

## 生猪上市首日投资机会分析

2021-01-07

### 农产品策略组

电话: 021-68757827

### 研究员:

姚序

从业资格证号: F0209444

投资咨询证号: Z0000600

电话: 021-68757023

邮箱: yaox@qh168.com.cn

### 王琪瑶

从业资格证号: F3048009

电话: 021-68757023

邮箱: wangqy@qh168.com.cn

### 联系人:

李根

从业资格证号: F3079958

电话: 021-68757023

邮箱: lig@qh168.com.cn

### ◎投资要点:

◆**供给方面:**能繁母猪数量增加有助于长期生猪产能的恢复。但是短期供应偏紧,市场偏好大猪,而不是标猪。进口冻品由于检验检疫消毒需求,清关速度慢,滞留港口,市场需求转向鲜品。

◆**需求方面:**临近春节,猪肉备货需求旺盛,是对应一年中价格最高的一年。到腊月23以后,需求会逐步减少。

◆**结论:**生猪价格在1月受到节日需求提振,短期向好。如果疫情可控,长期来看,产能总体处于恢复状态。到2021年第四季度,随着出栏增加,生猪价格将承受压力继而下行。

◆**操作建议:**套利方面建议关注空11月多1月策略;多玉米,豆粕空生猪策略。就趋势交易而言,虽然从现有成本分析框架下,LH2109合约开盘在30680元/吨对产业客户有较大的做空套保吸引力,但当下现货价格在35150元/吨,期货相对于现货有较大贴水,短期而言做空存在较大的压力;从中长期而言,由于市场对于猪价下行预期较为一致,仍存在中期做空的机会,从入场点而言,待期价贴水收窄以后介入将有较高的安全边际。

◆**风险因素:**疫情发展,进口冻猪肉通关情况。

### 相关研究报告

重要事项:本报告中发布的观点和信息仅供东海期货的专业投资者参考。若您并非东海期货客户中的专业投资者,请谨慎对待本报告中的任何信息。本报告中的信息均源自于公开资料,我司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,在任何情况下本报告亦不构成对所述期货品种的买卖建议。市场有风险,投资需谨慎。

## 正文目录

1. 生猪上市公告.....	3
2. 基本面分析与展望 .....	3
2.1. 成本分析: .....	3
2.2. 供需分析: .....	4
3. 近期投资策略.....	5
3.1. 关注生猪产业链套利机会 .....	5
3.2. 关注月间套利机会 .....	6
3.3. 谨慎做空 LH2109 合约 .....	6

## 图目录

图 1 玉米 5 月合约期货价格 .....	4
图 2 豆粕 5 月期货合约价格 .....	4
图 3 生猪销售价格 .....	5
图 4 生猪养殖利润 .....	5
表 1 生猪养殖成本估算表 .....	3
表 2 生猪月度平均销售价格 .....	6

## 1. 生猪上市公告

根据大商所公告，生猪期货自2021年01月08日（星期五）起上市交易。首批上市交易的生猪期货合约分别为LH2109、LH2111、LH2201。合约上市首日挂牌基准价分别为30680元/吨，29680元/吨，28680元/吨。生猪期货上市当日涨跌停板幅度为合约挂牌基准价的±16%。套期保值交易保证金水平为合约价值的8%，投机交易保证金水平为合约价值的15%。

## 2. 基本面分析与展望

### 2.1. 成本分析：

表 1 生猪养殖成本估算表

养殖成本	养殖成本(元/头)				
	A. 自繁自养	B. 外购仔猪	C. 调研养殖户1	D. 调研养殖户2	E. 调研养殖户3
仔猪成本(15kg)	350	1200	465	205	310
饲料成本	966	966	1035	1168	1130
疫苗兽药成本	40	100	140	150	90
人工成本	30	30	150		350
水电煤气	40	50	80		40
厂房折旧	40		220		130
死亡率	0.2	0.08	0.1	0.03	0.015
母猪存栏			5000	30	500
总成本(元/头)	1832.5	2550.0	2322.2	1570.1	2081.2
单价(元/千克)	14.1	19.6	17.9	12.1	16.0

备注：仔猪养到出栏按130千克计算。A和B为大数据统计结果。料肉比为2.4。饲料价格按照3元/公斤计算。C、D、E为本次调研对象访谈对象，仔猪均为自繁自养，料肉比平均为3.5。至于饲料价格，C购买饲料厂的全价料，按照3.0元/公斤计算。因为新建了养殖场，设备折旧成本高。D、E取自配料，价格按照3.6元/公斤计算。从母猪存栏一项数字可以了解调研对象养殖规模。

资料来源：东海期货研究所整理

生猪的养殖成本可能继续增加。养殖成本可以细分为仔猪成本，饲料成本，兽药疫苗成本，人工成本，水电暖成本，厂房折旧成本，死亡率等等。总体而言，养殖成本在2020年有所上升，增加的部分主要是针对疫情防控的需要，即兽药疫苗，厂房改造，新厂的折旧成本和人工成本等。这些成本需要企业通过增加生猪销售数量来平摊。2021年主要增加的成本将是饲料价格。对成熟的养殖企业来说，饲料成本可占据养殖成本的60%-70%左右。相比较2020年，玉米涨价幅度超过32%，豆粕涨价幅度超过24%。饲料原料的涨价还在继续。预计饲料的平均成本将涨幅超过40%，这将大大增加企业的养殖成本到14-21元/公斤左右。

图 1 玉米 5 月合约期货价格



图 2 豆粕 5 月期货合约价格



资料来源：涌益咨询、东海期货

不同规模养殖户面对猪价下行时的承受能力不一样。如果研究不同养殖规模养殖户的养殖成本细分中那些项目，我们可以看出母猪存栏在 50 头以下的养殖户成本最低。虽然这类市场主体也投资更新了养殖设备，但是他们可以在计算成本的时候几乎不考虑设备折旧和人工成本。因此这类市场主体只要防控非瘟疫情到位，基本上可以赚取相对较高的养殖利润；母猪存栏在 300-1000 头存栏的养殖户，他们目前最大的开销增长来自人工成本和饲料涨价费用。这类养殖场花费巨额投资改善养殖场，未来 5 年不需要再继续投资。但是由于采用自配料，饲料成本较高。同时，为了防范好猪场，他们必须给与工人更好的工资。因此猪价下跌，这类市场主体会面临营收降低和高昂成本的双重打击。第三类为集团企业。这类市场主体一般拥有配套的饲料，养殖，种猪和屠宰产业链，有较强的资金实力。他们在当下投入巨额资金改造和新造大量工厂，因此设备折旧较高。但是对饲料原料价格的把控能力较强，饲料成本相对较低。并且会运用金融衍生品规避风险，因此猪价下行时的仍有较强的应对方法。

## 2.2.供需分析：

供应方面：如果非瘟疫情控制得好，按照现在的生猪养殖恢复情况基本上生猪产能有进一步提升的空间。经过豫，鲁，苏，皖四省的调研后，发现非瘟仍偶尔会发生，不可以放松管控。在此基础上，当前四省的生猪恢复都已达到疫情前的 60-70% 的区间。同时，高猪价会刺激着新市场准入者，从表 1 可以看出，现在生猪养殖几乎有 100% 的利润。同时，在各个省份，只要没有环保压力，各个养殖户都在积极的建设新厂，扩充产能。从现在可以预计，明年第四季度，随着新一批的工厂投入使用，生猪上量将会非常快。因此如果以时间节点来分析 2021 年的供应的话，以 2021 年 7 月份为时间节点，1-7 月份供应还是偏紧。而 9 月份以后，随着新工厂的生猪出栏，市场供应增加迅速。

需求方面：生猪消费有明显的季度性。每年的10月和1月假期都是消费的高峰期。尤其是1月，临近春节，腌腊需求旺盛。中国南部主要猪肉消费地区仍然偏好热鲜，因此从节日前一段时间到节日当天都会有持续稳定的需求，使价格在高位徘徊。

生猪价格反弹主要是因为进口冻品消费减少。2020年猪肉的全年进口量大约占到猪肉产量的10%左右。生猪价格于2020年10月在30块钱附近盘整，并于11月份开始反弹。其中主要的原因是由于猪肉进口冻品消费降低。据调研反馈，由于海关加强了对进口冻品的检验检疫，使得清关时间平均增加了10天左右。同时，多个地区开始限制冻品的销售。使得对冻品的需求转向了鲜品，因此提高了猪价。

总而言之，展望2021年整年猪价的运行趋势，如果按照现有的能繁母猪恢复情况，且养殖户对于非洲猪瘟防范到位，大概率可能缓慢下行。

### 3. 近期投资策略

#### 3.1. 关注生猪产业链套利机会

做多玉米和豆粕，做空生猪。总体而言，如果没有疫情爆发，生猪产能进一步恢复是市场共识。据估计，生猪产能在2021年年末可以恢复到疫情前的80%-90%的水平。因此在第四季度供应量会有大量的增加。而当前玉米和豆粕的供应偏紧，市场预期南美天气原因将导致农作物减产，全球谷物和油籽的供应不足。2019/20作物年谷物和油籽库存比创过去8年新低的同时，中国的养殖又在迅速恢复，尤其是高猪价吸引进口和养殖产能的增加。最终多重因素会使养殖利润会回归正常水平（参考图4）。玉米，豆粕和生猪的仓位建议设置为0.7:0.2:1。

图 3 生猪销售价格

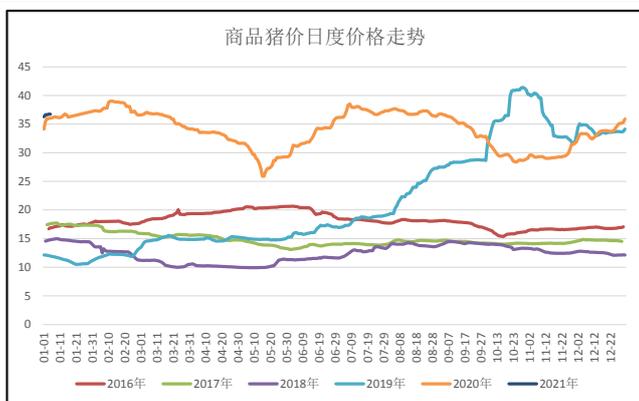
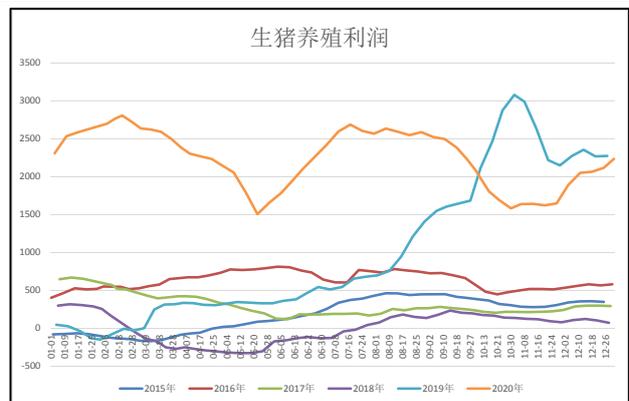


图 4 生猪养殖利润



资料来源：WIND；东海期货研究所整理

资料来源：WIND；东海期货研究所整理

表 2 生猪月度平均销售价格

月份	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
1		17.3	17.5	14.6	11.2	36.1	36.6
2		17.8	16.3	12.7	12.1	38.0	
3		18.8	15.6	10.6	14.9	36.0	
4		19.6	15.2	10.2	14.9	33.2	
5		20.4	14.0	10.4	14.9	29.1	
6		19.8	13.7	11.5	16.4	33.0	
7		18.2	14.0	12.8	18.3	37.3	
8		18.1	14.6	13.9	23.5	37.1	
9		17.6	14.5	14.3	28.3	34.9	
10	16.3	15.9	14.1	13.5	37.7	29.5	
11	16.1	16.6	14.2	12.7	35.5	29.6	
12	16.4	16.9	14.7	12.5	33.9	33.7	

资料来源：东海期货研究所整理

### 3.2.关注月间套利机会

做空 11 月，做多 1 月。由经验研究可以得知，1 月是消费最旺季，且市场偏好大猪。2020 年的春节在 1 月 31 号，因此预计 2022 年 1 月初下游终端备货需求旺盛。11 月是相对淡季，因为恰好在十一消费黄金周之后，且市场偏好标猪。而大商所公布的价格则是 LH2111 月价格高于 LH2201 月价格 1000 元。参考图 3 和表 2 大概可知，在过去的 7 年终，只有一年的猪价在 11 月高于 1 月。而其余 6 年猪价都低于 1 月。因此可以做空 11 月，做多 1 月。当 1 月合约价格超过 11 月合约的时候可以平仓离场。

### 3.3.关注中期做空 LH2109 合约的机会

从养殖成本角度分析，2021 年平均养殖成本将在 14-21 元/公斤左右。预估能繁母猪的存栏也是在上升趋势。但是 2020 年冬季的大雪对能繁母猪和仔猪的影响还需要进一步评估，未来的生猪供应存在不确定性。虽然从现有成本分析框架下，LH2109 合约开盘在 30680 元/吨对产业客户有较大的做空套保吸引力，但当下现货价格在 35150 元/吨，期货相对于现货有较大贴水，短期而言做空存在较大的压力；从中长期而言，由于市场对于猪价下行预期较为一致，仍存在中期做空的机会，从入场点而言，待期价贴水收窄以后介入将有较高的安全边际。

从交易而言，由于投机仓保证金水平较高，多空力量差距悬殊，市场流动性有待进一步观察，投资者需控制好仓位。

## 分析师承诺:

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确的反映了本人的观点。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收到任何形式的报酬。

## 免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海期货有限责任公司，或任何其附属公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。

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，也未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，若有必要应征求专家意见。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导致的任何损失负任何作用，投资者需自行承担风险。

本报告版权归“东海期货有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 东海期货有限责任公司研究所

地址：上海市东方路1928号东海证券大厦8F

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：[www.qh168.com.cn](http://www.qh168.com.cn)

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn