

鸡蛋后市行情探讨

摘要:

非洲猪瘟替代逻辑贯穿鸡蛋期货全年，生猪供应缺口巨大，短期仍无法有效弥补，提振相关替代品价格。当前猪价于消费端而言，抑制效应显现，市场对猪价再度大涨的预期削弱，替代逻辑理性回归，鸡蛋自身基本面主导未来价格运行。蛋鸡养殖长达30个月的持续盈利，尤其今年下半年补栏量月均同比增10%以上，2020年上半年供给压力凸显，节后淡季价格将跌至全年最低。市场对猪价仍抱有期待，蛋价或在成本端有一定支撑，但跌破成本的可能性更大。

策略建议: 对于05合约而言，目前估值相对合理，暂持观望。对于09合约而言，谨慎乐观，建议4000以下入场做多。套利方面，9-5价差500以内可入场参与。

风险提示: 禽流感疫情、非洲猪瘟不可控

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

研究院 农产品组

研究员

黄玉萍

☎ 021-60827975

✉ huangyuping@htfc.com

从业资格号: F0284365

投资咨询号: Z0010682

范红军

☎ 020-37595315

✉ fanhongjun@htfc.com

从业资格号: F0262666

投资咨询号: Z0002196

徐亚光

☎ 021-68758679

✉ xuyaguang@htfc.com

从业资格号: F3008645

投资咨询号: Z0012826

联系人

李巍

☎ 021-60827983

✉ liwei@htfc.com

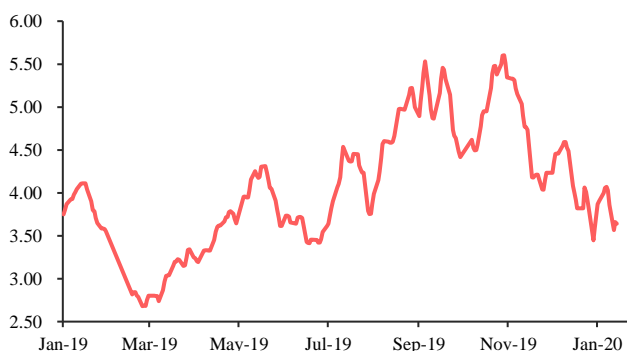
从业资格号: F3039929

现货市场回顾

2019年现货价格大涨大跌，最低价出现在2月25日，主产区均价为2.68元/斤，最高价出现在10月29日，主产区均价达5.90元/斤，超过上一轮周期2014年的最高价5.52元/斤。

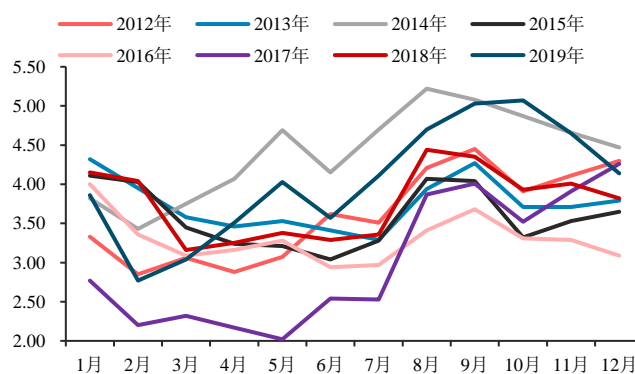
2019年春节行情高点出现在1月14日，价格为4.11元/斤，年后开市产区均价已跌破3元/斤，行业陷入亏损，低价持续至3月中旬，累计下跌1.43元，最大跌幅35%；持续下跌时间近2个月。随后价格开始反弹，一路上涨至5月中旬的4.31元/斤，累计上涨1.63元，涨幅达61%。本阶段上涨的主要原因有19年3月份低价超淘叠加18年秋补栏量并不是很多，同时19年春季气温变化大，鸡群整体产蛋率低，需求端生猪、蔬菜等产品高价、端午备货提振带动蛋价持续上涨。二季度末需求减弱，蛋价回调。3季度鸡群歇伏、中秋备货及学校等集团采购提振，鸡蛋价格不断创新高。7月鸡蛋价格涨至8元以上，8月下旬全面突破10元，9月高点达到11.41元/公斤，超2014年高点，创历史新高。中秋备货结束后蛋价进入季节性下跌，然而10月份猪价出乎意料的大幅度上涨，带动禽类价格跟涨，10月以来鸡蛋、生猪同频共振效应明显，鸡蛋价格在节后淡季走出“中秋行情”，价格再度达到全年高点。11月开始生猪价格出现明显回落，蛋价亦跟随下跌。进入12月后，生猪价格受多方面因素影响，未有上佳表现，鸡蛋虽有年底备货需求，但今年6月以来雏鸡补栏量同比增幅较大，鸡蛋供应持续增加且可淘老鸡不多，拖累蛋价上行，年末现货价格高点维持在4元/斤左右不到一周再度走弱。

图1：鸡蛋主产区均价 单位：元/斤



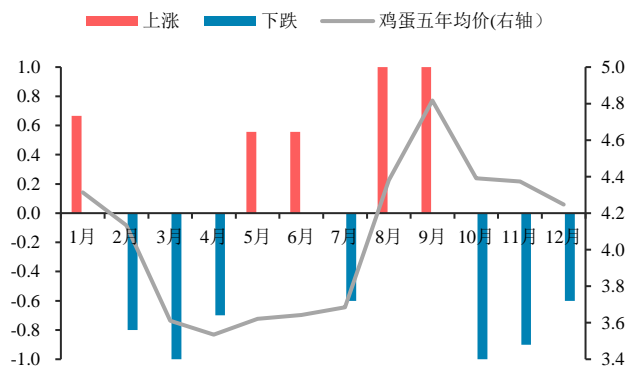
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图2：鸡蛋月度均价走势 单位：元/斤



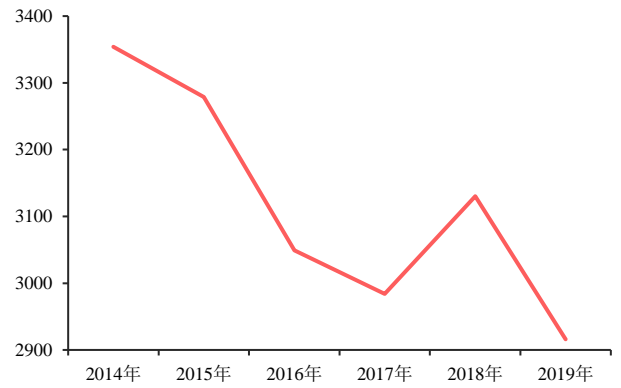
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 3: 鸡蛋月度涨跌概率统计 单位: %, 元/斤



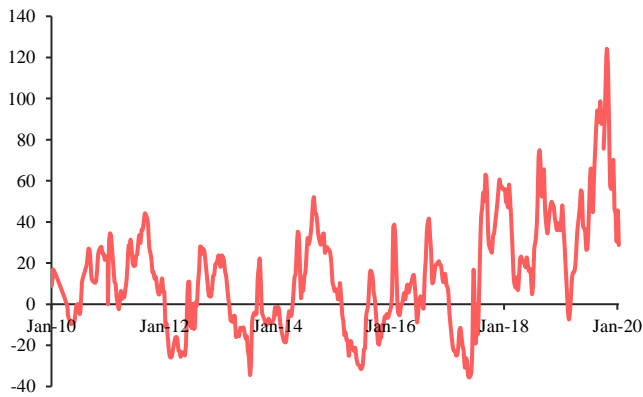
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4: 鸡蛋年度平均成本 单位: 元/500 斤



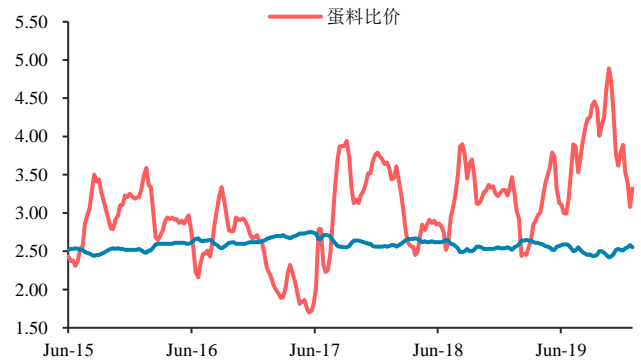
数据来源: 峪口禽业 华泰期货研究院

图 5: 蛋鸡养殖利润 单位: 元/只



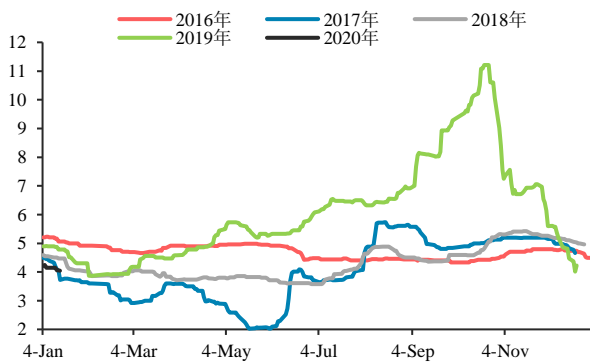
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 6: 蛋料比价



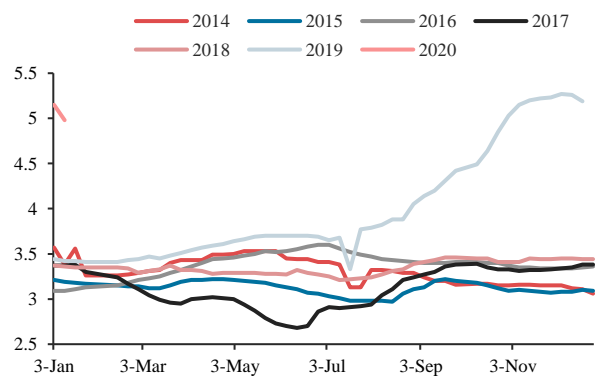
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 7: 淘汰鸡价格 单位: 元/斤



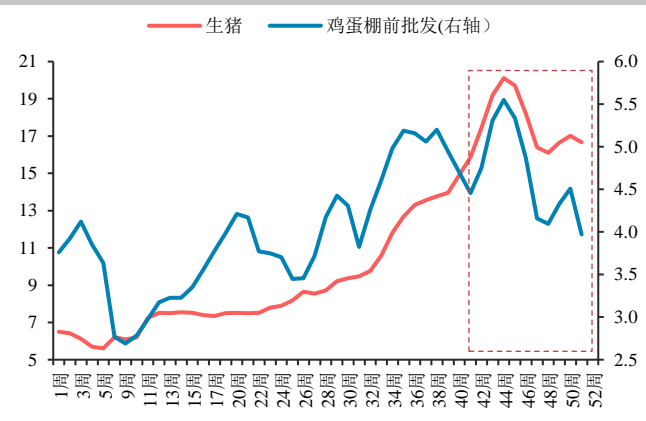
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 8: 鸡苗价格 单位: 元/羽



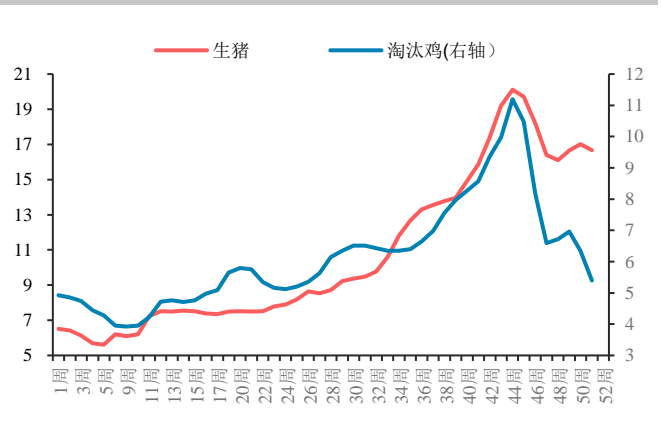
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 9：毛猪、鸡蛋价格走势 单位：元/斤



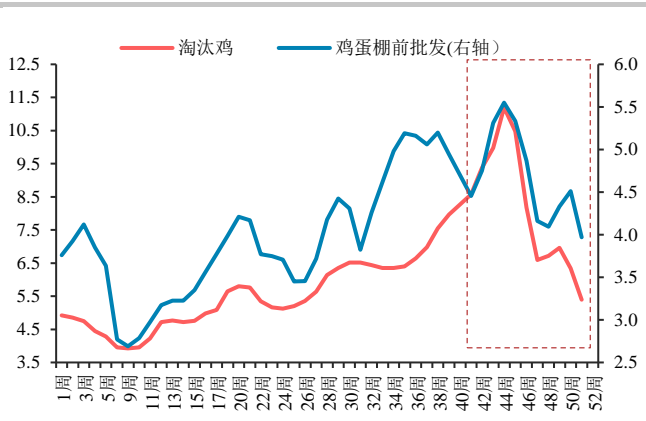
数据来源：博亚和讯 华泰期货研究院

图 10：淘鸡、毛猪价格走势 单位：元/斤



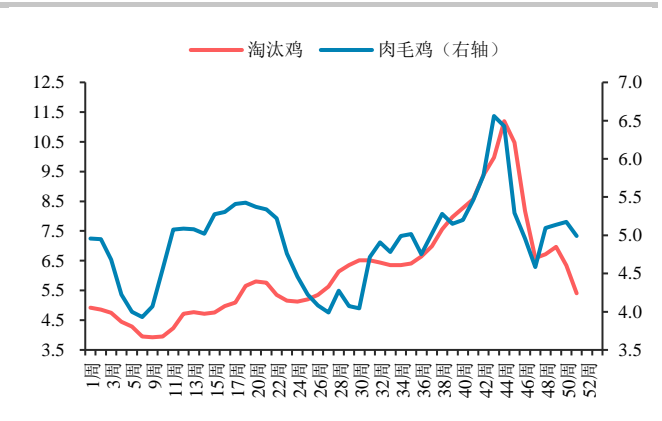
数据来源：博亚和讯 华泰期货研究院

图 11：鸡蛋、淘汰鸡价格走势 单位：元/斤



数据来源：博亚和讯 华泰期货研究院

图 12：淘鸡、白羽鸡价格走势 单位：元/斤



数据来源：博亚和讯 华泰期货研究院

表 1：鸡蛋的盈亏周期（2011 年-今）

单位：元/斤

周期	时间	时长	最低价/最高价
亏损期 1	2012/1-2012/7	7 个月	2.80
盈利期 1	2012/8-2013/2	7 个月	4.50
亏损期 2	2013/3-2013/8; 2013/10-2014/4	13 个月	3.00
盈利期 2	2013/9; 2014/5-2015/2	11 个月	5.52
亏损期 3	2015/3-2015/7; 2015/10-2015/12; 2016/2-2016/3	10 个月	3.00
盈利期 3	2015/8-2015/9; 2016/4-2017/1	13 个月	4.50
亏损期 4	2017/1-2017-7; 2019/2	8 个月	1.91
盈利期 4	2017/8-2019/1; 2019/3-今	>29 个月	5.60

数据来源：Wind 华泰期货研究院

供需分析

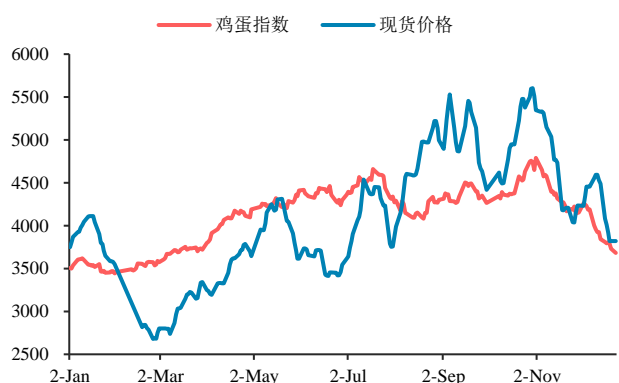
非洲猪瘟替代逻辑主线贯穿全年，往常年份猪价与蛋价的关联度并不是很高，而今年由于非洲猪瘟导致猪肉供应缺口过大，生猪及母猪存栏腰斩，猪价一度飙升至 20 元/斤，超过 2016 年高点一倍。由于生猪没有相应的期货标的，鸡蛋拿来不断炒作非洲猪瘟替代逻辑，期价大幅上涨。尤其 10 月份以后鸡蛋价格与猪价呈现同涨同跌，高度共振，猪价的主导作用不言而喻。无论是猪肉还是鸡蛋，作为菜篮子品种，价格高低关系民生，价高伤民、价低伤农，从这点上来说，都不适合过度炒作。各项生猪政策在 2019 年密集出台，三令五申保供稳价，虽生猪供应短期仍紧，但当前价格与之消费而言，消费端抑制表现突出，尤其两会前，政策施压稳价意图明显，猪价再度大涨的可能性不大，但不排除后市猪价再度起飞。

与之生产而言，养殖风险收益比可观，尤其大型企业在资本的推动下，扩产复产动力充足，因此生猪存栏低点已过，后期存栏预期缓慢回升。无论是农业农村部存栏监测数据还是其他资讯机构给出的存栏预估，能繁母猪环比转正已成共识。即使部分地区仍有疫情导致的存栏损失，但不影响存栏恢复大局，除非疫情再度大面积蔓延导致局面失控，目前来看并未发生。我们最需要搞清楚的一是母猪存栏的拐点，二是生猪有效出栏量。简单理解，当期生猪出栏量取决于 10 个月前能繁母猪的存栏量，考虑到今年依旧缺猪的大前提，养殖端普遍选择压栏养大猪是大概率事件，因此育肥出栏时间我们往后顺延一个月，也就是说 11 个月前的母猪存栏量决定了当前的生猪出栏量。因此，2020 年生猪出栏量已成定局，由 2019 年 2 月-2020 年 1 月的母猪存栏量决定。根据农业农村部存栏监测数据推算，2020 年 9 月份之前，可供出栏生猪数量依然是偏紧的，基于此，我们认为猪价的上涨周期远未结束。2019 年生猪高价，明显抑制了消费，也就是说能够发生替代的已经发生，剩下的更多的属于刚性需求，需求一定的情况下，价格取决于供给，在上半年供给趋紧，冻肉库存所剩无多的情况下，猪价上涨的动力依旧充足。在这种情况下，鸡蛋自身供应大增的基本面有望得到缓解。其一，被动淘鸡：年后鸡蛋供应压力大，蛋价若持续下行跌破成本，类比 2019 年，淘鸡增加进而利好后市；其二，主动淘鸡：猪价上涨提前启动，淘鸡价格走高，淘鸡增加，托底蛋价。

芝华最新存栏数据显示，12 月全国蛋鸡总存栏为 14.22 亿只，环比降 0.70%，同比增加 12.86%；在产蛋鸡存栏量为 11.35 亿羽，环比降 1.73%，同比增加 8.51%；后备鸡存栏量为 2.87 亿羽，环比增加 3.24%，同比增幅 34.74%；育雏鸡补栏量为 9850 万只，环比增 3.85%，同比大增 45.11%。同期公布的鸡龄结构显示，育雏鸡占比从 11 月的 11.57% 小幅上升至 12.05%；青年鸡占比从上月的

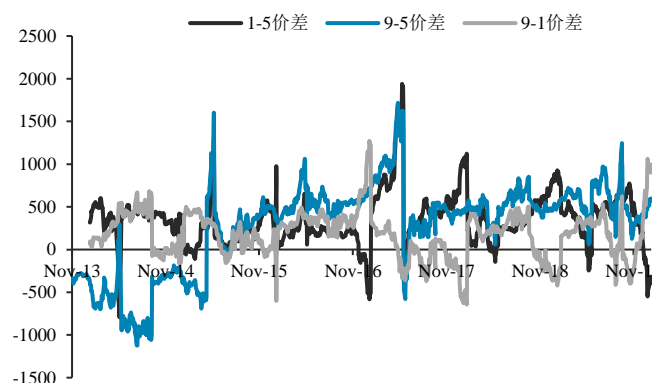
10.02%增加至 10.30%；主力产蛋鸡占比从上月的 67.70%微降至 67.69%；即将淘汰鸡占比从上月的 10.71%下降至 9.98%。从芝华存栏数据可以看出，12 月蛋鸡总存栏与在产蛋鸡存栏略有下滑，说明节前老鸡淘汰量略有增加，存栏下滑幅度不大说明出淘老鸡并不太多。主力产蛋鸡存栏占比从 2019 年 8 月的 61.58% 上升至当前的 67.79%；9 月份以后，主力产蛋鸡存栏占比均在 67% 以上。老龄鸡占比则持续下降，从 8 月份的 13.27% 下降至当前的 9.98%。这意味着可淘老鸡不多，在产蛋鸡存栏增加面对节后淡季，现货将持续承压。在产蛋鸡存栏=新开产量-淘汰量，新开产蛋鸡对应 4 个月前的雏鸡补栏量，老鸡淘汰按 480 天计，即对应 16 个月前的雏鸡补栏量。根据芝华统计数据推算，预计未来 4 个月的在产蛋鸡存栏有望达到：11.57 亿、11.83 亿、12.11 亿、12.42 亿。另据峪口禽业统计数据显示，2019 年全国商品代在产蛋鸡月均存栏 10.16 亿只，较 2018 年月均存栏 9.06 亿只增加了 1.01 亿只，增幅达 12.1%。但比历年同期平均存栏 9.95 亿只，仅增加 0.21 亿只，同比增幅为 2.1%。2019 年鲜蛋的供给能力基本接近历年同期水平。2019 年 1-12 月份，全国商雏月均销量为 11145 万只，较 2018 年同期的 8798 万只增加了 2347 万只，增幅 26.7%。比历年同期均值 8883 万只，增加 2262 万只，同比增幅 25.5%。随着前期商雏补栏数量的持续增加，2020 年上半年新开产压力有进一步上升趋势，以及 2020 年 3 月份以后在产蛋鸡存栏将突破 12 亿羽。芝华和峪口禽业的数据均表明今年的开产压力巨大。从理论推算的在产蛋鸡存栏情况来看，今年上半年存栏有望看齐 2016 年上半年。2016 年上半年鸡蛋现货价格持续低迷，低点 2.9 元/斤，高点不超过 3.5 元/斤，春节后价格始终在 3.0-3.5 元/斤区间震荡，一则上半年需求偏淡，二则存栏量偏大。反观今年，存栏与 2016 年类似，而需求上仍然不能忽视猪的表现。猪价超预期，则蛋价随之跟涨；猪价表现不温不火，则蛋价上半年或持续走低并跌破成本。我们对猪价持谨慎乐观态度，然而对节后蛋价并不十分乐观，预期蛋价低点有望跌破成本，触及 2.6 元/斤。综合判断，年后蛋价或将复制 2019 年走势，视年后淘鸡情况而定。

图 13: 鸡蛋指数与现货价格走势 单位:元/500kg



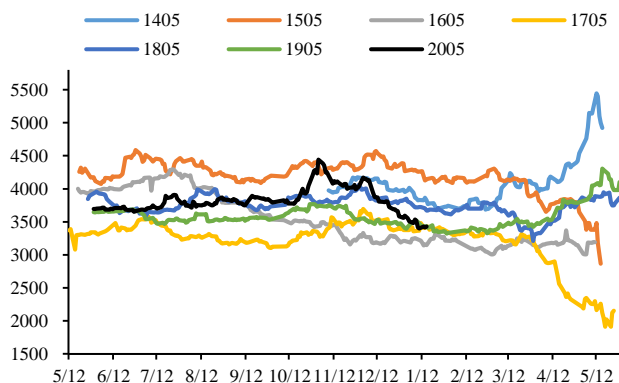
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 14: 主力合约价差 单位: 元/500kg



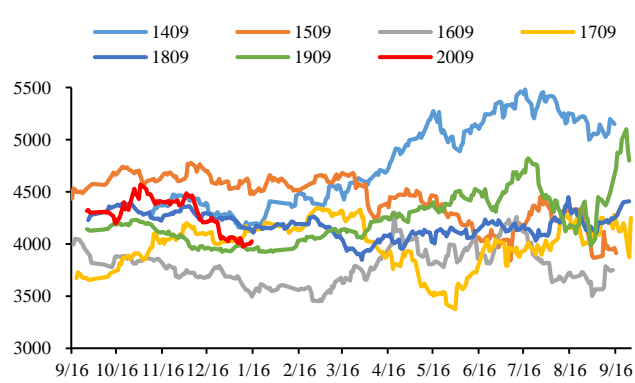
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 15: JD05 合约价格走势 单位:元/500kg



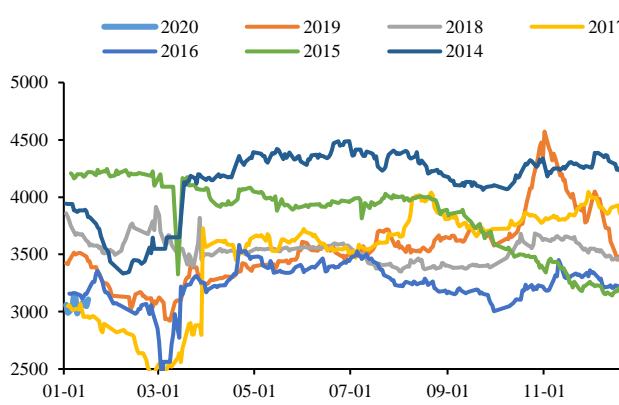
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 16: JD09 合约价格走势 单位: 元/500kg



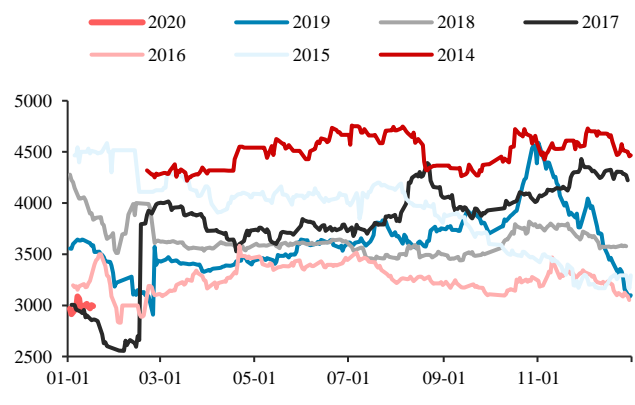
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 17: JD03 合约价格走势 单位:元/500kg



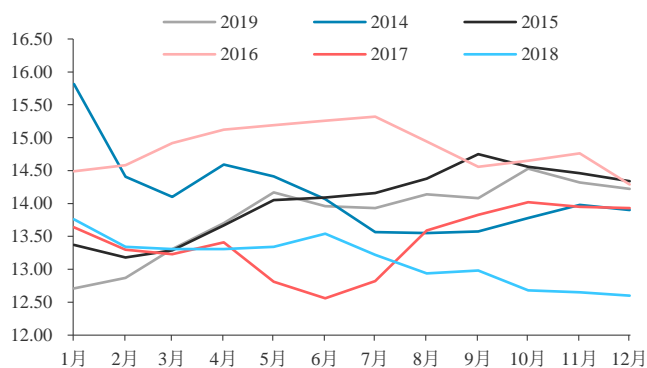
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 18: JD02 合约价格走势 单位:元/500kg



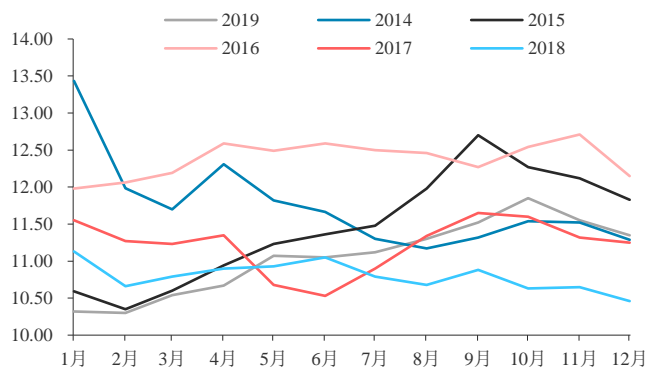
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 19: 全国蛋鸡总存栏 单位:亿只



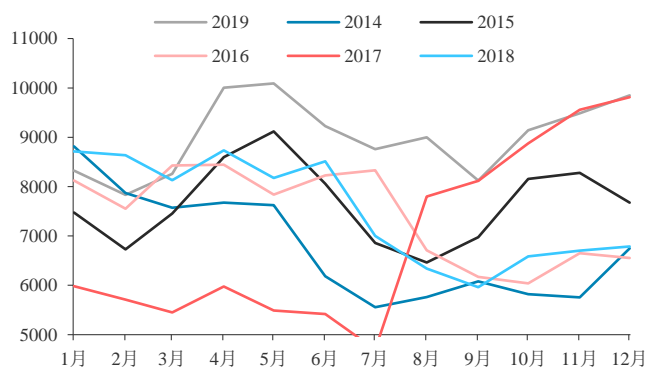
数据来源: 芝华数据 华泰期货研究院

图 20: 在产蛋鸡存栏 单位:亿只



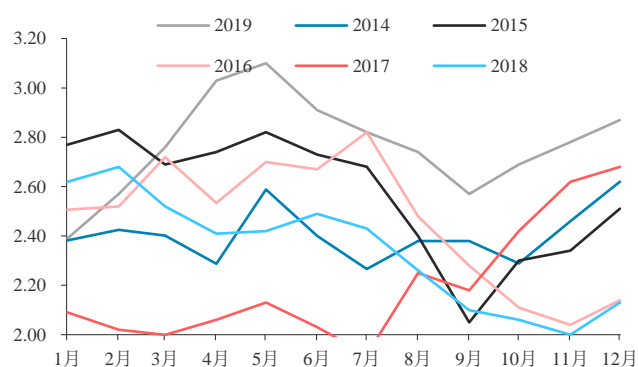
数据来源: 芝华数据 华泰期货研究院

图 21: 育雏鸡补栏量 单位:亿只



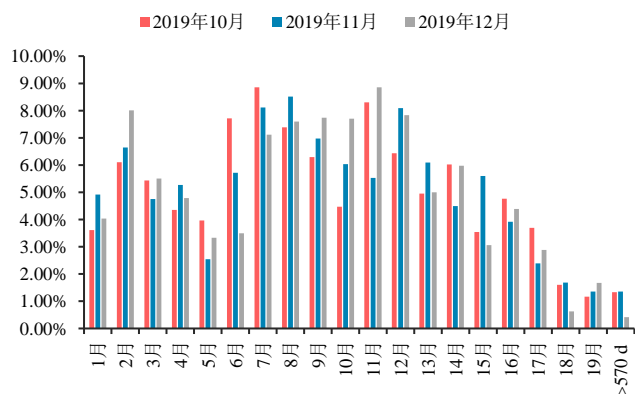
数据来源: 芝华数据 华泰期货研究院

图 22: 后备鸡存栏 单位:亿只



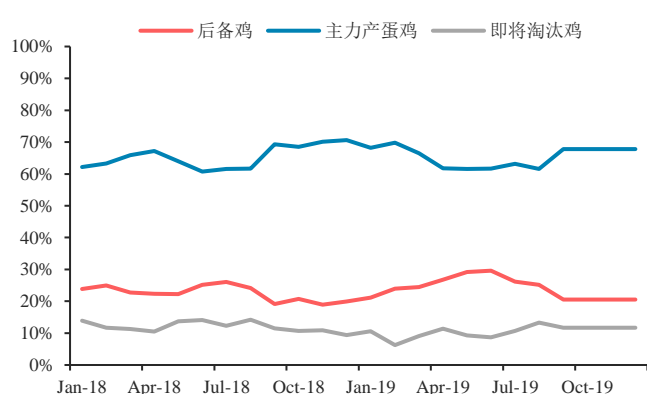
数据来源: 芝华数据 华泰期货研究院

图 23: 鸡龄结构 1



数据来源: 芝华数据 华泰期货研究院

图 24: 鸡龄结构 2



数据来源: 芝华数据 华泰期货研究院

表 2: 春节后蛋价跌幅统计

单位: 元/斤

年度	除夕	节前高点	出现日期	节后低点	出现日期	跌幅	持续时间
2012	1-22	3.82	12-26	2.80	2-14	1.02	50
2013	2-09	4.39	1-14	3.52	3-18	0.87	63
2014	1-30	4.00	1-03	3.40	2-24	0.60	52
2015	2-18	4.22	2-13	3.07	4-09	1.15	55
2016	2-07	4.39	1-25	2.91	3-01	1.48	36
2017	1-27	3.15	12-23	2.10	3-08	1.05	75
2018	2-15	4.31	2-06	2.97	3-22	1.34	44
2019	2-04	4.11	1-14	2.68	2-25	1.43	42
2020	1-24	4.06	1-07	2.60	2-26	1.46	50

数据来源: Wind 华泰期货研究院 (注: 标红为预测值)

表 3: 年内蛋价低点至高点涨幅

单位: 元/斤

年度	春节后低点	出现日期	中秋前高点	出现日期	涨幅
2012 年	2.89	2 月 14 日	4.54	9 月 14 日	1.65
2013 年	3.33	3 月 18 日	4.69	9 月 10 日	1.36
2014 年	3.76	2 月 24 日	5.51	8 月 26 日	1.75
2015 年	3.07	4 月 9 日	4.45	8 月 23 日	1.38
2016 年	3.13	3 月 1 日	4.07	9 月 2 日	0.94
2017 年	1.96	3 月 8 日	4.42	9 月 8 日	2.46
2018 年	3.24	3 月 22 日	4.92	8 月 16 日	1.68
2019 年	3.64	2 月 25 日	5.53	9 月 6 日	1.89
2020 年	2.60	2 月下旬	4.10	8 月中旬	1.50

数据来源: Wind 华泰期货研究院 (注: 标红为预测值)

表 4: 2020 年生猪出栏情况推算 (预期 9 月份生猪出栏增量)

母猪存栏	环比	同比	生猪出栏
Feb-19	-5.00%	-19.10%	Jan-20
Mar-19	-2.30%	-21.00%	Feb-20
Apr-19	-2.50%	-22.30%	Mar-20
May-19	-4.10%	-23.90%	Apr-20
Jun-19	-5.00%	-26.70%	May-20
Jul-19	-8.90%	-31.90%	Jun-20
Aug-19	-9.10%	-37.40%	Jul-20
Sep-19	-2.80%	-38.90%	Aug-20
Oct-19	0.60%	-37.80%	Sep-20
Nov-19	4.00%		Oct-20
Dec-19	2.20%		Nov-20
Jan-20			Dec-20

数据来源: 农业农村部 华泰期货研究院

后市探讨

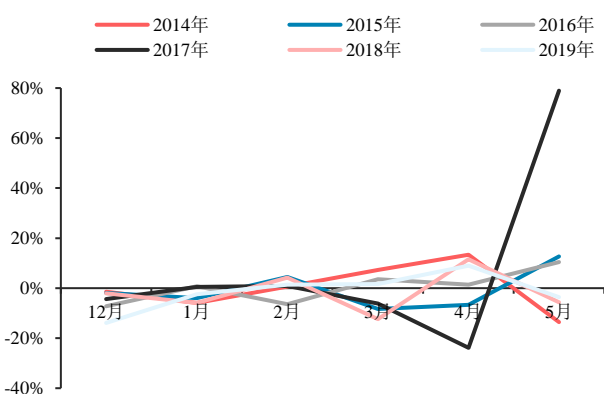
从目前盘面 01、02、03 几个淡季合约的价格来看，市场给出的预期是 2900-3100，则对应节后的现货价格低点为 2.6-2.8 元/斤，该价格已跌破普通养殖户的现金成本 2.8 元/斤，估值相对合理，表明市场情绪依然悲观，对持续增加的存栏充满担忧。目前 5 月期价对 1 月合约大幅升水，对现货亦大幅升水，应是对节后悲观预期过后打掉大量淘鸡之后的价格预期。

我们用多种方法来评估目前 5 月期价是否合理。其一，1-5 价差历史表现。从往年统计结果来看，鸡蛋 5 月现货价格多低于 1 月份，2012 年至今仅 2014 年与 2019 年 5 月均价高于 1 月，而这两年恰恰是鸡蛋行情的大年，养殖利润颇丰，核心在于存栏低位。其余年份 5 月均价均低于 1 月。2012 年至今 1-5 价差均值为 0.65；即 650 元/500 公斤，最大波动为 0.90，即 900 元/500 公斤。当前 1 月均价约 3.84 元/斤，按往年平均波动计算，5 月期价对应为 3190 元，另加 300 元的交割成本，5 月期价为 3490 元，截至 1 月 17 日，5 月期价为 3519 元，表明目前期价已反映往年平均波动水平，但未反应最高波动水平。其二，5-3 价差历史表现。因为 3 月份一般对应为年内蛋价最低点，看现货从低点反弹的情况来做进一步评估。2012 年至今，有三年 5 月均价低于 3 月，分别为 2013 年、2015 年和 2017 年。其中 2013 年 5-3 价差为 -0.05，基本持平。2017 年因禽流感导致现货崩塌，属于非正常情况。2015 年则是在 2014 年鸡蛋市场“大”年过后表现为产能过剩，上半年蛋价持续走低。2012 年至今，5-3 价差平均波动为 0.37 元/斤，最大波动为 2019 年的 0.99 元/斤。截至 1 月 17 日，3 月期价为 3105 元，2 月期价为 2994 元，说明大家预期 2 月份现货价格跌至年内最低点。以 2 月期价加 5-3 价差平均波动计算，对应 5 月期价为 3364 元，以 3 月期价加 5-3 价差平均波动计算，对应 5 月期价为 3475 元，当前 5 月期价 3490 元，表明已充分反映往年平均波动水平。但仍未反映极端水平。

统计数据仅仅作参考，后期重点留意的是老鸡的淘汰进度以及猪价能否超预期。回顾 2019 年以来的淘鸡价格，从年初的 3.9 元/斤一度高涨至 12 元/斤，如今再度回落至 4 元/斤的原点，当前淘鸡价格已低于历史同期。12 元/斤的淘鸡价真正淘鸡的有多少，延淘恐怕是多数人的心态，而今淘鸡再度回落至原点，淘鸡的多吗？仍然有太多的人不甘心，强制换羽以待来年，把梦想寄托在“二师兄”身上。诚然“二师兄”身价不菲，然众多待淘老鸡延淘，带来的就是蛋价的长期低迷，前文提到当前在产蛋鸡存栏水平与 2016 年颇为相似，大量超淘的出现一定是蛋价跌破成本才能实现，高淘鸡价促淘恐怕只有少数人才能做到。因此年后需重点留意淘鸡价格、淘汰鸡进度以及鸡蛋价格走势，当然同样需要看“二师兄”的光环能否再度惠及蛋鸡行业。

今年10月1日恰逢中秋，9月正好面临双节备货期，9月合约而言，更多的从季节性规律去考虑。截至1月17日，5-9价差为-602元。现货统计数据显示，自2012年以来，5月到9月鸡蛋月均价价差平均变动为0.96元/斤，即960元/500公斤；最大变动为1.99元/斤，即1990元/500公斤。由此可以看出9月期价尚未反映往年平均变动预期，更未反映最乐观预期。我们亦可以采用9-3价差来评估，即年度现货低点至中秋高点的上涨幅度。2012年至今，9-3价均为正值，平均波动为1.18元/斤，最高波动为1.99元/斤，最低波动为0.59元/斤。当前3月期价3105元，若反映平均波动水平，对应期价为4285元；反映最高波动对应期价为5095元；反映最低波动对应期价为3695元。当前9月合约价格4121元，尚未完全反映平均波动水平，更未反映最乐观情形。

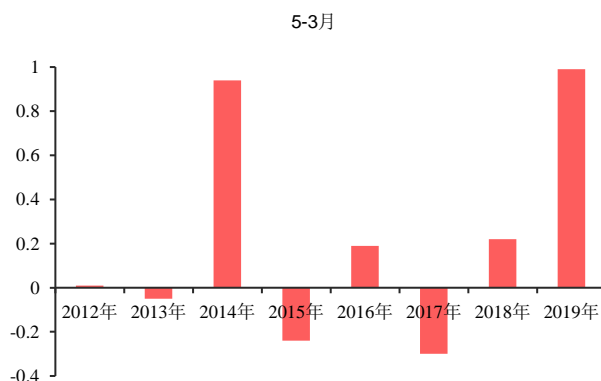
图 25: JD05 合约月度涨跌幅统计



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 26: 5-3 月价差

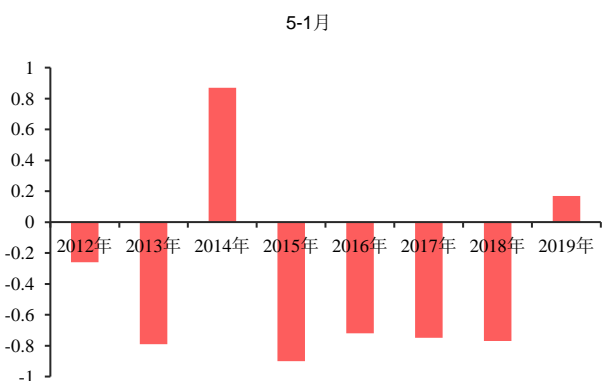
单位: 元/斤



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 27: 5-1 月价差

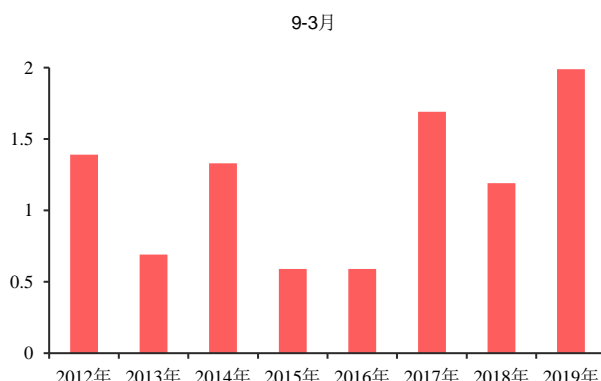
单位: 元/斤



数据来源: Wind 华泰期货研究院

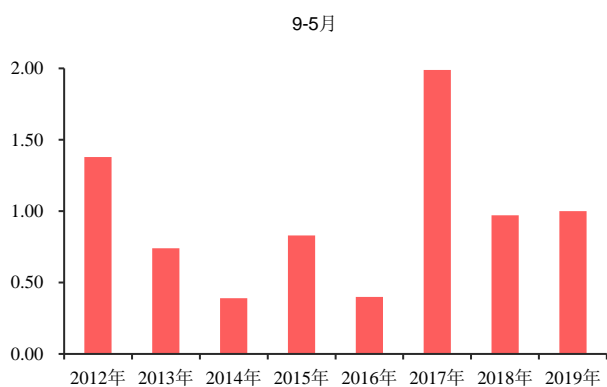
图 28: 9-3 月价差

单位: 元/斤



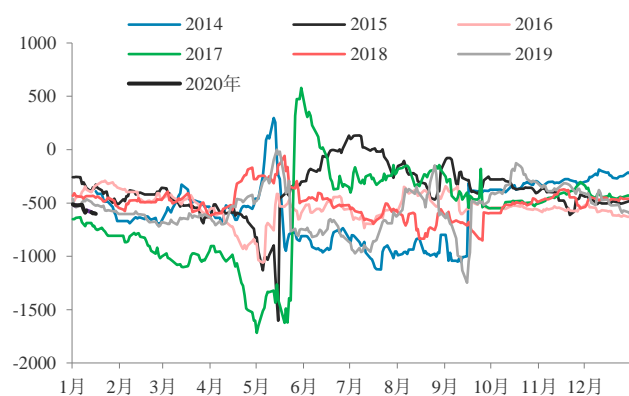
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 29: 9-5 月价差 单位: 元/斤



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 30: 盘面 5-9 价差 单位: 元/500 公斤



数据来源: Wind 华泰期货研究院

策略建议

对于 05 合约而言, 目前期价相对合理, 建议暂持观望。对于 09 合约而言, 我们持谨慎乐观态度, 建议 4000 以下入场做多。套利方面, 9-5 价差 500 以内可入场参与。

● 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。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。

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，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。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。

本报告版权仅为本公司所有。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“华泰期货研究院”，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。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com