

兴证期货·研发中心

2019年2月19日 星期二

农产品研究团队

李国强

从业资格编号：F0292230

投资咨询编号：Z0012887

黄维

从业资格编号：F3015232

投资咨询编号：Z0013331

程然

从业资格编号：F3034063

联系人

李国强

021-20370971

liqg@xzfutures.com

内容提要

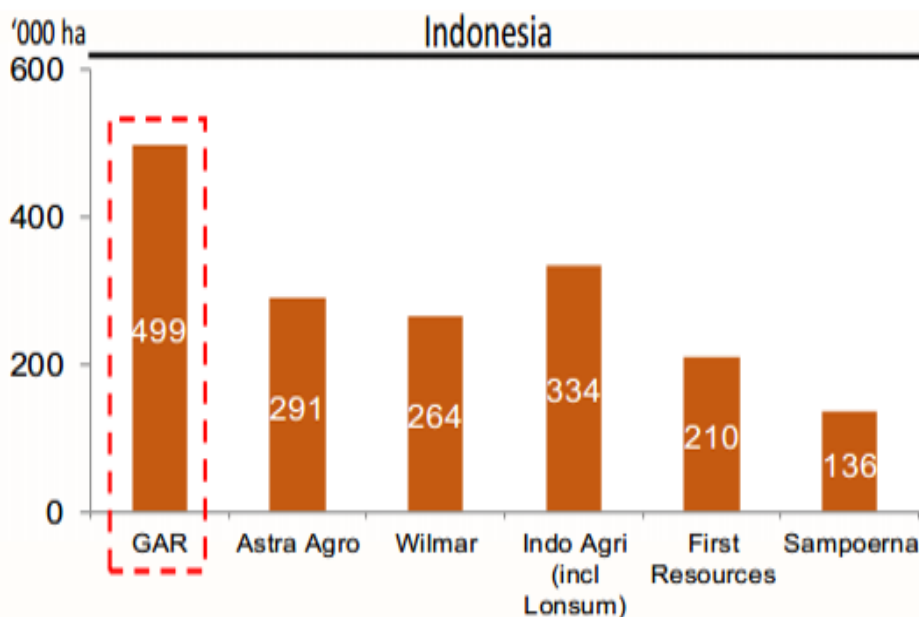
通过对印尼主要棕榈种植和棕榈油生产上市公司的研究，可以得到以下结论：第一，印尼前6大棕榈油的生产企业占比不足20%，占有率不高；第二，随着环保的日益严格，热带雨林保护的加强，印尼棕榈园盲目扩张得到遏制，主要企业棕榈油种植面积增长放缓，后期可能通过兼并小企业完成扩张；第三，棕榈园种植和压榨利润维持高位，毛利润率维持在22—30%区间，具体取决于企业经营状况；第四，各企业的树龄结构差异很大，单产水平变化也较大，整体来看还是要受制于气候条件的影响，如2016年整体均大幅减产，2017、2018年产量均持续恢复。第五，随着生物科技的进步，棕榈树的生产周期和单产水平在提高，在种植面积一定的情况下产量存在继续上涨的可能。

印尼棕榈油企业状况概述

印度尼西亚和马来西亚是全球棕榈油主产国，据 USDA 的统计 2017/18 年度印尼的棕榈油产量达到 3950 万吨，马来西亚棕榈油的产量达到 1900 万吨，分别占全球产量 7030 万吨的 56%和 27%，合计约占全球产量的 83%，对全球棕榈油的供求起着决定性的作用。棕榈油行业简单分为棕榈树种植和棕榈油压榨及下游产业两个部分，本文将重点介绍印度尼西亚棕榈树种植及压榨行业的标杆企业情况。

从种植的情况看，印尼前六大种植企业集团分别是 GAR、Astra Agro、Wilmar、Indo Agri、First Resources 和 Sampoerna。部分企业集团跨国经营，因此种植面积数据可能不只包括在印尼国内的面积。另外，部分企业的棕榈园既有自有还有与当地小业主联合经营管理的，均包含在企业的种植面积数据里。以上六个企业棕榈树种植面积达到 173.4 万公顷，约占印尼棕榈面积 1200 万公顷的 14.5%；市场占有率相对来说还是偏小。

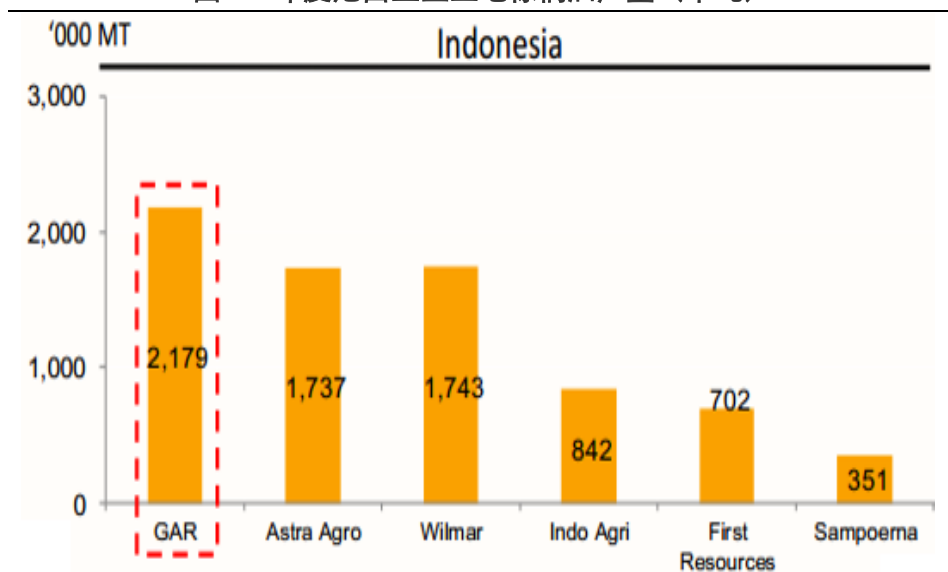
图 1：印度尼西亚棕榈企业种植面积（公顷）



数据来源：公开数据，兴证期货研发部

从毛棕榈油产量的情况看，如图 2 所示，毛棕榈油的产量多少与企业所拥有的种植园面积大小并不完全对应，主要因为部分企业可能会收购当地的棕榈果进行加工，使得毛棕榈油的产量大幅增加；并且有部分企业会销售一定数量的棕榈果，使得产量相应减少。综合来看，六个企业毛棕榈油的产量达到 765 万吨，约占产量 3950 万吨的 19.4%；相对种植园行业来说，棕榈油的压榨行业集中度相对更高。

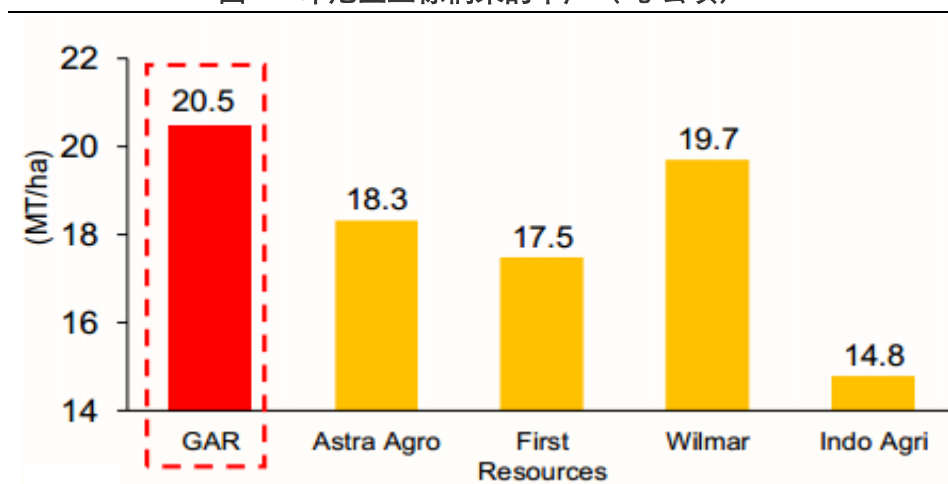
图 2：印度尼西亚企业毛棕榈油产量（千吨）



数据来源：公开数据，兴证期货研发部

棕榈果的产量与棕榈树的年龄结构有很大关系，并且受到棕榈树品种及棕榈园管理水平的影响和制约；如下图 3 所示，GAR 棕榈果的单产是比较企业中最高的，达到 20.5 吨/公顷；而 Indo Agri 的单产水平较低，仅仅为 14.8 吨/公顷，差距还是非常大的。但这个差距会随着棕榈树的树龄结构和管理水平而发生改变，不能一概而论。

图 3：印尼企业棕榈果的单产（吨/公顷）

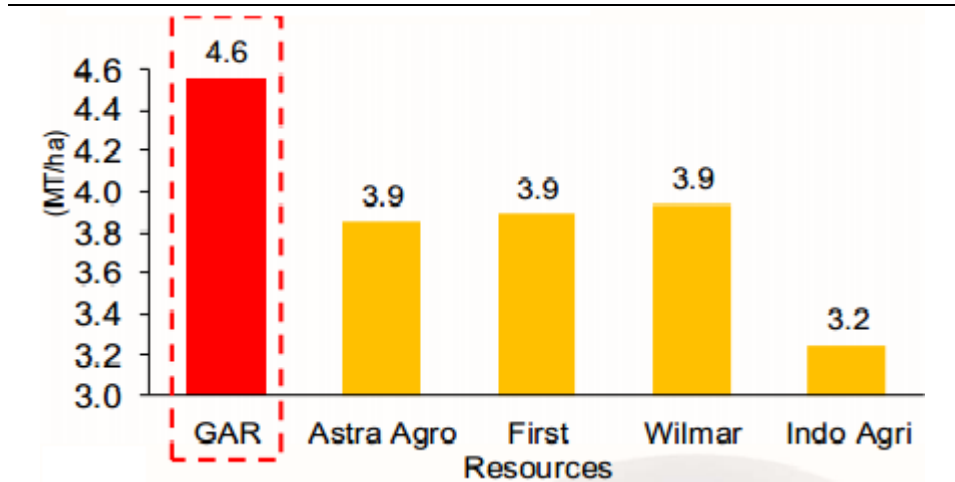


数据来源：公开数据，兴证期货研发部

棕榈果收获以后，经过一系列的物理和化学过程加工成毛棕榈油和棕榈粕；大致来说，棕榈果的出油率介于 18%--21%之间，与棕榈树品种和天气以及压榨的工艺情况有很大的关系。如图 4 所示，印尼企业的毛棕榈油单产情况，差异还是比较大的。由于棕榈果的出油率变动相对较小，因此毛棕榈油的产量更多的取决于棕榈果的产量变动；当然，压榨工艺流程和出油率也对棕榈油的产量有一定程度的影响。GAR 的毛棕榈油单产达到 4.6 公吨/公

顷，Indo Agri 的单产仅仅为 3.2 吨/公顷，相对来说差距还是比较大的。

图 4: 印尼企业棕榈油单产 (吨/公顷)



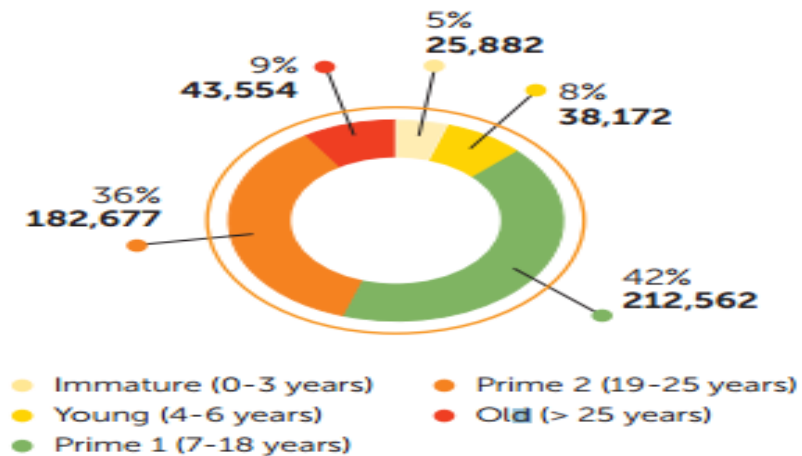
数据来源：公开数据，兴证期货研发部

综合来看，印尼棕榈树种植行业和棕榈油压榨行业的集中度相对处于比较低的水平；棕榈油的单产与企业棕榈树的树龄结构、棕榈树品种以及压榨工艺流程有很大的关系，各企业之间的单产差异还是比较大的，但并非一成不变，以下将通过上市公司报告重点介绍几个企业。

1.1 GAR（金光）印尼最大的棕榈种植生产企业

根据最新季度报告显示，截止 2018 年 9 月 30 日，GAR 棕榈种植面积为 499047 公顷，成熟面积为 474000 公顷约占总种植 95%，未成熟面积 25047 公顷占总种植面积的 5%；其中 396000 公顷的种植园完全自有；约 103000 公顷种植园以联合方式经营。如图 5 所示为 GAR 树龄结构图，平均树龄结构为 16 年，属于数量结构偏高的企业，单产也相对更高，但后期潜力不足。

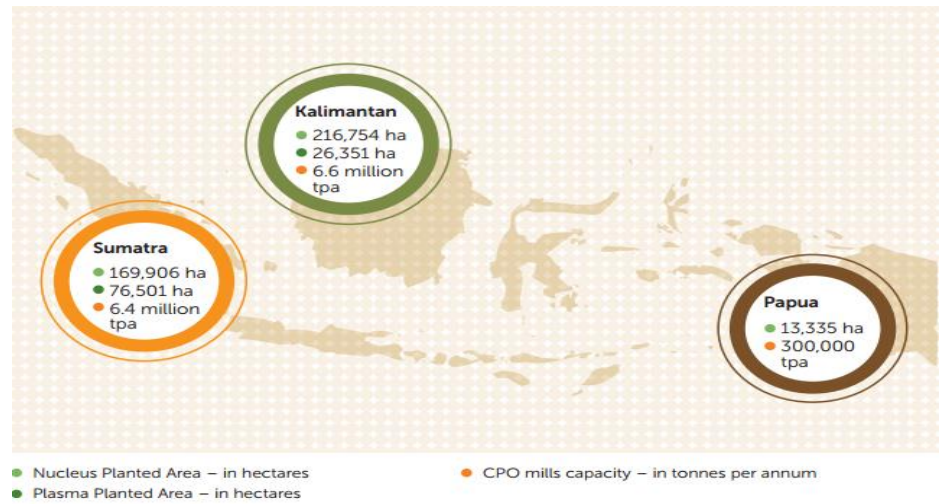
图 5: GAR 棕榈树树龄结构



数据来源：公开数据，兴证期货研发部

从区域的角度看，克里曼丹的种植面积为 24.31 万公顷，占总种植面积的 48.7%；棕榈果压榨产能达到 660 万吨/年。苏门答腊的种植面积为 24.64 万公顷，约占总面积的 49.3%；棕榈果的压榨产能达到 640 万吨/年。巴布新几内亚的种植面积相对较小为 1.3 万公顷；棕榈果压榨产能为 30 万吨/年。

图 6：GAR 种植面积及压榨产能分布



数据来源：公开数据，兴证期货研发部

从 GAR 棕榈油下游产能分布看，克里曼丹棕榈油精炼产能为 90 万吨/年、棕榈仁压榨产能 67.5 万吨/年、生物柴油产能 30 万吨/年；苏门答腊的棕榈油精炼产能为 250 万吨/年、棕榈仁压榨产能 110 万吨/年、油脂化工产能 44 万吨/年；爪哇的棕榈油精炼产能为 130 万吨/年、生物柴油产能 30 万吨/年。综合来看，GAR 棕榈果年压榨产能 1327 万吨；年精炼产能 468 万吨；棕榈仁压榨产能 176 万吨；油脂化工产能 44 万吨；生物柴油产能 60 万吨。

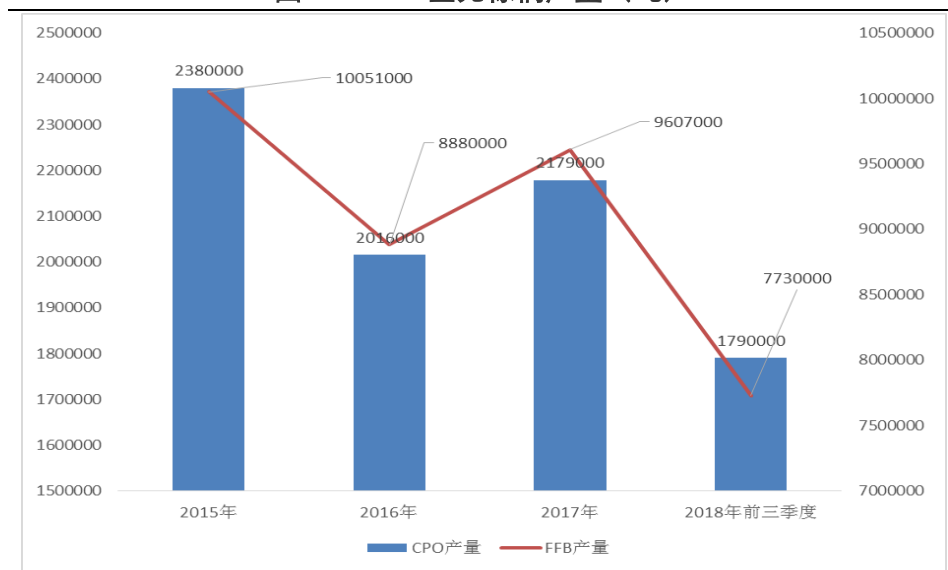
图 7：GAR 棕榈油下游产能分布



数据来源：公开数据，兴证期货研发部

从产量数据看，近3年金光的棕榈果（FFB）及毛棕榈油（CPO）产量保持在较高的位置，如图8所示，2015年棕榈果产量超过1000万吨、棕榈油产量也达到238万吨；2016、2017年受厄尔尼诺天气的影响，产量下降；2018年前三季度棕榈果产量达到773万吨，年度可能再度超过1000万吨的水平。

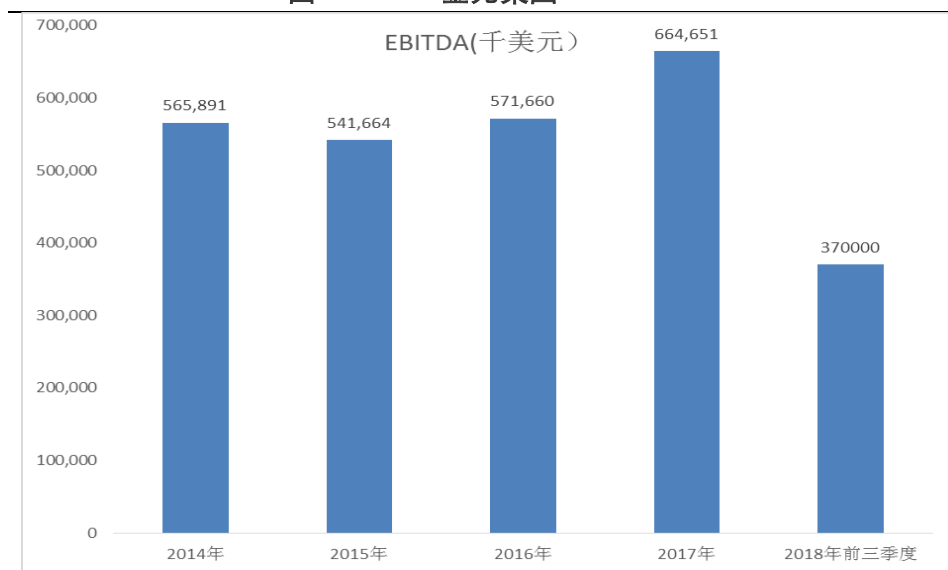
图8：GAR 金光棕榈产量（吨）



数据来源：公开数据，兴证期货研发部

从财务数据看，近5年金光的EBITDA保持稳定增长的趋势，如图9所示，其中2017年的收益最好，主要因为2015年的厄尔尼诺现象导致棕榈油的库存偏低，2017年棕榈油价格维持高位，产量也恢复增加，使得收益大幅提高。但2018年随着产量的增加，供求过剩导致价格走低，我们看到2018年前三季度的EBITDA出现了一定的走低。

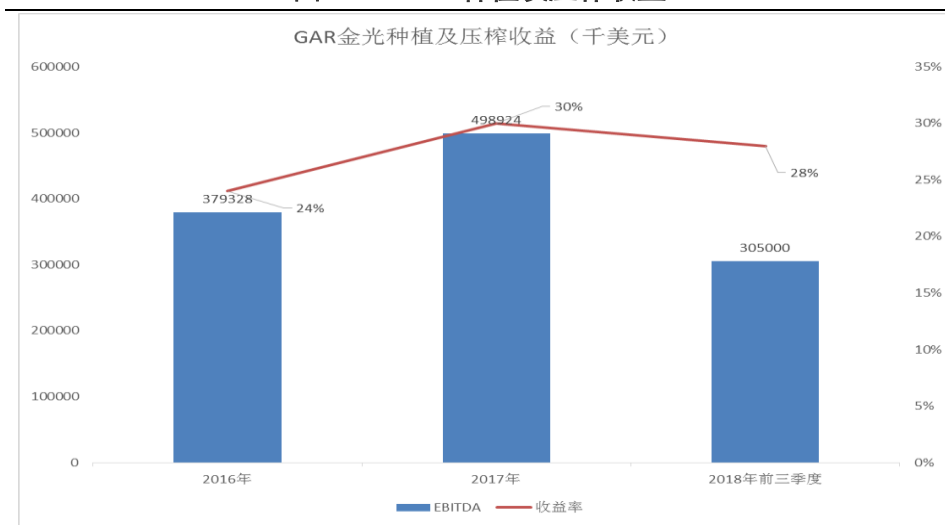
图9：GAR 金光集团 EBITDA



数据来源：公开数据，兴证期货研发部

具体到棕榈种植及油脂生产的财务数据，如图 10 所示，金光棕榈的种植和生产的收益率超过 28%，仍旧维持较好的状态。

图 10: GAR 种植及压榨收益

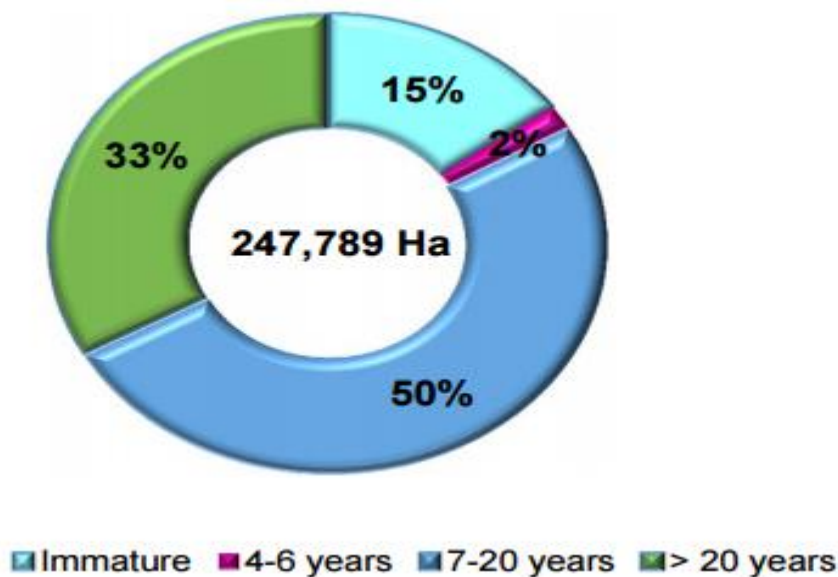


数据来源：公开数据，兴证期货研发部

1.2 Indo Agri 印尼种植第二、产量第四

根据最新季度报告显示，截止 2018 年 9 月 30 日，Indo Agri 棕榈种植全部位于印尼国内，总面积为 247789 公顷，成熟面积为 210825 公顷约占总种植 85%；其中 161407 公顷的种植园完全自有；约 86382 公顷种植园以联合方式经营。如图 11 所示树龄结构图，平均树龄结构为 16 年，属于树龄结构偏高的企业，单产水平相对比较低。

图 11: Indo Agri 棕榈树树龄结构

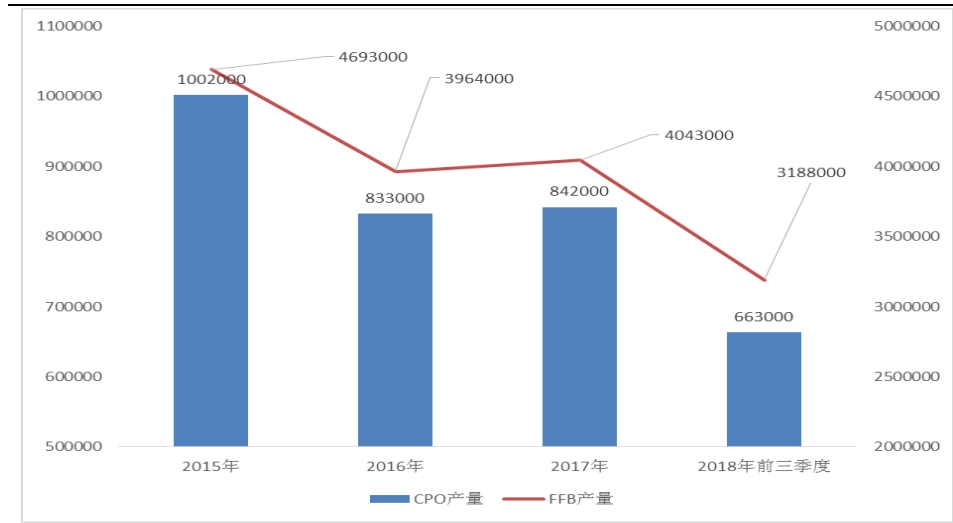


数据来源：公开数据，兴证期货研发部

Indo Agri 不仅种植棕榈树还种植甘蔗、橡胶以及茶叶，但棕榈树的种植面积要达到 70%，是最主要的种植品种。

从产量数据看，近 3 年 Indo Agri 的棕榈果（FFB）及毛棕榈油（CPO）产量保持在较高的位置，如图 12 所示，2015 年棕榈果产量 469 万吨、棕榈油产量也达到 100 万吨；2016、2017 年受厄尔尼诺天气的影响，产量下降；2018 年前三季度棕榈果产量 318 万吨、棕榈油 66.3 万吨，产量均出现反弹，但仍低于 2015 年水平。

图 12: Indo Agri 棕榈产量 (吨)

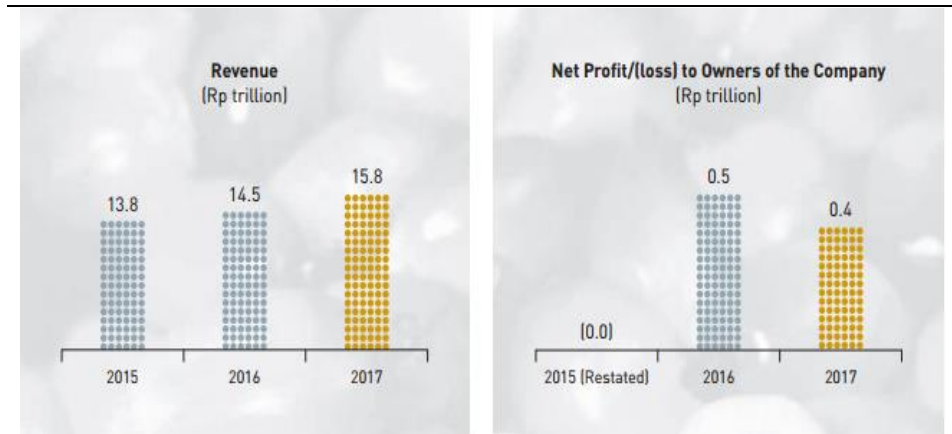


数据来源：公开数据，兴证期货研发部

从 Indo Agri 棕榈油下游产能看，棕榈果年压榨产能 680 万吨，今年产量低于 450 万吨，产能利用率低于 65%；棕榈油精炼产能为 140 万吨/年、毛棕榈油产量低于 100 万吨，产能利用率低于 71%。

从财务数据看，过去 3 年 Indo Agri 的营业收入稳定增加、归属股东的净利润有所好转，如图 13 所示。年报显示，毛利率维持在 20%-25%之间，远低于金光，2017 年资产回报率为 3.7%，处于比较低的水平。

图 13: Indo Agri 营业收入及股东利润 (十亿卢布)



数据来源：公开数据，兴证期货研发部

1.3 Wilmar 丰益国际种植第四、产量第二

Wilmar 丰益国际即益海嘉里的母公司,其总的种植面积达到 22.84 万公顷,成熟面积接近 19.4 万公顷,约占总面积的 85%;在印尼的棕榈园面积接近 66%,达到 15.18 万公顷;在马来西亚有棕榈园 5.7 万公顷约占 25%;在非洲有 1.9 万公顷,约占 8%。丰益国际棕榈树的年龄结构年轻,平均只有 11 年的树龄,棕榈果的单产水平仅次于 GAR 金光,棕榈油的单产水平虽仅次于金光,但与金光集团差距较大。

从经营业务上看,丰益国际经营范围比较广泛,包括棕榈种植园、棕榈油的压榨和精炼产业、大豆压榨产业、面粉厂、大米加工厂、甘蔗压榨和食糖精炼产业。如图 14 为棕榈油精炼产能及其分布情况,子公司的产能在棕榈油精炼为 3000 万吨;油脂化工为 200 万吨、特殊油脂为 200 万吨、生物柴油为 300 万吨;其联营公司的产能分布为,棕榈油精炼为 1300 万吨;油脂化工略低于 00 万吨、特殊油脂为 100 万吨、生物柴油低于 100 万吨。

图 14: 2017 年底丰益国际棕榈压榨和精炼产能

	Refinery	Oleochemicals	Specialty Fats	Biodiesel
Subsidiaries				
Indonesia	25	4	4	11
Malaysia	14	3	1	2
China	51	10	6	0
Vietnam	4	0	2	0
Europe	0	2	0	0
Africa	2	0	2	0
Others	4	0	1	0
Total no. of plants	100	19	16	13
Total capacity (million MT p.a)	30	2	2	3
Associates				
India	39	2	5	0
China	7	2	2	0
Russia	4	0	1	0
Ukraine	2	0	1	0
Malaysia	3	0	0	0
Africa	10	0	4	0
Bangladesh	2	0	0	0
Europe	6	1	1	0
Others	0	0	1	1
Total no. of plants	73	5	15	1
Total capacity (million MT p.a)	13	<1	1	<1

数据来源: 公开数据, 兴证期货研发部

图 15 为丰益国际在大豆压榨、面粉加工及大米加工企业的分布及产能情况,子公司的压榨产能为 2500 万吨;面粉加工为 600 万吨、大米加工 400 万吨;其联营公司的产能分布为,大豆压榨产能为 1300 万吨;面粉加工为 300 万吨、大米加工低于 100 万吨。

图 15: 2017 年底丰益国际大豆压榨面粉和大米加工产能

	Crushing	Flour Milling	Rice Milling
Subsidiaries			
China	53	18	18
Malaysia	1	0	0
Vietnam	3	0	0
Africa	1	0	0
Indonesia	0	2	0
Total no. of plants	58	20	18
Total capacity (million MT p.a)	25	6	4
Associates			
China	17	1	2
India	17	1	0
Russia	2	0	0
Ukraine	1	0	0
Malaysia	0	9	0
Indonesia	0	2	0
Others	5	8	1
Total no. of plants	42	21	3
Total capacity (million MT p.a)	13	3	<1

数据来源: 公开数据, 兴证期货研发部

图 16 为丰益国际在甘蔗压榨和白糖精炼产能分布及产能情况, 子公司的甘蔗压榨产能为 1900 万吨; 白糖精炼产能为 200 万吨; 其联营公司的产能分布为, 甘蔗压榨产能为 2700 万吨; 白糖精炼产能为 300 万吨。

图 16: 2017 年底丰益国际大豆压榨面粉和大米加工产能

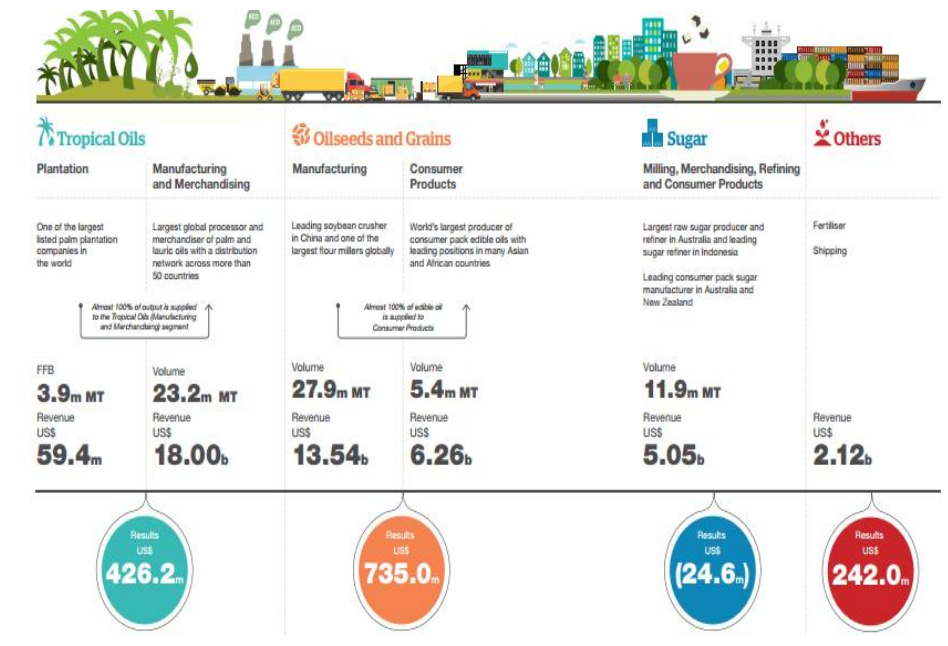
	Milling	Refining
Subsidiaries		
Australia	8	2
New Zealand	-	1
Indonesia	-	2
Myanmar	2	-
Total no. of mills/plants	10	5
Total capacity (million MT p.a)	19	2
Associates		
Brazil	4	-
India	7	2
Morocco	7	1
Total no. of mills/plants	18	3
Total capacity (million MT p.a)	27	3

数据来源: 公开数据, 兴证期货研发部

从财务数据看, 如图 17 显示丰益国际 2017 年年显示各部门的收入和利润情况。从图看, 2017 年, 热带油脂的生产和销售收入最高, 达到 180 亿美金, 大豆及谷物的压榨为 135.4 亿美金; 大豆及谷物终端消费品 62.6 亿, 白糖产业为 50.5 亿, 棕榈油的种植为 5940 万美金; 由此可看出, 丰益国际种植

行业在其业务链中的占比还是比较低的。简单估算其自产棕榈果压榨的数量接近 80 万吨，但实际产量接近 180 万吨，说明丰益有一大半的棕榈果或棕榈油需要从外部采购。综合来看，丰益在棕榈油产业链和大豆谷物压榨产业链的业务占比基本平分秋色，2017 年的总收入分别为 180 亿和 198 亿美金。

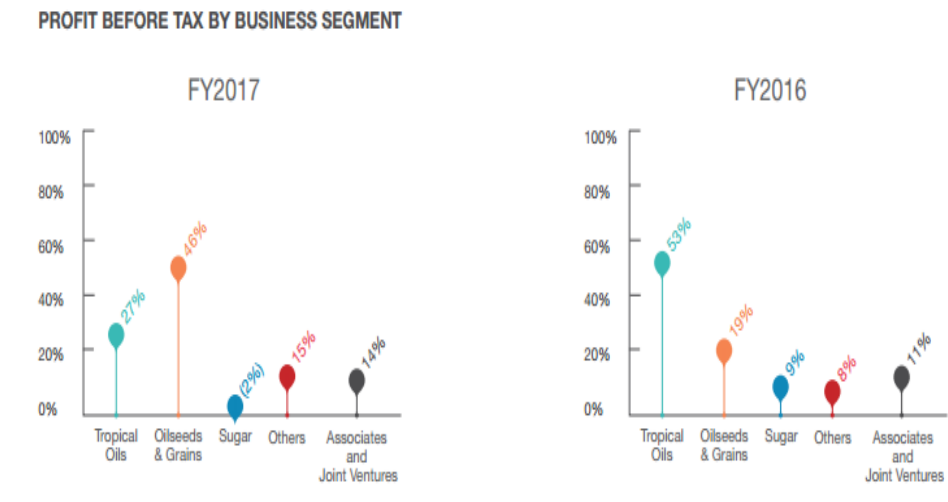
图 17：2017 年丰益国际各部门收入情况



数据来源：公开数据，兴证期货研发部

如 18 为各部门的税前利润占比，由图看 2016 年棕榈油部门的利润占比达到 53%，大豆和谷物压榨和销售的利润占比为 19%；2017 年，这两个部门的利润占比出现了反转，而这恰好平滑了丰益国际总体的利润情况，显示出其分散经营的优势。

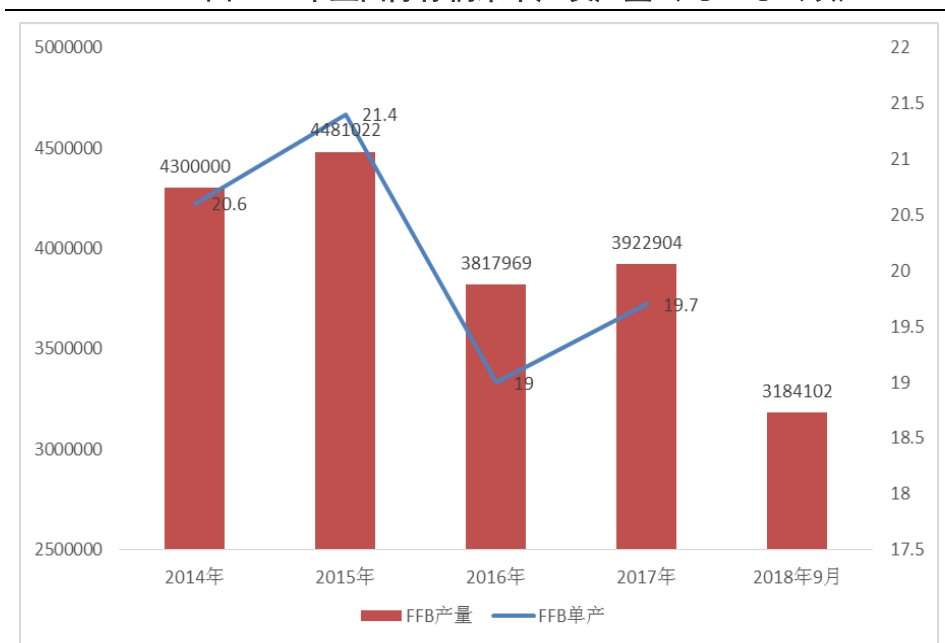
图 18：丰益国际各部门税前利润占比



数据来源：公开数据，兴证期货研发部

图 19 是丰益国际棕榈果的单产和产量情况，2018 年棕榈果的单产持续恢复但仍没有恢复到 2015 年的高位水平。

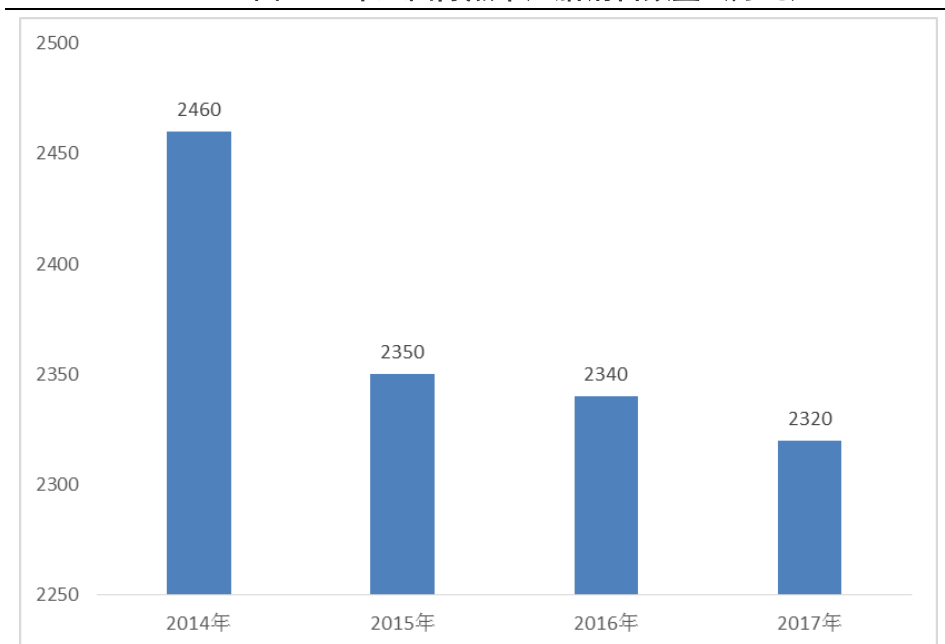
图 19：丰益国际棕榈果单产及产量（吨、吨/公顷）



数据来源：公开数据，兴证期货研发部

从热带油脂销售数量看，近几年丰益国际的销售数量出现了小幅的下滑，主要因为棕榈油产量减少、需求下滑所致，2018 年以后棕榈油的销售数量可能将出现反弹。

图 20：丰益国际热带油脂销售数量（万吨）

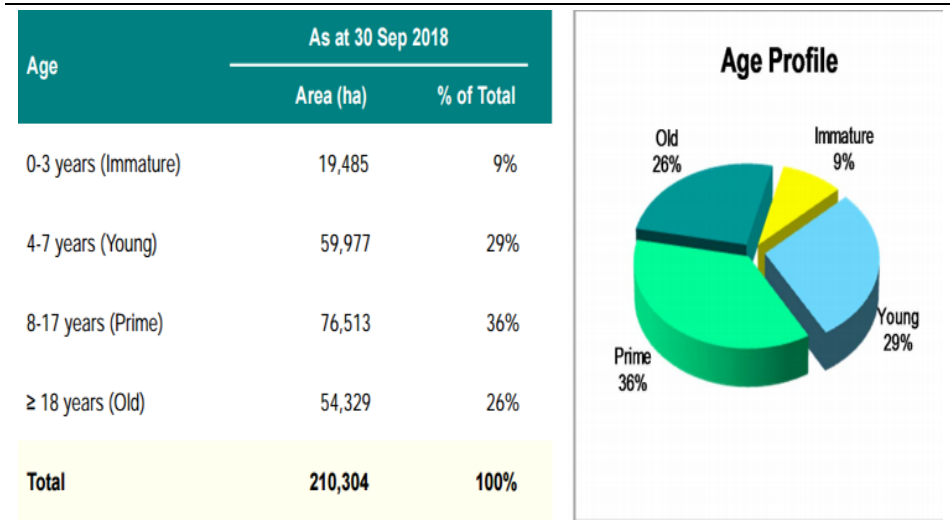


数据来源：公开数据，兴证期货研发部

1.4 First Resources(FR)种植第五、产量第五

FR 的棕榈园面积和棕榈油的产量均达到印尼的第五位；根据最新季度报告显示，截止 2018 年 9 月 30 日，FR 棕榈种植全部位于印尼国内，总面积为 210304 万公顷，其中成熟面积为 190819 公顷约占总种植 91%；其中 179630 公顷的种植园完全自有；约 30674 公顷种植园以联合方式经营。如图 21 所示树龄结构图，平均树龄结构为 11 年，在产量较大的企业中，该公司棕榈树的树龄结构处于偏低的水平，棕榈果和棕榈油的单产水平相对较低。

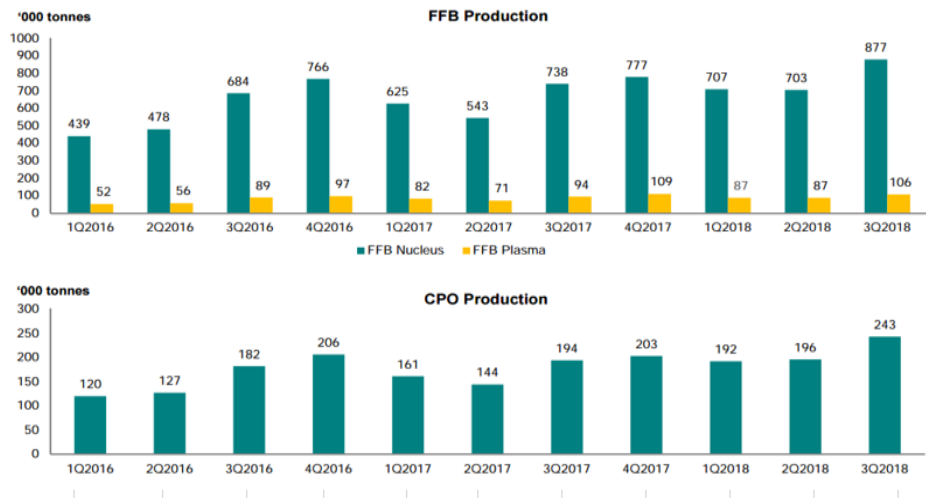
图 21：FR 棕榈树树龄结构



数据来源：公开数据，兴证期货研发部

从产量数据看，近 3 年 FR 的棕榈果（FFB）及毛棕榈油（CPO）产量保持稳定的增长。2017 年棕榈果的产量达到 304 万吨，棕榈油产量为 70 万吨。

图 22：FR 棕榈产量（千吨）



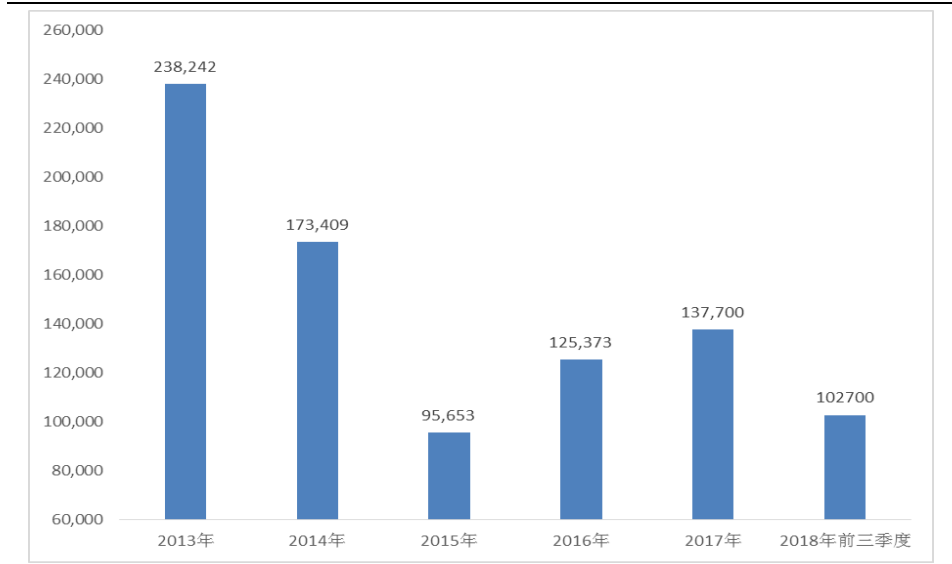
数据来源：公开数据，兴证期货研发部

如图 22 所示为 FR 棕榈果和棕榈油的季度产量走势图，2018 年第三季

度，棕榈果的产量创出新高达到 98.3 万吨；棕榈油的产量达到 24.3 万吨的新高水平。由于近年来，棕榈园种植面积小幅增加，棕榈树的树龄结构也有利于棕榈油的单产提高，预期 FR 的棕榈油产量还将保持一定幅度的增长。由于 FR 棕榈油压榨产能较大，FR 需要从外部购买一定数量的棕榈果进行压榨，购买的占比约占其总压榨量的 10%。

从财务数据看，过去 5 年 FR 资产所有者利润出现了一定的波动，自 2015 年以来出现了一定幅度的反弹，预期 2018 年度仍将维持反弹走势。

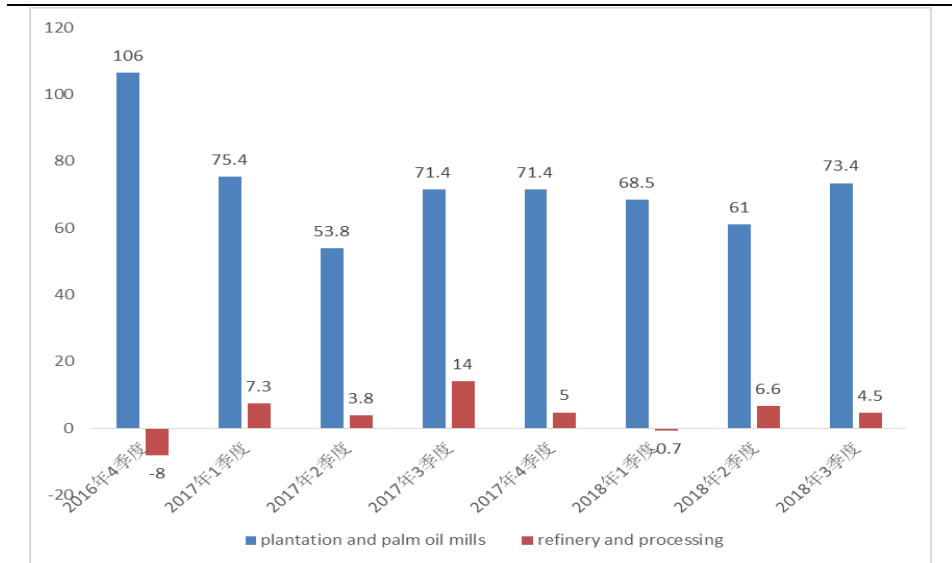
图 23: FR 所有者盈亏 (千美元)



数据来源：公开数据，兴证期货研发部

分部门看，如图 24 所示，FR 的棕榈树种植和压榨所赚取的息税前利润是主要的利润来源，最近一季度超过了 90%；油脂的精炼加工利润相对较小。

图 24: FR 各部门 EBITDA (百万美金)



数据来源：公开数据，兴证期货研发部

考虑到 FR 有 10%左右的棕榈果需要从外部采购，公司的收入和利润结构更能反映目前棕榈油行业的市场现状。即棕榈树的种植和棕榈果的压榨利润较大，而下游棕榈油的精炼和销售的波动性较大。之前分析的丰益国际，由于公司在下游小包装的优势，上游的种植和下游的油脂精炼和销售的利润很大概率通过内部交易的方式发生了转移，而不能准确反映棕榈油上下游的行业情况。

总结

通过对印尼几个主要的棕榈种植和棕榈油生产上市公司的介绍，可以得到以下结论：第一，印尼前 6 大棕榈油的生产企业占比不足 20%，占有率不高；第二，随着环保的日益严格，热带雨林保护得加强，印尼棕榈园盲目扩张得到遏制，主要企业棕榈油种植面积增长放缓，后期可能通过兼并小企业完成扩张；第三，棕榈园种植和压榨利润维持高位，毛利润率维持在 22—30%区间，具体取决于企业经营状况；第四，各企业的树龄结构差异很大，单产水平变化也较大，整体来看还是要受制于整体气候条件的影响，如 2016 年整体均大幅减产，2017、2018 年产量均持续恢复。第五，随着生物科技的进步，棕榈树的生产周期和单产水平在提高，在种植面积一定的情况下产量存在继续上涨的可能性。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

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

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

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

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

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