

养殖板块分析框架

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

本文旨在分析生猪养殖板块绝对收益及超额收益的驱动逻辑。

摘要：

养殖板块特征：行业利润集中在养殖和销售环节，其中生猪养殖的消费量和市值占比最大。猪肉股股价超额由业绩驱动，并与生猪价格一起呈现周期性波动。由于消费需求刚性、周期性明确，行业防御性强，适合在大盘下行、风险偏好下降时避险配置。

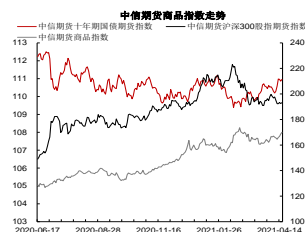
生猪养殖的驱动逻辑：业绩围绕生猪量价博弈，由供给端主导，核心驱动力是养殖利润。由于市场对存栏等数据的统计样本质量存疑，因此我们试图从量价上寻找有效指标。通过回溯历史数据，并和超额收益底部做时间上领先滞后对比，我们发现：1) 利润、猪价、CPI猪肉分项、能繁母猪存栏环比和原料成本对股价有领先的指引价值，且变化趋势和量级的重要性大于绝对数值；2) 猪价上涨需经扩产和资本开支向现金流传导，因此现金流净额等财报指标是滞后确认，无需过度关注；3) 资金面、产业面中观数据对拐点预判有指引效果，如期货价格、公募基金重仓比例、母猪结构、出栏特点和库容比。

生猪养殖景气度编制：以生猪价格、能繁存栏环比变化（后移9个月）、玉米现货价格构建景气度指标，并选取2015年1月起的数据，绝对收益择时策略年化收益率为5.5%，相对收益择时策略年化收益率为10.8%，增厚效果可达3.1%，指标可准确指引在指数下跌期空仓避险。参考指标显示，自2022年3月起景气度已连续4个月上行。

风险因素：1) 行业驱动逻辑变化

跟踪信号	指标	关联性	领先/同步/滞后	与超额相关系数	更新频率
利润	养殖利润	养殖利润上行，景气度上行	领先	0.64	周度
价	生猪价格	猪价上涨，景气度上行	领先	0.71	周度
价	CPI猪肉分项	CPI上行，价格上涨	领先	0.24	月度
量	生猪出栏量	出栏量同比下降，猪价上涨	同步，披露期滞后	-0.41	季度
量	能繁母猪存栏	能繁母猪存栏环比增速降到0，利润底部拐点	同步	-0.81	月度
价	原料成本	玉米涨价，猪价上行；豆粕涨价，猪价下行	领先	0.06 -0.27	日度
价	猪粮比价	变动趋势和猪价一致	同步	0.71	周度
资金面	期货价格	变动趋势和猪价一致	同步略领先	0.40	日度
资金面	基金重仓	猪价拐点出现后，资金追涨杀跌	领先，披露期滞后	0.64	季度
资金面	现金流净额	变动趋势和猪价一致，底部融资多	滞后	0.56	季度
辅助	三元母猪占比	三元母猪存栏顶部确认猪价拐点	滞后		月度
辅助	淘汰母猪价格	变动趋势和猪价一致	同步		周度
辅助	淘汰胎龄	猪价下跌，淘汰胎龄缩短	滞后		月度
辅助	出栏日龄、均重	猪价下跌，日龄和均重下降	下跌时同步，上涨时滞后		月度
辅助	库容比	猪价下行，库容比上升	同步		周度

重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。



权益策略团队

研究员：
姜沁
021-60812986
jiangqin@citicsf.com
从业资格号 F3005640
投资咨询号 Z0012407

康遵禹
010-58135949
kangzunyu@citicsf.com
从业资格号 F03090802
投资咨询号 Z0016853

目 录

摘要:	1
一、养殖行业特征	4
二、行业驱动逻辑	6
三、景气度编制及择时	17
免责声明	19

图目录

图表 1: 养殖行业产业链	4
图表 2: 养殖行业利润分布	4
图表 3: 2020 年全国居民禽肉类消费结构	4
图表 4: 农产品（长江）一级行业市值占比	4
图表 5: 行业超额收益与营收同比	5
图表 6: 行业超额收益与生猪价格	5
图表 7: 猪周期	5
图表 8: 历史猪周期时长	5
图表 9: 行业超额与中证 800	6
图表 10: 放大 2021 年 9 月-2022 年 6 月	6
图表 11: Top10 猪企平均毛利率与养殖利润	6
图表 12: Top10 猪企合计营收同比与养殖利润	6
图表 13: 牧原股份生猪销售收入增速与自繁自养养殖利润	7
图表 14: 温氏股份生猪销售收入增速与外购仔猪养殖利润	7
图表 15: Top10 猪企合计营收与猪价	7
图表 16: Top10 猪企合计营收同比与猪价	7
图表 17: Top10 猪企合计营收同比与 CPI 猪肉分项同比	8
图表 18: 行业超额与 CPI 猪肉分项同比	8
图表 19: 居民人均猪肉消费量	8
图表 20: 生猪价格与生猪出栏同比	8
图表 21: 生猪出栏同比与生猪存栏同比	9
图表 22: 生猪存栏与养殖利润	9
图表 23: 能繁母猪对应 10 个月后生猪出栏	9
图表 24: 能繁母猪环比变化（滞后 10 个月）与养殖利润	9
图表 25: 能繁母猪存栏结构	10
图表 26: 猪价与三元母猪存栏量	10
图表 27: 猪价和淘汰母猪价格	10
图表 28: 猪价和淘汰胎龄	10
图表 29: 猪价与出栏日龄	11
图表 30: 养殖利润与出栏日龄	11

图表 31:	猪价与出栏均重	11
图表 32:	猪价与温氏股份商品猪销售均重	11
图表 33:	猪价和库容比	12
图表 34:	养殖利润和库容比	12
图表 35:	饲料费占生猪养殖完全成本的比例	12
图表 36:	猪价和玉米现货价	12
图表 37:	猪价和豆粕现货价	13
图表 38:	养殖利润与猪粮比价	13
图表 39:	猪周期内猪企资产负债表特征	13
图表 40:	猪价与资本开支增速	13
图表 41:	猪价与经营现金流增速	14
图表 42:	猪价与固定资产增速	14
图表 43:	生猪期货和现货价格走势	14
图表 44:	猪价现货和期货见底时间	14
图表 45:	行业超额与期货主力合约收盘价	15
图表 46:	期货主力合约收盘价与养殖利润	15
图表 47:	猪价与基金重仓市值比例	15
图表 48:	猪价与重仓总市值	15
图表 49:	行业超额与基金重仓市值比例	16
图表 50:	行业超额与重仓总市值	16
图表 51:	行业超额与总现金流净额	16
图表 52:	猪价与总现金流净额	16
图表 53:	头部猪企在周期底部的融资情况	16
图表 54:	有效驱动因子总结	17
图表 55:	生猪养殖拟合景气度与营收增速	18
图表 56:	生猪养殖拟合景气度与超额收益	18
图表 57:	生猪养殖景气度择时	18
图表 58:	生猪养殖景气度超额择时	18

一、养殖行业特征

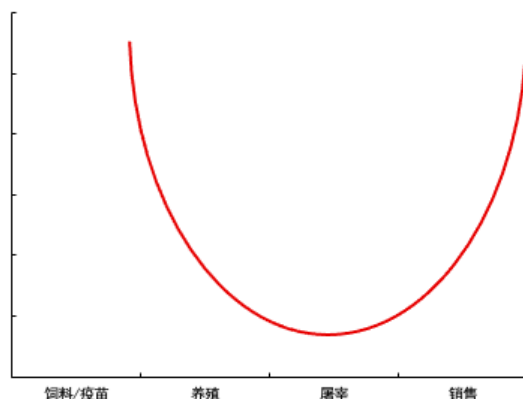
(一) 最大权重是生猪养殖

养殖产业链分为饲料/疫苗-养殖-屠宰-销售，行业价值链呈“U”型分布，利润集中在产业链两端，其中上游的养殖对行业波动影响最大。从居民肉类消费结构和上市公司市值看，生猪养殖占比最大。

图表 1： 养殖行业产业链



图表 2： 养殖行业利润分布

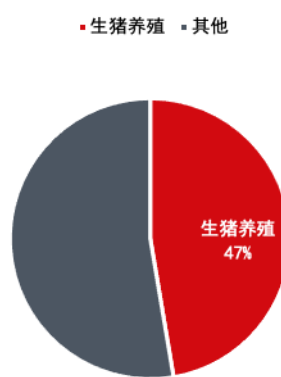
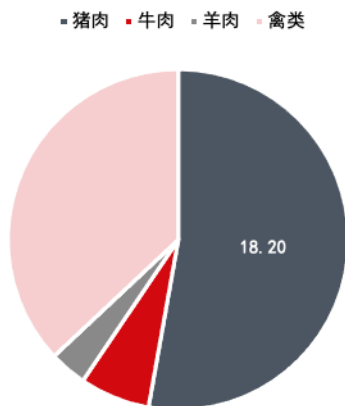


资料来源：中信期货研究所

资料来源：中信期货研究所

图表 3： 2020 年全国居民禽肉类消费结构

图表 4： 农产品（长江）一级行业市值占比



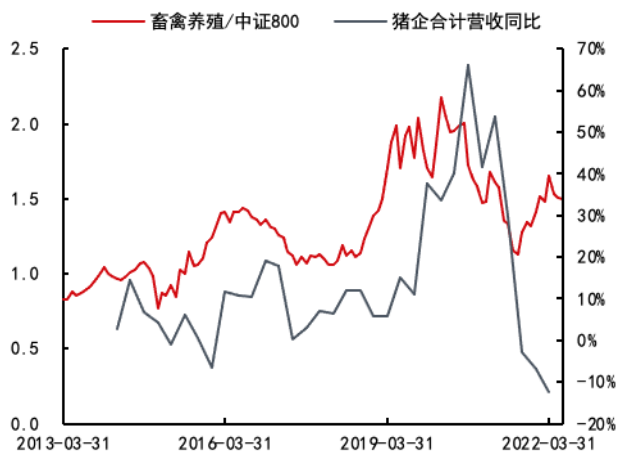
资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

(二) 股价和超额由业绩驱动

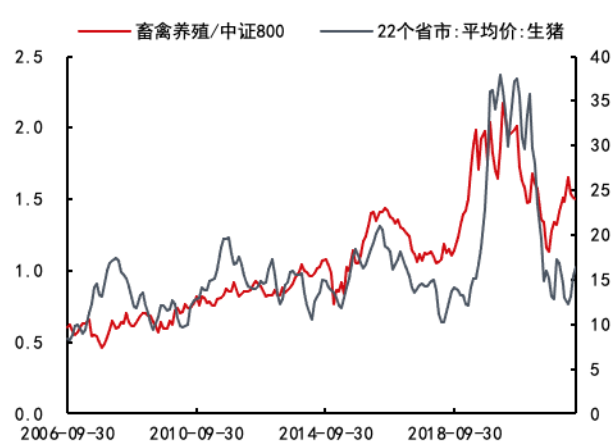
生猪养殖股的股价超额和公司营收高度联动，并与生猪价格一起呈现周期性波动。猪周期平均 3-5 年一轮，表象为生猪和猪肉价格的涨跌，实质为生猪产能的去化与扩张。过去 7 轮猪周期的总长度不断延长，主要因下行时长的中枢抬升。2018 年以来大量资金进入行业，规模化养殖存栏量扩大，加杠杆扩张易，去产能难，导致上涨节奏快，下跌持续久。

图表 5： 行业超额收益与营收同比



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 6： 行业超额收益与生猪价格



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 7： 猪周期



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 8： 历史猪周期时长

周期	周期长度（月）	上行时间	下行时间
1993-1996	35.7	20.3	16.0
1996-1999	36.5	17.3	19.8
1999-2002	36.6	14.7	21.9
2002-2006	47.8	28.1	19.7
2006-2010	47.1	20.5	26.6
2010-2014	47.4	15.6	31.7
2014-2018	58.3	25.9	32.4
2018-		23.6	

资料来源：中信期货研究所

(三) 强防御性

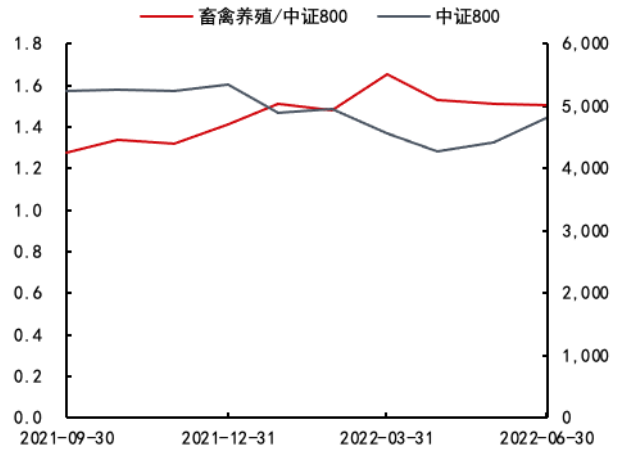
猪肉消费需求相对刚性，受经济周期波动影响较小，表现在股价上是超额与大盘和风险偏好走势相反。由于猪周期趋势的高确定性，在猪价底部确立后，资金会“抢跑”流入，以博取确定性收益。当大盘下行、风险偏好下降时，该趋势尤为突出，推动行业超额逆市上涨。最典型的是 2021 年 9 月后的一段行情：自 2005 年至今，行业超额与中证 800 的相关系数为 0.58；而 2021 年 9 月 13 日行业超额前低反弹以来，该相关系数为-0.78。

图表 9：行业超额与中证 800



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 10：放大 2021 年 9 月-2022 年 6 月



资料来源：Wind 中信期货研究所

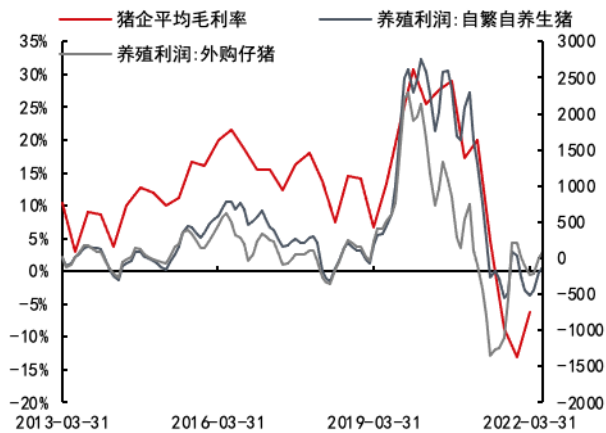
二、行业驱动逻辑

鉴于市场对行业特征的研究比较充分，我们重点讨论生猪养殖板块业绩和股价的驱动逻辑。市场对存栏等数据的统计样本质量存疑，因此我们试图从量价上寻找有效的辅助指标，且关注趋势大于绝对数值，以判断猪价的拐点，准确定位所处的猪周期位置，捕捉超额机会。

（一）核心因素：养殖利润驱动量价周期性波动

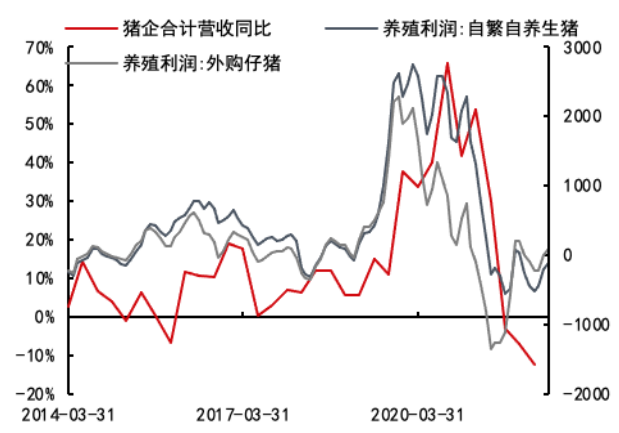
当养殖利润转正时，猪企毛利率上行，加大出栏以获取利润最大化，带动营收同比增长。受报告期和决策的时滞影响，养殖利润指标领先营收增速 3-11 个月见顶/底，而行业超额滞后时间稍短，晚于利润 1-5 个月见顶，显示资本市场反应预期变化的速度比产业调整快。分养殖模式看，自繁自养利润与该模式代表性猪企的业绩增速及股价超额联动性强于外购仔猪模式，因前者的上市公司少、业务更单一集中，而外购仔猪类猪企数量多，股价还受到饲料等其他多样化业务的干扰。

图表 11：Top10 猪企平均毛利率与养殖利润



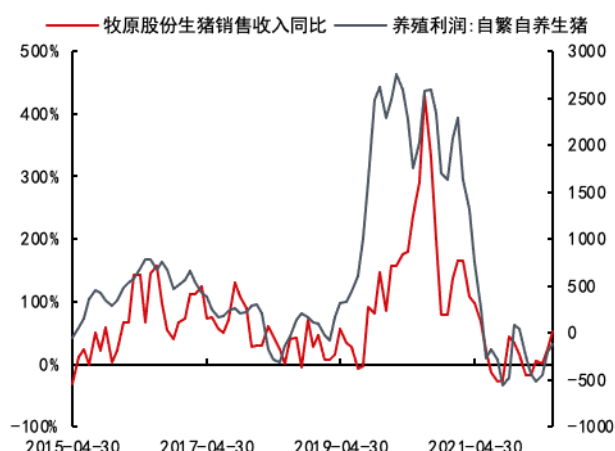
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 12：Top10 猪企合计营收同比与养殖利润



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 13: 牧原股份生猪销售收入增速与自繁自养养殖利润



资料来源: 公司公告 Wind 中信期货研究所

图表 14: 温氏股份生猪销售收入增速与外购仔猪养殖利润

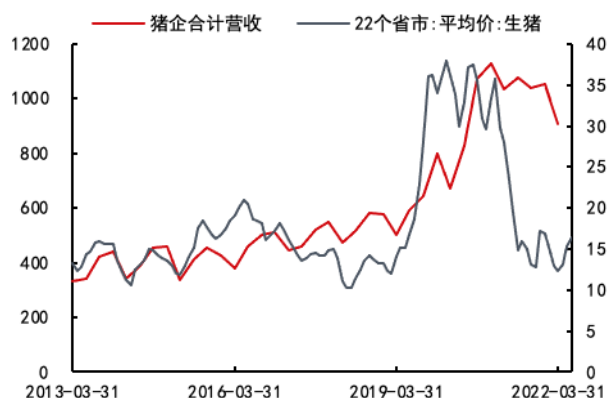


资料来源: 公司公告 Wind 中信期货研究所

(二) 直接因素: 猪价和 CPI 同步驱动

拆分养殖利润, 价格端生猪价格同步影响猪企营收, 基本同向波动, 猪价周期底部和营收增速底部吻合或领先 1 个月, 顶部猪价领先营收 7-14 个月。原因是: 1) 季报披露时间滞后; 2) 周期顶部企业加大销售, 该趋势会延伸到猪价筑顶和下跌初期; 3) 2016 年-2019 年猪价和收入走势背离, 因行业加杠杆, 出栏规模持续扩大, 抵消价格下降的影响。

图表 15: Top10 猪企合计营收与猪价



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表 16: Top10 猪企合计营收同比与猪价



资料来源: Wind 中信期货研究所

猪价的相对升降也影响 CPI。高猪价增加企业营收, 同时刺激供应量增长, 带动量价提升。受披露频率影响, CPI 同比指标领先营收 2-7 个月见顶/底。高价和高营收支撑下, 行业超额增长和 CPI 上行期基本吻合, 2015 年后同步趋势显著, 得益于 2015 年后上市猪企出栏量提升, 行业集中度年均提高 2 个百分点, 上市企业业绩影响加强。

图表 17: Top10 猪企合计营收同比与 CPI 猪肉分项同比



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表 18: 行业超额与 CPI 猪肉分项同比

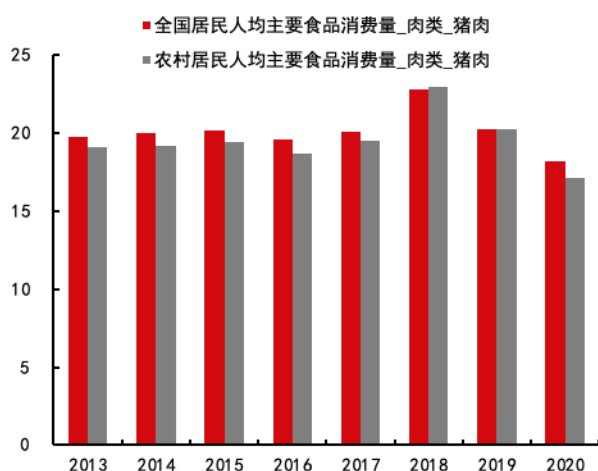


资料来源: Wind 中信期货研究所

(三) 直接因素: 供应量驱动价格, 顺产业链传导

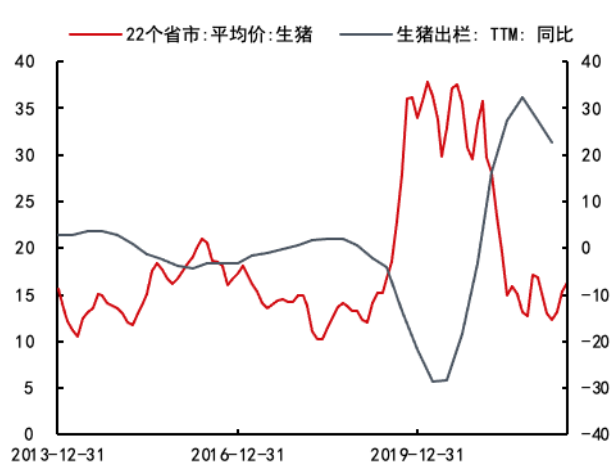
量的方面, 周期性波动表现在供给端而非需求端, 因猪肉是刚需消费肉类, 终端需求分散且相对稳定, 2019、2020 年消费量减少分别受到高猪价的挤出效应和新冠疫情的影响。由此生猪出栏直接决定猪价, 并和行业超额反向, 出栏量低点一般对应猪价和超额高点, 同步性较强。正常年份里, 出栏量同比下降预示着供给收缩、供不应求和涨价的可能, 预示业绩拐点。

图表 19: 居民人均猪肉消费量



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表 20: 生猪价格与生猪出栏同比



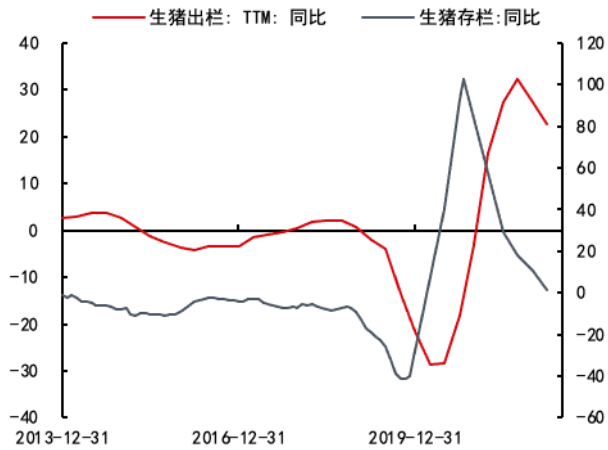
资料来源: Wind 中信期货研究所

顺产业链向上游可以预判价格。生猪存栏决定行业未来的出栏预期和节奏, 存栏和出栏的变动方向一致, 但存栏非直接供应量, 所以对价格的影响有限。当存栏同比增速接近 0 时, 通常为出栏同比增速的领先拐点。

周期内生猪的供给量与行业预期最终由产业链开端的能繁母猪量决定。按生长周期, 能繁母猪存栏对应 10 个月后生猪出栏。将能繁母猪存栏环比数据后移 10 个月后, 和生猪出栏趋势大体一致, 2018 年 6 月以来该趋势更加凸显。能繁母猪存栏环比增

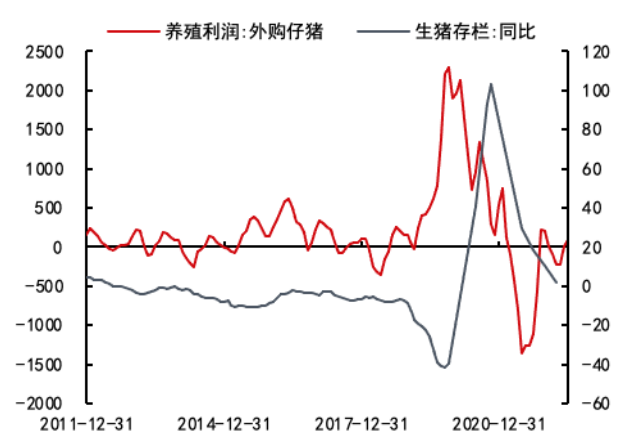
速下降到 0 时，意味着 10 个月后生猪出栏供给量减少，和养殖利润底部拐点同步。

图表 21：生猪出栏同比与生猪存栏同比



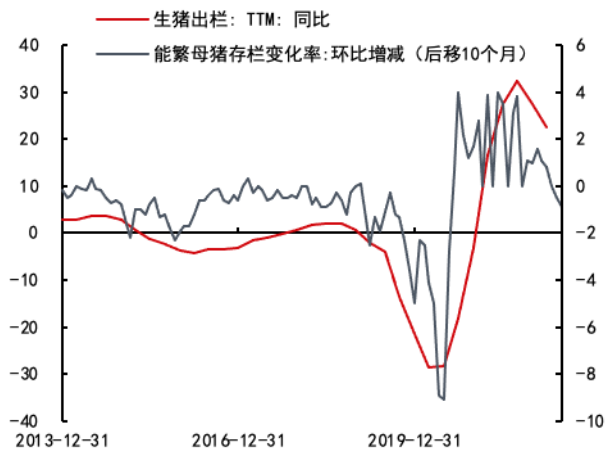
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 22：生猪存栏与养殖利润



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 23：能繁母猪对应 10 个月后生猪出栏



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 24：能繁母猪环比变化（滞后 10 个月）与养殖利润



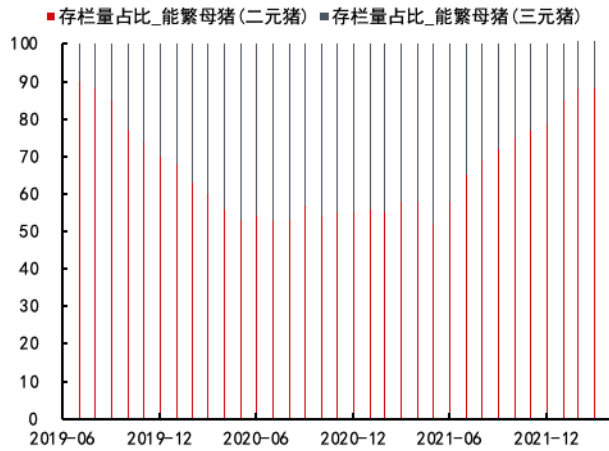
资料来源：Wind 中信期货研究所

(四) 辅助指标：把握一轮周期内的供给节奏

A. 能繁母猪结构：三元占比右侧确认

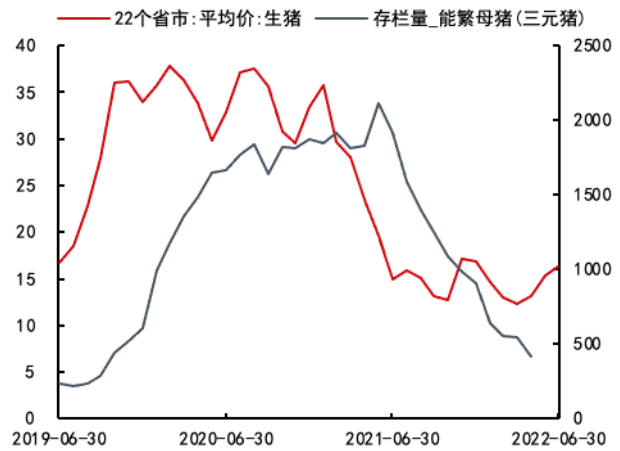
三元母猪存栏顶部可右侧确认猪价拐点，因三元母猪的配种成活率、胎龄、PSY 等性能较传统的二元母猪差，猪价上涨时三元生猪转母猪以增加生猪出栏，但下跌时优先淘汰，降低不必要的供应量，且提高存栏母猪的生产效率。

图表 25：能繁母猪存栏结构



资料来源：涌益资讯 中信期货研究所

图表 26：猪价与三元母猪存栏量

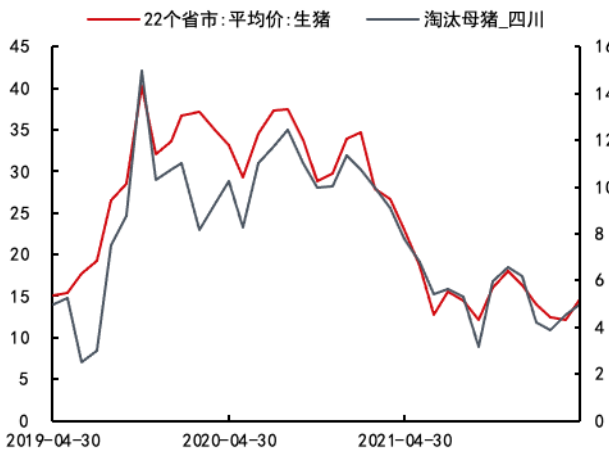


资料来源：Wind 涌益资讯 中信期货研究所

B. 淘汰母猪：同步判断

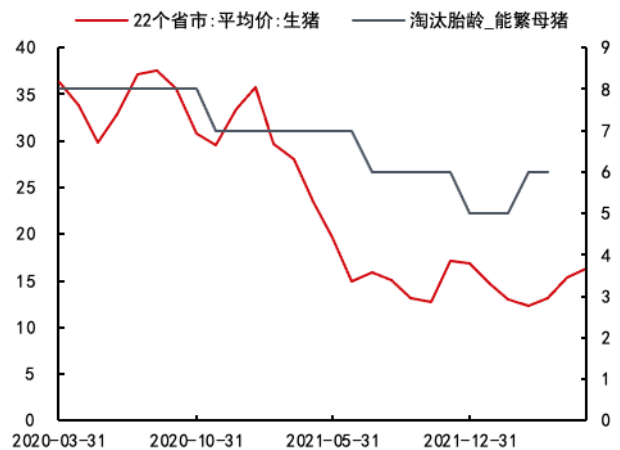
淘汰的母猪售价低于生猪价格，但变动趋势基本一致。随着猪价下跌，淘汰胎龄也随之下降，胎龄底部可预示猪价拐点。胎龄下降原因有二：1) 在达到最高生育胎龄前，提前淘汰母猪，节约母猪料和出栏数量导致的亏损；2) 二元母猪最高胎龄 8 胎，而三元母猪最高仅 3 胎，淘汰更多三元母猪会降低平均胎龄。最终结果都是减少生猪供应，托底涨价。

图表 27：猪价和淘汰母猪价格



资料来源：Wind 涌益资讯 中信期货研究所

图表 28：猪价和淘汰胎龄



资料来源：Wind 涌益资讯 中信期货研究所

C. 出栏特征：出栏日龄、出栏均重、销售均重

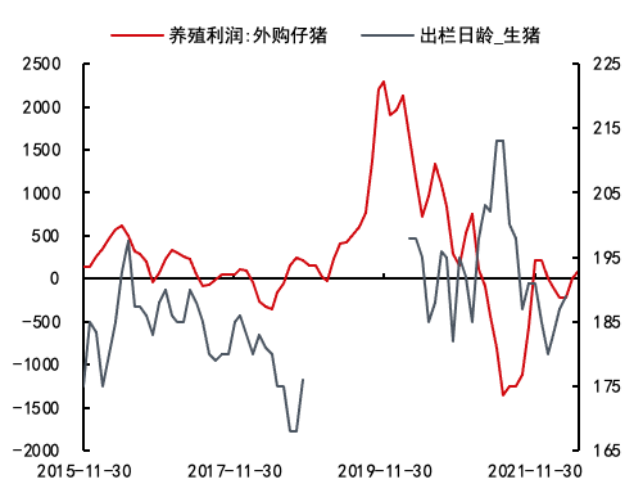
猪价下跌期，猪企会提前出栏以减少亏损，表现为出栏日龄缩小且平均体重下降。当养殖利润跌入 0 以下，出栏日龄会快速减小，日龄底部可以右侧确认猪价和利润拐点。猪价高位震荡和下跌初期，出栏日龄反而会缓慢增长，平均体重上升，因猪企线性外推未来猪价上涨，压栏惜售，使得日龄和体重的高点都滞后于猪价高点。猪企的销售均重变化会更显著，增重随猪价上涨，但减重的弹性更大。

图表 29：猪价与出栏日龄



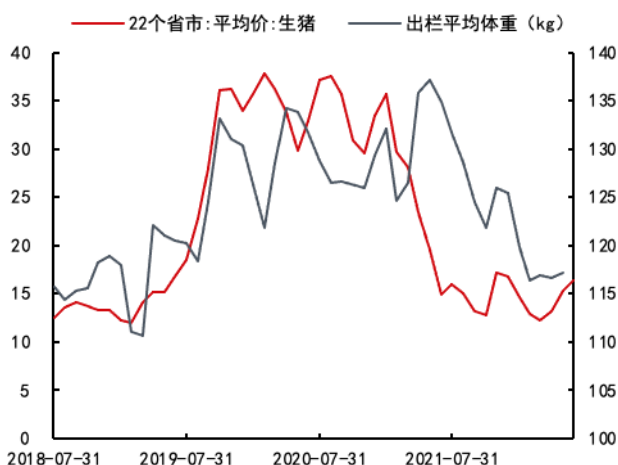
资料来源：Wind 涌益资讯 中信期货研究所

图表 30：养殖利润与出栏日龄



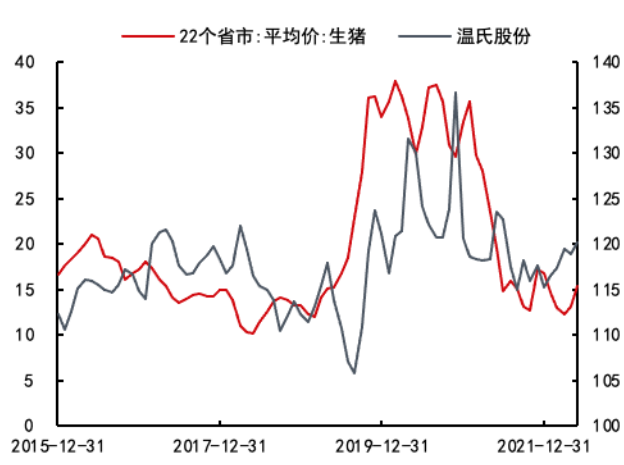
资料来源：Wind 涌益资讯 中信期货研究所

图表 31：猪价与出栏均重



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 32：猪价与温氏股份商品猪销售均重

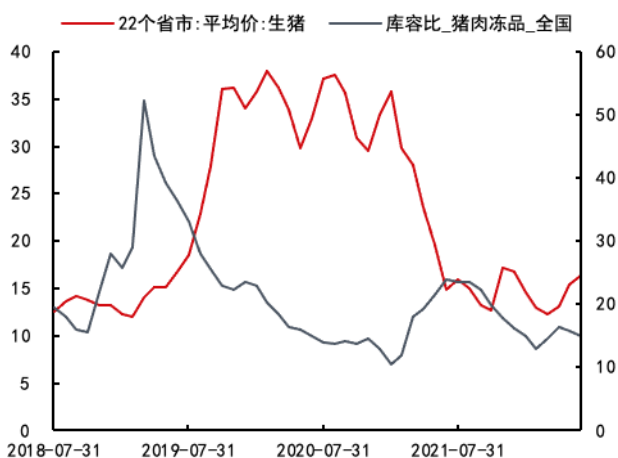


资料来源：Wind 公司公告 中信期货研究所

D. 库容比

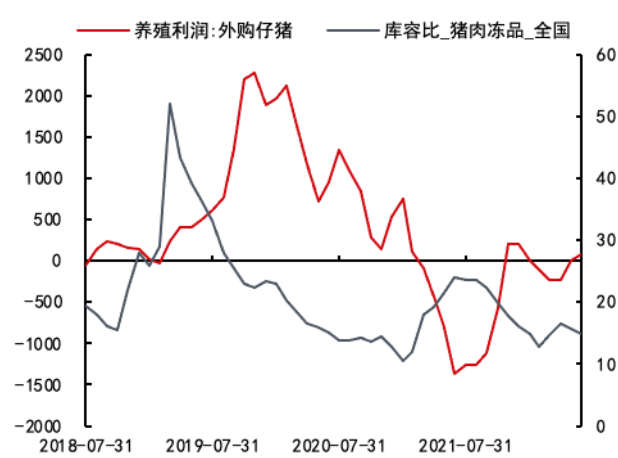
库容比反映屠宰端的潜在需求。终端消费者分散的情况下，屠宰端是生猪养殖的直接需求方，兼有需求和供给的特点：1) 屠宰端数量也分散，议价权弱，被动接受生猪价格，高价推高屠宰成本，抑制开工；2) 生猪不直接面向终端销售，屠宰作为行业中游加工，屠宰量相当于终端猪肉供应量。猪价和养殖利润下行，屠宰端成本下降，会积极储备冻肉，推高库容比，而高价会抑制储肉积极性，因此库容比高点可判断猪价拐点。

图表 33：猪价和库容比



资料来源：Wind 涌益资讯 中信期货研究所

图表 34：养殖利润和库容比

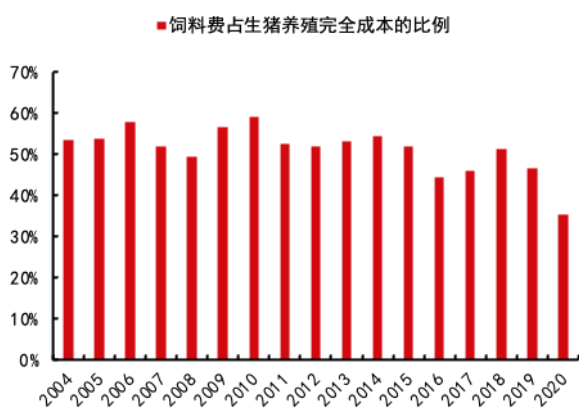


资料来源：Wind 涌益资讯 中信期货研究所

(五) 成本端：原料影响绝对和相对成本

猪饲料占生猪养殖完全成本的 40-50%，以玉米和豆粕为主。玉米现货涨价最长滞后 15 个月传导到猪价上涨，价格顶部同步性好，而豆粕价格底部反向预示猪价顶部拐点。因饲料中 40%-70%是玉米，玉米涨价推高成本，自然向猪价传导，而豆粕占 10%-20%，涨价边际压制利润空间，向价格传导不畅。另外，原料相对于猪价的比价对利润和营收的同步指引效果更好。

图表 35：饲料费占生猪养殖完全成本的比例



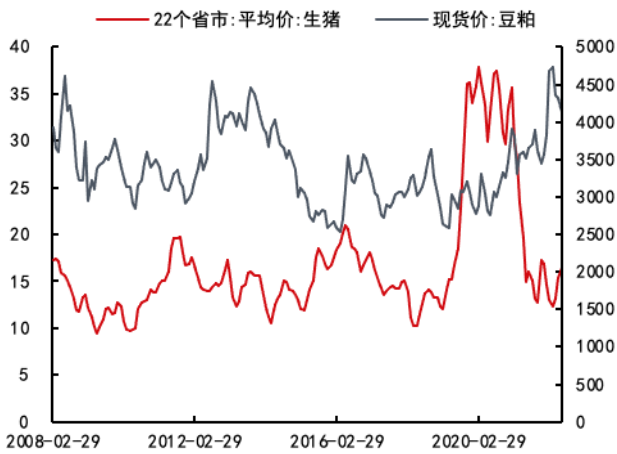
资料来源：《农产品成本收益汇编》 中信期货研究所

图表 36：猪价和玉米现货价



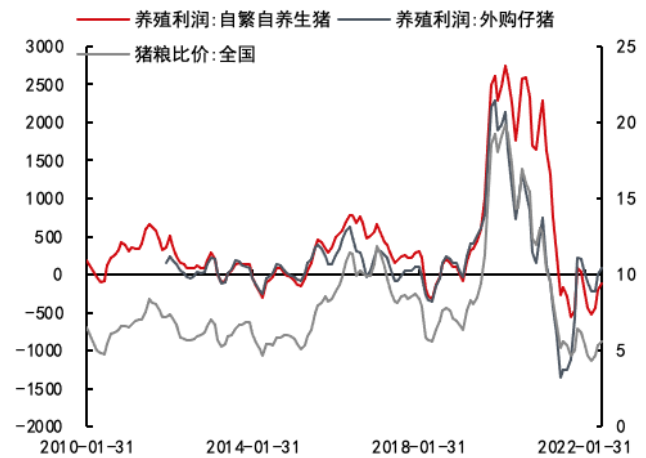
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 37：猪价和豆粕现货价



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 38：养殖利润与猪粮比价



资料来源：Wind 中信期货研究所

(六) 财务指标

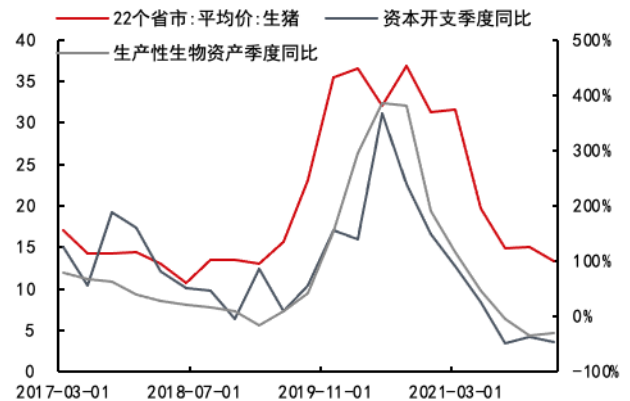
财务维度，关注价格向现金流和资产的传导：1) 猪价确立上涨，猪企同步增加资本开支，优先购买仔猪和母猪等生产性生物资产，增加出栏，推动业绩量价齐升；2) 猪价上涨持续，投资向长期转变，在建工程和固定资产投入同比加速，需要更多猪舍以扩产。顶部猪价和资本开支的同步性高，领先固定资产 4-5 个季度见顶。

图表 39：猪周期内猪企资产负债表特征

周期	存货占资产比	短债占负债比	应付账款占负债比	资产负债率
顶部	最低	最低	最高	低点
底部	最高	最高	最低	高点

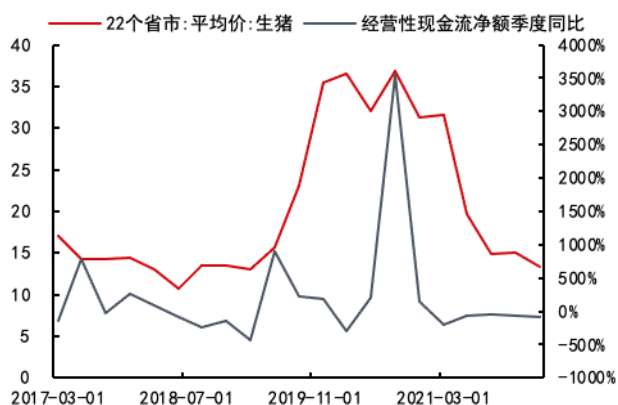
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 40：猪价与资本开支增速



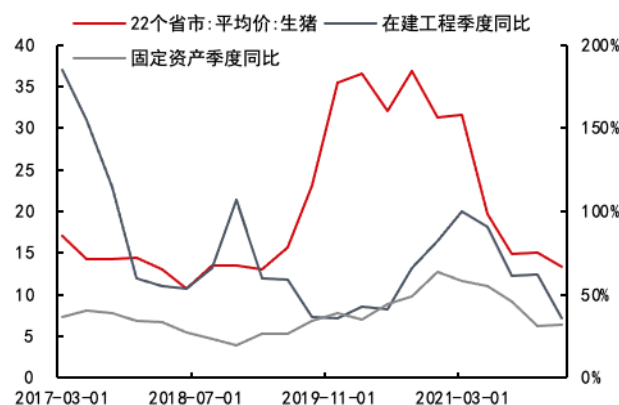
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 41：猪价与经营现金流增速



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 42：猪价与固定资产增速



资料来源：Wind 中信期货研究所

(七) 资金行为影响股价表现

A. 期现联动

2021 年 1 月生猪期货推出后，行业现货交易高度参考期货价格走势，2021 年 9 月前行业超额和生猪期货收盘价的相关度高达 0.95。受披露频率影响，期货比现货更早见底，可作为先行指标抢先收获超额。12 月后市场和产业产生分歧，产业方主张猪价“二次探底”，因存栏去化幅度小于历史同期，而市场面对高确定性的周期反转、养殖亏损拐头收窄，叠加大盘下跌期的避险需求，资金“抢跑”流入。

图表 43：生猪期货和现货价格走势



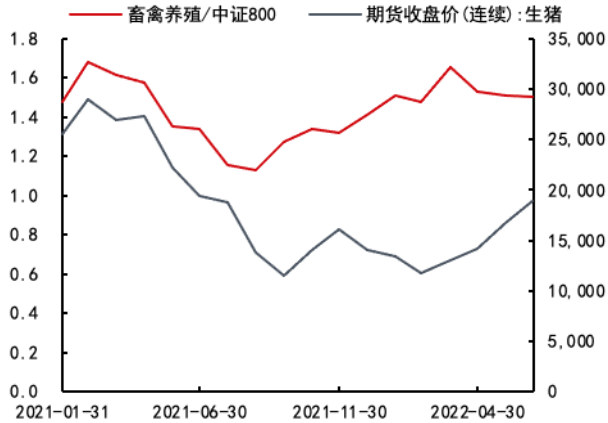
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 44：猪价现货和期货见底时间

底部时间	生猪现货	生猪期货
2021 年 6 月	25 日	21 日
2021 年 9 月	10 月 8 日	13-15 日

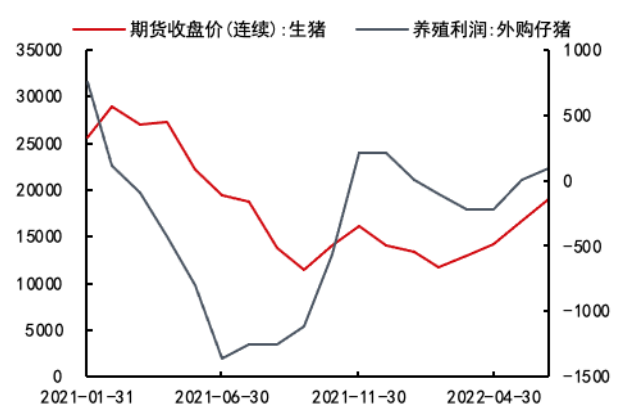
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 45：行业超额与期货主力合约收盘价



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 46：期货主力合约收盘价与养殖利润

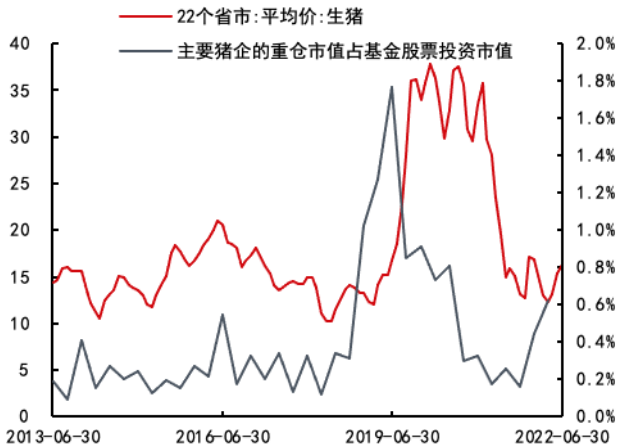


资料来源：Wind 中信期货研究所

B. 基金重仓“抢跑”

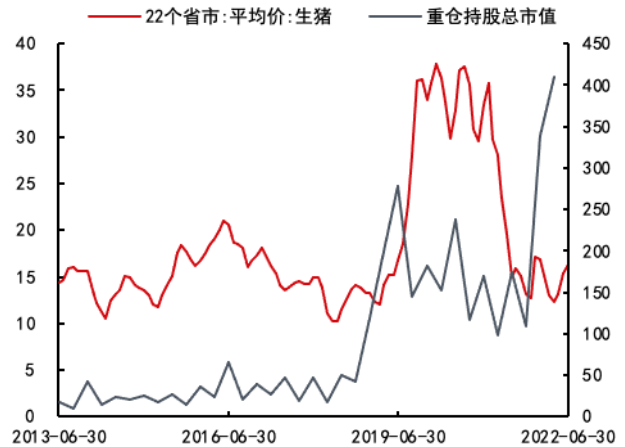
公募基金重仓配置生猪养殖股的总市值及比例和猪价方向趋同，当价格出现拐点，基金即“抢跑”进场，涨价持续又吸引资金追涨，右侧确认拐点，基金加仓和资金流入推动行业跑赢基准。重仓配置起点基本与超额的反转拐点一致，配置高点领先于超额顶点，短期追涨会透支未来涨幅，一旦猪价有下跌迹象，基金会“抢跑”离场并杀跌。本轮周期中，2021Q3 后重仓比例明显提高，且重仓股总市值提升幅度高于历史往期。

图表 47：猪价与基金重仓市值比例



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 48：猪价与重仓总市值



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 49：行业超额与基金重仓市值比例



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 50：行业超额与重仓总市值



资料来源：Wind 中信期货研究所

C. 行业融资

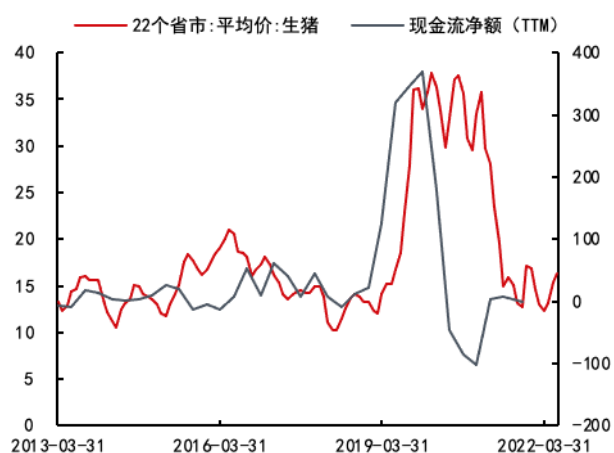
行业现金流净额与超额相关性较高，但因业务反应速度和报告期，现金流净额和猪价基本同步，但滞后超额顶/底 1-2 个季度。本轮上市猪企现金流亏损幅度较往期更大，因养殖利润亏损更大，但出栏量同比增长。头部猪企融资通常是周期底部信号，此时融资不是深度亏损后补充现金流，而是预期加杠杆并购和扩产，以在周期上行时扩大市占率。

图表 51：行业超额与总现金流净额



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 52：猪价与总现金流净额



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 53：头部猪企在周期底部的融资情况

日期	公司	融资类型	融资净额 (亿元)
2015 年 8 月 20 日	新希望	短期融资券	8
2016 年 9 月 21 日	新希望	中期票据	20
2017 年 1 月 23 日	新希望	可转债	4
2017 年 3 月	温氏股份	公司债	5
2017 年 6 月	温氏股份	公司债	20
2019 年 8 月	牧原股份	定向增发	49.77
2019 年 9 月 2 日	温氏股份	公司债	5
2019 年 10 月	牧原股份	短期融资券	5
2020 年 1 月-5 月	牧原股份	7 次融资	34

2020年3月-10月	新希望	3次融资	69.95
2020年6月	温氏股份	公司债	23
2020年8月	温氏股份	公司债	9
2020年10月22日	温氏股份	其他债券	39.99
2021年3月25日	温氏股份	可转债	92.22
2021年3月-10月	新希望	3次融资	111.33
2021年8月	牧原股份	可转债	95.29
2021年10月18日	牧原股份	定向增发	60

资料来源: Wind 中信期货研究所

图表 54: 有效驱动因子总结

跟踪信号	指标	关联性	领先/同步/滞后	与超额相关系数	更新频率
利润	养殖利润	养殖利润上行, 景气度上行	领先	0.64	周度
价	生猪价格	猪价上涨, 景气度上行	领先	0.71	周度
价	CPI 猪肉分项	CPI 上行, 价格上涨	领先	0.24	月度
量	生猪出栏量	出栏量同比下降, 猪价上涨	同步, 披露期滞后	-0.41	季度
量	能繁母猪存栏	能繁母猪存栏环比增速降到0, 利润底部拐点	同步	-0.81	月度
价	原料成本	玉米涨价, 猪价上行; 豆粕涨价, 猪价下行	领先	0.06 -0.27	日度
价	猪粮比价	变动趋势和猪价一致	同步	0.71	周度
资金面	期货价格	变动趋势和猪价一致	同步略领先	0.40	日度
资金面	基金重仓	猪价拐点出现后, 资金追涨杀跌	领先, 披露期滞后	0.64	季度
资金面	现金流净额	变动趋势和猪价一致, 底部融资多	滞后	0.56	季度
辅助	三元母猪占比	三元母猪存栏顶部确认猪价拐点	滞后		月度
辅助	淘汰母猪价格	变动趋势和猪价一致	同步		周度
辅助	淘汰胎龄	猪价下跌, 淘汰胎龄缩短	滞后		月度
辅助	出栏日龄、均重	猪价下跌, 日龄和均重下降	下跌时同步, 上涨时滞后		月度
辅助	库容比	猪价下行, 库容比上升	同步		周度

资料来源: 中信期货研究所

三、景气度编制及择时

根据驱动因子的相关性、领先同步性和披露频率, 我们选择三个指标构建生猪养殖景气度: 1) 22 个省市的生猪均价, 2) 能繁母猪存栏量的环比变化 (后移 9 个月), 因当月披露上月数据, 并考虑生猪成长期, 3) 玉米现货均价, 成本涨价传导顺畅。选取 2015 年 1 月起的数据, 以包含头部上市公司, 再计算三者滚动 24 个月的百分位, 按正负相关性求均值得到拟合景气度。下图显示, 数据与超额拟合度较好, 而行业营收增速受披露频率和资本开支投入的影响滞后确认景气度, 所以无需过度关注财报数据。另外, 2015 年 10 月-2016 年 7 月景气度与超额错位, 因价格接近周期顶部, 能繁存栏降幅快速收窄, 进入高分位数区间, 提前预判景气度下行。

图表 55：生猪养殖拟合景气度与营收增速



资料来源：Wind 中信期货研究所

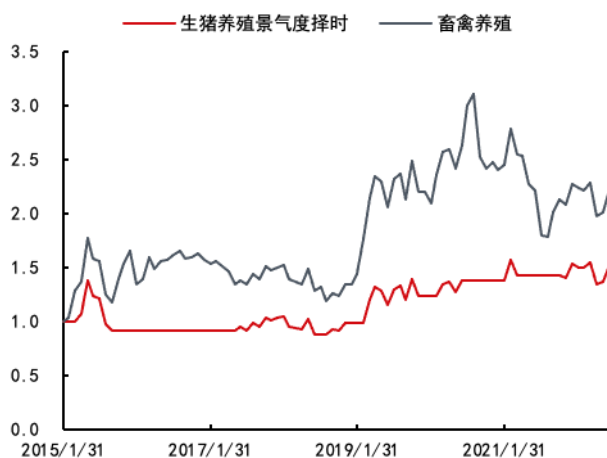
图表 56：生猪养殖拟合景气度与超额收益



资料来源：Wind 中信期货研究所

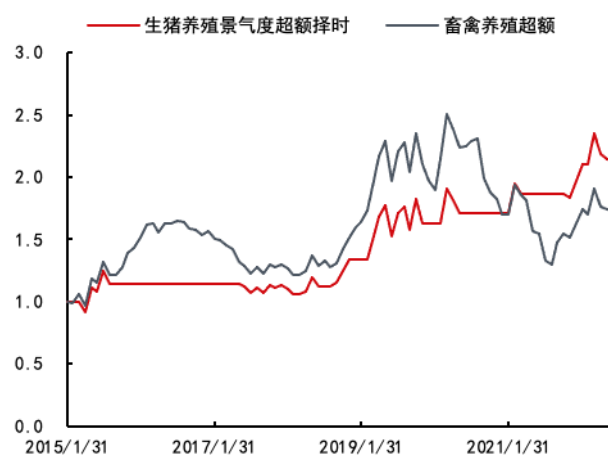
使用生猪养殖拟合景气度对板块绝对收益及超额收益进行择时，若景气度滚动3月均值大于景气度滚动6月均值，则做多畜禽养殖（畜禽养殖/中证800），反之则空仓观望。从回溯结果看，绝对收益择时策略年化收益率为5.5%；相对收益择时策略年化收益率为10.8%，增厚效果可达3.1%，指标可准确指引在指数下跌期空仓避险。按景气度显示，2021年11月-2022年1月、2022年3月-6月均处于上行期。

图表 57：生猪养殖景气度择时



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 58：生猪养殖景气度超额择时



资料来源：Wind 中信期货研究所

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826。