

四大粮商之 ADM： 农产品加工为核心，实现全产业链协同

ADM (Archer Daniels Midland) 是世界上最大的农业加工商和食品配料供应商之一，主要产品包括天然香料、色素、植物油、玉米甜味剂、面粉、动物饲料和生物燃料。ADM 与邦吉、嘉吉以及路易达孚并称“四大粮商”。ADM 四大主营业务包括：农业服务、油籽加工、玉米加工、营养品业务。公司股权结构较为分散，证券化特征明显，前三大股东合计持有 ADM 公司 29.02% 股权。ADM 在全球 80 个国家或地区直接控股或参股公司约 150 家。

规模有所下降，公司重整旗鼓，2018 年实现业绩回暖。(1) 营收、业绩持续下降，近年有所回升。2014-2018 年，公司营业收入由 812.01 亿美元下降至 643.41 亿美元；归母净利润由 22.48 亿美元下降至 18.10 亿美元。对比 2017 年，2018 年公司营业收入同比增长 5.78%，归母净利润同比增长 16.10%。**(2) 毛利率、净利率提升，重振公司盈利能力。**2014-2018 年，公司毛利率由 5.87% 提升至 6.50%，净利率由 2.96% 提升至 3.10%。盈利能力的提升主要由于农业、油料加工和营养品业务营业利润率明显增长，玉米加工业务盈利水平承压微幅下降。

国际油籽压榨市场稳中有升，前景巨大。(1) 全球食用油供需平衡，稳定增长。2018 年全球食用植物油产量 2.04 亿吨，全球共消费食用植物油 2.00 亿吨。预计 2019 年全球食用植物油产量同比增长 2.06%，全球食用植物油消费增速为 2.73%。**(2) 食用植物油国际贸易市场巨大。**食用油主要消费国生产缺口巨大，推动全球进出口贸易发展。2018 年，中国食用植物油缺口 1001 万吨，欧盟 808 万吨，印度 1645 万吨。**(3) 中国食用植物油消费量稳步上升，进口依赖度高。**2018 年，中国食用植物油消费量合计 3767 万吨，同比增长 2.2%，大豆总供给进口依赖度达 85.9%。

国际玉米加工市场增速波动下降趋势。全球玉米消费受产量、原油价格、贸易政策等多方因素影响，市场波动明显。USDA 预计，2019 年全球玉米消费量仅增长 0.2%，基本维持 2018 年水平。

竞争比较：(1) 嘉吉营收第一。嘉吉主营业务位居四大粮商榜首，并且连续两年实现稳定增长。**(2) ADM 净利率稳步提升。**为了实现新的营收增长点，ADM 开始布局营养产业，2018 年其营养品板块贡献了 10.08% 的营业利润。

(3) ABCD 控制全球粮油市场，邦吉集团是全球最大的油籽压榨商。ABCD 目前占到了全球 80% 的粮食交易量，几乎占据了农产品的全球运输网络，覆盖了油籽仓储、清洁、运输、压榨等各个环节。

他山之石：(1) 粮商巨擘，始于贸易。ABCD 的起步几乎都离不开贸易，之后通过兼并的形式获得农产品加工技术，从而过渡到加工领域，并慢慢开发出自己的消费级产品。**(2) 勤练内功，贵在专一。**ABCD 均将主要精力放在农业领域，非农业业务是在主营业务较成熟后才逐步进行的拓展。**(3) 敏锐洞见，适应发展。**随着国际市场的饱和，ABCD 的主营收入渐遇瓶颈，这要求他们不得不尽快寻找新的利润增长点。ADM 将目标瞄准生物燃料和营养产业，开始专注于玉米乙醇和宠物食品的研发。

ADM 的成长路径，对于中国农业公司的发展而言，同样是个重要启示，我们期待中国同样成长出世界级的农业巨头公司。

请参阅最后一页的重要声明

农林牧渔

维持

增持

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

孙金琦

sunjinqi@csc.com.cn

010-65608481

执业证书编号：S1440517050002

研究助理：王泽选

wangzexuan@csc.com.cn

发布日期：2019 年 7 月 16 日

市场表现



相关研究报告

目录

一、ADM 由点及面，打造农业全产业链帝国.....	4
二、国际贸易形势动荡，ADM 业绩承压上升.....	6
三、农产品加工为核心，实现全产业链闭环.....	9
（一）农业业务：采购、处理、运输、转售环环相扣有效支撑加工业务.....	9
（二）油籽加工：作物价值链后向延伸，业务自我扩张，实现价值最大化.....	11
（三）玉米加工：产品矩阵丰富，用途广泛，生产加工能力有待进一步提高.....	12
（四）营养品：精细深加工，客户需求为导向.....	14
四、国际油籽压榨市场稳中有升，贸易运输市场巨大.....	15
（一）全球食用植物油供需平衡、稳定增长.....	15
（二）全球食用植物油产销分布不均，国际贸易市场巨大.....	17
（三）中国为全球第一大食用植物油消费国，且进口依赖度高.....	19
五、国际玉米加工增速呈波动下降趋势.....	21
六、ABCD 四大粮商，国际粮油市场巨头.....	22
七、他山之石：贯通全产业链，延长下游产品.....	23

图表目录

图表 1：公司发展历程.....	4
图表 2：ADM 四大业务.....	5
图表 3：公司股权结构.....	6
图表 4：2014-2018ADM 营业收入及增速.....	6
图表 5：2014-2018ADM 净利润及增速.....	6
图表 6：ADM 主要财务数据.....	7
图表 7：2018 年 ADM 营业收入结构（%）.....	7
图表 8：2018 年 ADM 毛利收入结构（%）.....	7
图表 9：ADM 分产品收入拆分表.....	8
图表 10：ADM 分地区收入拆分表.....	9
图表 11：ADM 农业服务营业利润.....	10
图表 12：ADM 农产品业务每日储存能力.....	10
图表 13：ADM 全球运输设备一览.....	10
图表 14：ADM 油籽加工营业利润.....	11
图表 15：ADM 油籽加工业务价值链后向延伸.....	12
图表 16：2014-2018 年 ADM 油籽加工总量（万吨）.....	12
图表 17：2018 年 ADM 油籽加工业务每日产量（万吨）.....	12
图表 18：ADM 玉米加工营业利润.....	13

图表 19: ADM 玉米加工业务产品一览.....	13
图表 20: 2014-2018 年 ADM 玉米加工总量 (万吨)	14
图表 21: 2014-2018 ADM 玉米加工业务每日产量 (万吨)	14
图表 22: ADM 营养品营业利润.....	14
图表 23: 营养品产品矩阵	14
图表 24: 全球食用植物油产量趋势变化 (万吨)	16
图表 25: 2018 年全球食用植物油产量结构	16
图表 26: 主要国家食用植物油产量情况 (万吨)	16
图表 27: 2017、2018 年全球食用植物油消费情况 (万吨)	17
图表 28: 主要国家食用植物油消费缺口 (生产量-消费量, 万吨)	17
图表 29: 全球主要食用植物油出口情况 (万吨)	18
图表 30: 全球棕榈油进口量 (万吨)	18
图表 31: 全球豆油进口量 (万吨)	19
图表 32: 全球菜籽油进口量 (万吨)	19
图表 33: 中国食用植物油消费趋势变化 (万吨)	20
图表 34: 2018 年中国食用植物油消费结构	20
图表 35: 中国大豆与豆油平衡表 (万吨)	20
图表 36: 中国油菜籽与菜籽油平衡表 (万吨)	21
图表 37: 全球玉米消费情况 (亿吨)	21
图表 38: 全球玉米出口情况 (亿吨)	21
图表 39: 玉米主要进出口国家贸易量 (万吨)	22
图表 40: ABCD 营收 (亿美元)	23
图表 41: ABCD 净利润 (亿美元)	23

一、ADM 由点及面，打造农业全产业链帝国

农业加工领域的全球领导者。ADM（Archer Daniels Midland）是世界上最大的农业加工商和食品配料供应商之一，主要产品包括天然香料、色素、植物油、玉米甜味剂、面粉、动物饲料和生物燃料。它的前身为1902年在美国成立的Daniels Linseed公司；1923年，Daniels Linseed公司收购Midland Linseed Products Company，并更名为ADM。目前，ADM拥有约4万名员工，为近200个国家的客户提供服务，拥有约450个作物采购地点，330多个食品和饲料原料生产车间，62个创新中心和世界首屈一指的运输网络。ADM与邦吉、嘉吉以及路易达孚并称“四大粮商”。2018财年，ADM营业收入643.4亿美元，净利润达18.1亿美元。

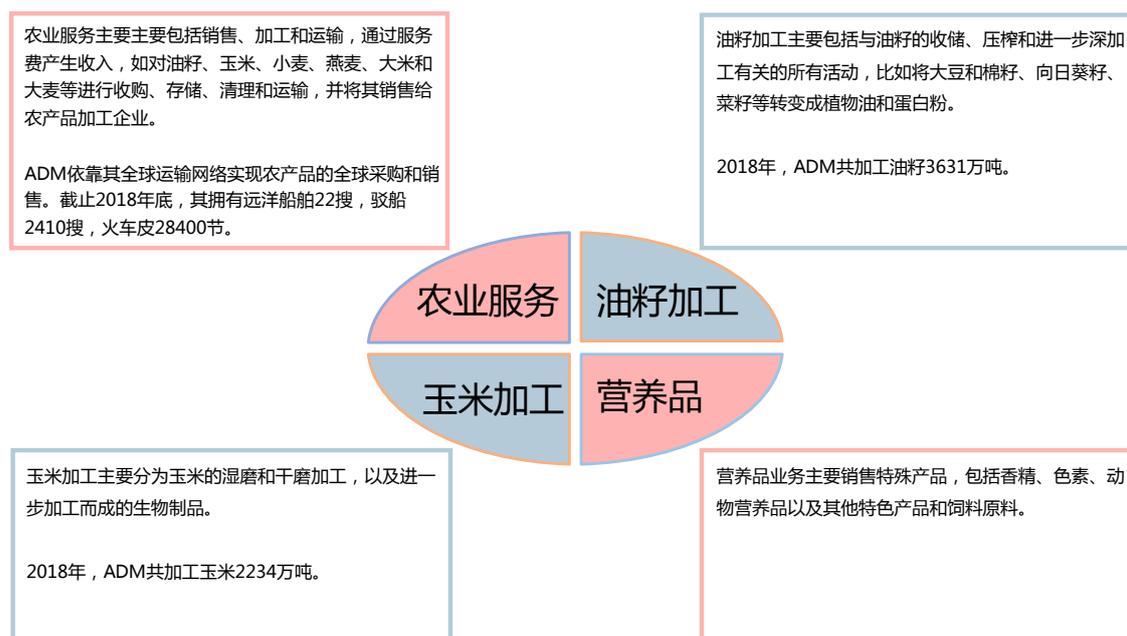
ADM从最初单一的亚麻籽压榨业务，发展到1953年，已经基本形成以油籽、大豆、面粉和饲料加工业务为主的多元化业务结构，成为当时美国主要的农产品加工企业；1954年ADM进入化工领域，但化工业务连年亏损，公司很快做出调整，于1967年剥离化工业务，专注农产品加工业务，并于当年购买三十艘驳船船队，开启运输业务。70年代初，在收购了数家玉米加工行业的公司后，ADM获得干法、湿法加工玉米技术，开始进入玉米深加工领域。1978年，ADM改建饮料厂，进入乙醇加工业务，这宣告着ADM正式切入生物能源领域，1980年成立工业事业部；目前，玉米加工业务为ADM重要的一大板块，其已经成为世界上最大的玉米乙醇和生物柴油生产商之一。1986年以来，ADM大大加快了全球市场的开发，截止2018年，其业务已经遍布全球近200个国家。

图表 1：公司发展历程

第一阶段 (1902-1924) 初期发展并上市	第二阶段 (1925-1953) 进入多种农产品加工领域	第三阶段 (1954-1966) 进入化工领域
<ul style="list-style-type: none"> ◆ 1902年：Daniels Linseed在美国Minneapolis成立，主要开展亚麻籽破碎业务 ◆ 1923年：Archer-Daniels Linseed收购Midland Linseed Products，并成立ADM ◆ 1924年：在纽交所上市 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 1925年：建立第一个混凝土粮仓 ◆ 1927年：收购Armour，组建粮食部门 ◆ 1929年：收购Werner G. Smith，进入大豆压榨领域 ◆ 1924年：收购Commander Larabee，进入面粉业务 ◆ 1933年：进入饲料业务 ◆ 1934年：采用溶剂浸出法萃取豆油 ◆ 1939年：在伊利诺伊州开始建设当时世界最大的溶剂浸出工厂 ◆ 1940年：将亚麻籽油和大豆毛油加工成数百种不同产品 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 1954年：并购美国工业化学品公司树脂部，进入化工业务 ◆ 1957年：开展大豆分离蛋白业务 ◆ 1963年：首次直接出口到墨西哥湾沿岸，在墨西哥湾建立了出口终端 ◆ 1966年：开始生产大豆组织蛋白
第四阶段 (1967-1985) 剥离化工，专注农产品，建立全球运输网络	第五阶段 (1986-至今) 全球扩展与产业链整合	
<ul style="list-style-type: none"> ◆ 1967年：剥离化工业务，专注农产品加工；购买三十艘驳船船队，开始运输业务 ◆ 1969年：总部迁移至迪凯特 ◆ 1971年：收购Corn Sweeteners，进入玉米深加工业务 ◆ 1972年：成立American River公司 ◆ 1974年：在欧洲和南美洲收购了第一批大豆加工厂；建立首个欧洲和南美加工基地 ◆ 1978年：改建饮料厂，进入乙醇加工业务 ◆ 1979年：成立卡车运输部 ◆ 1980年：成立工业油事业部 ◆ 1983年：在香港建立亚太分公司 ◆ 1985年：建立ADM/GROWMARK 河流系统公司 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 1986年：收购德国和荷兰的联合利华工厂，开启欧洲扩张 ◆ 1991年：开展柠檬酸业务 ◆ 1992年：在德国建立菜籽油的生物柴油工厂，进入生物柴油领域 ◆ 1994年：投资新加坡丰益控股，与中粮集团、丰益控股合资在中国建立张家港东海粮油；开启亚洲扩张 ◆ 1995年：在大连建设动物饲料预混料厂 ◆ 1997年：收购W.R.Grace公司可可加工业务，进入可可加工业务；开启巴西市场的扩张 ◆ 1999年：成立大米公司，进入大米业务 ◆ 2001年：开通E-ADM网站，进入信息服务业务 ◆ 2014年：收购WILD Flavors公司，进入香料业务；开启印度市场的扩张 ◆ 2015年：扩大在中国漳州的饲料预混料厂建设 ◆ 2017年：收购Crosswind Industries，进入宠物食品领域 ◆ 2018年：收购益生菌供应商Probiotics International Limited，进入健康领域 ◆ 2019年：与嘉吉合资成立GrainBridge LLC，布局农业信息一体化平台 	

资料来源：公司官网 中信建投研究发展部

ADM 四大业务：农业服务、油籽加工、玉米加工、营养品业务。2018 年，ADM 对其业务分类进行了小调整，目前主要分为四大板块。农业服务主要包括收购、存储、清理和运输油籽、玉米、小麦等农产品，通过服务费产生收入；油籽加工主要包括与油籽的收储、压榨和进一步深加工有关的所有活动；玉米加工主要分为玉米的湿磨和干磨加工，以及进一步加工而成的生物制品；营养品业务主要销售特殊产品，包括香精、色素、动物营养品以及其他特色产品和饲料原料。

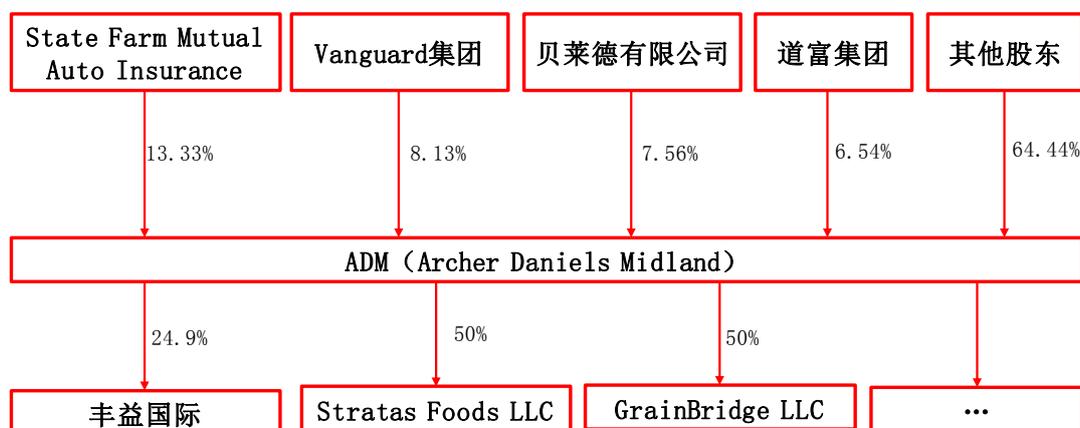
图表 2：ADM 四大业务


资料来源：公司年报 中信建投研究发展部

公司股权结构较为分散，证券化特征明显。公司第一大股东为美国国家农场相互汽车保险公司（State Farm Mutual Automobile Insurance），其与下属子公司共持有 ADM 公司 13.33% 股权。该公司从汽车保险起家，目前已经成为涵盖保险、银行和投资业务的综合性金融公司。ADM 第二大股东为世界知名基金公司先锋集团（Vanguard Group），合计持有 8.13% 股权。贝莱德（Blackrock）持有 ADM 公司 7.56% 股权，为第三大股东。前三大股东合计持有 ADM 公司 29.02% 股权，股权结构较为分散，符合美国早期上市公司的特征，证券化明显。

ADM 在全球 80 个国家或地区直接控股或参股公司约 150 家。ADM 每年都会在全球并购或者收购公司，截止 2019 年 3 月，其参股或控股的子公司约 150 家，分布在全球 80 个国家或地区。ADM 拥有新加坡上市公司丰益国际（Wilmar International）24.9% 的股权，丰益国际是一家领先的农业综合企业集团，在亚洲从事油棕种植、油籽压榨、食用油精炼、糖业务碾磨和精炼、特种脂肪、油脂化学品、生物柴油和肥料制造，以及谷物加工业务，旗下拥有“金龙鱼”、“欧丽薇兰”、“胡姬花”、“香满园”等品牌。ADM 近几年快速布局营养健康领域，从 2016 年起，在全球收购了数家从事相关业务的公司，逐步进入膳食营养补充剂和宠物食品行业。2019 年 3 月，ADM 与另一家“四大粮商”嘉吉合资成立 GrainBridge LLC，开始研发农业信息一体化平台，未来或将农业生产和营销信息统一整合至单一的数字平台。

图表 3：公司股权结构



资料来源：彭博 公司公告 中信建投研究发展部

二、国际贸易形势动荡，ADM 业绩承压上升

营收、业绩持续下降，近年有所回升。2014-2018 年，公司营业收入由 812.01 亿美元下降至 643.41 亿美元；归母净利润由 22.48 亿美元下降至 18.10 亿美元。对比 2017 年，2018 年公司营业收入同比增长 5.78%，归母净利润同比增长 16.10%。2019Q1 营收为 153.04 亿美元，同比下降 1.43%；归母净利润 2.33 亿美元，同比下降 40.71%。

作为以农产品为基础的企业，公司经营成果受到各种市场因素的影响。2014-2017 年公司经历连续三年业绩滑坡主要原因包括：（1）世界粮食储备达到历史最高水平，全球农产品供大于求，限制了销售机会，减少了对北美粮食出口的需求；（2）美元兑全球货币持续走软导致利润压力和北美出口量下降等不利因素。

2018 年，全球贸易紧张局势升级，美国宣布对中国进口美国大豆征收关税。公司在市场动荡的情况下营业总收入在连续三年下降后首次出现增长，主要受益于（1）饲料的强劲需求带动市场销售量和利润率上升，大宗商品的强劲基础吨寸拉动利润率上升；（2）大豆产量减少，需求持续升高，导致油籽压榨市场利润销量齐增；（3）玉米和豆粕的增长驱动公司总体销售量和销售价格的同步增长。

图表 4：2014-2018ADM 营业收入及增速



资料来源：Bloomberg 中信建投证券研究发展部

图表 5：2014-2018ADM 净利润及增速



资料来源：Bloomberg 中信建投证券研究发展部

毛利率、净利率提升，重振公司盈利能力。2014-2018年，公司毛利率分别为5.87%、5.86%、5.80%、5.78%、和6.50%，净利率分别为2.96%、2.40%、2.03%、2.29%和3.10%。2018年毛利率在连续三年下降后重新出现增长，净利率近年连续增长，盈利能力的提升主要由于农业、油料加工和营养品业务营业利润率明显增长，玉米加工业务盈利水平承压微幅下降。

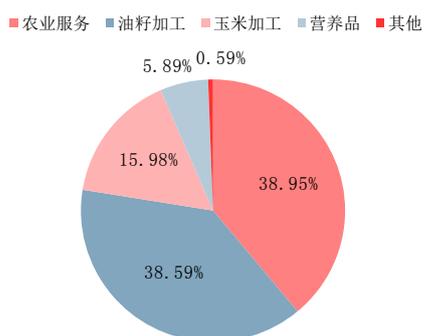
期间费用率连年上升。公司近年来费用率逐年增加，2014-2018年费用率分别为2.38%、3.01%、3.18%、3.25%和3.36%。费用率的增加主要来自于工资、绩效补偿、养老金和相关项目费用的增加，同时公司近年来着手于业务转型，加大对IT、研究开发和创新业务的投入，从而导致费用率连续上升。

图表 6：ADM 主要财务数据

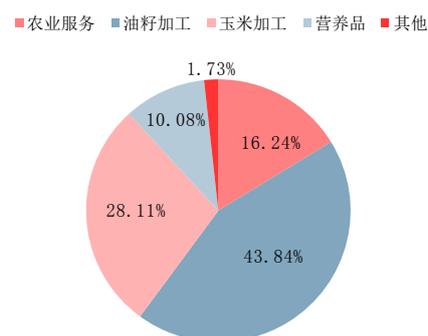
	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019Q1
总收入（亿美元）	812.01	677.02	623.46	608.28	643.41	153.04
同比（%）	-9.58	-16.62	-7.91	-2.43	5.78	-1.43
归母净利润（亿美元）	22.48	18.49	12.79	15.59	18.10	2.33
同比（%）	67.51	-17.75	-30.83	21.89	16.10	-40.71
综合毛利率（%）	5.87	5.86	5.80	5.78	6.50	6.06
净利润率（%）	2.96	2.40	2.03	2.29	3.10	1.53
净资产收益率（%）（摊薄）	11.48	10.30	7.50	8.74	9.55	1.24
费用率合计	2.38	3.01	3.18	3.25	3.36	4.31

资料来源：Bloomberg 中信建投研究发展部

分品类来看，公司主营业务包括农业服务、油籽加工、玉米加工和营养品业务。2018年农业服务、油籽加工、玉米加工和营养品服务分别占总收入的38.95%、38.59%、15.98%和5.89%。从营业利润结构来看，油籽加工业务利润贡献最高占43.84%，是公司的主要利润来源，农业服务、玉米加工和营养品业务利润贡献分别为16.24%、28.11%和10.08%。

图表 7：2018年ADM营业收入结构（%）


资料来源：Bloomberg 中信建投证券研究发展部

图表 8：2018年ADM毛利收入结构（%）


资料来源：Bloomberg 中信建投证券研究发展部

1、农业服务业务营收占比最高，利润率最低。2018年农业服务板块营收规模达到250.60亿美元，同比增长3.88%，占总营收比重为38.95%，在四大业务中占比最高。2018年公司农业服务业务营业利润率为2.18%，较2017年微幅上涨0.51pct，属主营业务中利润率最低的板块。得益于饲料需求强劲和大宗商品的强势基础头寸，2018年农业服务业务利润率有所上升。

2、油籽加工业务劲头强势，业务利润贡献占比最高。2018 年油籽加工业务营收规模达到 248.31 亿美元，同比增长 10.91%，占总营收比重为 38.59%。2018 年公司油籽加工业务营业利润率为 5.94%，营业利润 14.74 亿美元，贡献了 43.84% 的营业利润。油籽加工板块的高营业利润得益于 2018 年阿根廷气候干燥导致大豆产量下降，同时全球豆粕需求依然旺盛，并且成品油需求高、毛利高，生物柴油毛利也有所升高。

3、玉米加工业务需求高、价格稳定，利润贡献表现良好。2018 年公司玉米加工业务收入为 102.79 亿美元，同比下降 1.22%，占总营收比重为 15.98%。2018 年公司玉米加工业务营业利润率为 9.19%，营业利润 9.45 亿美元，以 15.98% 的营业收入贡献了 28.11% 的营业利润。2018 年，全球淀粉和甜味剂需求依然强劲，产品价格稳定。乙醇产品在美国本土及出口市场仍维持较高的需求和稳定的价格，但利润略微下滑。

4、营养品业务占比逐年升高。2014-2018 年公司营养品业务收入由 13.68 亿美元增加至 37.90 亿美元，CAGR 达 29%，是近几年四大主营业务中业绩唯一保持持续上涨的板块。2018 年营养品板块营业利润率为 8.94%，营业利润 3.39 亿美元，以 5.89% 的营业收入贡献了 10.08% 的营业利润，预计未来将成为公司盈利的主要业务部门。

图表 9：ADM 分产品收入拆分表

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
农业（亿美元）	362.88	296.82	278.93	241.24	250.60
同比(%)	-10.01	-18.20	-6.03	-13.51	3.88
占比(%)	44.69	43.84	44.74	39.66	38.95
营业利润率(%)	2.87	2.41	2.16	1.67	2.18
其中：销售（亿美元）	322.08	259.57	246.09	239.15	248.16
研磨（亿美元）	38.15	34.79	30.60		
运输（亿美元）	2.65	2.46	2.24	2.09	2.44
油籽加工（亿美元）	304.79	249.61	219.54	223.88	248.31
同比(%)	-9.57	-18.10	-12.05	1.98	10.91
占比(%)	37.54	36.87	35.21	36.81	38.59
营业利润率(%)	4.72	6.31	3.97	3.69	5.94
其中：研磨加工（亿美元）	185.42	155.97	140.34	141.71	169.43
精炼、包装、生物柴油和其他（亿美元）	119.37	93.64	79.20	82.17	78.88
玉米加工（亿美元）	122.82	99.95	107.15	104.06	102.79
同比(%)	-11.06%	-18.62	7.20	-2.88	-1.22
占比(%)	15.13	14.76	17.19	17.11	15.98
营业利润率(%)	9.35	6.48	7.57	10.36	9.19
其中：淀粉和甜味剂（亿美元）	37.67	37.13	64.13	65.65	66.96
生物制品（亿美元）	85.15	62.82	43.02	38.41	35.83
营养品业务（亿美元）	13.68	24.07	35.23	35.23	37.90
同比(%)		75.95	46.36	0.00	7.58
占比(%)	1.68	3.56	5.65	5.79	5.89
营业利润率(%)	14.99	11.63	8.12	8.86	8.94
其中：特殊食品类（亿美元）	13.68	24.07	24.66	23.67	25.17
动物营养类（亿美元）			10.57	11.56	12.19

其他业务 (亿美元)	3.30	4.01	4.08	3.87	3.81
同比(%)		21.52	1.75	-5.15	-1.55
占比(%)	0.41	0.59	0.65	0.64	0.59
营业利润率(%)	23.94	13.97	32.84	13.18	15.22

资料来源: Bloomberg 中信建投研究发展部

分地区来看,美国收入占比最高。2018年美国、瑞士、德国和其他地区实现营业收入287.26、129.11、21.79和148.01亿元,收入占比分别为44.65%、20.07%、3.39%和23%。美国、德国和其他国外地区在2018年均取得了收入的增长,瑞士地区2018年营业收入有所下降。公司预计将在未来几年大力开拓新兴市场,拓展公司业务格局。

图表 10: ADM 分地区收入拆分表

	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
美国 (亿美元)	396.09	318.28	294.19	278.94	287.26
同比(%)	-4.39	-19.64	-7.57	-5.18	2.98
占比(%)	48.78	47.01	47.19	45.86	44.65
瑞士 (亿美元)	101.18	116.81	134.13	140.95	129.11
同比(%)	-3.33	15.45	14.83	5.08	-8.40
占比(%)	12.46	17.25	21.51	23.17	20.07
德国 (亿美元)	71.74	34.36	23.41	20.90	21.79
同比(%)		-52.10	-31.87	-10.72	4.26
占比(%)	8.83	5.08	3.75	3.44	3.39
其他地区 (亿美元)	190.87	163.01	135.56	125.60	148.01
同比(%)	-31.54	-14.60	-16.84	-7.35	17.84
占比(%)	23.51	24.08	21.74	20.65	23.00

资料来源: Bloomberg 中信建投研究发展部

三、农产品加工为核心, 实现全产业链闭环

(一) 农业业务: 采购、处理、运输、转售环环相扣有效支撑加工业务

农业服务经营利润增长35%。2018年公司农产品服务业务总营业利润达5.46亿美元,同比上升35.15%。其中农业销售营业利润4.42亿美元,同比增长38.99%;运输部分实现营业利润1.04亿美元,同比增长20.93%。销售和运输营业利润较去年增长显著是由于大豆和饲料价值链的产量增加、利润率高、机会增加,全球贸易取得了强劲的成果。此外,运输营业利润上升主要是由于运费上涨。

图表 11：ADM 农业服务营业利润

	2018	2017	同比 (%)
农业服务营业利润 (亿美元)			
其中：销售	4.42	3.18	38.99
运输	1.04	0.86	20.93
总计	5.46	4.04	35.15

资料来源：公司年报 中信建投研究发展部

公司收储网点布局全球，对冲季节性、区域性环境波动。农业业务始于收储业务，公司世界各地共 450 个采购点中直接收购油籽、玉米、小麦、玉米、燕麦、大米和大麦等原材料，转售或储存在其遍布全球的 200 多个仓库中。公司采取垂直整合的业务模式，因此易受上游产业价格波动和原材料供应的影响，对此公司在世界各地建立了 450 个粮食采购点（美国 276 家，其他地区 174 家），271 个加工点（美国 148 家，其他地区 123 家），以此来对抗季节性和区域性的环境波动，避免产生对供应商的依赖。截至 2018 年，公司农产品业务每日储存能力达 1500 万吨。

图表 12：ADM 农产品业务每日储存能力

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
农产品业务 (万吨)	1,428.30	1,492.10	1,678.30	1,679.50	1,500.40
北美洲	1,319.00	1,366.90	1,473.70	1,473.30	1,280.40
南美洲	47.70	47.70	84.20	89.80	89.50
欧洲	61.60	77.50	120.40	116.40	130.50

资料来源：公司年报 中信建投研究发展部

物流业务编织全球运输网络。公司近年不断拓展运输网络，截至 2018 年公司在全球拥有 2410 艘驳船，28400 节铁路车皮，600 辆卡车，1300 辆拖车，104 艘船只和 22 艘远洋船舶。农业部门强大的粮食采购、处理和运输网络为公司的加工业务提供可靠和高效的服务。

图表 13：ADM 全球运输设备一览

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
驳船	2,600	2,500	2,460	2,310	2,410
公司所有	2100	2000	1900	1800	1800
公司租赁	500	500	560	510	610
铁路车皮	28,100	28,200	28,600	28,300	28,400
公司所有	13500	13400	13100	12300	12000
公司租赁	14600	14800	15500	16000	16400
卡车	600	600	590	560	600
公司所有	300	200	250	290	360
公司租赁	300	400	340	270	240
拖车	1,300	1,410	1,320	1,430	1,390
公司所有	1300	1300	1200	1300	1200
公司租赁		110	120	130	190
船只				110	104

公司所有				100	100
公司租赁				10	4
远洋船舶	41	31	31	25	22
公司所有	9	10	10	10	10
公司租赁	32	21	21	15	12

资料来源：公司年报 中信建投研究发展部

（二）油籽加工：作物价值链后向延伸，业务自我扩张，实现价值最大化

油籽加工经营利润增长 79%。2018 年公司油籽加工业务总营业利润达 14.74 亿美元，同比增长 78.67%。其中研磨加工实现营业利润 7.48 亿美元，同比增长 215.61%；精炼、包装、生物柴油和其他营业利润达 3.83 亿美元，同比上升 47.88%。亚洲地区营业利润为 3.43 亿美元，同比增长 4.26%。研磨加工较去年增长幅度较大得益于 2018 年阿根廷气候干燥大致大豆减产，全球膳食需求仍保持较高水平，推动油籽研磨加工利润和销量齐增。同时南美地区农民销售表现良好也推动了油籽研磨加工利润的增长。精炼、包装、生物柴油和其他业绩上涨，主要原因是：（1）2017 年生物柴油税收抵免约 1.2 亿美元，该抵免在 2018 年第一季度获得批准和接收；（2）生物柴油业绩良好；（3）公司投资 Olenex 获得的更高收益。但由于花生库存过剩、市场景气度下行，花生脱壳的利润有所下滑，部分抵销了该分部的营业利润增长。亚洲地区营业利润的增加主要来自于公司投资的丰益国际实现业绩增长。

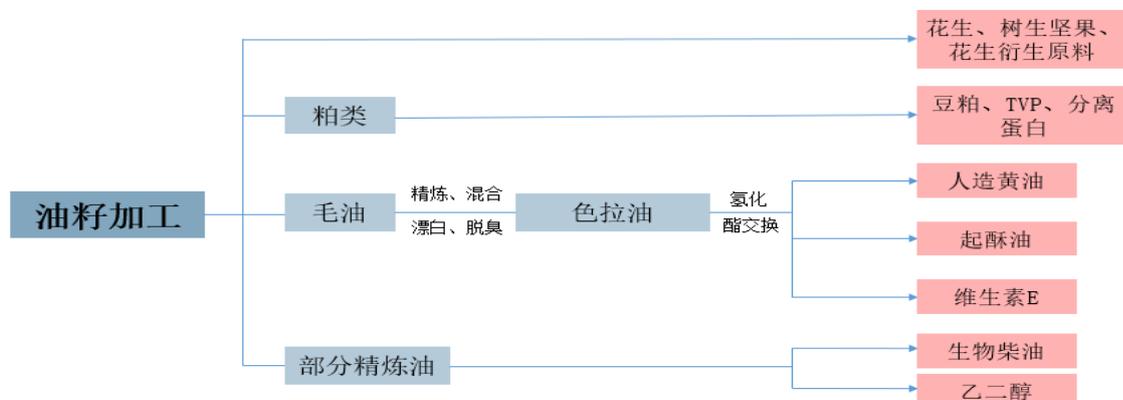
图表 14：ADM 油籽加工营业利润

	2018	2017	同比 (%)
油籽加工营业利润 (亿美元)			
其中：研磨加工	7.48	2.37	215.61
精炼、包装、生物柴油和其他	3.83	2.59	47.88
亚洲	3.43	3.29	4.26
总计	14.74	8.25	78.67

资料来源：公司年报 中信建投研究发展部

油籽作物价值链后向延伸，不断派生新产品新用途。公司油籽加工业务主要是将大豆和软籽（棉籽、向日葵籽、菜籽、油菜籽和亚麻籽）等油籽加工成植物油和蛋白质相关产品。公司生产和销售的油料种子产品包括食品、饲料、能源和工业产品行业的原料。公司致力于改进现有工艺，不断推出新产品新用途，从而实现油籽作物的价值最大化。油籽加工部门经破碎研磨生产出毛油，进一步通过精炼、混合、漂白和脱臭加工成色拉油，通过氢化或酯交换进一步加工成人造黄油、起酥油和其他食品。部分精炼油用于生产生物柴油和乙二醇，或出售给其他制造商，用于化工、油漆和其他工业产品。豆粕主要出售给第三方，用作商业牲畜和家禽饲料的配料。同时也向美国和出口市场提供花生、树生坚果和花生衍生原料。在北美，棉籽粉主要生产和销售给制药工业，而棉纤维素纸浆则生产并销售给化学、造纸和其他工业市场。

图表 15: ADM 油籽加工业务价值链后向延伸



资料来源: 公司年报 中信建投研究发展部

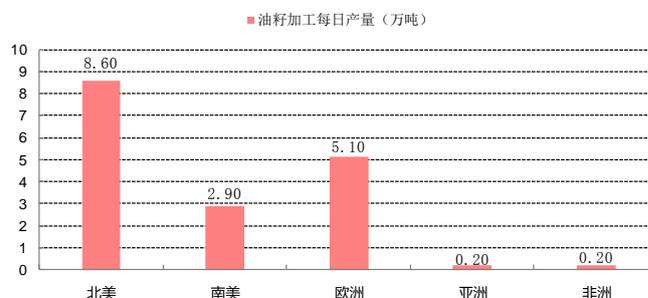
生产规模不断扩大，加工能力惊人。公司近年来不断扩大油籽加工业务的生产规模，开发新市场，大大增加其市场占有率，力求在规模效应下实现节约成本。公司油籽加工业务以原料为驱动，加工能力逐年提升，2018年，公司油籽加工业务每日产量约为 17 万吨，生产主要集中在北美和欧洲。油籽年加工总量也在不断增加，从 2014 年加工 3220.80 万吨增加到 2018 年加工 3630.80 万吨，油籽加工总量的增加得益于豆粕和菜籽油需求强劲。

图表 16: 2014-2018 年 ADM 油籽加工总量 (万吨)



资料来源: 公司年报 中信建投证券研究发展部

图表 17: 2018 年 ADM 油籽加工业务每日产量 (万吨)



资料来源: 公司年报 中信建投证券研究发展部

发力全球油籽市场，实现产业整合加速。公司近年来不断扩大油籽加工业务版图，持有多家国际大型粮油企业股份，包括丰益国际有限公司、Stratas Foods、Edible Oils 和 Olenex Sarl。2018 年 6 月，公司投资了与 Cargill 嘉吉公司合资的 SoyVen 公司为埃及客户提供豆粕和豆油。2018 年 7 月，公司完成了向 Inversiones Piuraas S.A. 出售其在玻利维亚的油籽业务。2018 年 12 月，公司完成了对巴西 Algar Agro 的部分资产收购。

(三) 玉米加工: 产品矩阵丰富, 用途广泛, 生产加工能力有待进一步提高

玉米加工经营利润下滑 12.34%。2018 年公司玉米加工业务总营业利润达 9.45 亿美元，同比下降 12.34%。其中淀粉和甜味剂实现营业利润 8.94 亿美元，同比减少 3.87%；生物制品营业利润下滑较大，仅为 0.51 亿美元，同比下降 65.54%。淀粉和甜味剂部分营业利润略有下降主要由于伊利诺伊州迪凯特玉米综合体的生产问题导致

液态甜味剂的利润和销量有所下滑，但是淀粉和干甜味剂营业利润的提升使得这一分部总体营业利润下滑不明显。生物制品的营业收入下滑较多是由于工业燃料乙醇的库存达到历史最高点使得利润承压，并且伊利诺伊州迪凯特玉米综合体的生产问题也使得成本增加。

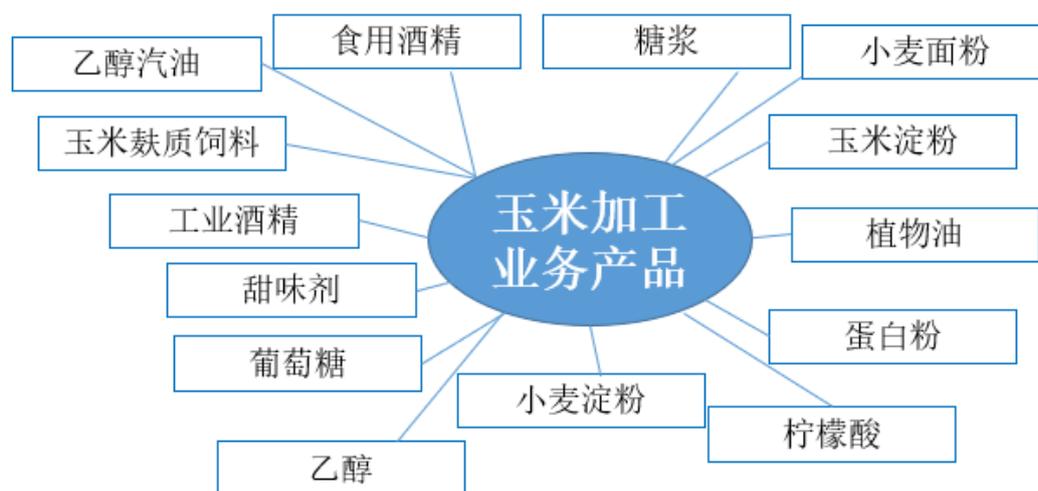
图表 18：ADM 玉米加工营业利润

	2018	2017	同比 (%)
玉米加工营业利润 (亿美元)			
其中：淀粉和甜味剂	8.94	9.30	-3.87
生物制品	0.51	1.48	-65.54
总计	9.45	10.78	-12.34

资料来源：公司年报 中信建投研究发展部

玉米加工产品品类丰富、用途广泛。公司的玉米加工部门主要从事玉米和小麦的干湿碾磨等活动。该部门将玉米和小麦转化为甜味剂、玉米和小麦淀粉、小麦面粉和生物制品。其产品广泛应用于食品和饮料行业的配料，包括甜味剂、淀粉、糖浆、面粉和葡萄糖。葡萄糖和淀粉被玉米加工部门用作其生产生物产品的原料。通过发酵葡萄糖，可以生产酒精、其他食品和动物饲料成分。公司生产的乙醇用作工业酒精或食品级酒精。汽油中的乙醇会增加辛烷值，并用作延长剂和氧化剂。玉米麸质饲料可用作动物饲料配料。玉米胚芽是湿磨过程的副产品，被进一步加工成植物油和蛋白粉。其他产品包括柠檬酸，用于各种食品和工业产品。

图表 19：ADM 玉米加工业务产品一览



资料来源：公司年报 中信建投研究发展部

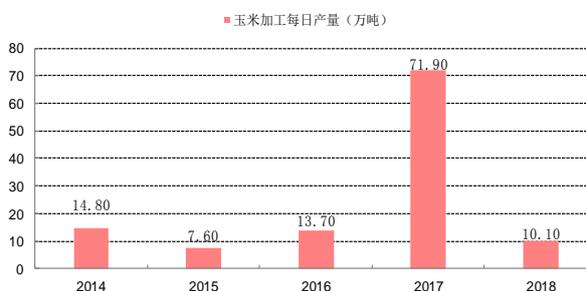
生产规模略有缩减，加工能力较去年同期下滑。2018年，公司玉米加工业务每日产量约为10.10万吨，生产主要集中在北美，北美地区日产量9.5万吨。玉米年加工总量逐年下降，由2014年的2366.80万吨下降至2018年2234.30万吨。2018年玉米加工总量减少是由于公司在2017年第三季度重新配置位于伊利诺伊州皮奥里亚的乙醇综合体和2018年伊利诺伊州迪凯特玉米综合体的生产问题也导致了玉米的减产。

图表 20：2014-2018 年 ADM 玉米加工总量（万吨）



资料来源：公司年报 中信建投证券研究发展部

图表 21：2014-2018 ADM 玉米加工业务每日产量（万吨）



资料来源：公司年报 中信建投证券研究发展部

（四）营养品：精细深加工，客户需求为导向

营养品经营利润基本保持稳定，小幅增长 8.65%。2018 年公司营养品业务总营业利润达 3.39 亿美元，同比上升 8.65%。其中特殊食品类营业利润 3.18 亿美元，同比增长 13.98%；运动营养类实现营业利润 0.21 亿美元，同比下降 36.36%。由于各细分市场的收益有所改善，以及公司新收购部分贡献的销售增加，特殊食品类业绩有所上升。其中，特殊食品部门的健康食品销量上涨得益于生物活性物质贡献较多利润。特殊配料业绩增加是由于蛋白质食品和纤维食品销量利润齐增，部分被多元醇的低产量抵消。动物营养部门营业利润下滑主要因为伊利诺伊州迪凯特工厂的经营问题导致赖氨酸的生产量大大降低，并且增加了制造成本。

图表 22：ADM 营养品营业利润

	2018	2017	同比 (%)
营养品营业利润 (亿美元)			
其中：特殊食品类	3.18	2.79	13.98
动物营养类	0.21	0.33	-36.36
总计	3.39	3.12	8.65

资料来源：公司年报 中信建投研究发展部

营养品业务具有丰富的产品矩阵，包含特殊食品类和动物营养类。营养品业务从事特殊产品的制造、销售和分销，包括天然香料成分、风味系统、天然色素、蛋白质、乳化剂、可溶性纤维、多元醇、亲水胶体、天然健康和营养产品以及其他特殊食品和饲料成分。该部门还从事食用豆类的采购、加工和分销有关的活动。营养部分还包括配方饲料、动物健康和营养产品的加工和分销以及宠物食品制造有关的活动。

图表 23：营养品产品矩阵

一、动物营养类

氨基酸：

L-LYSINE

L-THREONINE



作为氨基酸领域的全球领导者，ADM 提供经济有效的解决方案来补充饲料中缺乏某些氨基酸。ADM 饲料级氨基酸包括赖氨酸、苏氨酸、色氨酸、异亮氨酸和缬氨酸，在均衡饮食中起着重要作用。

特殊成分



ADM 的专业成分有助于优化生产力，同时最大限度地提高盈利能力。强大的特殊成分组合，为畜牧生产商和饲料、水产养殖和宠物食品制造商提供成功所需的灵活性和效率。

宠物营养



ADM 擅长于将植物性成分生产制造成特定功能的宠物食物和营养品。提供的产品包括谷物、定制口味、Colors from Nature®、植物蛋白质或坚果蛋白质。

蛋白质: VERSITY



Versity™是一种高质量的蛋白质,含有基本氨基酸,是理想的宠物食品配料。Versity 的氨基酸组成与鸡蛋相似,价格更经济实惠。是动物蛋白替代品,比玉米、小麦和大豆等植物性来源更有吸引力。Versity 是理想的利基蛋白质产品,在动物或植物蛋白质不足以满足需求的情况下,添加稳定的优质蛋白质。

二、特殊食品类

Novasoy®



ADM 自有品牌 Novasoy®为大豆异黄酮系列原料,源自非转基因黄豆。大豆异黄酮是一种存在于豆类食品中的黄酮类化合物,其含量约为大豆的0.2~0.4%,大豆含有 12 种结构不同的异黄酮,而以金雀异黄酮(Genistein)为大豆所含的主要异黄酮。其生理机能类似女性雌激素(Estrogen)而被称为植物性雌激素(Phytoestrogen)。

CardioAid™



ADM 自有品牌 CardioAid™提供植物固醇,可添加在各类食品中,目前植物固醇通常被添加在牛奶、食用油,或是做成胶囊的保健产品内。

Novatol®



提供优质可靠的维生素 E 来源

资料来源: 公司年报 中信建投证券研究发展部

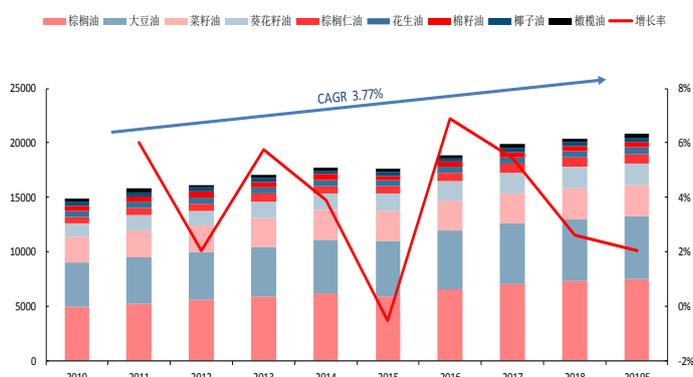
四、国际油籽压榨市场稳中有升, 贸易运输市场巨大

(一) 全球食用植物油供需平衡、稳定增长

全球食用植物油产量增速明显放缓。据 USDA (美国农业部) 数据显示, 2018 年全球食用植物油产量 2.04 亿吨, 同比增长 2.60%, 与 2017 年相比, 增速下降 2.86 个百分点; 预计 2019 年, 全球食用植物油产量 2.08 亿吨, 同比增长 2.06%。分种类来看, 棕榈油、大豆油和菜籽油产量排名前三大, 2018 年分别占比 36%、28% 和 14%, 合计占比 78%。

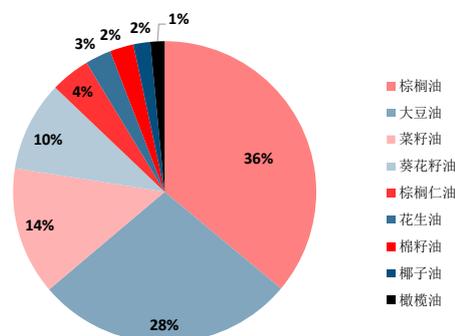
2018 年, 印度尼西亚、中国和马来西亚位列全球食用植物油产量前三甲。印度尼西亚 2018 年食用植物油产量为 4725 万吨, 包括 4150 万吨棕榈油, 占全球棕榈油产量的 56.4%; 472 万吨棕榈仁油, 占全球棕榈仁油产量的 55.0%; 中国 2018 年食用植物油产量为 2686 万吨, 同比下降 3.3%。中国主要生产大豆油和菜籽油, 每年约有八千万吨大豆来自于进口, 进口大豆主要来自于美国, 2018 年受中美贸易战的影响, 中国提高美国大豆关税, 大豆进口量减少, 导致当年豆油产量同比下降 4.4%, 减至 1541 万吨, 占全球大豆油产量的 27.3%; 菜籽油产量 655 万吨, 同比下降 2.9%, 占全球菜籽油产量的 23.4%。马来西亚 2018 年食用植物油产量为 2298 万吨, 主要包括棕榈油和棕榈仁油, 2018 年生产棕榈油 2050 万吨, 占全球棕榈油产量的 27.9%; 生产棕榈仁油 236 万吨, 占全球棕榈仁油产量的 27.5%。

图表 24：全球食用植物油产量趋势变化（万吨）



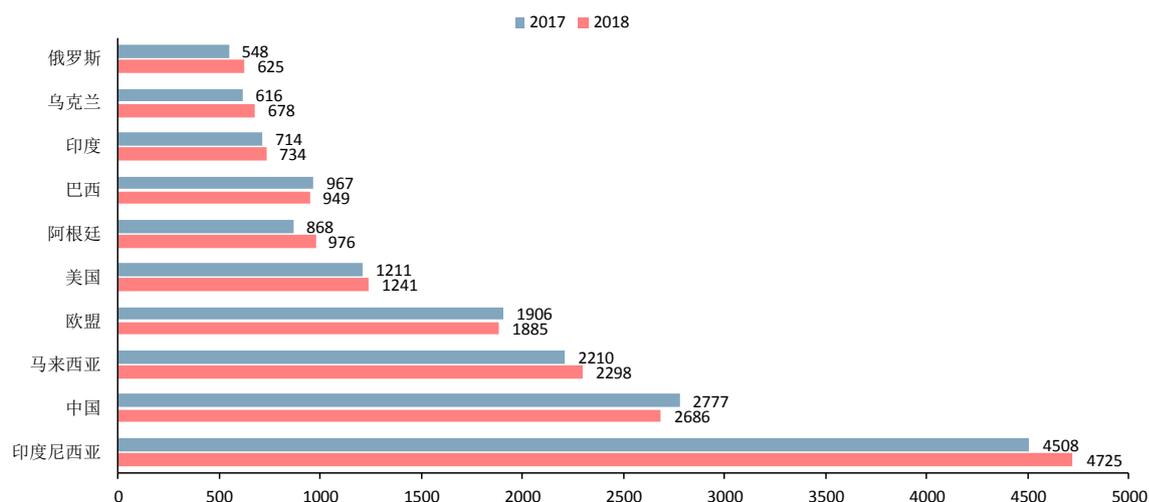
资料来源：USDA 中信建投证券研究发展部

图表 25：2018 年全球食用植物油产量结构



资料来源：USDA 中信建投证券研究发展部

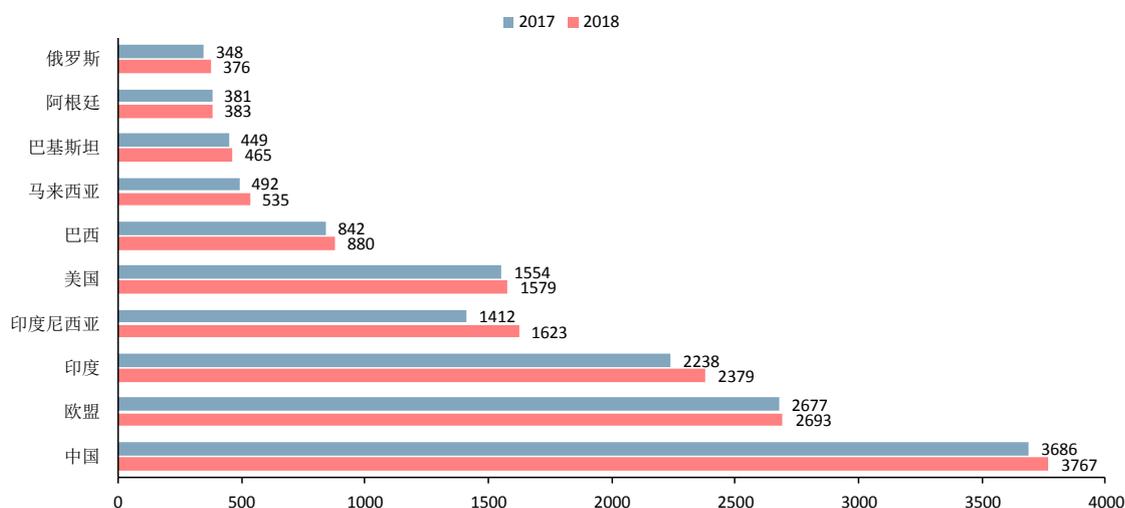
图表 26：主要国家食用植物油产量情况（万吨）



资料来源：USDA 中信建投证券研究发展部

全球食用植物油消费量与生产量基本平衡。2018 年，全球共消费食用植物油 2.00 亿吨，同比增长 4.29%，USDA 预计 2019 年全球食用植物油消费增速为 2.73%，达到 2.06 亿吨。2018 年，中国、欧盟、印度为食用植物油消费前三大经济体，消费量分别为 3767 万吨、2693 万吨和 2379 万吨。

图表 27：2017、2018 年全球食用植物油消费情况（万吨）

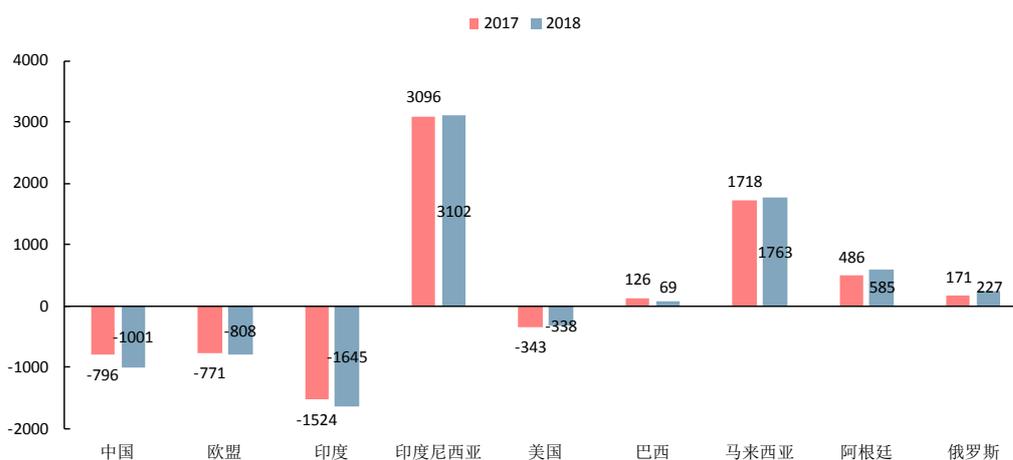


资料来源：USDA 中信建投证券研究发展部

（二）全球食用植物油产销分布不均，国际贸易市场巨大

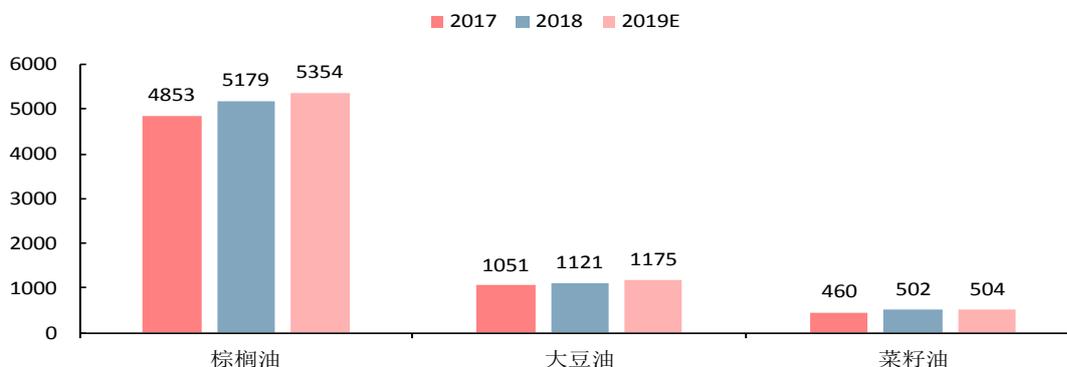
食用油主要消费国生产缺口巨大，推动全球进出口贸易发展。2018 年，中国食用植物油缺口 1001 万吨，欧盟 808 万吨，印度 1645 万吨；全球棕榈油、大豆油和菜籽油出口量分别为 5179 万吨、1121 万吨和 502 万吨，出口量均呈逐年上升趋势。其中，印度尼西亚和马来西亚为棕榈油主要出口国，2018 年共出口棕榈油 4630 万吨，全球占比 89.4%；阿根廷为豆油主要出口国，2018 年共出口豆油 510 万吨，全球占比 45.5%；加拿大为菜籽油主要出口国，2018 年出口菜籽油 330 万吨，全球占比 65.7%。

图表 28：主要国家食用植物油消费缺口（生产量-消费量，万吨）



资料来源：USDA 中信建投证券研究发展部

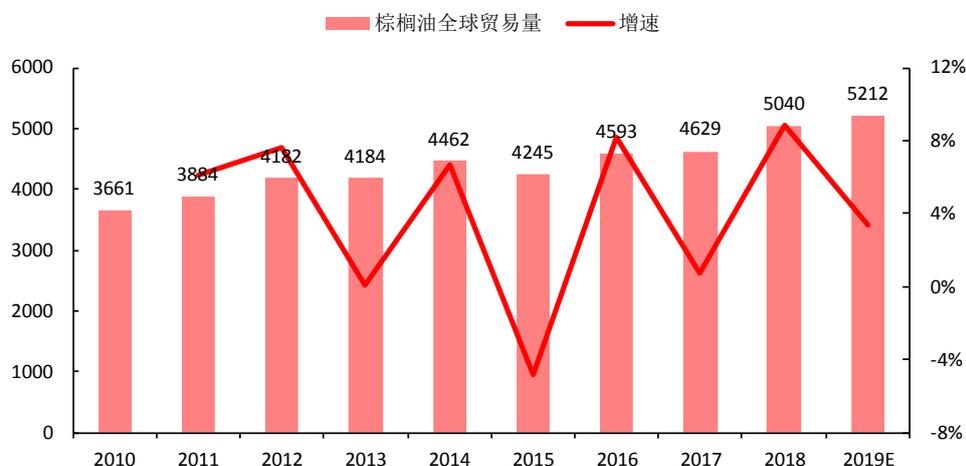
图表 29：全球主要食用植物油出口情况（万吨）



资料来源：USDA 中信建投证券研究发展部

1、棕榈油：全球棕榈油进口占比近 70%。由于棕榈油生产国家集中在印度尼西亚附近，而全球主要经济体均为棕榈油消费市场，印度、欧盟、中国、美国、埃及、俄罗斯为棕榈油主要进口国。2018 年，棕榈油全球进口总量为 5040 万吨，占总生产量的 68.5%，同比增长 8.9%。近年来，棕榈油全球进口量呈波动上升趋势，增速变化较大。USDA 预计，2019 年棕榈油全球进口量的增速将回落至 3.42%，总量达到 5212 万吨。

图表 30：全球棕榈油进口量（万吨）

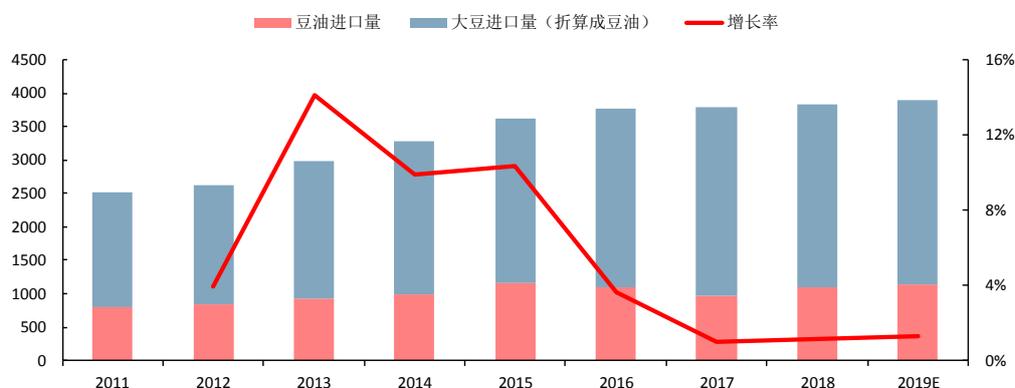


资料来源：USDA 中信建投证券研究发展部

2、大豆油：原料进口 40%+豆油进口 20%。全球贸易中，大豆油除了以成品油的形式进出口，大多以大豆原料的形式进出口。2018 年，全球豆油产量 5651 万吨，其中直接以成品油形式进口的为 1095 万吨，占比 19.4%；全球大豆进口量为 1.49 亿吨，按照 18.5%的出油率计算，进口大豆共计可生产豆油 2478 万吨，占 2018 年全球豆油产量的 43.9%。

印度和中国为豆油主要进口国，2018 年分别进口豆油 340 万吨、90 万吨，占比 31.1%、8.2%。中国和欧盟为大豆主要进口国，2018 年分别进口大豆 8500 万吨、1550 万吨，占比 57.2%、10.4%。

图表 31：全球豆油进口量（万吨）

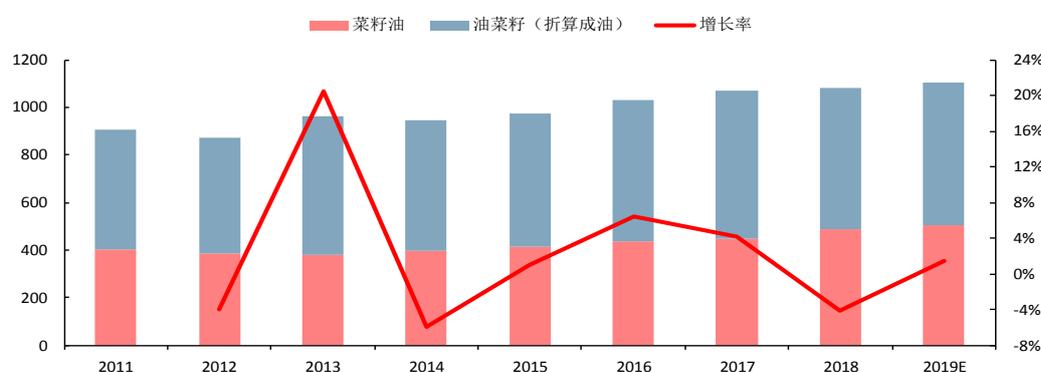


资料来源：USDA 中信建投证券研究发展部

3、菜籽油：原料和成品油进口各占 20%。全球菜籽油贸易市场中，成品油和原料进口各占约 20%。2018 年，全球菜籽油进口总量为 486 万吨，占当年总产量的 17.4%；油菜籽进口总量为 1541 万吨，按照 38.5%的出油率计算，相当于共进口菜籽油 593 万吨，占全球进口总量的 21.2%。

美国和中国为菜籽油主要进口国，2018 年美国和中国分别进口菜籽油 175 万吨、135 万吨，占当年全球进口量的 36.0%和 27.8%。欧盟和中国为油菜籽主要进口国，2018 年分别进口 450 万吨、400 万吨，占比 29.2%和 26.0%。

图表 32：全球菜籽油进口量（万吨）

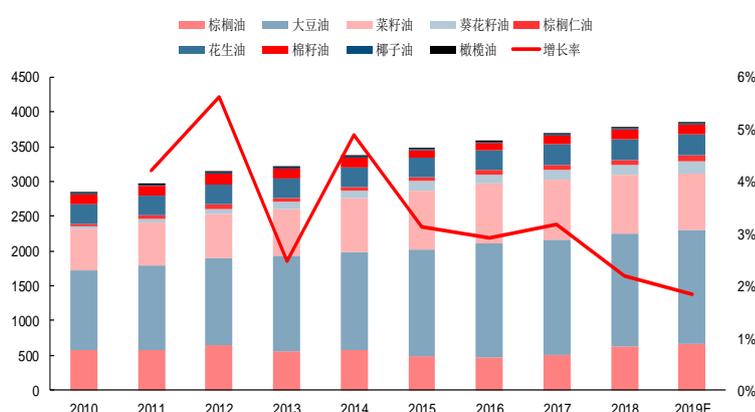


资料来源：USDA 中信建投证券研究发展部

（三）中国为全球第一大食用植物油消费国，且进口依赖度高

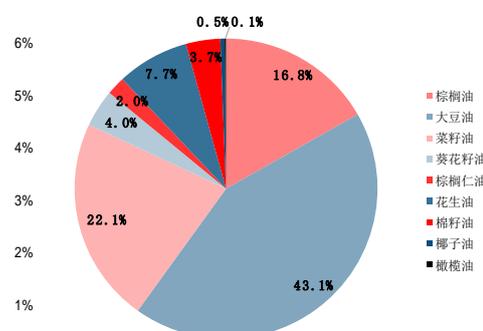
1、中国食用植物油消费量稳步上升。2018 年，中国食用植物油消费量合计 3767 万吨，同比增长 2.2%，随着基数不断提高，增速放缓趋势明显，加之国际贸易扑朔迷离，双重压力下增速大幅提升的可能性较低，预计 2019 年仍延续目前态势，同比增长 1.8%，达到 3836 万吨。从中国食用植物油消费结构来看，中国主要以大豆油和菜籽油消费为主，2018 年大豆油和菜籽油消费量分别占比 43%和 22%。

图表 33：中国食用植物油消费趋势变化（万吨）



资料来源：USDA 中信建投证券研究发展部

图表 34：2018 年中国食用植物油消费结构



资料来源：USDA 中信建投证券研究发展部

2、中国豆油：进口依赖度高达 85%以上。据布瑞克农业数据显示，2018 年，中国大豆总供给 1.17 亿吨，其中库存 2100 万吨，国内产量 1350 万吨，进口 8200 万吨，除库存外，当年大豆总供给进口依赖度达 85.9%。2018 年由于中美贸易战影响，中国大豆进口量比 2017 年减少约 1200 万吨，2017 年中国大豆总供给进口依赖度为 87.7%，2016 年为 90.3%。2018 年用于压榨的大豆 7550 万吨，产出 1397 万吨豆油，按照 85.9%的进口依赖度计算，其中约 1199 万吨豆油的原料为进口大豆，加上直接进口豆油 80 万吨，中国 2018 年实际进口豆油合计约 1279 万吨，占当年豆油总供给的 86.6%。

图表 35：中国大豆与豆油平衡表（万吨）

		2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
大豆	期初库存	1070	1305	1572	1906	2100
	产量	920	900	1000	1300	1350
	进口量	7835	8390	9349	9413	8200
	总供给	9825	10526	11921	12618	11650
	压榨量	7100	7500	8200	8550	7550
豆油	期初库存	254	234	263	286	324
	产量	1314	1388	1517	1582	1397
	进口量	77	83	69	48	80
	总供给	1644	1704	1848	1916	1801
	总消费	1411	1441	1562	1592	1552
	期末库存	234	263	286	324	249
	库存消费比	16.6%	18.2%	18.3%	20.4%	16.1%
	出油率	18.5%	18.5%	18.5%	18.5%	18.5%

资料来源：布瑞克农业数据库 中信建投研究发展部

3、中国菜籽油：进口依赖度达 50%以上。从消费占比来看，菜籽油为中国第二大食用植物油，2018 年占比 22.1%。据布瑞克农业数据显示，2018 年，中国油菜籽总供给为 1031 万吨，其中库存 31 万吨，国内产量 550 万吨，进口量 450 万吨，除去库存影响，当年油菜籽进口依赖度为 45%。用于压榨的油菜籽 970 万吨，产出菜籽油 373 万吨，粗略估计，其中 168 万吨菜籽油通过进口油菜籽加工而成，加上进口成品油 80 万吨，2018 年

中国共进口菜籽油约 248 万吨，占当年总供给的 54.7%。

图表 36：中国油菜籽与菜籽油平衡表（万吨）

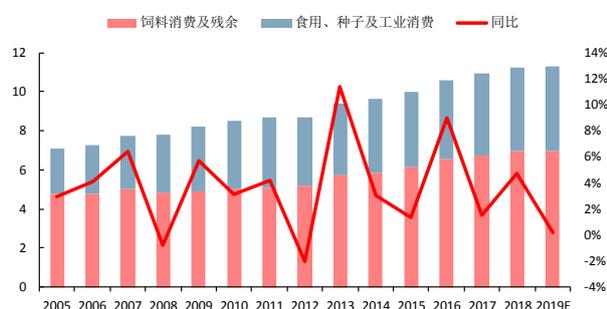
		2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
油菜籽	期初库存	59	55	50	17	31
	产量	850	680	570	560	550
	进口量	445	437	393	429	450
	总供给	1353	1172	1013	1006	1031
	压榨量	1250	1070	960	940	970
菜籽油	期初库存	610	637	577	463	348
	产量	456	412	370	362	373
	进口量	62	89	72	79	80
	总供给	1128	1138	1019	904	801
	总消费	491	561	556	557	557
	期末库存	637	577	463	348	244
	库存消费比	129.9%	103.0%	83.4%	62.4%	43.8%
	出油率	36.5%	38.5%	38.5%	38.5%	38.5%

资料来源：布瑞克农业数据库 中信建投研究发展部

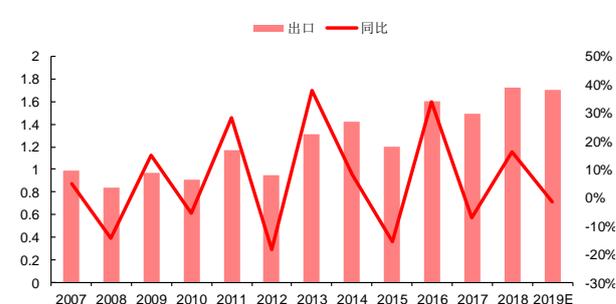
五、国际玉米加工增速呈波动下降趋势

玉米可用于饲料加工、深加工和种用。深加工主要用于工业消费，产品为淀粉糖、发酵品、酒精和变性淀粉等；而玉米粉和玉米渣主要用于居民消费。国际玉米市场中，饲料消费与工业消费比例约为 6: 4。2018 年，全球玉米消费量 12.98 亿吨，其中饲料消费 6.99 亿吨，食用、种子及工业消费 4.26 亿吨，出口 1.73 亿吨。

全球玉米消费受产量、原油价格、贸易政策等多方因素影响，市场波动明显。从总体趋势来看，近几年玉米消费增速放缓，USDA 预计，2019 年全球玉米消费量仅增长 0.2%，基本维持 2018 年水平。玉米国际贸易量呈波动上升趋势，2018 年，直接出口占总消费量的 12%，预计 2019 年基本维持该水平。

图表 37：全球玉米消费情况（亿吨）


资料来源：USDA 中信建投证券研究发展部

图表 38：全球玉米出口情况（亿吨）


资料来源：USDA 中信建投证券研究发展部

美国、阿根廷和巴西为玉米主要出口国，合计出口份额达 60% 以上。受气候及全球贸易环境的影响，这三个国家玉米出口量均受到不同程度的波动，预计 2019 年仍将维持此态势。日本、墨西哥和韩国为玉米主要进口

国，合计进口份额 30%；近年来，这三个国家玉米需求量基本稳定。综上可以看出，玉米进出口贸易需求端变化较小，供给端受天气、播种面积及玉米价格的影响，会有较大波动。2019 年 5 月以来，芝加哥玉米期货持续上涨，根据往年美国玉米播种进度来看，美国 50%左右的玉米将在 5-7 月进行播种，此轮行情使美国玉米种植业情绪乐观。据 USDA 数据显示，预计 2019 年美国玉米种植面积为 9170 万英亩，较去年同期增长 3%；可收获粮食的面积预计为 8360 万英亩，同比增长 2%。

图表 39：玉米主要进出口国家贸易量（万吨）

		2012	2013	2014	2015	2016	2017
出口量	美国	3153	2419	3577	4466	5591	5304
	份额	27%	19%	28%	30%	36%	-
	阿根廷	1786	2007	1590	1673	2450	2371
	份额	15%	16%	12%	11%	16%	-
	巴西	1980	2662	2065	2892	2187	-
	份额	17%	21%	16%	19%	14%	-
进口量	日本	1490	1440	1503	1471	1534	-
	份额	14%	12%	13%	10%	11%	-
	墨西哥	952	715	1041	1215	1411	1534
	份额	9%	6%	9%	9%	10%	12%
	韩国	822	872	1022	1035	979	932
	份额	8%	8%	9%	7%	7%	7%

资料来源：Un Comtrade 中信建投研究发展部，2017 年部分数据缺失

六、ABCD 四大粮商，国际粮油市场巨头

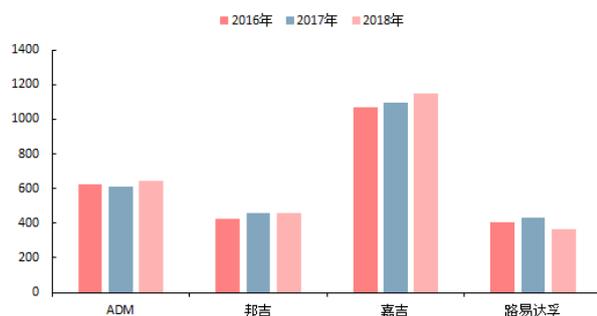
与 ADM 并称为“四大粮商”的还有成立于荷兰的“Bunge 邦吉”、美国的 Cargill 嘉吉和法国的“Louis Dreyfus 路易达孚”。

邦吉是一家全球领先的农业综合企业和食品公司，其综合经营范围从农场延伸到消费食品。邦吉的业务涵盖化肥、农业、食品业、糖业和生物能源。

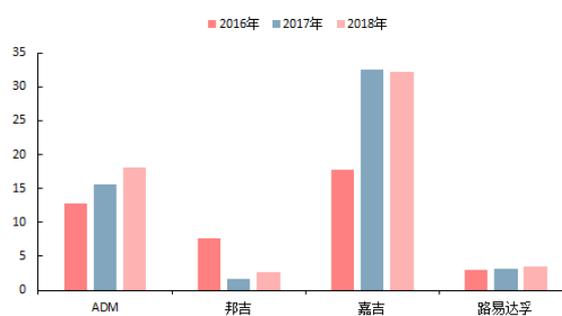
嘉吉是一家集食品、农业、金融和工业产品及服务为一体的多元化跨国企业集团。嘉吉在福布斯排行榜上 29 年来蝉联非上市公司第一，是美国第一大私有资本公司。主要业务覆盖农业、动物营养、食品、工业和金融。

路易达孚是世界第三及法国第一粮食输出商和世界粮食输往俄罗斯的第一出口商。路易达孚集团在全世界范围内从事谷物、油料、油脂、饲料、大米、肉食、食糖、咖啡、棉花、天然及人造纤维、电力、天然气、石油及石油产品的贸易以及政府债券和金融证券业务。

嘉吉营收第一，ADM 净利率稳步提升。嘉吉由于其业务更加多元化，涵盖了农业、食品、金融和工业等领域，主营业务位居四大粮商榜首，并且连续两年实现稳定增长。反观其他三家公司，近年来主营业务收入均有波动，显现出增长乏力的态势。为了实现新的营收增长点，ADM 开始布局营养产业，2018 年该板块收入占比尚只有 6%，但 ADM 凭借着营养品高利润率，维持着净利率不断上涨，2018 年其营养品板块营业利润率为 8.94%，营业利润 3.39 亿美元，以 5.89%的营业收入贡献了 10.08%的营业利润，预计未来将成为公司盈利的主要业务部门。

图表 40：ABCD 营收（亿美元）


资料来源：USDA 中信建投证券研究发展部

图表 41：ABCD 净利润（亿美元）


资料来源：USDA 中信建投证券研究发展部

七、他山之石：贯通全产业链，延长下游产品

粮商巨擘，始于贸易。从 ABCD 发展路径来看，成为国际粮商巨擘，需形成农产品的运输、仓储、清洁、加工等全产业链闭环，为了保持长期增长态势，还要求企业根据市场形势，不断开拓下游产品，例如玉米乙醇和营养产品等。ABCD 的起步几乎都离不开贸易，最初以农产品贸易或简单的破碎业务为主，逐渐发展成农产品收储、运输业务，随着资源的不断积累，开始通过兼并的形式获得农产品加工技术，从而过渡到加工领域，并慢慢开发出自己的消费级产品。

勤练内功，贵在专一。目前来看，ABCD 虽然存在其他非农业务，例如邦吉将营业范围扩展到了纺织、化肥、油漆以及银行等行业，嘉吉拥有超百亿美元的资产管理基金，但是他们均将主要精力放在农业领域，非农业务是在主营业务较成熟后才逐步进行的拓展。ADM 曾在高速扩张期投资能源行业，最终因为亏损不得不剥离该业务，重新专注于农业领域，在其发展较成熟后，才又从生物燃料切入能源业务。

敏锐洞见，适应发展。随着国际市场的饱和，ABCD 的主营收入渐遇瓶颈，这要求他们不得不尽快寻找新的利润增长点。ADM 将目标瞄准生物燃料和营养产业，开始专注于玉米乙醇和宠物食品的研发。邦吉、嘉吉和路易达孚均根据自身资源和市场环境进行了业务拓展，新业务既有农业领域，也有金融、电力、石化等非农领域，这些都是基于自身战略规划和优势做出的选择。

ADM 的成长路径，对于中国农业公司的发展而言，同样是个重要启示，我们期待中国同样成长出世界级的农业巨头公司。

分析师介绍

花小伟：中信建投研究发展部大消费组长，统计学硕士。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名；2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名；2018 年水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名。

孙金琦：农林牧渔行业分析师，金融硕士，4 年行业研究经验，2017 年加入中信建投证券。

研究助理：王泽选 中国人民大学金融学硕士，2018 年加入中信建投。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn
高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn
任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn
杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn
王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn
范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn
李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn
薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn
许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn
许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn
曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）

电话：(0755) 8252-1369

传真：(0755) 2395-3859