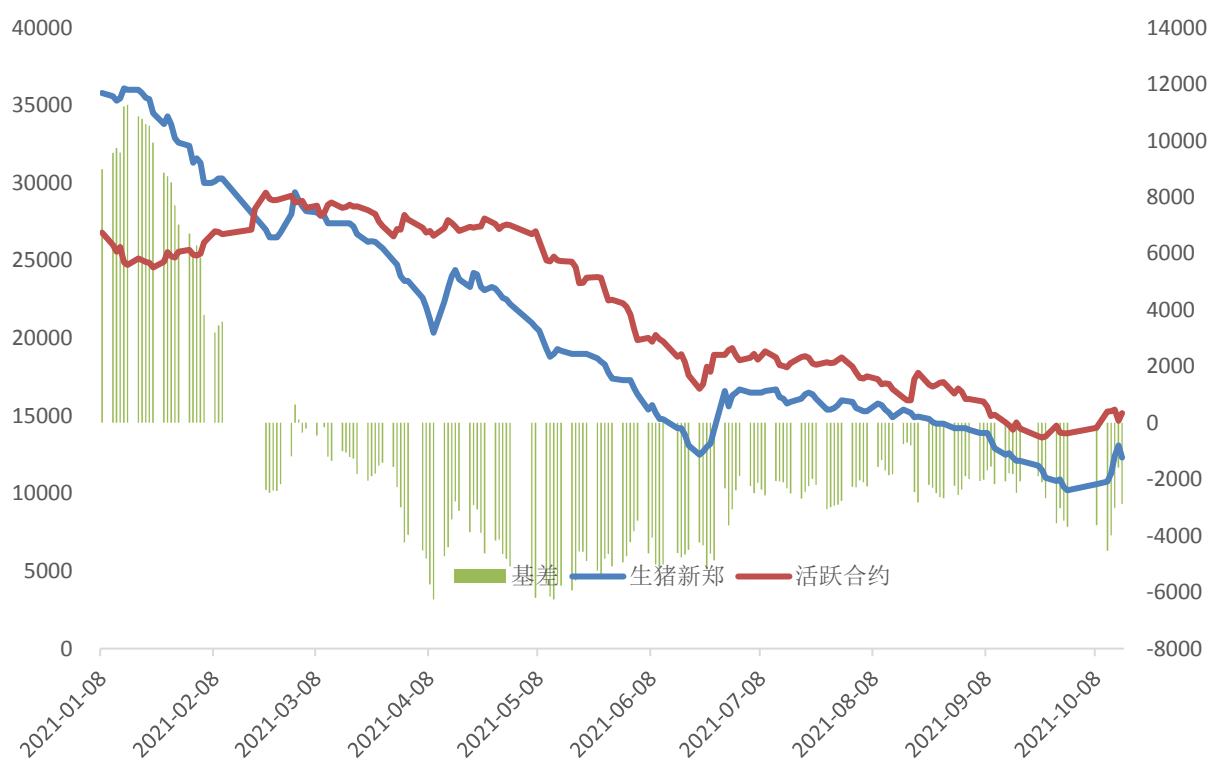


数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.4 期货大幅升水反映未来上涨预期

期现结构看，目前期货价格仍旧升水现货，随着现货价格的反弹，远期利多预期导致期货价格震荡偏强。以河南新郑生猪现货价格为例，其与期货活跃合约的期现贴水 2000—4000 元/吨水平，反映了未来的上涨预期。根据我们对未来现货的价格上涨空间预期，期货上涨的幅度空间相对有限。

图 12：生猪价格及升贴水



数据来源：Wind，兴证期货研发部

综合来看，国内生猪价格持续下跌近半年已经出现底部。后期国内生猪的供应将大幅下滑导致供求偏紧局面出现，生猪价格将出现弱势上涨的格局，企业可积极预定生猪货源。从产业的角度看，未来一年生猪产业将出现二次探底过程，最终形成本次上涨行情的加速上涨期。由于期货升水现货较高，已经部分反映了本次弱势上涨的预期，因此期货盘面上涨空间不大，建议投资者以震荡偏强对待，可逢大幅回调做多，不建议持续追高。

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。