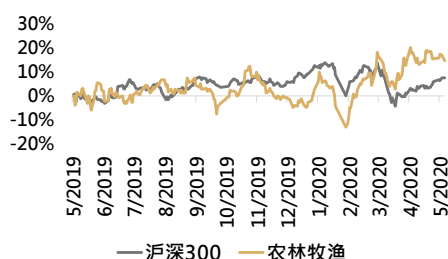


2020年5月12日

捕捉农产品市场拐点

市场表现



资料来源：万得

资料截至2020年5月11日

谭美琪 Cynthia Tam

CFA

宝新证券研究部助理经理

电话：(852) 2379 8906

电邮：

cynthia.tam@hk1282sec.com

更多：



投资要点

■ 今年农业板块再成焦点

2020年是充满黑天鹅的一年，先是新冠肺炎，后是油价负数，各种的事件都冲击着我们对世界的认知。面对经济衰退，全球央行无限放水，未来世界面临滞涨的机会会有多高？全球疫情爆发，部分国家对粮食实施出口限制，同时蝗灾、猪价飙升都是今年焦点，在供需面看似又再失衡之际，农产品究竟是否具有资产配置价值？本报告会专注于分析农产品牛市再临的概率。

■ 要预测拐点，可从历史和周期的角度分析

过往农产品牛市成因包括 i) 发展和转型经济体的粮食需求迅速增长；ii) 能源价格急剧上涨提高了农产品的生产成本；iii) 生物能源的兴起增加了对玉米和油籽的需求；iv) 美元贬值；v) 恶劣天气造成的产量不足；以及 vi) 各国政府的贸易政策令价格波动加剧。总结而言，在过去两个农产品价格上涨周期中，观察到多个共同因素影响价格走势，因此回顾历史对预测拐点起着重要作用。

■ 高度关注库存变化；蝗灾事态发展；以及滞胀风险

鉴于当前较高的库存，全球农业拐点尚未出现。然而，行业对极端情况，例如干旱、洪水或疾病等因素高度敏感。由于个别农产品集中在某些地区生产，因此个别事件，例如蝗灾的事态发展值得关注，倘极端因素未受控，农产品价格可录短期急升。另外，在全球大量印钞的情况下(尤其是美国)，货币超发为未来滞胀带来风险，届时农产品或将有更高的配置价值。

■ 国内农产品市场更具投资价值

国内的农产品需求日渐增加，可归因于 i) 人均收入增加；ii) 饮食习惯改变；iii) 城镇化率提升；iv) 非洲猪瘟疫情逐渐减退，生猪存栏量见底，带动饲用需求等因素，同时库销比处于阶段性低位，当前国内农产品整体易涨难跌，加上草地贪夜蛾、蝗灾等极端情况或影响国内外农作物产量，农产品相关投资具配置价值。建议关注北大荒(600598)、苏垦农发(601952)、大北农(002385)。

投资要点

1. 过往农产品牛市的启示

1.1 1970 年代牛市	5
1.2 2006-2008 年代牛市	6

2. 行业基本因素分析

2.1 需求端因素	9
2.2 供给端因素	14
2.3 库销比.....	18
2.4 近期的极端事件.....	22
2.5 美元走势.....	27

3. 中国农林牧渔行业分析

3.1 小麦.....	30
3.2 玉米.....	32
3.3 大豆.....	35
3.4 稻谷.....	38

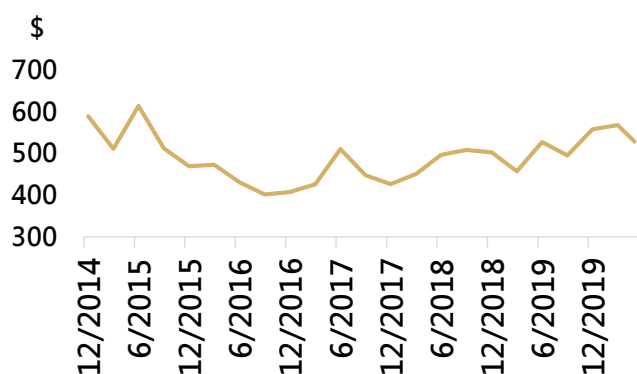
4. 估值.....	41
------------	----

前言

2020 年是充满黑天鹅的一年，先是新冠肺炎，后是油价负数，各种的事件都冲击着我们对世界的认知。面对经济衰退，全球央行无限放水，未来世界面临滞涨的机会会有多高？全球疫情爆发，部分国家对粮食实施出口限制，同时蝗灾、猪价飙升都是今年焦点，在供需面看似又再失衡的时候，农产品究竟是否具有资产配置价值？本报告会专注于分析农产品牛市再临的概率。

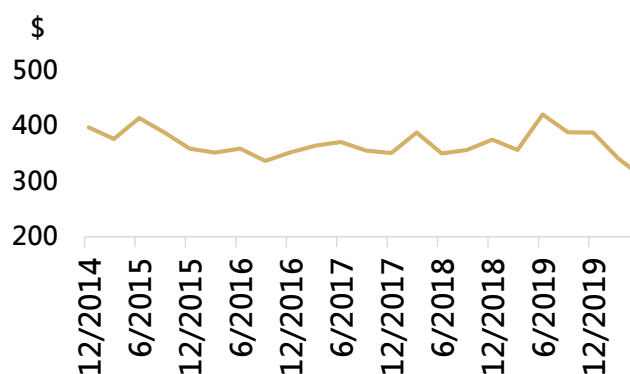
国际农产品期货走势

图 1：小麦 SRW



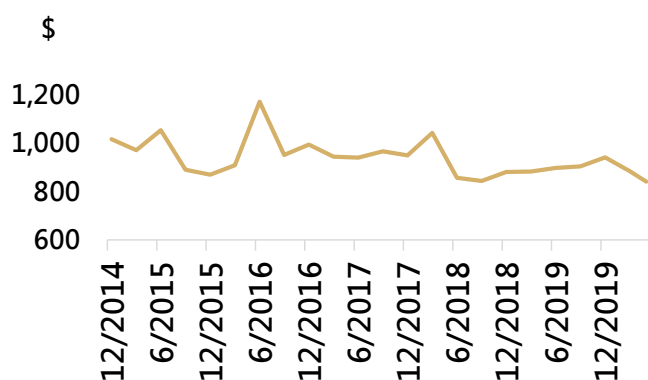
资料来源：彭博

图 2：玉米



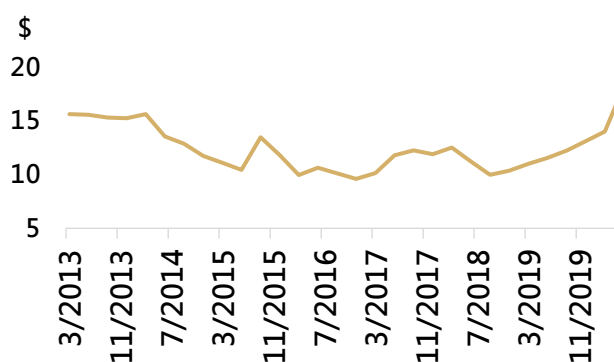
资料来源：彭博

图 3：大豆



资料来源：彭博

图 4：大米

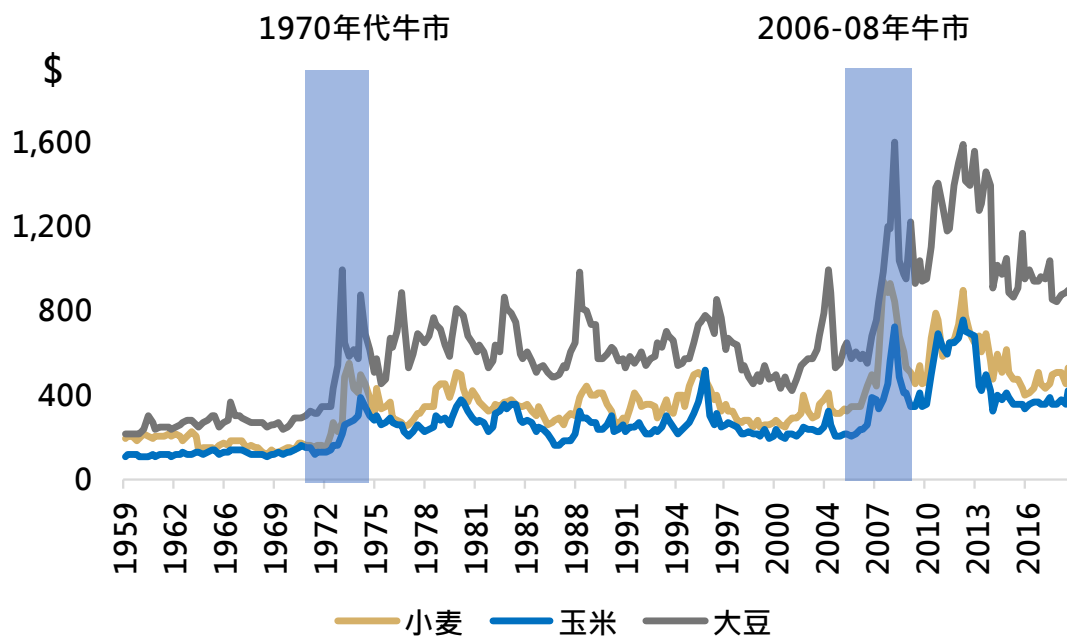


资料来源：彭博

1. 过往农产品牛市的启示

过往 1970 年代及 2006-2008 年是比较明显的农产品牛市，两段时期的牛市成因都有极大共通点，因此透过研究该时期的社会及经济状况，可有助更准确预测下一次拐点。

图 5：农产品历史周期



资料来源：彭博、宝新整合

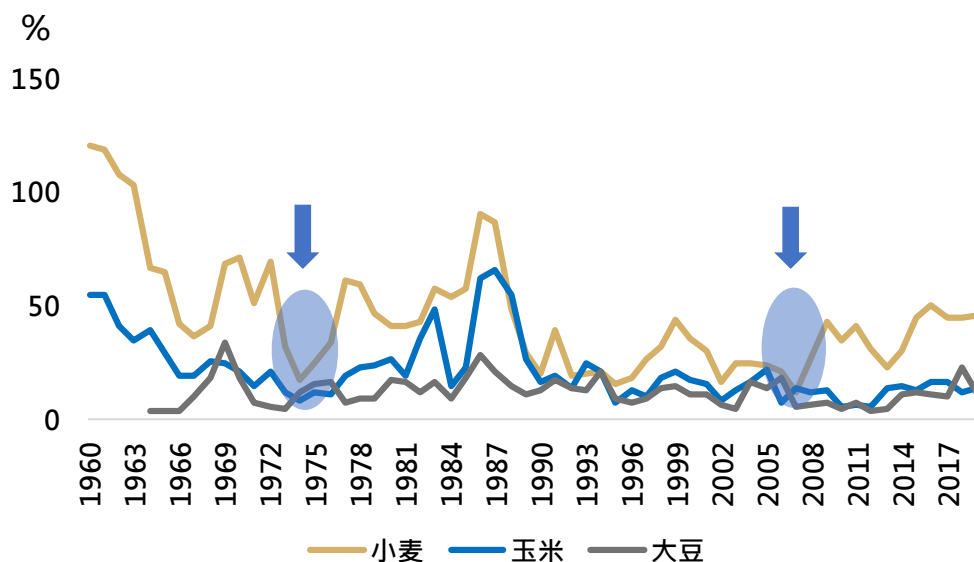
■ 1.1 1970 年代牛市

小麦、玉米和大豆的价格从 1971 年开始迅速上涨，并在 1974 年达到历史新高。

供不应求：不利的天气条件往往令农产品产量减少。1972 年，由于主要谷物生产国如美国、澳大利亚、加拿大和苏联的恶劣天气状况持续了数年，虽然播种面积扩大，但在单产下降的情况下，世界谷物产量急降。在产量不足的情况下，苏联转向全球市场购买大量谷物，进一步刺激农产品价格。同时，1972 年秘鲁鳀鱼获的失败导致高蛋白饲料的供应显著下降，间接令豆粕的需求增加，因此大豆价格在 1973 年和 1974 年间飙升。

库销比处低位：1960 年代后期，美国和其他主要出口国决定去库存和闲置耕地，从而加剧了产量不足的影响。到 1973/74 年，澳大利亚的小麦期末库存比较 1970/71 年下降了 93%，加拿大的库存下降了 64%，美国的小麦库存下降了 59%。

图 6：美国当年库销比



资料来源：彭博、宝新整合

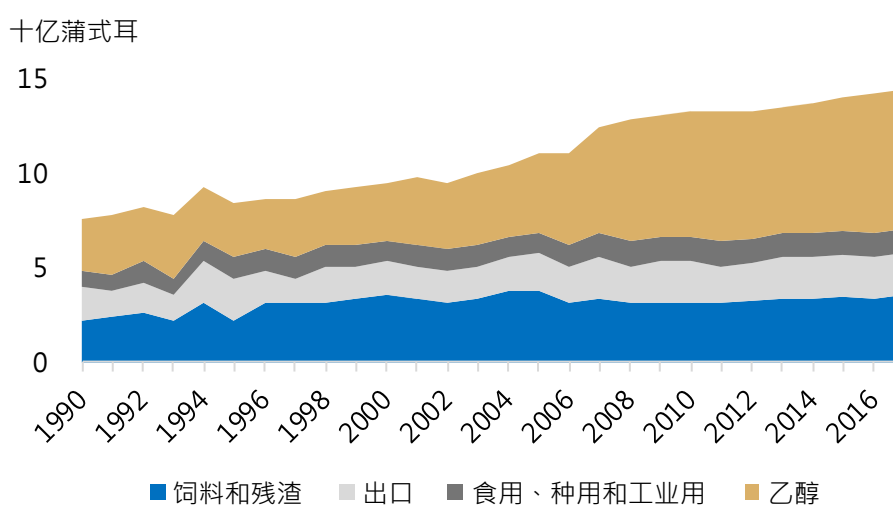
美元贬值：60 年代，美国由于陷入越战泥潭，政府财政赤字不断增加，国际收入情况恶化，军事支出庞大的情况下，美国没有足够的黄金以 35 美元/盎司的价格来支撑全球的美元流通量，当时美元被高估。同期欧洲国家为了资产保值，各国为了避险美元危机和财富保值需求而纷纷抛出美元向美国兑换黄金，使美国政府承诺的美元同黄金的固定兑换率日益难以维持。到 1971 年，美国的黄金储备减少了 60% 以上。美国政府被迫放弃按固定官价美元兑换黄金的政策，各西方国家货币也纷纷与美元脱钩，金价进入由市场自由浮动定价的时期，布雷顿森林国际货币体系彻底崩溃。

■ 1.2 2006-2008 年代牛市

供不应求：千禧年代，全球(特别是在发展中国家)平均收入的强劲增长和人口的增加(全世界每年约增 7,500 万人)，对粮食和饲料的需求增加。随着人均收入的增加，发展中国家的消费者不仅增加了人均主食的消费，其饮食变得多样化，开始摄取更多的肉类、奶制品和植物油。结果，对用作饲料的谷物和油料种子的需求增加。

对比 70 年代，千禧年代多了一个额外的需求带动因素 — 生物燃料的应用，它成为谷物和油籽需求的主要来源之一。乙醇生产占 2007-08 年美国玉米总用量的 23%。同样，欧盟对生物柴油需求的增长也给植物油的全球价格带来了支持。

图 7：玉米于千禧年开始在美国需求急升

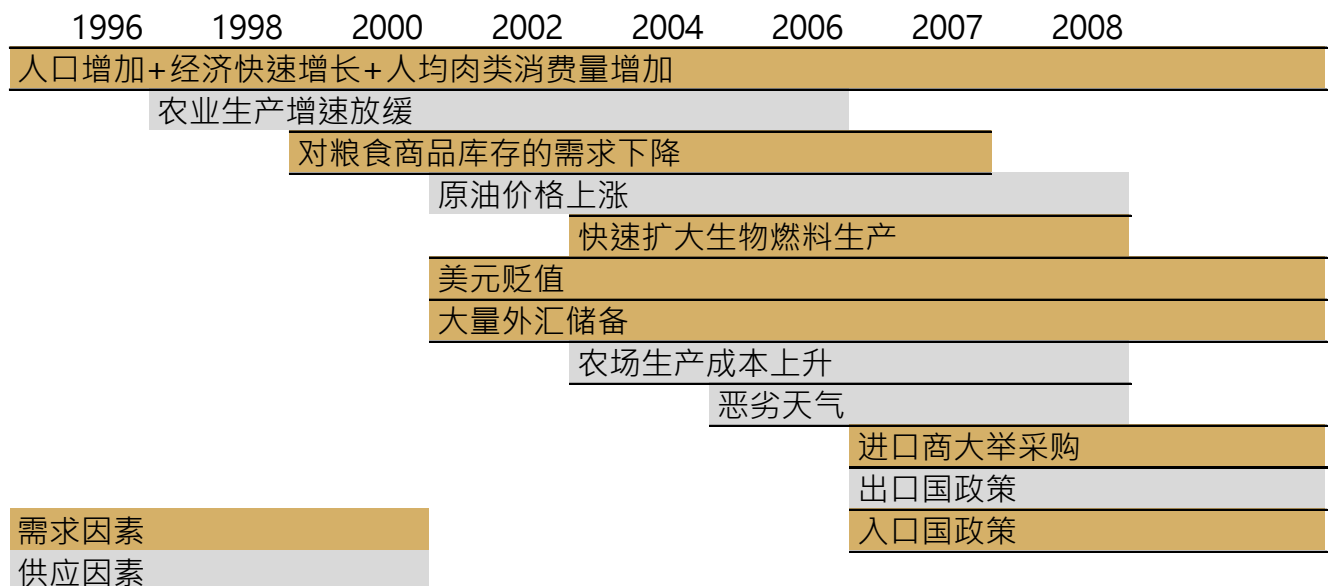


资料来源：彭博、宝新整合

库销比处低位：当时全球谷物和油籽的库销比下降到不足 15%，是 1970 年以来的最低水平。库存的稀缺使新的需求来源或供应中断更可能导致价格急剧变化。

美元贬值：美元由 2002 年的高位展开多年跌浪，跌至 2008 年的 71 水平才见底，一些主要农产品出口国货币兑美元的价值向上，在经营农场成本增加的情况下，农产品价格向上的趋势在所难免。

图 8 : 2006-2008 年代牛市的成因



资料来源：USDA、宝新整合

小结

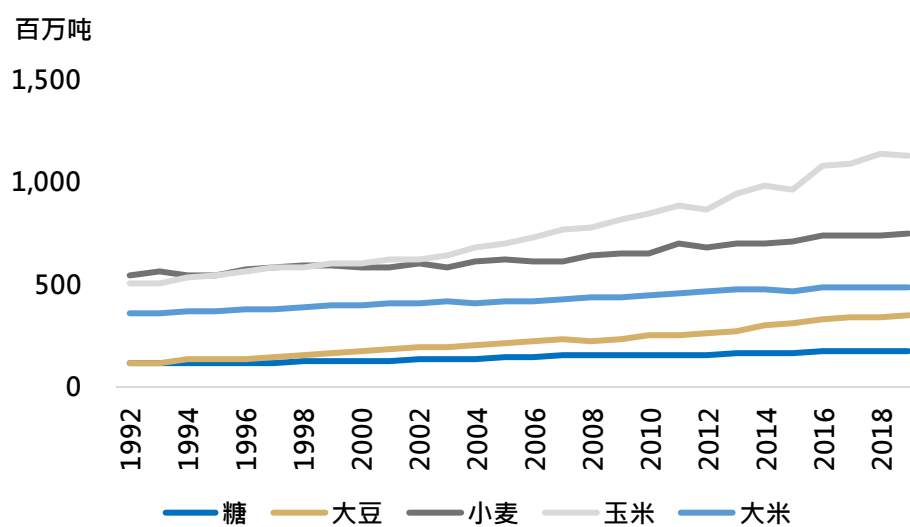
过往农产品牛市成因包括 i) 发展中和转型经济体的粮食需求迅速增长；ii) 能源价格急剧上涨提高了农产品的生产成本；iii) 生物能源的兴起增加了对玉米和油籽的需求；iv) 美元贬值；v) 恶劣天气造成的产量不足；以及 vi) 各国政府的贸易政策令价格波动加剧。总结而言，在过去两个农产品价格上涨周期中，观察到多个共同因素影响价格走势，因此回顾历史对预测拐点起着重要作用。

2. 行业基本因素分析

农产品价格周期性上涨取决于多个因素，而这些因素并非一朝一夕间出现变化，拐点的出现往往是数年间供需面累积产生的失衡所致。以下我们将分析 i) 需求端；ii) 供应端；iii) 库销比；iv) 美元趋势这四大因素。

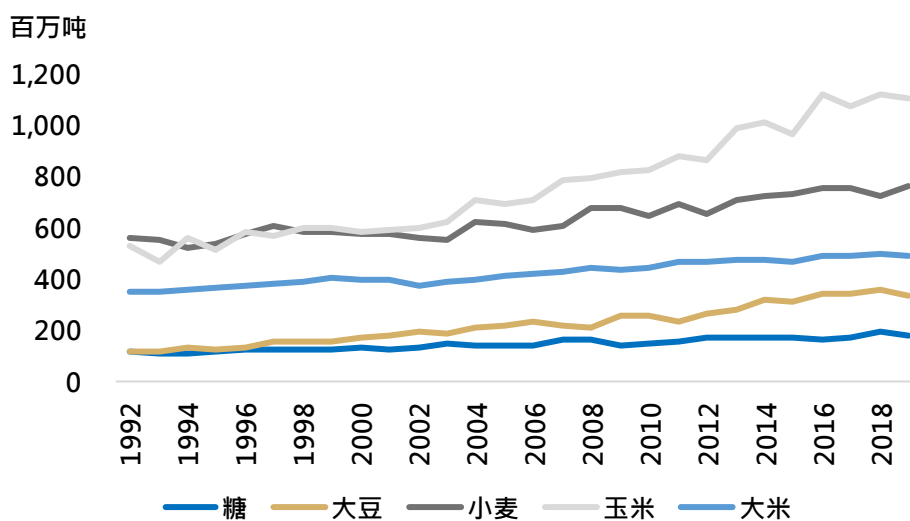
在过去的十年，全球农产品的需求和供应都在增长。

图 9：全球农产品的消费量



资料来源：彭博、宝新整合

图 10：全球农产品的产量

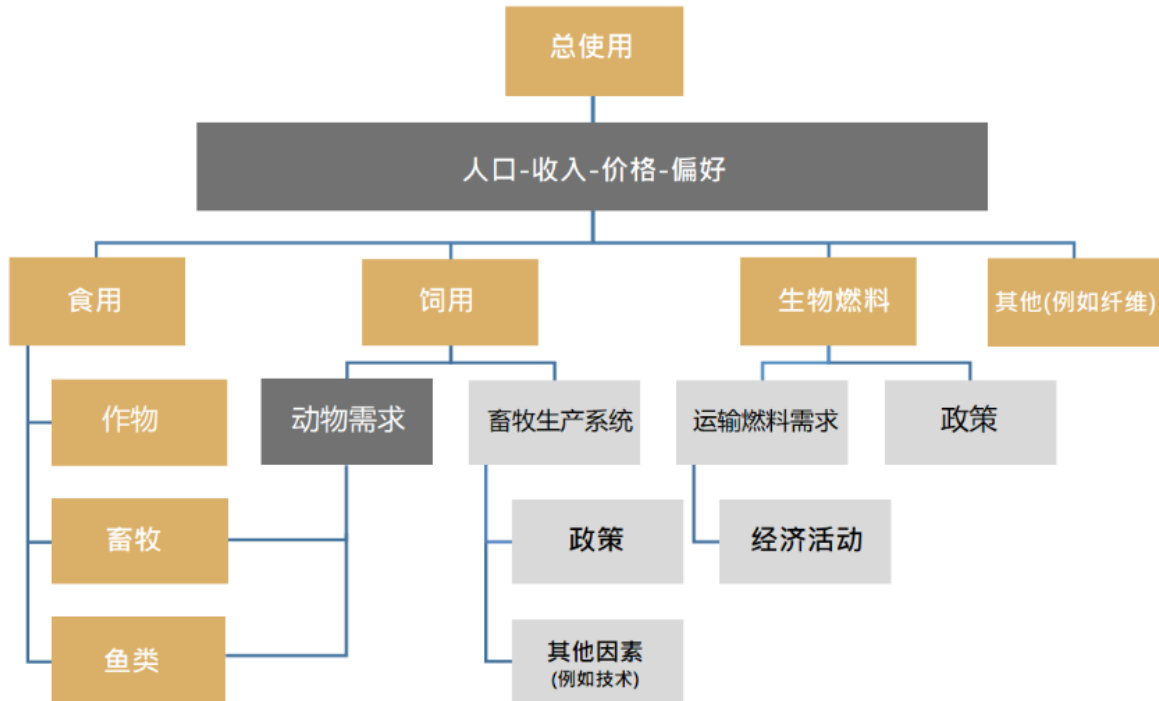


资料来源：彭博、宝新整合

2.1 需求端因素

农业需求主要来自粮食、饲料、燃料的使用，这些需求往往受到人口增长、收入水平、饮食习惯和政策变化的影响。

图 11：主要农产品用途和需求驱动因素



资料来源：USDA、宝新整合

在过去的十年间，全球平均收入的强劲增长和人口的增长增加了对粮食的需求，特别是在发展中国家。

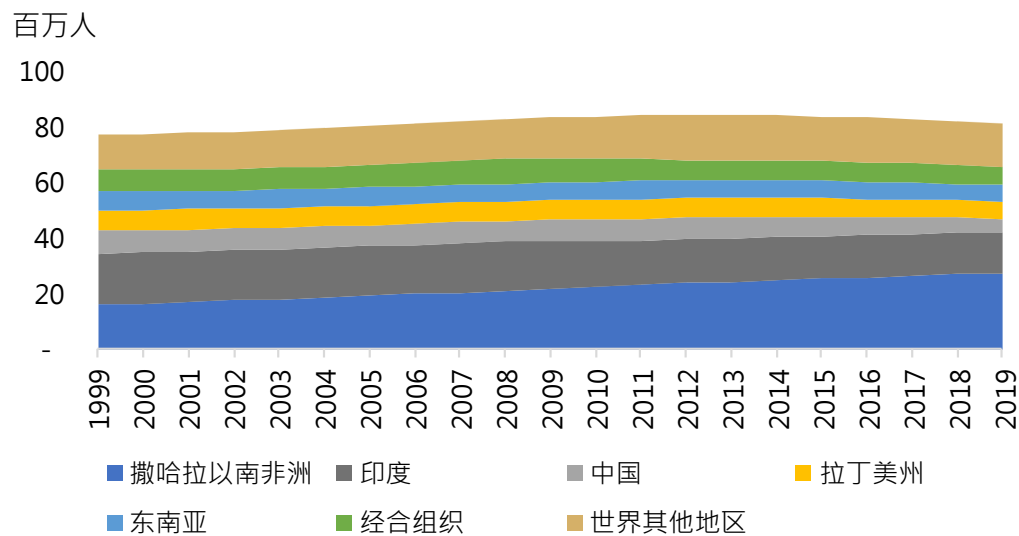
图 12：世界 GDP 增长

对全球增长的贡献(按国家/地区划分)



资料来源：Economist、宝新整合

图 13：全球新增人口



资料来源：OECD、FAO、宝新整合

随着人均收入的增加，发展中国家的消费者不仅增加了人均主食的消费，他们的饮食习惯更愈多样化，包括摄取更多的肉类、奶制品和植物油，从而间接增加了对谷物和油籽的需求。同时，由于运输燃料需求和政治因素，生物燃料需求在过去十年中增长强劲，带动了玉米及油籽的需求。

未来 10 年需求

以下数据部份来自经合组织-联合国粮食及农业组织《2019-2028 年农业展望》对各地区需求的预测。

GDP 增长 (尤其是新兴市场)

在未来 10 年，经济将在全球持续以不同步伐增长，新兴市场包括印度和中国的人均收入增长将会较欧美等地为高，预计收入增加将促进糖和植物油的消费增长。但是，随着近来全球经济下滑，与前十年相比，预计全球 GDP 增幅将放慢。

人口增长

在展望期间，预计世界人口于 2028 年将达到 84 亿(现时约 78 亿)，其中大部分增长将集中在撒哈拉以南非洲(+3 亿人口)和南亚，尤其是印度(+1.89 亿人口)。

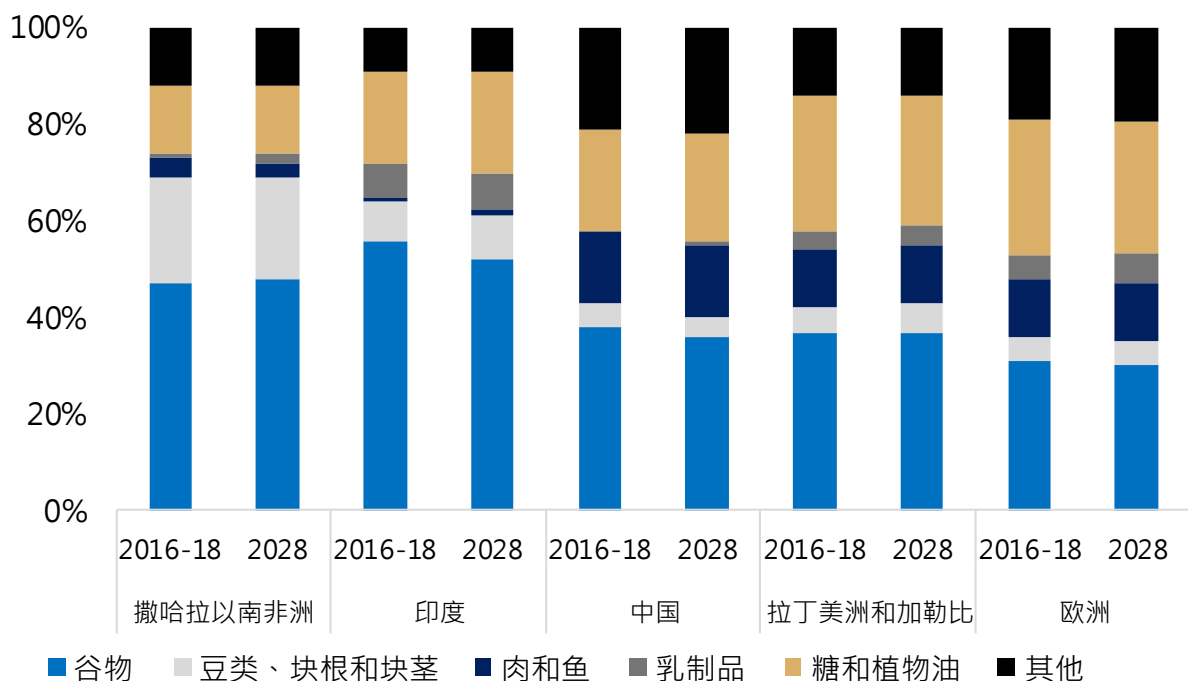
人均消费

全球人均主食(例如谷物)的消费趋于平稳，并将主要由人口增长驱动，而高价值农产品(例如糖、植物油、肉、奶制品)的需求增长将同时受惠于人均使用量和人口增长。因此，在未来十年，高价值农产品的需求预计将比主食的需求增长更快。

饮食习惯改变

如上述所言，饮食习惯会随着地区经济改善而改变。对高价值商品的需求在很大程度上刺激了动物饲料需求，预计玉米和大豆等饲料作物将增加其在全球作物结构中的份额。

图 14：每日人均卡路里摄取来源占比



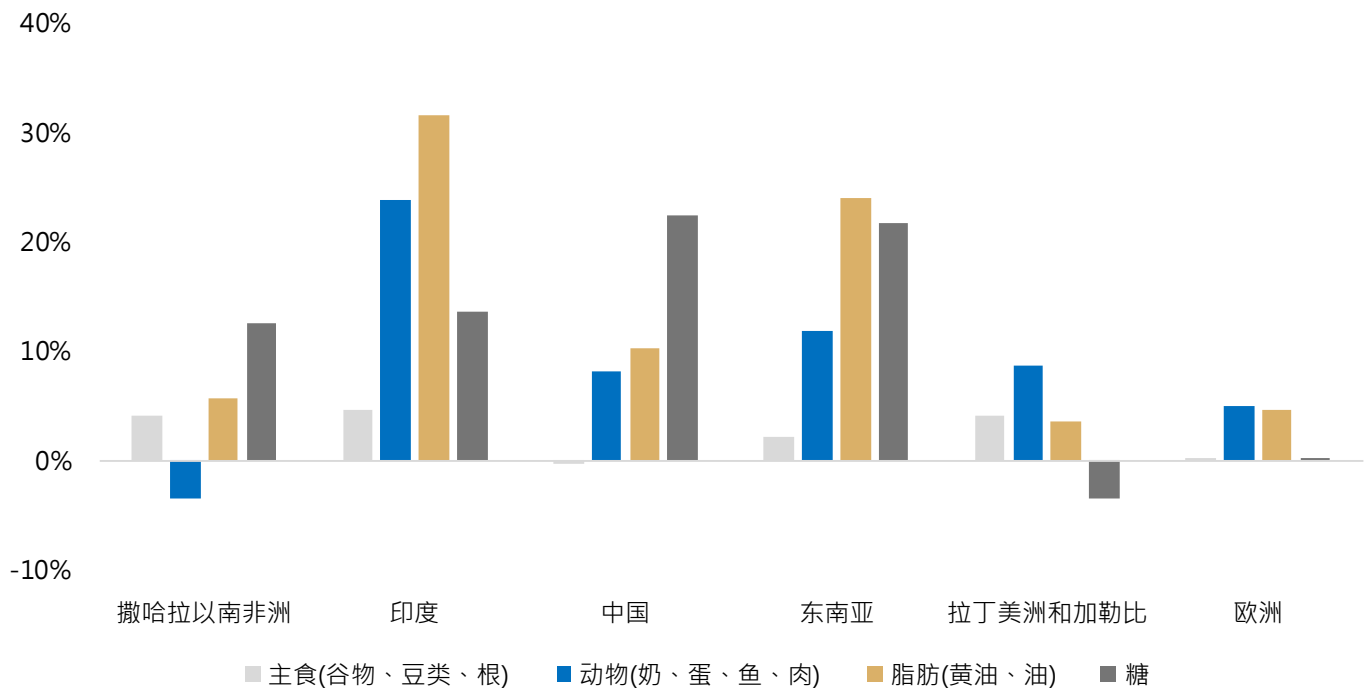
资料来源：OECD、FAO、宝新整合

例如，在东亚和东南亚地区，较高的收入将导致该地区对肉类的需求增加，并主要集中在更多的家禽和猪肉(该地区消费最广泛的两种肉)消费上。未来十年，中国的人均牛肉消费量也有望增加，牛肉在肉类总消费中的比重将略有增加。相反，在南亚，收入的增长不会产生类似的肉类消费增长。那里的收入增长预计与乳制品、糖和植物油的消费增加有关。乳制品和豆类将仍然是蛋白质的重要来源。

城市化促进了对高热量食品的需求

糖和植物油消费量的预计增长可归因于收入水平的提高，以及许多中低收入国家在持续城市化下的生活方式转变。伴随着生活方式的改变，基于时间上的限制，以及不再以家庭为中心，人们将更多的关注便利性，城市化通常会带动加工或方便食品的消费量增加，而方便食品往往较高盐和糖。由于目前全球人口有 55% 居住在城市，这数字预计在未来十年内上升至近 60%，因此，加工食品的需求提高，将从而提高糖和植物油消费。

图 15：每日人均卡路里摄入量的预期转变 (由 2019 至 2028 年)

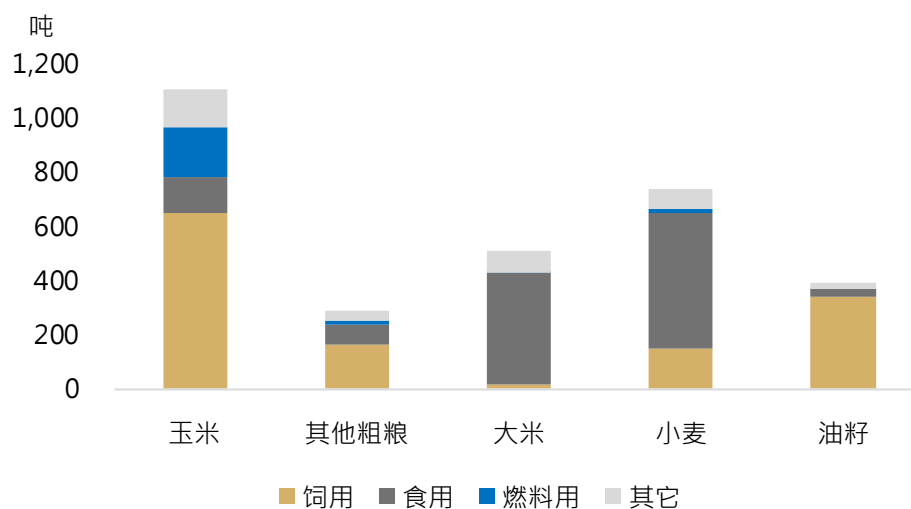


资料来源：OECD、FAO、宝新整合

饲料使用

在 2016-18 年度，约有 17 亿吨农产品被用作牲畜饲料(主要是玉米和其他谷物，以及从油籽中提取的油豆粕)。从中期来看，由于畜牧业的进一步集约化饲养，预计总饲料用量每年将增长 1.5%，快于肉类预计的产量增长 1.2%。

图 16：农作物消费量的细分



资料来源：OECD、FAO、宝新整合

生物燃料

生物燃料是 2000 年至 2015 年间作物需求增长的主要来源，全球生物燃料需求的增长推动了生物燃料原料价格的上涨。美国、巴西和欧盟是最大的生物燃料生产国。巴西和美国占世界乙醇产量的大部分，巴西使用甘蔗作为原料，而美国几乎全部使用玉米。欧盟是最大的生物柴油生产国，以菜籽油为主要原料。不过，在未来十年，来自生物燃料的主要增长动力将不及过去十年为高。

小结

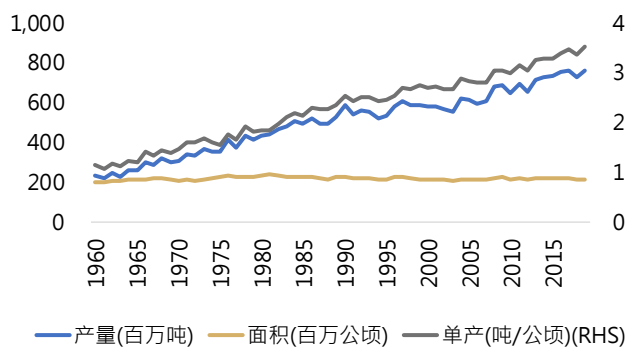
农产品需求将继续受到人口增长、国内生产总值增长(尤其是发展中国家)、饲料消费增长和生物燃料使用的驱动。但是，与过去十年相比，增长速度将相对较慢。

尽管经济增长放慢，但 i) 受到撒哈拉以南非洲等地以人口导向的粮食需求带动；ii) 随着新兴经济体的收入增长，以及城市化带来的消费方式变化，人们对更高价值和更多加工食品的需求增加等因素带动，全球农产品需求将持续增长，当中、糖、植物油、肉类的需求(以及对饲料的需求，例如大豆)增速将比主食增长快。

2.2 供给端因素

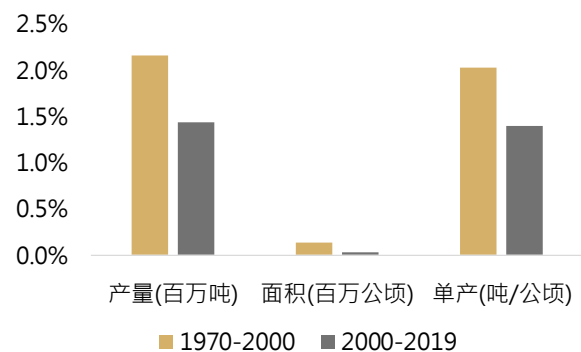
在过去数十年，全球产量增长主要受单产增加所带动，而播种面积则增长温和(大豆除外)。

图 17：小麦产量



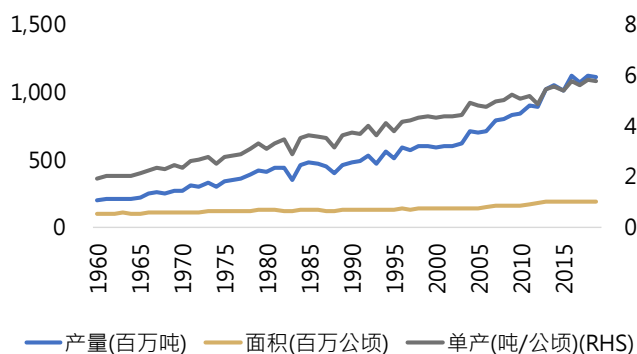
资料来源：彭博

图 18：小麦产量增速变化



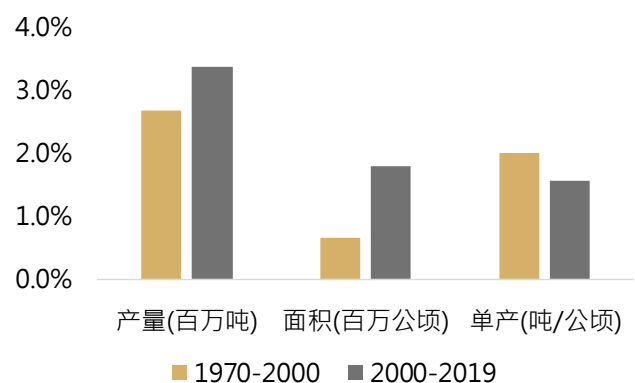
资料来源：彭博

图 19：玉米产量



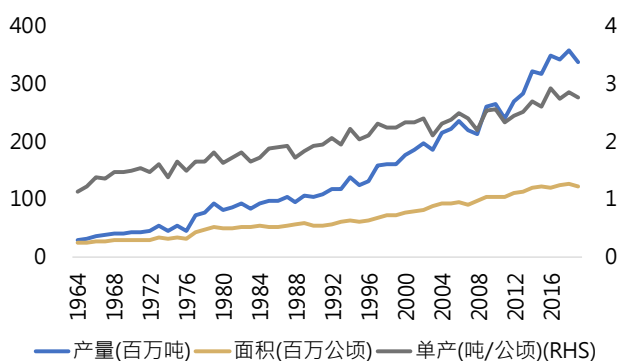
资料来源：彭博

图 20：玉米产量增速变化



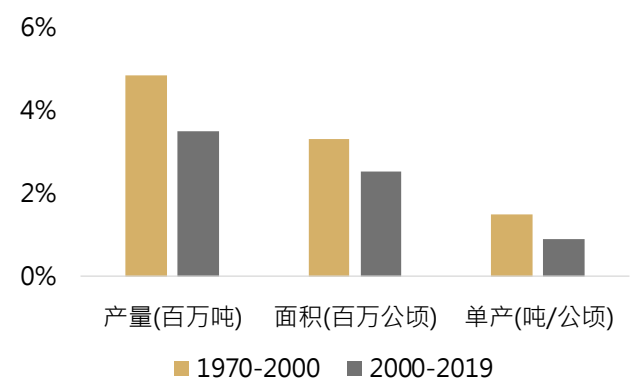
资料来源：彭博

图 21：大豆产量



资料来源：彭博

图 22：大豆产量增速变化



资料来源：彭博

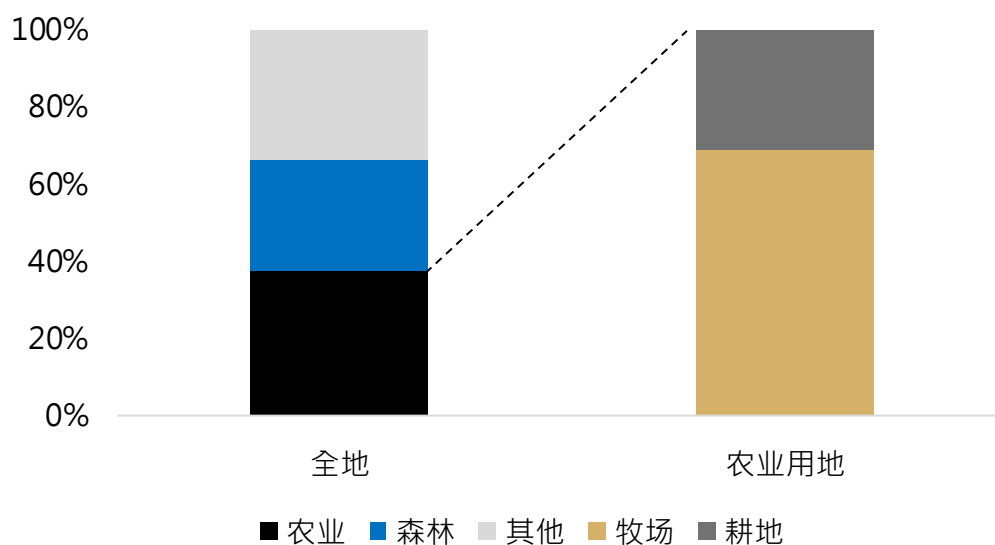
自 1960 年代以来，肥料和杀虫剂的应用，灌溉的使用以及改良的农作物品种导致世界各地的单产大幅提高。从那时起，大多数产量增长来自更高的生产力，即更高的单产和种植强度，而耕地面积的增幅则较少。

在过去 38 年中，播种面积的年平均增长率仅为 0.15%。在 1970 年至 1990 年期间，全球总产量平均每年增长 2.0%，但在 1990 年至 2007 年之间下降到 1.1%。在未来十年，预计全球农业用地面积将基本持平；单产将继续增长，但预计未来十年增幅将继续下降至每年不到 1%。

更多有关面积的预测

在未来十年中，农业产量预计将增 15%，而全球农业用地面积预计将基本持平。由于预期作物价格下行空间有限，为生产者提供了动力及鼓励他们在未来十年内增加分配给农作物的面积。种植面积的扩大将部份来自牧场和森林转化为农田的土地，同时更多的利用现有的耕地，例如两次耕种和休耕面积减少，播种面积将增加。耕地的增加将被牧场的减少所抵消，预计未来十年全球农业用地将保持目前水平，与过去十年中观察到的趋势保持一致。

图 23：全球农业用地分布



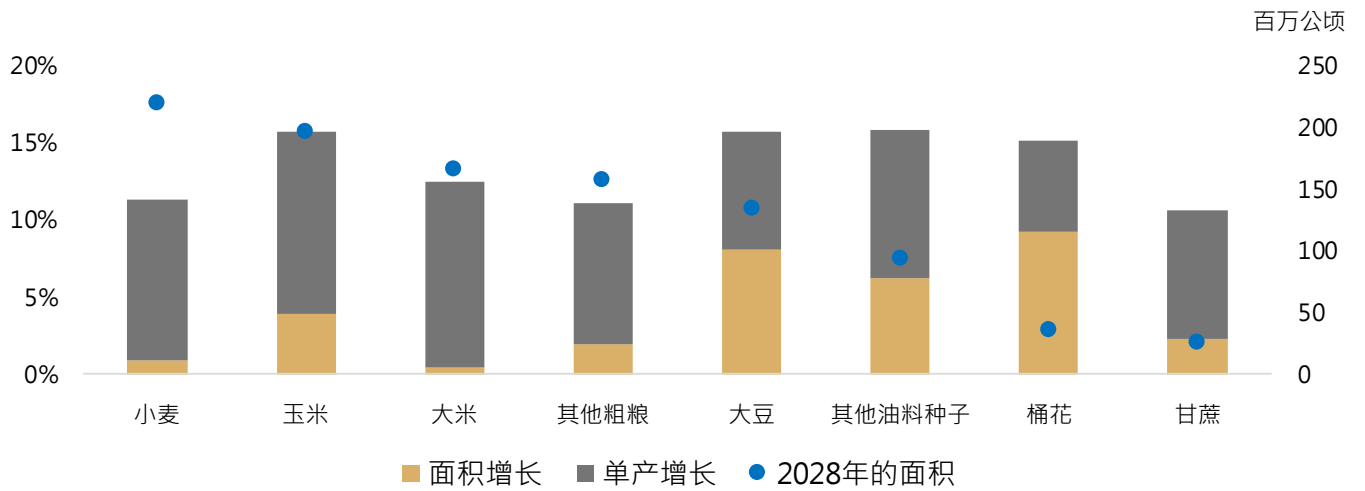
资料来源：OECD、FAO、宝新整合

■ 农作物产量增长主要受单产提高带动

在技术创新的推动下，预计农作物产量的增长主要归因于单产的提高和生产强度的提高。在未来十年中，作物产量的增长将主要通过谷物和棕榈油的单产提高投资，以及通过对油籽、棉花和甘蔗的面积扩大以及单产提高相结合来实现产量增长。

下图预测了总产量增长(2016-18年至2028年)如何由播种面积增加以及全球平均单产的增长所带动。

图 24：作物产量增长

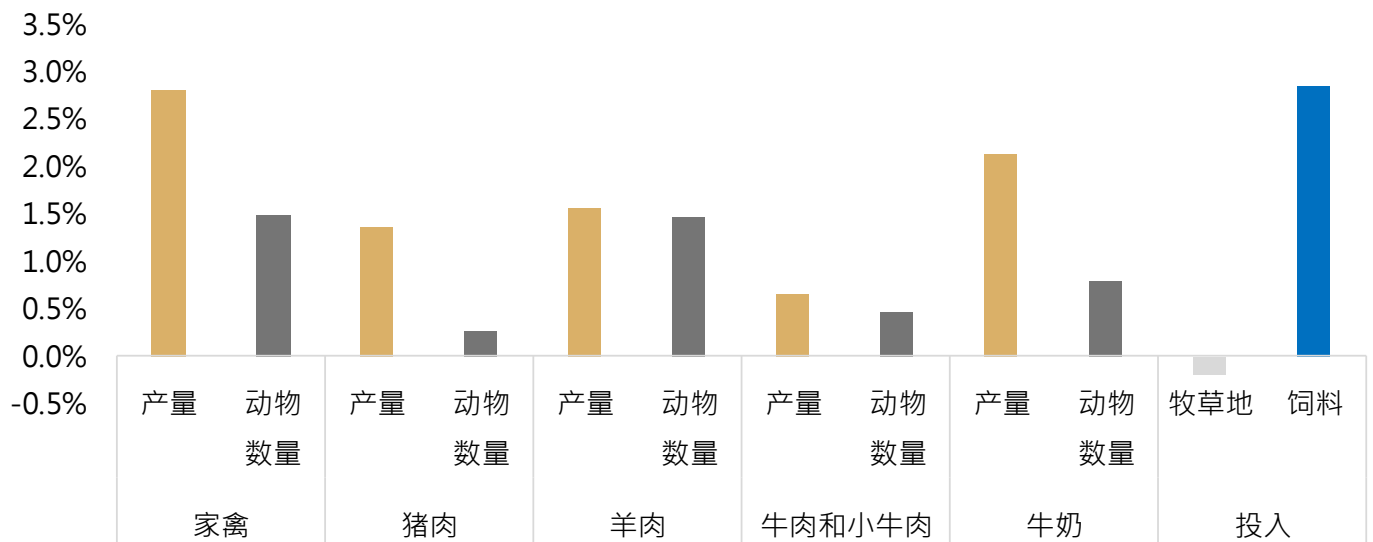


资料来源：OECD、FAO、宝新整合

■ 畜牧业的产量增长

未来 10 年，预计畜牧业产量将增长近 15%。在大多数国家，通过增加牲畜数量和提高每只动物每年的平均产量，可以实现更大的肉、奶和其他畜产品产量。通过提高每只动物的屠宰重量及缩短完成动物屠宰的时间，可以使肉类生产强度提高。这两个方面都可能受到动物生育、高质量饲料使用和管理措施改进等因素所影响。

图 25：全球畜牧产量的增长(2009-2018)



资料来源：OECD、FAO、宝新整合

对于家禽和羊肉，全球产量将或多或少地与动物数量的增长保持一致，而猪肉、牛肉、小牛肉和牛奶的产量则预计比动物数量增长快。全球牧场面积虽然会减少，但畜牧业的产量可随动物饲料的使用而增加。总体而言，更多的动物数量和更高的生产强度(理解为每只动物的产量)可以促进牲畜产量的增长。

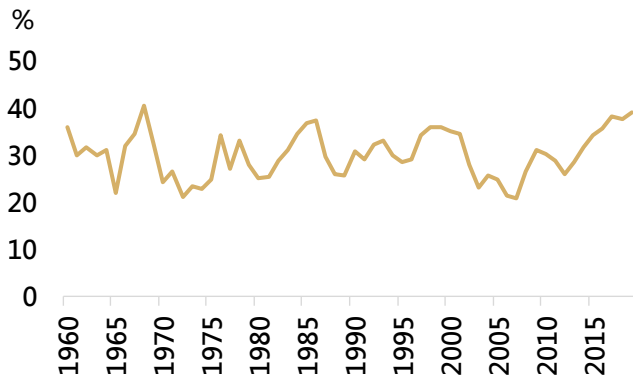
小结

农产品的需求缓步增长，产量因生产效率的提高而有所增加，长远供需大致均衡，但个别农产品的价格也要取决于极端事件所带来的震荡、库销比变化、以及美元走势。

■ 2.3 库销比

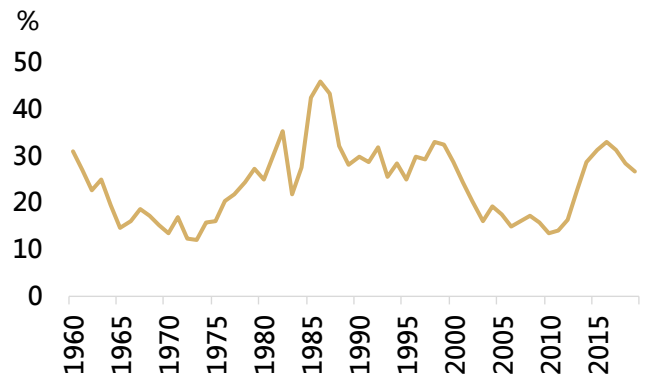
正如早前所述，库销比是衡量农业周期的重要指标之一，库销比愈低，价格愈容易受需求突然增加或供应突然减少的因素影响而出现上涨。

图 26：小麦库销比



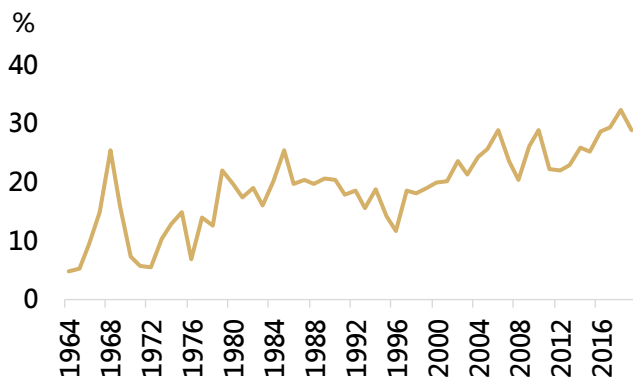
资料来源：彭博

图 27：玉米库销比



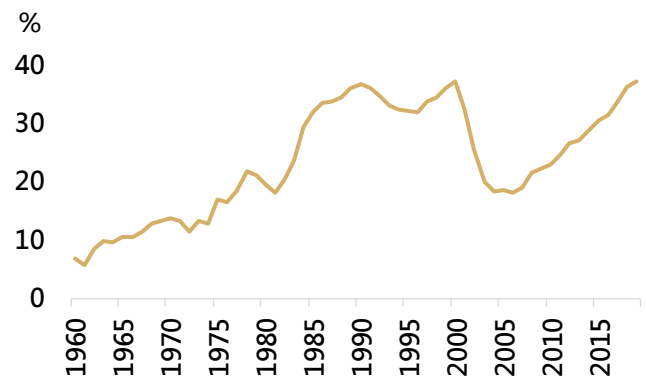
资料来源：彭博

图 28：大豆库销比



资料来源：彭博

图 29：大米库销比

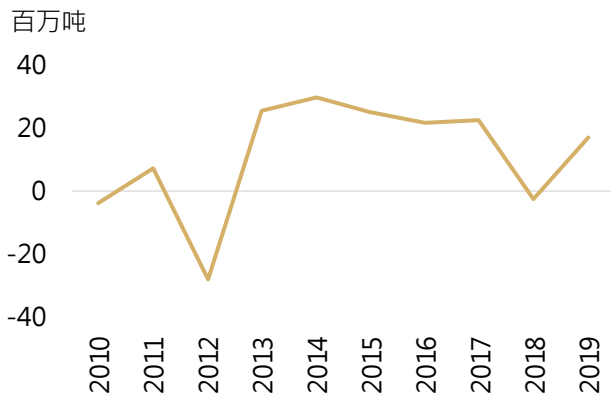


资料来源：彭博

目前，库销比并非处于低水平，不足以支持全球农产品价格的可持续上涨，但我们了解到，近期价格正受极端事件影响，例如 COVID-19 期间主要出口国的出口限制，同时恐慌性囤积亦导致农产品价格上涨。

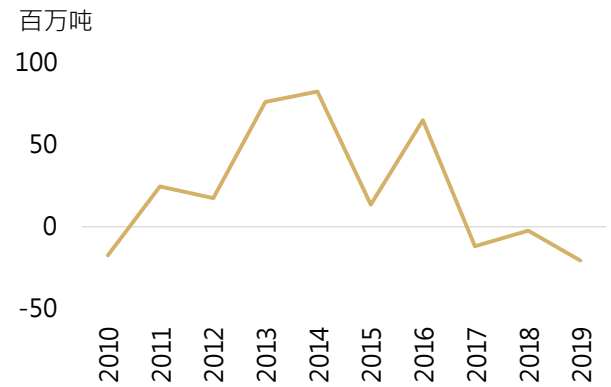
我们注意到，对于玉米和大豆而言，近年的新增供应量小于新增需求量(玉米连续 3 年；大豆 2019 年)，如果供应增长持续小于需求增长，未来价格上涨可能性将增加。

图 30：小麦供需差



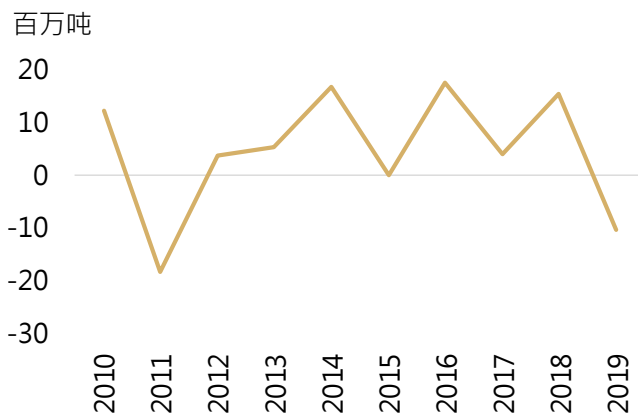
资料来源：彭博

图 31：玉米供需差



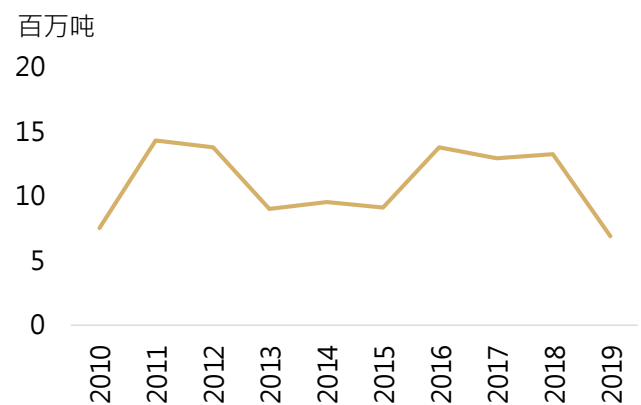
资料来源：彭博

图 32：大豆供需差



资料来源：彭博

图 33：大米供需差



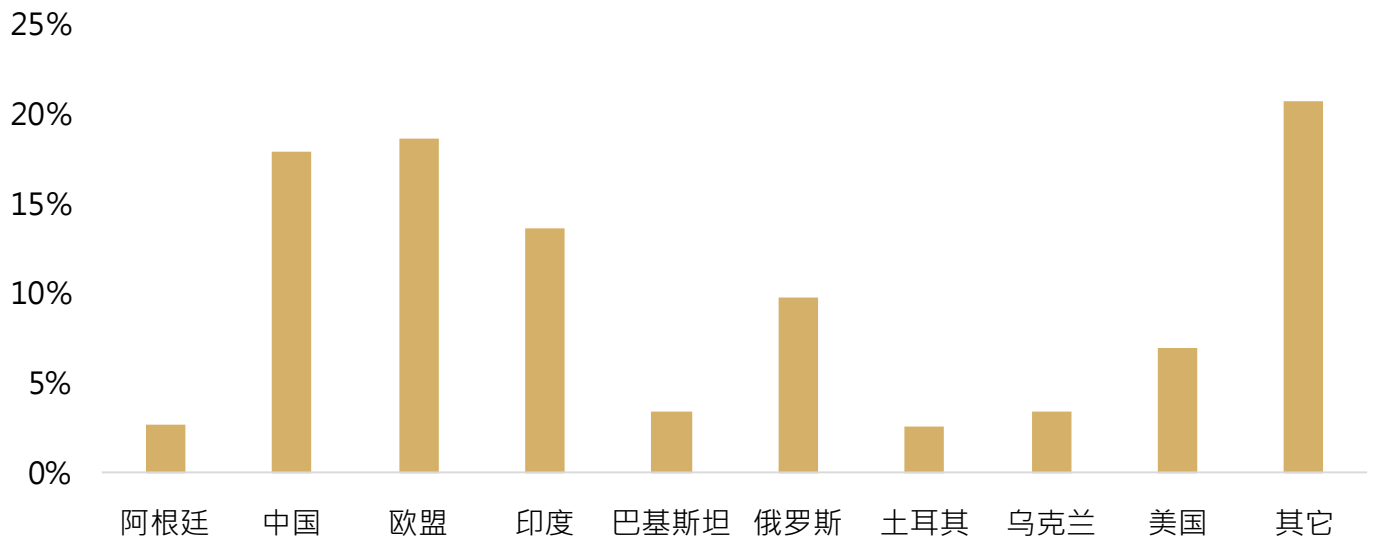
资料来源：彭博

农产品对极端事件反应敏感，例如，于 2019 年 5 月，由于美国洪水泛滥，当时其玉米播种进度比往常落后了几百万英亩，导致可能的供应短缺，当时玉米价格创新高。

库销比之所以成为衡量农业周期的重要指标，是由于个别农产品集中于个别国家生产，当该地区供应受影响，全球库存的下降速度会较大，倘若本身库存较低，价格会更容易受极端事件影响而上涨。

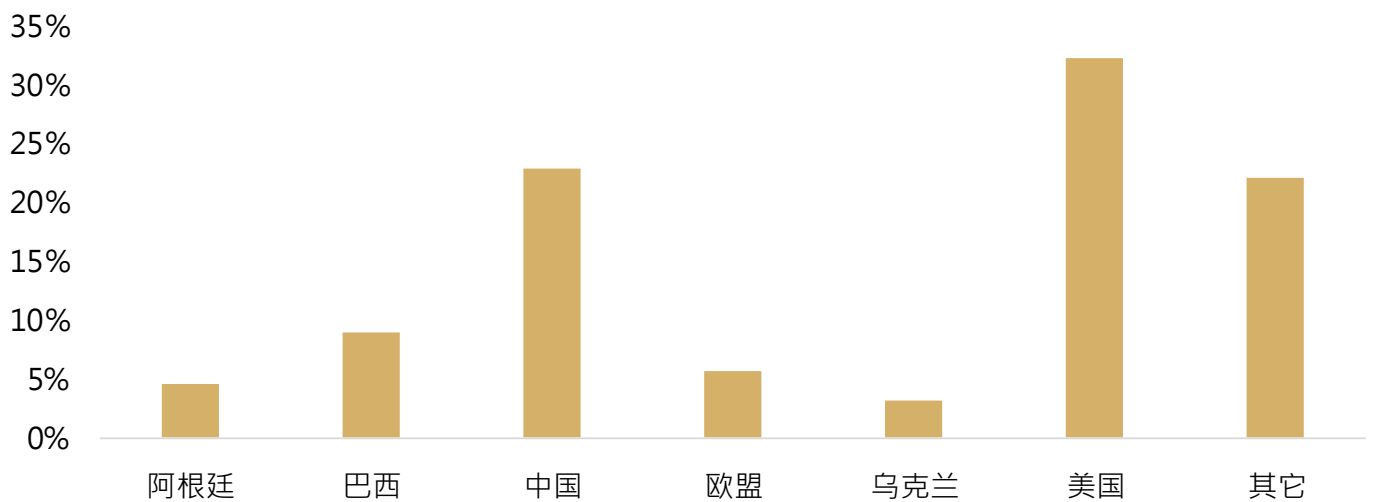
为判断极端事件会否造成价格急涨，要视乎极端事件是否于主要生产国发生。

图 34：全球 2018/19 年小麦产量分布



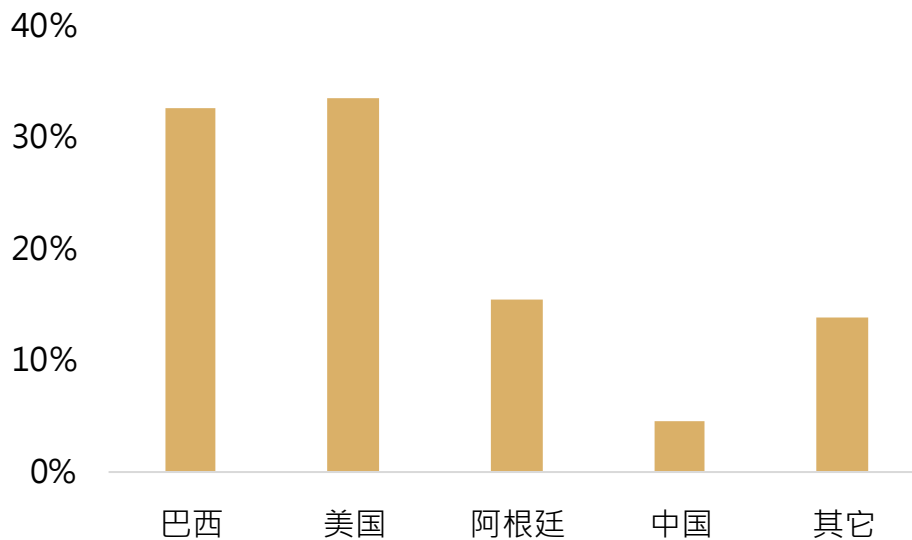
资料来源：彭博、宝新整合

图 35：全球 2018/19 年玉米产量分布



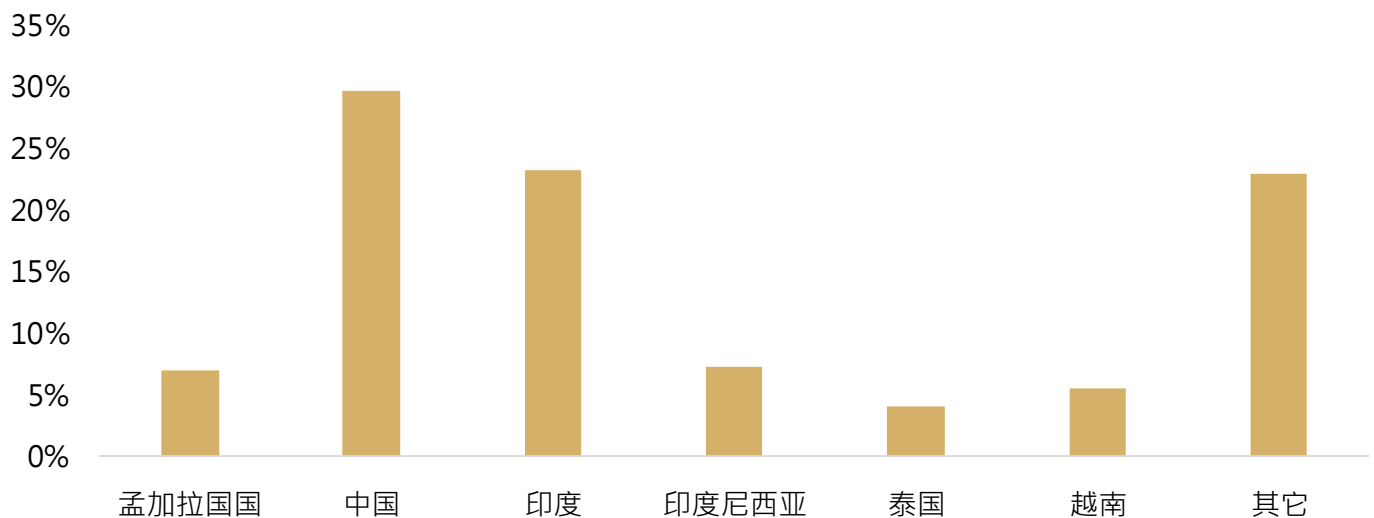
资料来源：彭博、宝新整合

图 36：全球 2018/19 年大豆产量分布



资料来源：彭博、宝新整合

图 37：全球 2018/19 年大米产量分布



资料来源：彭博、宝新整合

小结

总而言之，长期价格会受基本供求状况、美元趋势和油价等因素驱动，而倘若库销比偏低，而且产量集中于个别国家，其价格会更受极端事件(例如干旱，COVID-19)影响。

■ 2.4 近期的极端事件

疫情下的出口限制

多国的农业生产活动受到疫情影响，欧洲出现农业劳工荒，同时多国对农产品实施出口限制，粮食价格被推高，甚至有官员指出或会出现粮食危机。自疫情爆发，泰国、越南、俄罗斯、柬埔寨等 13 国宣布对粮食出口采取「限额」或「限制」措施，主要是因为担忧国内疫情蔓延，导致经济活动停顿及粮食生产下降，而各国对出口限制的农产品不尽相同。

表 1：疫情下各地区出口限制

欧亚大陆

- 欧亚经济联盟：除了俄罗斯之外，还有哈萨克斯坦、白俄罗斯、吉尔吉斯斯坦及亚美尼亚 4 国限制粮食出口，禁止葵花籽和小麦等农产品出口。并在 6 月 30 日前将临时禁止 14 种蔬菜和粮食类产品出口到该联盟之外的国家。这些产品包括葱头、蒜、萝卜、黑麦、大米、小米、荞麦、荞麦米、荞麦制成品、粮食碎粒、全麦面粉、谷物颗粒、大豆和大豆碎等。
- 俄罗斯：俄罗斯政府将 4 月至 6 月的谷物出口限制在 700 万吨。

乌克兰

乌克兰最大的谷物贸易商同意在 2019/20 年度将小麦出口限制在 2020 万吨，以避免国内面包价格上涨。

哈萨克斯坦

4 月，哈萨克斯坦开始对荞麦、糖、葵花籽和某些蔬菜(例如土豆和洋葱)的出口实行配额。

越南

世界第三大米出口商暂时中止了大米出口合同。

柬埔寨

柬埔寨禁止部分大米出口，以确保在冠状病毒危机期间的当地粮食安全。

印度

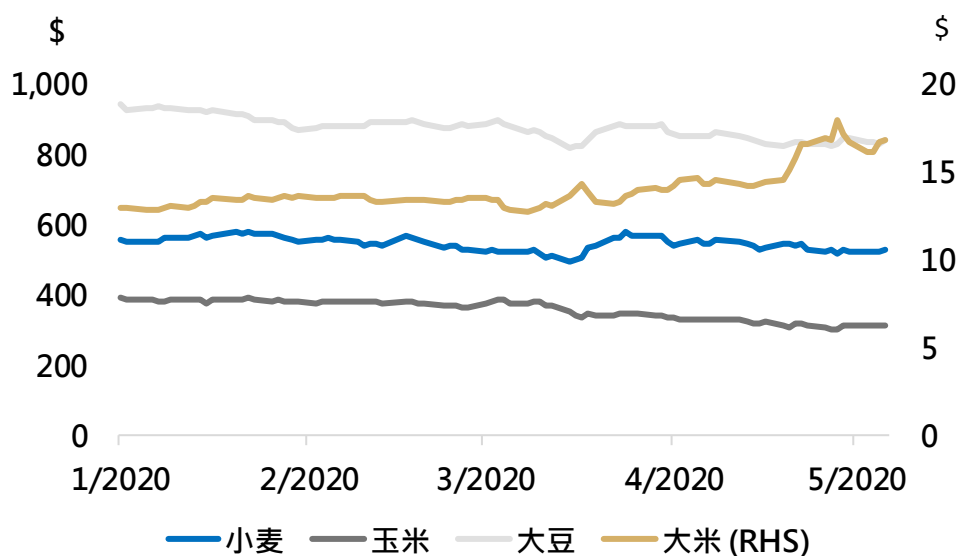
由于劳动力短缺和物流中断，印度大米贸易商已停止签署新的出口合同，这也阻碍了现有合同的交付。

埃及

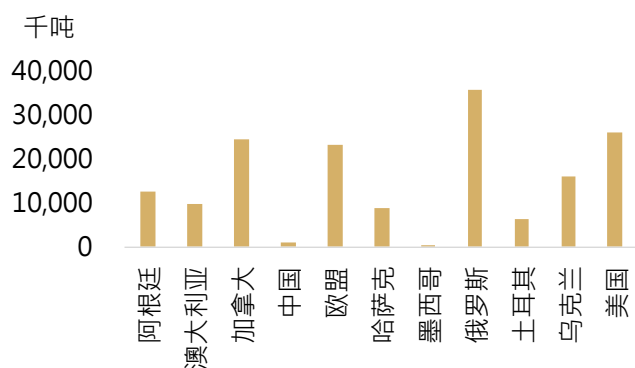
埃及从 3 月开始暂停豆类出口三个月，以保持当地供应。

资料来源：网上数据、宝新整合

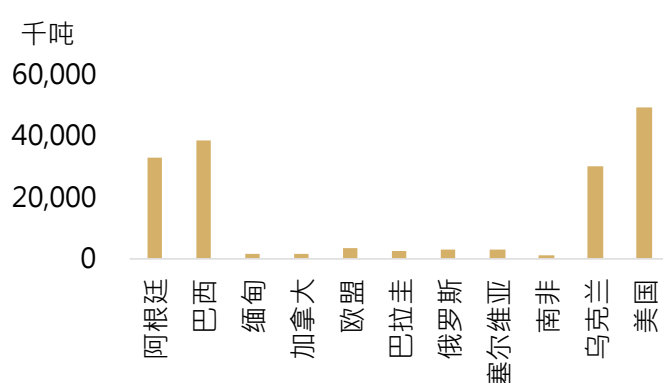
在出口限制政策下，小麦及大米的价格有上涨压力，皆因俄罗斯及乌克兰是比较重要的小麦出口国，而印度是比较重要的大米出口国。

图 38：疫情下各农产品期货走势


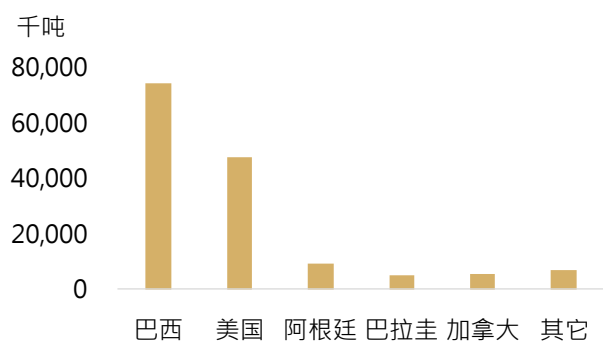
资料来源：彭博、宝新整合

图 39：全球小麦出口分布


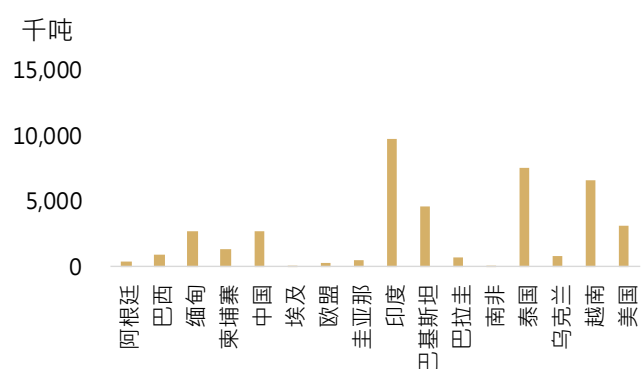
资料来源：彭博

图 40：全球玉米出口分布


资料来源：彭博

图 41：全球大豆出口分布


资料来源：彭博

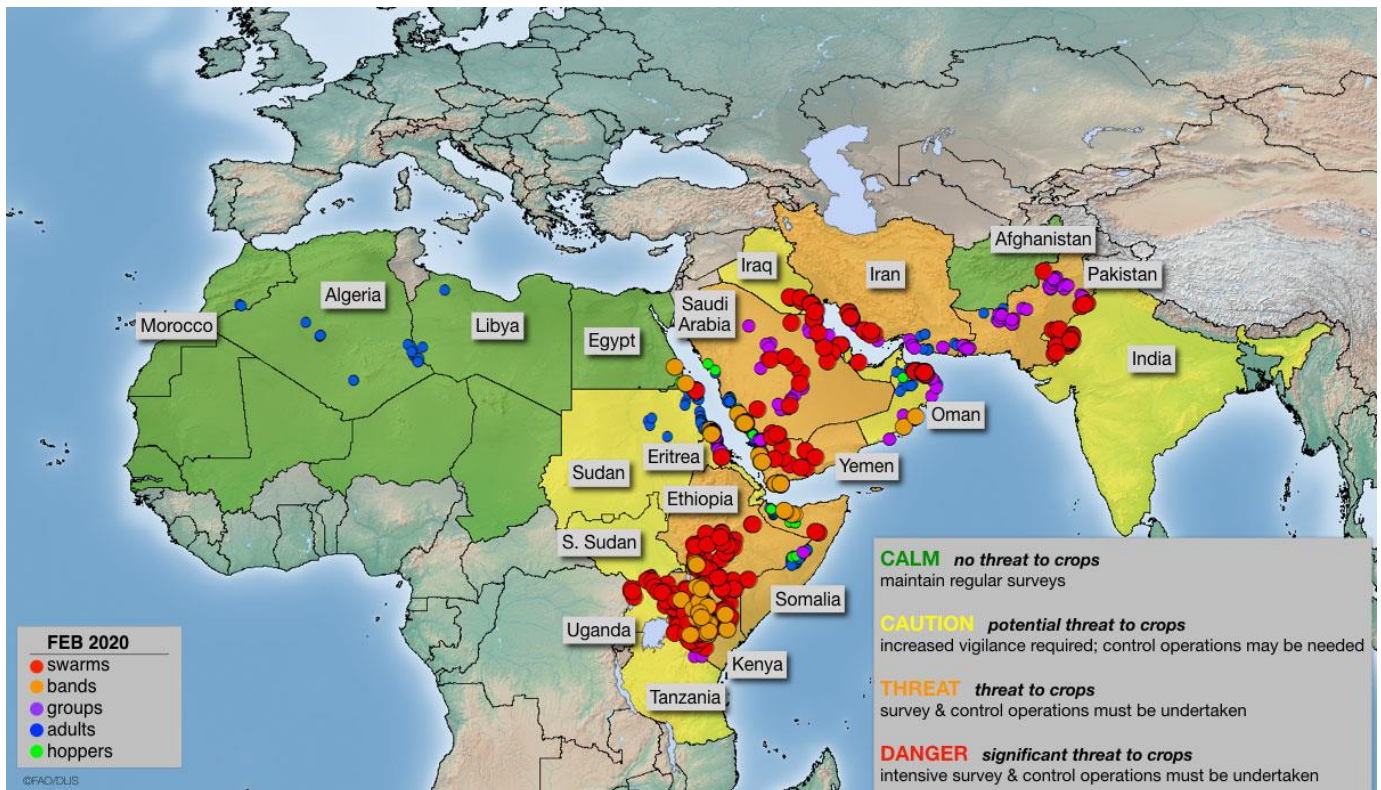
图 42：全球大米出口分布


资料来源：彭博

蝗灾

非洲自去年不断承受着极端气候灾害，有关气候助长了沙漠蝗虫肆虐，为东非带来七十年来最严重蝗灾。沙漠蝗灾更从非洲一直蔓延至印度、伊朗和巴基斯坦，并威胁中国等地。

图 43：受蝗灾影响的地区



资料来源：FAO、宝新整合

近年极端气候事件频率增加，为蝗虫的生长制造了天时地利。当中，在 2018 年 5 月和 10 月，连续两场气旋风暴(Mekunu 和 Luban)给红海沿岸沙漠蝗虫的繁殖区域带来了大量降水，使得原本处于退缩期的物种群快速繁殖，再加上从 2019 年 10 月以来，非洲之角(The Horn of Africa)遇到有史以来最为湿润的雨季，以及 12 月气旋风暴 Pawan 再次袭击非洲东海岸，带来大量异常降水，充沛的雨水和植被生长进一步加剧了虫灾的爆发。

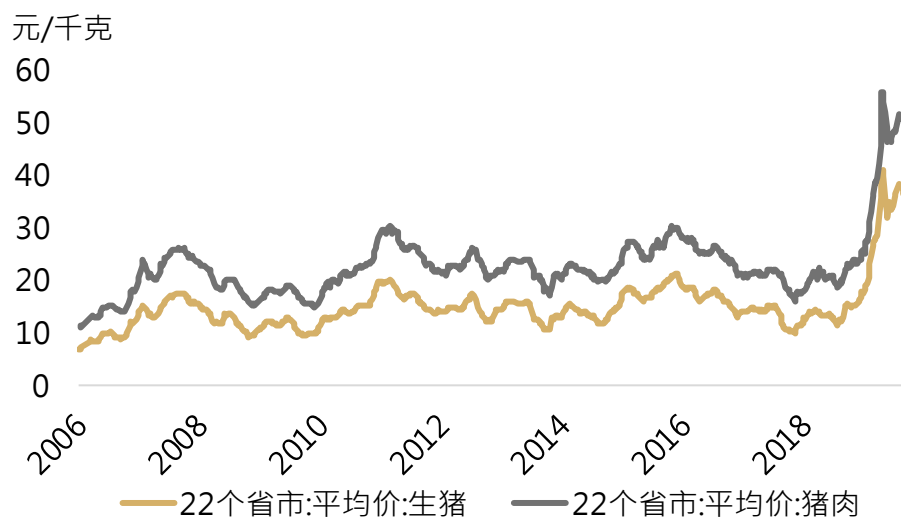
巴基斯坦因此面临严重小麦危机，此外，在 2 月初蝗虫亦已入侵印度，令粮食危机的忧虑加剧。由于蝗虫食量惊人，严重影响灾区粮食，若虫患无法有效控制，有机会在今年 6 月将进一步扩散(因为当时蝗虫的幼虫于 2 月初孵化，4 月初形成新的蝗群。如不尽快阻止将会持续制造灾祸直到 6 月，届时蝗虫数量可能将再增长 500 倍)，严重威胁到全球粮食安全。印度水稻出口占全球水稻出口量的 22%，巴基斯坦水稻占比 10.6%。倘若这场蝗灾未能受控，将对全球粮食安全构成一定威胁。

全球猪价飙升

非洲猪瘟

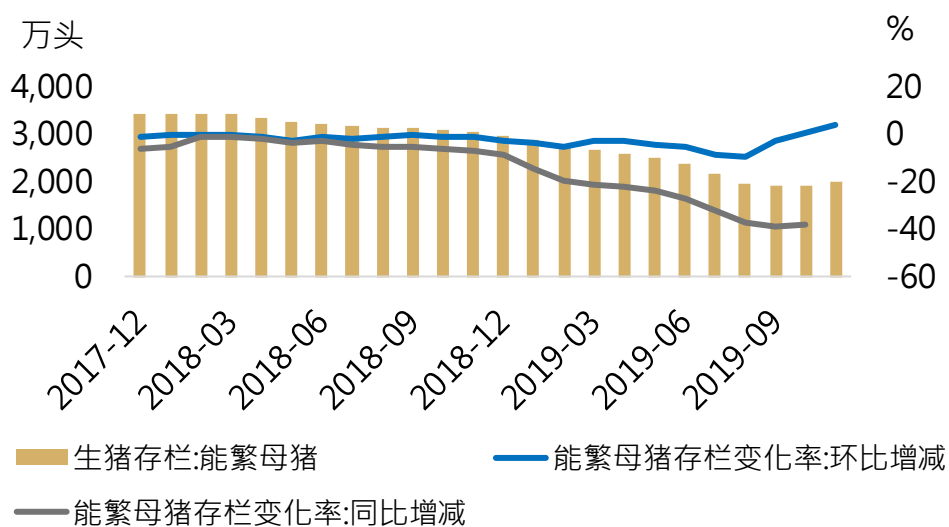
最近非洲猪瘟是指在 2018 年至 2019 年在中国大陆地区生猪感染非洲猪瘟病毒的疫情。当时，非洲猪瘟自东欧扩散后，首次进入东亚地区，期后于 2018 年 8 月 1 日在辽宁省沈阳市首次发生，随后于 2019 年更在全国多地爆发。结果生猪存栏量急降，中国生猪及猪肉价格飙升。

图 44：生猪及猪肉价格

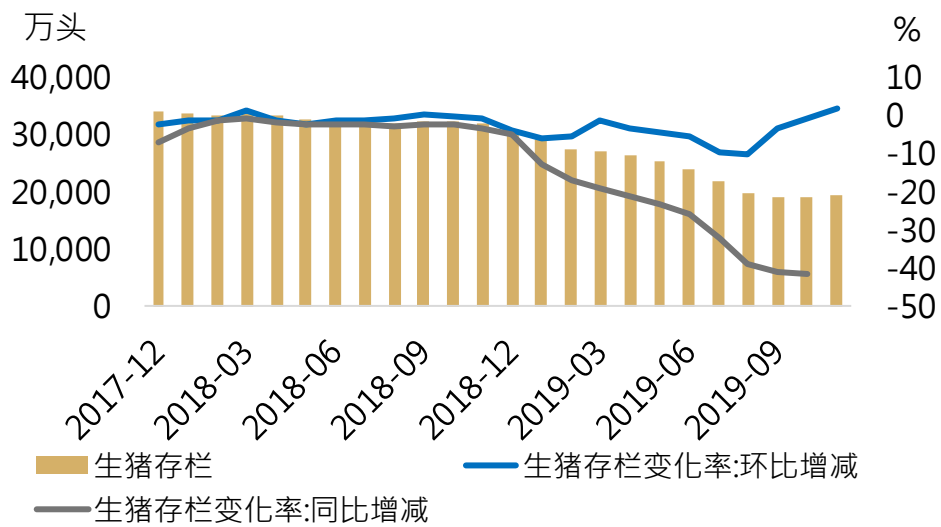


资料来源：万得、宝新整合

图 45：能繁母猪存栏数量



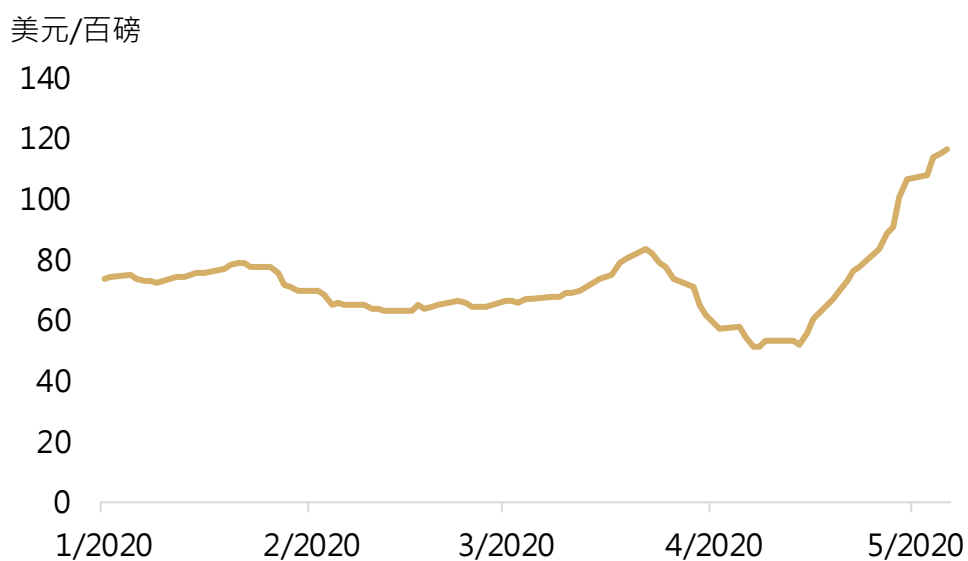
资料来源：万得、宝新整合

图 46：生猪存栏数量


资料来源：万得、宝新整合

■ 疫情导致美国猪肉价格飙升

受到疫情影响，美国宣布进入公卫紧急状态，很多州采取封城政策，各行各业都受影响。其中一个产业就是养猪业。由于美国多个主要屠宰场和肉品加工场有员工确诊，无法工作，屠宰场和肉品加工场停工，导致成猪无法送出去，养猪场猪满为患，空间严重不足。部份农人们将已长大的猪施以安乐死，以解决当时猪过剩的问题。加工厂关闭的情况导致美国猪肉出现短缺，猪肉价格飙升。

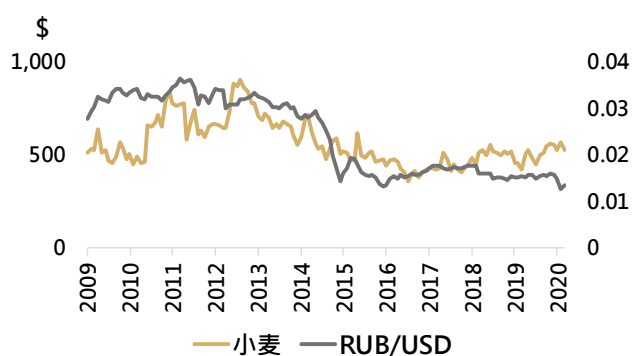
图 47：美国猪肉价格


资料来源：彭博、宝新整合

■ 2.5 美元走势

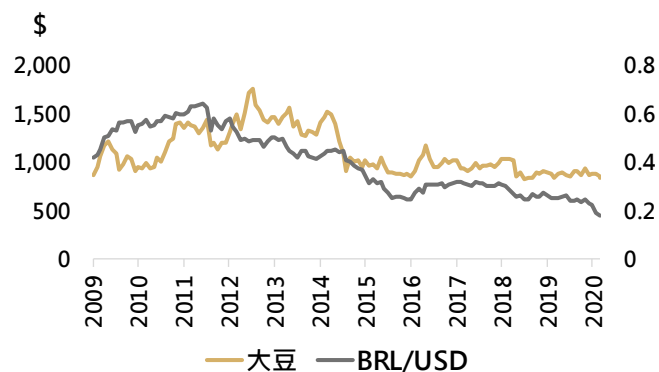
农产品价格的总体水平与主要农产品出口国货币的总体水平有着密切关系。例如，小麦价格与卢布、大豆价格和雷亚尔的关系明显。

图 48：小麦与卢布的走势



资料来源：彭博

图 49：大豆与雷亚尔的走势



资料来源：彭博

■ 美国以外的农产品生产国崛起

美国农产品产量占全球产量的比例已经下降。自 1997 年以来，美国小麦/玉米/大豆的全球占比从 11%/41%/46% 降至 7%/32%/34%。与此同时，巴西玉米产量增长了两倍，而大豆产量增长了近三倍。同期阿根廷玉米和大豆产量分别增长了 100% 和 200%。而俄罗斯和乌克兰的小麦产量则增长了近 50%。鉴于其他农产品生产国崛起，使得其货币走势成为确定作物价格的关键。

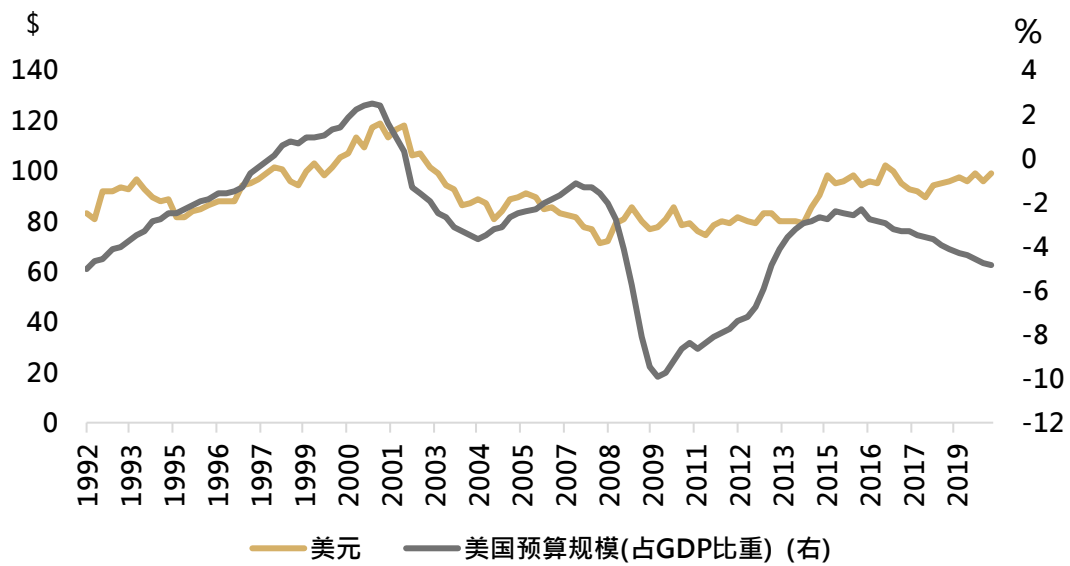
■ 历史上美元走势对农产品价格的影响

美元走势对农产品价格的影响可从历史看到，例如在 20 世纪 70 年代高通胀期间，由于美元暴跌，作物价格飙升。而由于联储局的紧缩货币政策导致通货紧缩及美元反弹，作物价格于 20 世纪 80 年代回落。同时，美元由 2002 年的高位展开多年跌浪，跌至 2008 年的 71 水平才见底，一些主要农产品出口国货币兑美元的价值向上，在经营农场成本增加的情况下，农产品价格向上的趋势在所难免。再者，美元的贬值往往导致原油美元价格上涨，进一步增加了农业生产成本，从而提高粮食价格。(虽现时石油价格处低水平，但往后价格需取决于需求降速及供应降速的比较，低石油价格并非永恒不变)。另一方面，倘美元走弱，可意味着具有较强汇率的进口国拥有更大的购买力。进口国对粮食的需求增加会导致粮食价格上涨。

■ 美元与财政赤字之相关性

一直以来，美元走势与财政赤字有着高相关性，而自 2014 年，美国财政赤字不断膨胀，美元则于 2016 年见阶段性顶部。

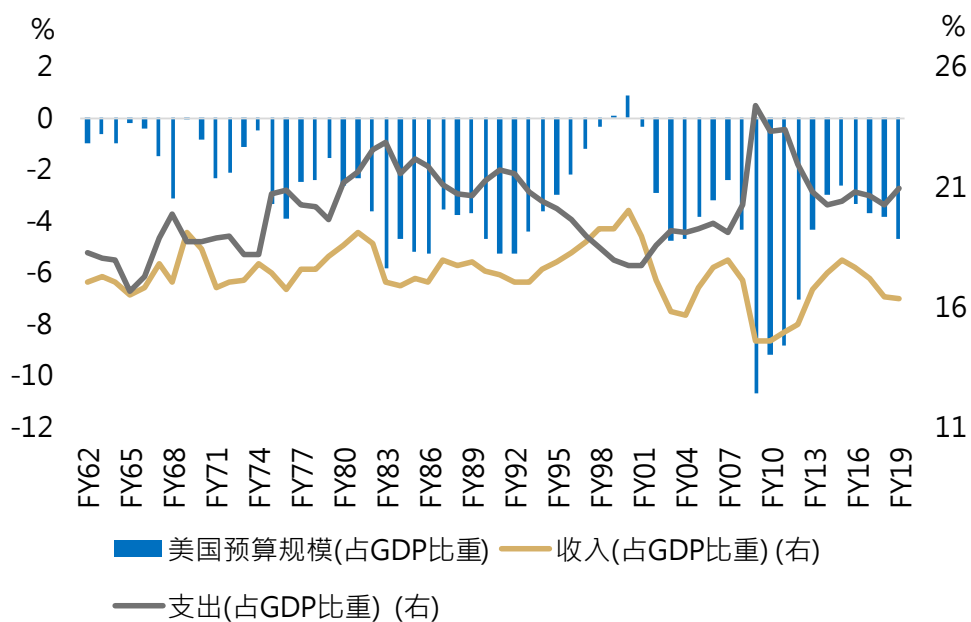
图 50：美元与财政赤字之相关性



资料来源：彭博、宝新整合

随着婴儿潮出生一代到达退休年龄，美国增加了社会保障和医疗保险上的支出，对赤字施加了压力。于 2017 年，特朗普更推出了 1.5 万亿美元的减税计划，减少了联邦税收，同时，一系列的军费和教育支出令赤字加剧。

图 51：美国历年的财政赤字

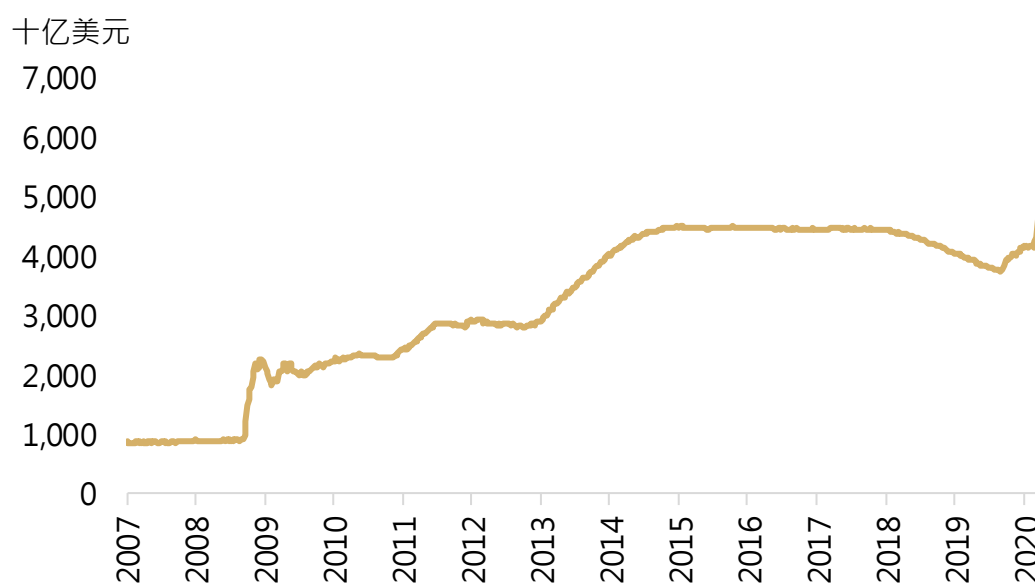


资料来源：彭博、宝新整合

- 货币超发带来滞胀风险

2020年，受疫情影响，其财政赤字将再次飙升。为应对企业倒闭以及在家工作的政策所引发的经济衰退，美国通过了2.3万亿美元的财政刺激计划，主要用于支持家庭、企业(占金额约54%)、以及州和地方政府。

图 52：美联储总资产



资料来源：彭博、宝新整合

截至4月29日，美联储资产负债表扩大至创纪录的6.66万亿美元。在全球大量印钞的情况下(尤其是美国)，货币超发为未来滞胀带来风险，而以美元计价的农产品或将有更高的配置价值。

结论

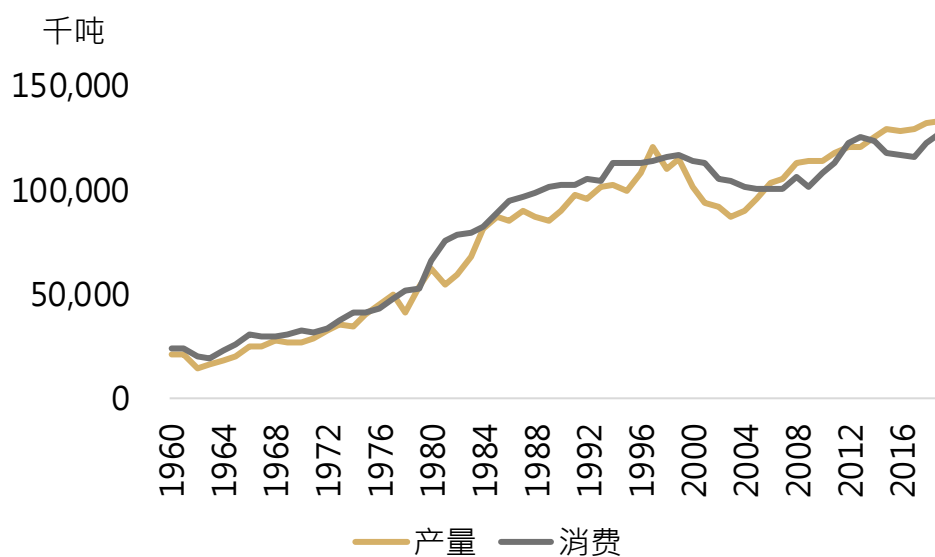
鉴于当前较高的库存，全球农业拐点尚未出现。然而，该行业对极端情况，例如干旱、洪水或疾病等因素高度敏感。由于个别农产品集中在某些地区生产，因此个别事件，例如蝗灾的事态发展值得关注，倘极端因素未受控，农产品价格可录短期急升。另外，在全球大量印钞的情况下(尤其是美国)，货币超发为未来滞胀带来风险，届时农产品或将有更高的配置价值。

3. 中国农林牧渔行业分析

■ 3.1 小麦

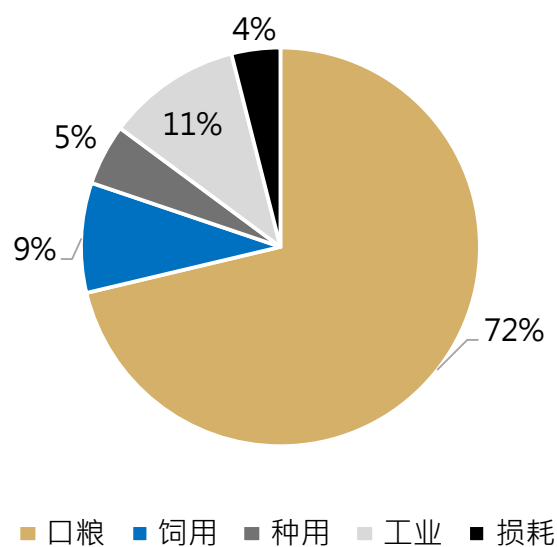
2019 年我国小麦消费 1.28 亿吨，主要用作口粮、饲用、种用、工业用，分别占 72%、9%、5%、11%。供应方面，小麦 2019 年播种面积为 2,372.7 万公顷，总产量为 1.34 亿吨。由于，库销比仍然属于高水平，因此去库存仍会持续。

图 53：我国小麦产量及消费量

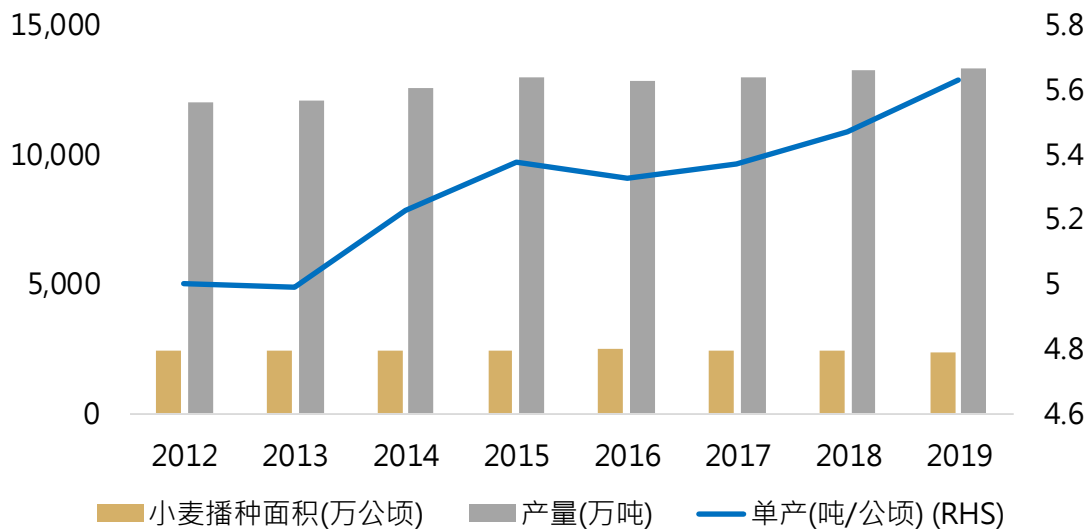


资料来源：彭博、宝新整合

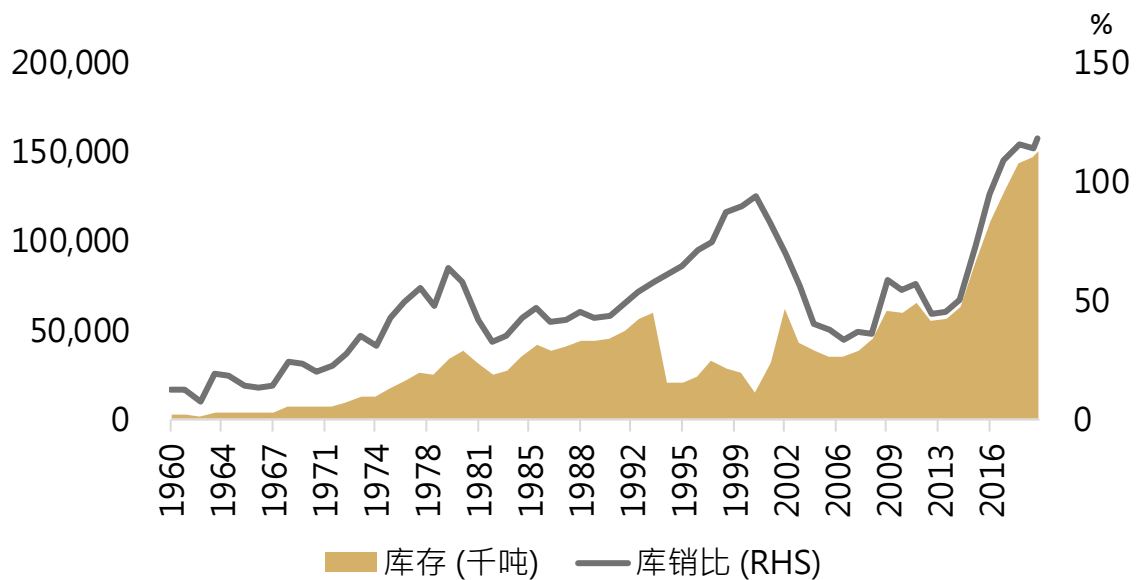
图 54：我国小麦消费结构图



资料来源：宝新整合

图 55：我国小麦产量


资料来源：彭博、农业农村部、宝新整合

图 56：我国小麦库存


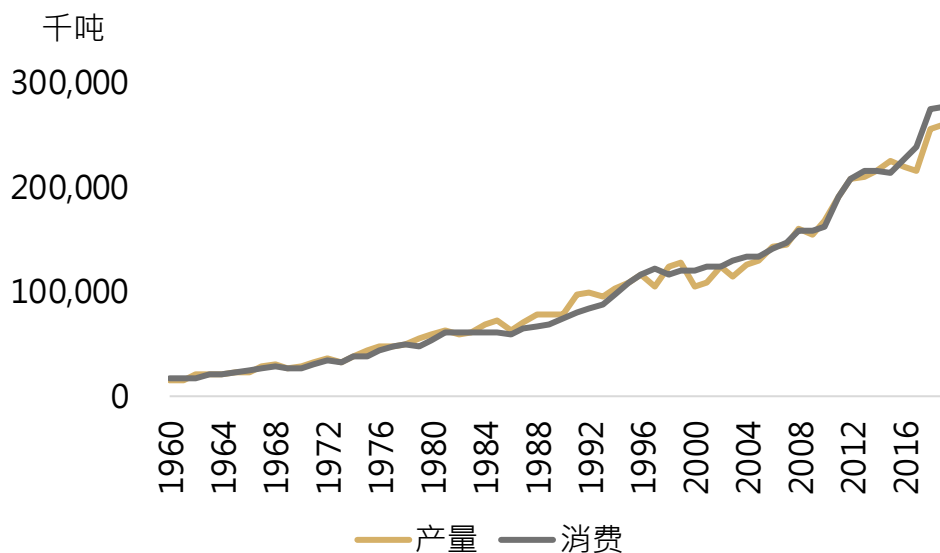
资料来源：彭博、宝新整合

2019 年我国小麦价格小幅回落，部分原因是供多于求，受非洲猪瘟影响，制粉企业开工下调，需求偏弱。展望 2020 年，小麦短期价格走势将取决于非洲猪瘟如何影响饲用消费、新冠疫情如何改变出口国出口政策、国内限量收购政策，以及草地贪夜蛾对玉米(小麦替代品)价格的影响。长期而言，考虑到小麦高库存，其价格将呈现稳定偏弱走势。

■ 3.2 玉米

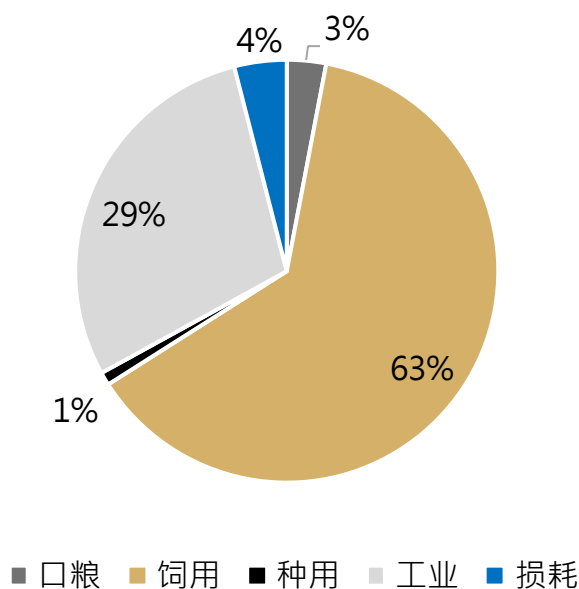
2019 年我国玉米消费 2.78 亿吨，主要用作口粮、饲用、种用、工业用，分别占 3%、63%、1%、29%。供应方面，玉米 2019 年播种面积为 4,128.4 万公顷，单产为 6.32 吨/公顷，总产量为 2.61 亿吨。

图 57：我国玉米产量及消费量

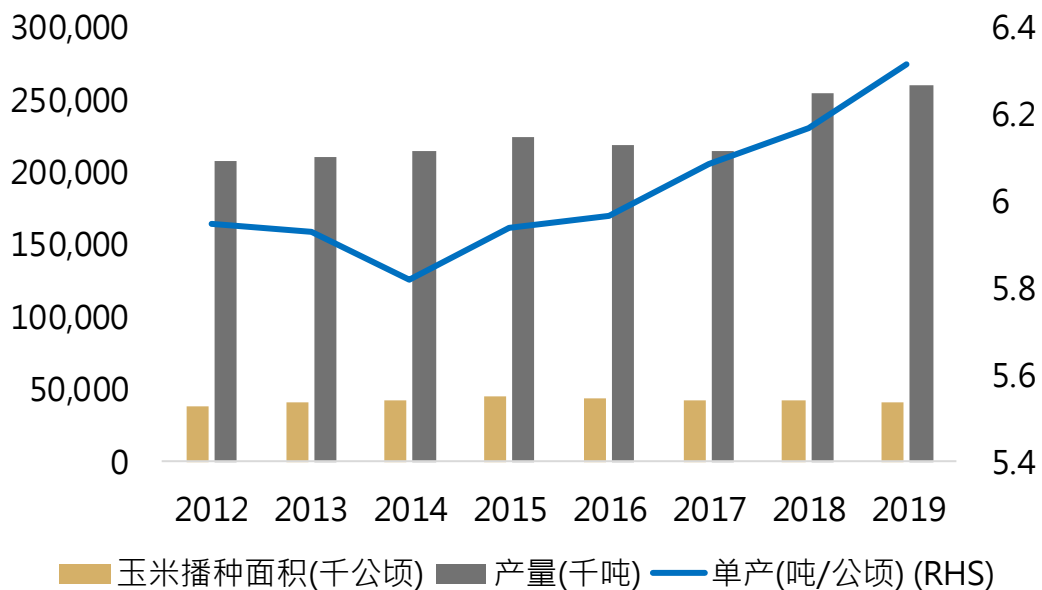


资料来源：彭博、宝新整合

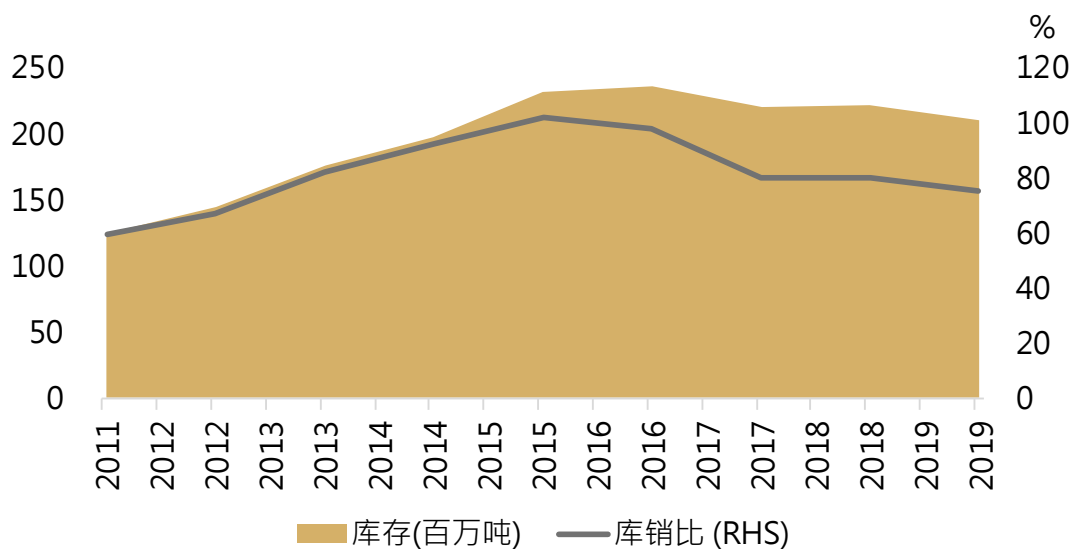
图 58：我国玉米消费结构图



资料来源：宝新整合

图 59：我国玉米产量


资料来源：彭博、农业农村部、宝新整合

图 60：我国玉米库存


资料来源：彭博、宝新整合

于 2016 年，国家取消了玉米临储政策，自此玉米库存从当时高位逐步回落。

(玉米临时收储政策始于 2007 年，初衷是鼓励主产区玉米种植，保证国家粮食安全。然而，2011 年之后，包括玉米的国际农产品价格大幅下降，而中国玉米收储价格却逐年提升，这让国内库存不断堆积，玉米出现严重供给过剩。)

同时，玉米需求将保持稳步上升。饲用占玉米消费约 6 成，从农业农村部官网可知，据对全国 400 个定点监测县数据汇总，3 月份能繁母猪存栏环比增长 2.8%，快于 1 月份的 1.2% 和 2 月份的 1.7%。自去年 10 月份以来，能繁母猪存栏已连续 6 个月增长。根据国家统计局数据，去年四季度能繁母猪存栏比三季度增加了 95 万头，今年一季度又增加了 301 万头，今年 3 月末比去年 9 月份增长 13.2%。饲用消费料随生猪数量向上。

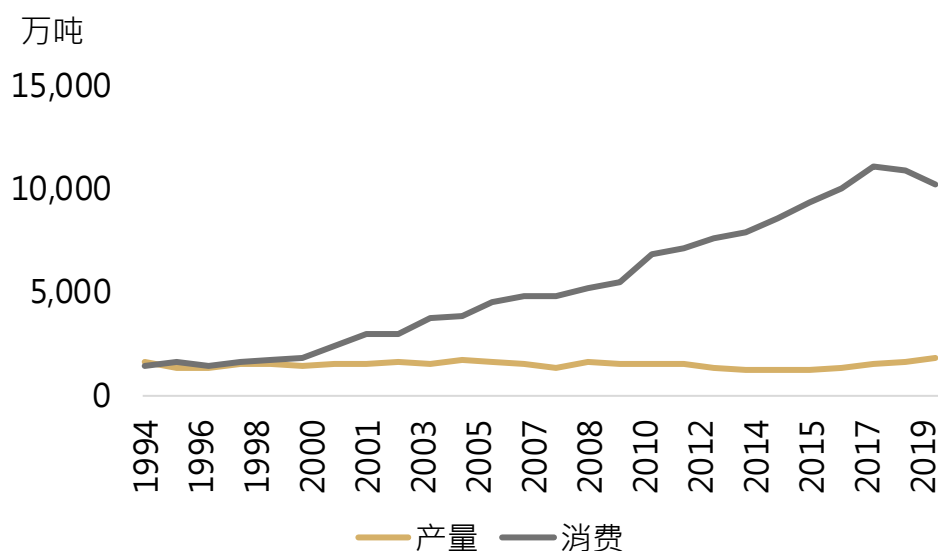
另外，2017 年 9 月 13 日，国家发展改革委、国家能源局、财政部等十五部门联合印发《关于扩大生物燃料乙醇生产和推广使用车用乙醇汽油的实施方案》，首次明确提出 2020 年，车用乙醇汽油要在全国范围内基本实现全覆盖。当时政策推出部份是为了消化我国庞大的国有玉米储备，并通过使用这种更清洁的燃料，减少汽车污染。虽然现时 10% 乙醇的混合汽油计划在玉米库存骤降、生产能力有限的背景下难以实现，但长远而言，环保仍会持续成为国内重要议题，玉米用作生物燃料的需求仍有望提升。

现在，国内玉米正处于阶段性库存低位，叠加非州猪瘟影响未来有所纾缓，玉米饲用消费有望提升，预期 2020 年玉米价格稳中有涨。展望未来，玉米供需面趋向合理匹配，价格稳步上扬。

■ 3.3 大豆

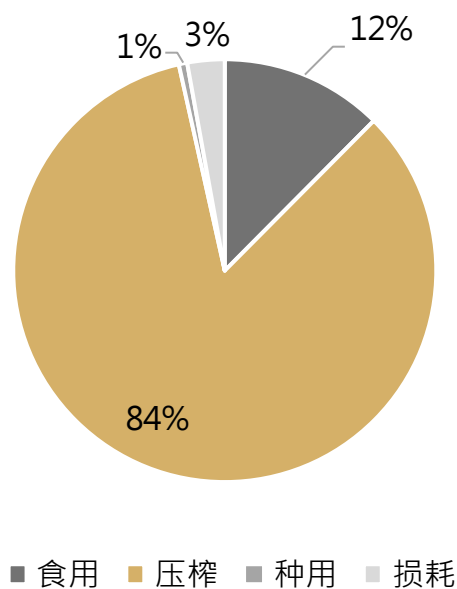
2019 年我国大豆消费 1.02 亿吨，主要用作食用、压榨、种用，分别占 12%、84%、1%。供应方面，大豆 2019 年播种面积为 933 万公顷，单产为 1.94 吨/公顷，总产量为 0.18 亿吨。

图 61：我国大豆产量及消费量

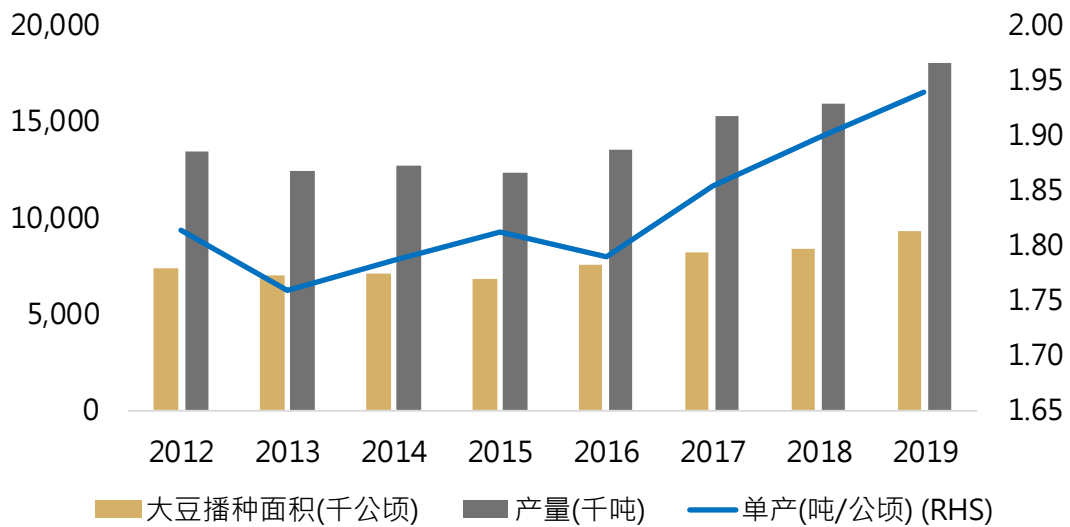


资料来源：宝新整合

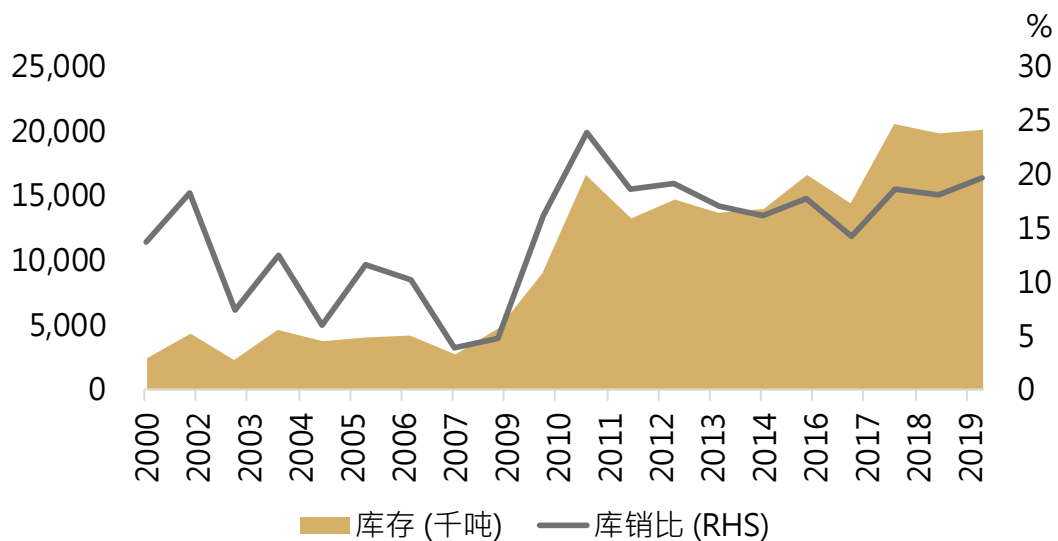
图 62：我国大豆消费结构图



资料来源：宝新整合

图 63：我国大豆产量


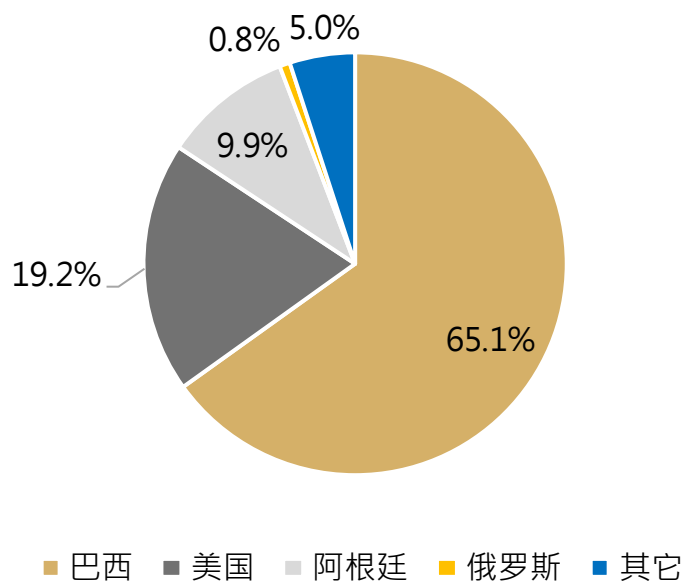
资料来源：农业农村部、宝新整合

图 64：我国大豆库存


资料来源：宝新整合

大豆是一种用作榨油的油料作物，但大豆属于土地密集型农作物，中国人口众多且人均耕地面积少，这使得中国很难扩大大豆种植面积，而且中国过往的财政支出主要投放于可以作为主食的谷类粮食，财政拨款不足直接导致中国大豆种植技术落后，单产在低位徘徊不前，相对美国、巴西等国家的高竞争性产品，我国一直依赖进口。

图 65：大豆进口分布



资料来源：宝新整合

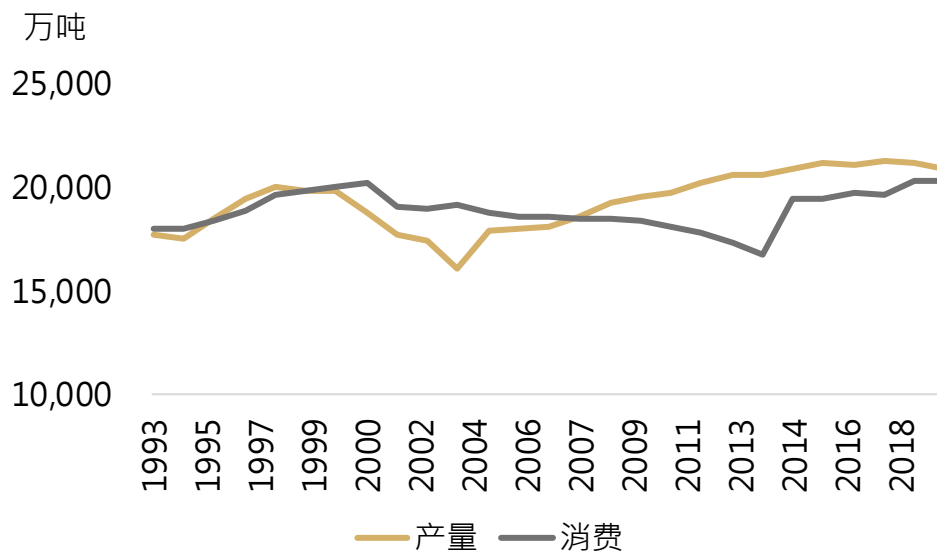
虽然面临不利因素，但为了振兴国产大豆产业，中国农业农村部在 2019 年发布《大豆振兴计划实施方案》，扩大东北、黄淮海和西南地区大豆种植面积，2019 年大豆种植面积增加了 1,000 万亩，力争到 2020 年大豆面积达到 1.4 亿亩，大豆自给水平提高 1 个百分点，2022 年达到 1.5 亿亩。展望未来，中国的大豆生产将稳步增长。同时，大豆需求将持续向上，主要受到 i) 在城镇化率提升，膳食结构改变下，肉类需求增加带动饲料需求增加，以及压榨加工消费稳定增加； ii) 健康意识提升，市民增加植物蛋白在饮食中的比例。

2019 年，中国大豆库销比为 19.7%，虽然不是处于低位，但由于大豆消费高度依赖进口，其供应易受个别地区，如巴西、阿根廷等地的政策、植物病害及极端天气影响，加上未来非州猪瘟过后豆粕需求将增加，大豆价格或将持续上扬。

■ 3.4 稻谷

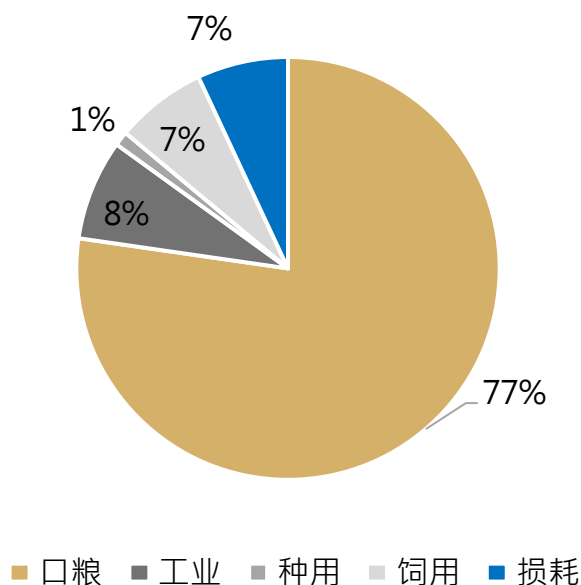
2019年我国稻谷消费2.03亿吨，主要用作口粮、工业用、种用、饲用，分别占77%、8%、1%、7%。供应方面，稻谷2019年播种面积为2,969.4万公顷，单产为7.06吨/公顷，总产量为2.09亿吨。

图 66：我国稻谷产量及消费量

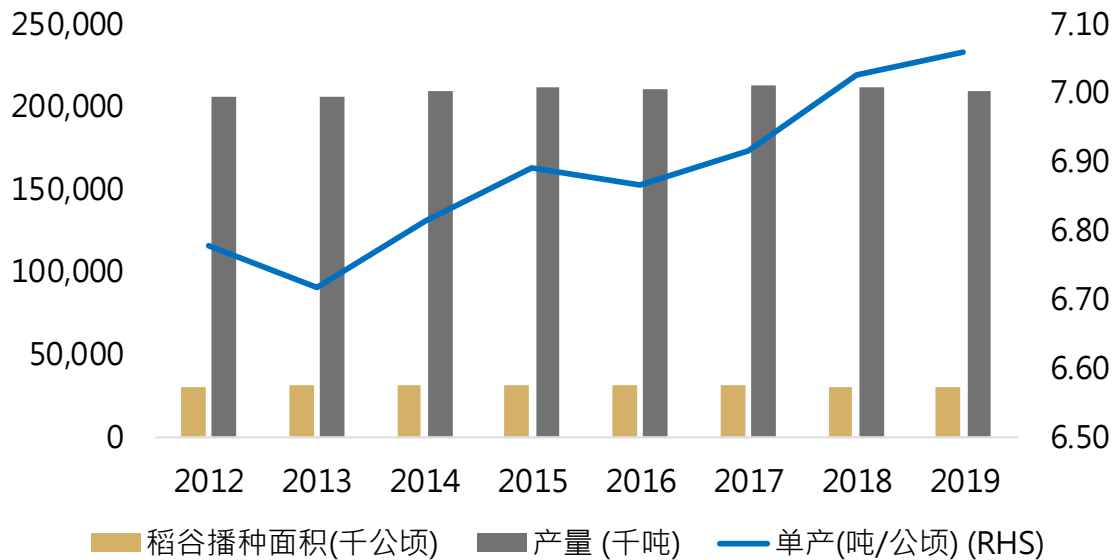


资料来源：万得、宝新整合

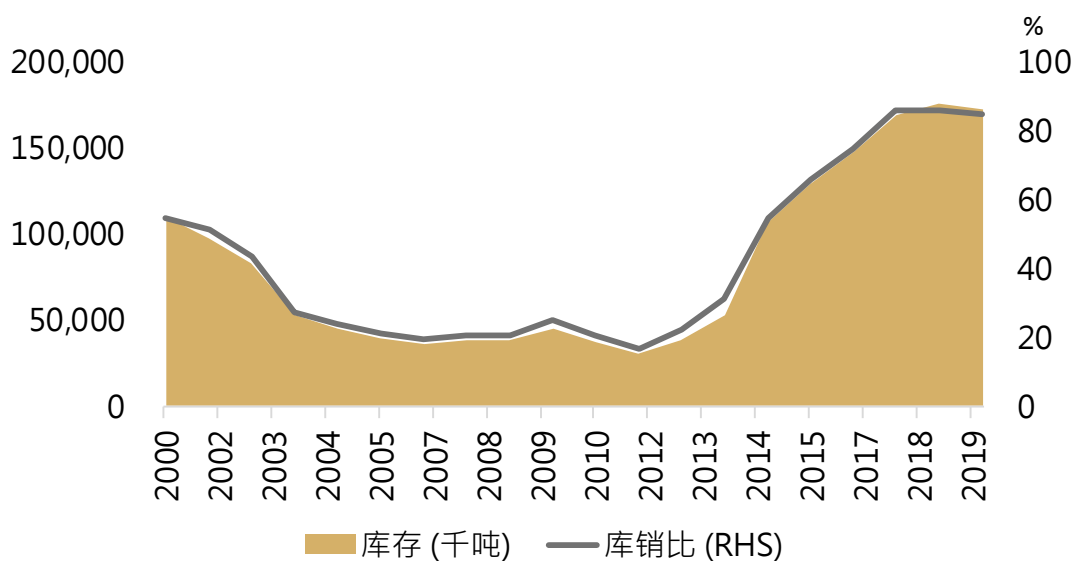
图 67：我国稻谷消费结构图



资料来源：宝新整合

图 68：我国稻谷产量


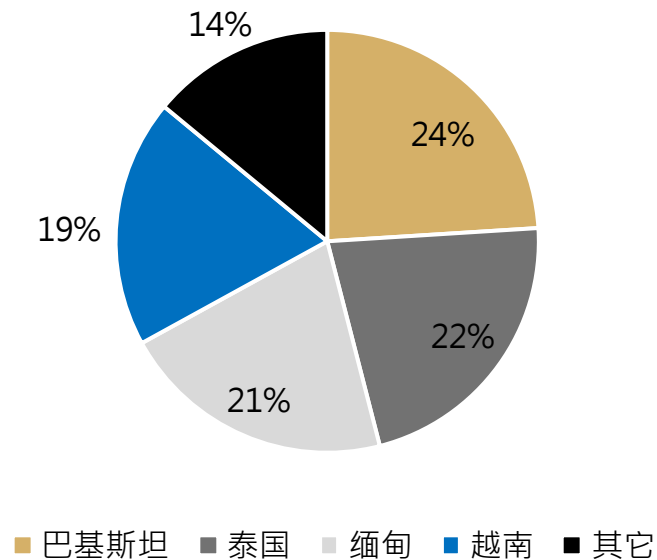
资料来源：万得、农业农村部、宝新整合

图 69：我国稻谷库存


资料来源：万得、宝新整合

稻谷在我国一直是重要粮食，在国家粮食安全政策下，以及要满足人民对不同质量和品牌大米的需求，我国在生产上保持稳定上升，同时会从巴基斯坦、泰国、缅甸、越南等地进口大米。

图 70：稻谷进口分布



资料来源：宝新整合

国家稻谷供给充足，但 2020 年部分地区却出现抢购囤积大米现象，导致价格暴涨，主因是民众对疫情过份担忧，加上受多国限制出口的政策影响，加剧了恐慌心理，因此造成短期个别地区供不应求现象。为应对疫情影响，国家提高了稻谷的最低收购价，结束了三年的下降，释放了重农抓粮的信号，并宣布恢复种植双季稻，未来会持续确保国家粮食安全得到保障。

中国稻谷库销比为 85.1%，反映供应充裕，但我们认同个别地区，如巴基斯坦、泰国等地的供应波动可随时令全球供需带来短期震荡，皆因稻谷生产地较其它农产品集中，故较易受极端灾害(如蝗灾)影响，同时亦为市场投机性活动带来机会。

投资建议

国内的农产品需求日渐增加，可归因于 i) 人均收入增加；ii) 饮食习惯改变；iii) 城镇化率提升；iv) 非洲猪瘟疫情逐渐减退，生猪存栏量见底，带动饲用需求等因素，同时库销比处于阶段性低位，当前国内农产品整体易涨难跌，加上草地贪夜蛾、蝗灾等极端情况或影响国内外农作物产量，农产品相关投资具配置价值。建议关注北大荒(600598)、苏垦农发(601952)、大北农(002385)。

4. 估值

表 2：同业估值比较

股票名称	股票号码	市值		FY19/20E	FY20/21E	FY21/22E	FY19/20E	FY20/21E	FY21/22E
		(亿元)	收市价	PE	PE	PE	PB	PB	PB
北大荒	600598.SH	304	17.1	29.3	25.8	27.2	4.1	3.8	3.5
苏垦农发	601952.SH	143	10.4	20.8	17.6	12.8	2.3	2.1	1.9
海南橡胶	601118.SH	218	5.1	72.9	51.0	NA	2.2	2.1	NA
亚盛集团	600108.SH	74	3.8	75.6	63.0	NA	NA	NA	NA
隆平高科	000998.SZ	240	18.3	65.6	40.8	30.9	3.4	3.2	NA
登海种业	002041.SZ	123	14.0	101.1	64.0	41.0	4.2	4.0	4.1
雪榕生物	300511.SZ	47	10.9	15.5	12.8	11.5	2.3	2.0	1.8
大北农	002385.SZ	412	9.8	15.9	14.3	15.5	3.4	3.0	2.7
中粮糖业	600737.SH	179	8.4	17.5	13.4	14.6	2.0	1.8	1.6
粤桂股份	000833.SZ	32	4.7	NA	NA	NA	NA	NA	NA
万洲国际	288.HK	1,062	7.2	9.0	8.6	8.2	1.4	1.3	1.2
中粮肉食	1610.HK	98	2.5	4.2	4.1	4.0	1.1	0.9	0.7
普甜食品	1699.HK	5	0.3	NA	NA	NA	NA	NA	NA
长寿花食品	1006.HK	14	2.5	NA	NA	NA	NA	NA	NA

资料来源：彭博

资料截至 2020 年 5 月 11 日

免责声明

本文件所载之资料仅作参考之用，并未顾及任何获得本档人士的特定投资目标、财务状况或其特定需要。本文件所载之资料并不构成亦不应被视为任何投资意见、或任何认购、交易或出售任何投资产品或服务之要约或招揽。本文件所载之资料是从本公司认为可靠的资料来源获得。此文件所反映之意见乃属宝新证券有限公司(「宝新证券」)之意见，且会在不通知的情况下作出更改。本公司并无就本文件所载之数据之准确性、完整性、正确性或适时性作出任何陈述或保证。另本公司毋须亦不会就任何人士使用本档或其内容承担任何责任。本档所引用之过去表现只供参考，并不是未来表现之征示。投资涉及风险。于认购本档所提及之任何产品前(如有)，阁下应咨询其财务顾问之意见。若阁下决定不作该等咨询，亦应审慎考虑本文件所载任何产品对其是否适合。除非另有书面同意，本公司并非阁下之顾问或以阁下之受托人身份行事。若干投资产品或买卖服务并非适合每一位投资者，投资者宜因应本身之投资经验、投资目标、财政资源及其他相关条件，小心衡量自己是否适合参与此等买卖。

编写本报告的分析员(们)特此声明，本报告中所表达的意见只反映分析员(们)对此公司及其证券的个人意见。分析员(们)进一步确定分析员(们)没有，也不会因本报告所表达的具体建议或意见而得到直接或间接的报酬。宝新证券及其员工、董事随时可能替数据内容所述及的公司提供投资、顾问、融资或其他服务，或买卖(不论是否以委托人身份)拥有资料中所述及公司的证券；而宝新证券的员工、董事亦可能为本文件数据内容所述及公司的董事。此档由宝新证券所提供，档并未受证券及期货事务监察委员会审阅。
