

产能恢复预期已兑现，关注预期差和成本支撑

观点：

供给端来看，高利润周期下的产能恢复是主导生猪价格的主要因素，将令中长期生猪价格走低，但因出栏节奏受复杂的种群结构、成本变动的影 响，下跌轨迹将多波峰。需求端来看，中长期在疫苗接种有序推进，疫情控制后大消费背景下生猪屠宰量料继续回升，对生猪价格的支撑作用将增强。整体来看，生猪价格在产能恢复预期下价格中枢将下移。

期货来看，盘面在交易了市场对今年的供给预期后，后期市场将主要围绕生猪存栏恢复和预期的偏差、需求受新冠疫情再次转紧的影响程度和非洲猪瘟进行交易。短期预计在备货进入尾声、学校提前放假令需求受限的影响下生猪价格将维持偏弱运行。但 09 合约截止发稿已跌至 26 元/公斤附近，且目前能繁母猪存栏仍未恢复至非洲猪瘟疫情前水平，继续大幅追空的盈利空间料有限，关注本周现货价格走势。

研发&投资咨询

魏 佩

从业资格号：F3026567

投资咨询号：Z0013893

 : 18792409717 : weipei@cafut.cn

地址：西安市浐灞大道 1 号

浐灞商务中心二期四层

电话：400-8696-758

网址：www.cafut.cn

一、走势回顾

上周五生猪期货上市首日大幅下跌，主要原因在于挂牌基准价高于市场预期，也是市场对今年生猪产能恢复的预期。据大连商品交易所，当日生猪期货总成交量为 9.9 万手，成交额 446.2 亿元，持仓量为 1.8 万手，共有近 800 个法人客户参与交易，法人客户持仓占比 23.2%。

合约	开盘价	收盘价	涨跌%
LH2109	30680	26810	-12.61%
LH2111	29680	24935	-15.99%
LH2201	28680	24140	-15.83%

二、生猪价格的主要影响因素

1. 生猪周期

由于生猪养殖周期的特殊性，生猪价格亦呈现周期性特点，这使得生猪养殖对价格波动的反应造成的影响具有一定的滞后性。一般情况下，每隔 3 至 4 年生猪价格出现一次大幅周期性变化，每个周期高点价格都接近或超过低点价格两倍。本轮周期从 2018 年 6 月开始，到目前已有两年半的时间。

图 1：生猪养殖周期

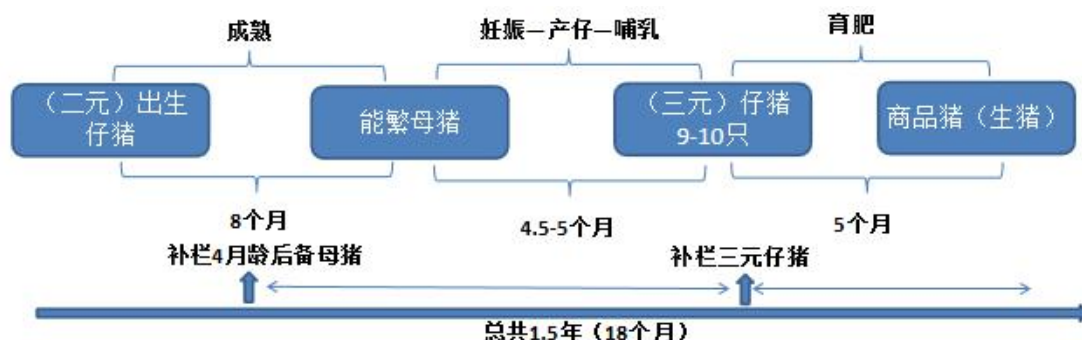
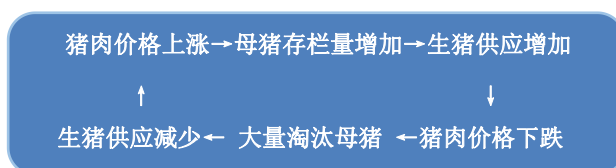
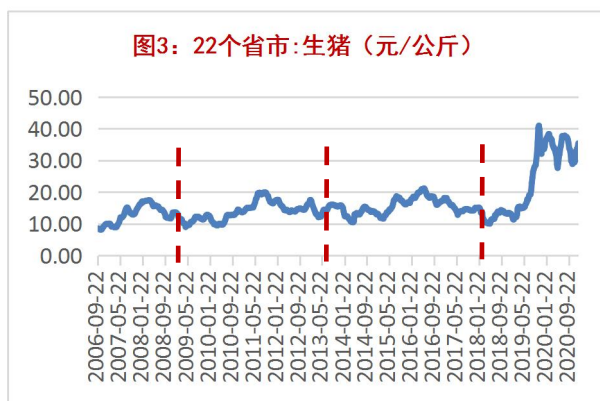


图 2：生猪价格周期



这里需要注意的是，虽然价格传导路径有周期性，但过程是非线性的，因为盈利周期、成本变化、种群结构变化等都是需要时间去消化的。



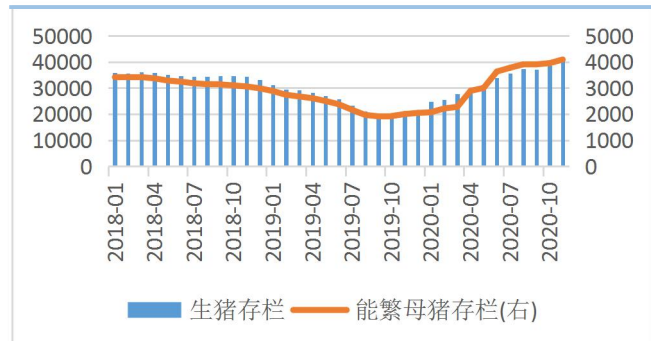
2. 供给端：存栏延续恢复趋势，但出栏节奏受盈利、成本、种群结构等影响

（1）生猪存栏量

从生猪存栏历史数据来看，受非洲猪瘟影响，2019 年生猪存栏降至低位，之后随着猪价大涨，养殖单位补栏积极性提高，2020 年生猪存栏逐渐回升。据农业农村部，2020 年 11 月份能繁母猪存栏超过 4100 万头，环比增长 3.8%，同比增长 31.2%，连续 6 个月正增长；生猪存栏超 4 亿头，环比增长 4.3%，同比增长 29.8%，连续 5 个月正增长。目前存栏整体恢复至了非洲猪瘟前 80%左右的水平。

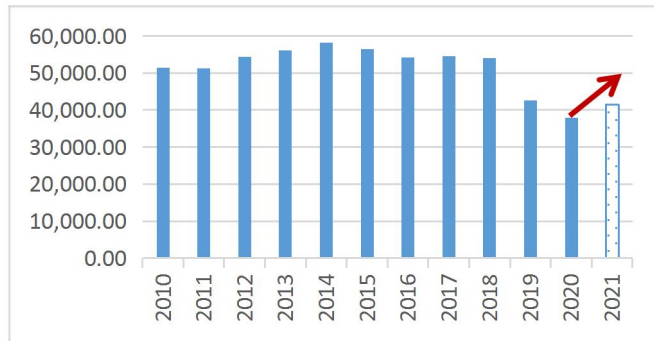
从存栏结构来看，据涌益咨询的数据显示，小猪、中猪月度存栏环比在 2020 年 4 月后持续正增长，同比于 9 月份转正，大猪存栏环比于 7 月份实现正增长，同比仍在负区间，小猪的恢复领先大猪，而小猪大致对应 6 个月以后的出栏情况，因此预计 2021 年 3 月份后生猪供应增量将较大。

图 4：生猪及能繁母猪存栏 单位：万头



资料来源：农业农村部，长安期货

图 5：猪肉产量 单位：千吨



资料来源：WIND，长安期货

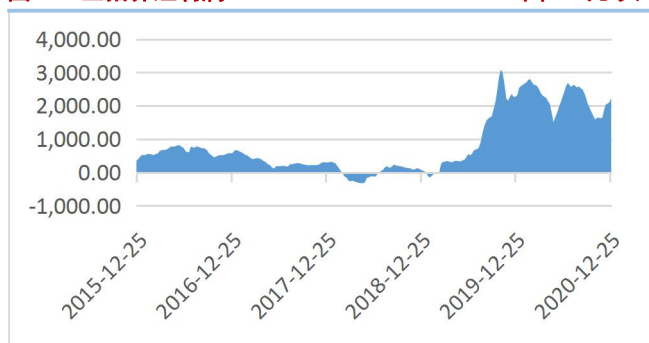
（2）养殖成本

2020 年对生猪养殖单位来说，猪肉价格的上涨为企业带来了丰厚的利润，较高的养殖利

润有助于加速产能的恢复，对长期的供给来说是不利的。2020 年饲料端的大涨对养殖利润有所平抑，猪粮比虽高位回落，但目前仍处于 13:1 的较高位置。一般如果猪粮比高于 11:1 的红色警戒线，政策端的调控会加强，2020 年储备猪肉投放量 67 万吨，虽大幅增加，但相对于国内全年高达 4200 万吨的消费量来说，影响也是相对有限的。因此中期来看，在饲料价格保持高位的预期下，成本端对生猪价格的支撑或较强。

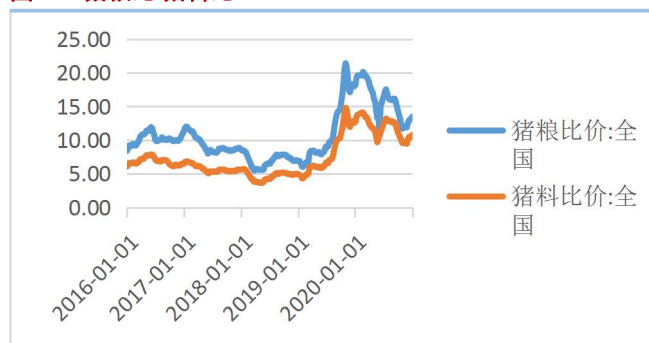
图 6：生猪养殖利润

单位：元/头



资料来源：WIND，长安期货

图 7：猪粮比/猪料比



资料来源：WIND，长安期货

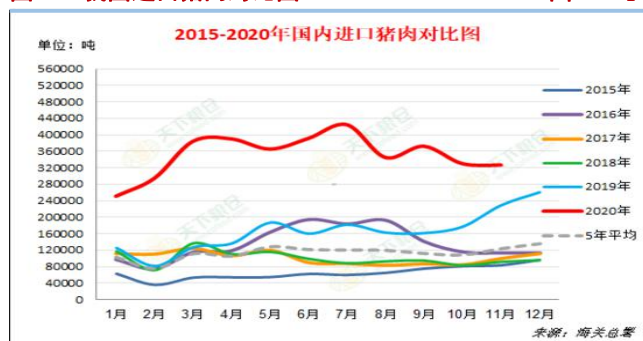
（3）进口猪肉料减少

2020 年，由于国内生猪存栏较低，我国猪肉进口量大幅增加，据海关数据显示，2020 年 1 月-11 月，我国猪肉累计进口量 387.08 万吨，较去年同期大增 123.38%，是近六年来进口数量最大的一年。

但是 2020 年后期进口冷冻猪肉频频检测出新冠病毒，不少企业暂停冻品储存，屠宰企业做多进口猪肉库存的意愿也下降，进口猪肉量开始回落，叠加 2021 年国内生猪存栏的恢复预期，预计 2021 年进口猪肉将减少，市场主流预计在 350 万吨左右。

图 8：我国进口猪肉对比图

单位：吨



资料来源：天下粮仓，长安期货

3. 需求端：疫情控制后大消费背景下生猪需求将回升

作为大部分居民饮食必备的商品之一，猪肉消费一般是刚性的，但是由于人民的节日饮

请务必阅读正文后的免责声明部分！

放心的选择 贴心的服务

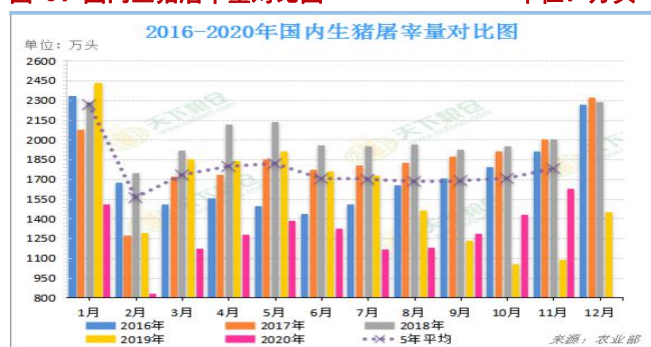
食习惯（春节前腊肉的制作、过节吃肉）、学习开学放假等，猪肉的消费也表现出明显的季节性消费特点。而如果发生类似新冠疫情、瘦肉精等安全事件，生猪的消费会受到一定的抑制。我们主要从屠宰量、季节性消费特点和疫情影响等方面分析后期生猪的需求情况。

一般情况下生猪屠宰量及企业开工率可以从侧面一定程度的反映市场需求。2020 年受新冠肺炎疫情影响，全国人员流动受限，餐饮业重挫，导致猪肉消费整体低于往年，从以下生猪屠宰量和企业开工率也能侧面反映出去年需求的明显下降。

同时，从下图我们也可以看到，年底在下游备货需求强劲的带动下，屠宰企业开工率会明显提升，而备货结束后叠加屠宰企业放假，春节前后开工率基本处于回落的态势，年中一般屠宰量较平稳。这也反映了生猪消费的季节性特点，即国庆、元旦、春节（四季度至年初）一般是猪肉的消费旺季，对生猪价格的支撑将增强。

图 9：国内生猪屠宰量对比图

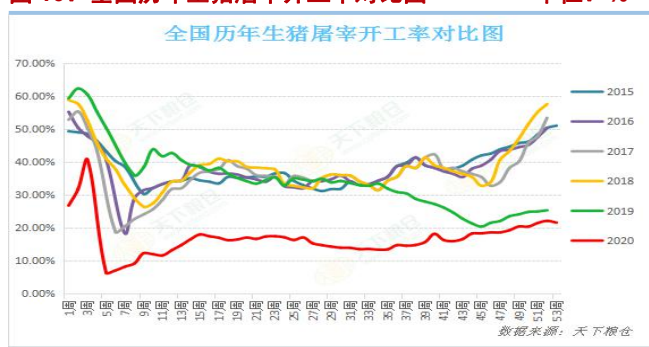
单位：万头



资料来源：农业农村部，长安期货

图 10：全国历年生猪屠宰开工率对比图

单位：%

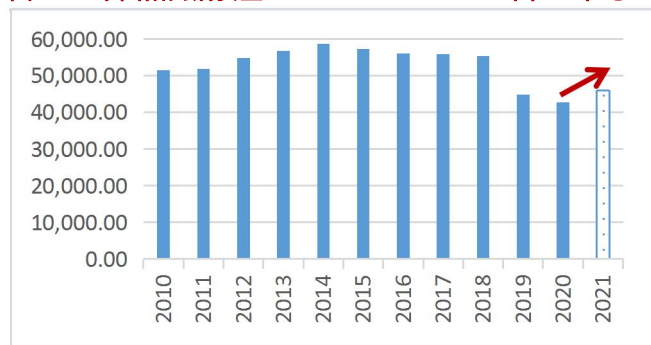


资料来源：WIND，长安期货

短期来看，节前备货需求较强，但1月中旬后需求将会有所下降，对生猪价格的支撑将减弱；中期来看，疫情控制后大消费背景下生猪屠宰量料继续回升，因此中期需求端对生猪价格的支撑作用将增强。

图 11：中国猪肉消费量

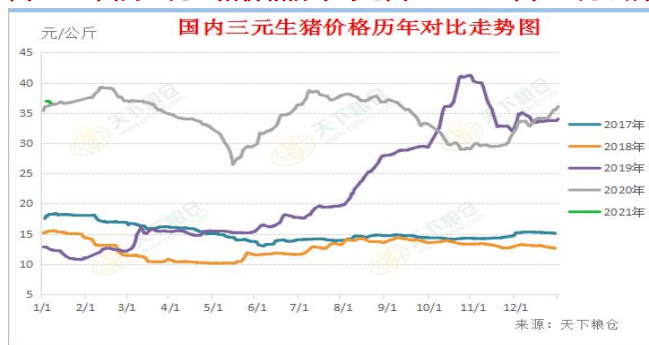
单位：千吨



资料来源：农业农村部，长安期货

图 12：国内三元生猪价格历年对比图

单位：元/公斤



资料来源：WIND，长安期货

二、行情预判及操作思路

供给端来看，高利润周期下的产能恢复是主导生猪价格的主要因素，将令中长期生猪价格走低，但因出栏节奏受复杂的种群结构、成本变动的影响，下跌轨迹将多波峰。需求端来看，中长期在疫苗接种有序推进，疫情控制后大消费背景下生猪屠宰量料继续回升，对生猪价格的支撑作用将增强。整体来看，生猪价格在产能恢复预期下价格中枢将下移。

期货来看，盘面在交易了市场对今年的供给预期后，后期市场将主要围绕生猪存栏恢复和预期的偏差、需求受新冠疫情再次转紧的影响程度和非洲猪瘟进行交易。短期预计在备货进入尾声、学校提前放假令需求受限的影响下生猪价格将维持偏弱运行。但 09 合约截止发稿已跌至 26 元/公斤附近，且目前能繁母猪存栏仍未恢复至非洲猪瘟疫情前水平，继续大幅追空的盈利空间料有限，关注本周现货价格走势。

免责声明

本报告基于已公开的信息编制，但对信息的准确性及完整性不作任何保证。本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成个人投资建议。投资者应当充分考虑自身投资经历及习惯、风险承受能力等实际情况，并完整理解和使用本报告内容，不能依靠本报告以取代独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

长安期货有限公司版权所有并保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“长安期货投资咨询部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

长安期货各分支机构

江苏分公司

地 址：常州市新北区高新科技园 3 号楼 B 座 307
电 话：0519-85185598

传 真：0519-85185598

福建分公司

地 址：福建省厦门市思明区嘉禾路 23 号
新景中心 B 栋 1007-1008 室

电 话：0592-2231963

传 真：0592-2231963

上海营业部

地 址：上海市杨浦区大连路宝地广场 A 座 1605
电 话：021-60146928

传 真：021-60146926

郑州营业部

地 址：郑州市郑东新区商务外环 30 号期货大厦
1302 室

电 话：0371-86676963

传 真：0371-86676962

西安和平路营业部

地 址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层
电 话：029-87206088 029-87206178

传 真：029-87206165

金融事业部

地 址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层
电 话：029-87206171

传 真：029-87206163

农产品事业部

地 址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层
电 话：029-87206176

传 真：029-87206176

山东分公司

地 址：山东省烟台市经济技术开发区珠江路 10
号

电 话：0535-6957657

传 真：0535-6957657

安徽分公司

地 址：合肥市蜀山区潜山路 188 号蔚蓝商务港 F
座 1103 室

电 话：0551-62623638

淄博营业部

地 址：山东省淄博市高新区金晶大道 267 号颐
和大厦 B 座 501 室

电 话：0533-6217987 0533-6270009

西安经济技术开发区营业部

地 址：西安经济技术开发区凤城八路 180 号长
和国际 E 座 1501 室

电 话：029-87323533 029-87323539

传 真：029-87323539

宝鸡营业部

地 址：宝鸡市渭滨区经二路 155 号国恒金贸大
酒店 21 层

电 话：0917-3536626

传 真：0917-3535371

能源化工事业部

地 址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层
电 话：029-87206172

传 真：029-87206165

金属事业部

地 址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层
电 话：029-87380130

传 真：029-87206165