

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

（半年报）

猪价遭遇滑铁卢 底部季节性波动

易乐/侯晓瑞

生鲜品事业部

易乐

期货从业资格号:

F0272877

投资咨询从业证书号:

Z0011428

yile89@163.com

侯晓瑞

期货从业资格号:

F3044447

hxr529@qq.com

生鲜品事业部

电话: (022) 23159356-801

网址: www.ydqh.com.cn

地址: 天津市和平区徐州道12号万通中心802-804

邮编: 300051

■ 内容摘要

- 2018 年年后猪价快速下落, 降幅达 33.6%, 部分地区生猪价格跌破 5 元大关, 养殖进入全面亏损期。直接原因为养殖户多不看好春节后行情, 因而大都选择在节前出栏, 但春节对猪肉需求的提振有限, 因而猪价有一波下跌; 年后消费降低, 屠宰企业开工率下降, 且规模化大厂出栏量不减, 从而导致生猪价格急速下跌。根本原因为猪周期前期叠加盈利, 导致大规模场极速扩张, 环保拆迁使得部分中小猪场退出养殖, 但散户退出的速度不及规模场的扩张速度, 因而造成了生猪的供过于求。
- 当前生猪存栏量偏低, 生猪价格大幅下跌后迎来小幅季节性反弹, 生猪养殖亏损程度减小。但存栏量的下降并不代表猪变少了, 我国生猪供大于求的局面将会持续, 季节性利好对猪价提振有限。
- 在 2018 年上半年低迷的行情下, 养殖户通过适当的降低均重、淘汰落后产能、售卖仔猪等措施来应对猪价下行。2018 年三季度生猪供应减少, 猪价有望提升, 养殖利润有望突破盈亏水平线。
- 我国从美国进口猪肉占我国总产量不足 1%, 中美贸易战对猪肉及其制品加征关税对猪价影响有限。对农产品等加收关税可能会对饲料成本产生影响。
- 2018 年三、四季度育肥猪出栏量对应 2017 年三、四季度母猪存栏量, 据农业部数据显示 2017 年三、四季度母猪存栏环比减少, 这主要是因为 2017 年的环保去产能的影响, 但其实被清理的猪场的猪并没有消失, 而是转移到别的猪场继续进行养殖, 因而 2017 年三、四季度能繁母猪存栏仍处在高位。
- 2017 年三季度母猪屠宰量较大, 同时叠加 2017 年冬季仔猪成活率较低, 这就导致了 2018 年三季度育肥猪出栏量相对减少, 大概率下三季度猪价会提升, 但提升幅度有限。随着四季度需求的好转, 猪价会上涨, 预计在 12 月后迎来下半年猪价的最高点, 但供应仍有压力。2018 年全年总体还是处于供大于求的状态。

目录

1. 2018 年上半年生猪价格走势.....	3
2. 生猪价格波动逻辑	4
2.1 生猪存栏与价格波动.....	4
2.2 生猪出栏与屠宰.....	5
2.3 养殖利润与成本.....	6
2.4 消费及进出口.....	7
3. 猪周期及季节性	8
4. 生猪养殖影响因素	错误!未定义书签。
4.1 规模化.....	9
2.2 环保因素.....	10
5. 未来行情展望	11
免责声明	12

1. 2018 年上半年生猪价格走势

2018 年处在猪周期的下行周期，生猪养殖进入全面亏损期。从元旦后一周开始，猪价一路下跌，从最高价 15.34 元/公斤跌至春节前的 13 元/公斤，节后更是一路下跌至 3 月底，价格跌至 10.18 元/公斤，总跌幅达 33.6%，部分地区猪价跌破 10 元大关。猪肉价格从 22.1 元/公斤跌至 15.86 元/公斤，跌幅达 28.24%。肉猪价差由 6.76 元/公斤跌至 5.68 元/公斤，跌幅达 15.98%。随后猪价在底部震荡至 5 月底。受前期猪价下跌的影响，猪价在 5 月底出现季节性反弹，但仍未突破成本线。受端午节影响，下游需求有所提升，生猪价格上调，但升幅有限，生猪价格长期走势主要还看供需情况。造成此次结果的原因有：

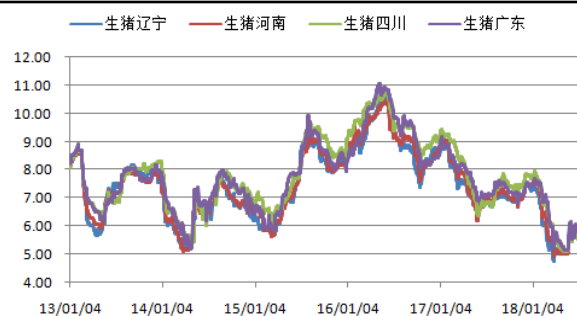
1) 由于养殖户多看好春节行情，同时对节后行情不乐观，导致春节前生猪供应量激增。同时，春节后规模化养殖场出栏量不减，散户大量抛售，导致年后供应增多，需求转淡，供应大于需求，从而导致生猪价格暴跌；

2) 虽然 2017 年由于环保压力大量养殖场被拆除，但是规模化企业的快速扩张，新增产能足以抵消因环保压力而减少的产能，所以总的来说生猪供应较为充足；

3) 近年来生猪养殖效率提升，PSY，MSY 等指标上涨；

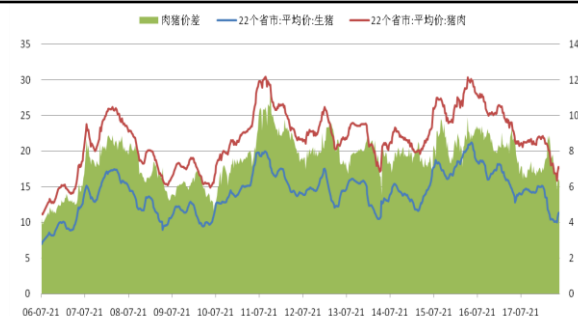
4) 5 月底猪价小幅回调，这是由于 5 月份猪场存栏的年前大猪基本淘汰完毕，出栏体重明显下降，养殖户挺价，尤其是一些规模化大厂。在上涨行情下，散养户惜售情绪加剧，屠宰企业收购有压力。

图 1：分地区生猪价格走势



资料来源：wind，生鲜品事业部

图 2：肉猪价差

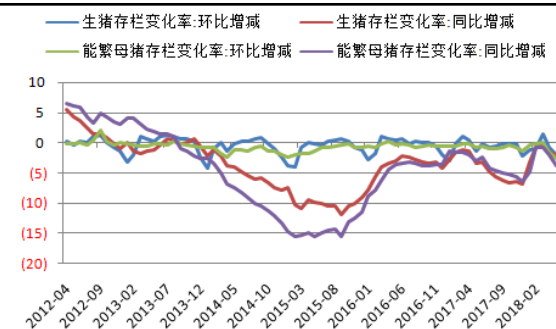


资料来源：wind，生鲜品事业部

2. 生猪价格波动逻辑

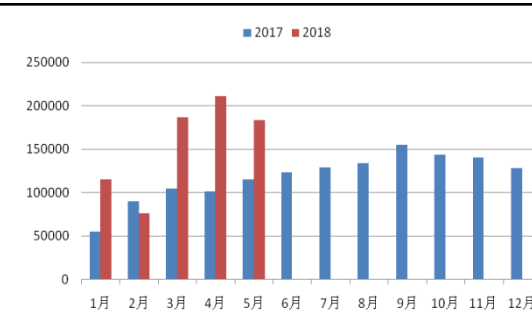
2.1 生猪存栏及价格波动

图 3：生猪及能繁母猪存栏变化



资料来源：wind，生鲜品事业部

图 4：母猪淘汰屠宰量



资料来源：芝华数据，生鲜品事业部

农业部数据显示，2018年5月生猪存栏环比下跌1.9%，同比下跌2%。5月能繁母猪存栏环比下跌2.5%，同比下跌3.9%。近期生猪存栏环比降低，生猪价格大幅下跌后迎来小幅季节性反弹，生猪养殖亏损程度减小。但存栏量的下降并不代表猪变少了，我国生猪供大于求的局面将会持续，季节性利好对猪价提振有限。

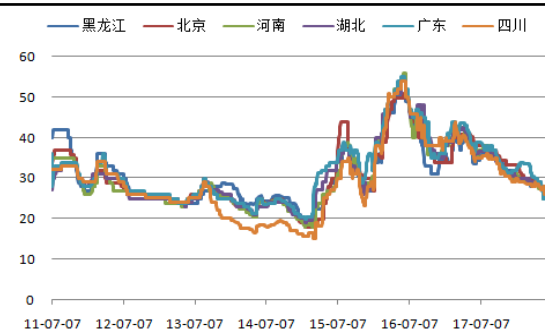
在猪价下行周期，2018年上半年母猪屠宰量明显高于2017年上半年，能繁母猪存栏下降，小型和大型养殖场能繁母猪降幅较小，中型养殖场降幅较大。淘汰大多为高胎龄、低效率母猪，大量淘汰母猪的情况还未出现，尤其是大规模场并没有出现大量淘汰母猪的情况。根据青松农牧数据显示，2018年5月母猪淘汰量83.23万头，初配母猪62.63万头，淘汰量高于初配母猪量。3-5月大量淘汰母猪预计会造成2019年1-3月生猪出栏量减少。

图 5：二元母猪价格



资料来源：wind，生鲜品事业部

图 6：仔猪价格



资料来源：wind，生鲜品事业部

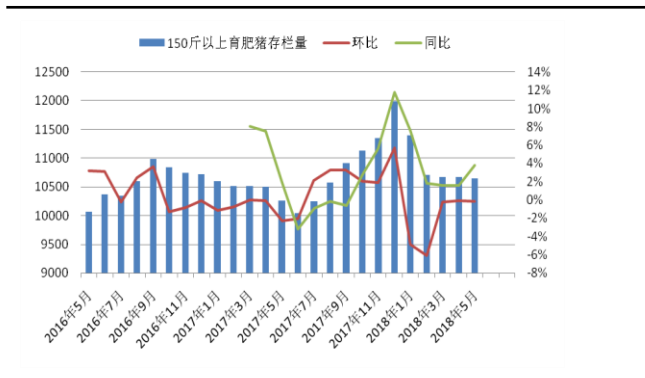
2017年母猪价格与仔猪震荡下跌，但价格仍处在高位，这表明养殖户补栏积极性仍旧较高，直至2018年初猪价大幅走弱，母猪与仔猪价格在回归正常水平后持续下行，养殖户补栏积极性降低，小散户大都呈观望态度，规模化养殖场大都保持正常存栏补栏，部分大厂仍保持扩张速度。

150斤以上育肥猪存栏反应1-2月后育肥猪出栏情况。2017年11月150斤育肥猪存栏量最高，这就导致2017年12月-2018年1月生猪的大量出栏。2018年5月150斤以上育肥猪存栏环比减少，但同比仍在高位。

猪价遭遇滑铁卢 底部季节性波动

2018.7

图 7：150 斤以上育肥猪存栏量



资料来源：芝华数据，生鲜品事业部

2.2 生猪出栏与屠宰

受生猪价格下跌影响，2018年1-2月生猪出栏体重持续下跌，节后屠宰企业开工率下降、生猪供应持续增加，养殖户出栏积极性提高，部分小体重猪被出售。3月出栏体重有所上升，一是因为猪价低位造成的压栏；二是养殖户对后市看涨，部分50-100kg中猪被拉去二次育肥，出栏周期被拉长。五一之前养殖户出栏积极性提高，压栏大猪陆续出栏，生猪出栏体重上升。五月之后天气逐渐炎热，市场偏向消费瘦肉型标猪，因而出栏体重降低。预计后期出栏体重将止跌企稳。

屠宰企业一般在节前2-3天备货，在猪价下滑明显，猪肉价格缓慢回落的行情下，屠宰企业利润可观，然而最大利润分布在商超等零售端。由于小型屠宰点被取缔，小规模屠宰场的屠宰量下滑较大。2018年一季度屠宰量环比均增加，按往年情况春季为屠宰淡季，但因为2018年猪价低，所以2018年上半年屠宰量增加，冻品入库率较高。

猪价遭遇滑铁卢 底部季节性波动

2018. 7

图 8：全国生猪交易体重走势图



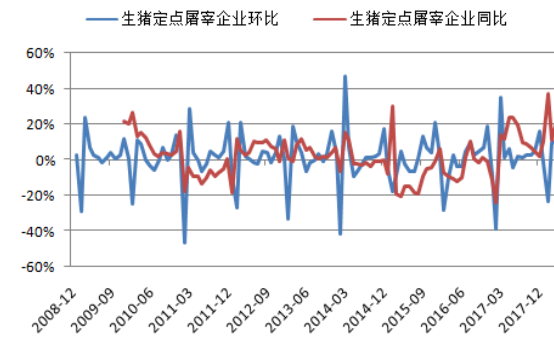
资料来源：卓创资讯

图 10：国内重点企业平均冻品库容比



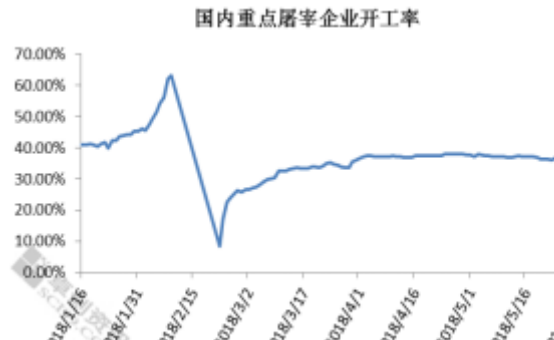
资料来源：卓创资讯

图 9：生猪定点屠宰量变化率



资料来源：wind，生鲜品事业部

图 11：屠宰企业开工率



资料来源：卓创资讯

2.3 养殖利润及成本

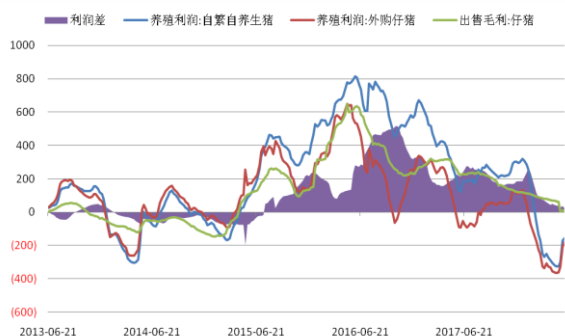
2018 年上半年生猪养殖进入全面亏损期，最高亏损可达 300 元以上每头，5 月底开始养殖利润有回暖趋势，但仍在盈亏水平线以下。在 2018 年上半年低迷的行情下，养殖户通过适当的降低均重、淘汰落后产能、售卖仔猪等措施来应对猪价下行。2018 年三季度生猪供应减少，猪价有望提升，养殖利润有望突破盈亏水平线。

生猪养殖中，饲料成本约占总成本的 50%以上，例如，温氏与牧原的饲料原材料分别占总成本的 53.15%和 52.12%。饲料原材料中玉米和豆粕占饲料总成本的 50%以上，因而原材料的价格变动会对猪价有一定的影响。在猪价下行周期，养殖户可能会适当减少饲料中豆粕占比，或者使用菜粕、棉粕等进行替代，但持续时间不会过长。后期重点关注中美贸易战情况，若对大豆等农产品加收 25%的关税，可能会提升养殖成本。

猪价遭遇滑铁卢 底部季节性波动

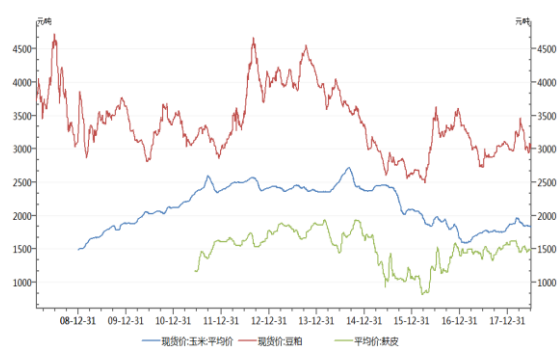
2018. 7

图 12：生猪及仔猪养殖利润



资料来源：wind，生鲜品事业部

图 13：主要饲料原料价格



资料来源：wind，生鲜品事业部

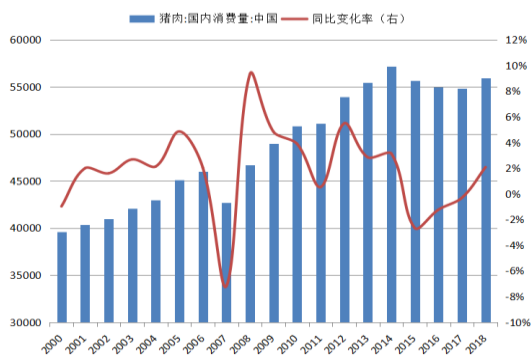
2.4 猪肉消费及进出口

近年来，猪肉消费量增速放缓甚至负增长，猪肉消费在肉类消费中的占比也有所下滑，但仍是我国消费最大的肉类产品。从 2008 年开始，我国猪肉产出持续存在缺口，2016 年缺口最大，达 199 万吨。

我国猪肉主要从德国、西班牙、美国、加拿大、丹麦和荷兰进口较多，占比分别为 21.3%、16.0%、13.3%、11.0%、9.8%和 7.4%，进口猪肉中，猪肉、猪杂碎、加工猪肉进口量分别占 52.3%、47.7%、0.01%。我国从美国进口猪肉占我国总产量不足 1%，中美贸易战加征关税对猪价影响有限。我国猪肉出口量极少，主要出口到中国香港等地。

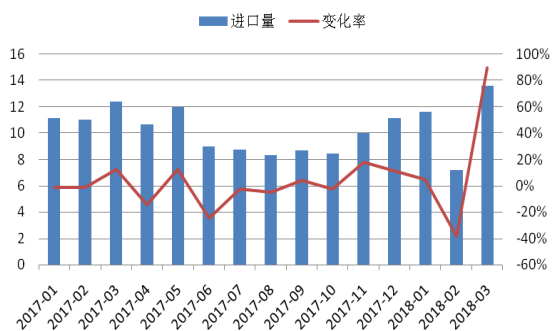
猪价遭遇滑铁卢 底部季节性波动 2018.7

图 14: 猪肉消费情况



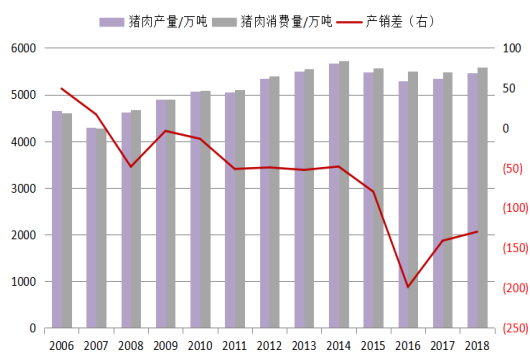
资料来源: wind, 生鲜品事业部

图 16: 猪肉进口量



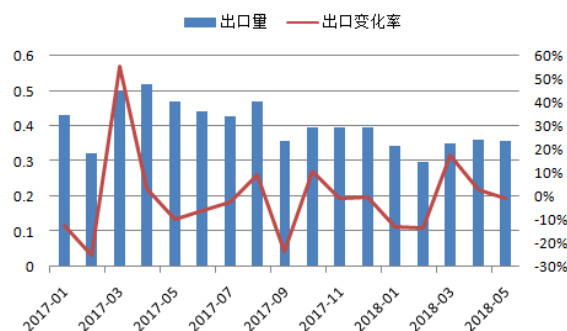
资料来源: wind, 生鲜品事业部

图 15: 产销比



资料来源: wind, 生鲜品事业部

图 17: 猪肉出口量



资料来源: wind, 生鲜品事业部

3. 猪周期及季节性

从 2006 年至 2018 年，猪价经历了三个周期，如今处在第三个周期的下行阶段，并且尚未结束。相对于前两个周期，本次猪周期有以下特点：

- 1) 前两次周期持续时间 47-48 个月，本轮猪周期已超过 50 个月；
- 2) 本次周期下跌幅度超过前两个周期；
- 3) 猪价将持续在底部震荡，这与前两次根本的不同在于，本次猪周期受生猪规模化养殖的影响，将持续下行并在底部震荡较长时间，这是由于规模化企业出栏受猪价影响较小，即使生猪价格不理想，规模场仍旧会按计划出栏，并且规模场还有扩张的趋势。

猪价遭遇滑铁卢 底部季节性波动

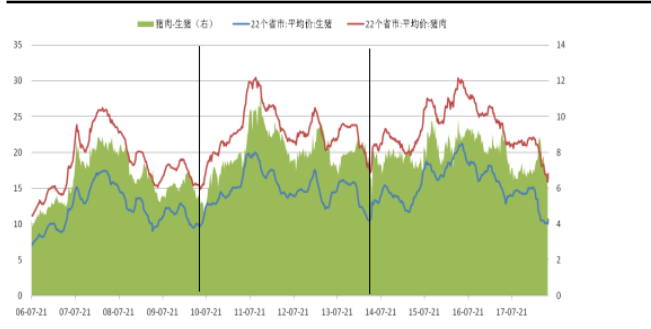
2018.7

表 1: 猪周期

	上行周期/月	下行周期/月	持续时间/月	上涨幅度	下跌幅度
2006.5-2010.4	23	24	47	183.1%	45.7%
2010.4-2014.4	17	31	48	106.1%	47.5%
2014.4-至今	27	23+	50+	102.9%	52.8%

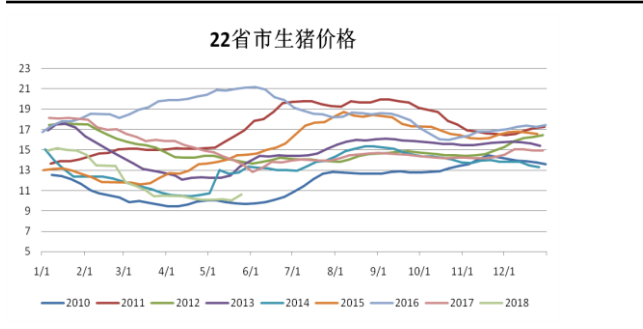
资料来源：生鲜品事业部

图 18: 猪价周期



资料来源：wind，生鲜品事业部

图 19: 生猪价格季节性



资料来源：wind，生鲜品事业部

一般来说，每年春节后由于需求的下降，猪价见底。由于冬季仔猪成活率低，因此导致 6-9 月出栏量相对较低，虽然夏季猪肉需求少，但由于供应的减少，6-9 月猪价上行，9 月学生开学对猪肉有提振作用。10-11 月猪价回落。受南方腌腊及春节前备货的影响，猪价在 12 月-次年 2 月回升。生猪供应量影响猪价的涨跌，消费者的需求影响猪价的涨跌幅度。

4. 生猪养殖影响因素

4.1 规模化

生猪规模化养殖主要分三种，一是以温氏为代表的“公司+农户”模式发挥公司和农户各自比较优势，轻资产运营实现养殖规模快速扩张。二是以牧原为代表的自繁自养模式在重资产运营下发挥低成本的核心优势，实现各地快速建厂复制。三是以正邦科技、天邦股份、新希望等为代表的种养结合新模式介于温氏和牧原之间，综合考虑土地、环保和成本等问题而发展出新型生态养殖模式。

2016-2017 年规模化养殖场快速扩张。受 2018 年初猪价下跌的影响，大型养殖场扩张速度放缓，但并没有停止扩张，随着前期投资的猪场产能的释放，预计规模化猪场的生猪供应仍旧充足。只有经历了较长时间的亏损后，落后产能逐渐被淘汰，此时猪价才会重拾上涨。

从 2018 年 1-5 月各大型养殖公司的销售数据可以看出，牧原、正邦、天邦的销售量大量增加，温氏则保持

猪价遭遇滑铁卢 底部季节性波动

2018.7

温和增长态势，雏鹰农牧出栏量变化不大，这表示生猪规模化速度很快，生猪出栏量的增加主要来自于这些规模化的养殖企业，这五大公司 1-5 月总的增长率 40.72%。

正邦科技发布的 2018 年半年度业绩预告修正公告中表示，此前预计的 2018 年上半年净利润 8000 万元-1.4 亿元被大幅下调至亏损 1.6 亿元-2 亿元，较去年同期盈利 2.75 亿元大幅下降。主要原因为二季度生猪销售价格反弹未及预期，养殖板块亏损高于预期。

表 2：大规模企业 1-5 月出栏情况

企业	2017年1-5月	2018年1-5月	同比
温氏	745.20	874.25	17.32%
牧原	216.80	392.90	81.23%
正邦	77.98	208.02	166.76%
雏鹰农牧	94.33	95.21	0.93%
天邦	33.33	72.71	118.15%
合计	1167.64	1643.09	40.72%

资料来源：公司公告，生鲜品事业部

表 3：大规模饲料企业与养殖企业

饲料企业	2016年产量	养殖企业	2017年出栏
新希望	1489	温氏股份	1904
温氏股份	1200	牧原股份	724
正大集团（中国）	600(预测)	正大集团（中国）	600
双胞胎	900(预测)	正邦科技	342
海大集团	733	雏鹰农牧	251
正邦科技	537	中粮肉食	300
大北农	400	宝迪	240
通威股份	401	新希望	200
唐人神	380	天邦股份	101
禾丰牧业	215	大北农	100
天康生物	91	罗牛山	18
金新农	74	大康农业	15
天邦股份	39	新五丰	22
新五丰	3	唐人神	50
大康农业	3		
前十五合计	7065	前十四合计	4868
占比	26.82%	占比	7.07%
总产量	26345	总出栏	68861

资料来源：生鲜品事业部

4.2 环保因素

生猪养殖粪便特别是污水产生量大，处理成本高，污染治理难度大。随着规模化、集约化程度不断提高，生猪养殖与环境保护矛盾日益突出，特别是南方水网地区等环境敏感区环境保护压力加大。近年来，农业面源污染防治力度不断加大，《畜禽规模养殖污染防治条例》《水污染防治行动计划》相继实施，生猪养殖环境保护制度更加严格。

中央环保督查于 5 月 30 日至 6 月 7 日对河北等 10 省开展“回头看”督查，其中涉及河南、河北、江西、广东、广西、云南等均是生猪养殖大省。此次环保“回头看”督查加速了禁养区中养殖场的清除，同时对非禁养区中环保不达标的养殖场进行整治，加速生猪养殖去产能。猪价下行周期叠加环保压力会使短期内猪价得到提升。但 2017 年环保已经使得大部分不达标的猪场关闭或整改，此次环保督查对猪价的影响有限。

猪价遭遇滑铁卢 底部季节性波动

2018.7

表 4：国家生猪养殖规划区域

区域布局	所含地区	猪肉产量全国占比	主要任务
重点发展区域	冀、鲁、豫、川、渝、桂、琼	38.2%	加快转型升级，提高综合生产能力和市场竞争力
约束发展区域	京、津、沪、江、浙、闽、赣、皖、湘、鄂、粤	38.6%	该区域环境压力大，要控制总量，优化布局，提高粪便综合利用水平
潜力增长区域	黑、吉、辽、蒙、云、贵	18.6%	发展环境好，增长潜力大，扩大生产规模，实现增产增效。
适度发展区域	晋、陕、甘、宁、新、藏、青	4.6%	地域辽阔，土地资源和农副产品资源丰富，农牧结合条件较好，但是生猪养殖基础薄弱。推进适度规模养殖和标准化屠宰

资料来源：农业农村部，生鲜品事业部

5. 未来行情展望

2018 年三、四季度育肥猪出栏量对应 2017 年三、四季度母猪存栏量，据农业部数据显示 2017 年三、四季度母猪存栏环比减少，这主要是因为 2017 年的环保去产能的影响，但其实被清理的猪场的猪并没有消失，而是转移到别的猪场继续进行养殖，因而 2017 年三、四季度能繁母猪存栏仍处在高位。

2017 年三季度母猪屠宰量较大，同时叠加 2017 年冬季仔猪成活率较低，这就导致了 2018 年三季度育肥猪出栏量相对减少，大概率下三季度猪价会提升，但提升幅度有限。随着四季度需求的好转，猪价会跟随季节性上涨，预计在 12 月后迎来下半年猪价的最高点，生猪供应仍有压力。2018 年全年总体还是处于供大于求的状态。

免责声明

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



公司总部：022-58298788 市场发展部：022-28130292
研究院：022-23303538 机构业务部：022-58298788/6111
地址：天津市和平区解放北路188号信达广场16层
邮编：300042

一德期货有限公司 北京北三环东路营业部 100013
北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703
Tel：010-8831 2088

一德期货有限公司 上海营业部 200063
上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室
Tel：021-6257 3180

一德期货有限公司 天津营业部 300021
天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平
创新大厦A座25楼2352、2353-1号）
Tel：022-2813 9206

一德期货有限公司 滨海新区营业部 300457
天津市经济技术开发区第二大街泰达MSD-G1座3A层10室
Tel：022-5982 0932

一德期货有限公司 郑州营业部 450008
郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室
Tel：0371-6561 2079

一德期货有限公司 大连营业部 116023
大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期
货大厦2303、2310号房间
Tel：0411-8480 6701

一德期货有限公司 淄博营业部 255000
山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间
Tel：0533-3586 709

一德期货有限公司 宁波营业部 315040
浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号
Tel：0574-8795 1915

一德期货有限公司 唐山营业部 063000
河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室
Tel：0315-578 5511

一德期货有限公司 烟台营业部 264006
山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室
Tel：0535-2163353/2169678