

# 交易逻辑切换，适当降低后市预期

发布日期：2024年8月28日  
作者姓名：魏鑫  
期货交易咨询从业信息：Z0014814  
联系人：邓昊然  
期货从业信息：F03121554

## 联系方式

邮箱：[weixinqh@csc.com.cn](mailto:weixinqh@csc.com.cn)  
周度报告发送时间：每周日下午三点前

## 核心观点：交易逻辑切换，适当降低后市预期

### 行情研判：

今年下半年生猪期货市场我们认为是“大震荡、小趋势”行情，市场趋势的斜率较小，以宽幅震荡为主，尽管整体重心上移，但中间出现过于乐观和过于悲观的情况都可以使得价格大幅波动偏离趋势，行情特征在LH2409合约上体现较为明显。

市场心态趋于谨慎，盘面维持back结构。现货价格短期支撑构建底部，但市场心态已经趋于谨慎，维持明显贴水状态。同时市场对现货波动更加敏感，容易放大现货波动尤其是偏弱波动，盘面偶发的大幅下跌调整正是对现货向下波动的敏感反映。

策略上，我们倾向于将2024年下半年定义为产能逐步恢复下的防守阶段，考虑到二、三季度行业或经历较为可观的盈利阶段，24年能繁存栏重心预计从阶段性去化底部不断抬升，下半年或有加速迹象，基于以上产业趋势判断，我们认为，24年下半年整体以防守为主，适当降低对高猪价预期，前期少量布局套保的，可逐步逢高参与套保。

### 期货策略：

- (1) 近月合约受现实驱动，猪价上涨预期的松动和现货的下跌都有可能引发盘面调整，考虑反弹后逢高试空；
- (2) 盘面远月合约01反弹后给出一定交易空间，适当考虑逢高空配。

### 期权策略：

- (1) 交易方面，远月合约01反弹冲高后考虑卖出深度虚值看涨期权；
- (2) 套保方面，养殖端结合自身养殖成本，可在远月合约01、03反弹后，适当考虑买入浅虚看跌期权，锁定养殖利润，对冲25年春节前潜在集中出栏风险。

一

宏观消费和上市公司情况

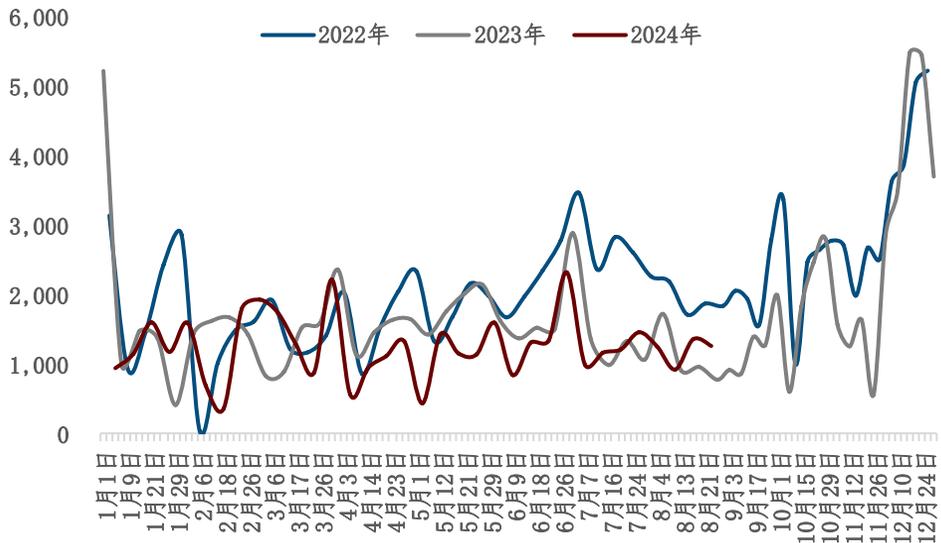
二

供应与需求数据跟踪

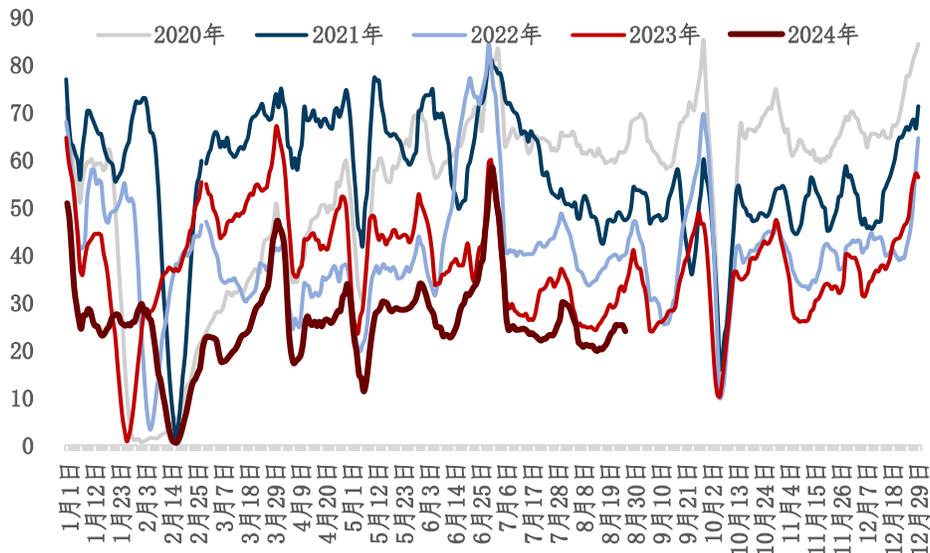
三

市场判断和策略建议

## 百城土地成交面积



## 30城商品房周均成交面积

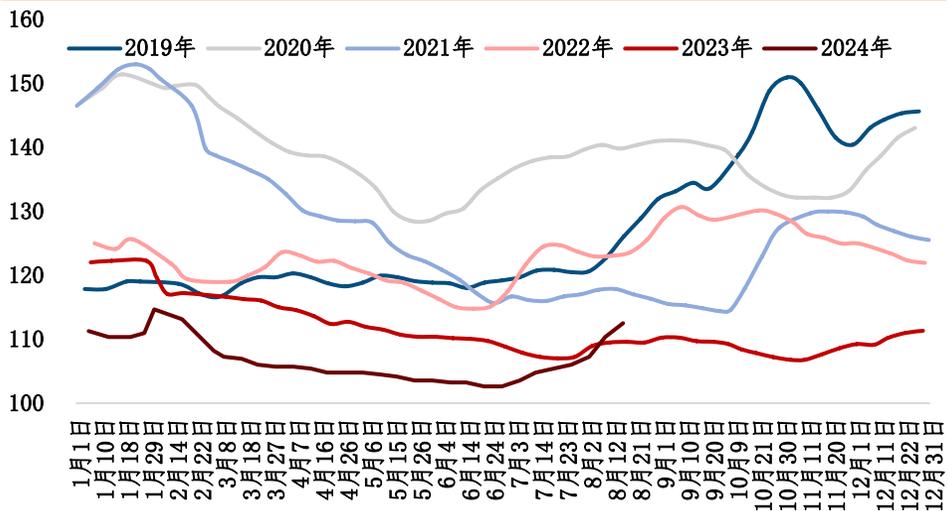


### 成交面积数据延续弱势

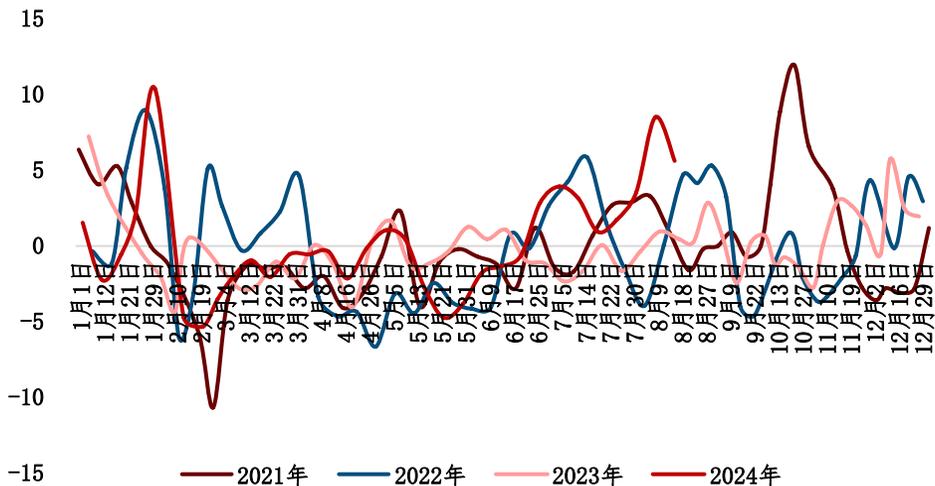
2024年1-7月，百城宅地成交建面同比-29.1%，成交楼面均价同比-13.2%。

1-7月，百城宅地供应建面15,102万平，同比-33.9%，成交建面10,846万平，同比-29.1%，供应与成交建面累计同比降幅较1-6月有所收窄；成交楼面均价为5,966元/平，同比-13.2%。

## 食用农产品价格

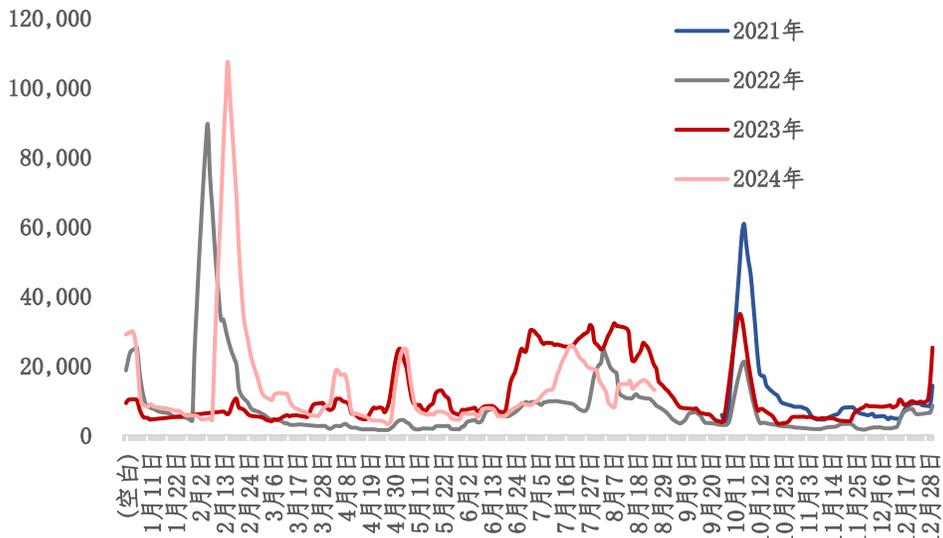


## 蔬菜价格环比

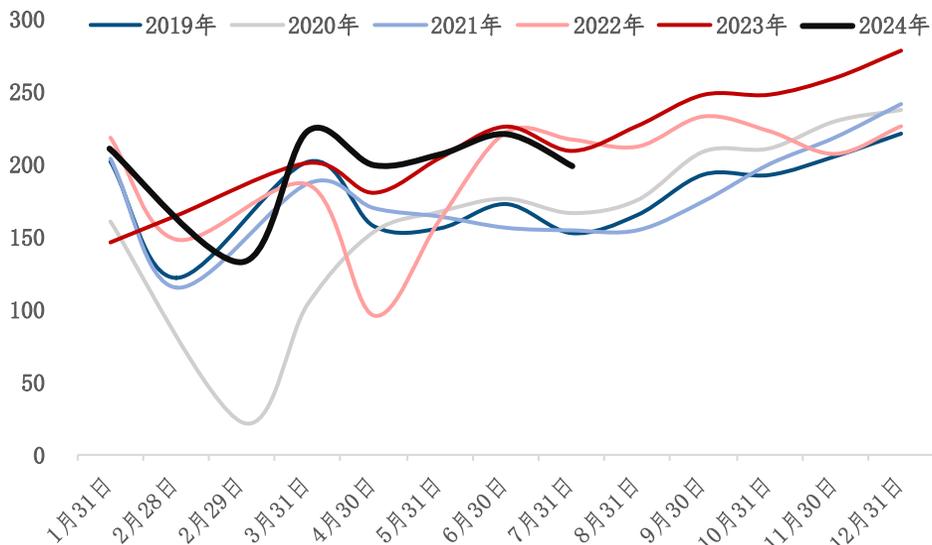


需求侧看，住建部提出充分赋予城市调控自主权，地方政府“因城施策”加大购房支持力度，包括优化“认房认贷”，下调首付比例及按揭利率，优化限购范围和普通住宅标准，进一步支持多孩家庭和人才购房等。

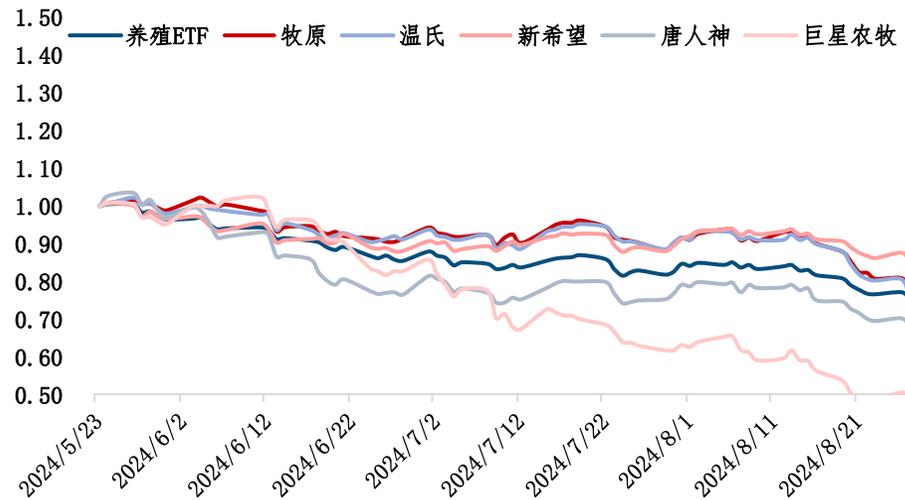
## 全国电影票房



## 乘用车月销量表现



## 养殖类企业股价表现



### 电影市场稳健恢复趋势延续

暑期电影市场人气旺，消费潜力进一步释放。需求侧看电影作为传统线下活动，具备一定刚需属性。

### 7月中国新能源车零售渗透率突破50%

乘联会发布的数据显示，7月全国乘用车市场零售172万辆，同比下降2.8%，环比下降2.6%。其中，7月新能源车市场零售87.8万辆，同比增长36.9%，环比增长2.8%。

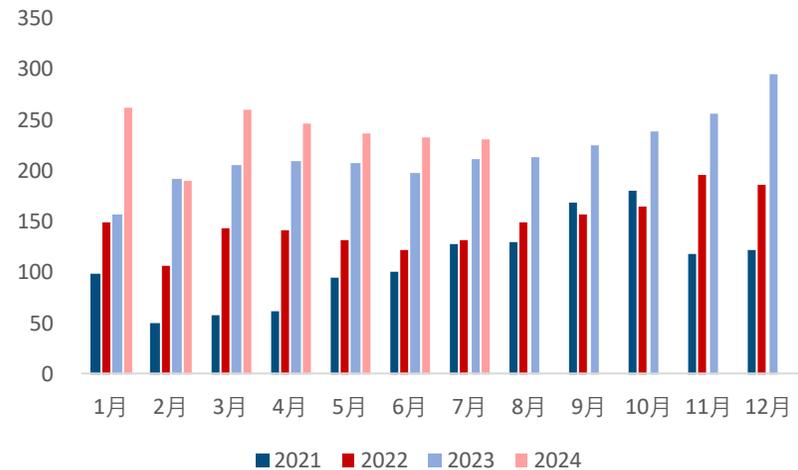
随着猪价上涨，基本面改善，目前自繁自养和外购仔猪养殖利润均已实现较好盈利。

我们认为，经营相对稳健、带有自身优势的企业将逐步凸显价值，关注“产能去化”逻辑演绎以及养殖行业盈利弹性。

# 上市企业出栏跟踪

数据来源：公司公告，中信建投期货

## 温氏：1~7月累积同比出栏增长20.0%



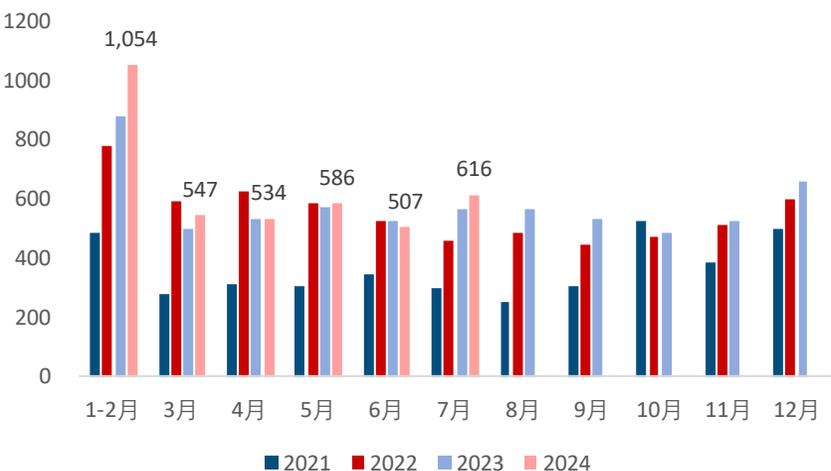
	2024年目标*	预期同比增长	1-7月累积出栏	1-7月实际同比增长	目标完成进度
牧原	6900	8.12%	3843.90	6.9%	55.71%
温氏	3150	19.94%	1669.76	20.0%	53.01%

### 牧原7月出栏量创年内单月新高

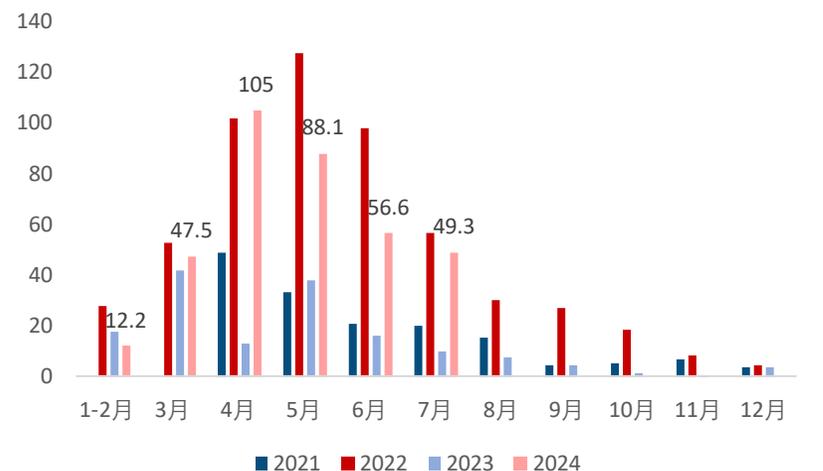
2024年牧原股份7月份出栏商品猪562.3万头，仔猪49.3万头，种猪4.1万头。

24年前7个月牧原股份累计销售生猪3854.6万头，牧原预计2024年全年生猪出栏区间为6600-7200万头，按此计划，下半年5个月还将出栏2745-3345万头，月均出栏量最高可达669万头。

## 牧原：1~7月累积同比出栏增长6.9%

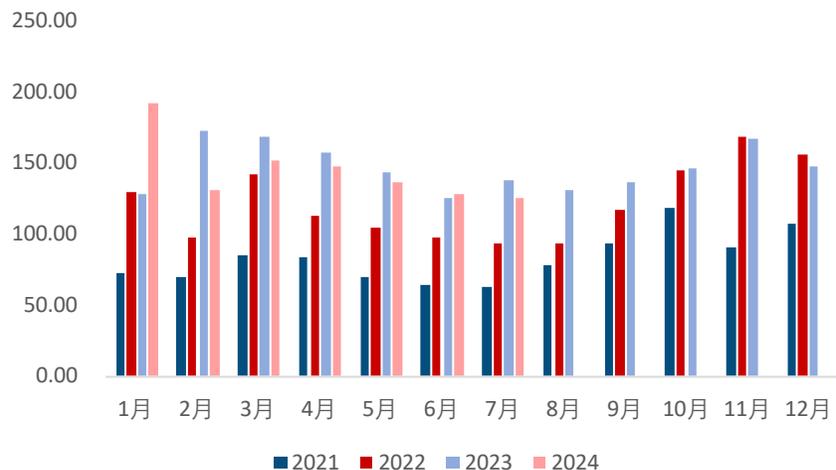


## 牧原：1~7月仔猪外销

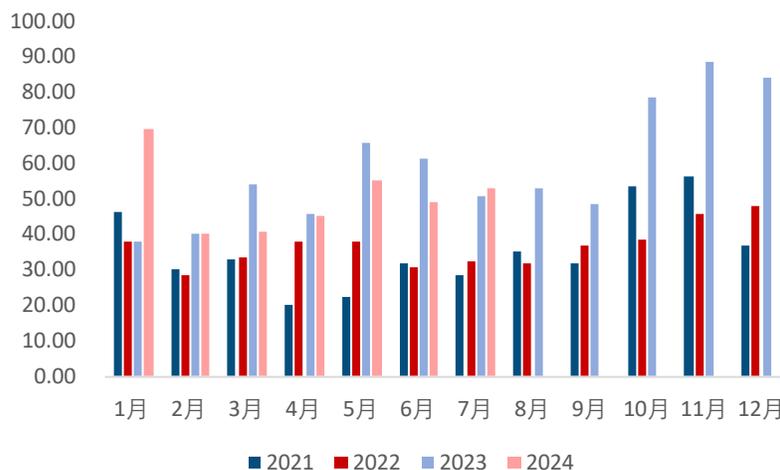


\*2024年出栏目标根据最新上市公司投资者关系活动记录表调整，当出栏目标为区间时取中间值。

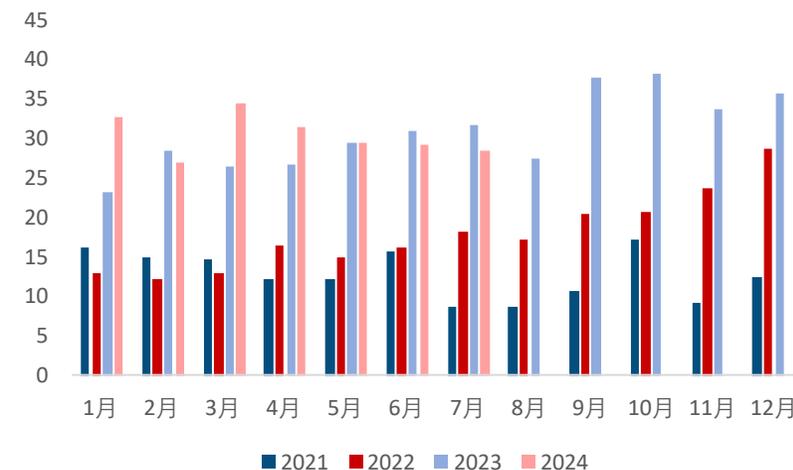
**新希望：1~7月累积同比出栏增长-1.2%**



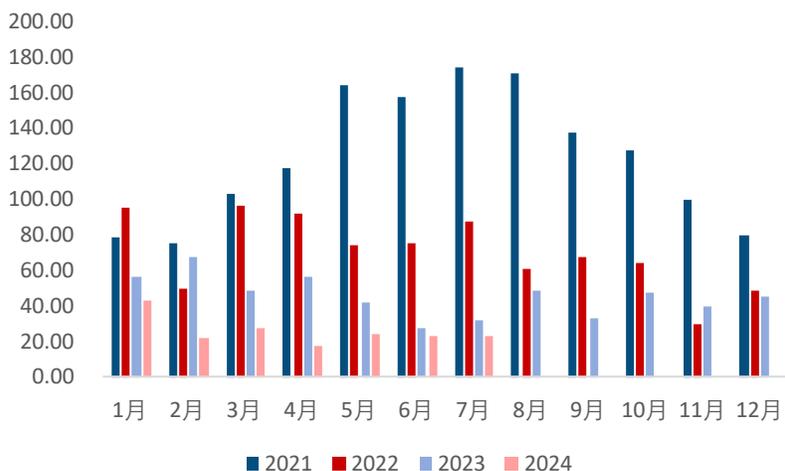
**天邦：1~7月累积同比出栏增长-0.7%**



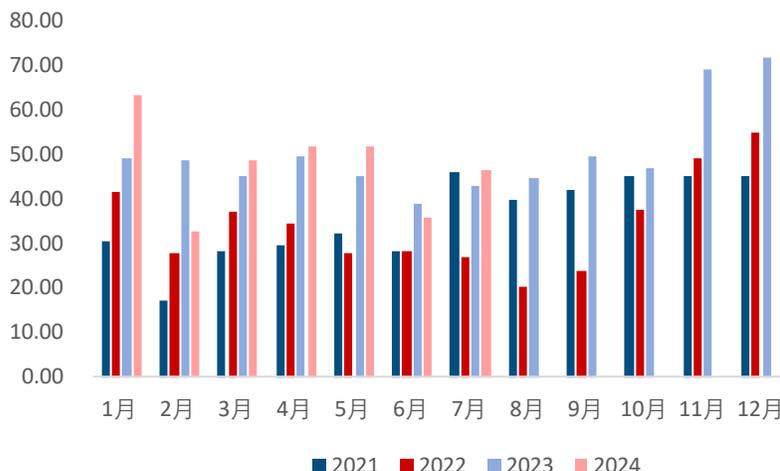
**唐人神：1~7月累积同比出栏增长8.0%**



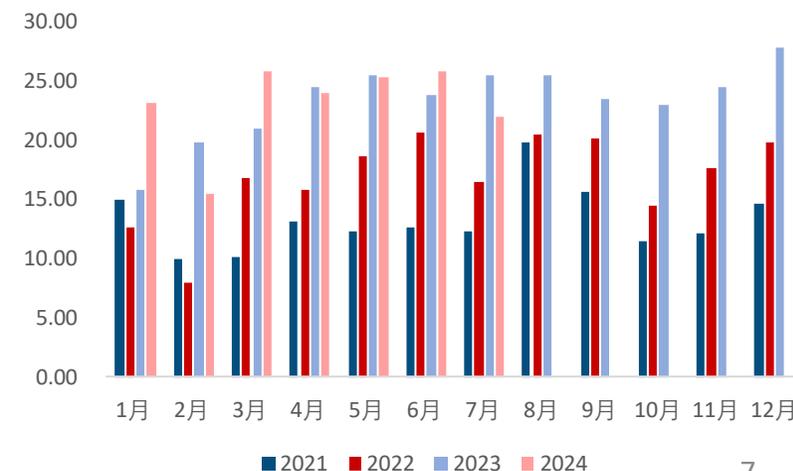
**正邦：1~7月累积同比出栏增长-45.1%**



**大北农：1~7月累积同比出栏增长3.2%**



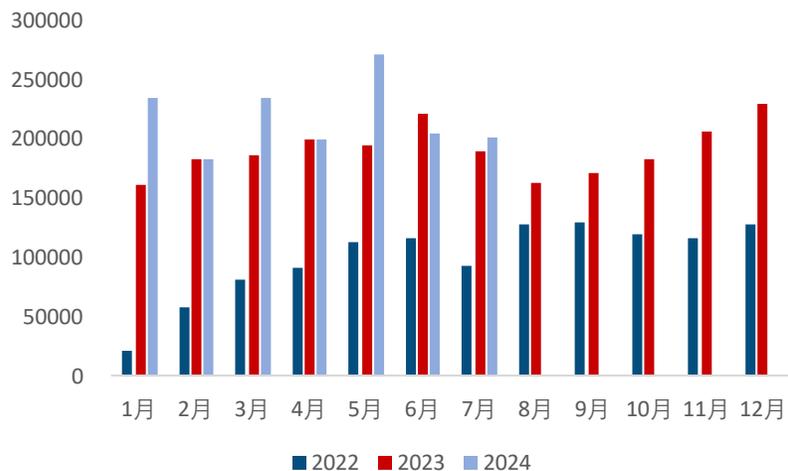
**天康：1~7月累积同比出栏增长3.7%**



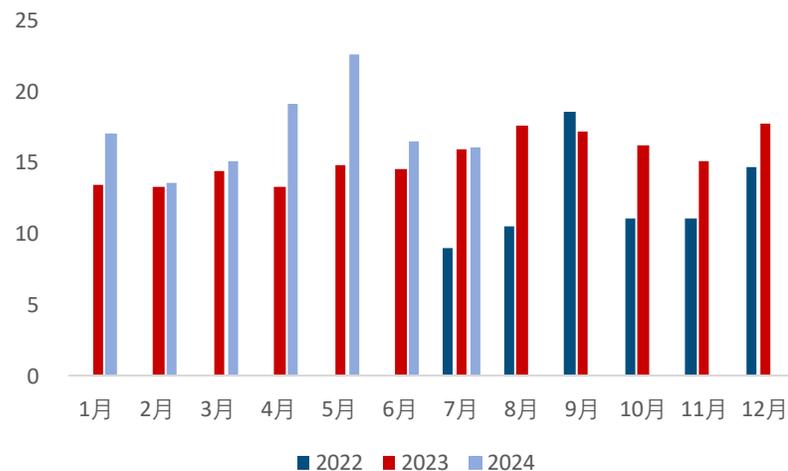
# 上市企业出栏跟踪

数据来源：公司公告，中信建投期货

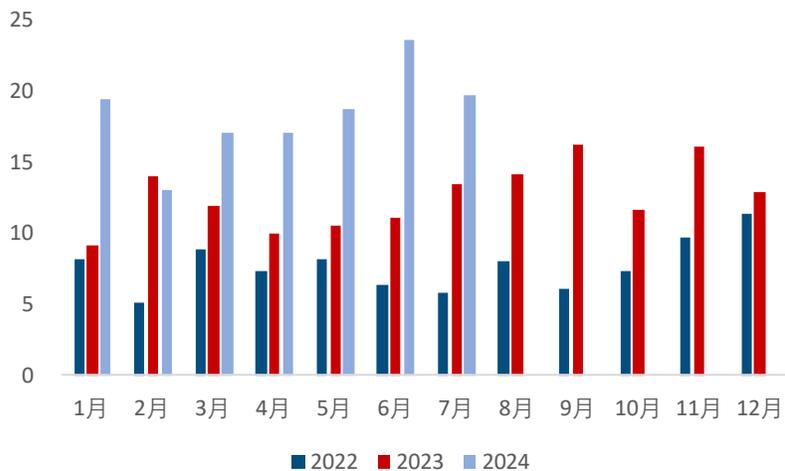
华统：1~7月累积同比出栏增长14.5%



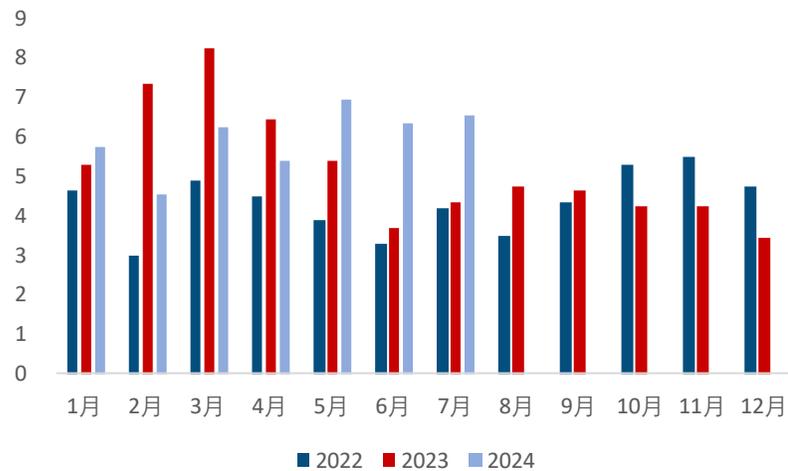
京基智农：1~7月累积同比出栏增长20.4%



神农：1~7月累积同比出栏增长60.1%



东瑞股份：1~7月累积同比出栏增长2.4%



	2024年目标*	预期同比增长	1~7月累积出栏	1~7月实际同比增长	目标完成进度
牧原	6900	8.12%	3843.90	6.9%	55.71%
温氏	3150	19.94%	1669.76	20.0%	53.01%
新希望	1450	-18.00%	1015.06	-2.2%	70.00%
天邦	900	26.41%	354.77	-0.7%	39.42%
傲农	175	-70.13%	150.58	-55.3%	**
天康	325	15.42%	162.28	3.7%	49.93%
唐人神	475	27.94%	213.62	8.0%	44.97%
巨星	375		**	**	**
京基智农	280	51.75%	120.79	20.4%	43.14%
神农	240	57.85%	129.08	60.1%	53.78%
东瑞	100	60.10%	41.98	2.4%	41.98%
大北农	600	-0.81%	331.40	3.2%	**
华统股份	450	95.42%	153.84	14.5%	34.19%
合计	15420	8.38%	8187.06	6.7%	48.6%

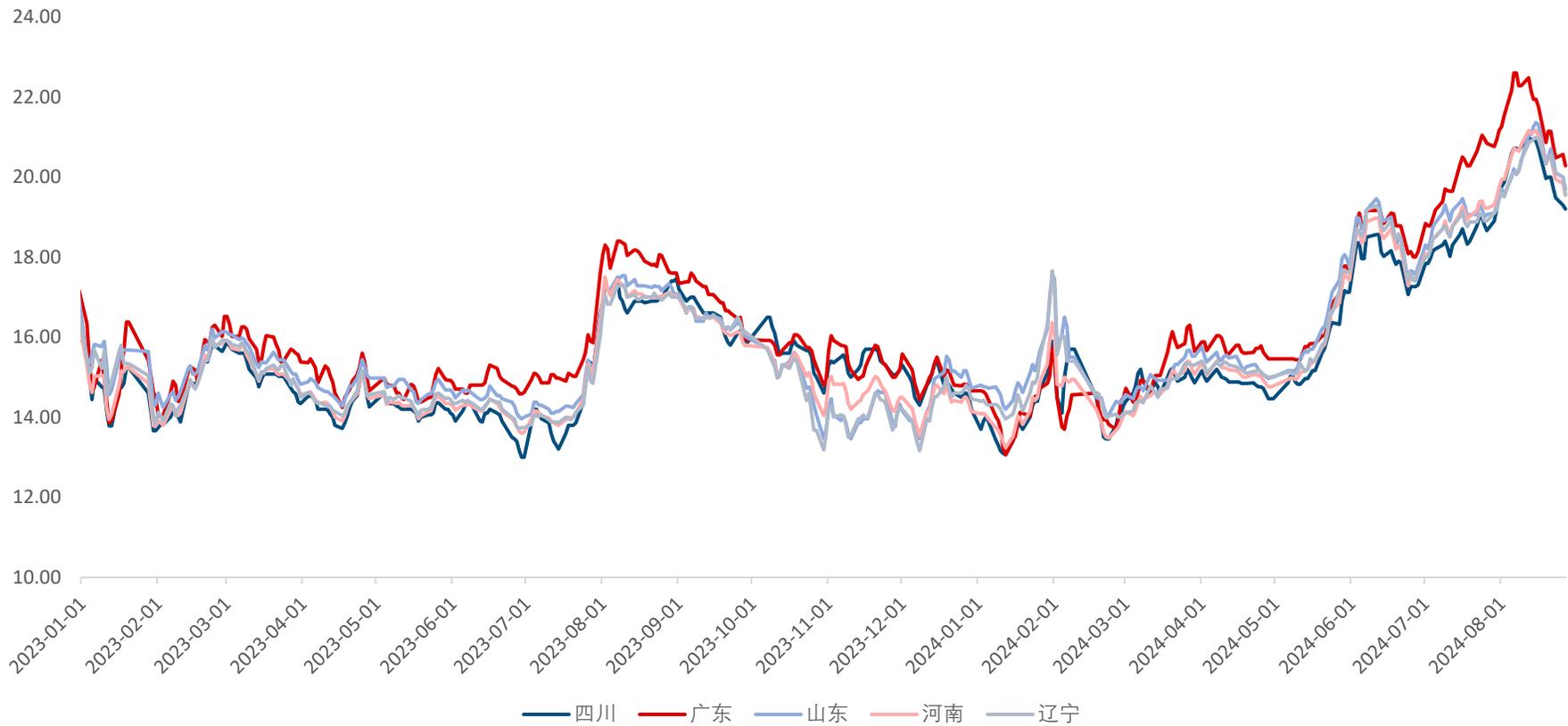
## 生猪市场的马太效应

成本差异导致的市场份额和盈利能力分化。这一现象不仅加剧了市场集中度的提升，也使得成本控制能力较强的猪企在猪价下行时能够减少亏损在猪价上行时能够快速获得盈利和现金流，进一步巩固和扩大其市场份额。

注：根据公开信息整理，仅供参考。当目标为区间时取中间值，\*\*表示当前数据缺失。

# 现货上涨兑现产能去化预期

图：生猪现货价格变化（元/kg）



生猪现货价格逐步兑现产能去化结果

2024年3月以来，二育群体市场参与度逐步提升，生猪价格持续上涨，从2月末的低点13.7元/kg开始趋势性上涨，期间经历调整，至8月价格涨至年内高点超20元/kg，然后再度回落。

数据来源：卓创资讯，中信建投期货

# 行业模式由利润对冲亏损转变为融资+利润对冲亏损

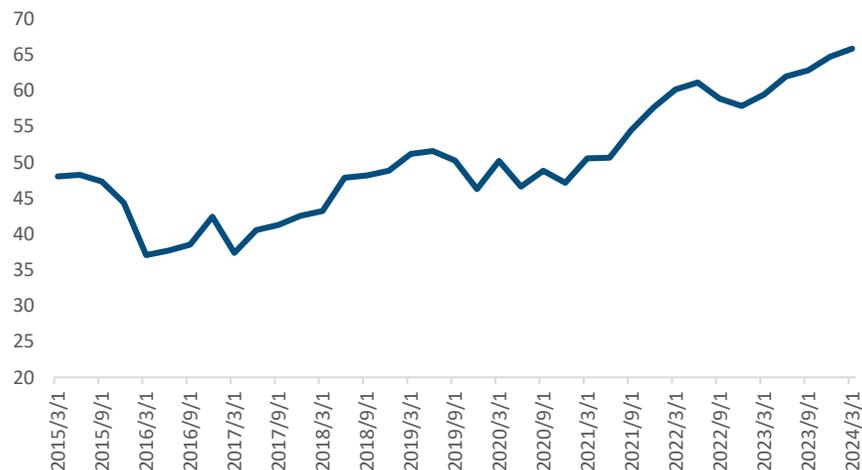
公司	出栏量 (万头)						盈利情况 (亿元)			
	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年E	同比	23年净利	24Q1净利	24H1净利
牧原股份	1025	1812	4026	6120	6382	6900	8.1%	-42.63	-23.79	8.00
温氏股份	1852	955	1322	1791	2626	3150	19.9%	-63.90	-12.36	13.75
新希望	355	829	998	1461	1768	1450	-18.0%	2.49	-19.34	-12.00
天邦食品	244	308	428	442	712	900	26.4%	-28.83	6.04	8.50
傲农生物	66	135	325	519	586	175	-70.1%	-36.51	-2.92	-5.00
天康生物	84	135	160	203	282	325	15.4%	-13.63	0.54	2.65
唐人神	84	102	154	216	371	475	27.9%	-15.26	-1.98	0.05
巨星农牧	22	32	87	153	267	400	49.6%	-6.45	-1.38	-0.41
京基智农	-	-	13	126	185	278	50.7%	17.46	0.54	2.30
神农集团	40	41	65	93	152	240	57.9%	-4.01	-0.04	1.16
东瑞股份	-	-	37	52	62	100	60.1%	-5.16	-0.83	-1.15
大北农	95	110	251	264	605	600	-0.8%	-21.74	-2.09	-1.65
华统股份	-	-	14	120	230	450	95.4%	-6.05	-1.57	-1.08

造成本轮去化规模场和中小散户结构性分化的主要原因在于，行业模式由利润对冲亏损转变为融资+利润对冲亏损。

养殖主体通过资本市场融资、非瘟后超级猪周期带来的现金储备以及饲料等其他业务的利润反哺，对抗下行周期的亏损。

从主要上市企业的资产负债率来看，行业资金链紧张程度偏高，24年Q1负债率已攀升至历史最高水平，融资对抗亏损的行为可能难以为继。

图：上市猪企平均资产负债率24Q1历史新高



图：上市猪企单季度平均净利润变化



数据来源：卓创资讯，涌益咨询，Wind，中信建投期货

一

宏观消费解读

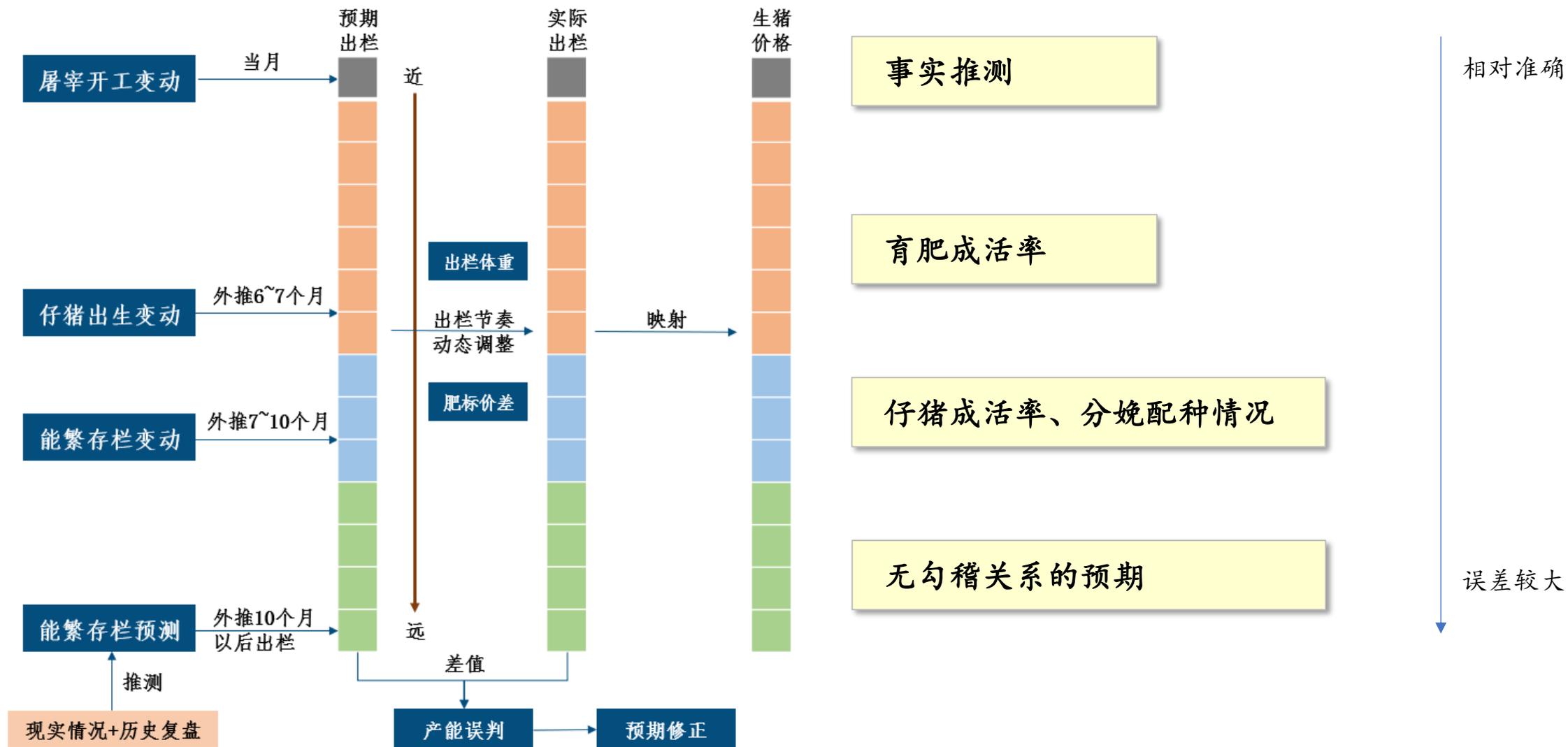
二

供应与需求数据跟踪

三

市场判断和策略建议

# 我们判断的主要依据



# 供给状态分析

制作：中信建投期货

## 生猪市场判断的几个层次

### (1) 认清现实抓高频指标

体重

侧面反映库存

屠宰

反映去库，供应的同步指标

价格

结合供应得到消费状态

结合宏观经济和食品价格总体来解读

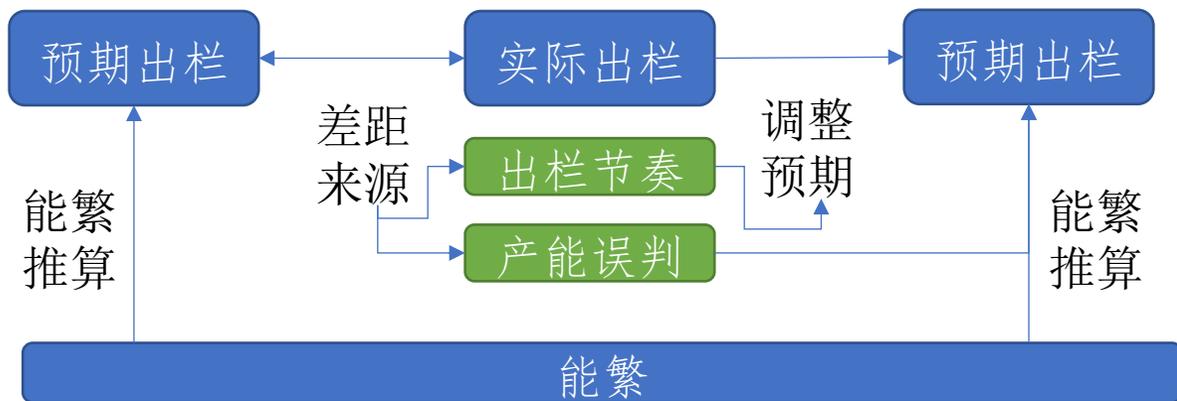
### (2) 预测长期：能繁/仔猪

能繁是否重要取决于能繁波动是否剧烈

仔猪是更加直接的供给指标

## 利用以下四象限判断市场环境

<p>体重提升，宰量下降 短期供给减少，<b>累库</b> 季节性压栏、行情压栏、二次育肥 价格上行</p> <p>4</p>	<p>体重下降，宰量提升 短期供给增加，<b>降库</b> 季节性集中出栏、行情恐慌出栏 价格下行</p> <p>1</p>
<p>体重上升，宰量上升 短期供给增加，春节供给<b>过剩</b>兑现 价格快速下行</p> <p>3</p>	<p>体重下降，宰量下降 短期供给减少，春节后供给<b>紧缺</b>兑现 价格快速上行</p> <p>2</p>

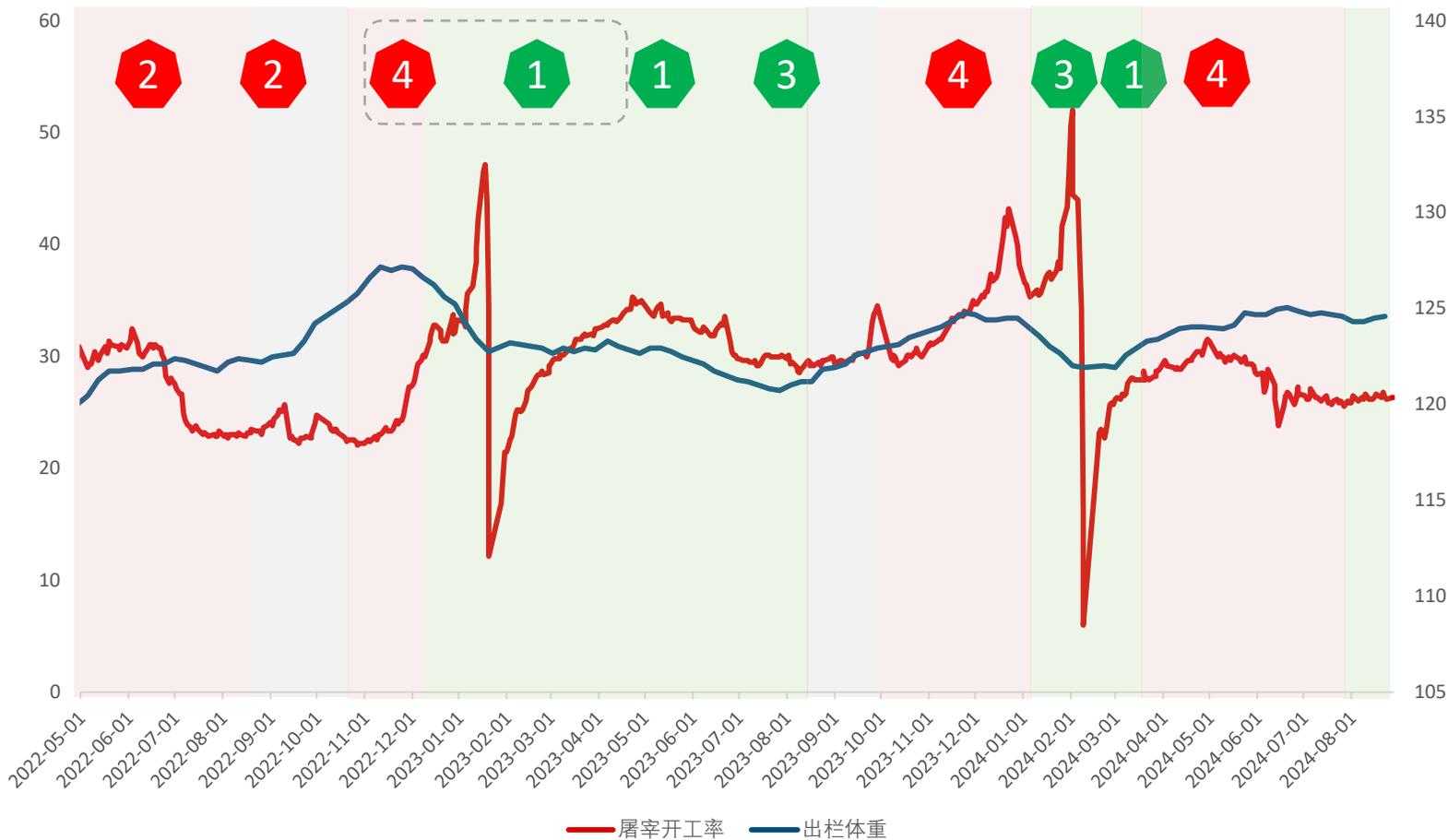


# 短期供应数据 - 屠宰和体重

数据来源: 卓创资讯, 中信建投期货

市场处于累库阶段

3 过剩   
 2 紧缺   
 4 (主动) 累库   
 1 去库



宰量低位+体重边际上升, 市场处于累库阶段。

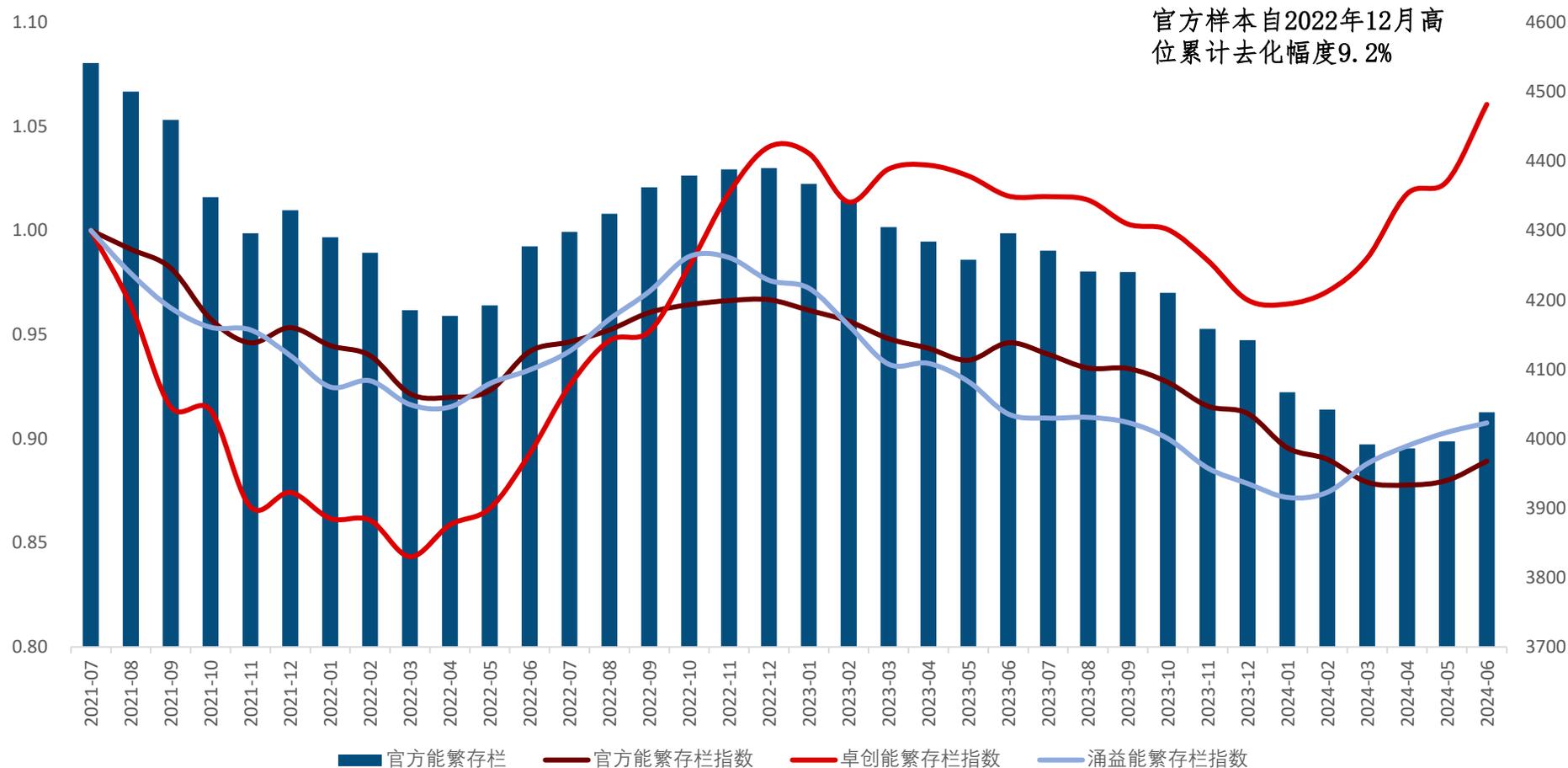
累库阶段价格受到支撑, 如果出现进一步的集中压栏, 价格还有望得到向上驱动。

累库向去库的转折一般在年中以及四季度末发生, 是否因为转折导致价格的大幅下挫需要考虑累库的程度。

如果累库(压栏)体量较大, 那么必然造成集中出栏压力。去库状态若需求无较好承接, 集中出栏将对价格产生较强压制。

# 本轮涨价底层驱动依旧来自能繁产能去化

图：能繁母猪月度存栏量（万头）



## 周期驱动的底层逻辑：能繁产能去化

官方数据口径下，2018年四季度到2019年三季度，受非瘟疫情影响，能繁母猪快速去化，累计降幅超35%。

2021年三季度到2022年一季末，能繁母猪累计降幅约8.5%。

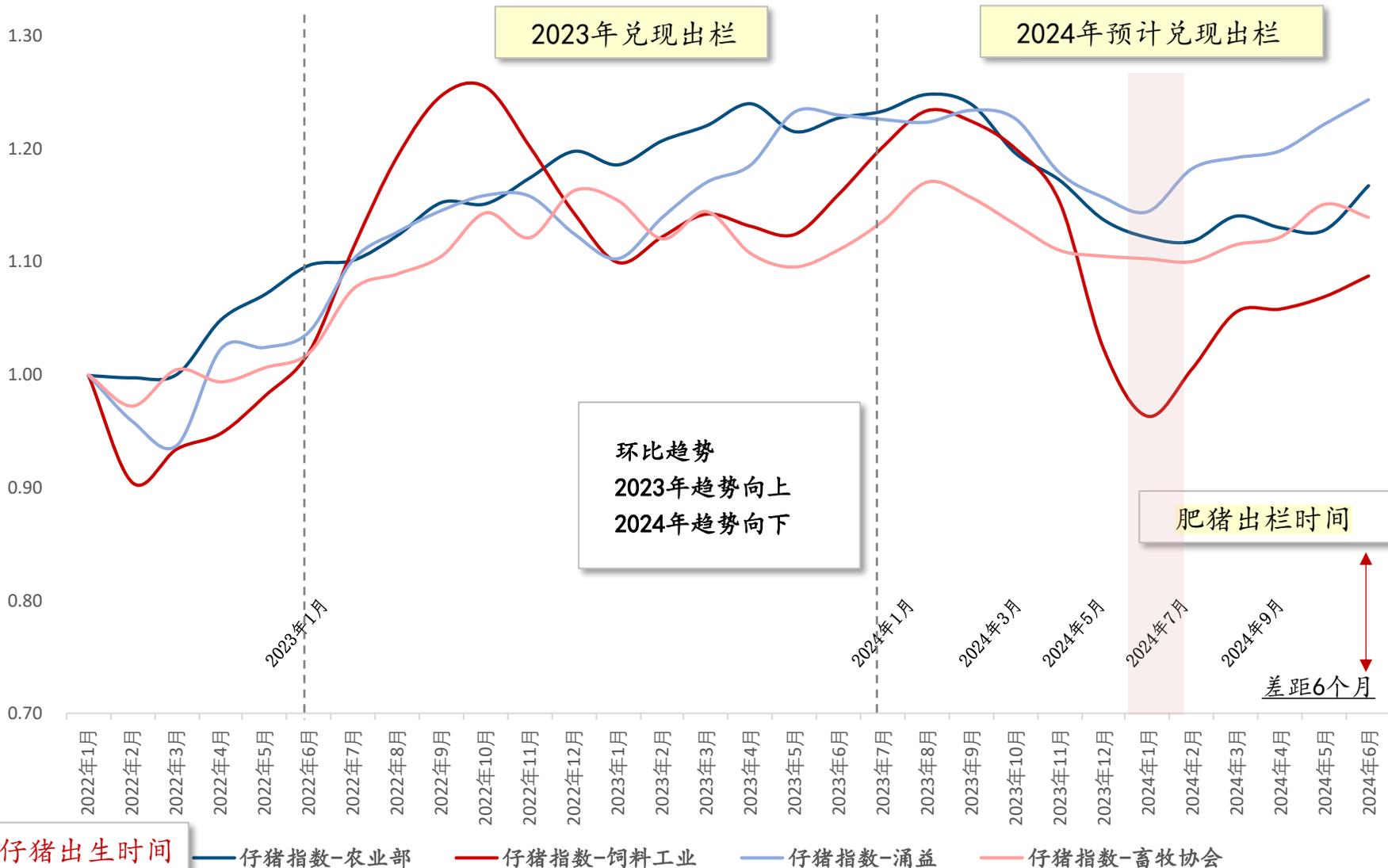
2022年12月到2024年4月低点，能繁母猪累计降幅9.2%。

从历史复盘来看，每轮能繁去化幅度均在8%以上，8%~10%的去化足以支撑新一轮涨价行情。

数据来源：国家统计局，农业农村部，涌益咨询，卓创资讯，中信建投期货  
(季度数据为统计局数据，非季末数据为农业农村部推算数据，存栏数据经过指数化处理)

# 仔猪指引24年下半年或面临产能再度回升

不同口径下仔猪对应的肥猪出栏情况



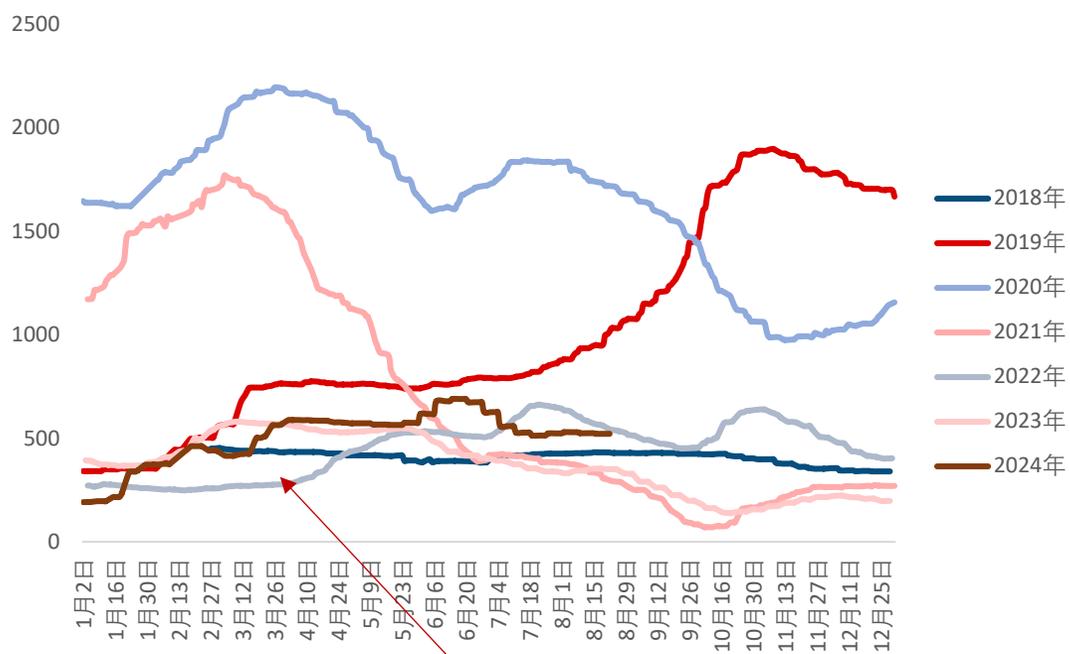
当前基本处于仔猪给出的出栏指引年内供给低点，时间上未来面临供给的再度上行。

按正常出栏节奏对应供应低点在6-8月。

8月份以后出栏量恢复的趋势较为明确，机构统计出栏计划可验证该趋势。

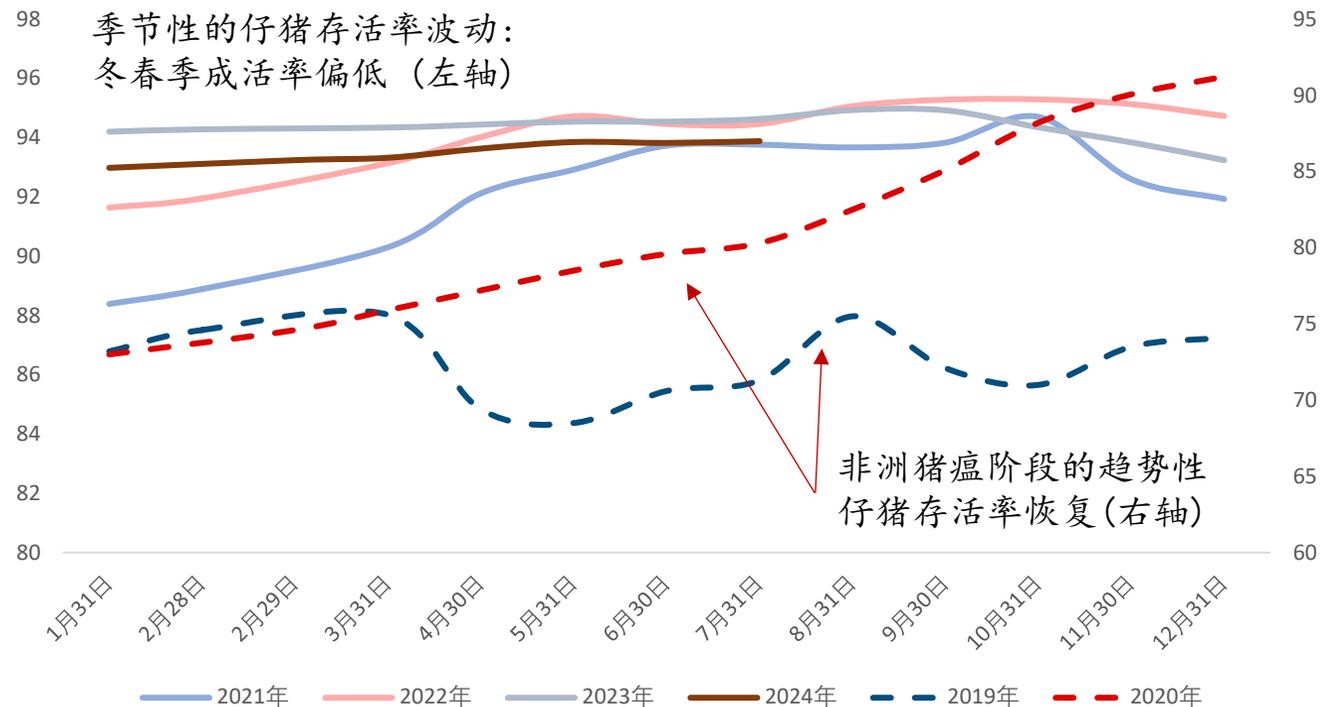
# 仔猪价格以及成活率反映出栏兑现的确定性

图:7kg仔猪价格季节性 (元/头)



24年2-3月份迎来仔猪价格的快速修复，反映养殖端阶段性补栏强度

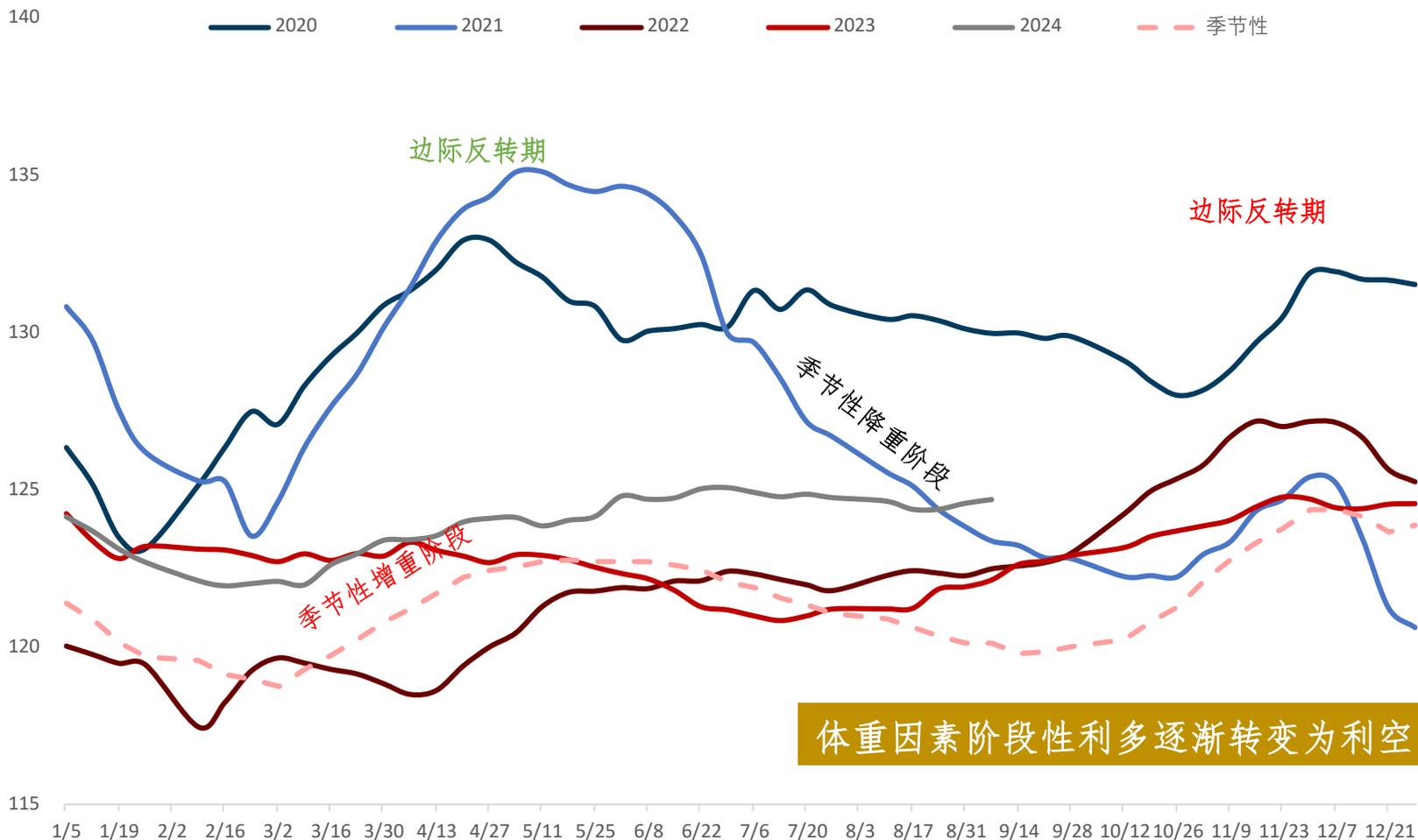
图:仔猪成活率季节性 (%，供给侧季节性代表)



# 体重维持相对稳定

数据来源：卓创资讯，中信建投期货

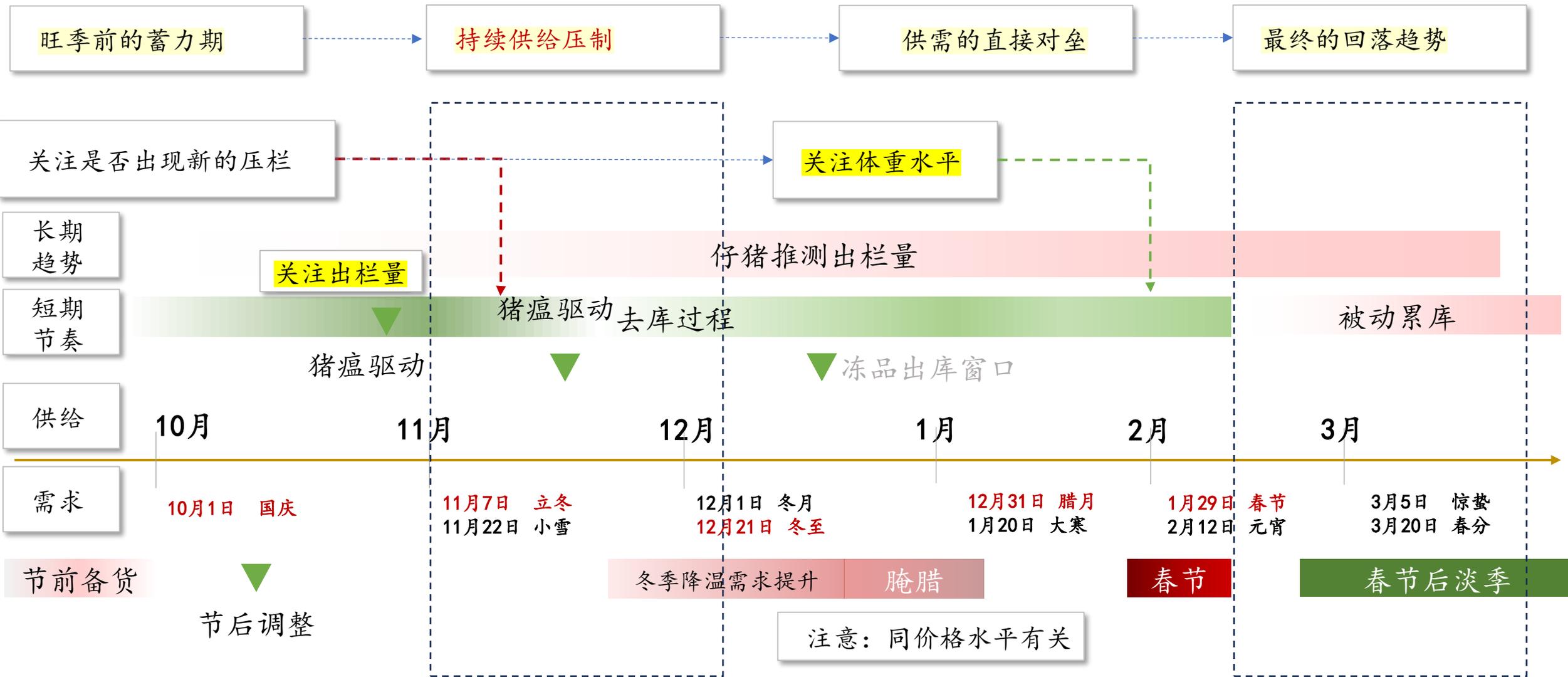
## 近年来生猪出栏体重变化



体重上升主要支撑来自于二育及散户出栏节奏有所加快；

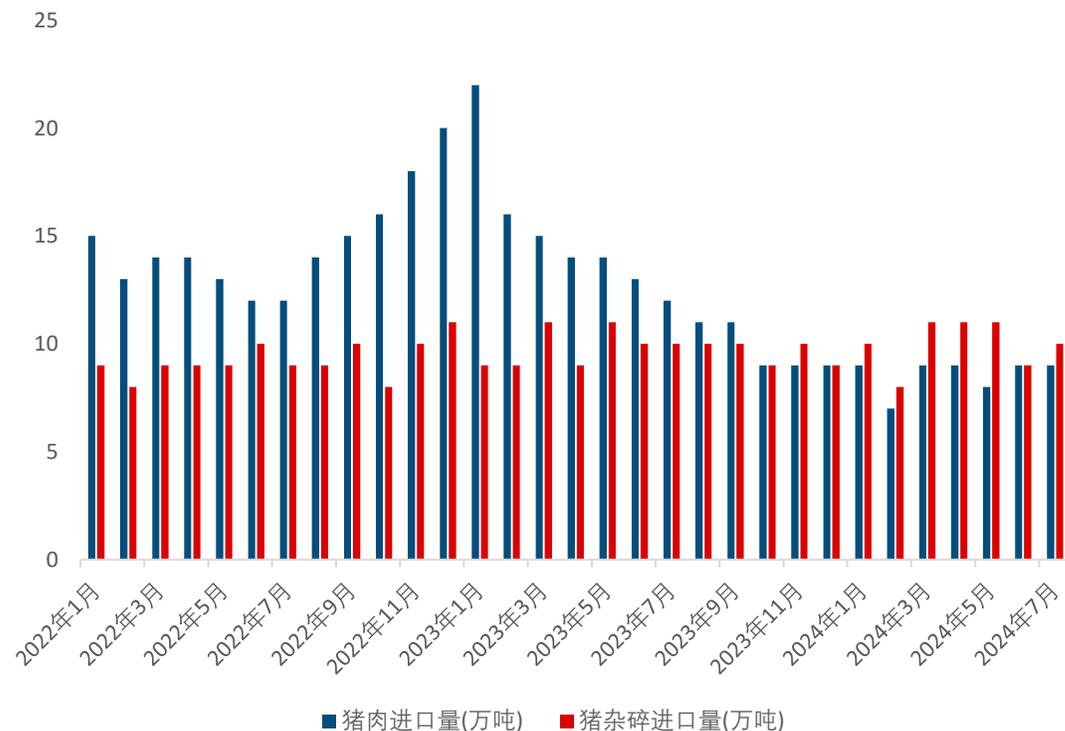
其次立秋之后，猪只增重速度有所加快，集团出栏均重略有上升。

# 2024Q4-2025Q1 生猪时间轴



# 冻品价格与进口

图：猪肉及杂碎进口量（万吨）



图：冻品价格与生猪价格变化（元/吨）



进口方面，猪杂碎进口量维持相对稳定，猪肉进口量受国内猪肉产量的增减影响较大。

冻品方面，从历史走势看，生猪现货与冻品二者价格相关性较高，进口猪肉及其制品的数量也会对国内生猪冻品价格产生影响。在猪价相对高点冻品和现货价差出现收窄现象，主要在于冻品库容的弹性，能够一定程度上平滑供给曲线，导致价格波动幅度相较现货更小。

一

宏观消费解读

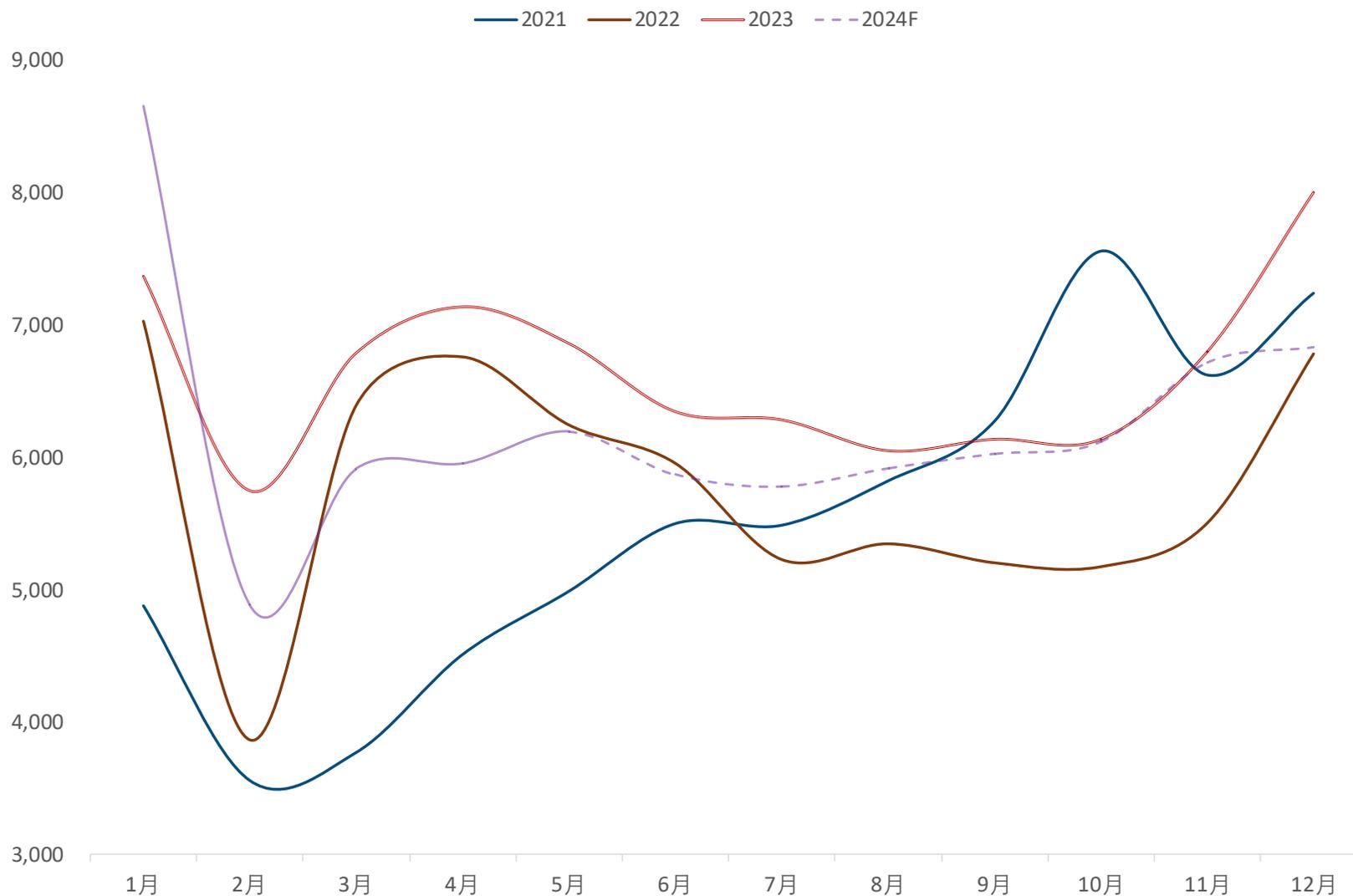
二

供应与需求数据跟踪

三

市场判断和策略建议

## 生猪月度出栏量及预估（万头）



### 我们是如何预判预估未来出栏量的？

通过定点屠宰数据和统计局出栏量数据得到历史出栏情况。

通过高频屠宰数据得到近期的出栏情况。

通过能繁、仔猪、仔猪饲料等多方面数据得到未来一段时间的应出栏生猪数量；

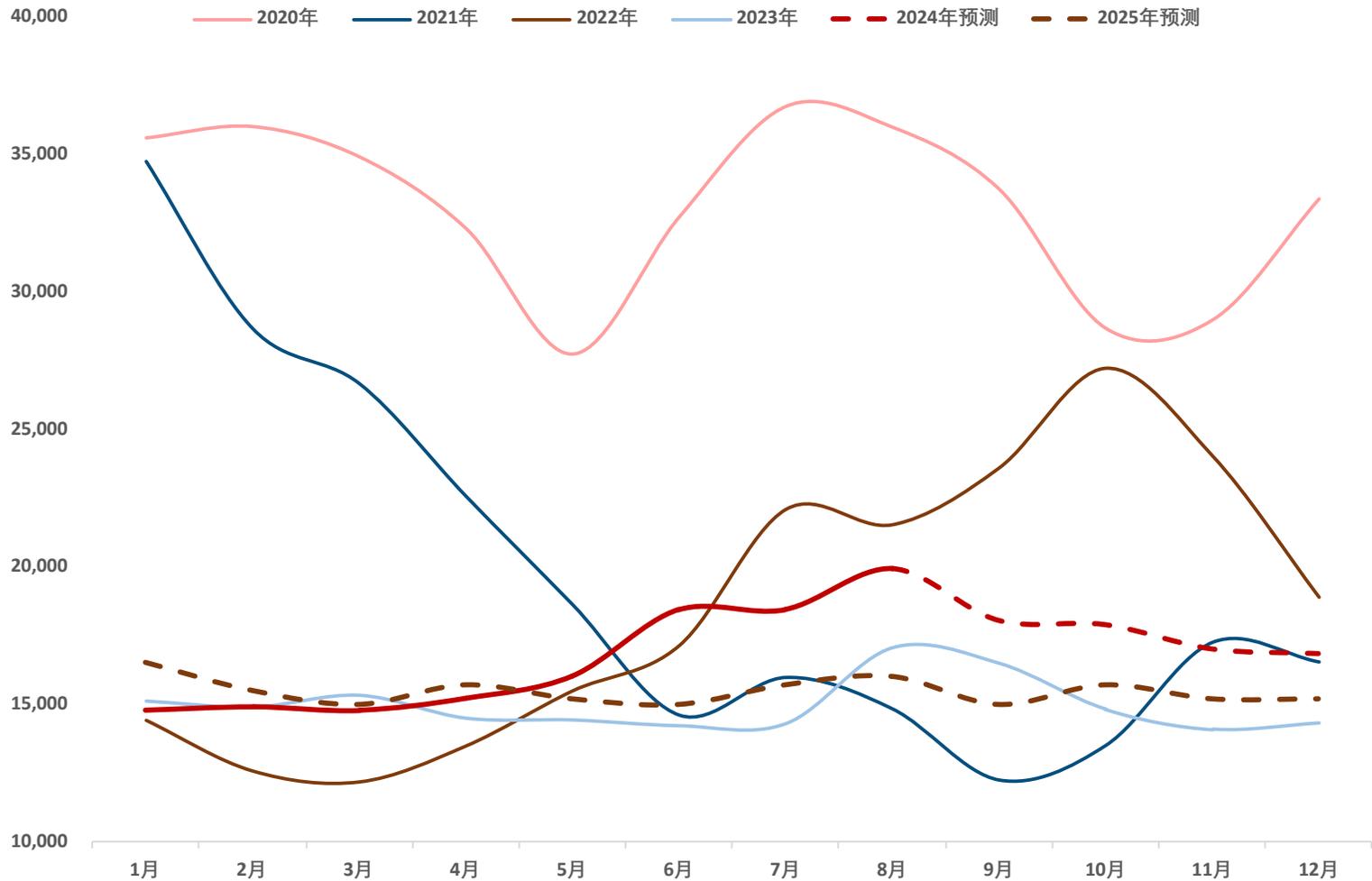
根据季节性压栏进行最终的调整。

由于仔猪数据的模糊性和压栏情况和以往季节性可能出现差别，因此可能导致估计结果的偏离。

# 粗浅的价格判断

数据来源：国家粮油信息中心，农业农村部，国家统计局，Wind, 中信建投期货

## 生猪月度价格及预估（元/吨）



从仔猪以及能繁口径测算，2024年7~8月时间窗口以前出栏量偏低水平预计延续。

供应缺口或导致二、三季度价格偏强表现。

我们认为，根据仔猪及其对应的生猪出栏预期来看，从绝对价格来说，不太容易出现长时间高价（20元以上），但期货盘面在现货上行兑现初期可能再次表现强势。

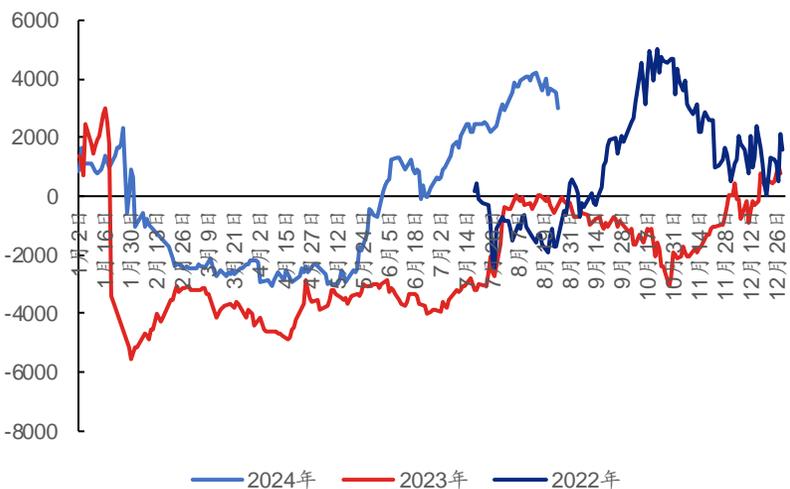
总的来说，价格最强势的时间节点慢慢过去，后续供给压力的累积逐渐对价格形成压制力量。

25年再度面临产能恢复后的养殖利润回归，整体价格变化预计在自繁自养与外购仔猪成本之间宽幅震荡。

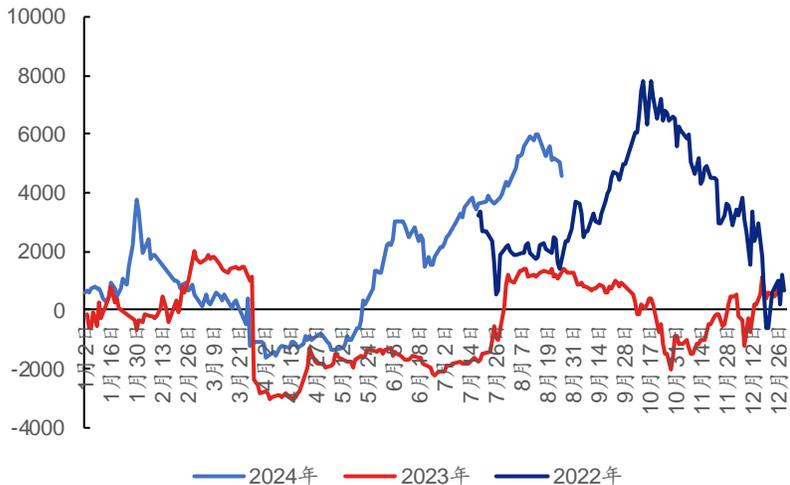
注：当期预测仅为静态预测，猪价现实变化过程中还受到压栏、二育、疫病等因素的影响，预测结果仅供参考

# 基差走势 (河南)

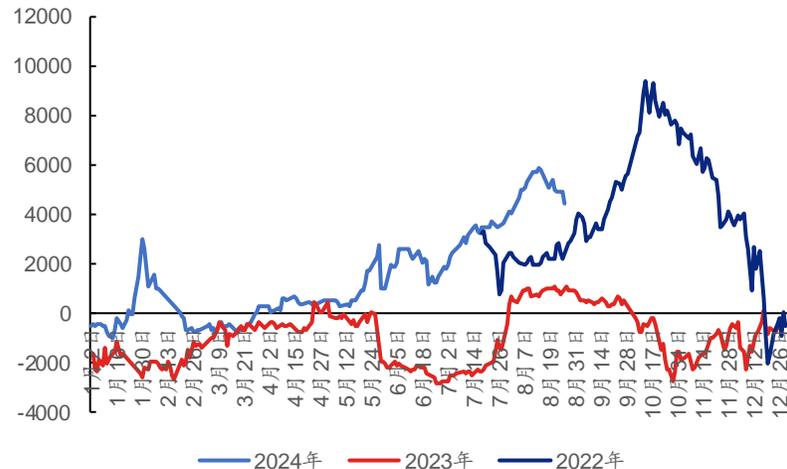
## 01合约历史基差表现



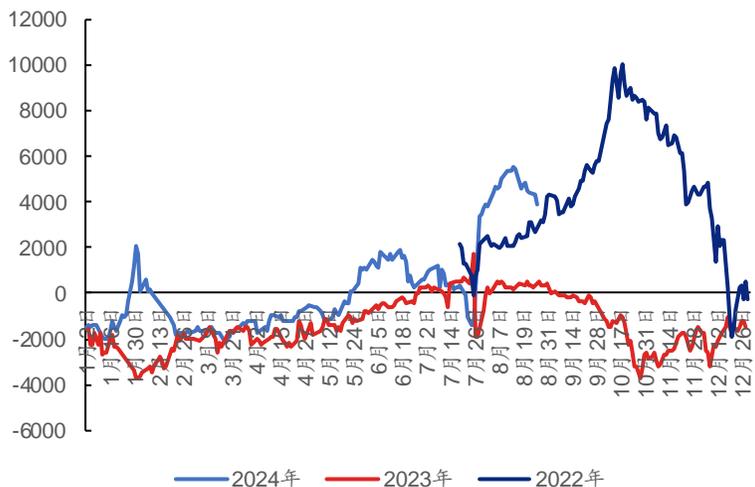
## 03合约历史基差表现



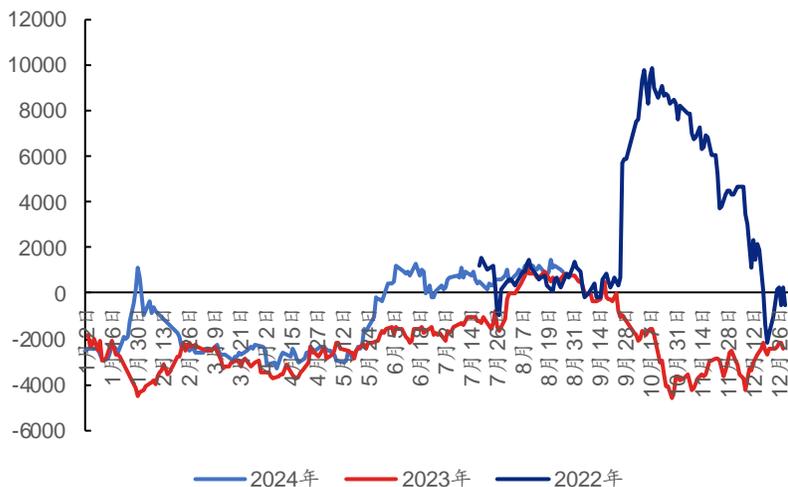
## 05合约历史基差表现



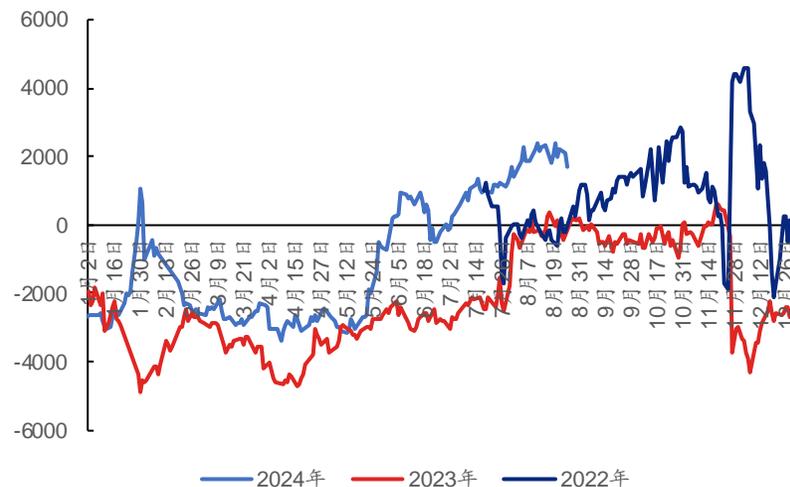
## 07合约历史基差表现



## 09合约历史基差表现



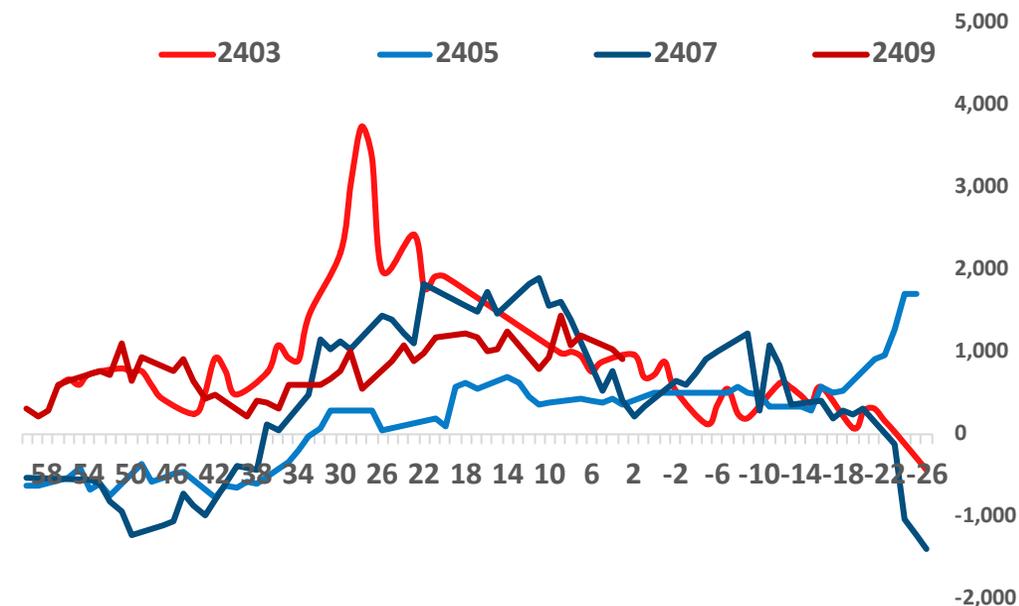
## 11合约历史基差表现



含升贴水的生猪市场基差情况 (LH2409)

2024年8月28日	盘面价格	18650	平均盈亏	-1143
地区	升贴水	考虑升贴水后价格	现货参考价格	卖方优势
河南	0	18650	19.56	-910
山东	0	18650	19.70	-1050
江苏	500	19150	19.70	-550
安徽	300	18950	19.64	-690
浙江	1100	19750	21.4	-1650
河北	-100	18550	19.66	-1110
陕西	-300	18350	19.20	-850
山西	-400	18250	19.50	-1250
内蒙古(东部)	-800	17850	19.60	-1750
辽宁	-700	17950	19.60	-1650
湖南	100	18750	19.50	-750
江西	100	18750	19.47	-720
湖北	0	18650	19.38	-730
重庆	-200	18450	19.00	-550
四川	-200	18450	19.20	-750
广东	600	19250	20.28	-1030
福建	400	19050	20.78	-1730
广西	-200	18450	19.34	-890
吉林	-800	17850	19.60	-1750
黑龙江	-1000	17650	19.60	-1950
贵州	-1000	17650	19.00	-1350
云南	-1400	17250	18.73	-1480

交割月及交割前60天各合约基差表现 (河南为基准)



09合约临近交割月，前期较高的贴水有所收窄，现货、盘面出现不同程度下跌，现货下跌幅度更大。

说明：现货价格为该省采集的平均价格，可能和实际成交价格有所出入；灰色省份暂无交割库布局，基差图表可能出现1天左右的延迟，当日基差可参考河南地区的多头接货盈亏。

2024年8月28日	理论养殖利润测算(单位：元/公斤)		
日期	2024年9月	2024年11月	2025年1月
仔猪成本	3.96	4.76	4.56
饲料成本	8.69	8.60	8.72
人工成本	1.00	1.00	1.00
折旧成本	1.00	1.00	1.00
三费及其他成本	1.50	1.50	1.50
死淘成本	0.40	0.40	0.40
<b>单公斤完全成本</b>	<b>16.55</b>	<b>17.26</b>	<b>17.18</b>
盘面猪价	18.650	17.880	16.535
<b>盘面理论养殖利润</b>	<b>2.10</b>	<b>0.62</b>	<b>-0.65</b>
<b>每头利润(元)</b>	<b>251.83</b>	<b>74.75</b>	<b>-77.94</b>

### 套保建议：

根据盘面利润情况，现阶段09、11合约盘面存在一定利润，各养殖主体可根据成本情况灵活进行套保决策，能够承担一定现货波动风险的养殖单位也可以选择暂时观望，等待更好入场套保时机。

### 商品猪远月养殖利润测算过程：

假设1：商品猪出栏体重120公斤（断奶7公斤）

假设2：饲料成本=料肉比×饲料价格，假设从7公斤仔猪养至120公斤商品猪料肉比为2.77（月度更新），生猪饲料价格来源国家发改委周度数据

假设3：远月价格为期货盘面最新收盘价格

注：预测结果为静态预测，未包含对未来各成本项动态变化的充分刻画，养殖利润情况仅供参考，头均利润超过300元（2.5元/公斤）即可适当考虑套保。

## 近月09、11合约反弹后择机做空

近月合约受现实驱动，猪价上涨预期的松动和现货的下跌都有可能引发盘面调整，考虑轻仓逢高试空，关注现货表现以及市场预期对盘面的驱动。

## 远月01维持逢高空配思路

盘面远月合约01反弹后给出一定交易空间，适当考虑逢高空配。

机构能繁环比延续回升趋势，产能去化逻辑松动。01合约面临本阶段供应上行预期的干扰，跟涨至高位后可能给出较好套保机会，可持续关注能繁母猪恢复情况。

### 重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，中信建投期货力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。

### 研究服务

#### 联系人

汤选澎 021-50600105 [tangxuanpeng@csc.com.cn](mailto:tangxuanpeng@csc.com.cn)  
陈宇灏 021-50600105 [chenyuhao@csc.com.cn](mailto:chenyuhao@csc.com.cn)  
魏鑫 021-50600233 [weixinqh@csc.com.cn](mailto:weixinqh@csc.com.cn)  
邓昊然 021-50600105 [denghaoran@csc.com.cn](mailto:denghaoran@csc.com.cn)

### 分析师介绍

#### 魏鑫

大宗商品策略分析师、养殖产业首席分析师  
(交易咨询从业信息: Z10014814)

从宏观、周期到产业层面持续追踪大宗商品市场。

长期耕耘养殖行业，提出了多层次的生猪期现研究框架，首创了生猪季节性和周期性结合的研究方法。多次参与中期协、交易所相关课题研究；服务国内数十家大型农牧企业，服务产业和机构经验丰富；多次组织苹果、生猪等品种调研。

曾获得郑州商品交易所“高级资深分析师”、“高级分析师（苹果）”以及大商所“十佳投研团队”（成员）、期货日报最佳农副产品分析师、新浪财经/我的农产品网优秀农产品分析师等荣誉。

### 中信建投期货 研究发展部

#### 重庆

重庆市渝中区中山三路131号希尔顿商务中心27楼、30楼（邮编：400015）  
电话：(023) 023-81157271

#### 上海

浦东新区浦东南路528号上海证券大厦北塔22楼2203室（邮编：200120）  
电话：(021) 50600233

## 重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：[www.cfc108.com](http://www.cfc108.com)