

兴证期货·研发中心

2019年6月24日 星期一

农产品研究团队

李国强

从业资格编号：F0292230

投资咨询编号：Z0012887

黄维

从业资格编号：F3015232

投资咨询编号：Z0013331

联系人

黄维

021-20370941

[huangwei@xzfutures.com](mailto:huangwei@xzfutures.com)

## 内容提要

上半年鸡蛋价格走势较强，春节后山东现货从 2.6 元/斤的低点一路上涨至 4.25 元/斤，涨幅创近年来的新高。主要原因可能是非洲猪瘟导致猪肉供给出现缺口，带动了禽肉、鸡蛋价格上涨。上半年随着鸡蛋价格持续上涨，蛋鸡养殖利润也创下同期新高。养殖利润较高刺激养殖户积极补栏，鸡苗价格创下历史新高。4, 5 月份单月补栏量破亿，养殖户补栏的疯狂程度可见一斑。上半年后备鸡存栏量同比、环比均显著增加，这部分小鸡将给未来的蛋价带来明显压力，鸡龄结构的年轻化带给蛋价的压力将是长期的。

随着养殖户的补栏情绪达到顶峰，我们预计主力蛋鸡占比的底部拐点已经出现，后期主力蛋鸡占比将继续上升。鸡群的年龄结构将逐渐年轻化，这将增加鸡蛋的供应压力，从而对鸡蛋价格形成压制。需求方面，虽然非洲猪瘟导致对禽肉、鸡蛋的需求增加，但是我们认为影响是偏短期的。后期非洲猪瘟对鸡蛋需求的影响可能会逐渐稀释，鸡蛋需求可能会回归到正常的水平。

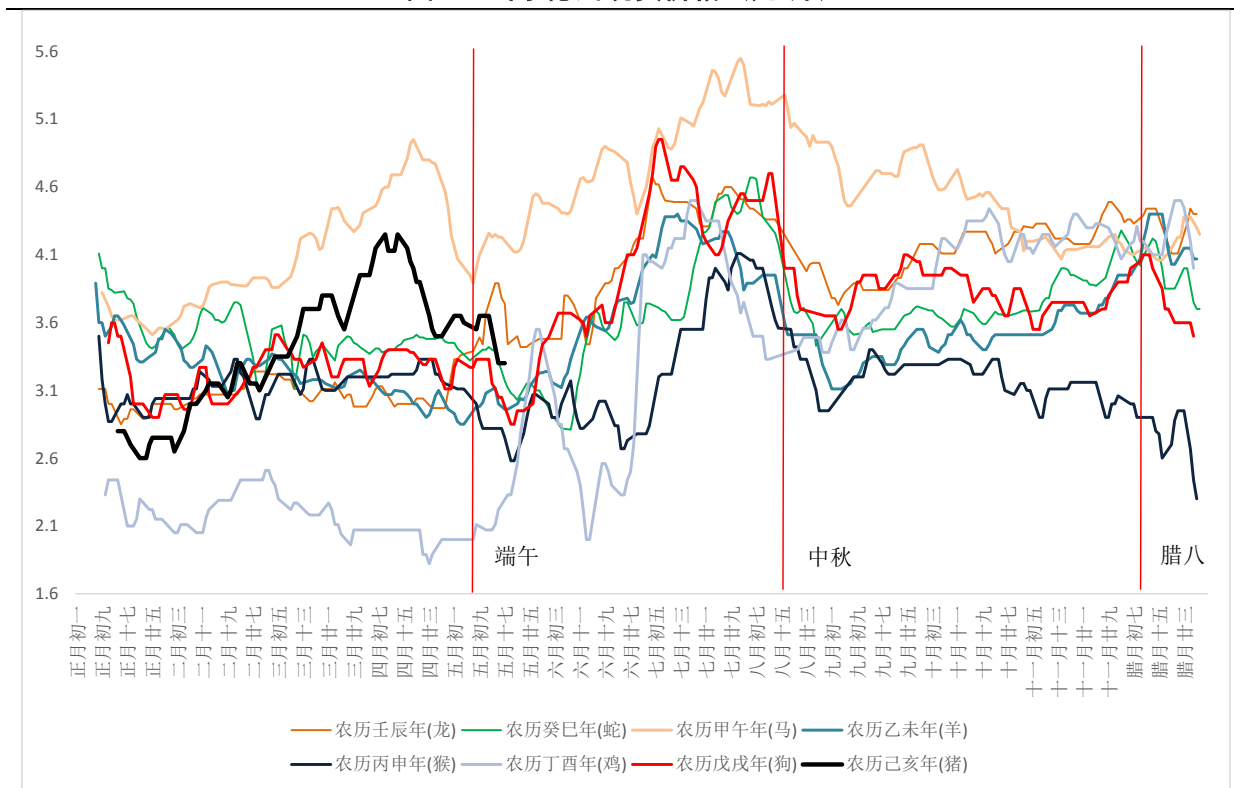
总的来看，从短期看，鸡蛋期现价格可能会在中秋行情中再次迎来一波上涨，但是从长期看，由于供应端压力逐渐显现，中秋行情过后鸡蛋价格可能会明显走弱。

## 1. 上半年行情回顾

上半年鸡蛋价格走势较强，年初山东德州鸡蛋现货价格最低达到 2.6 元/斤，随后价格一路上涨，端午前最高涨至 4.25 元/斤，涨幅达 63.46%。虽然端午节前价格最高点不及 2014 年，但是涨幅创下 2011 年以来新高。端午节后鸡蛋现货价格回落至 3.3 元/斤附近。由于上半年行情较好，养猪户大量补栏，鸡苗价格也创下新高。从去年四季度开始鸡苗价格就处于 3.4 元/羽的高位，上半年随着鸡蛋价格持续上涨，鸡苗价格也一路上行，目前达到 3.7 元/羽，创下历史新高。淘汰鸡价格先抑后扬，春节前后价格从 9.78 元/公斤下跌至 7.86 元/公斤，节后淘汰鸡价格在淡季中持续上涨，最高上涨至 11.60 元/公斤，创下历史新高。

今年上半年鸡蛋价格在淡季中持续上涨，主要原因可能是非洲猪瘟导致猪肉供给出现缺口，带动了禽肉、鸡蛋价格上涨。上半年外三元生猪价格从最低 10.80 元/公斤上涨至 16 元/公斤，涨幅达 48%。白羽肉鸡价格冲高回落，春节后从 7.86 元/公斤最高上涨至 10.85 元/公斤，涨幅达 38.04%，但是近期白羽肉鸡价格回落至 8.92 元/公斤附近。

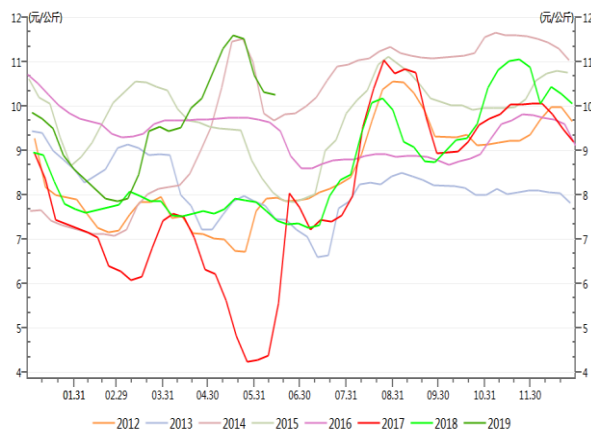
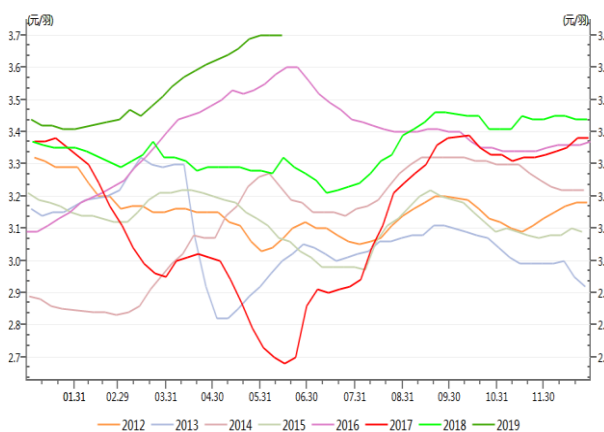
图 1：山东德州现货价格（元/斤）



数据来源：Wind

图 2：主产区蛋鸡苗平均价（元/羽）

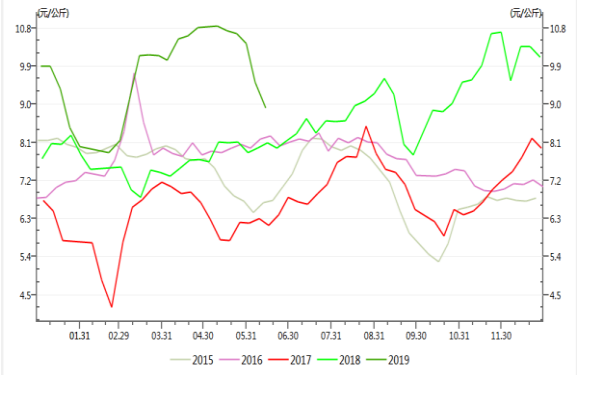
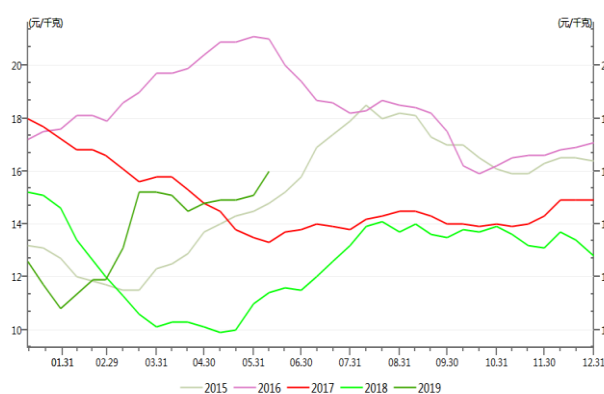
图 3：主产区淘汰鸡平均价（元/公斤）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 4：全国外三元生猪价格

图 5：主产区均价：白羽肉鸡



数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2. 下半年行情展望

### 2.1 上半年补栏创新高，下半年供应压力较大

上半年在产蛋鸡存栏量逐步上升，2019 年 5 月在产蛋鸡存栏量为 11.07 亿只，环比增加 3.70%，同比去年增加 1.29%，较 1 月份的存栏量增加 7.27%。

补栏方面，由于今年鸡蛋价格在淡季中逆势上涨，在端午前就最高涨至 4.2 元/斤，因此养殖户的补栏力度也创下历史新高。4 月份和 5 月份的育雏鸡补栏量都达到了 1 亿只，创下历史新高。其中 5 月份补栏 10091 万只，环比增加 0.85%，同比增加 23.44%。从规模方面来看，2 万只以下规模蛋鸡养殖户育雏鸡补栏量减少，2 万只-10 万只规模蛋鸡养殖户育雏鸡补栏量增加，10 万只以上规模蛋鸡养殖户育雏鸡补栏量减少。5 月中上旬蛋价大幅上涨，每斤鸡蛋净利润大幅上涨，育雏鸡补栏量大。

后备鸡方面，上半年后备鸡数量同比、环比均显著增加。其中 5 月后备鸡存栏量为 3.10 亿只，环比增加 2.36%，同比大幅增加 28.40%。从规模方面来看，2 万只以下规模蛋鸡养殖户后备鸡存栏量减少，2 万只至 10 万只规模蛋鸡养殖户后备鸡存栏量增加，10 万只以上规模蛋鸡养

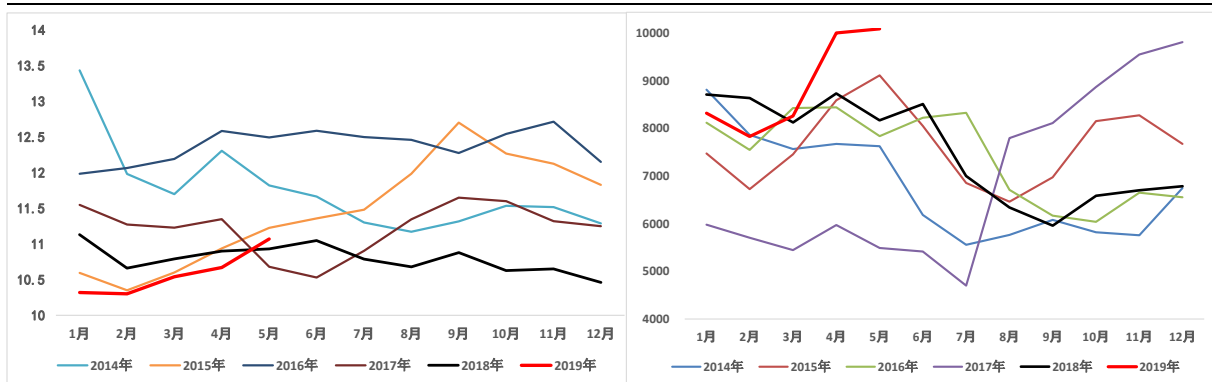
殖户后备鸡存栏量减少。后备鸡指所有还未下蛋的蛋鸡，后备鸡存栏持续上升预示着未来供应可能会持续增加。

鸡龄方面,1-5月份后备鸡占比持续上升,5月份后备鸡鸡龄占比为29.20%,环比增加2.37%,其中30-120天占比增加明显。上半年主力蛋鸡占比持续回落,从年初的69%附近回落至61%附近。同时0-120天蛋鸡数量占比持续上升,从年初的20%附近增加至5月份的29.20%,创下历史新高。

另外,根据蛋鸡的生理特性,我们可以根据目前的蛋鸡存栏总量以及鸡龄结构来预测未来五个月的新增上高峰的鸡与可淘汰的老鸡,从而估算出新增在产蛋鸡的数量。我们假设育雏鸡150天之后上高峰,养殖户510天之后淘汰老鸡,然后根据芝华提供的数据,对未来5个月新增在产蛋鸡的数量做出预测,如图13所示。预计未来5个月在产蛋鸡数量将逐步上升,7月份前后增速会显著增加。

图 6: 在产蛋鸡存栏 (单位: 亿只)

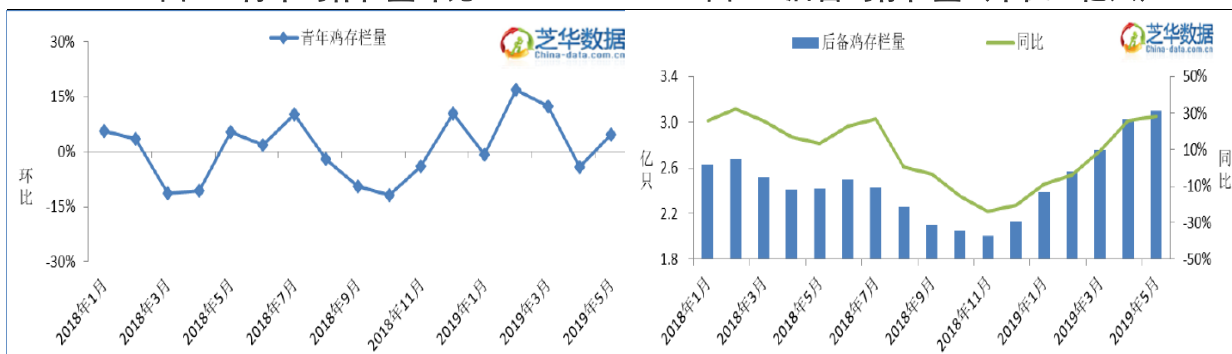
图 7: 育雏鸡补栏量 (单位: 万只)



数据来源: 芝华数据, 兴证期货研发部

图 8: 青年鸡补栏量环比

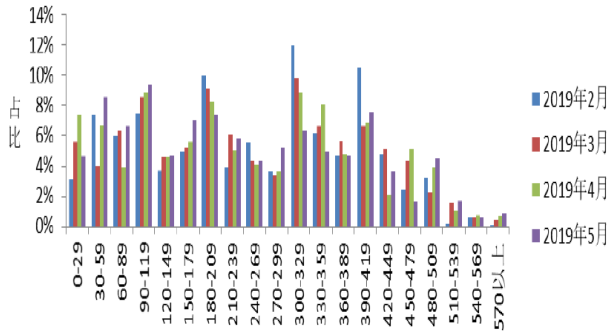
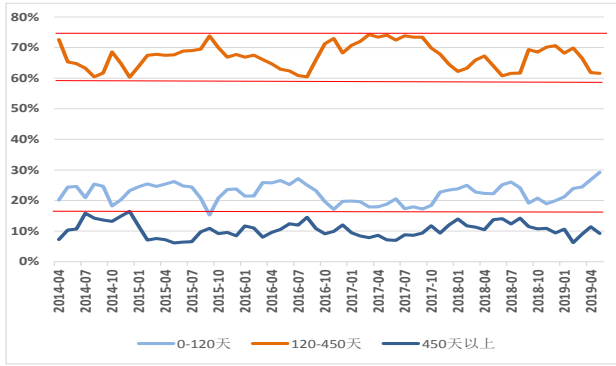
图 9: 后备鸡存栏量 (单位: 亿只)



数据来源: 芝华数据, 兴证期货研发部

图 10: 蛋鸡鸡龄结构 (一)

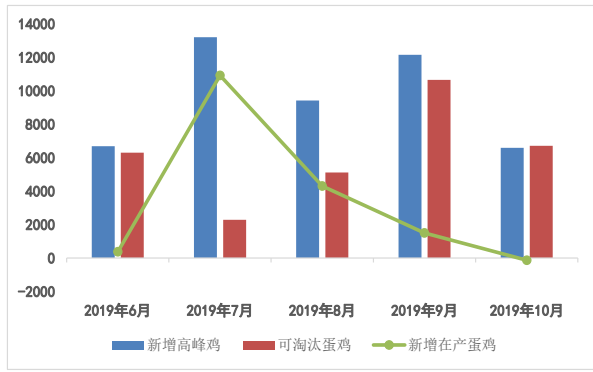
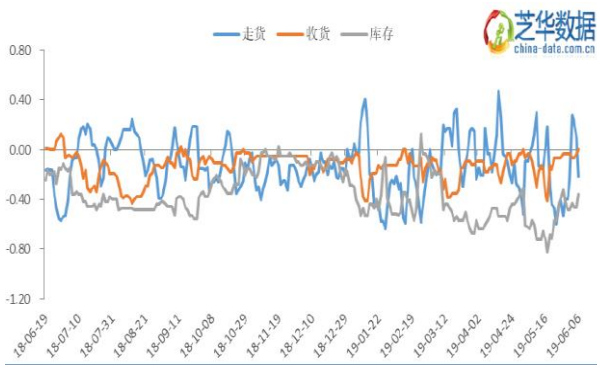
图 11: 蛋鸡鸡龄结构 (二)



数据来源：芝华数据，兴证期货研发部

图 12：鸡蛋贸易形势

图 13：新增在产蛋鸡预测（单位：万只）



数据来源：芝华数据，兴证期货研发部

## 2.2 鸡龄结构逐渐年轻化，蛋价将面临长期的压力

今年上半年鸡蛋价格在淡季中持续上涨，山东德州现货价格最高涨至 4.2 元/斤，蛋鸡养殖利润创下历史同期的新高。养殖利润较高促使养殖户积极补栏，4，5 月份单月补栏量破亿，创下历史新高。上半年后备鸡存栏量同比、环比均显著增加，这部分小鸡将给未来的蛋价带来明显压力。鸡龄结构的年轻化带给蛋价的压力将是长期的，年底前后鸡蛋价格可能会明显走弱。

我国蛋鸡的鸡龄结构占比具有较为明显的波动区间，主力蛋鸡占比的波动区间在 60%~74%，小鸡占比的区间在 16%~28%，老鸡占比的区间在 6%~15%。

从鸡龄结构与鸡蛋价格的关系来看，主力蛋鸡的低点一般对应这鸡蛋价格的中长期高点。2014 年以来主力蛋鸡占比出现过三次低点，分别是 2014 年 8 月、2016 年 8 月和 2018 年 1 月。2014 年发生了比较严重的禽流感，主力蛋鸡占比从前期的 70% 下降到 60% 左右。二季度之后禽流感逐渐消退，随着老鸡逐渐被淘汰，主力蛋鸡占比和小鸡占比都呈现出上升趋势。特别是主力蛋鸡占比出现了拐点，在这之后进入了持续的上升期。这表明鸡群逐渐年轻化，之前补栏的小鸡逐渐进入了产蛋高峰期，供应端出现拐点。鸡蛋价格则从 5.2 元/斤的价格一路下跌。

2016 年 8 月主力蛋鸡占比回落到 60% 左右的区间下沿，但是由于 2016 年初养殖户大量补栏，到了 2016 年四季度，这批小鸡逐渐达到生产高峰，主力蛋鸡占比逐渐上升。另外 2016 年年底 2017 年初发生了非常严重的禽流感，供应压力叠加疫情使得蛋价大幅下跌创下历史低点。

从逻辑上看，当主力蛋鸡占比出现底部拐点的时候，表明后期进入生产高峰的鸡会越来越



多，年轻化的鸡群会使得未来一段时间内的供应逐步增加，从而抑制鸡蛋价格。

2017 年禽流感后主力蛋鸡占比逐渐下行，主要是因为禽流感期间补栏跌至冰点，同时蛋价较低使得养殖户不得不加大淘汰力度，主力蛋鸡占比逐渐下行。禽流感消退后，育雏鸡补栏量出现了爆发式的增长。进入到 2018 年之后，鸡龄结构呈现出二次探底的格局。2018 年 1 月，主力蛋鸡占比一度到达过 62.21%左右的低位，随后逐步上行，4 月份的时候回升到 67.21%。6 月份主力蛋鸡占比再次跌落至 60.73%附近，形成二次探底并逐步回升，2018 年年底主力蛋鸡占比达到 70%。但是进入到 2019 年之后，由于非洲猪瘟导致鸡蛋价格淡季上涨，养殖利润较高刺激养殖户补栏大量增加，主力蛋鸡占比再次跌落至 61%附近。4, 5 月份单月补栏破亿，养殖户的补栏情绪达到顶峰，我们预计主力蛋鸡占比的底部拐点已经出现，后期主力蛋鸡占比将继续上升，鸡群的年龄结构将逐渐年轻化，这将增加鸡蛋的供应压力，从而对鸡蛋价格形成压制。

图 14：我国蛋鸡的鸡龄结构

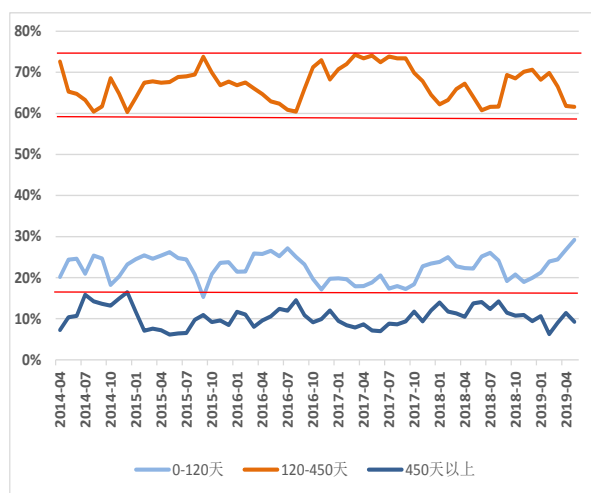
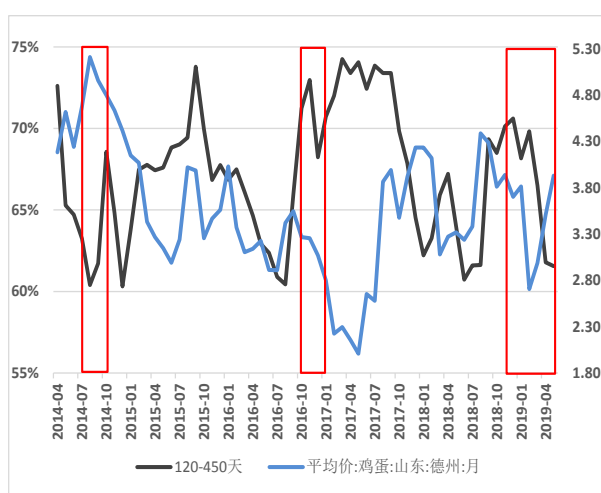


图 15：主力蛋鸡占比与山东德州现货价格



数据来源：芝华数据，兴证期货研发部

### 2.3 养殖利润创淡季新高，下半年或回落

春节前后鸡蛋价格跌幅较大，但随后鸡蛋价格在淡季持续上涨，今年上半年蛋鸡养殖利润创下历史同期新高，虽然端午前后养殖利润回落，但目前依然处于历史同期较高水平。养殖利润较高刺激养殖户积极补栏，今年 4, 5 月份单月雏鸡补栏量破亿，蛋鸡苗价格持续上涨，创下 3.7 元/羽的历史新高，养殖户的补栏可以用疯狂来形容。虽然下半年补栏可能会出现季节性回落，但是中秋行情即将来临，鸡蛋现货价格可能还会出现一波上涨。在鸡蛋价格继续上涨的同时，养殖利润可能会继续维持在高位甚至创下新高。在这种情况下，预计补栏量可能会继续维持高位。补栏量持续增加会给后期的供应带来压力，上半年后备鸡占比逐步上升，这部分的供应压力将在下半年集中释放。供应压力持续增加叠加需求淡季，预计下半年的养殖利润同比将出现回落。

从周期的角度来看，我们认为养殖利润可能有一个两年半左右的周期。2013 年蛋鸡养殖利润达到相对低点，2014 年禽流感后，随着蛋价报复性反弹，养殖利润迅速增加至历史高点。在排除掉季节性之后，我们发现 2015, 2016 和 2017 年上半年的养殖利润基本呈现出震荡走低的格局，时间跨度为两年半左右。2017 年下半年禽流感消除后，蛋鸡养殖利润迅速回升。虽然 2018

年一季度，由于蛋价跳水，养殖利润回落，但7月份之后利润迅速爬升至历史高位，2018年整体养殖利润处于一个较高的水平。2019年上半年养殖利润创下同期新高。从2017年下半年至2019年，时间刚好也是两年半。因此我们预计，今年年底前后蛋鸡的养殖利润可能会有一个牛市周期转向熊市周期。

图 16: 蛋鸡养殖实际利润

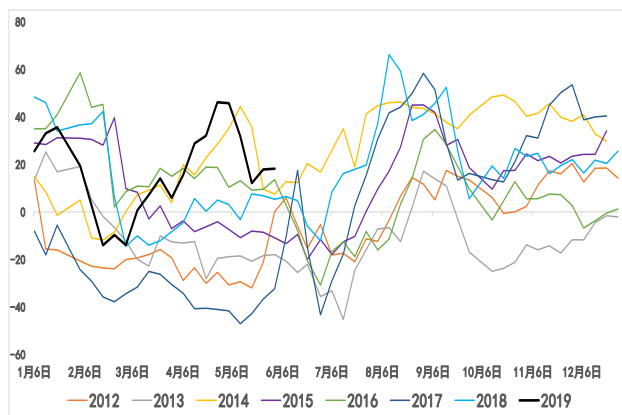
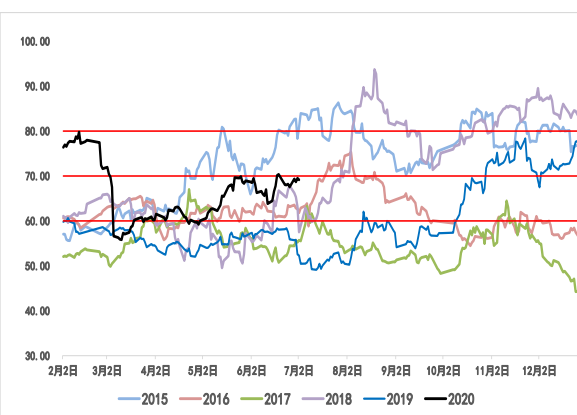


图 17: 盘面利润 (1月合约) (元/羽)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 18: 盘面利润 (5月合约) (元/羽)

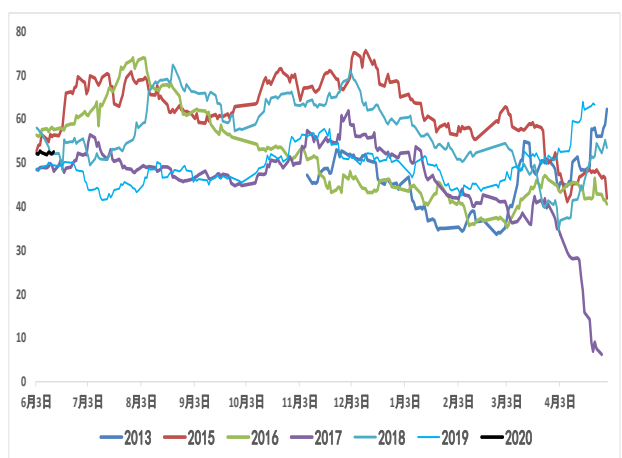
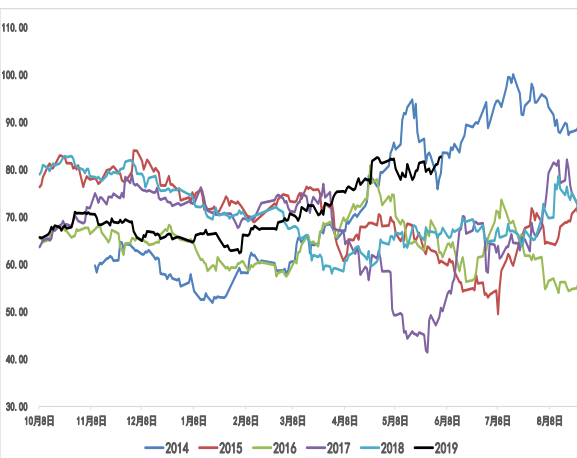


图 19: 盘面利润 (9月合约) (元/羽)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.4 非洲猪瘟导致猪肉供给出现缺口，禽肉、鸡蛋替代需求增加

由于非洲猪瘟的影响，上半年猪肉价格在淡季中上涨，生猪价格从1月底的10.8元/公斤最高上涨至16元/公斤，涨幅达48%。市场预期国内生猪供应将出现缺口，这个缺口可能需要其他蛋白来源如禽肉、鸡蛋来补充，上半年白羽肉鸡和鸡蛋价格都在淡季中逆季节上涨。白羽肉鸡价格从年后最低点7.86元/公斤，最高上涨至10.85元/公斤；鸡蛋价格从2.6元/斤上涨至4.25元/斤，白羽肉鸡和鸡蛋价格都创下了历史同期的新高。

市场预期下半年猪肉价格大概率继续上涨，因此从短期看，鸡肉鸡蛋的替代需求可能继续对现货价格有所支撑。从中长期看，猪瘟疫情继续大规模爆发的可能性不是很大，疫情可能会逐步得到控制，下游对猪肉的消费可能会逐渐转向理性，因此目前鸡蛋的替代性需求可能会有

所回落。猪瘟疫情刚出现的时候，下游对鸡肉、鸡蛋的替代性需求可能会快速增加。但随着时间的推移，替代性需求可能会逐渐被稀释，因此即使猪价继续上涨恐怕也很难刺激鸡蛋的替代需求在目前的基础上继续增加，鸡蛋需求大概率回归到往年的水平。

### 3. 总结

上半年鸡蛋价格走势较强，春节后山东现货从 2.6 元/斤的低点一路上涨至 4.25 元/斤，涨幅创近年来的新高，主要原因可能是非洲猪瘟导致猪肉供给出现缺口，带动了禽肉、鸡蛋价格上涨。上半年随着鸡蛋价格持续上涨，蛋鸡养殖利润也创下同期新高。养殖利润较高刺激养殖户积极补栏，鸡苗价格创下历史新高，4，5 月份单月补栏量破亿，养殖户补栏的疯狂程度可见一斑。上半年后备鸡存栏量同比、环比均显著增加，这部分小鸡将给未来的蛋价带来明显压力，鸡龄结构的年轻化带给蛋价的压力将是长期的。

随着养殖户的补栏情绪达到顶峰，我们预计主力蛋鸡占比的底部拐点已经出现，后期主力蛋鸡占比将继续上升，鸡群的年龄结构将逐渐年轻化，这将增加鸡蛋的供应压力，从而对鸡蛋价格形成压制。需求方面，虽然非洲猪瘟导致对禽肉、鸡蛋的需求增加，但是我们认为影响是偏短期的。后期非洲猪瘟对鸡蛋需求的影响可能会逐渐稀释，鸡蛋需求可能会回归到正常的水平。

总的来看，从短期看，鸡蛋期现价格可能会在中秋行情中再次迎来一波上涨，但是从长期看，由于供应端压力逐渐显现，中秋行情过后鸡蛋价格可能会明显走弱。



## 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。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。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

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。