

海南橡胶(601118)

公司研究/调研报告

天胶上涨趋势明显，农垦改革值得期待

民生精品---调研报告/化工行业

2015年5月15日

一、事件概述

我们近期到海南橡胶进行调研，与公司高层人员就橡胶生产、公司运营情况进行了交流。

二、分析与判断

➤ 公司是我国天然橡胶产业的开拓者、最大的天然橡胶生产企业

公司主导产品为各种规格的标准胶及浓缩天然胶乳，拥有我国最大的天然橡胶生产基地，形成了从天然橡胶种苗、种植、抚管，到割胶、收购和加工等一整套成熟的技术体系。公司已走出海南岛，挺进云南，并在进军东南亚和亚洲取得突破。

➤ 目前天然橡胶价格水平仍处底部，未来有望攀升

过去几年橡胶一直处在趋势性的下跌周期，目前橡胶价格处在底部，诗董橡胶公司主导联合提价将会起到较好的效果；胶农在橡胶价格下跌时自己囤货的胶片库存目前已经清空，贸易商库存也已经逐渐减少；国家7月1号复合橡胶新标准开始执行，关税开始征收，国内天然橡胶的平均成本水平将会提升。

➤ 公司受益于农垦改革与土地流转

母公司海南农垦各农场拥有土地资源 1127 万亩，其中调入海南农垦集团及所属农产投资公司的土地资源为 393.7 万亩，其中约有 353 万亩胶园承包给海南橡胶，公司概念上受益于“土地流转”。公司过去的实际控制人是国家农业部，现在是海南省政府。

➤ 依托集团旗下中橡电子交易市场有供应链金融的基础

公司集团旗下的中橡电子交易市场是最大的橡胶现货交易市场；公司和海外子公司 RI 的贸易量接近全球贸易的 10%，为公司提供开展供应链金融的基础。

三、盈利预测与投资建议

预计 15-17 年 EPS0.05、0.11 和 0.17 元，天然橡胶价格上涨趋势明确，边际改善巨大，农垦改革预期确定性强，依托集团子旗下中橡电子交易市场有做供应链金融的基础，本轮涨幅较小，给予“谨慎推荐”评级。

四、风险提示：

天气因素影响、下游需求不足等风险。

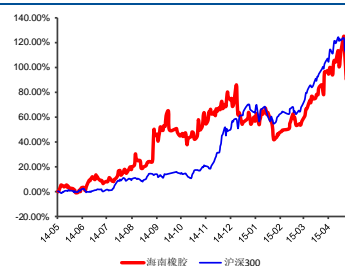
谨慎推荐 首次

交易数据

2015/5/15

收盘价(元)	11.19
近12个月最高/最低(元)	12.58/5.55
总股本(百万股)	3931.17
流通股本(百万股)	3931.17
流通股比例(%)	100%
总市值(亿元)	439.90
流通市值(亿元)	439.90

该股与沪深300走势比较



分析师

分析师：范劲松

执业证书编号：S0100513080006

电话：(86755)22662087

Email: fanjinsong@mszq.com

研究助理：杨一需

执业证书编号：S0100114050002

电话：(86755)22662076

Email: yangyipei@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	11198.67	13000.00	14000.00	15000.00
增长率(%)	-4.24%	16.09%	7.69%	7.14%
归属母公司股东净利润(百万元)	22.38	205.16	427.35	683.19
增长率(%)	-208.86%	-412.04%	126.22%	53.43%
每股收益(元)	0.01	0.05	0.11	0.17
PE	1,996	218	105	65
PB	5.0	4.9	4.8	4.6

资料来源：民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总
利润表

项目 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
一、营业总收入	11198.67	13000.00	14000.00	15000.00
减：营业成本	10579.07	11700.00	12320.00	12900.00
营业税金及附加	4.05	5.31	5.39	5.95
销售费用	305.06	354.13	381.37	408.62
管理费用	596.17	617.99	696.10	752.47
财务费用	87.76	20.85	-34.12	-36.94
资产减值损失	-0.39	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	328.43	-5.00	40.00	60.00
二、营业利润	-95.09	296.72	671.25	1029.90
加：营业外收支净额	144.66	11.05	11.78	12.26
三、利润总额	49.57	307.78	683.03	1042.15
减：所得税费用	20.76	95.81	249.37	352.46
四、净利润	28.80	211.97	433.66	689.70
归属于母公司的利润	22.38	205.16	427.35	683.19
五、基本每股收益 (元)	0.01	0.05	0.11	0.17

主要财务指标

项目 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
EV/EBITDA	185.23	72.90	46.24	32.58
成长能力：				
营业收入同比	-4.24%	16.09%	7.69%	7.14%
营业利润同比	-208.86%	-412.04%	126.22%	53.43%
净利润同比	-85.67%	816.69%	108.30%	59.86%
营运能力：				
应收账款周转率	12.25	10.89	11.43	10.88
存货周转率	5.80	6.93	6.46	6.60
总资产周转率	0.92	1.17	1.38	1.44
盈利能力与收益质量：				
毛利率	5.53%	10.00%	12.00%	14.00%
净利率	0.20%	1.58%	3.05%	4.55%
总资产净利率 ROA	0.23%	2.12%	4.23%	6.49%
净资产收益率 ROE	0.25%	2.26%	4.59%	7.08%
资本结构与偿债能力：				
流动比率	1.75	13.78	14.15	14.52
资产负债率	25.81%	7.07%	7.09%	7.09%
长期借款/总负债	3.69%	16.49%	16.07%	15.49%
每股指标：				
每股收益	0.01	0.05	0.11	0.17
每股经营现金流量	(0.00)	(0.12)	0.07	0.17
每股净资产	2.29	2.31	2.37	2.45

资产负债表

项目 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	1390.66	4054.99	4201.87	4619.42
应收票据	181.66	138.01	187.86	180.26
应收账款	1338.36	1049.03	1401.43	1355.98
预付账款	356.94	368.08	407.17	407.17
其他应收款	220.93	256.47	276.19	295.92
存货	1419.68	1955.77	1856.36	2050.05
其他流动资产	332.23	332.23	332.23	332.23
流动资产合计	5180.46	8143.43	8624.02	9241.03
长期股权投资	137.93	0.00	0.00	0.00
固定资产	1567.51	1508.48	1305.01	1101.53
在建工程	144.44	0.00	0.00	0.00
无形资产	386.03	347.43	308.82	270.22
其他非流动资产	179.12	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	7087.31	1872.77	1630.69	1388.61
资产总计	12267.76	10016.20	10254.71	10629.64
短期借款	1604.14	0.00	0.00	0.00
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	425.18	476.56	495.09	521.92
预收账款	98.58	98.58	98.58	98.58
其他应付款	357.80	2.00	2.00	2.00
应交税费	41.55	10.00	10.00	10.00
其他流动负债	73.71	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2952.34	591.14	609.67	636.50
长期借款	116.75	116.75	116.75	116.75
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	213.65	117.00	117.00	117.00
负债合计	3165.99	708.13	726.67	753.49
股本	3931.17	3931.17	3931.17	3931.17
资本公积	3785.43	3785.43	3785.43	3785.43
留存收益	1270.55	1373.13	1586.81	1928.40
少数股东权益	118.39	125.19	131.50	138.01
所有者权益合计	9101.77	9214.92	9434.90	9783.01
负债和股东权益合计	12267.76	9923.05	10161.57	10536.50

现金流量表

项目 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流量	(17.05)	(489.02)	286.44	662.20
投资活动现金流量	(409.53)	4935.00	40.00	60.00
筹资活动现金流量	15.07	(1781.65)	(179.56)	(304.66)
现金及等价物净增加	(411.51)	2,664.33	146.88	417.55

资料来源：民生证券研究院

分析师与研究助理简介

范劲松，清华大学化工系高分子材料科学与工程学士，材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师（General Engineer/Ingenieur Generaliste）。2010年3月至今一直从事基础化工行业分析师工作，主要覆盖氯碱、纯碱、橡胶、钛白粉、新材料、复合肥、民爆等子行业。对PVC、橡胶等大宗品和生物降解塑料、碳四深加工、阻燃剂等细分行业研究深入细致。第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选榜单“年度行业最佳选股分析师”化工行业第一名。2014东方财富中国最佳分析师化工行业第三名。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% ~ 10% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 518040

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。