

## 巴西农业与疫情影响演绎

## ——新冠疫情下的全球农业专题三

## 核心观点

## ■ 追溯轨迹：上中下齐驱并驾的巴西农业

巴西农业耕作主采用生物固氮与轮作模式、土地肥力优渥，雨养农业与灌溉多面布局。原料种子转基因技术先进，磷矿、钾矿储量庞大，肥料主为进口。粮食主产水稻，甘蔗、柑橘、玉米、大豆、棉花、咖啡豆，热带经济作物的全球生产占有率先。肉类加工与繁育成熟，有多家全球销量前十的猪肉牛肉巨头企业。下游主产生物能源，是甘蔗乙醇、生物燃油的消费与生产大国。出口方面，上中下游产品多元，结构丰富，是蔗糖、大豆、咖啡、橙汁、糖产品的最大出口国，玉米出口量位居全球第二。

## ■ 疫情现状：数据失真，形势严峻

巴西境内疫情全面爆发，累计确诊人数破 7 万，病死率飙升至 6.9%，医疗卫生资源分布不均，形势严峻，且总统、州政府与民意之间就新冠政策意见不一，引发多方矛盾。

## ■ 内外因素分解：疫情对巴西农业的影响链

海外因素：海外粮食市场收缩，阿根廷物流被严格限制物流，欧美等国家关闭运输口岸、俄罗斯等国宣布禁止部分粮食出口；美国、加拿大减产，农民对成年猪和能繁母猪实施安乐死，全球肉类供应见底；沙俄两国未能就减产达成共识、疫情自下而上对柴油和燃料的需求降低，全球汽油和乙醇销售量低迷，多方外部因素致使雷亚尔贬值。

进出口贸易：出口额环比增加，同比下降；国内港口关闭，港口运输效率变低，进港量环比变低，港口工人示威罢工，部分肉类和水果出口商面临集装箱短缺和储备成本增加的困境。

国内因素：劳动力疲软，约 15 万人申请了失业救济，大量蔬果无法及时采摘而腐烂，路边服务大量关闭，卡车司机示威上诉，公路道路作为物流关键严重受阻。零售端口多家商场停业，食品与餐馆被迫停业，情况不容乐观。

## ■ 结果分析：中上游大幅波动，下游市场萎靡。根据影响链综合分析，运输受阻与港口延迟抬升巴西上游原料成本；极端天气与后勤问题引发中游农产品产量下滑；加工厂商被迫关闭或转业，国内需求变低，下游供应面临短缺。

## ■ 未来趋势：新冠如何掣肘巴西农业景气。巴西农业在短期内出口向好，汇率高企将冲抵国内销量低迷的影响，但美元依旧坚挺，上游需求延迟，农用原料与饲料成本增加，报价增高；下游甘蔗乙醇需求低迷，促使精炼厂转向糖类生产，糖供应增加；肉类加工巨头企业停工、生产成本增加，供应将面临短缺。

## 投资建议

生产成本与疫情加重致使肉类下半年的供应变低，国际原油市场萎靡致使下游甘蔗乙醇需求走低，甘蔗精炼厂商转向食糖生产导致糖产量和出口量会增加。后期应关注巴西农产品出口与内销价格变动、港口供应链的维护情况、政策封锁与物流恢复措施推行效果，以及蔗糖、肉类加工厂商的供应量变动。

## 风险提示

数据失真导致疫情严重性被低估；进出口贸易受国际市场需求疲软限制；疫情防控分歧导致政策推行效果不力；霜冻、干旱等极端天气存在不确定性。



东方证券  
ORIENT SECURITIES

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

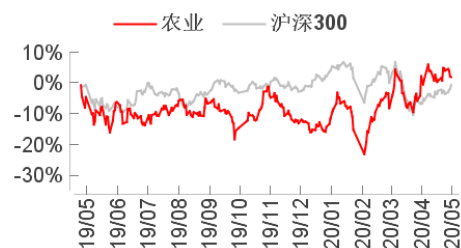
行业

农业行业

报告发布日期

2020 年 05 月 05 日

## 行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

张斌梅

021-63325888-6090

zhangbinmei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520020002

## 相关报告

俄罗斯农业与疫情影响演绎：——新冠疫情 2020-04-20  
下的全球农业专题二关注疫情影响下的印度农业：——新冠疫情 2020-04-11  
与全球农业专题一

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 目 录

追溯轨迹：上中下齐驱并驾的巴西农业 .....	1
走进巴西产业布局 .....	1
上游：环保型农业的富饶沃土 .....	1
中游：经济型作物的生产大国 .....	3
下游：终端高需求的能源部落 .....	5
疫情现状：数据失真，形势严峻 .....	7
内外因素分解：疫情对巴西农业的影响链 .....	8
海外因素：货币贬值，粮食市场贸易受限 .....	8
进出口贸易：物流受阻，引致多方矛盾 .....	9
国内因素：市场疲软，价格上浮 .....	10
结果分析：中上游大幅波动，下游市场萎靡 .....	12
未来趋势：新冠如何掣肘农业景气 .....	14
投资建议 .....	16
风险提示 .....	16

## 图表目录

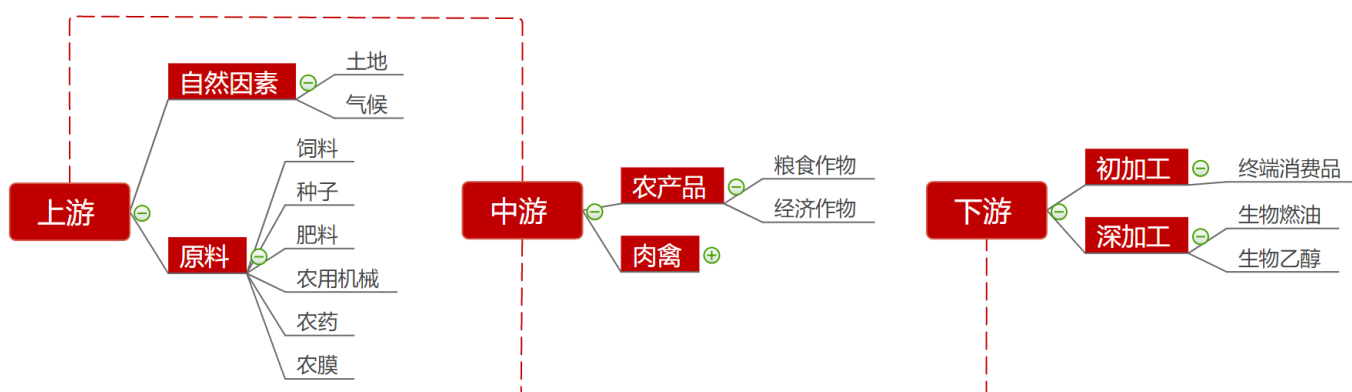
图 1: 巴西农业上中下游农产品布局链一览 .....	1
图 2: 巴西林地面积全球领先 .....	2
图 3: 耕地占国土面积比在世界范围内较低 .....	2
图 4: 巴西灌溉系统分部情况 .....	2
图 5: 2019 年巴西各谷物播种面积 .....	3
图 6: 水稻产量多年位于粮食作物首位 .....	3
图 7: 巴西大豆出口量近年攀升全球首位 .....	4
图 8: 鸡肉、牛肉出口连续四年世界第一 .....	5
图 9: 巴西主要肉类产品产量与世界市占率 .....	5
图 10: 巴西乙醇生产集中在 6 月-10 月, 且逐年攀升 .....	6
图 11: 橙汁出口量远超其他生产大国 .....	6
图 12: 官方累计确诊人数已破 7 万 .....	7
图 13: 疫情每日新增人数 2000 人以上 .....	7
图 14: 影响结构拆分一览 .....	8
图 15: 美元兑雷亚尔汇率持续攀升 .....	9
图 16: 巴西 3 月份对中国、欧盟、美国的出口额同比下降 3.2%、6.3%、20.2% .....	10
图 17: 从中国出口到巴西的食品贸易金额皆出现上涨 .....	10
图 18: 巴西失业率上升至 2019 年 5 月以来的最高点 12.2% .....	11
图 19: IPCA 消费指数与去年同期相比大幅下滑 .....	11
图 20: 4 月 23 日巴西大豆价为 103.56 雷亚尔/60 公斤, 对比 2 月末猛增 20.69% .....	13
图 21: 4 月 22 日小麦平均价格升至 1222.57 雷亚尔/吨 .....	13
图 22: 巴西棉花与国际市场反应趋同, 3 月 31 日为 2.48 雷亚尔/磅, 周跌幅 2.9% .....	14
图 23: 巴西食品销售分销公司、农业休闲娱乐公司股价皆出现下滑 .....	14
图 24: 4 月 25 日巴西乙醇降至 1.30 雷亚尔/升, 对比 1 月下降 36.89% .....	14
图 25: 巴西石油、甘蔗能源公司两次股值大跌 .....	14
表 1: 巴西主要经济作物的全球生产占有率一览 .....	4
表 2: 巴西主要农产品的出口量占全球出口量一览 .....	5
表 3: 巴西下游产品生产量的全球市占率一览 .....	6
表 4: 巴西疫情主要社会矛盾脉络 .....	7
表 5: 巴西农业上中下游影响分析一览 .....	12
表 6: 巴西肉类产品的收入弹性中, 牛肉的收入弹性最高, 鸡肉猪肉的收入弹性较低 .....	13
表 7: 巴西农产品供应量预测升降一览 .....	16

## 追溯轨迹：上中下齐驱并驾的巴西农业

### 走进巴西产业布局

巴西作为热带国家，土地广袤、原料充足。但上世纪 70 年代中期，巴西还是一个粮食进口大国。随着这 40 年来巴西农民从南部向中西部和东北部地区迁徙、国家加入南方共同市场、政府投资种子转基因改良、公共和私人机构开展科研，21 世纪的巴西已成为全球农业和畜牧业出口与生产大国，上中下游多元发展。

图 1：巴西农业上中下游农产品布局链一览

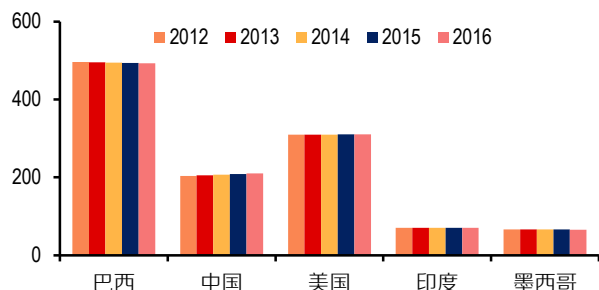


资料来源：根据公开资料整理、东方证券研究所

### 上游：环保型农业的富饶沃土

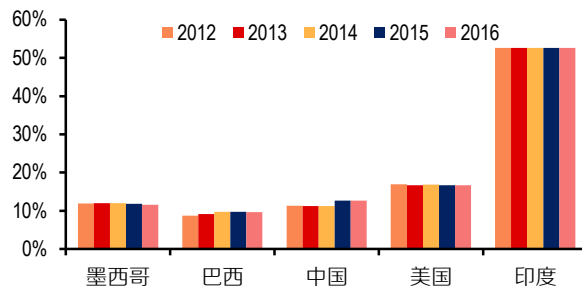
- **地理条件优越，耕作环保：**巴西拥有全球最大的森林面积，天然植被覆盖率达 66.3%。热带性气候与亚马逊河提供的水力灌溉资源。虽然天然条件优越，但巴西农业一直以森林保护为前提，采用生物固氮与轮作的模式，保障土壤肥力优渥。林地面积在世界范围内居于前列，2016 年达到 492.55 万平方公里，占国土面积 58.9%，而农业用地仅占比 33.92%，耕地仅占国土面积 10%，实现可持续绿色发展。

图 2：巴西林地面积全球领先



资料来源：USDA、东方证券研究所

图 3：耕地占国土面积比在世界范围内较低



资料来源：世界银行、USDA、东方证券研究所

- **雨养与灌溉多面布局：**据联合国粮食与农业组织披露数据，中国、墨西哥、印度的灌溉系统分别占到了该国种植区的 57%、48%、42%，而巴西仅 6%。由于巴西大部分作物区域使用灌溉系统较少，且政府推行降雨收集措施，因此，巴西一年能实现多季生产。同时，不同作物区域的气候和地形不同导致灌溉分布差异巨大。西部地区和最北部主要布局雨养农业；东北部主要由政府主导公共部门灌溉计划并分配给当地农企，以克服间歇性的区域粮食短缺；南部地区技术先进，形成了规模化和机械化灌溉，由于霜冻期很少进行过季冬天灌溉，主要集中在低洼地的夏季淹水，以供农场生产；南部地区、中西部和东南部用水量占全国 80% 的实际用水消费量。

图 4：巴西灌溉系统分部情况



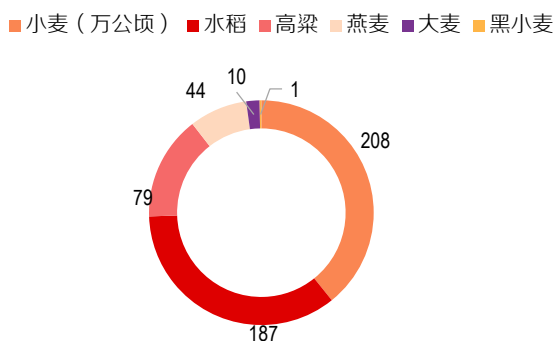
资料来源：根据公开资料整理、东方证券研究所

- **转基因原料优质：**据 ISAAA 数据显示，2018 年巴西转基因作物的总面积为 5130 万公顷，同比增加 2.2%。棉花，大豆和玉米是主要转基因作物，占巴西此类作物的 94%。2019 年，拜耳推出 INTACTA 2 XTEND 种子技术，该技术可以有效保护转基因大豆不被麦草畏等除草剂伤害，大幅提高巴西豆类种子质量。
- **矿产储量庞大，但肥料多为进口：**由于巴西低肥沃和酸性的土壤性质，以及生物固氮模式有效降低了氮肥的利用，巴西主要使用的肥料有磷肥、钾肥两种。虽然巴西拥有庞大且丰富的矿产储量，但由于磷矿资源主要在巴西中部地区，而主要农业区在北部、南部和东北部，以及非洲、美国、俄罗斯等地的可供出口肥料的成本相对低廉，巴西国内肥料主要来自进口。据巴西国家肥料协会资料显示，2016 年，磷复肥的自给率仅为 50%，钾肥的进口量达到了 710 万吨。2018 年巴西市场的肥料总量增加 3.9%，巴西化肥进口量增长 4.5%，国内产量同比下降 2.9%。

## 中游：经济型作物的生产大国

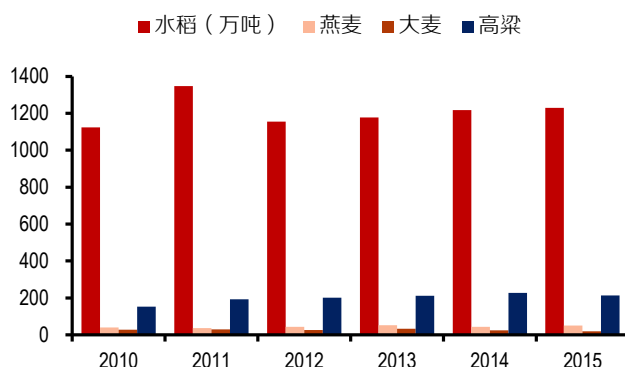
- **谷物市场主产水稻：**巴西粮食产量在 2017 年达到 5.21 吨/公顷，同比增长 24.58%，谷物的产量从 2016 年的 8420 万吨增加到 2018 年的 1.03 亿吨，增长 22.33%。巴西主产的谷物有稻米、小麦、大麦、豆类，在 2018 年，小麦和水稻的种植面积名列前茅，分别达到了 207.52 万公顷和 186.55 万公顷。

图 5：2019 年巴西各谷物播种面积



资料来源：USDA、东方证券研究所

图 6：水稻产量多年位于粮食作物首位



资料来源：巴西国家与地理统计局、USDA、东方证券研究所

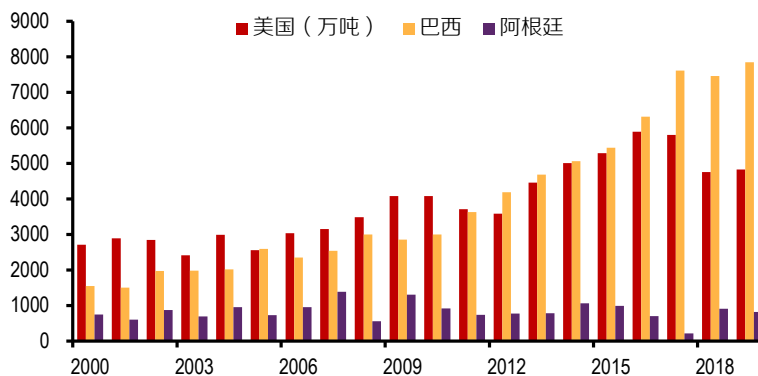
- **热带经济作物占有突出，大豆增产迅速：**巴西主要生产与加工的经济作物有甘蔗、柑橘、玉米、大豆、棉花、咖啡豆。其中，甘蔗的产量遥遥第一，主要分布在米纳斯吉塞斯、巴拉那等中西部地区，在 2015 年达到 7.49 亿吨。大豆产量迅速增长，收获面积从 2014 年的 302.7 万公顷增长到 2018 年的 347.716 万公顷，产值超过国内主要生产物产值的一半，在 2018 年产值达到 1275 亿雷亚尔。橙子、咖啡在全球范围内生产占有率超过了三分之一，增速迅猛。

**表 1：巴西主要经济作物的全球生产占有率一览**

年份	橙子	生咖啡	甘蔗	大豆	玉米	棉花
2011	45.64%	38.54%	29.42%	27.76%	10.28%	6.74%
2012	43.33%	33.97%	27.00%	30.51%	11.83%	4.89%
2013	40.48%	36.45%	27.30%	30.68%	10.07%	6.63%
2014	39.48%	35.74%	26.56%	30.41%	10.35%	5.97%
2015	39.30%	35.30%	25.55%	30.76%	8.65%	6.40%
2016	39.40%	32.30%	26.36%	32.81%	10.88%	6.14%
2017	40.74%	34.69%	29.22%	35.66%	9.56%	6.10%

资料来源：根据公开资料整理、东方证券研究所

- 养殖繁育巨头：**由于巴西南方的自然天气温和，且草原地形适合放牧，巴西的养殖业也极为发达，以猪、牛为主。2018 年，巴西活牛产量达 4950 万头，奶牛数量增至 1630 万头。据 Agriness2018 年对巴西 1555 个养猪场的统计数据，2018 年，巴西 71% 的生猪养殖场拥有超 300 头的能繁母猪，每只母猪的年平均断奶仔猪数量增加到 27.99 头/每只，母猪存栏约 300 万头，存栏数目前位居世界前 5 位。水产养殖方面，巴西的优势相对较低，2010 年的海产品总产量仅为 126 万吨，其中 70% 来自海洋和大陆捕捞，仅 47.9 万吨来自养殖。
- 出口结构包罗多元，以大豆、甘蔗为主：**据联合国粮农组织统计，巴西是甘蔗、大豆、咖啡、橙汁、糖产品的最大出口国，玉米出口量位居全球第二。2018 年，巴西 2018 年甘蔗出口 FOB 总金额 65.24 亿美元，主要出口国为非洲。2019 年，巴西咖啡豆、糖、橙汁、大豆、玉米的出口量分别达到了 2243 吨、1960 万吨、93.5 万吨、4831 万吨、6.7 亿吨，出口金额累计达到 355.44 亿美元，在世界范围内领先。

**图 7：巴西大豆出口量近年攀升全球首位**


资料来源：USDA、东方证券研究所

表 2：巴西主要农产品的出口量占全球出口量一览

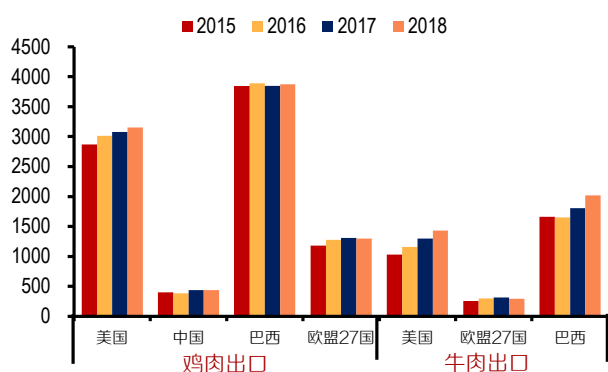
年份	糖	大豆	咖啡	棉花	玉米	高粱	燕麦	活牛	生猪
2015	43.52%	41.02%	29.58%	12.32%	11.69%	0.27%	0.09%	4.40%	0.05%
2016	45.06%	42.81%	26.65%	7.36%	19.74%	0.01%	0.08%	6.05%	0.03%
2017	48.57%	49.74%	24.77%	10.03%	16.29%	0.02%	0.16%	8.41%	0.07%
2018	43.88%	50.30%	23.22%	14.64%	21.97%	1.03%	0.26%	13.94%	0.11%
2019	35.73%	51.82%	29.45%	21.16%	21.70%	0.09%	0.21%	9.76%	0.14%

资料来源：根据公开资料整理、东方证券研究所

## 下游：终端高需求的能源部落

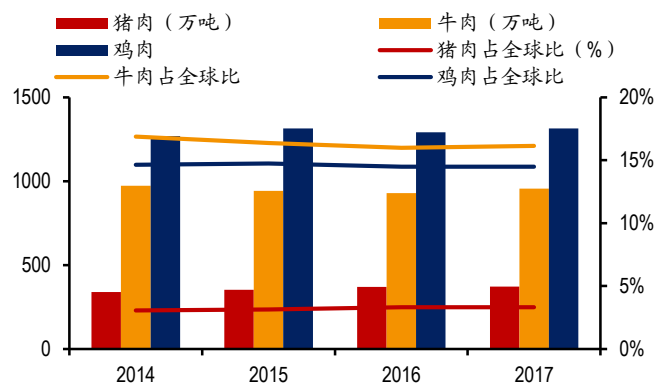
- **肉类加工产业成熟，世界影响力巨大：**巴西如今是世界上最大的肉类出口国，接近全球肉类出口量的 39%，拥有 JBS、BRF 等全球排名前十的肉类生产加工企业，其中 JBS 企业肉产品销售量全球第 1，市值达 116.53 亿美元。2018 年，巴西牛肉和鸡肉占据全球市场鳌头，牛肉的生产量达 990 万吨，达全球产量的 20%，鸡肉以火鸡肉为主，全球生产市占率达 34.36%，出口量达到了 387.5 万吨。

图 8：鸡肉、牛肉出口连续四年世界第一



资料来源：USDA、东方证券研究所

图 9：巴西主要肉类产品产量与世界市占率

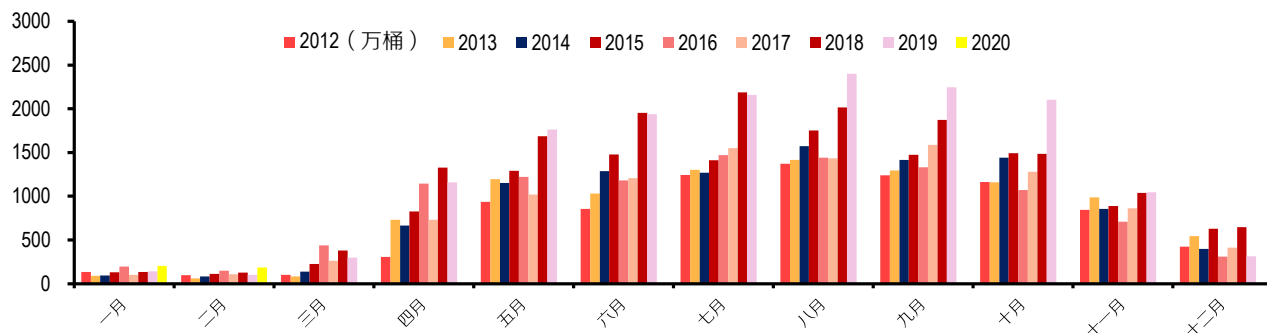


资料来源：USDA、东方证券研究所

- **甘蔗乙醇产量高企，生物燃油多样：**巴西甘蔗和糖醇精炼一直是巴西下游农业发展的重点，主要源于巴西中南部的气候和土壤适宜、出糖量极高且成本极低。2003 年，随着可混合乙醇的混合型燃料机动车的引入，巴西甘蔗乙醇生产显著增加。据 EPE 能源研究所统计，2016 年巴西生物柴油日产量占全球 11%，甘蔗乙醇产量在 2017 年达到 70 亿加仑，占全球产量的 26%。此外，巴西棕榈油多年一直作为工业用途，豆油自 2003 年后工业消费占比连升 15 年，在巴西生物燃料市场中发挥着重要作用。



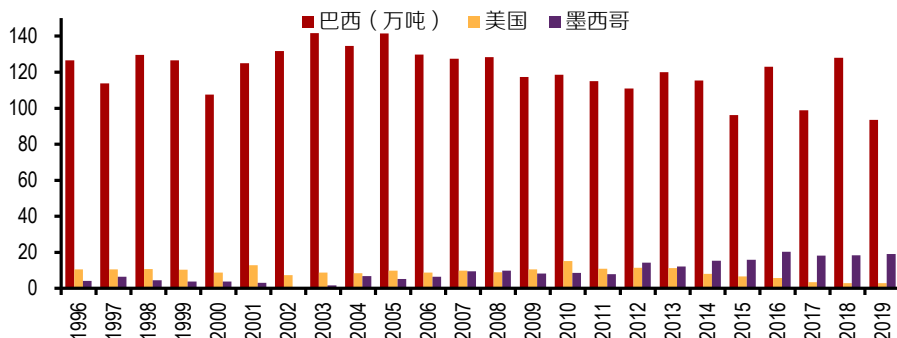
图 10：巴西乙醇生产集中在 6 月-10 月，且逐年攀升



资料来源：ANP、东方证券研究所

- **水果市场主为橙色：**根据 IndexBox 披露的数据，2018 年巴西浓缩橙汁消费量为全球最高，达 67.4 万吨。在出口上，巴西橙汁多年来稳居世界首位，占全球橙汁出口量的 72.35%。

图 11：橙汁出口量远超其他生产大国



资料来源：USDA、联合国粮农组织、东方证券研究所

表 3：巴西下游产品生产量的全球市占率一览

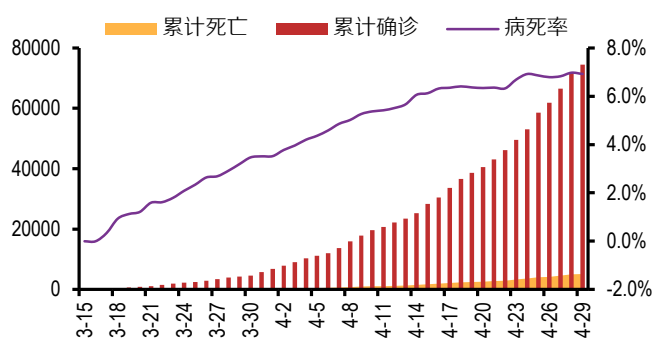
年份	鸡肉	牛肉	猪肉	橙汁	燃料乙醇	液体奶	奶粉	奶酪	豆油	花生油	棕榈油
2015	14.74%	16.37%	3.15%	54.57%	27.56%	4.38%	11.96%	3.86%	14.79%	1.05%	0.70%
2016	14.47%	16.00%	3.32%	66.87%	26.76%	4.34%	11.87%	3.76%	14.44%	1.00%	0.74%
2017	14.50%	16.13%	3.32%	62.83%	-	4.37%	12.22%	3.77%	15.39%	1.05%	0.71%
2018	14.46%	16.31%	3.33%	63.67%	-	4.28%	11.90%	3.67%	14.63%	0.94%	0.71%
2019	-	16.54%	3.90%	57.60%	-	4.33%	12.11%	3.72%	15.00%	0.99%	0.74%

资料来源：USDA、联合国粮农组织、东方证券研究所

## 疫情现状：数据失真，形势严峻

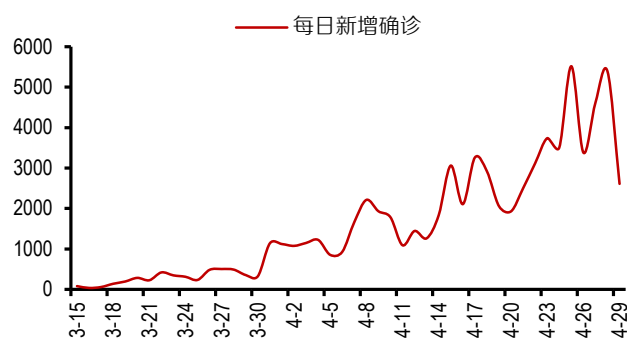
- **疫情全面爆发，数据失真：**截止 2020 年 4 月 29 日，巴西累计确诊病例 74493 例，累计死亡人数 5158 名，病死率飙升至 6.9%，每日新增确诊人数 2500 人以上，27% 的确诊者不到 60 岁。同时，由于检测率低效，政府无法提供一致且详尽的数据，具体的感染人数数据推测将更高。据前卫生部长与圣保罗州政府表示，疫情爆发的曲线将在 5 月初达到峰值，预计未来六个月内将有 11.1 万人死亡。

图 12：官方累计确诊人数已破 7 万



资料来源：Wind、东方证券研究所

图 13：疫情每日新增人数 2000 人以上



资料来源：Wind、东方证券研究所

- **医疗资源紧缺，分布不均：**据波士顿大学和里约格兰德州联邦大学的研究显示，由于巴西卫生系统匮乏，在不加隔离的前提下，疫情传播将从沿海地区逐步向中部地区扩散，5 月初预计将有 500 万人感染。同时，据巴西卫生部披露的数据，2020 年巴西仅有 43.53 万张医疗床位，相当于每 1 万个居民仅有 22 张床。有 5% 的地区平均病床支配个数仅为 6 个/万名，东北部的公立医院为 0.8 个/万名，在巴西最贫穷的州之一的北部阿马帕州为 0.33 个/万名。
- **政策与民意多方矛盾：**3 月 24 日，总统发布电视演讲，批评州长和市长采取的限制性隔离措施，并呼吁尽快经济秩序，当晚有数百万名巴西居民在窗前砸锅，以抗议政府决策。根据 Atlas 调查数据，有 64% 的受访者不同意总统管理疫情的方式。

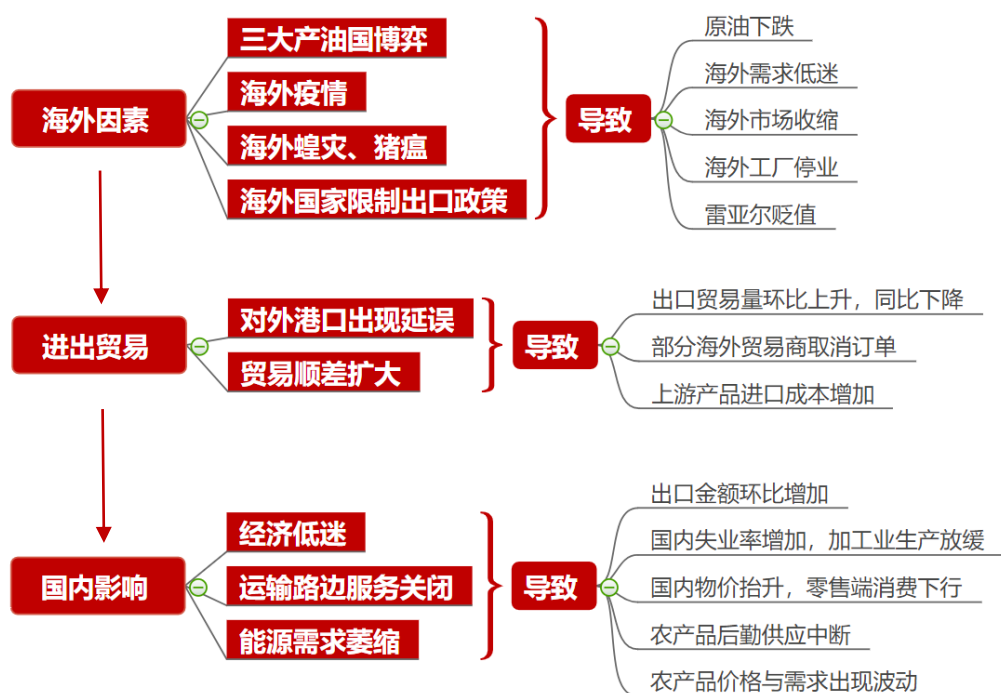
表 4：巴西疫情主要社会矛盾脉络

时间	事件
2-25	圣保罗卫生部报告首例病例
3-10	总统抨击媒体夸大疫情严重性
3-15	总统因在巴西利亚的公开游行中未戴口罩受到大量弹劾
3-20	总统批评各州长，认为关闭购物中心和商业活动损害经济
3-21	众议院、参议院议长和总统意见产生分歧
3-24	总统批评州政府过度隔离措施，指责媒体恐吓民众，大量民众砸锅抗议
4-16	因隔离政策产生分歧，卫生部长被解雇

资料来源：根据公开资料整理、东方证券研究所

## 内外因素分解：疫情对巴西农业的影响链

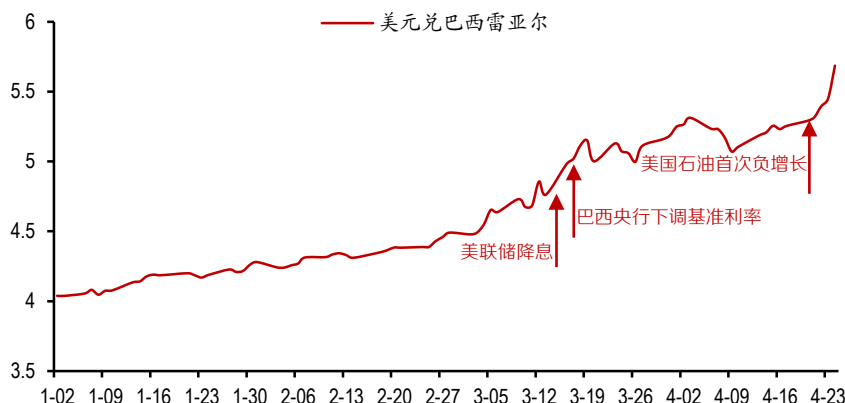
图 14：影响结构拆分一览



资料来源：根据公开资料整理、东方证券研究所

### 海外因素：货币贬值，粮食市场贸易受限

- 雷亚尔贬值，经济下行：**2020 年 4 月 24 日，巴西货币已经跌至 5.685 雷亚尔/美元，而 2020 年 1 月为 4.038 雷亚尔/美元。尽管在 2 月和 3 月，巴西政府拍卖了 75 亿美元和 30 亿美元的外汇掉期合约，力求降低汇率，但随着 3 月 16 日美联储紧急降息、3 月 18 日巴西央行下调基准利率、4 月 20 日美国石油首次出现负增长且巴西国内石油库存容量所剩无几，雷亚尔持续承压，进一步贬值。根据瑞银研究报告，由于货币持续贬值，对 2020 年巴西经济增长的预期将从 1.3% 下调至 0.5%。巴西农业部也对 2020 年农业 GDP 的经济增长率下调至 2.5%。

**图 15：美元兑雷亚尔汇率持续攀升**


资料来源：Wind、东方证券研究所

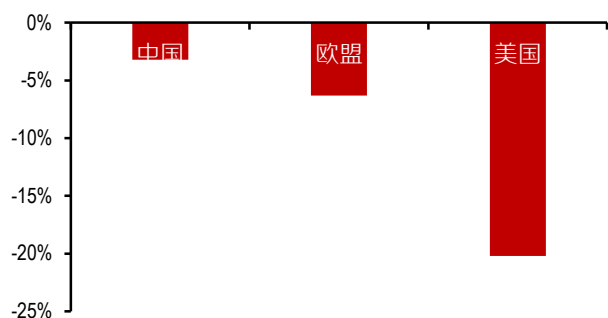
- **海外粮食市场收缩：**由于新冠疫情的持续扩张，欧洲、美洲的国家关闭运输口岸、俄罗斯阿根廷等国宣布禁止部分粮食产品的出口，全球农作市场出现枯竭。美国 3 月份出现的极端天气导致美国玉米、大豆等农作物单产下降，阿根廷物流被严格限制导致麸皮、豆粕等饲料和农作物的海外市场供应量大幅降低，大量买家纷纷转向巴西市场。
- **养殖业受疫情冲击，供应下行，短期冲击农产品需求：**全球主要的肉类供应国美国、加拿大因疫情扩散而逐渐降低肉类产量，同时，由于工厂没有足够的防护装备，大量工人被感染确诊，美国、加拿大猪肉工厂面临关闭。4 月 23 日，美国最大的肉类加工企业泰森食品公司累计关闭了两家猪肉加工厂，占全美猪肉供应量的 12%。全球最大的火鸡生产商荷美尔食品公司也关闭了火鸡肉加工厂和大型猪肉屠宰场。此外，据路透社报道，美国、加拿大等国的农场供应链断裂，猪场的成年猪无法清空，仔猪无地养殖，大量生猪面临滞销，农民不得不对成年猪和能繁母猪实施安乐死，海外市场供应进一步紧缩。此外，由于餐馆停业，肉类消费量急剧下降，对谷物、豆类等饲料原料的需求也大幅度减少。据荷兰合作银行估计，2020 年东南亚对小麦、玉米、大豆、豆粕等动物饲料的全年需求量将下降约 6%。
- **下游产品销量低迷：**由于 4 月中旬美国市场原油价大幅下跌、沙特阿拉伯和俄罗斯未能就减产达成共识展开石油战、以及疫情自下而上对柴油和燃料的需求降低等因素，全球汽油和乙醇销售量低迷，多家生物乙醇厂商不得不转向对糖的生产。

## 进出口贸易：物流受阻，引致多方矛盾

- **进口成本增加，出口额环比增加，同比下降：**虽然根据巴西政府披露的贸易环比来看，巴西 3 月份贸易顺差再次扩大，达到 47.13 亿美元，3 月份的出口额大幅增长，达到 192.39 亿美元，环比增加 17.63%，农产品出口从 2 月份的 90.21 亿美元增加到 3 月份的 108.72 亿美元，但相比去年皆有下滑。这是由于疫情导致美国为首的出口大国产量骤减、且巴西货币贬值，引发国外买家增加从巴西的进口量；但疫情引发的物流终端、农产品滞销等问题导致全

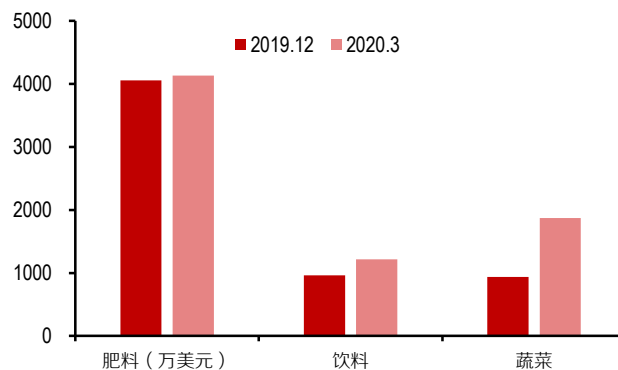
球需求疲软、原料无法收货、产品滞销、以及巴西国内港口管理混乱，贸易额较去年同期大幅下降。此外，根据中国海关总署的数据显示，巴西从中国进口的水果、蔬菜、肥料等的进口金额皆出现了上涨。

图 16：巴西 3 月份对中国、欧盟、美国的出口额同比下降 3.2%、6.3%、20.2%



资料来源：巴西联邦政府、东方证券研究所

图 17：从中国出口到巴西的食品贸易金额皆出现上涨

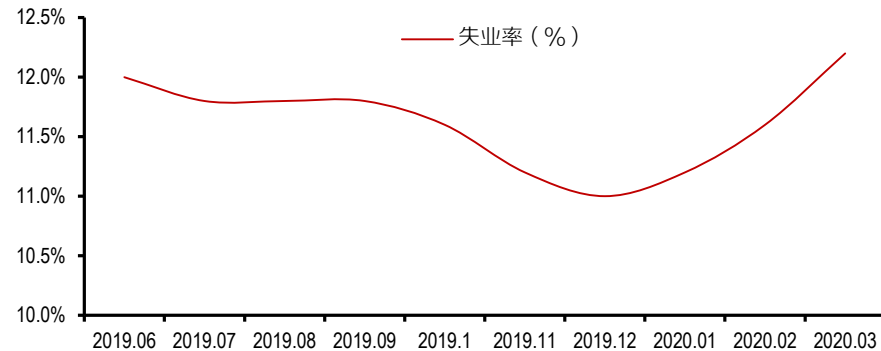


资料来源：Wind、东方证券研究所

- **港口吞吐量升高，但面临危机：**根据巴西国家谷物出口商协会的数据，巴西主要的港口服务并未停止，仍然开放，大型进出口贸易地桑托斯港第一季度的吞吐量增长了 15.4%，达到了 100 万箱，贸易量随着外部因素的传导大幅提升。但随着疫情持续升温、4 月份出台的政策限制工人离开巴西停泊船只、以及海外贸易量下降导致集装箱船数量骤减，巴西的港口贸易面临危机。据巴西媒体报道，4 月初，桑托斯港口工人罢工示威，大量巴西港口运输效率变低，进港量环比变低；此外，由于港口延误，部分农产品订购商要求延期订单至 6 月份，导致部分肉类和水果出口商面临集装箱短缺和储备成本增加的困境。

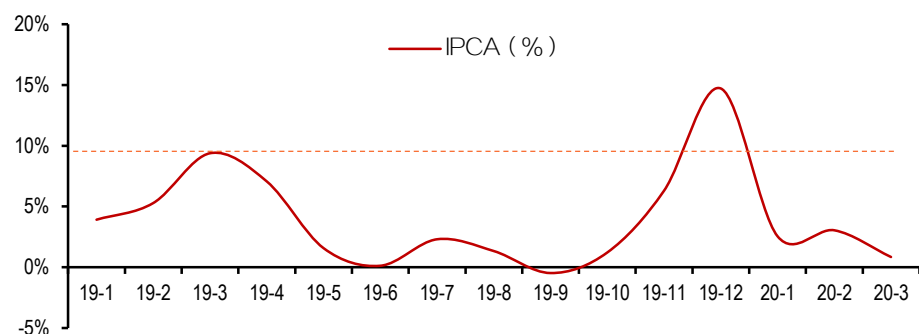
## 国内因素：市场疲软，价格上浮

- **PMI 下行，就业市场疲软，农民工通勤住宿成问题：**自疫情以来巴西工业活动逐渐收缩，PMI 从 2 月份的 52.3 降低至 3 月份的 48.4。企业的暂歇性关闭和永久停业导致了巴西失业人数骤升，据巴西政府估计，自疫情爆发以来，约 15 万人申请了失业救济。3 月，巴西的失业人数已达到 1285 万人，就业人数下降到 9222 万人，失业率上升至 12.2%，这是自 2019 年 5 月以来的最高点。据花旗经济学家表示，由于疫情催生的企业停工，预计今年下半年失业率可能将达到 17%。此外，巴西各大非机械化农场每年从巴西东北部雇佣大量巴伊亚州的采摘农民，由于交通运输受阻，且农场大多是集体住宿无法提供隔离条件，农场劳动力紧缺，大量蔬果无法及时采摘而腐烂。

**图 18：巴西失业率上升至 2019 年 5 月以来的最高点 12.2%**


资料来源：巴西联邦政府、东方证券研究所

- 物价上升，零售端萎缩：**巴西的 CPI 指数 2020 年 2 月的 5344.75 点升至 3 月的 5348.49 点，由于巴西的 CPI 中食品和饮料占 26%；运输占 18%，反映了巴西物价上涨的趋势。同时，根据 IBGE 统计数据，巴西 3 月份的 IPCA 指数仅为 0.84%，而 2019 年同期为 9.38%，该国消费大幅度下降。此外，据电子支付公司 Cielo 报告称，与 2019 年 4 月相比，巴西酒吧和餐馆的销售萎缩了 71%，服务业的销售额萎缩了 45%。截至 4 月 7 日，巴西十个主要州的商业机构的零售额的估计损失达 533 亿雷亚尔，圣保罗州最高，零售额的估计损失为 256.4 亿雷亚尔。

**图 19：IPCA 消费指数与去年同期相比大幅下滑**


资料来源：IBGE、东方证券研究所

- 物流严重受阻，卡车司机罢工：**疫情导致的交通封锁也引发了农产品的后勤问题。公路道路是巴西最常用的运输方式，且物流严重依赖卡车司机，据统计，巴西约有 85% 企业和个人采用公路与卡车进行产品货运。但据巴西媒体 3 月上旬的采访，巴西大部分的路边技工车间、轮胎店、汽车旅馆、睡眠站以及公路餐馆已经关闭，卡车运输与交付大幅度减缓。虽然巴西基础设施部已采取一系列措施，将卡车司机列入巴西流感疫苗接种的优先组，但 4 月初，代表全国 92 个工会组织中的 56 万名司机的巴西卡车驾驶员协会对政府上诉示威，认为该政策不能缓解卡车司机如今的两难困境，呼吁管理部门采取有效的激励措施。港口的延迟与物流的断裂导致巴西农产品种植后勤问题无法解决，间接导致了巴西上游原料需求量下降与下游加工产品供应量变低、国内库存的减少。

## 结果分析：中上游大幅波动，下游市场萎靡

由于海外疫情波动、原油下跌造成市场生产疲软，需求触底，且巴西政策与民意多方矛盾、卫生与医疗系统匮乏，加之巴西各地区港口中断、物流下跌，我们根据各方资料分析整理得出，巴西中上游农产品价格与需求量大幅波动，下游市场萎靡：

表 5：巴西农业上中下游影响分析一览

产品	结果与原因探讨
肥料	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 海外肥料开采矿源停工减产，全球需求下降、生产量下降</li> <li>2. 农作减产，需求量下降</li> <li>3. 肥料多为进口，进港量减少，成本上升</li> <li>4. 价格上涨，出口量增加，圣保罗农业尿素价格上涨了 6.5%。磷肥同期平均增长为 0.5%</li> </ol>
农药	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 雷亚尔贬值，价格抬升</li> <li>2. 港口与物流受阻，巴西农药无法运输，面临滞销</li> <li>3. 中国作为巴西农药最大的进口国，工厂复工缓慢，巴西进口量减少</li> </ol>
种子	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 种植季已在疫情爆发之前登记并结束，产量影响较小</li> <li>2. 物流中断，种子难以运输，库存增加</li> </ol>
饲料	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 俄罗斯限制出口，海外饲料产能下降</li> <li>2. 中国、欧洲和中东地区饲料需求没有下降</li> <li>3. 雷亚尔疲软，价格上涨，巴西供应商库存增加</li> <li>4. 阿根廷物流严格限制，豆粕及替代物麸皮出口下滑</li> <li>5. 巴西的饲料出口商实现收益，豆粕出口量增加，4 月达到 1603 万吨，同比增加 16%</li> </ol>
小麦	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 伺机囤粮行为出现，引发巴西国内价格高企，需求在 3 月份增长了 50%</li> <li>2. 约 60%的小麦来自进口，且进口化肥和农用原料的价格上涨使得生产成本增加</li> </ol>
棉花	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 石油贬值和需求减少，Cotlook A 指数月末跌至 0.62 美元/磅。巴西棉花港口出口价下降了 15.53%</li> <li>2. 部分国外棉花购买者要求推迟交货和更长的付款期限，甚至取消订单</li> <li>3. 多个州政府下令关闭购物中心在内的非必需品商品门店，巴西国内对棉花和棉纱的需求急剧下降</li> <li>4. 由于物流管制，除部分生产医疗棉纱产品的公司，许多巴西纺织公司在 3 月下旬暂停生产</li> </ol>
大豆	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 雷亚尔贬值使出口存在优势，4 月份前三周巴西已经出口近 916 万吨大豆，环比增加 28%。</li> <li>2. 大豆作物季已结束收获期</li> <li>3. 巴西南端出现干旱，大豆单产下降，需求相对强劲</li> <li>4. 中国压榨厂大量寻购大豆，2020 年第一季度巴西出口中国大豆量占出口总量 74%。</li> </ol>
玉米	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 下游乙醇需求减少，打压全球玉米原料需求</li> <li>2. 巴西在 2019 年出口玉米 4000 万吨，严重消耗国内库存，市场结转量下降</li> <li>3. 货币疲软，出口存在优势，海外市场份额扩大</li> <li>4. 巴西南部地区干旱加重，二季度玉米尚处于生长期，产量下调</li> </ol>

5. 玉米价格 3 月 31 日名义价格达到 60.14 雷亚尔/60 公斤，约 1290 元/吨

肉类

1. 上游饲料玉米、豆粕、麸皮价格上涨，养殖成本增加
2. 加拿大、美国加工巨头无法流转、大量生猪被安乐死，巴西出口量增加
3. 国内疫情逐渐严重，工人确诊，部分肉类加工厂已经关闭，生产量下降
4. 运输中断，肉类加工品无法及时运到零售端，肉类物价被抬高
5. 疫情致使鸡肉、猪肉等弹性较低的日常消费食品需求上升，弹性较高的牛肉受替代效应影响需求下降

甘蔗乙醇

1. 海外原油价大幅下跌，汽油和乙醇销售量低迷
2. 甘蔗生长季极其依赖农药维护，农药运输中断导致产量下降
3. 巴西燃料消耗最大的中南部地区的乙醇销售下降了 20%

糖类

1. 含水乙醇价格降至 1.30 雷亚尔/升，环比下降 36.89%。
2. 部分巴西精炼工厂将生产从甘蔗乙醇转向糖，从而增加了糖供应，价格触及 76.58 雷亚尔/50kg 低点

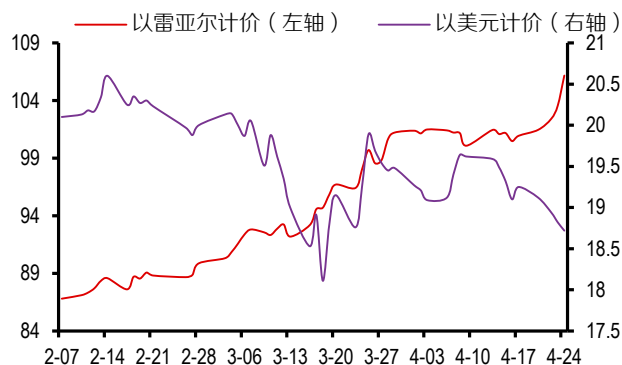
资料来源：根据公开资料整理，东方证券研究所

表 6：巴西肉类产品的收入弹性中，牛肉的收入弹性最高，鸡肉猪肉的收入弹性较低

	2007	2017
牛肉	0.35	0.41
鸡肉	0.128	0.073
猪肉	0.594	0.286
牛奶	0.49	0.44

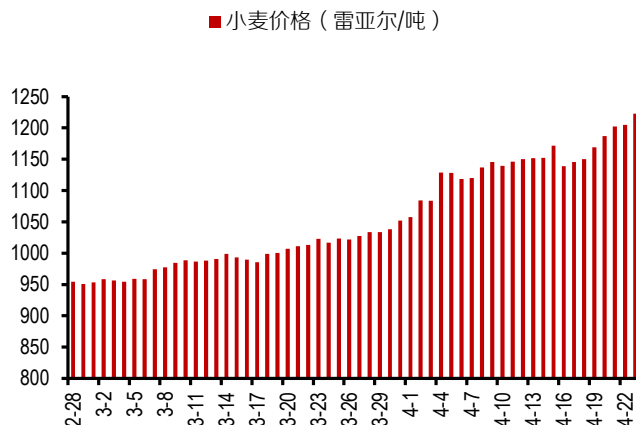
资料来源：IBGE、东方证券研究所

图 20：4 月 23 日巴西大豆价为 103.56 雷亚尔/60 公斤，对比 2 月末猛增 20.69%



资料来源：CEPEA、东方证券研究所

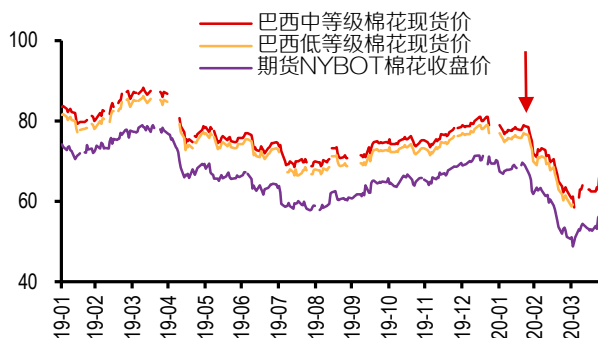
图 21：4 月 22 日小麦平均价格升至 1222.57 雷亚尔/吨



资料来源：CEPEA、东方证券研究所

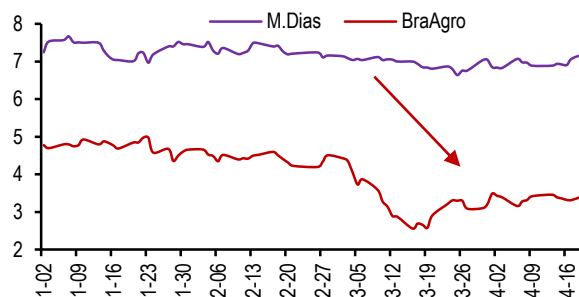


图 22：巴西棉花与国际市场反应趋同，3 月 31 日为 2.48 雷亚尔/磅，周跌幅 2.9%



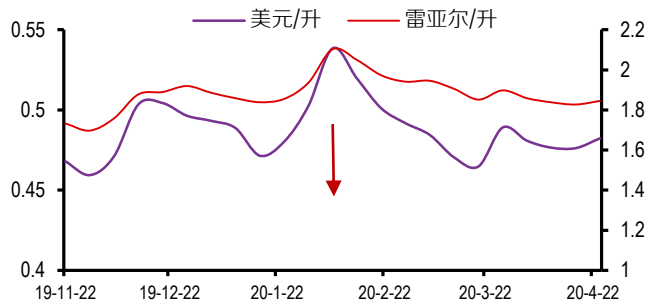
资料来源：CEPEA、东方证券研究所

图 23：巴西食品销售分销公司、农业休闲娱乐公司股价皆出现下滑



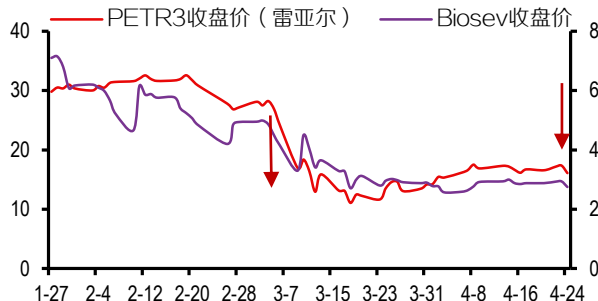
资料来源：雅虎金融、东方证券研究所

图 24：4 月 25 日巴西乙醇降至 1.30 雷亚尔/升，对比 1 月下降 36.89%



资料来源：CEPEA、东方证券研究所

图 25：巴西石油、甘蔗能源公司两次股值大跌



资料来源：英为财经、东方证券研究所

## 未来趋势：新冠如何掣肘农业景气

尽管巴西政府开始出台恢复农业的一系列措施，例如通过食品收购计划拨款 5 亿雷亚尔从家庭农业中购买农产品，但据 4 月 30 日巴西农业协会表示，联邦政府宣布的措施执行效率缓慢，没有起到积极的作用。同时，巴西的卫生资源匮乏医疗系统混乱，政策与民意冲突巨大，运输端难以恢复正常水平，巴西农产品价格持续振荡。

我们根据现状与历史经验分析得出，影响主要在于非必需食品（棉花）、易腐食品（水果、乳制品）、高附加值产品（下游生物燃料）上：

- 由于雷亚尔贬值，将有效抵挡海外市场需求疲软引致的国际商品价格下跌的进口供应冲击，尤其是谷物、咖啡、猪肉等收入弹性较低的日常消费食品，同时因为贬值导致巴西出口短期内向好。

- 棉花纺织业、服装业或将持续萎靡。由于棉花主依赖巴西市场，且国内消费量自 2015 年起持续走低，疫情将导致这一趋势进一步恶化。水果、乳制品等易腐产品受贮藏成本增加、学校停课、企业停业等政策影响，消费量下降，供应也相应变低。
- 由于上游农用原料、投入生产品的进口成本增加，导致饲料行业高附加值，加工商继续等待价高时期出售，市场将面临售价抬高风险，冲击肉类加工生产。
- 全球猪肉趋于供应偏紧，印尼、美国拟对巴西进口大量猪肉，巴西短期内肉类出口向好；但随着 JBS、BRF 等加工巨头出现确诊工人而导致的屠宰进度中断、疫情恶化，以及上游饲料的价格上涨导致肉类加工商生产成本进一步提高，预计后续肉禽和牛肉的供应将面临短期缺口，名义价格将持续上涨。由于收入弹性较高的牛肉需求被猪肉、鸡肉替代，对牛肉的生产供应冲击更强。
- 下游甘蔗乙醇需求短期内将持续走低。同时，由于国外原油市场需求低迷加上国内炼油厂中断了购买，大量巴西精炼厂会存储乙醇、推后甘蔗收割期、转向增加食糖产量，预计下半年食糖产量和出口量会增加。
- 同时，美国、加拿大作为世界主要的粮食和肉类出口大国，进出口贸易受巴西农产品市场影响而波动。由于巴西豆类报价相对更低、大部分肉类加工厂已恢复运作，美国、加拿大的出口竞争力削弱，迫使产能削减。此外，中国作为豆类和猪肉的进口大国之一，4 月份从巴西购买大豆和猪肉的速度已经加快，或将改变未来出口贸易的世界格局。

## 投资建议

短期内，巴西农业受雷亚尔贬值等因素影响导致其出口市场向好，大豆副产品加工库存增加；疫情导致的替代效应可能冲击牛肉价格，影响其下半年的供应；海外生产厂商关闭将导致全球猪肉吃紧；国际原油市场萎靡将致使下游甘蔗乙醇需求短期内持续走低，精炼厂商转向食糖生产将导致糖产量和出口量会增加。后期应关注巴西农产品出口与内销价格变动、港口供应链的维护情况、政策封锁与物流恢复措施推行效果，以及巴西蔗糖、肉类加工厂商供应量与库存量的变动。

表 7：巴西农产品供应量预测升降一览

	小麦	棉花	玉米	乳制品	乙醇
供应量	下降	下降	下降	下降	下降
	禽类	牛肉	水果	糖类	大豆
供应量	下降	下降	下降	增加	增加

资料来源：根据公开资料整理、东方证券研究所

## 风险提示

- **数据失真导致疫情严重性被低估：**由于大量轻微症状的新冠患者没有，巴西的确诊人数远低于医疗机构和民间组织的预测，巴西疫情的严重性被官方低估，或将造成疫情无法控制、持续扩散的风险。
- **进出口贸易受国际市场需求疲软限制：**尽管短期内巴西雷亚尔贬值导致其出口贸易强劲，但随着疫情持续在全球范围内加重，俄罗斯、乌克兰等国为了保障国内农产品需求正在推行限制小麦和面粉的出口，全球农产品贸易流或仍有压力。
- **疫情防控分歧导致政策推行效果不力：**虽然里约热内卢实行市民必须佩戴口罩，违者将被罚款的制度，巴西卫生部长要求实施全面居家隔离，但总统仅支持老人居家隔离，总统与卫生部长、民众之间存在分歧会导致政策推行不力，可能会加重疫情扩散的风险。
- **霜冻、干旱等极端天气存在不确定性：**巴西近几年的干旱期持续变长，2019 年早期引发的山火数为 8.23 万次，同比上升 80%，大雨和霜冻会损害作物的成熟期、以及损害了农用机械的利用率，少雨天气可能导致农作物无法正常收割、本季产量降低。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

