

2020 年 12 月 20 日

金信期货研究院

傅博

· 从业资格编号 F3071993

· 投资咨询编号 Z0015291

蛋鸡产业或将面临被动去产能

内容提要

本年度蛋鸡产业在生猪存栏恢复及新冠疫情的背景下，逐步开启去产能之路。上半年高存栏和低消费的双重压力令蛋价疲弱不堪，平均价格仅好于 2017 年；下半年供需环比好转后价格一度出现反弹，但也只是略好于 2016 年。而本年度的中秋节蛋价更是旺季不旺，不到 3.5 元/斤的价格创出历史同期最低，远低于往年的 4 元/斤均价的旺季行情。鸡蛋期价而言，全年大部分时间都是多头预期不断被证伪，现货带动期货向现实回归的行情。

目前而言，年底反弹之后使得远月合约绝对价格处在中性偏高的位置，期价升水亦处在历史同期最高。主要源于市场对于春节前后集中淘汰老鸡的预期，叠加玉米、豆粕价格大幅上涨，抬高来年养殖成本，市场主要分歧主要在于期价过高升水是否合理。

中长期来看，生猪存栏的恢复势必会带动整个动物蛋白供需再平衡，在猪价处在下行周期的背景下，对禽类的价格支撑由强转弱，或间接的促进禽类去产能；而当前蛋鸡产业整体来看，现货环节仍有盈利，出于行业的自律性尚处在主动去产能阶段，力度可能仍然不够。本轮蛋鸡周期盈利时间太久，过往在不发生禽流感疫情的情况下，蛋鸡持续盈利的周期一般不超过 2 年，本轮鸡周期在 2017 年 7 月份后扭亏为盈，在 2019 年上半年本来走到盈利周期末端的时候，恰逢史无前例的非洲猪瘟，让盈利周期大幅延长，因此去产能周期亦或相应拉长。远月来看，一方面受饲料原料价格大涨带动养殖成本成本抬高，蛋价的下方边际相应抬高；但另一面从生猪带动养殖再平衡的角度来说，未来蛋价有进一步向养殖成本靠近的可能，甚至需要蛋鸡产业再次出现亏损，继而开启产业被动去产能。

操作建议： 中期逢高抛空远月。

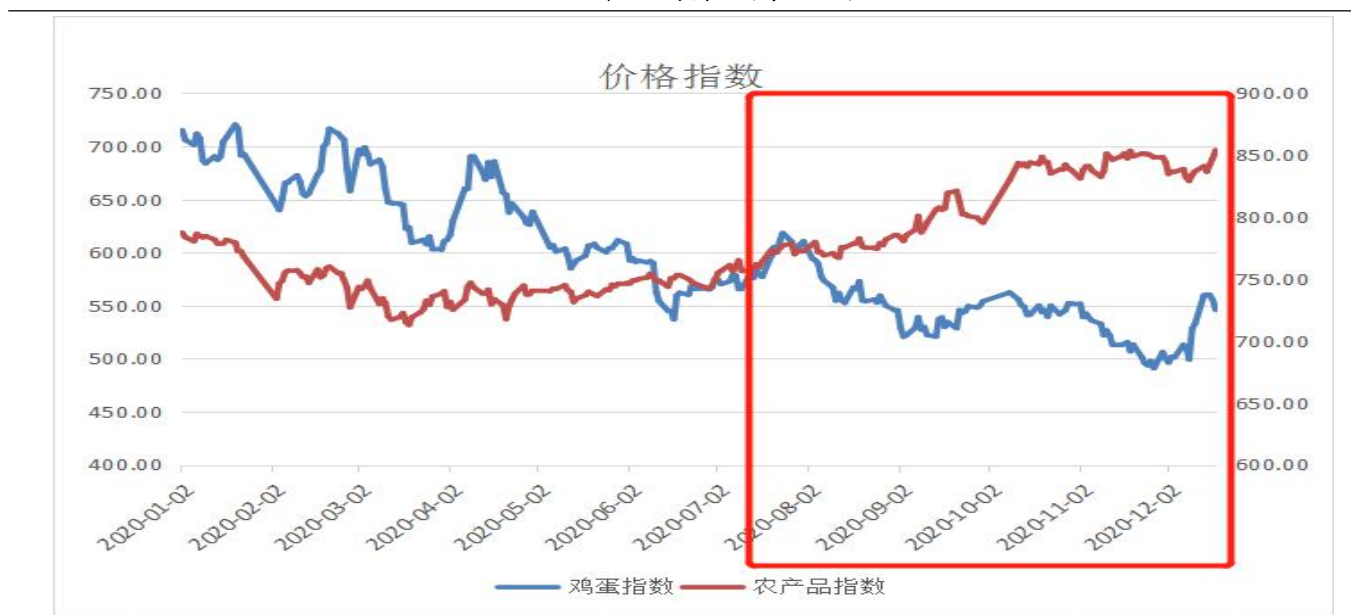
风险提示： 新冠疫情、饲料原料成本、禽流感。

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、蛋价全年行情回顾

本年度鸡蛋价格相对整个农产品板块而言走势偏弱，尤其是下半年整体农产品出现大涨的阶段，鸡蛋未出现明显跟涨。全年来看：3-6 月份，全国处在新冠疫情爆发及加剧阶段，餐饮业闭市让鸡蛋的消费遭受重创，同时屠宰企业无法开工也令养殖户淘鸡无门，蛋价一度跌至 2.5 元/斤，商品代跌破养殖成本，种鸡场跌破孵化成本。6 月份后随着国内疫情逐步缓解，复工、复学的加快推进，令鸡蛋消费逐渐好转，蛋价逐步企稳。7 月份出现了一波快速反弹，蛋价短暂触碰 4 块，主要由于 2 月蛋鸡苗补栏断档造成供应环比大幅收缩，叠加下游集中补库。但好景不长 8 月在冷库蛋冲击之下叠加整体消费疲弱，期货再次对预期进行修正并出现大幅回落。步入 9 月份受中秋节消费转好提振，现货一度出现反弹，但整体力度远不及往年，现货高点亦在 4 块/斤以下，期价不断挤压过高升水。随后 10-11 月远月期价受玉米及豆粕大涨支撑呈现偏强震荡，12 月底在供需环比逐步转好的情况下，中下游再次开启补库动作，令期现快速反弹，而远月的基差也再次走弱。

图 1. 鸡蛋及农产品指数



数据来源：Wind、金信期货研究院

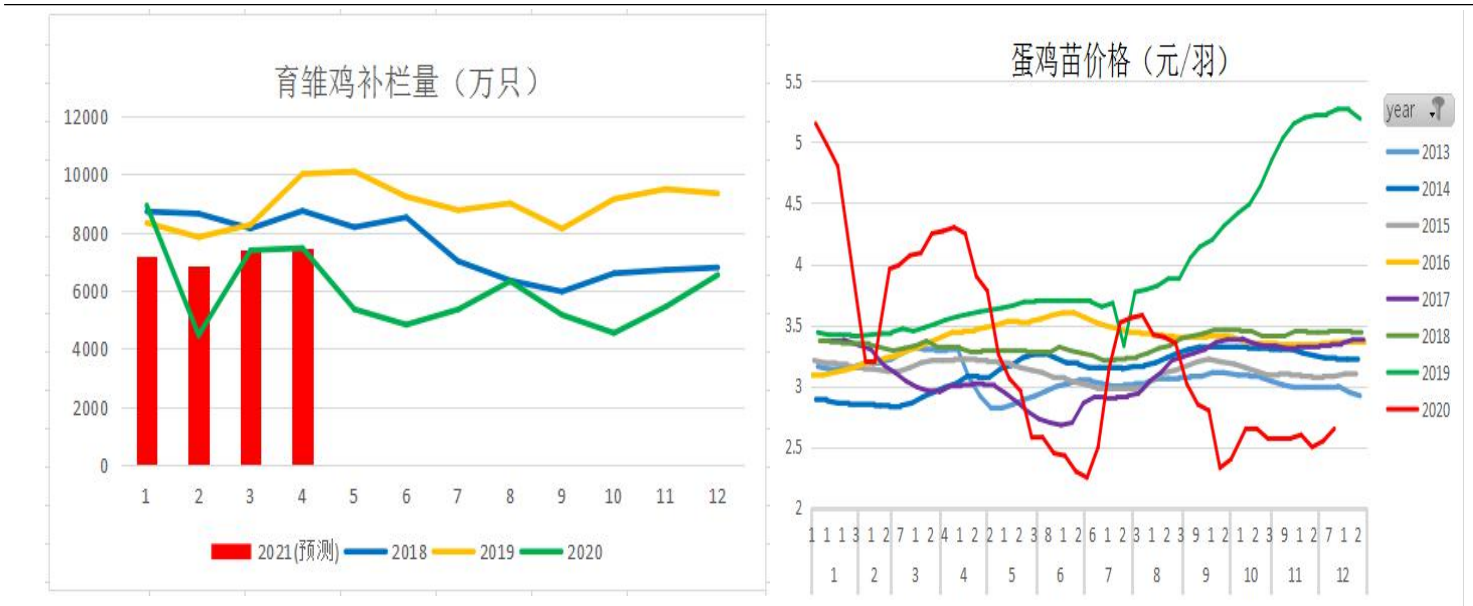
二、鸡蛋基本面情况

1、蛋鸡存栏量的推测

对于蛋鸡存栏量，我们结合芝华数据的前期基数，并参考卓创及博亚和讯数据的环比变化数据进行粗略测算。大致思路是通过 4 个月前的补栏量、当前的存栏量和即淘汰量去分析接下来整体在产蛋鸡的存栏的同比及环比变化。

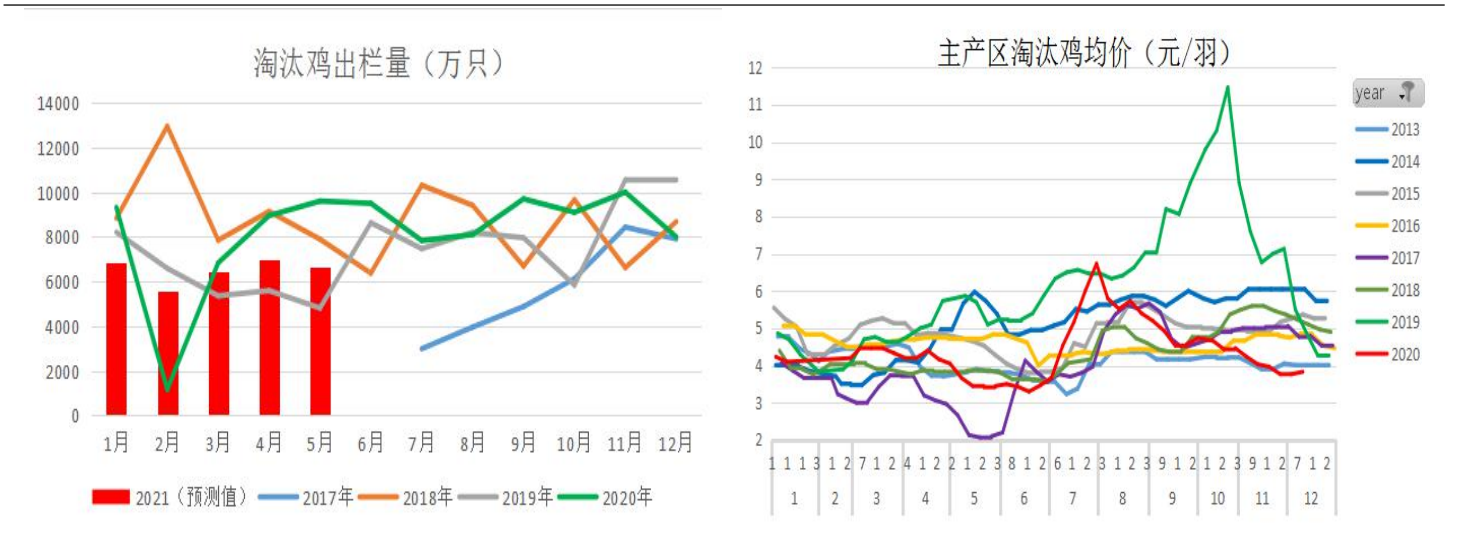
首先，本年度整体育雏鸡补栏量，较往年已经大幅下降，从鸡苗价格亦可以有所体现。2020 年整体上半年补栏较差，部分企业亏损至现金流，继续上鸡能力大幅下降，尤其 6 月份由于养殖亏损严重，补栏量至年内最低；下半年蛋价反弹后，7 月份开始补栏情绪略有回暖，但受整体养殖利润水平较低限制，三、四季度补栏量亦显著低于 2019 年及猪瘟前的 2018 年。全年补栏量月均比 2018 年低 20.5%，比 2019 年低 33.31%。本年度 8、9、10、11 月较低的补栏量直接影响 4-5 月之后的供给，即 2021 年 4 月前新开产蛋鸡数量相对较低，行业处在主动降产能阶段。因此对于明年 5 月而言，补栏基本已经确定，未来整体的供给取决于淘汰鸡的淘汰力度。由于当前整体预期有所回暖（按照远月期价养殖仍有盈利），我们对新年度一季度的补栏量推测，认为环比趋于增加，但同比仍不及往年。其次，淘汰蛋鸡的出栏量，2 月份淘鸡出栏最低，主要是受疫情影响，屠宰场关闭无法淘鸡；3-6 月份淘鸡逐步开始放量，对应淘汰鸡价格亦有所走弱；随后 7-8 月份鸡龄大幅下降叠加中秋旺季预期，养殖户再次开始压栏，淘鸡环比开始减少；10-11 月份中秋后，再次出现集中淘汰；年底市场预期随着终端消费好转，肉价反弹，带动淘鸡价格上涨，或再有一波集中出栏，但整体力度或不及 11 月份，主要在于当前预期再次有所好转叠加整体鸡龄结构相对较轻。对于明年一季度整体淘鸡情况，我们亦做出预测，环比可能继续增加，但整体可能不及 2018 年及 2019 年，主要逻辑在于当前整体淘鸡价格较低，同时生猪价格下行之后或可能继续是肉鸡及淘汰鸡价格，令淘鸡没太强吸引力；再者当前整体蛋鸡养殖虽然利润微薄，但整体仍然盈利，尤其远月又给出看涨预期。最后对明年主要为 5 月前的存栏做大致推演，五月前由于补栏相对确定，不出现超淘的情况下，整体存栏或仍然小幅高于 2018 年，但低于 2017 年。而 5 月之后，补栏及淘汰尚不可预见，仍存在极大的不确定性。

图 2. 全国蛋鸡的补栏量及推测



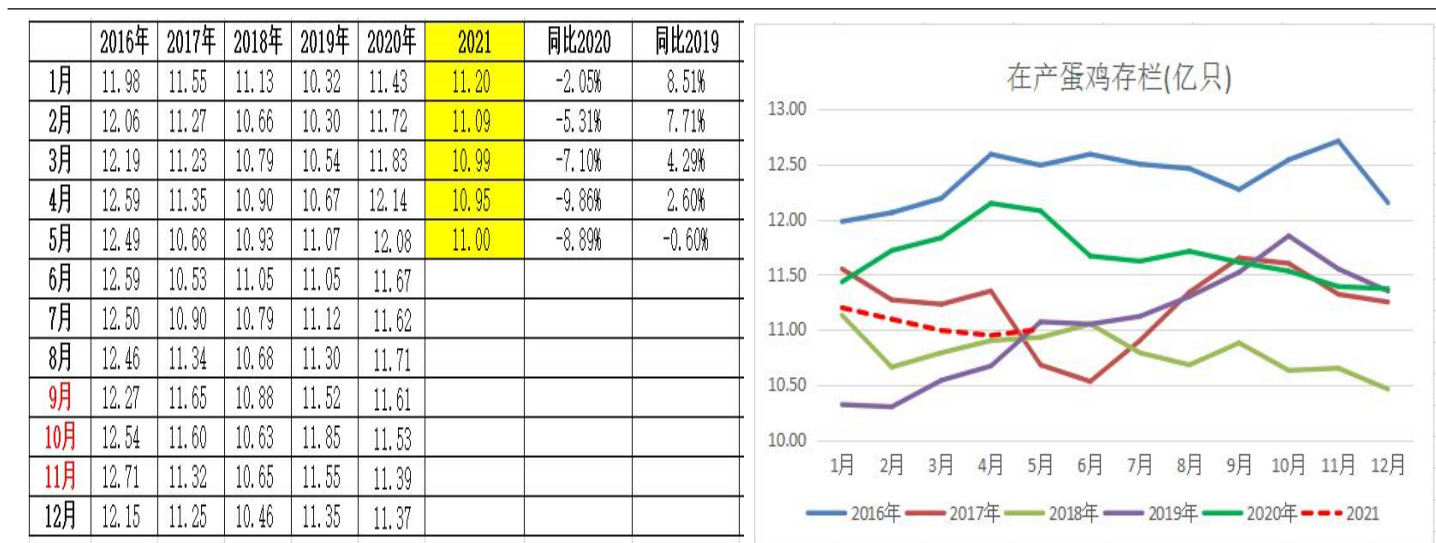
数据来源：芝华数据、博亚和讯、卓创数据、金信期货研究院

图 3: 全国蛋鸡出栏量及推测



数据来源：芝华数据、博亚和讯、卓创数据、金信期货研究院

图 4：全国蛋鸡存栏量及推测

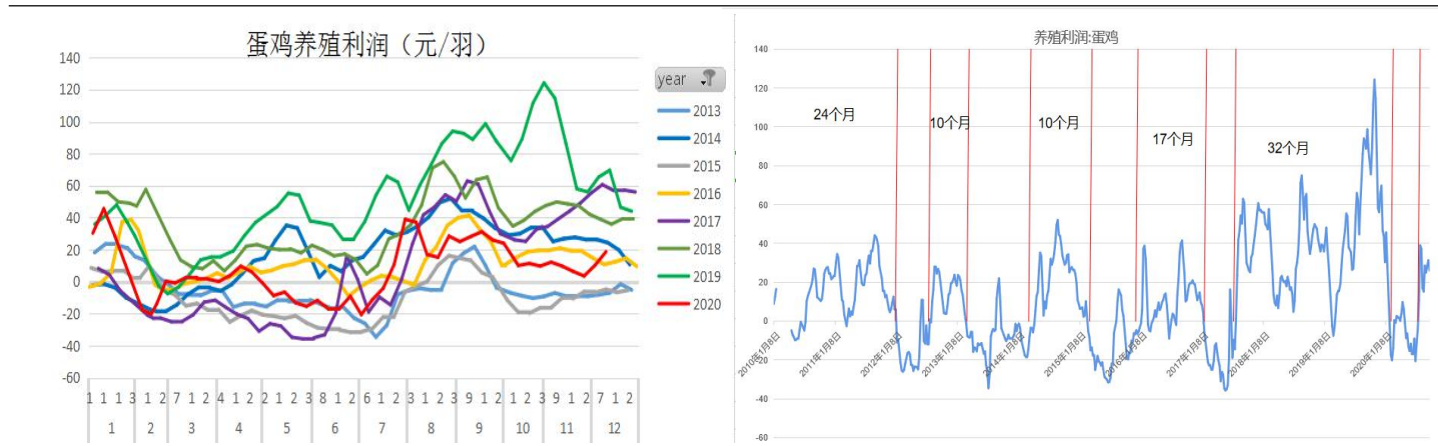


数据来源：农业农村部、芝华数据、博亚和讯、金信期货研究院

2、蛋鸡养殖的利润情况

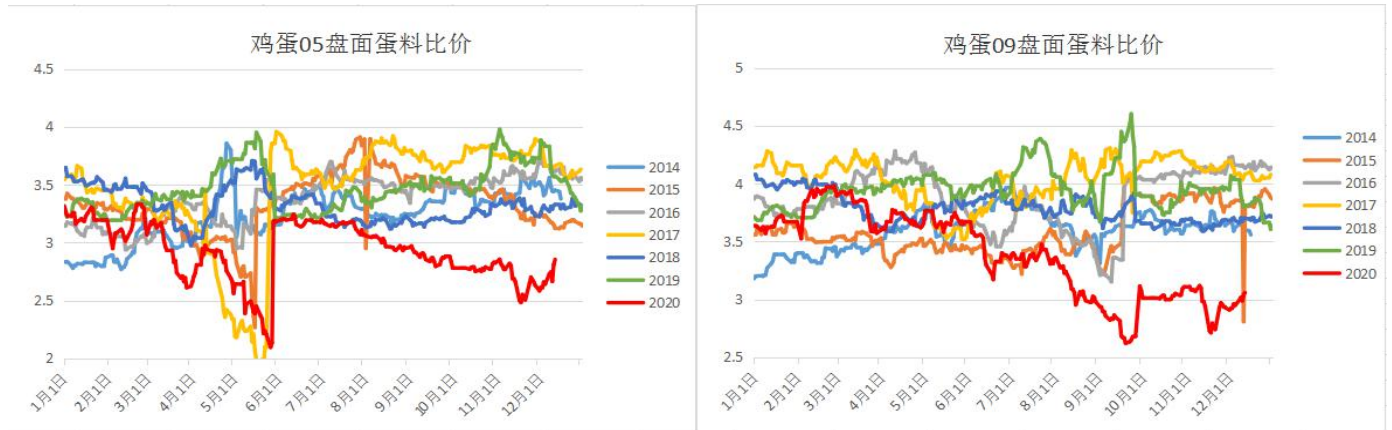
蛋鸡养殖具有很强的周期性，一般为三年一个周期，我们对过往蛋鸡盈利的统计发现，在过去十年的时间里，过往在不发生禽流感疫情的情况下，蛋鸡持续盈利的时间一般不超过 12 个月，本轮鸡周期在 2017 年 7 月份后扭亏为盈，在 2019 年上半年本来走到盈利周期末端的时候，恰逢史无前例的非洲猪瘟，让盈利周期大幅延长，截止上半年蛋鸡已持续盈利 32 个月，养殖单位在经历长时间的超额盈利后，抗风险能力大幅增加。而上半年在经历 5、6 月份短暂亏损后，7 月份开始再次转为盈利，前期亏损幅度也不及 2017 年。而从盘面的养殖利润同比来看，目前已经处在历史偏低位置，这也是当前支撑鸡蛋期价的主要因素。

图 5：蛋鸡养殖利润及盈利时间



数据来源：博亚和讯、金信期货研究院

图 6：鸡蛋盘面与饲料比价

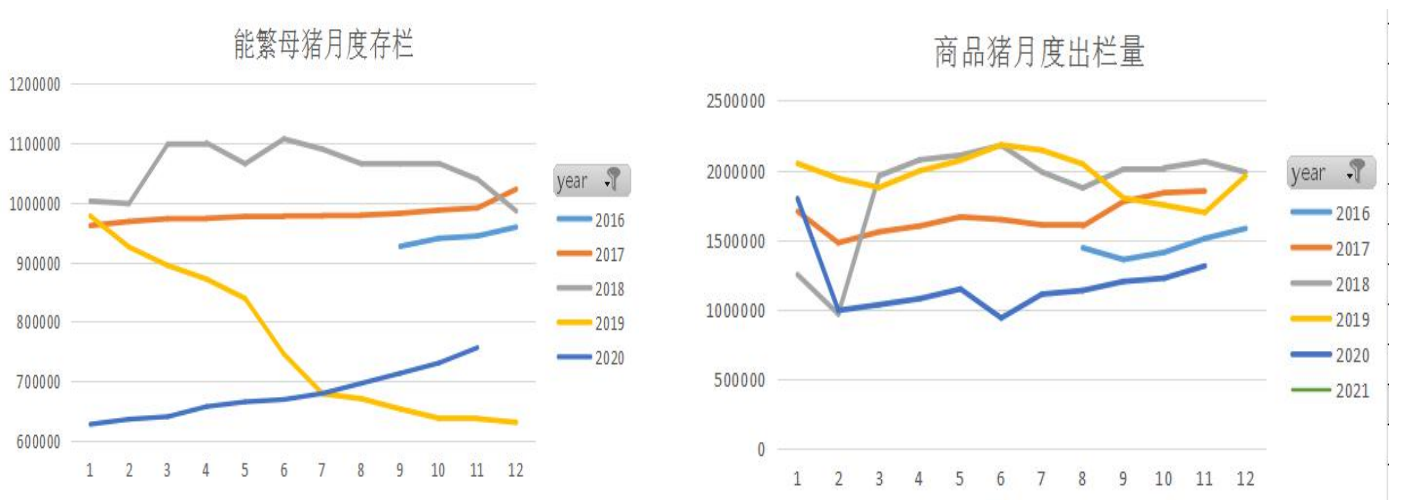


数据来源：博亚和讯、金信期货研究院

3、生猪存栏恢复，猪价或进入下行周期

生猪本年度存栏恢复的趋势已经形成。根据农业农村部检测，截止本年度 11 月份，全国生猪存栏和能繁母猪存栏均已恢复到常年水平的 90%以上，猪价大的下行趋势可能已经形成。猪价回落或将带动整个动物蛋白回归正常价格区间。当然，猪价的回归亦不会一蹴而就，进口到港及三元母猪使用效率问题，阶段性对猪价都会形成较大影响。

图 7：能繁母猪及生猪存栏推测

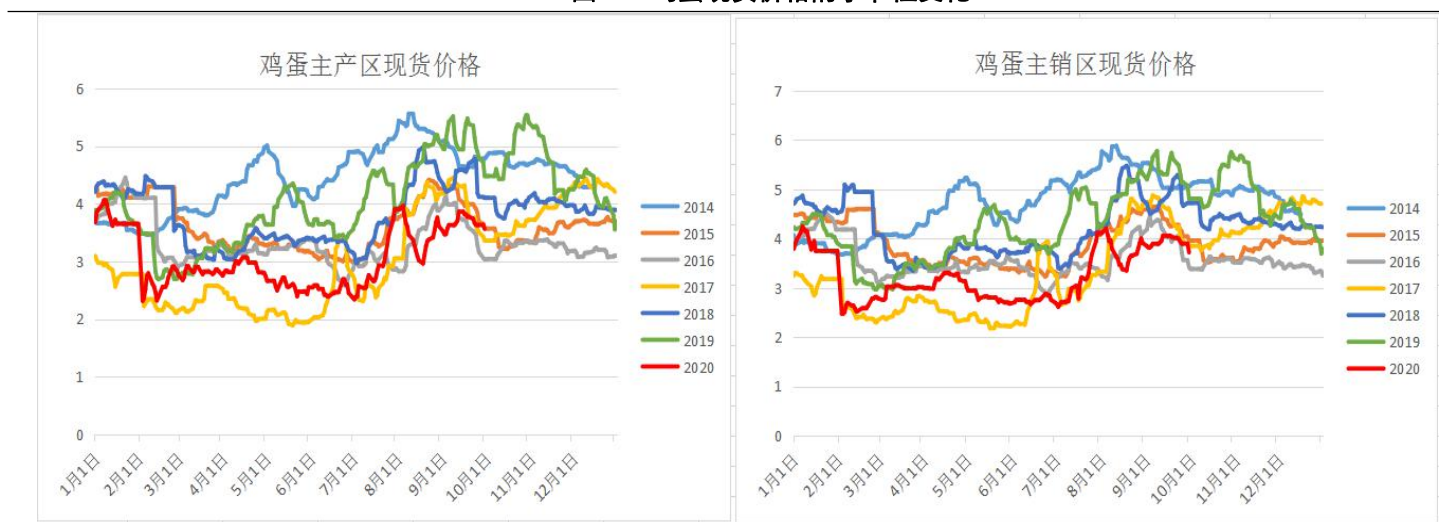


数据来源：农业农村部、金信期货研究院

4、鸡蛋上半年消费一般会弱于下半年

鸡蛋的消费具有很强的季节性，尤其是下半年的节假日较多，一般消费会好于上半年。中秋节是一年中鸡蛋消费的峰值，本年度中秋节旺季不旺，也是最近七年唯一一年在旺季现货没有触碰到 4 块/斤的年份。上半年由于节假日相对较少，一般消费相对较为低迷，鸡蛋现货一般年度的低点出现在春节后的 2-3 月份，清明节及端午节是一个小旺季，但整体不及中秋节及春节。绝对价格来看，我们参考 2016 年下半年现货低点 3 块/斤，而本年度存栏低于 2016 年，猪价肉价等边际变量亦高于 2016 年，尤其是饲料成本显著高于那年，因此，对于近月合约而言 3300 点仍将是很强的支撑位置，远月合约在不发生疫情的情况下，明年上半年也应好于 2017 年同期，远月合约 3000 点也是很强的支撑位置。

图 8：鸡蛋现货价格的季节性变化



数据来源：博亚和讯、金信期货研究院

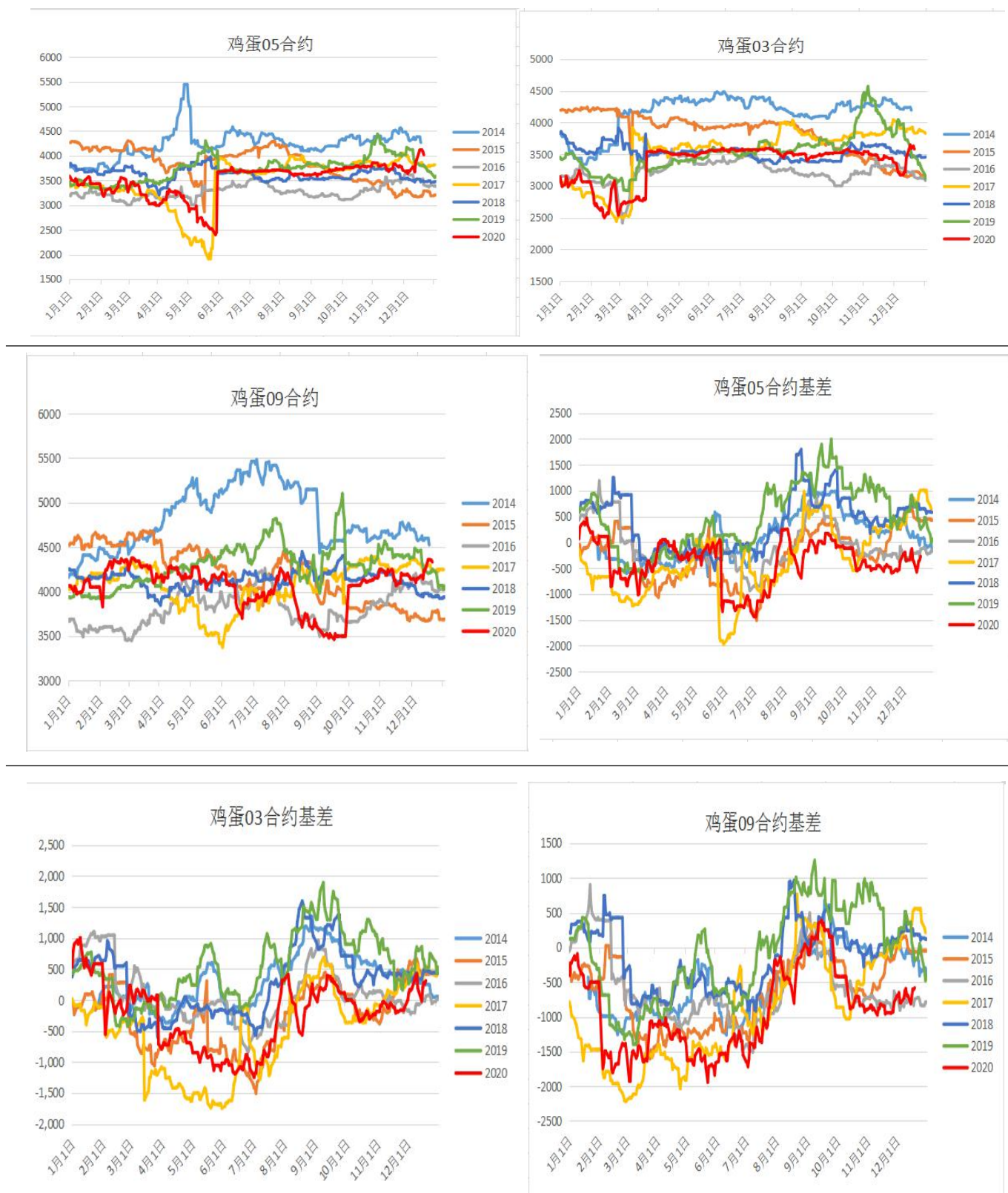
三、鸡蛋期货价格及基差

1、期货绝对价格中性，但远月期价升水偏高

从绝对价格来看目前远月期价处于历史均值区间，但远月合约基差整体偏弱，其中 03 合约 310 元/500 公斤，05 合约-127 元/500 公斤，09 合约-442 元/500 公斤。

倘若年底淘汰鸡集中出栏一波，现货季节性反弹，近月合约可能跟随走强，但受制于整体存栏偏高，反弹幅度亦比较有限，05 合约目前绝对价格参考往年中性偏高，但是偏高的升水如同前面几个合约一样，仍是市场当前的主要分歧所在，从现货角度来看，05 合约存在很大高估的可能性，只是受饲料成本支撑缘故，下方边际或高于往年同期。

图 9：鸡蛋期货价格及基差

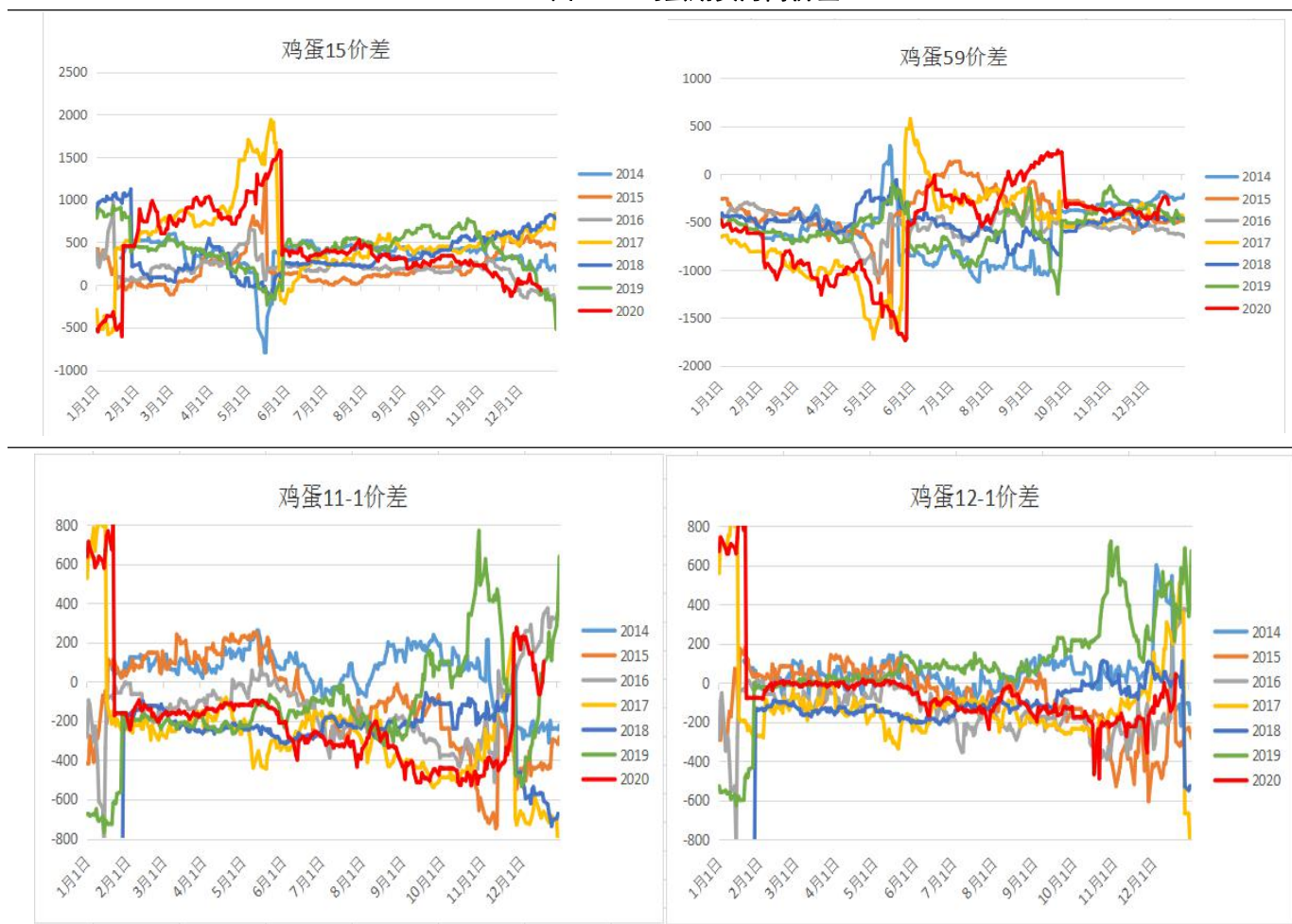


数据来源：文华财经、博亚和讯、金信期货研究院

2、鸡蛋期价月间价差

全年由于现货大部分时间未及预期，鸡蛋月间价差大部分维持近弱远强、弱基本面强预期的价差结构，其中二、三季度持续表现较为明显。79、89、10-01 价差都创出历史最低值，近月受现货拖累，远月给出偏强预期，11 至 12 月份后随着现货开始季节性反弹，月差略有收窄。当前 59 价差-315 元/500 公斤已经处在历史均值偏高位。

图 10：鸡蛋期货月间价差



数据来源：文华财经、金信期货研究院

四、 总结及策略展望

宏观上来看，外部环境生猪价格回落向整个动物蛋白价格传导，对蛋价的边际支撑作用转弱，同时鸡蛋自身供应压力大的问题仍需解决，蛋鸡仍处在去产能的路上，在内生和外生因素的共同作用下，尤其是在远月期价升水的情况下矛盾在逐步积累。

短期来看下半年整体备货不足，中下游库存偏低，在 12 月份供应上迎来一波集中淘汰的预期下，阶段性供需都有环比转好的可能性，同时猪价和淘汰鸡价格反弹，带动整个动物蛋白价格回暖，鸡蛋现货有进一步反弹的条件。

远月来看，我们重点阐述的是蛋鸡供应偏大和生猪养殖恢复的一个相对较长的逻辑，而当前期价如我们前期预测已经实现了较大跌幅，当然由于本年度饲料成本不断抬升，尤其是玉米价格较前期出现较大幅度的上涨，而玉米又是养殖的主要原料，对整个养殖成本的推升亦比较明显，因此明年上半年 3300 附近的养殖成本仍然可能是相对较强的支撑。但对于产业而言，蛋鸡养殖或将从主动去产能逐步过渡到被动去产能阶段。

操作上，短期现货反弹后可能带动近月期价出现反弹，但高度预计有限，轻仓持有近月多单，或持有买 05 空 09 套利操作，中长期来看，等到本轮现货反弹结束逢高再次择机做空 05 合约。

重要声明

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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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

1. 本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2. 本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3. 本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。

4. 金信期货研究院提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！