

兴证期货·研发中心

2019年3月18日 星期一

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

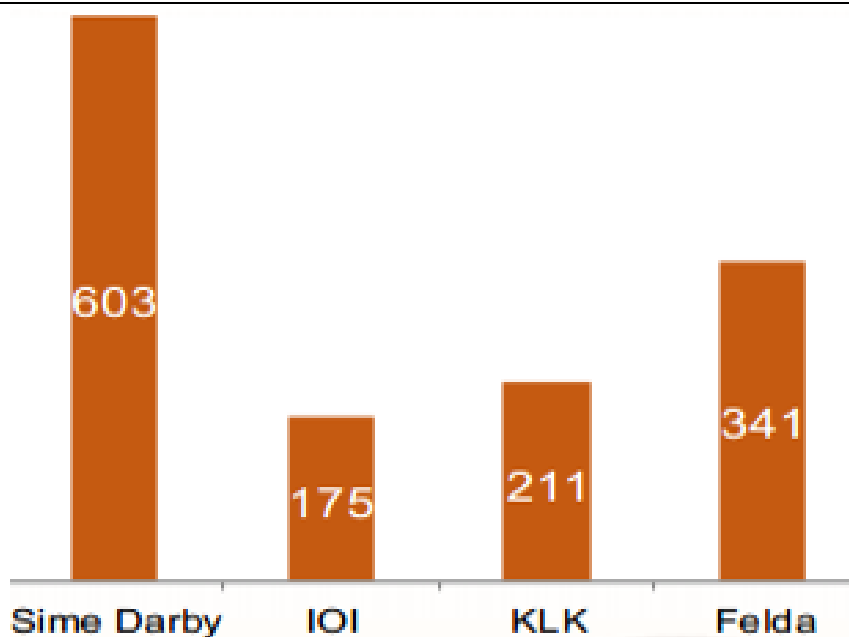
通过对马来西亚几个主要的棕榈种植和棕榈油生产上市公司的介绍，可以看到：第一，马来西亚棕榈行业的集中度更高，尤其是棕榈油压榨行业，前四大企业的占有率达到35%；第二，从单产情况看，马来西亚棕榈果的单产水平普遍要高于印度尼西亚的同行水平，可能与马来西亚历来是棕榈油的主产区，种植和压榨技术更高有关；第三，棕榈园种植和压榨利润维持较高的水平，从2014年开始，棕榈油的价格和产量经历了大幅的波动，而企业都保持了正的利润，说明行业仍处于景气周期；第四，从产量和单产水平看，马来西亚棕榈油的产量也受到宏观气候的影响。

马来西亚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，本文将重点介绍马来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，马来西亚前四大种植企业集团分别是 Sime Darby、Felda、KLK、IOI。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国内的面积。同样，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。以上四个企业棕榈树种植面积达到 133 万公顷，约占马来棕榈面积 650 万公顷的 20.5%；市场占有率相对来说还是偏小。

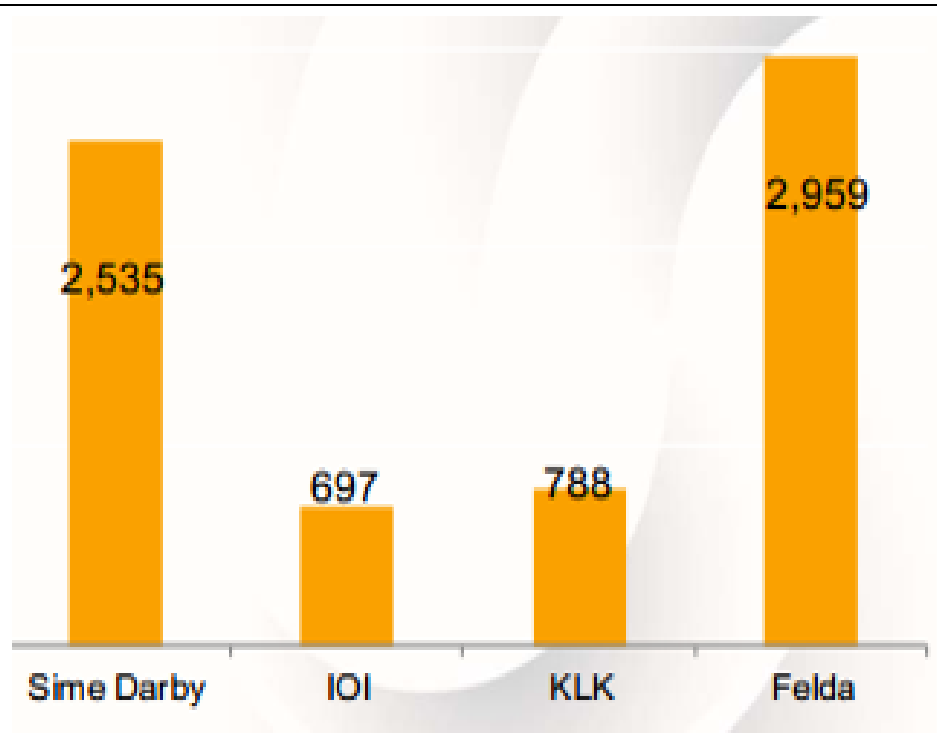
图 1：马来西亚棕榈企业种植面积（千公顷）



数据来源：金光，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，四个企业毛棕榈油的产量达到 697.8 万吨，约占产量 1970 万吨的 35.4%；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：马来西亚企业毛棕榈油产量（千吨）



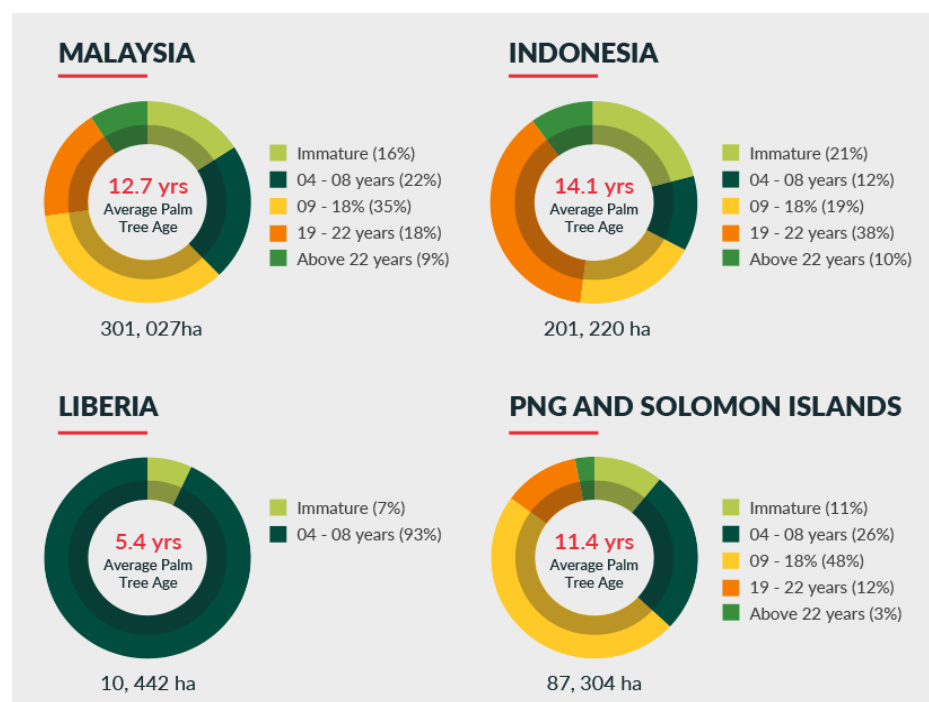
数据来源：金光，兴证期货研发部

综合来看，马来西亚前四大棕榈树种植企业的占有率达到 20.5%；棕榈油产量达到全国产量的 35.4%；无论是种植还是压榨产业的集中度都要远远高于印度尼西亚的同行。以下将通过上市公司报告重点介绍几个企业。

1.1 Sime Darby 马来西亚最大的棕榈种植生产企业

根据最新年度报告显示，截止 2018 年 6 月 30 日，GAR 棕榈种植面积为 599993 公顷，成熟面积为 497436 公顷约占总种植 82.9%，未成熟面积 102557 公顷占总种植面积的 7.1%。如图 3 所示为 Sime Darby 的棕榈园分布及棕榈树龄结构图。从图看，马来西亚面积超过 30 万公顷，平均树龄结构为 12.7 年；印尼的种植面积超过 20 万公顷，平均树龄结构达到 14.1 年；巴布新几内亚及所罗门群岛种植面积为 8.7 万公顷，平均数量结构为 11.4 年；利比亚的种植面积为 1.0442 万公顷，平均树龄结构为 5.4 年，最高的树龄超过 8 年，说明利比亚是新开辟的棕榈树种植和压榨市场。从平均角度来看，Sime Darby 棕榈树的平均年龄为 12.8 年，只是分布不同地区的树龄结构差异比较大。从发展潜力的角度看，利比亚、巴布新几内亚和所罗门群岛的树龄结构比较小，随着树龄的增加，棕榈油的单产水平将大幅增加。

图 3: Sime Darby 棕榈树分布及树龄结构



数据来源: Sime Darby 年报, 兴证期货研发部

从生产数据看,如图 4 所示,2018 会计年度(6 月 30 日截止) Sime Darby 的棕榈果产量为 1023 万吨,其中马来西亚产量为 582 万吨;印尼为 261 万吨,巴布新几内亚和所罗门群岛为 173 万吨;利比亚为 6.5 万吨;从单产情况看,马来西亚单产最高,为 23.13 吨/公顷;印尼为 16.4 吨/公顷,巴布新几内亚和所罗门群岛为 22.36 吨/公顷;利比亚为 6.7 吨/公顷;从 FFB(棕榈鲜果)压榨数量看,2018 年压榨量为 1261 万吨,高于产量的 1023 万吨,这就意味 Sime Darby 需要从外部购买 238 万吨的棕榈鲜果供企业压榨。2018 年, Sime Darby 毛棕榈油的产量达到 265 万吨,约占产量的 4%,不仅是马来西亚最大的棕榈油生产企业,也是全球最大的棕榈油生产企业。从业务规模看,2018 年, Sime Darby 有 248 个种植园、72 个油脂加工厂、11 个压榨企业(包括豆油),油脂的年精炼能力达到 400 万吨,是全球最大的棕榈油种植和精炼企业。

图 4: Sime Darby 棕榈树分布及树龄结构

FY 2018					
	MALAYSIA	INDONESIA	PNG AND SOLOMON ISLANDS	LIBERIA	TOTAL
FFB Production (in MT)	5,822,150	2,614,615	1,731,006	64,611	10,232,382
OP Hectarage as at June 2018 (in ha)					
- Mature hectares	252,055	158,180	77,500	9,701	497,436
- Immature hectares	48,972	43,040	9,804	741	102,557
- Total planted hectares	301,027	201,220	87,304	10,442	599,993
Yield per Hectare (in MT/ha)	23.13	16.40	22.36	6.78	20.51
FFB Processed (in MT)					
- Own	5,822,123	2,614,615	1,731,006	64,611	10,232,354
- Outside	1,133,700	705,801	537,008	10,726	2,387,235
- Total	6,955,823	3,320,416	2,268,014	75,337	12,619,589
Mill production					
- Crude Palm Oil (in MT)	1,418,945	710,207	508,263	15,520	2,652,935
- Palm Kernel (in MT)	356,930	159,529	130,437	2,989	649,886
Oil Extraction Rate (%)	20.40	21.39	22.41	20.60	21.02
Kernel Extraction Rate (%)	5.13	4.80	5.75	3.97	5.15

数据来源: Sime Darby 年报, 兴证期货研发部

由于 2018 年全球棕榈油产量大幅增加, 而需求增幅不大导致全球棕榈油库存大幅增加, Sime Darby 企业内部的库存也出现大幅增加, 如图 5 所示, 截止到 2018 年 9 月 30 日, Sime Darby 企业内部毛棕榈油的库存为 20.49 万吨, 远远高于 6 月 30 日的 7.7 万吨; 棕榈油精炼库存也达到 27.7 万吨, 比 6 月 30 日的 20.5 万吨增加了 35%。随着供求过剩的持续, 企业的棕榈油库存维持高位, 给企业的经营造成了不小的压力。

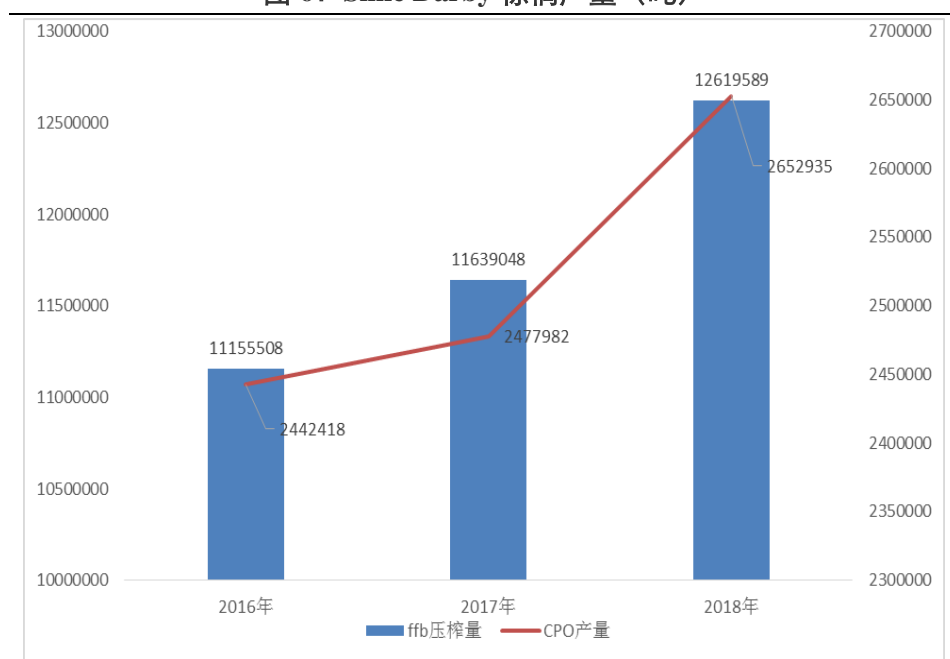
图 5: Sime Darby 棕榈油库存

Internal inventory volume (in MT)	30 Sep 2018	30 Jun 2018	QoQ %
Upstream – CPO	204,947	77,141	+166%
Upstream – PK	36,750	21,161	+74%
Downstream – Refined products	277,454	204,991	+35%
Total	519,151	303,293	+71%

数据来源: Sime Darby 年报, 兴证期货研发部

从产量数据看, 近 3 年 Sime Darby 的棕榈果 (FFB) 及毛棕榈油 (CPO) 产量保持较高的增长, 如图 6 所示, 2016 年棕榈果压榨量 1115 万吨、棕榈油产量达到 244 万吨; 2017 年棕榈果压榨量 1164 万吨、棕榈油产量达到 248 万吨; 2018 年棕榈果压榨量 1261 万吨、棕榈油产量达到 265 万吨。

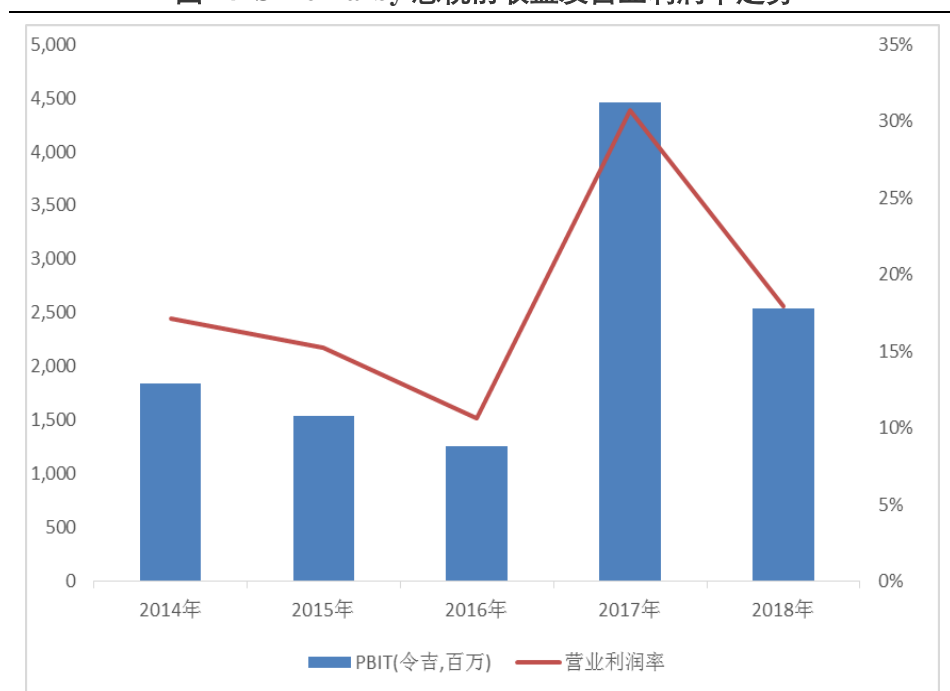
图 6: Sime Darby 棕榈产量 (吨)



数据来源: Sime Darby 年报, 兴证期货研发部

从财务数据看, 近 5 年 Sime Darby 的 PBIT 波动较大, 主要与棕榈油的产量和价格波动有很大关系。2015、2016 年棕榈油价格走高, 但产量下降较快, 导致息税前收益走低, 2017 年随着价格走高以及产量的大幅反弹, Sime Darby 的税前收益大幅增加。企业的营业利润也随着收益的波动上下波动。

图 7: Sime Darby 息税前收益及营业利润率走势



数据来源: Sime Darby 年报, 兴证期货研发部

1.2 KLK 马来西亚种植第三、产量第三

根据最新季度报告显示，截止 2018 年 9 月 30 日，KLK 棕榈树种植面积达到 213834 公顷，其中成熟面积为 178539 公顷约占总种植面积的 83.5%；其中 54%的棕榈树在印尼，43%位于马来西亚，另外 3%位于利比亚。另外 KLK 还种植少量的橡胶，约占公司种植面积的 5%。如图 8 所示树龄结构图，平均树龄结构为 12.1 年，属于树龄结构偏低的企业。

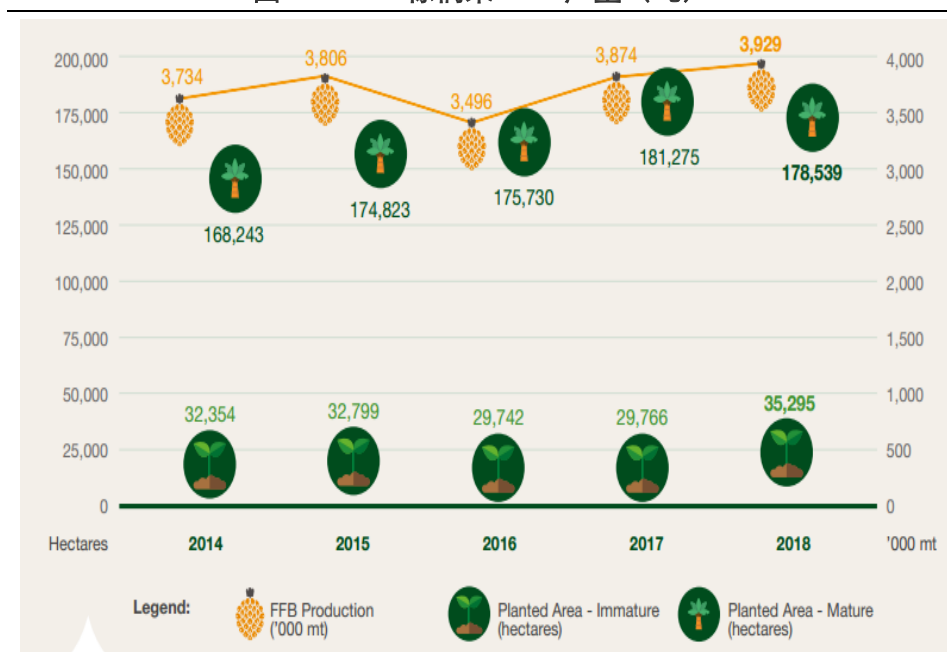
图 8: KLK 棕榈树树龄结构

AGE IN YEARS	2018			2017		
	HECTARES	% UNDER CROP	% OF TOTAL PLANTED AREA	HECTARES	% UNDER CROP	% OF TOTAL PLANTED AREA
OIL PALM						
4 to 9	55,825	26		57,842	28	
10 to 18	65,157	30		67,625	32	
19 and above	57,557	27		55,808	26	
Mature	178,539	83	79	181,275	86	81
Immature	35,295	17	16	29,766	14	14
Total	213,834	100	95	211,041	100	95

数据来源：KLK 年报，兴证期货研发部

图 9 为 KLK 公司 FFB 产量数据可以看出，FFB 的产量维持在 350—393 万吨区间波动，2015 年的产量只有 349.6 万吨，说明厄尔尼诺天气影响产量。

图 9: KLK 棕榈果 FFB 产量 (吨)



数据来源：KLK 年报，兴证期货研发部

图 10 为 KLK 近 5 年的公司棕榈业务数据情况。2018 年公司的 FFB 产量为 392 万吨，压榨量为 459 万吨，需要从外部净购入一定数量的 FFB。从单产情况看，每公顷 FFB 的产量达到 21.64 吨、CPO 达到 4.72 吨，要高于印尼的大部分企业。

图 10: KLK 业务情况

		2018	2017	2016	2015	2014
OIL PALM						
FFB Production						
- Own estates	(mt)	3,928,616	3,873,805	3,495,931	3,806,043	3,733,867
- Sold	(mt)	139,455	85,964	58,461	36,373	40,630
- Purchased	(mt)	800,014	791,128	715,644	886,918	1,052,395
- Total processed	(mt)	4,589,175	4,578,969	4,153,114	4,656,588	4,745,632
Weighted Average Hectarage						
- Mature	(ha)	181,559	181,139	176,391	173,313	166,781
- Immature	(ha)	41,996	33,686	35,183	35,936	38,000
Total planted area	(ha)	223,555	214,825	211,574	209,249	204,781
FFB yield per mature hectare	(mt/ha)	21.64	21.39	19.82	21.96	22.39
CPO yield per mature hectare	(mt/ha)	4.72	4.64	4.42	4.91	4.93

数据来源: KLK 年报, 兴证期货研发部

图 11 显示 KLK 棕榈油产业的生产和销售情况。从图看, KLK 的毛棕榈油 (CPO) 维持在 100 万吨左右的水平, 棕榈仁产量为 20 万吨左右; 毛棕榈油的出油率为 21.79%。棕榈果的出售价格为 244 令吉/吨, 毛棕榈油不含税的出厂价格为 1370 令吉/公吨, 以马来西亚 6% 的消费税率算, 2018 年毛棕榈油的出厂价为 1452 令吉/公吨, 年平均销售价格达到 2335 令吉/公吨, 利润还是相当可观。

图 11: KLK 棕榈生产及销售情况

		2018	2017	2016	2015	2014
OIL PALM						
Mill Production						
- CPO	(mt)	999,981	992,524	925,421	1,040,171	1,044,099
- PK	(mt)	200,576	199,157	187,986	217,310	218,952
Oil Extraction Rate						
- CPO	(%)	21.79	21.68	22.28	22.34	22.00
- PK	(%)	4.37	4.35	4.53	4.67	4.61
Cost of Production						
- FFB	(RM/mt ex-estate)	244	240	244	222	208
- CPO (exclude windfall profit levy and Sabah sales tax)	(RM/mt ex-mill)	1,370	1,389	1,381	1,268	1,197
Average Selling Prices						
- Refined palm products	(RM/mt ex-refinery)	2,501	2,884	2,392	2,227	2,519
- CPO	(RM/mt ex-mill)	2,335	2,735	2,270	2,106	2,396
- PKO	(RM/mt ex-mill)	4,425	5,985	4,191	3,205	3,294
- Palm kernel cake	(RM/mt ex-mill)	430	323	277	262	430
- PK	(RM/mt ex-mill)	1,967	2,534	1,881	1,424	1,576
- FFB	(RM/mt)	476	579	575	462	520

数据来源: KLK 年报, 兴证期货研发部

图 12 为 KLK 棕榈树和橡胶的种植收益比较，从图看，近 5 年来，棕榈油的种植收益要远远高于橡胶，即使供求过剩的 2018 年，棕榈树的种植收益都达到每公顷 4121 令吉，橡胶最好的年份为 2017 年，每公顷收益为 3256 令吉，2018 年随着橡胶价格的下跌，种植收益甚至为负。

图 12: KLK 棕榈和橡胶种植收益比较

		2018	2017	2016	2015	2014
OIL PALM						
Average profit per mature hectare (after replanting expenditure)	(RM)	4,121	6,815	4,014	4,381	5,964
RUBBER						
(after replanting expenditure)	(RM)	(302)	3,256	974	404	1,602

数据来源: KLK 年报, 兴证期货研发部

图 13 为 KLK 的财务数据情况，由图看，从销售收入看，工厂的销售收入占比最大其次是种植园；但公司利润角度看，有 63% 的利润来自于种植园、工厂的利润占 34%，说明 KLK 的利润的大头还是来源于企业的种植部分。从净利润的角度看，近 5 年 KLK 的利润均为正，其中 2016 年利润达到最高的 16.8 亿令吉，恰好与厄尔尼诺气候导致棕榈油价格大幅上涨的因素相对应；尽管 2018 年棕榈油的产量出现了增加，但由于价格下跌，净利润跌至 8.04 亿令吉，不及 2016 年的一半。

图 13: KLK 公司财务数据(千令吉)

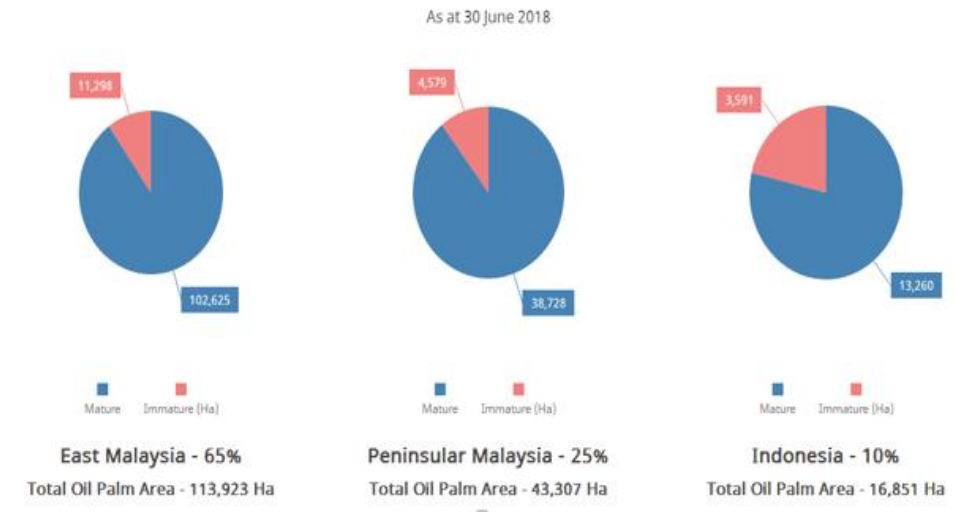
	2018	2017	2016	2015	2014
	RM'000	RM'000	RM'000	RM'000	RM'000
REVENUE					
Plantation	7,852,761	10,668,581	8,455,070	7,086,247	5,234,930
Manufacturing	10,130,102	9,923,716	7,738,841	6,241,324	5,634,338
Property development	177,676	141,521	110,693	123,275	117,063
Investment income	135,059	139,223	122,542	125,846	78,799
Others	104,902	130,995	78,664	73,299	64,843
	18,400,500	21,004,036	16,505,810	13,649,991	11,129,973
GROUP PROFIT					
Plantation	698,354	1,291,045	826,369	766,804	1,011,446
Manufacturing	377,615	134,040	323,222	185,263	274,792
Property development	37,838	40,496	28,632	61,162	46,313
Investment holding	28,740	37,154	27,147	66,295	13,502
Others	1,585	8,270	(18,133)	(8,709)	3,713
Corporate	(26,752)	(60,800)	525,047	63,783	(32,069)
Profit before taxation	1,117,380	1,450,205	1,712,284	1,134,598	1,317,697
Tax expense	(313,276)	(383,329)	(29,144)	(250,560)	(285,003)
Profit for the year	804,104	1,066,876	1,683,140	884,038	1,032,694

数据来源: KLK 年报, 兴证期货研发部

1.3 IOI 种植第四、产量第四

根据年度报告显示，截止 2018 年 6 月 30 日，IOI 棕榈树种植面积达到 174081 公顷，其中成熟面积为 154613 公顷约占总种植面积的 88%；其中 65% 的棕榈树在东马，25% 位于马来西亚半岛，另外 10% 位于印度尼西亚。

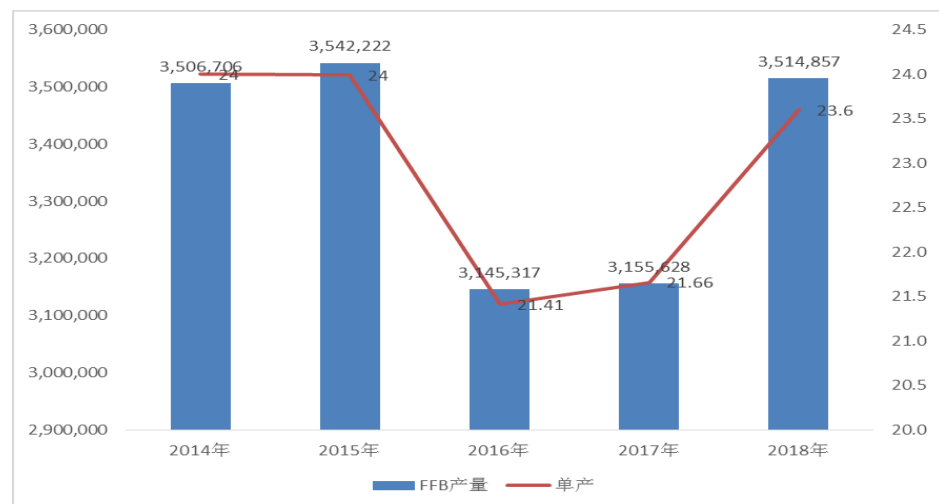
图 14: IOI 棕榈园分布情况



数据来源：IOI 年报，兴证期货研发部

图 15 为 IOI 公司 FFB 产量及单产数据，可以看出，FFB 的产量维持在 300—350 万吨区间波动，2015 年的产量最低只有 314 万吨、2017 年也仅有 315 万吨，说明厄尔尼诺天气影响产量非常严重。2018 年棕榈果的产量恢复到灾害天气之前的产量。单产情况看，目前每公顷土地 FFB 产量为 23.6 吨，最高接近 24 吨，而印尼最好的金光集团的单产只有 20.5 吨，说明马来西亚公司的棕榈园单产水平相对更高。

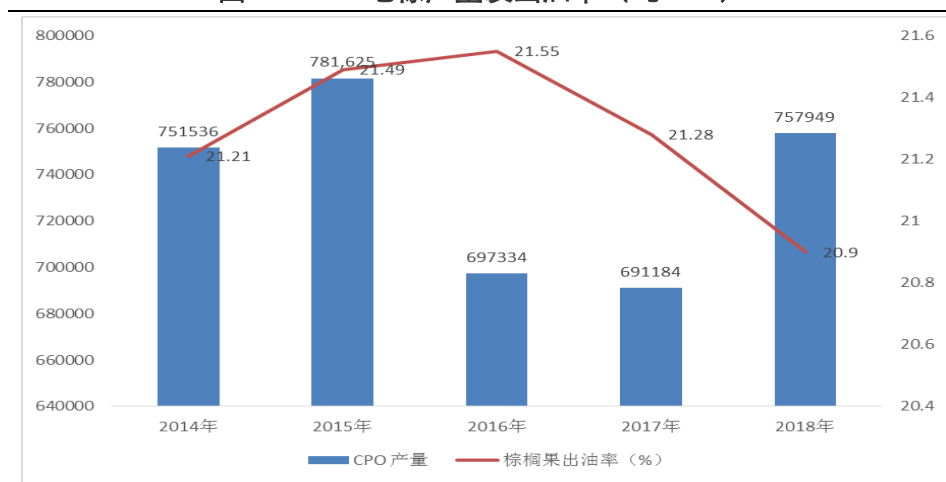
图 15: IOI 棕榈果 FFB 产量及单产 (吨、吨/公顷)



数据来源：IOI 年报，兴证期货研发部

图 16 为 IOI 近 5 年的公司毛棕榈产量和棕榈果的出油率数据情况。2018 年公司的毛棕榈油产量为 75.8 万吨，出油率却是 5 年最低的，为 20.9%；2015 年公司毛棕榈油产量达到 78.2 万吨，棕榈果的出油率为 21.49%；2016 年的出油率最高达到 21.55，但受产量大幅下降影响，棕榈油的产量仅为 69.7 万吨。棕榈果的产量和出油率之间也似乎没有密切的相关性。

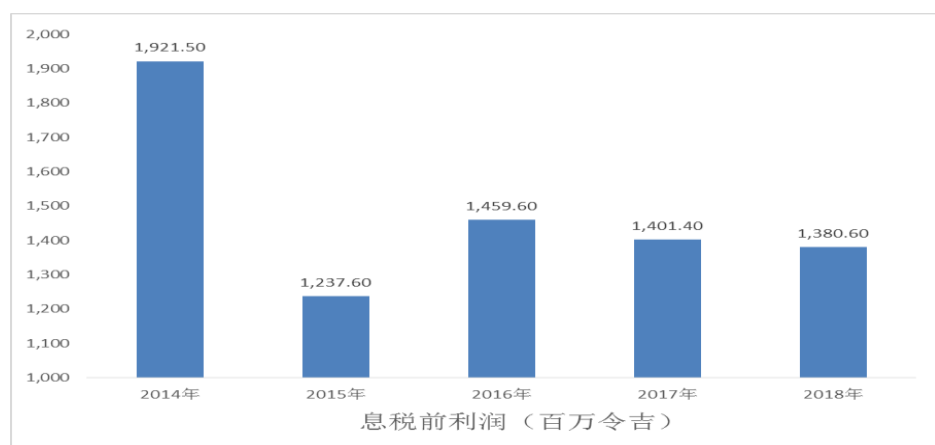
图 16: IOI 毛棕产量及出油率 (吨、%)



数据来源：IOI 年报，兴证期货研发部

图 17 显示 IOI 棕榈油企业的利润走势情况。2014 年棕榈油的价格水平相对较高，棕榈油产量也相对较高，因此企业的息税前利润最高，达到 19.21 亿令吉特；2015 年则受价格维持低位影响，尽管产量较高，利润缺失最差的一年；2016、2017 年则受益于棕榈油价格走高，企业利润走高；2018 年则再度受棕榈油价格大跌影响，利润水平再次滑坡。从企业利润的角度看，棕榈油的价格对利润的影响弹性更大，若价格大涨，即使产量走低，企业也可以录得较好的利润水平。

图 17: IOI 息税前利润情况 (百万令吉)



数据来源：KLK 年报，兴证期货研发部

总结

通过对马来西亚几个主要的棕榈种植和棕榈油生产上市公司的介绍，可以看到：第一，马来西亚棕榈行业的集中度更高，尤其是棕榈油压榨行业，前四大企业的占有率达到 35%；第二，从单产情况看，马来西亚棕榈果的单产水平普遍要高于印度尼西亚的同行水平，可能与马来西亚历来是棕榈油的主产区，种植和压榨技术更高有关；第三，棕榈园种植和压榨利润维持较高的水平，从 2014 年开始，棕榈油的价格和产量经历了大幅的波动，而企业都保持了正的利润，说明行业仍处于景气周期；第四，从产量和单产水平看，马来西亚棕榈油的产量也受到宏观气候的影响。

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。本报告清晰准确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。