

土地流转+农垦改革+国企改革龙头

买入(首次)

2015年8月25日

盈利预测与估值

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	11,199	12,319	13,550	15,583
同比(%)	-4.2%	10.0%	10.0%	15.0%
净利润(百万元)	22.38	96.91	150.16	229.80
同比(%)	-85.7%	336.8%	56.7%	52.6%
毛利率(%)	5.5%	10.0%	15.0%	10.0%
ROE(%)	0.2%	3.5%	8.9%	4.2%
每股收益(元)	0.01	0.09	0.24	0.12
P/E	1847.82	121.67	44.13	40.73
P/B	4.60	4.26	3.94	3.80

投资要点

- 农业是下半年A股中少有的高景气度板块: CPI上行、多政策推动以及人民币贬值减少进口冲击,建议超配农业板块,两条主线1)土地流转+农垦改革+国企改革;2)禽养殖板块。**
- 土地改革是今年必须交出答卷的几个方向之一,深改组负责落实督办,在农地贷款支持、土地流转、农垦改革等诸多领域,都可以期待,我们猜测农业土地抵押贷款试点即将启动,土地流转将带动农业大发展,后续的种子农药化肥农机等板块都值得期待。**
- 预计农垦改革加速推进,海南农垦系统土地最大优势在于拥有旅游和商业地产潜力:海南农垦是中国第三大垦区,公司作为海南农垦集团下属上市平台,凭借丰富的土地资源,公司将受益于农垦改革带来的土地重估价值的增长。公司拥有海南岛独特、丰富的旅游资源,有1000余亩土地经过调研适应于休闲旅游资源开发,在政策放开后有望加快相关土地建设,与海南旅游岛建设匹配。**
- 国企改革进程推进,海南橡胶成为重要试点:国企改革的进程不断推进,海南也是国企改革重要的试点城市,公司作为海南省最重要的国企之一,有望成为改革排头兵。海南农垦集团持股70%,若简单注入集团资产将使实际流动股本比例下降,后续是否会引进战投亦是可以预期的方向。上市公司以及子公司层面的员工持股计划值得期待。**
- 可能具有博彩赛马概念:赛马运动很有可能将在近段时间落户海南并开始全面运作。海南橡胶股东身份将大有作为,全面受益,为公司拓宽经营模式,增加利润率带来了无限可能。**
- 橡胶主业在大周期底部,具有军工概念:橡胶行业目前处于周期底部,当前橡胶价格为1.2万/吨,高点在4万/吨,因此在未来不会对公司业绩产生负面影响。未来军用航空轮胎需求量将有较大增长,军工概念产品毛利率较高。**
- 盈利预测:预计公司2015、2016年实现净利润0.96、1.50亿, EPS分别为0.09元、0.24元,对应海南确定新一轮土地流转+农垦改革主线,给予“买入”评级。**
- 风险提示:政策进度低于预期。**

分析师 马浩博

执业资格证书编号: S0850513090003

联系电话: 18917609091

mahb@research.dwstock.com.cn

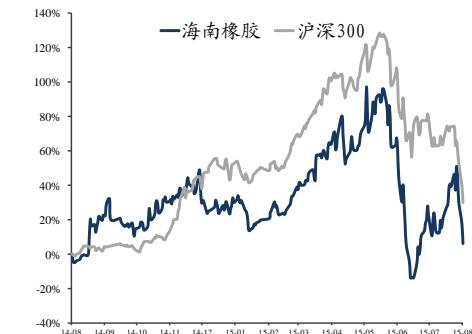
研究助理 丁一

执业资格证书号码: S0600115030011

联系电话: 0512-62936057

dingy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价	7.39
年最低价/最高价	7.39/13.57
市净率	3.35
流通A股市值(百万元)	29100

基础数据

每股净资产(元)	2.26
资产负债率(%)	25.94
总股本(百万股)	3931
流通A股(百万股)	3931

1. 橡胶主业在大周期底部，具有军工概念

公司主营业务为传统橡胶业务，分为橡胶种植、橡胶加工和橡胶贸易。橡胶行业目前处于周期底部。2005 年至今，天然橡胶价格经历两轮近期周期，景气高点分别在 2006-2008 年中期、2011 年中期，目前已经远远跌破国内 18000 元/吨的成本线，由于橡胶推出壁垒较大（橡胶树需要生长 8 年才能开始割胶，割胶 30-35 年），短期供给端调整仍以减少割胶为主，天然橡胶价格能否回升还是要看需求、石油价格两大因素。当前橡胶价格为 1.2 万/吨，高点在 4 万/吨，因此在未来不会对公司业绩产生负面影响。

公司目前的橡胶分为三个部分：自产胶（公司橡胶林）、外购胶（收购农户原料胶）、橡胶贸易。2014 年，公司自产胶 13.3 万吨、外购胶 5.4 万吨，实际销售自身加工橡胶 14 万吨，历史高点在 20 万吨左右；另有橡胶贸易量 63 万吨（国内 37.1 万吨——上海公司、国外 25.9 万吨——新加坡公司）；同时，大股东控股的 R1 公司橡胶贸易量 73.5 万吨，公司及大股东控制的贸易量为 137 万吨。

公司拥有 353 万亩橡胶林，土地资源本身具有稀缺性，而海南先天的地理优势更是让这些土地蕴含巨大的价值。橡胶林作为可再生资源，主要产品为橡胶。公司的林产集团包括 12 个木材加工厂，橡胶木材质较好，硬度高，但目前销量还比较小，主要是以木材出售为主，也有宾馆等定制家具产品。近期政策明确提出全面禁止天然林的商业性采伐，计划是分三年来实行，到 2017 年全部停止天然林商业性采伐。这意味着东北的天然林采伐将受到冲击。公司均为商业林，具有后发优势。同时天然林的禁采也意味着公司商业林的价值会有一个重估增值。在国家严格控制商业性砍伐林木的背景下，公司每年自然更替橡胶林约 7-10 万亩，约 200-300 万株胶树，自有年产干胶能力 20 万吨，一旦橡胶价格回升，公司利润将出现爆发式的增长，具备极大的后续开发价值。近日央行改革报价，人民币贬值将成为趋势，有望带动国际大宗商品价格筑底回升。

天然橡胶是重要的国家战略性储备物资。公司于 2014 年 3 月与中橡集团曙光橡胶工业研究设计院共同建立了“空军航空橡胶科研生产中心”。据了解军用飞机将成为国家未来军工发展的重点之一，同时训练频次有望增加，因此我们预计未来军用航空轮胎需求量将有较大增长，军工概念产品毛利率较高，预计未来这块业务有望成为公司业务重要增长点之一。

2. 预计农垦改革加速推进，海南农垦引领农垦系统变革

2.1. 农垦改革历史沿革

持续深化农垦改革势在必行。农垦系统是兼具行政职能的特殊农业生产组织。农垦系统起源于抗战结束时期生产建设兵团边疆开荒，现已

发展为我国重要的生产基地，遍布全国 31 个省市自治区，每年出产大量的工农业产品。海南农垦是新疆生产建设兵团、黑龙江农垦之后的全国第三大垦区。农垦系统具有多方优势，各垦区产业资源丰富。经过多年的开发建设，农垦系统拥有数量庞大的国有资产，除土地外，还有大量包括自然禀赋在内的各类资源广泛分布在农工商、运建服等各个产业，而且资产的类型多种多样，潜力巨大。

图表 1 农垦系统目前存在的优势与劣势

优势	系统经济增速快，连续 10 年超过 10%，土地和产业资源极其丰富，耕地面积占全国 4.9%。
劣势	<p>产权关系不清，体制机制不健全。部分垦区已经实现集团化，但体制机制性障碍尚未根本消除，仍然存在产权结构单一、产权关系不够清晰、权责不够明确和内部经营机制不够灵活。</p> <p>国有资产监管体系不健全，发展的活力和动力仍然不足。</p> <p>农场国有土地确权进展缓慢，在工业化、城镇化进程中被侵占蚕食严重。</p> <p>企业集中度低，机构冗杂，政企不分，负担沉重。</p> <p>历史沉淀原因，农垦系统承载部分社会职能</p>

资料来源：东吴证券研究所

农垦作为国企中的国企，市场化程度不够是改革的动力。混合所有制的推行，包括引入非国有资本战略投资者，管理层和员工持股等多种途径，将有助于提升企业效率。非国有资本战略投资者有望给企业带来先进的管理经验，以及产业资源；管理层及员工持股等激励机制有助于解决委托-代理问题，提高管理层及员工积极性，提升企业效率。

政策力度空前，农垦改革将掀新一轮高潮。一号文件已成为聚焦三农问题的指向标，过去十年间，一号文件及政策导向对农垦改革问题关注度较低。2014 年开始，中央对农垦改革的重视程度持续提高，连续召开农垦工作会议、组织调研、建立课题组等。2015 年一号文件中农垦改革单独成文，从政府方面体现出空前的重视，下半年发布实质性政策预期增大。

2.2. 海南农垦引领改革大潮

海南农垦是中国第三大垦区。海南农垦土地总面积 1154.5 万亩，下属上市公司海南橡胶拥有土地面积 353 万亩。集团已建成全国最大天然橡胶和热带作物生产基地。现有橡胶面积 390 万亩，年产干胶 20 万吨左右，面积和产量占全国的 40% 以上。

图表 2 2008 年以来海南农垦改革成就

2010 年 9 月实现政企分开，学校、职工社保、民政等职能移交属地管理

农场属地化管理，橡胶园家庭长期承包

2011 年 1 月海南橡胶上市

农垦集团形成四大产业板块

解决垦区群众民生社保问题

组建多家专业化公司，多元化投资

资料来源：东吴证券研究所

海南省国资平台目前仅有 2 家上市公司，海南橡胶和海南高速，海南橡胶于 2011 年上市，市值更大。公司作为海南农垦集团下属上市平台，拥有丰富的土地资源，农垦集团拥有土地 79 万公顷，占到整个海南岛面积的 1/5，其中上市公司拥有土地 23 万公顷。在这些土地中，仅有约 1/3 是林地，仍有大量土地在三亚、博鳌地区有待进一步发展。凭借丰富的土地资源，公司将受益于农垦改革带来的土地重估价值的增长。公司拥有海南岛独特、丰富的旅游资源，海南农垦拥有 1280 万亩土地，占海南省面积的 1/4。公司有 1000 余亩土地经过调研适应于休闲旅游资源开发，在政策放开后有望加快相关土地建设，与海南旅游岛发展匹配。

图表 3 海南农垦改革进程

- 2008 国务院常务会议通过《关于推进海南农垦管理体制改革的意见》，明确了“政企分开、社企分离，建立现代企业制度”的总体要求和“体制融入地方、管理融入社会、经济融入市场”的总体目标。海南农垦从省部共管改为由海南省全面管理，垦区 500 多所中小学校、职工五项社保、民政、气象等职能已移交属地管理，实现政企分离。海垦集团轻装上阵。改革对民生问题改善颇大。海垦共投入近 80 亿元，很好的解决垦区职工群众住行难、看病难等问题。垦区职工养老保险纳入省级统筹，历史拖欠的工资、医药费、养老金、社保费也已全部还清。
- 2010 农垦总局和农垦集团实行政企分开，农垦总局现有 40 个国有农场和 20 个事业单位；农垦集团辖有 31 家二级工商企业。
- 2011 海南橡胶在上交所挂牌上市，实现企业化、股份化。在橡胶主产业已剥离的情况下，垦区下辖的 47 个存续农场正在积极调整产业机构，加快农场经济转型，谋求打造热带现代农业、复合型农业、资源加工业、旅游服务业及房地产业“五大新型主导产业”。
- 2012 海南农垦控股海南大宗商品交易中心开业。五年间，改革使得海南农垦大幅扭亏为盈。
- 2013 实现生产总值 158.3 亿元，在全国 34 个垦区内排名前列。海南省内对农垦改革的重视程度极高。改革阶段性成功时，2013 年 10 月省政府印发《关于全面推进海南农垦发展改革的意见》，指出深化公共服务均等化政策、实行鼓励发展的税费优惠以及支持农垦金融产业发展等，已初步取得成效，今年 7 月省级会议通过《关于推进新一轮海南农垦改革发展的实施意见》，强调土地关系和分配问题，细化重点发展的八大产业和八大园区建设措施等。
- 2015 海南省委召开全面深化改革领导小组扩大会议，审议并原则通过了《关于推进新一轮海南农垦改革发展的实施意见》，强调“举全省之力，攻坚克难，全面推进海南新一轮农垦改革，为新时期农垦改革发展做好顶层设计。”凸显海南农垦将引领农垦系统变革的决心。

资料来源：东吴证券研究所

3. 国企改革进程推进，海南橡胶成为重要试点

国企改革的进程正在不断推进，海南也是国企改革重要的试点城市，公司作为海南省最重要的国企之一，有望成为改革排头兵。此次改革，省农垦控股集团将建立健全法人治理结构，与二级企业确立以资本为纽带的母子公司管理体制，上市公司可能进行股权多元化改革，引入战略投资者，推进管理层及员工持股，激励机制的完善，将有助于提高企业运营效率，从而带来公司价值提升。

目前海南农垦由海南省政府直属管理，起行政作用的是海南农垦总局，起企业作用的是海南农垦集团，最终两者将会合二为一，由农垦集团负责农垦旗下资产的经营，而部分公益性资产（学校、医院等）已逐步剥离给地方政府。

预计公司会从股权多元化，引入战略投资者、推进员工持股等多方面齐头并进推动国企改革，提高企业运营效率。海南橡胶目前总股本 39.3 亿股，其中海南农垦集团持股 70%，若简单注入集团资产将使实际流动股本比例下降，后续是否会引进战投亦是可以预期的方向。上市公司以及子公司层面的员工持股计划值得期待。

4. 试点多元化经营，延伸橡胶产业链

海南橡胶是中国最大的橡胶木产区，公司具有年产橡胶木板方材 13 万立方米、胶合板 2 万立方米的生产能力，目前，国家出台政策，全面禁止天然林的商业性砍伐，而公司林地属于经济作物，都是人工栽培，因此，公司对于 350 万亩橡胶林的砍伐权成为了稀缺资源，每年砍伐 5-10 万亩，成为可持续性的发展动力。同时，公司未来也将把重点放在目前已经拥有的品牌“橡林”的品牌建设上。

另外在公司的橡胶深加工业务中，产品包括乳胶丝、轮胎翻新用材料、橡胶手套等各类橡胶制品。橡胶深加工业务有利于完善公司产业链，预计未来将保持平稳增长。

图表 4 土地资源统计汇总

	橡胶林	总土地	未归属橡胶林	年产干胶力	市场需求	适用于旅游开发
海南橡胶	353 万亩 (1/3 林地)			20 万吨	400 万吨	1000 多亩
海南农垦		1155 万亩	30 万亩			

资料来源：东吴证券研究所

除此以外，公司还拥有海南岛独特、丰富的旅游资源，海南农垦拥有 1280 万亩土地，占海南省面积的 1/4。省政协委员、公司董秘董敬军多次在议案中提出统筹海南美丽乡村建设，发展休闲观光农业，培育旅游产业的发展思路，未来有望逐步落地。公司有 1000 余亩土地经过调研适应于休闲旅游资源开发，在政策放开后有望加快相关土地建设，与海南旅游岛发展匹配。

公司还向投资业务、集团资产整以及中橡电子交易中心等方向进行业务延伸。在海南橡胶这个上市平台之外，海南农垦集团仍有一些较为优质的资产，主要包括茶叶以及热带水果的种植，但是整体规模不大。由于近年来橡胶价格低迷，因此橡胶交易量也在不断下滑，导致中橡电子交易中心盈利能力较为一般。

5. 可能具有博彩赛马概念

2015 年 8 月 12 日海南政府网站今日海南公布“海南出台《加快发展体育产业促进体育消费的实施意见》”。2015 年 7 月 15 日的一则新闻：“海南赛马会投资控股有限公司正式获得海南省工商局批准，领取了营业执照。该公司目前注册资金 2 亿人民币，股东是海南农垦和一些投资机构，而海南橡胶作为海南农垦唯一一家上市公司理应受到重视。通过开展竞技类项目，增强特色体育项目的娱乐性、趣味性和吸引力，大力拉动旅游消费。”结合两条新闻，赛马运动很有可能将在近段时间落户海南并开始全面运作。海南橡胶股东身份将大有作为，全面受益，为公司拓宽营业模式，增加利润率带来了无限可能。

6. 盈利预测

预计公司 2015-2017 年实现每股收益 0.09/0.24/0.12。海南确定新一轮农垦改革主线，海南农垦引领农垦变革，海南橡胶将受益农垦改革，给予“买入”评级。

7. 风险提示

政策进度低于预期。农垦改革主要依赖政策推进，如果相应的政策进度或政策内容低于市场预期，则会导致进度低于市场预期。

资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	5180.5	5044.4	5726.5	6754.5	营业收入	11198.7	12318.5	13550.4	15583.0
现金	1390.7	1000.0	1000.0	1000.0	营业成本	10579.1	11086.7	11517.8	14024.7
应收款项	1740.9	2025.0	2598.7	3202.0	营业税金及附加	4.1	6.2	6.8	7.8
存货	1419.7	1518.7	1577.8	1921.2	营业费用	305.1	246.4	271.0	311.7
其他	629.2	500.7	550.0	631.3	管理费用	607.3	505.6	554.5	635.3
非流动资产	7087.3	7026.9	6865.8	6764.5	财务费用	87.8	61.7	41.3	45.8
长期股权投资	137.9	169.2	104.2	104.2	投资净收益	328.4	0.0	0.0	0.0
固定资产	1712.0	1633.1	1549.5	1460.2	其他	-39.0	12.9	12.4	12.0
无形资产	386.0	373.2	360.7	348.7	营业利润	-95.1	424.9	1171.5	569.8
其他	4851.4	4851.4	4851.4	4851.4	营业外净收支	144.7	0.0	0.0	0.0
资产总计	12267.8	12071.3	12592.3	13519.0	利润总额	49.6	424.9	1171.5	569.8
流动负债	2952.3	2008.2	1797.6	2336.8	所得税费用	20.8	85.0	234.3	114.0
短期借款	1618.6	1022.0	770.8	1089.4	少数股东损益	6.4	0.0	0.0	0.0
应付账款	425.2	394.9	410.2	499.5	归属母公司净利润	22.38	96.91	150.16	229.80
其他	908.5	591.3	616.5	748.0	EBIT	-285.7	486.6	1212.8	615.5
非流动负债	213.7	213.7	213.7	213.7	EBITDA	-35.0	661.2	1395.3	803.5
负债总计	3166.0	2221.8	2011.2	2550.5	重要财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
少数股东权益	118.4	118.4	118.4	118.4	每股收益(元)	0.01	0.09	0.24	0.12
归属母公司股东权益	8983.4	9699.8	10496.4	10883.8	每股净资产(元)	2.29	2.47	2.67	2.77
负债和股东权益总计	12267.8	12040.0	12626.0	13552.7	股本(百万股)	3931.2	3931.2	3931.2	3931.2
现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	ROIC(%)	-1.6%	3.6%	8.7%	4.2%
经营活动现金流	-17.0	-79.5	478.2	-163.5	ROE(%)	0.2%	3.5%	8.9%	4.2%
投资活动现金流	-409.5	-91.0	-86.4	-86.7	毛利率(%)	5.5%	10.0%	15.0%	10.0%
筹资活动现金流	15.1	-220.1	-391.8	250.2	EBIT Margin(%)	-2.6%	4.0%	9.0%	4.0%
现金净增加额	-413.5	-390.7	0.0	0.0	销售净利率(%)	0.2%	2.8%	6.9%	2.9%
企业自由现金流	-799.3	-113.6	424.9	-213.6	资产负债率(%)	25.8%	18.4%	16.0%	18.9%
					收入增长率(%)	-4.2%	10.0%	10.0%	15.0%
					净利润增长率(%)	-85.7%	1419%	175.7%	-51.4%

资料来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出自为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>