

| 证券研究报告 |

# 2024年重要农产品价格展望

2024.01.10

分析师：姚雪梅

执业证书编号：S0740522080005

分析师：王佳博

执业证书编号：S0740523010002

分析师：严瑾

执业证书编号：S0740523010001

## 2024年市场预期及我方观点

- 核心观点：2024年种植产业链处于景气度下行的末期，震荡筑底抑或回升需要外部力量推动。
- **核心指标：2024年上半年农产品价格整体下移，下半年部分品种的景气度将触底回升。**
- 核心假设：下游消费市场稳健恢复
- 风险提示：政策推进效果不达预期；下游需求出现超预期下滑；天气出现超预期变化；海运市场出现超预期变化；研报中使用的数据更新不及时；历史规律失效的风险；

	市场预期	我方观点
种业	乐观。头部企业市占率将快速提升，转基因品种形成竞争壁垒。	<b>谨慎乐观。</b> 过去3年交易逻辑的兑现但核心变量低于预期。政策约束是转基因推广面积、头部企业扩张速度的最大掣肘。此外粮食价格下行制约毛利表现。市场处于观察高价转基因品种接受度以及获批品种在大田中的真实表现的阶段。
食糖	悲观。糖价进入熊市周期，个股缺乏亮点。	<b>乐观。</b> 历史经验推算的牛市结束在2027-2028年，国内外糖价进入牛市中继。内外市场联动增强，波动率增大，商业模式多样、具有优秀风险管理能力的企业估值将得到抬升。
植物油	悲观。竞争格局欠佳，2023年原料下行未能兑现利润。	<b>谨慎乐观。</b> 行业竞争程度加剧，头部企业市占稳定但提升难度大。2024年原料价格先抑后扬，预计上半年毛利提升明显，销量跟随整体消费市场回暖，H1是该板块主要的交易时点。
粮食	中性。政策限制粮食市场价格波动，缺乏题材。	<b>谨慎乐观。</b> 因供给充足及进口成本下移，2024年上半年大豆、玉米、小麦价格有较大下行压力，但核心标的提前兑现了景气度下行的预期。在历史估值的低位区间积极布局长线。
橡胶	中性。价格虽在底部，但长周期拐点在2030年前后。	<b>乐观。</b> 东南亚人工及土地成本刚性上涨，两者占收获成本的70%；下游轮胎行业高景气，利润将向上游分配；厄尔尼诺周期主产国减产概率高。海南橡胶股价与橡胶价格联动密切，且完成合盛农业收购后公司产能翻倍。

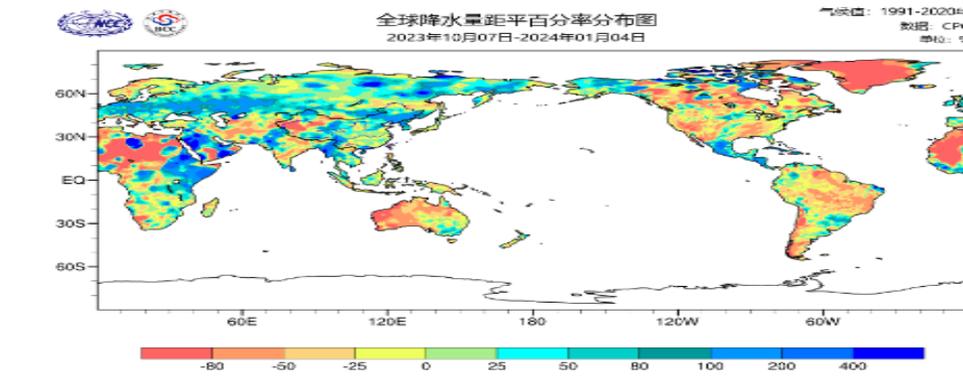
## 长期视野（3-5年）

	长期确定性因素及政策方针	未来的思考
中国	<ol style="list-style-type: none"> <li>1、保障种粮收益（2023年一号文件：健全农民种粮挣钱得利；2022年一号文件：健全农民种粮收益保障机制）。</li> <li>2、稳定粮食种植面积，全力提高单产，实施新一轮千亿斤粮食产能提升行动（2023年农村工作会议）。</li> <li>3、扩大大豆及油料种植面积。</li> <li>4、2024年转基因商业化开启。</li> <li>5、2025年农药、化肥减量行动。</li> <li>6、《中华人民共和国粮食安全保障法》2024年6月实施，耕地保护居首。</li> <li>7、中俄签署10年总价2.5万亿卢布农产品采购订单（第25届东方经济论坛）</li> <li>8、农产品进口多元化：巴西对中国的农产品出口规模将持续放大</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1、中国为长期需求增长储备产能</li> <li>2、除种子外，植保作用增强</li> <li>3、土地价值日渐凸显</li> <li>4、粮食能源是否因转基因开启后提速？</li> <li>5、农产品外交</li> </ol>
全球	<ol style="list-style-type: none"> <li>1、《联合国气候变化框架公约》CPO28：到 2030 年，全球可再生能源装机容量将增加两倍，能源效率将增加一倍。</li> <li>2、可持续航空燃料SAF正快速发展</li> <li>3、东南亚经济增长活跃度提高</li> <li>4、印度将发展乙醇作为21世纪首要任务之一</li> <li>5、巴西在全球农业种植比例提高</li> <li>6、俄乌冲突对粮食市场边际影响减弱</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1、全球农产品成本中枢向巴西转移</li> <li>2、全球农产品继续为减碳提供贡献</li> <li>3、印度乙醇发展将是全球农产品的新变量</li> <li>4、东南亚农产品需求增速将超越中国</li> <li>5、乌克兰在全球农产品的地位下降，俄罗斯上升</li> <li>6、高频的异常天气延续</li> </ol>

## 全球高温纪录将被不断刷新

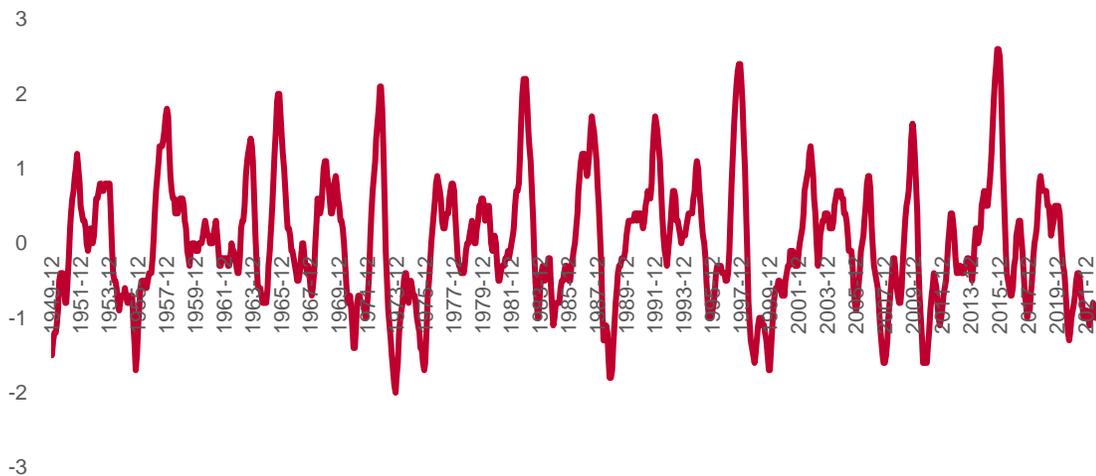
- 世界气象组织在《联合国气候变化框架公约》第28届缔约方会议宣布，2023年是有记录以来人类历史上最热的一年。国家气候中心：2023年我国平均气温创历史新高。
- 国家气候中心，2024年有可能会成为更热的一年，同时也是极端天气可能会更加频繁、更加强大的一年。**世界气象组织预测，预计今后全球大部分地区气温将进一步升高，2023至2027年这五年内至少有一年会打破2016年创下的高温纪录，概率达到98%。不仅是2024年有可能更热，未来5年大概率会出现“创纪录高温”。
- 历史经验失效，巴西干旱：2023年10月亚马孙河主要支流水位降至121年来最低、巴伊亚州遭遇40年来最严重干旱；泰南部遭遇50年来最严重洪水。

图表1：全球四季度降雨距平



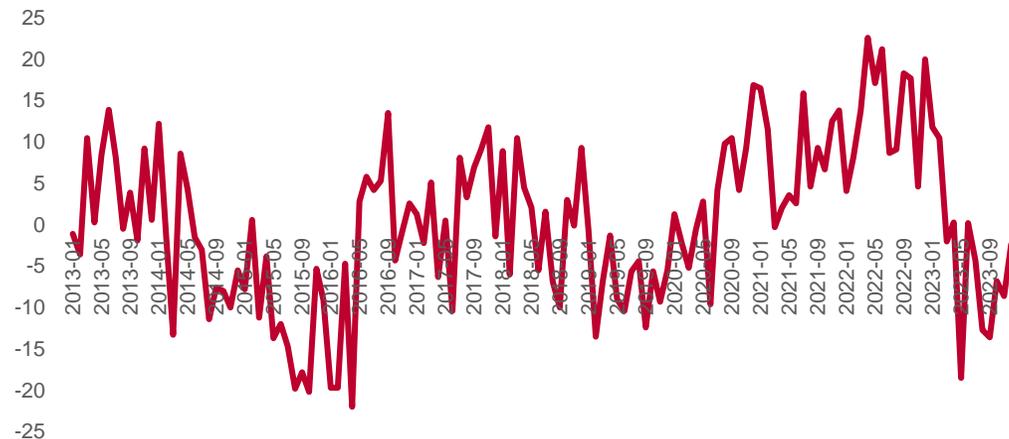
数据来源：国家气候中心、中泰证券研究所

图表2：厄尔尼诺指数



数据来源：iFinD、中泰证券研究所

图表3：南方涛动指数

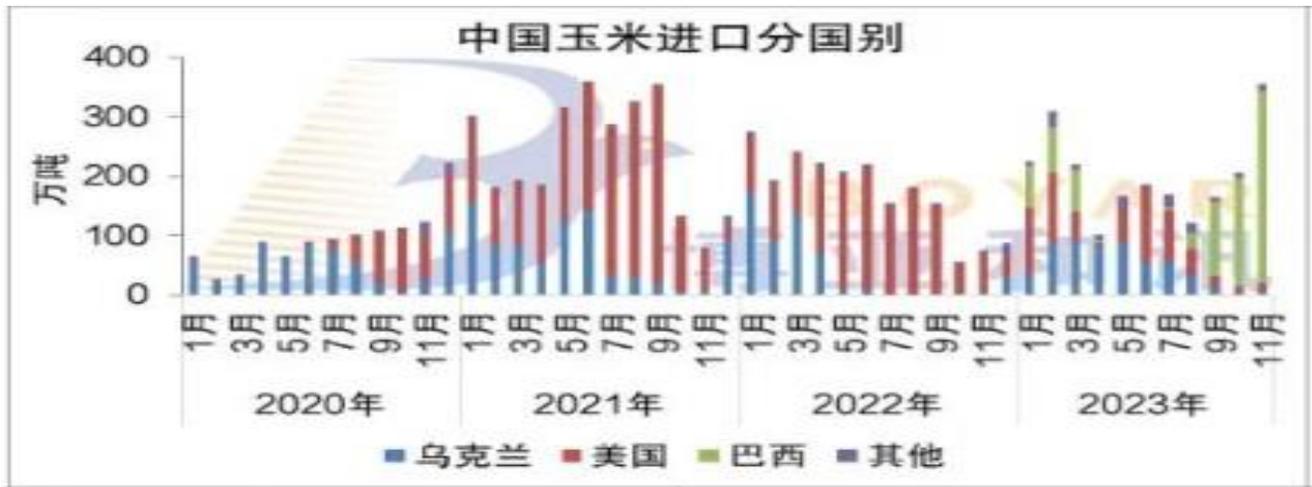


数据来源：iFinD、中泰证券研究所

## 地缘影响在消退 中国扩大进口来源

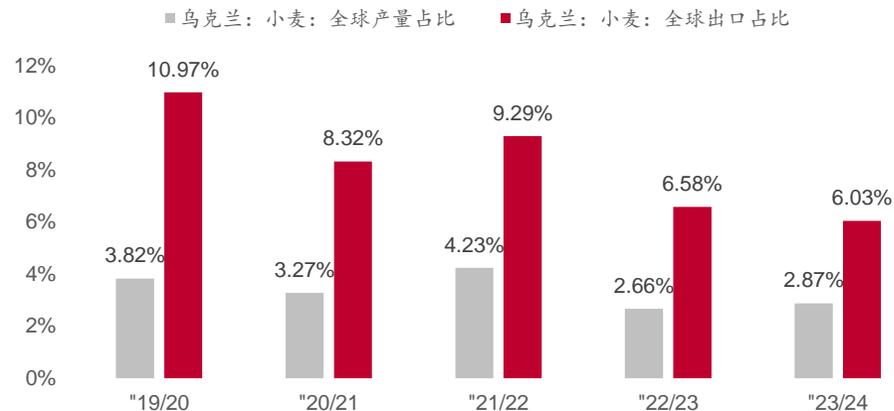
- 2023年7月黑海粮食协议退出，俄罗斯袭击黑海沿岸港口。乌克兰开辟新航线，2023年8月份开通临时走廊以来，乌克兰已从黑海港口向全球24个国家和地区出口约1300万吨农产品和其他货物。
- 乌克兰小麦、玉米的产量及出口地位下滑明显，且大概率演变成长期问题；俄罗斯小麦出口创纪录。
- 进口来源多样化是我国确保粮食安全的重要政策方针。
- 2023年，我国连续开放了巴西、南非两个新的玉米进口来源（巴西已经牢牢占据中国粮食进口的头把交椅）。
- 中俄之间的粮食交易窗口已经打开，但放量仍需时日。2022年2月，中国放开俄罗斯全境小麦进口；2023年5月，俄罗斯对我国开放海参崴；同年6月，俄中新陆路粮食走廊首批大豆抵达满洲里。
- 2023年8月，中国终止对原产于澳大利亚的进口大麦征收双反。

图表5：中国玉米进口来源



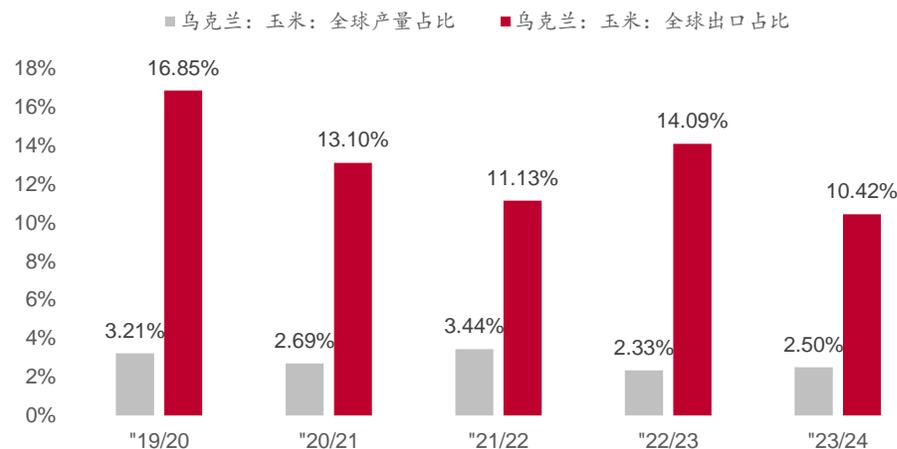
数据来源：博亚和讯、中泰证券研究所

图表4：乌克兰小麦产量及出口地位



数据来源：Wind、中泰证券研究所

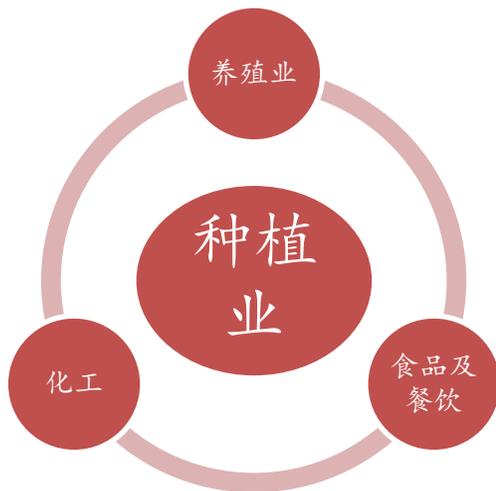
图表6：乌克兰玉米产量及出口地位



数据来源：Wind、中泰证券研究所

## 下游需求不足向上游传导

图表7：需求不足是2023-2024年种植产业链各行业面临的共性问题



数据来源：中泰证券研究所

图表9：生猪去产能的确定性决定了谷物需求下降的确定性

中国：存栏数：能繁母猪（万）



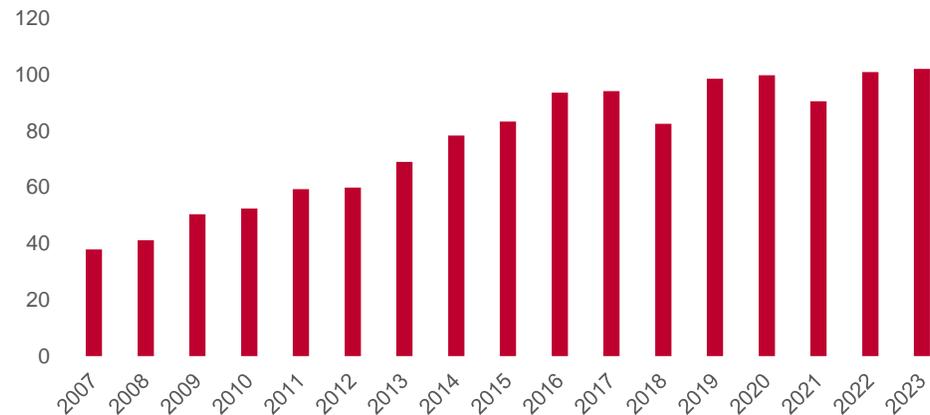
数据来源：Wind、中泰证券研究所

图表8：消费者信心不足



数据来源：Wind、中泰证券研究所

图表10：中国采购停滞减少全球大豆需求（百万吨）

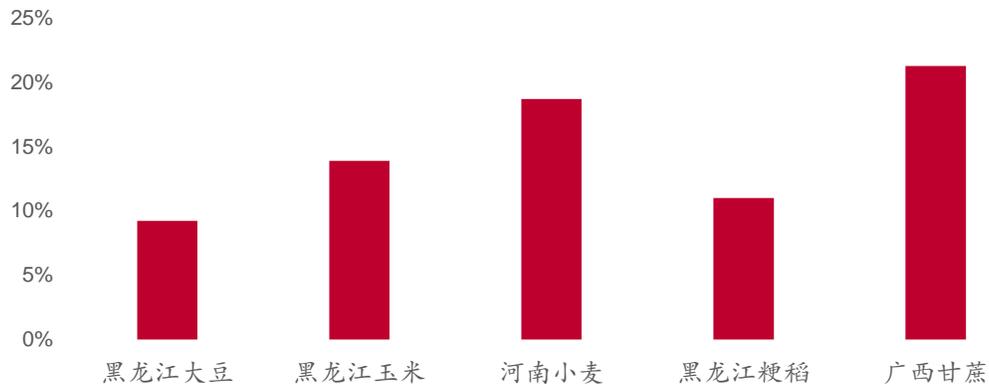


数据来源：Wind、中泰证券研究所

## 成本下移刺激供给释放 土地成本滞后反映

图表11: 核心可变成本占种植总成本比例

化肥+农药 占每亩总成本比例



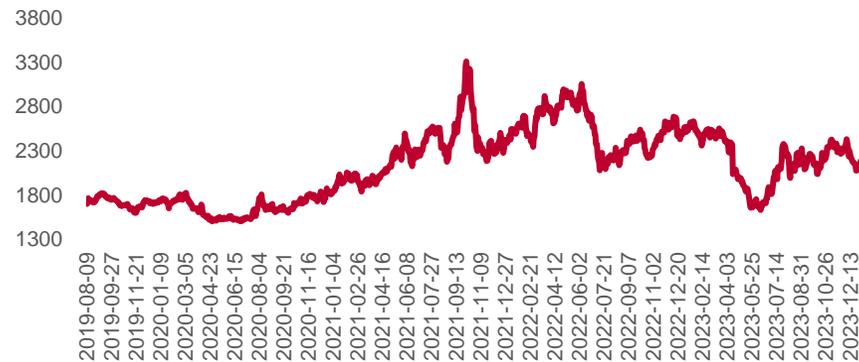
数据来源: Wind、中泰证券研究所

图表13: 期货收盘价(连续):NYMEX天然气(美元/百万英热单位)



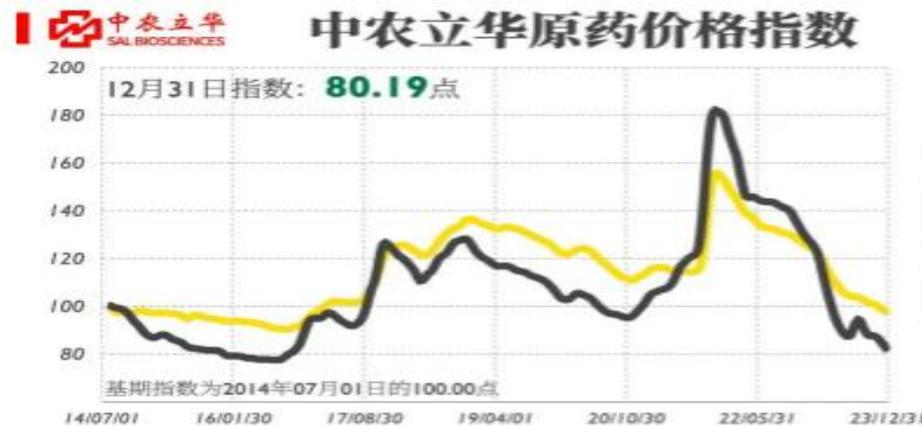
数据来源: Wind、中泰证券研究所

图表12: 期货收盘价(活跃合约):郑商所尿素(元/吨)



数据来源: Wind、中泰证券研究所

图表14: 中农立华原药价格指数

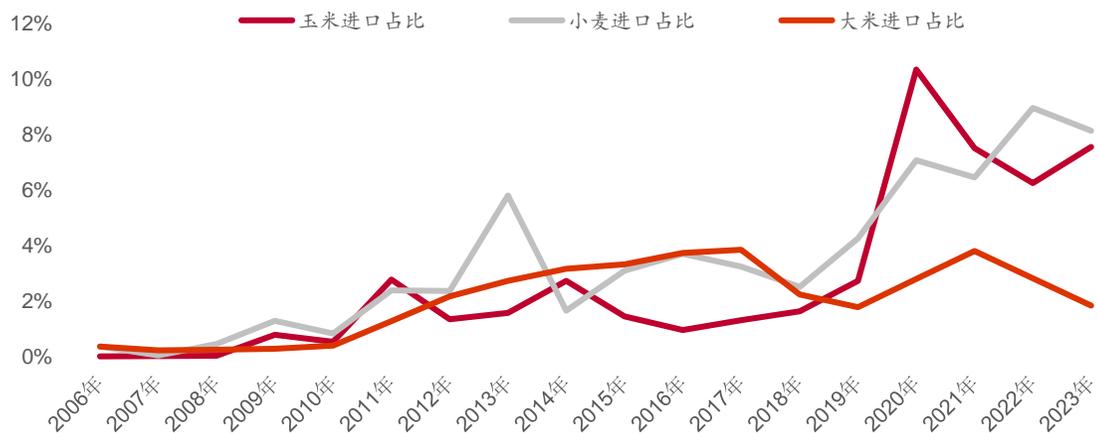


数据来源: 中农立华公众号、中泰证券研究所

## 全球粮食市场：大米一枝独秀 玉米小麦开启调整

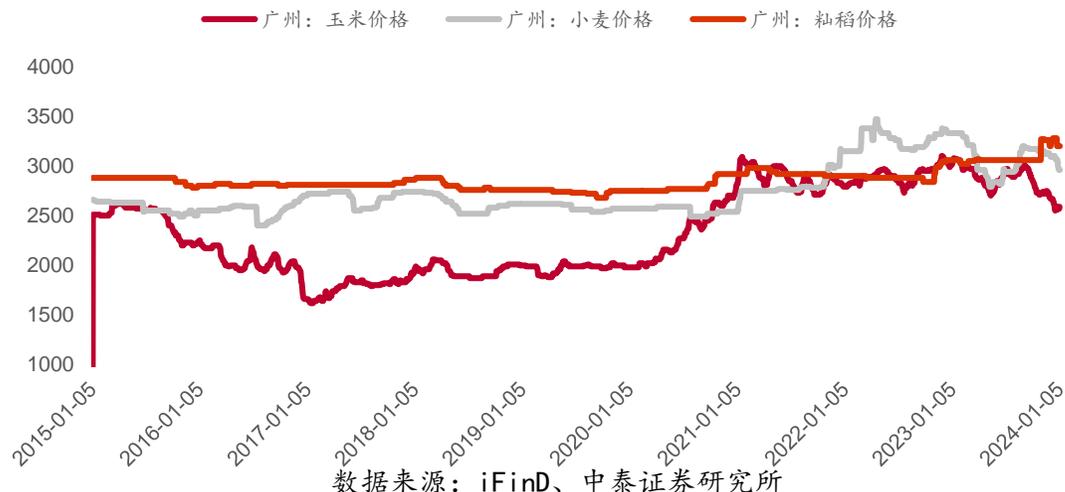
- 国家统计局数据，我国2023年粮食播种面积17.85亿亩，同比增长0.5%；粮食总产量13908.2亿斤，同比增长1.3%；单产389.7公斤/亩，同比增长0.8%。
- 美国农业部数据，2023年中国大米的进口占比较低，但玉米、小麦的进口占比8%左右。
- USDA预估，23/24年度中国进口玉米2300万吨，同比增429万吨；小麦1250万吨，同比减78万吨。
- 全球大米价格创13年新高，全球玉米、小麦价格回调至5年前低点附近，进口成本随之走低。
- 发改委：2024年生产的小麦（三等）最低收购价为每50公斤118元，同比上调1元。
- 2024年，粮食生产总体目标是，**稳口粮、稳玉米、稳大豆，继续扩大油菜面积，着力提高单产。**

图表16：我国主粮进口占比



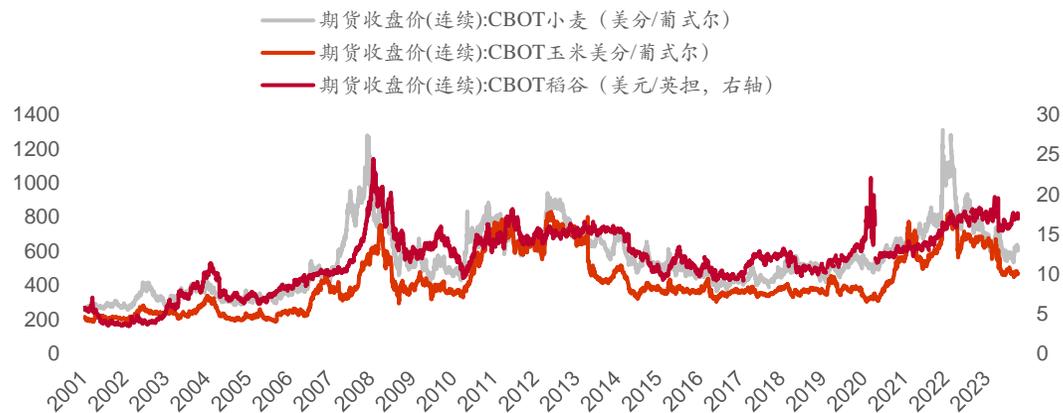
数据来源：Wind、中泰证券研究所

图表15：广州地区粮食价格走势（元/吨）



数据来源：iFinD、中泰证券研究所

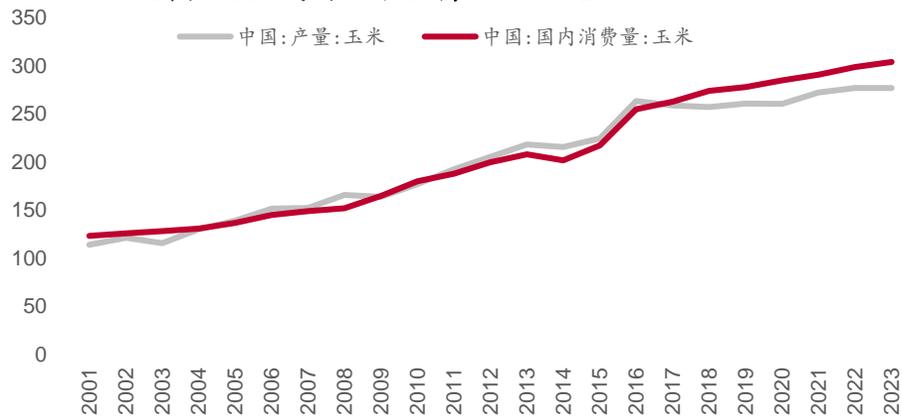
图表17：期货收盘价(连续):CBOT小麦、玉米、稻谷



数据来源：Wind、中泰证券研究所

## 玉米历史复盘

图表18: 我国玉米供需 (百万吨)



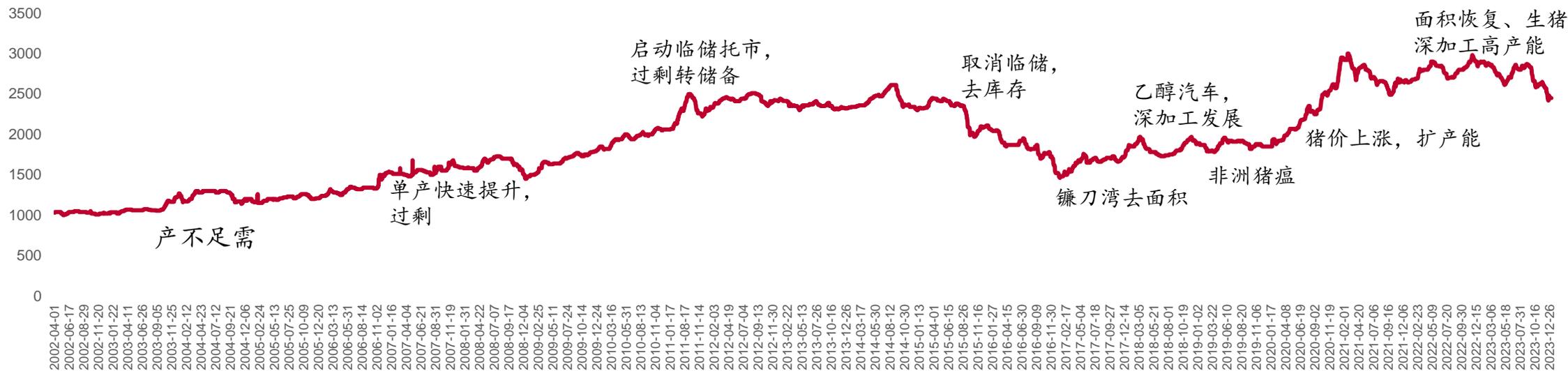
数据来源: wind、中泰证券研究所

图表19: 我国玉米单产 (公斤/亩)



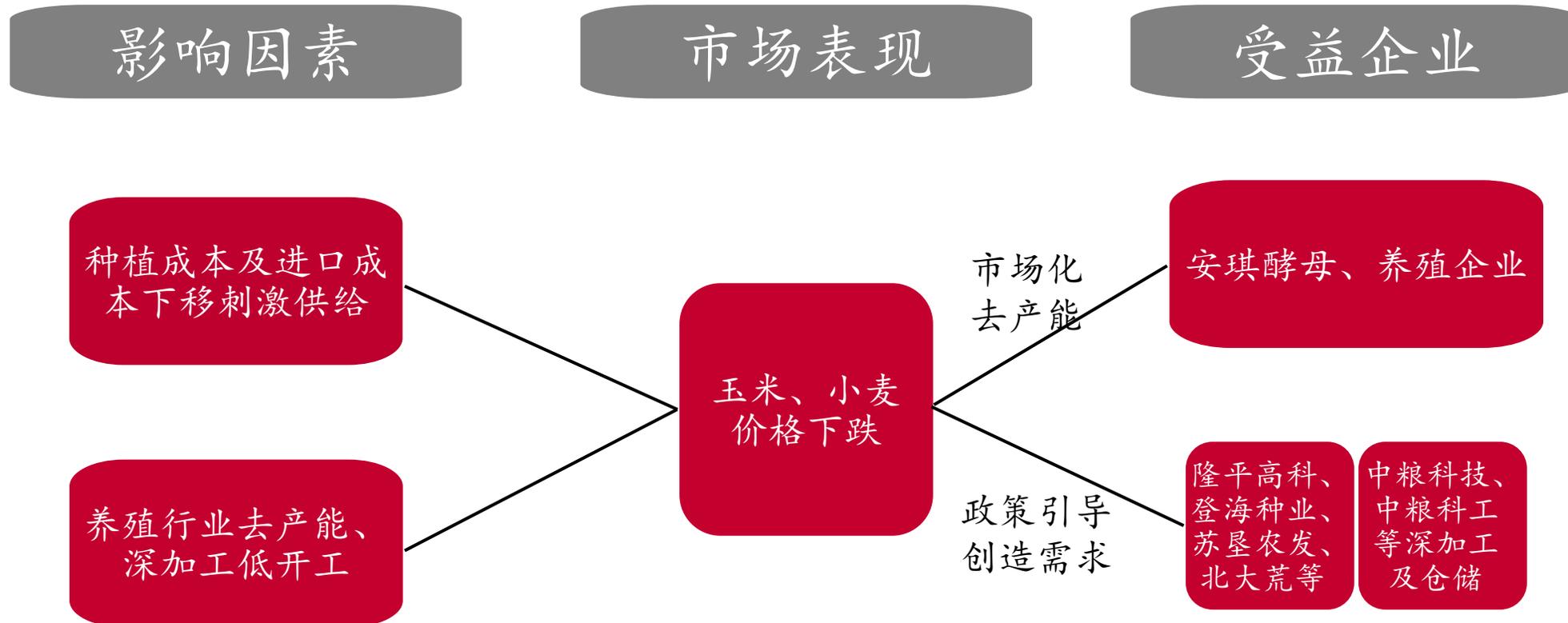
数据来源: wind、中泰证券研究所

图表20: 我国玉米价格 (元/吨)



数据来源: iFinD、中泰证券研究所

## 不同价格表现下的受益公司



## 油脂油料市场维持宽松局面

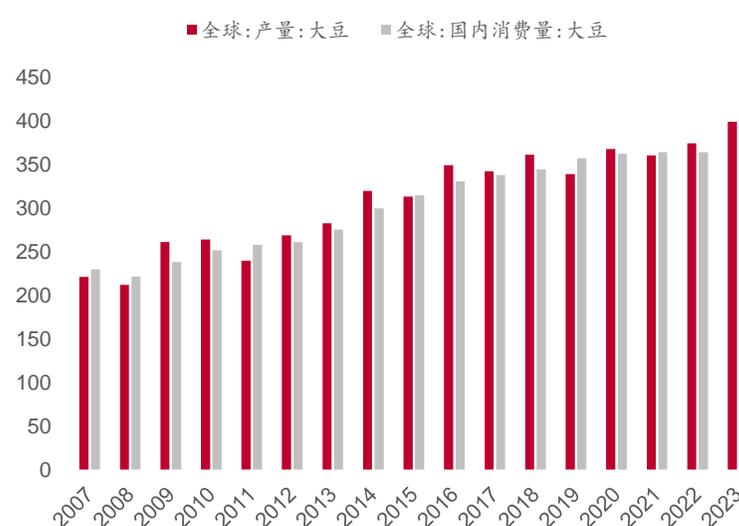
- 美国农业部预计23/24年度全球大豆产量3.99亿吨，同比+6.54%，消费量3.84亿吨，同比+5.45%，期末库存1.14亿吨，同比+12%，库存消费比29.75%，同比+1.76pct。产量增幅集中在南美的巴西、阿根廷，同比分别+0.6%，+92%。
- 美国农业部预计23/24年度全球植物油产量达到创纪录的2.236亿吨，同比+2.94%，消费量2.1875亿吨，同比+3.70%，库存消费比14%，同比-4.16pct，期末库存3070万吨，同比-19万吨。
- 美国农业部预计，23/24年度中国预计进口大豆1.02亿吨，与22/23年度基本持平。近5年中国进口大豆规模平稳，一方面与中国增加大豆种植面积有关，也与养殖利润不佳有关。长期看，中国进口油料的增速预计将缓慢下降，而进口油脂、蛋白的规模将逐步抬升。
- 在当前大豆玉米比价下，预计2024年美国大豆种植面积同比增加。

图表21：全球植物油产量、消费量（百万吨）



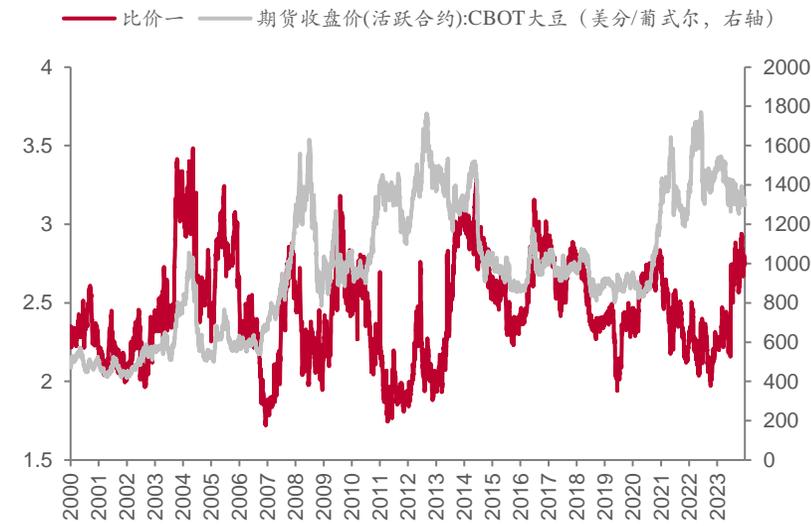
数据来源：Wind、中泰证券研究所

图表22：全球大豆产量、消费量（百万吨）



数据来源：Wind、中泰证券研究所

图表23：CBOT大豆玉米比价

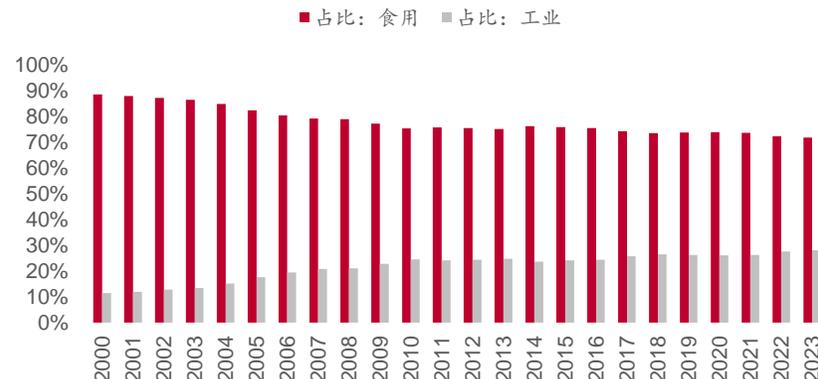


数据来源：Wind、中泰证券研究所

## 油脂油料市场压力预计由豆粕承担

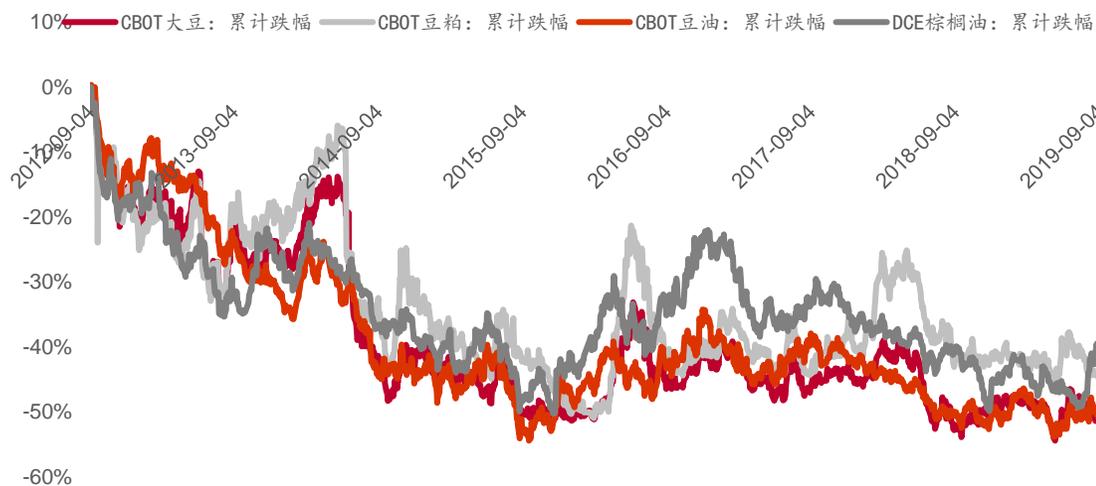
- 2023年8月，印尼推行B35生物柴油标准。
- 2023年10月，欧盟理事会通过了修订后的《ReFuelEU航空法规》，规定航空燃料供应商有义务确保从2025年起向欧盟机场的飞机运营商提供的所有燃料均包含最低份额的SAF，且SAF的混合比例每5年逐步增加。
- 从2024年3月起，巴西生物柴油强制掺混率将从目前的12%提高到14%，这将导致大豆需求额外增长500万吨。
- 2022Q2至今，油脂油料市场主要跌幅由油脂贡献，豆粕受到中国养殖业规模支撑跌幅较少。考虑到大豆市场重心下移，中国养殖产能下降，而生物柴油需求增长叠加棕榈油减产预期，2024年全球大豆市场的下跌主要由豆粕市场承担。

图表24：全球植物油消费结构



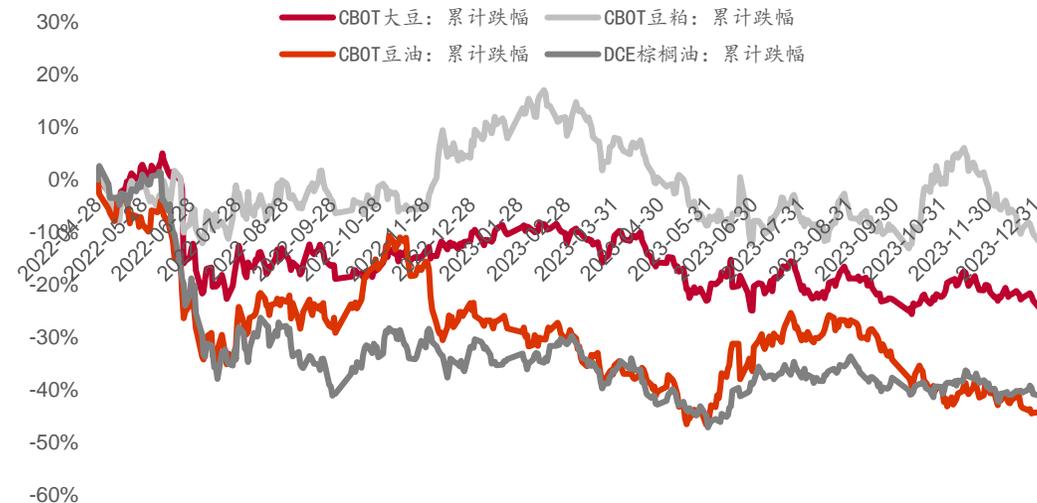
数据来源：Wind、中泰证券研究所

图表25：2012-2019年油脂油料品种累计跌幅



数据来源：Wind、中泰证券研究所

图表26：2022年中旬至今油脂油料品种累计跌幅



数据来源：Wind、中泰证券研究所

## 养殖利润拖累榨利

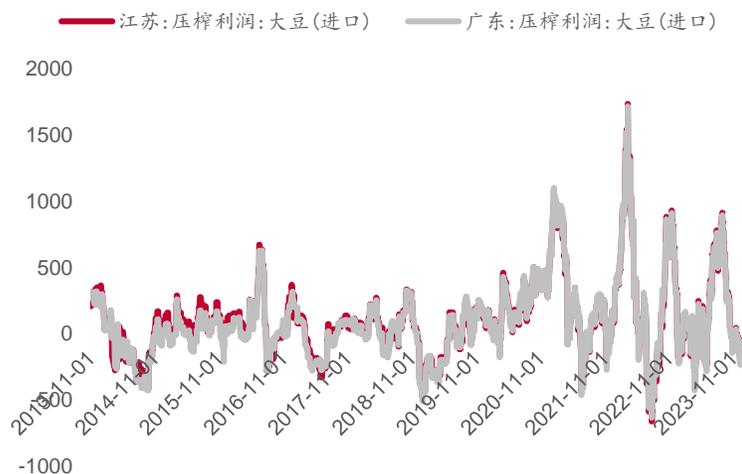
- 2023年油料压榨利润的表现不及2022年，因养殖利润低迷导致蛋白价格在二季度走弱，养殖业预计较长时间处于低利润区间波动，对大豆、菜籽的压榨利润产生不利影响。
- 国家粮油信息中心数据显示，截至2022年底，全国120家1000吨/日以上的进口大豆压榨企业年产能超过1.42亿吨，比十年前增加了5100万吨，但我国每年实际大豆压榨量仅为9500万吨左右。全国前10家大豆压榨企业（集团）旗下企业数量占比超过65%，压榨能力占比超过73%。近3年全行业开机率不及60%。

图表27：生猪养殖利润（元/头）



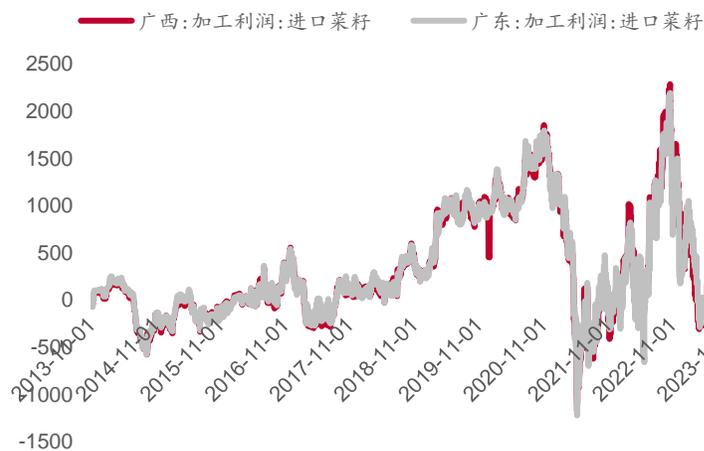
数据来源：Wind、中泰证券研究所

图表28：进口大豆压榨利润（元/吨）



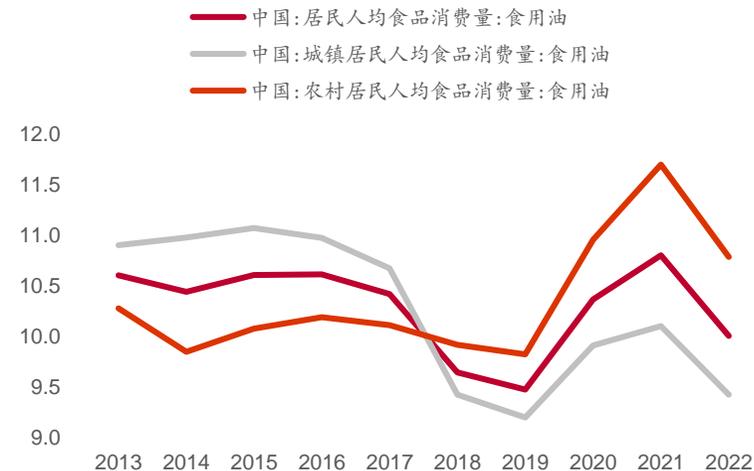
数据来源：Wind、中泰证券研究所

图表29：进口菜籽压榨利润（元/吨）



数据来源：Wind、中泰证券研究所

图表30：中国人均食用植物油消费量（千克）



数据来源：Wind、中泰证券研究所

## 国际糖价仍处于长期牛市之中

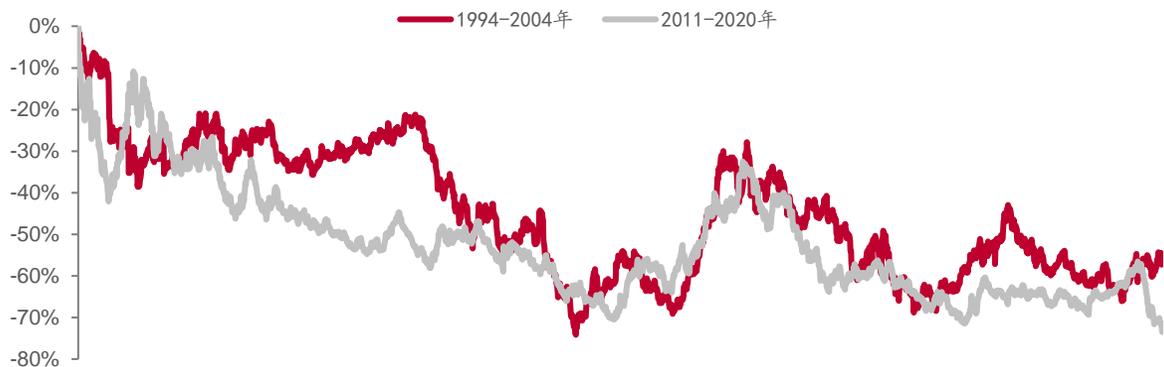
图表31：1974-2023年国际糖价走势（美分/磅）



数据来源：文华财经、中泰证券研究所

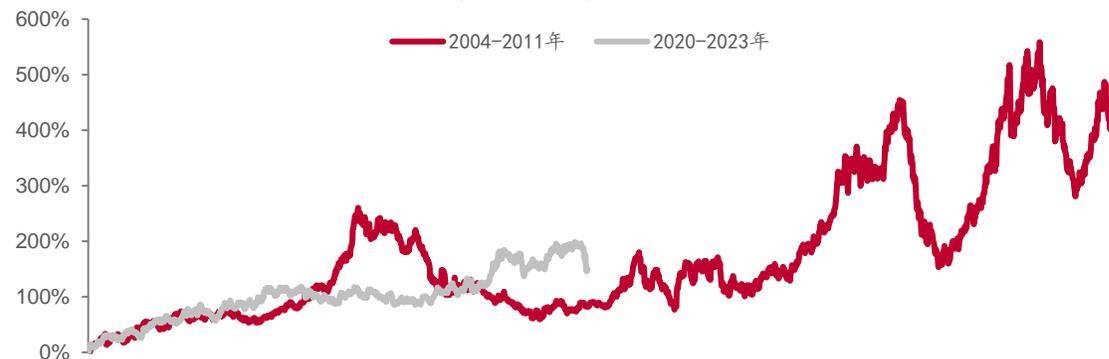
- 国际糖价结束了2011-2020年的十年熊市，目前已经开启一轮新周期牛市，历史经验推算的牛市结束在2027-2028年。巴西、印度持续提高乙醇消费是糖牛的长期驱动。
- 国内新榨季增产、替代品及进口成本下降带来长牛的休整期。
- 伴随对外依存度的抬升，我国糖价与国际市场的联动将更加紧密，行业波动率加大考验国内制糖企业综合素质，商业模式多样、具有优秀风险管理能力的企业估值将得到抬升。

图表32：1994-2004年与2011-2020年国际糖价两轮熊市跌幅对比



数据来源：Wind、中泰证券研究所

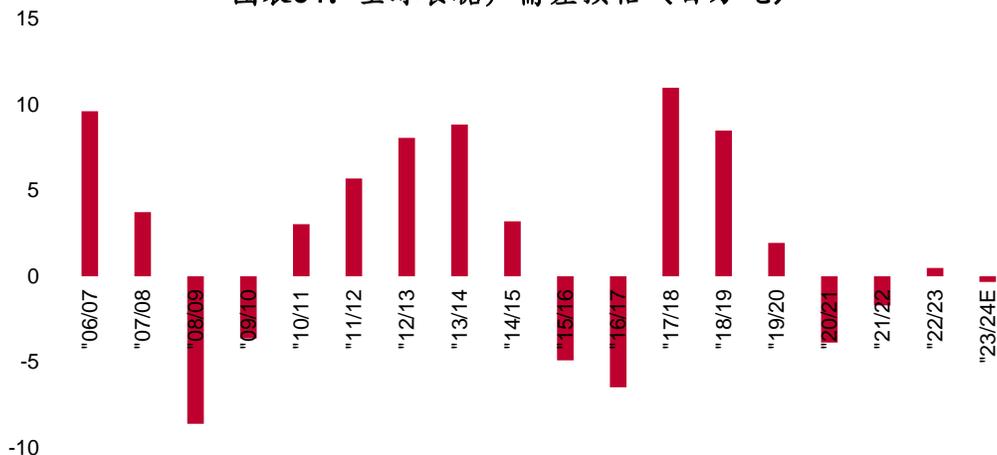
图表33：2004-2011年与2020年至今国际糖价涨幅对比



数据来源：Wind、中泰证券研究所 1985-1994 年缺乏数据，但估算是 450%

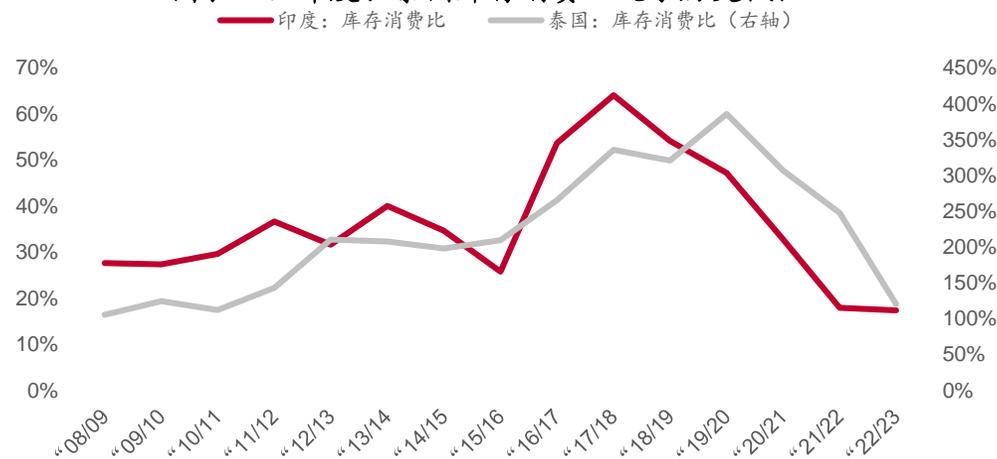
## 全球食糖处于脆弱的平衡

图表34：全球食糖产需差预估（百万吨）



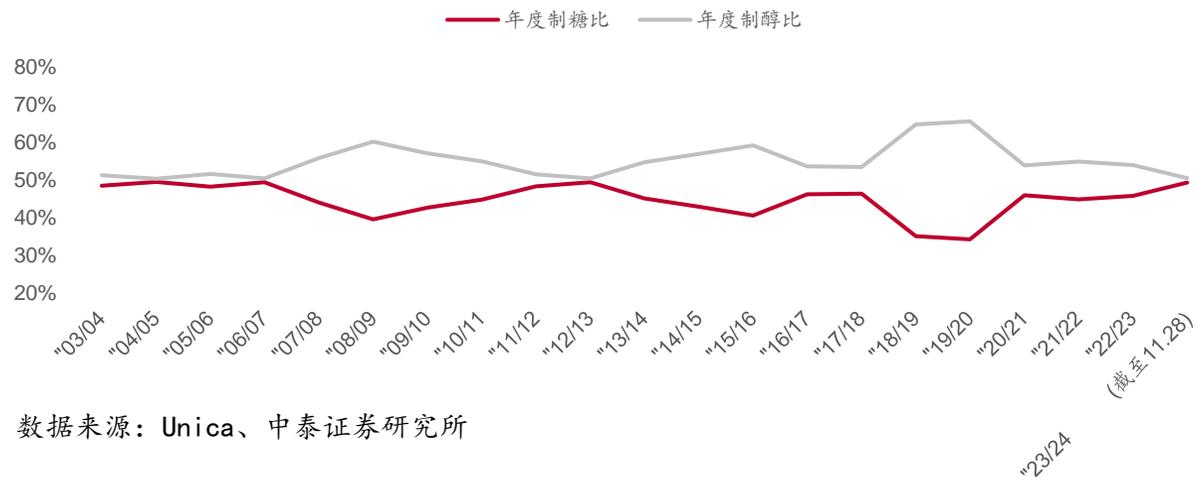
数据来源：ISO、中泰证券研究所

图表36：印度、泰国库存消费比处于历史低位



数据来源：Wind、中泰证券研究所

图表35：巴西制糖比例触及近15年第二高位

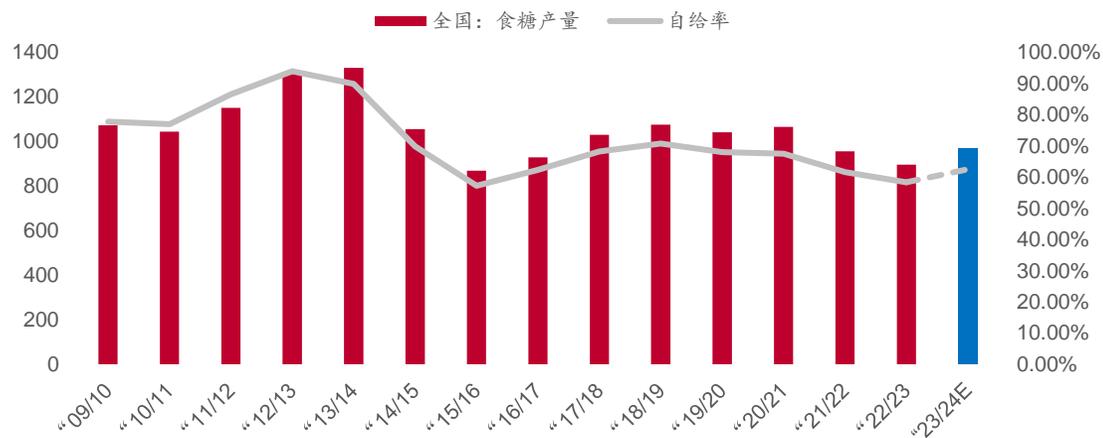


数据来源：Unica、中泰证券研究所

- ISO预估22/23榨季全球食糖短缺33万吨，巴西创纪录丰产抵消亚洲产量下滑。USDA数据显示，全球食糖库存消费比降至近历史低位，让全球糖市处于脆弱的平衡之中。
- 近乎完美的生产环境，实现了巴西的创纪录产量。巴西甘蔗技术中心数据显示，23/24榨季巴西甘蔗单产达产89.3吨/公顷，同比增长21.3%，制糖比例大幅提升但仍低于50%的历史分水岭。
- 国际糖价预计进入宽幅震荡格局，高价区受到巴西满产的压制，亚洲主产国薄弱的库存在低价区抑制出口、收紧贸易流。在长期牛市的驱动中，乙醇价格是异常关键的指标，低油价会减缓甘蔗转向乙醇的进程但不会改变巴西、印度增加乙醇消费的长期动力。若国际油价摆脱60-70美元的低位区间或任何一个主产国出现异常天气，全球糖价的牛市将进入第三阶段。

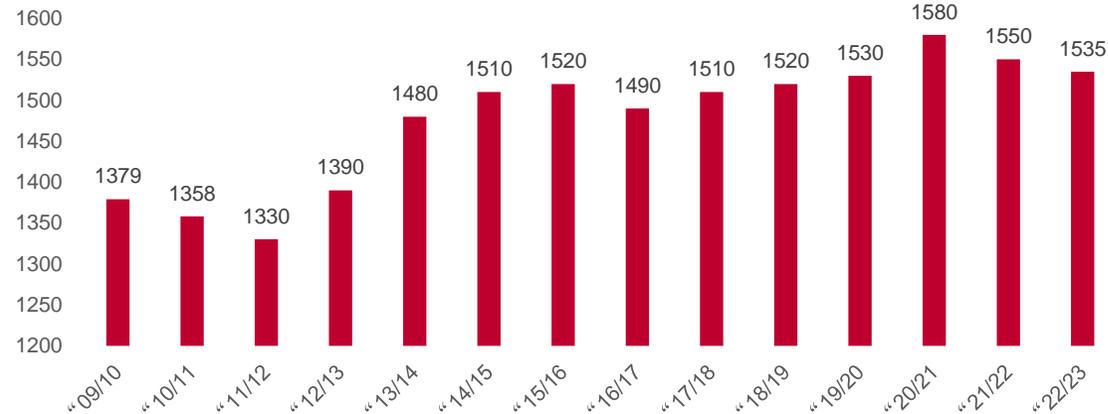
## 国内自给率逐年下滑 消费韧性十足

图表37: 国内食糖自给率 (万吨)



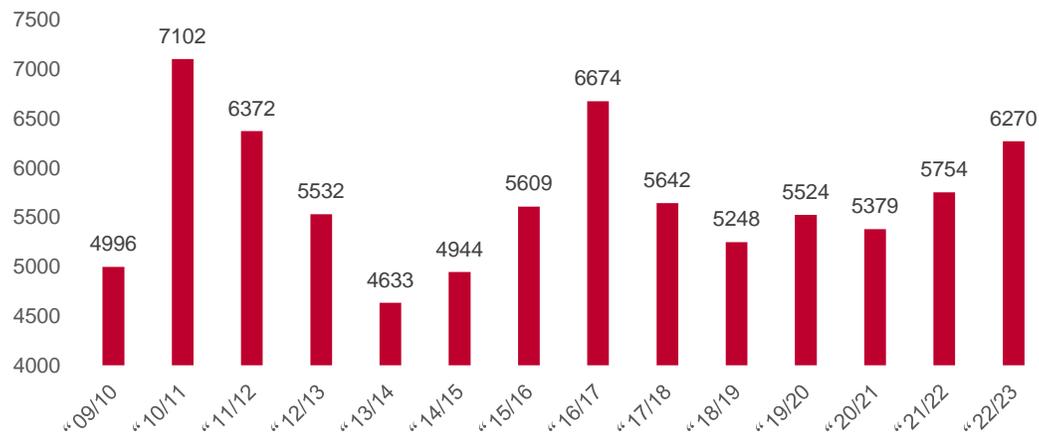
数据来源: 中国糖业协会、中泰证券研究所

图表38: 国内食糖消费量 (万吨)



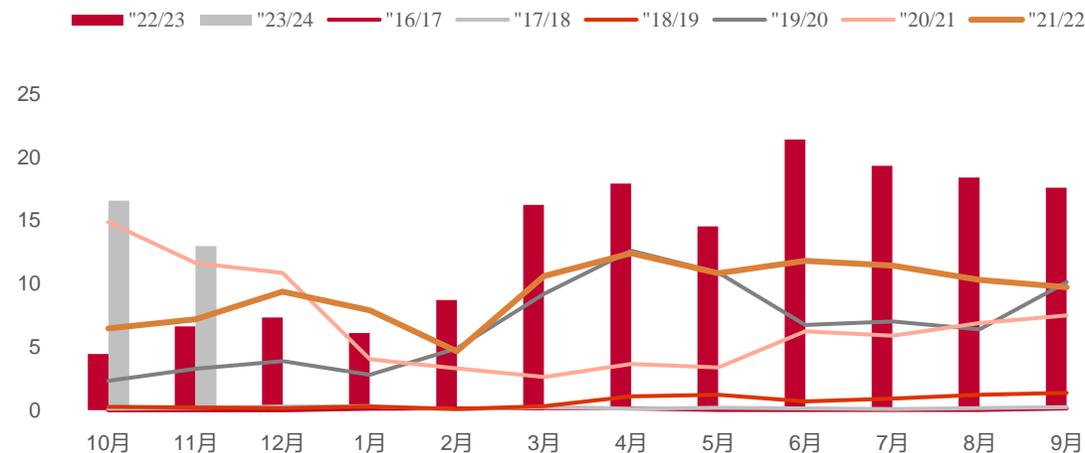
数据来源: 中国糖业协会、中泰证券研究所

图表39: 国内糖业集团销售均价 (元/吨)



数据来源: 中国糖业协会、中泰证券研究所

图表40: 非标糖源进口 (万吨)



数据来源: 海关总署、中泰证券研究所

## 风险提示

---

- 政策推进效果不达预期；
- 下游需求出现超预期下滑；
- 天气出现超预期变化；
- 海运市场出现超预期变化；
- 研报中使用的数据更新不及时；
- 历史规律失效的风险；

## 重要声明

- 中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。
- 市场有风险，投资需谨慎。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任何损失负任何责任。
- 投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。