

海南橡胶

601118

橡胶价格触底反弹，龙头有望率先受益

2020年12月16日

审慎增持 (首次)

市场数据

市场数据日期 2020-12-15

收盘价(元)	4.93
总股本(百万股)	4279.43
流通股本(百万股)	4279.43
总市值(百万元)	21097.58
流通市值(百万元)	21097.58
净资产(百万元)	9625.31
总资产(百万元)	18298.31
每股净资产	2.25

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13803	14897	17902	20469
同比增长(%)	4.6%	7.9%	20.2%	14.3%
净利润(百万元)	135	82	154	361
同比增长(%)	-42.5%	-39.2%	87.2%	134.4%
毛利率(%)	6.4%	7.0%	8.8%	9.4%
净利润率(%)	1.0%	0.6%	0.9%	1.8%
净资产收益率(%)	1.4%	0.8%	1.5%	3.5%
每股收益(元)	0.03	0.02	0.04	0.08
每股经营现金流(元)	0.22	-0.15	0.15	0.08

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **天然橡胶价格上涨，公司有望扭亏为盈。**疫情引发的劳动力短缺以及不利天气，导致全球天然橡胶产量下滑。但由于各国经济活动持续恢复，需求持续改善。供需缺口推动天然橡胶价格走高，10月份沪胶指数上涨近20%。公司作为橡胶产业龙头，胶园种植面积居国内首位，有望率先受益。
- **技术创新与“走出去”战略提高综合竞争力。**公司坚持科技创新，实现国内首条全乳胶自动化加工生产线的投产，也是国内首家通过国军标质量管理体系认证的企业，在业内遥遥领先。同时，公司成功收购国际上最大的橡胶贸易商R1国际，完善公司在天然橡胶产业链中下游的布局，提高上市公司国际化业务能力，进一步增强行业话语权和行业地位。
- **传统项目与现代农业双轮驱动发展。**(1) 橡胶主业做精做深:以前上市公司以销售橡胶初加工产品为主要收入来源，竞争激烈。近年公司转变思路，实施特种胶园更新种植项目，积极推进天然橡胶产品从低端单一化向高端差异化转变。(2) 现代农业增强抗风险能力:公司利用低产胶原发展热带高效农业、休闲农业和农旅结合产业，抵御橡胶产业周期带来的冲击。
- **投资建议:**天然橡胶价格上升，公司以天然橡胶初加工产品为主要业务收入，业绩或步入向上区间。同时，现代高效农业项目的建设也提高公司可持续发展能力。我们预计2020-2022年公司EPS 0.02元、0.04元、0.08元，基于2020年12月15日收盘价，对应PE分别为256.7、137.2、58.5倍，首次覆盖给予“审慎增持”评级。

风险提示: 自然灾害、天然橡胶价格风险、现代农业项目效益不及预期

目 录

一、天然橡胶价格走势回顾	- 4 -
二、天然橡胶基本面分析	- 5 -
2.1、天然橡胶供需概况	- 5 -
2.2、天然橡胶成本分析	- 10 -
2.3、多因素叠加，供应偏紧	- 11 -
2.4、下游产业复苏，需求持续改善	- 14 -
2.5、合成胶替代效应增强	- 16 -
2.6、期货库存低位运行，利好多头	- 18 -
2.7、天然橡胶价格展望	- 19 -
三、公司基本情况	- 19 -
3.1、橡胶资源最大拥有者	- 19 -
3.2、科技创新，成果不断转化	- 23 -
3.3、收购 R1，国际竞争力增强	- 24 -
四、传统项目、现代农业齐头并进	- 25 -
4.1、橡胶主业高尖端化发展	- 25 -
4.2、热带高效农业增强抗风险能力	- 26 -
4.3、自由贸易港建设带来新机遇	- 27 -
五、盈利预测与投资建议	- 27 -
六、风险提示	- 27 -

图 1、全球天然橡胶产量、消费量	- 5 -
图 2、供给—需求缺口	- 5 -
图 3、天然橡胶历史价格走势	- 5 -
图 4、全球天然橡胶产量	- 6 -
图 5、2018 全球天然橡胶产区结构	- 6 -
图 6、泰国、印度尼西亚、越南、中国产量提升	- 7 -
图 7、马来西亚、印度产量下降	- 7 -
图 8、全球天然橡胶消费量	- 7 -
图 9、2018 全球天然橡胶消费结构	- 8 -
图 10、中国天然橡胶消费量	- 8 -
图 11、印度天然橡胶消费量	- 8 -
图 12、影响天然橡胶产量的因素	- 9 -
图 13、天然橡胶主产国旺产期、停割期、过渡期分布	- 9 -
图 14、影响天然橡胶需求的因素	- 10 -
图 15、天然橡胶成本拆分	- 11 -
图 16、ANRPC 新种植面积	- 12 -
图 17、ANRPC 重新种植面积	- 12 -
图 18、ANRPC 总种植面积	- 12 -
图 19、ANRPC 开割面积	- 12 -
图 20、ONI 指数	- 13 -
图 21、ANRPC 单位开割面积产量	- 13 -
图 22、ANRPC 天然橡胶产量及其同比	- 13 -
图 23、商用车销量及同比	- 14 -
图 24、乘用车销量及同比	- 14 -
图 25、汽车产量及同比	- 14 -

图 26、重卡销量及同比	- 14 -
图 27、全钢胎、半钢胎开工率	- 15 -
图 28、公路货运量	- 15 -
图 29、美国汽车行业生产指数	- 16 -
图 30、印度汽车行业生产指数	- 16 -
图 31、ANRPC 天然橡胶消费量	- 16 -
图 32、全球天然橡胶、合成橡胶消费量	- 17 -
图 33、全球合成橡胶生产结构	- 18 -
图 34、全球合成橡胶消费结构	- 18 -
图 35、天然橡胶、合成橡胶价格	- 18 -
图 36、天然橡胶库存	- 19 -
图 37、公司历史沿革	- 20 -
图 38、海南橡胶的控股股东	- 20 -
图 39、橡胶业务流程	- 21 -
图 40、我国天然橡胶主产区份额	- 21 -
图 41、公司自产橡胶产品销量、贸易量	- 21 -
图 42、海南橡胶加工厂分布	- 22 -
图 43、公司收入结构	- 22 -
图 44、公司毛利结构	- 22 -
图 45、公司研发支出变化情况	- 23 -
图 46、公司专利申请和专利授权情况	- 23 -
图 47、“一机一树”式割胶机器人	- 23 -
图 48、R1 公司股权结构图	- 24 -
图 49、R1 公司营业收入	- 25 -
图 50、R1 公司净利润	- 25 -
 表 1、亩产与物料成本关系矩阵	- 11 -
表 2、天然橡胶和合成橡胶的区别	- 17 -
表 3、公司特种胶园项目营业收入预测	- 25 -
表 4、公司热带农业项目营业收入预测	- 26 -
附表	- 29 -

报告正文

一、天然橡胶价格走势回顾

2008年9月到12月：金融危机爆发，股市崩盘后天然橡胶价格也受到重挫，短短3个月内从24250.55点跌至10980.54点，下跌57%。从供需面来看，主要是需求端受到金融危机的影响，供给变化不大。作为橡胶的最大消费国，我国2008年汽车产量为964.83万辆，同比增速为4.82%，2007年的汽车产量同比增速为21.16%，受金融危机影响增速大幅下滑。

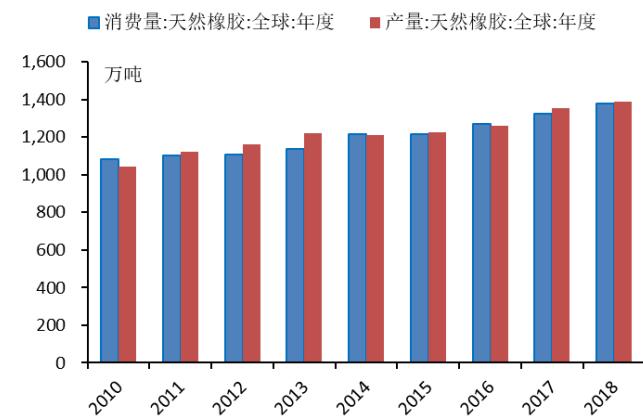
2009年1月到2011年2月：天然橡胶在经历了2008年的大幅下跌后，迎来了两年多的牛市，价格上涨逾4倍。2009年橡胶主产国联合减产，再加上各国经济刺激政策的实施，出现供不应求的情况。据ANRPC数据，当年成员国产量为891.7万吨，同比下降3.66%。而在“四万亿”计划的刺激下，我国汽车产量较去年增长47.13%，需求大幅反弹，橡胶开始走牛。2010年需求持续保持高速增长，汽车产量同比增长32.12%，供给端上因主产国泰国遭遇洪灾而产量有限，橡胶价格继续上扬。

2011年3月到2016年8月：天然橡胶迎来5年多的熊市行情，价格从39023点一度跌至11816.72点。此轮下跌行情的驱动因素主要来自基本面，2011年起连续3年天然橡胶供给超过需求，缺口分别为22.2、52.4、83.1万吨，导致价格大幅下跌。尽管2014年需求超过供给，但缺口过小，仍未扭转天然橡胶价格下跌态势。

2016年9月到2017年2月：天然橡胶价格上涨近80%。从宏观层面上来看，市场通胀预期不断加强，大宗商品价格普遍上涨。另外，基本面也有利好消息。2016年全球天然橡胶产量为1260.4万吨，比消费量少6.6万吨。作为天然橡胶的下游主要需求方，汽车行业受购置税减半优惠政策的利好，销量大幅增长。

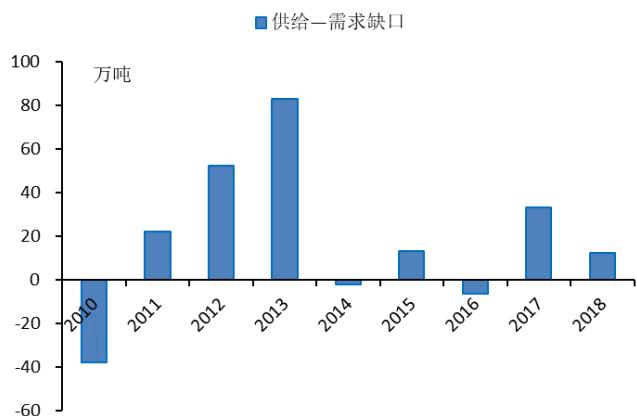
2020年的天然橡胶行情可以分为四个阶段。(1)1月到3月底：疫情在全球范围内陆续爆发，国际贸易限制增多、企业阶段性停产，部分国家对疫情严重地区实施封城的措施，导致下游汽车和轮胎的消费量、出口量大幅降低，天然橡胶价格迅速下滑。沪胶指数从年初的12822点跌至9815点，跌幅23%。(2)4月到9月，全球贸易逐步恢复，各国出台经济刺激政策，天然橡胶价格震荡上升，从9627点上升至12327点。(3)10月份，需求持续改善超出预期，再加上天气等因素导致的橡胶产量下滑，橡胶价格走出一波凌厉的上涨行情，从月初的12910点一度涨至16437点，涨幅超过20%。(4)11月至今，国内外主产区原料价格大跌，再加上市场回调需求，截至11月17日天然橡胶价格下跌至14347点。

图 1、全球天然橡胶产量、消费量



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、供给—需求缺口



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、天然橡胶历史价格走势



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

二、天然橡胶基本面分析

2.1、天然橡胶供需概况

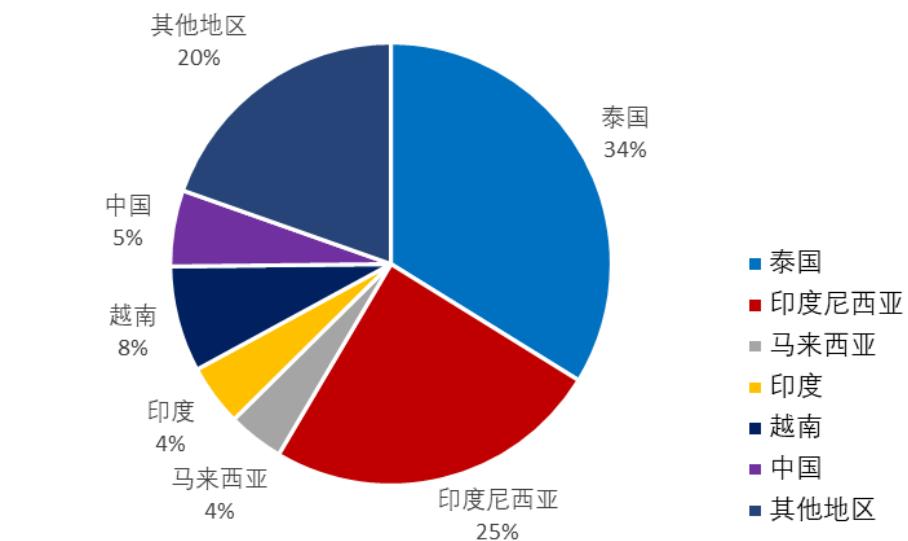
天然橡胶的生产主要位于东南亚地区，泰国为最大的生产国，印度尼西亚、越南、中国其次。东南亚地区气候属热带雨林、热带季风气候，全年高温多雨，非常适合橡胶树生长。2018年全球共计生产天然橡胶 1388.7 万吨，其中东南亚地区生产总计生产 1265.5 万吨，占比高达 91%。在国家层面上来看，泰国和印度尼西亚各生产 497.21、363.03 万吨，分别占比 36%、26%。

图 4、全球天然橡胶产量



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

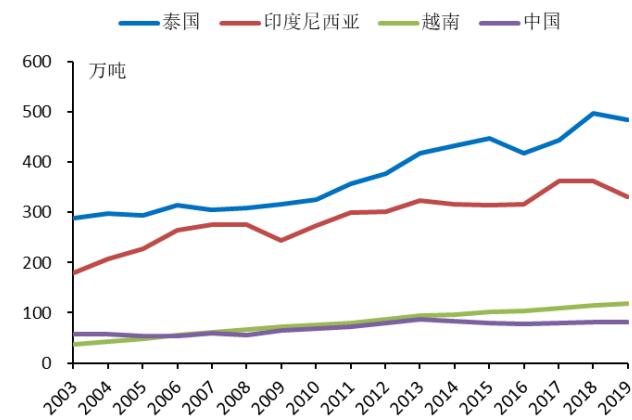
图 5、2018 全球天然橡胶产区结构



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

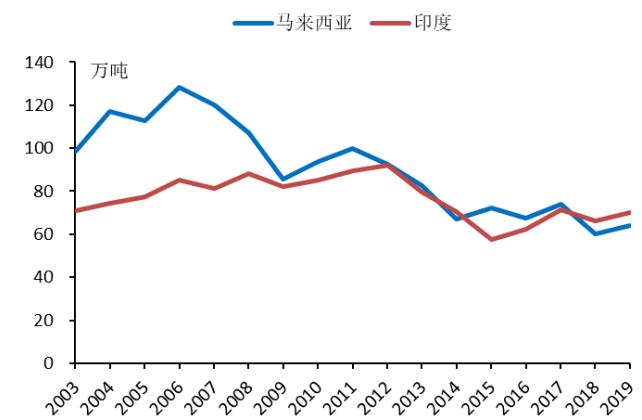
从橡胶主要生产国来看，近几年泰国、印度尼西亚、越南和中国四国产量提升，马来西亚和印度天然橡胶产量下降。泰国和印度尼西亚作为最大的两个生产国，产量保持增长状态，其中泰国的增长速度更快。同时，中国和越南对天然橡胶产量的贡献也在增加。受偏老树龄结构和农民转向种植油棕的影响，马来西亚天然橡胶产量逐渐萎缩。由于降雨量过大及作物叶部病害，印度天然橡胶产量从 2013 的 79.6 万吨下降到 2015 年的 57.5 万吨，随后政府采取措施提振橡胶生产，但仍未恢复先前水平。

图 6、泰国、印度尼西亚、越南、中国产量提升



资料来源：中国橡胶信息贸易网，兴业证券经济与金融研究院整理

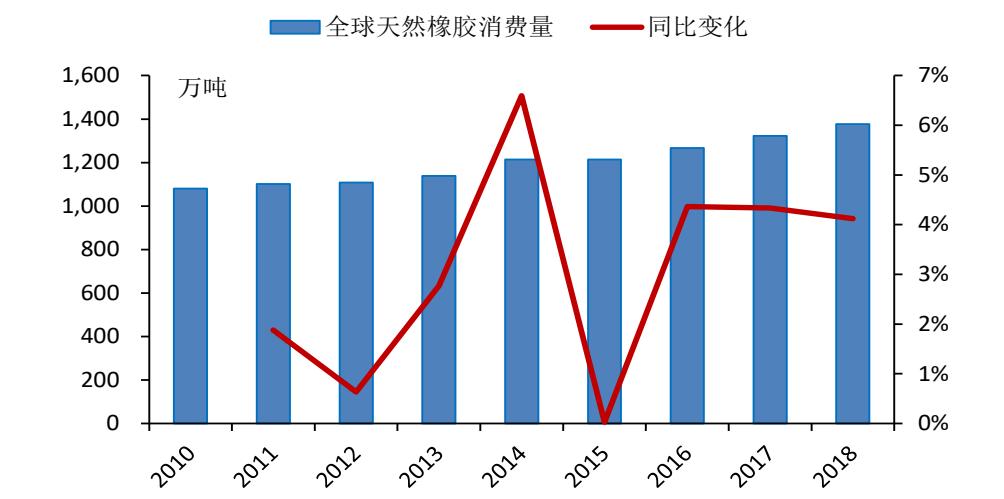
图 7、马来西亚、印度产量下降



资料来源：中国橡胶信息贸易网，兴业证券经济与金融研究院整理

中国、印度作为新兴经济体，天然橡胶消费量呈上升趋势。一个国家的工业化水平和消费水平，很大程度上决定了天然橡胶的消费量。美国、日本作为传统的工业化国家，在之前的天然橡胶消费中占比很大。但近年来中国、印度发展较快，天然橡胶消费量逐步上升，已经成为天然橡胶消费量最大的两个国家。2018 中国消费 567 万吨，印度消费 122 万吨，亚太地区天然橡胶消费量占全球的 74%。

图 8、全球天然橡胶消费量



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、2018 全球天然橡胶消费结构

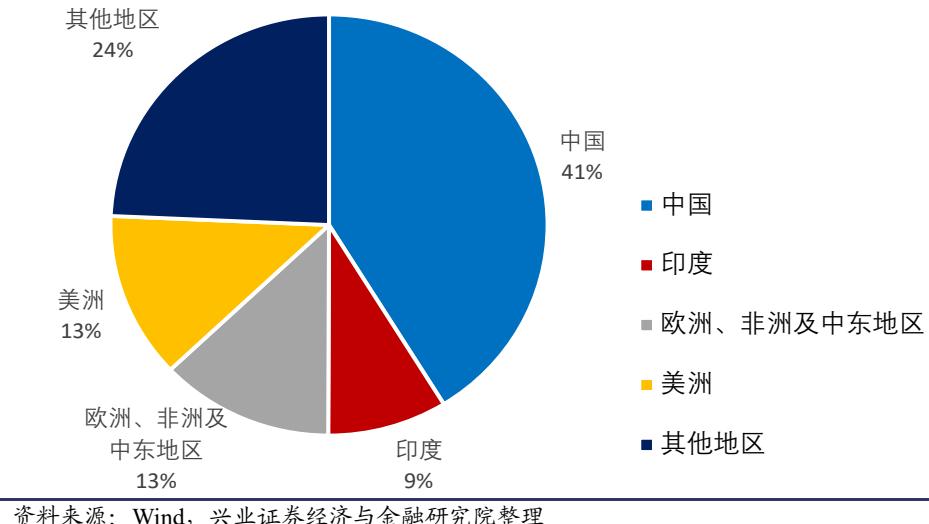
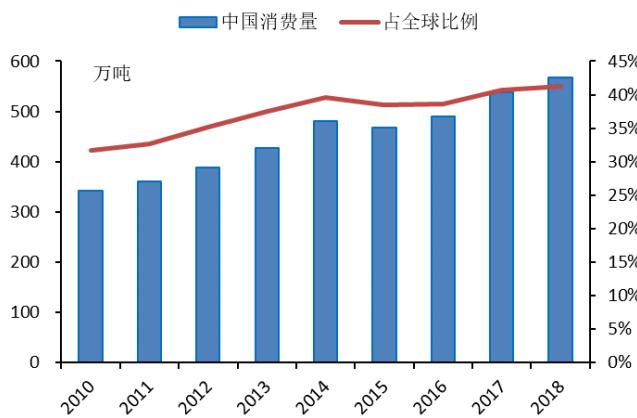


图 10、中国天然橡胶消费量



资料来源：中国橡胶信息贸易网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、印度天然橡胶消费量



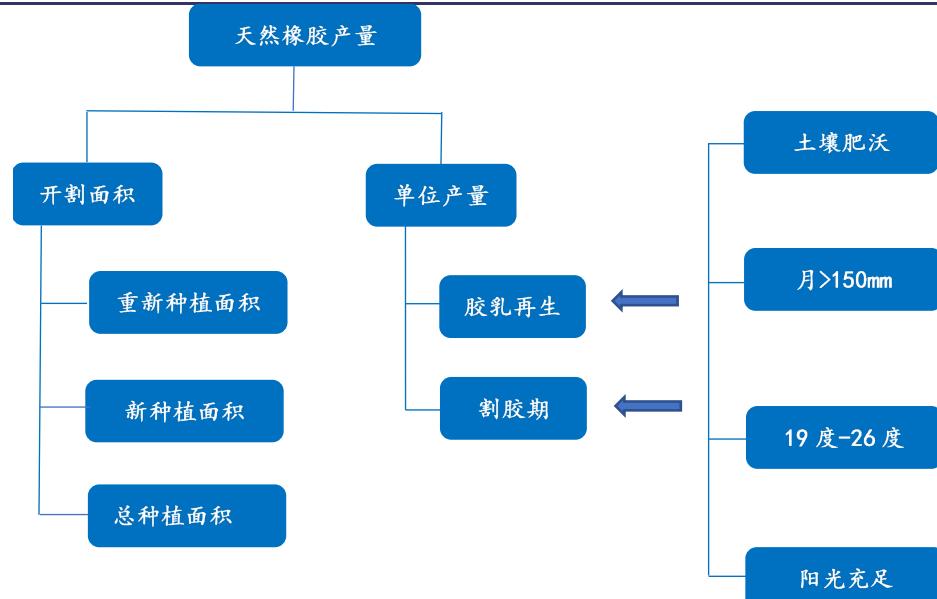
资料来源：中国橡胶信息贸易网，兴业证券经济与金融研究院整理

从供给端来看，开割面积和单位产量共同决定了天然橡胶的产量。

开割面积主要由前期新种面积、重新种植面积决定。橡胶树从种植到开割需 5-7 年，开割后每年都可采胶，一般可以采集 25-30 年。所以，若 5-7 年前橡胶的新种、翻新面积上升，则当期的开割面积也有一定幅度增长。此外，当期的总种植面积也对开割面积有一定影响。

单位产量受天气影响较大。橡胶树原产于亚马逊热带雨林，要求高温高湿的环境，适宜生长于全年水热条件均衡的地区。（1）从乳胶再生的角度：胶乳每日再生都需要养料和水的供应。水热均匀利于光合作用，植物代谢旺盛，乳管组织加速分泌乳胶。（2）从割期的角度：水热条件越好，胶树生长越快，第一蓬叶抽生越早，割胶持续时间越长。异常的天气，会使得单产下降，从而影响橡胶产量。

图 12、影响天然橡胶产量的因素



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

天然橡胶的供给也存在季节性变化。虽然主产区东南亚地区气候湿热，胶树一年四季都能割胶，但产量在一年中仍有周期性的波动变化。随着种植区域的不同，旺产期、过渡期、停割期不同。泰国和马来西亚地区，旺产期从11月份开始，持续到次年2月。印尼、越南和中国的旺产期分别位于4月到7月、8月到11月、8月到10月。

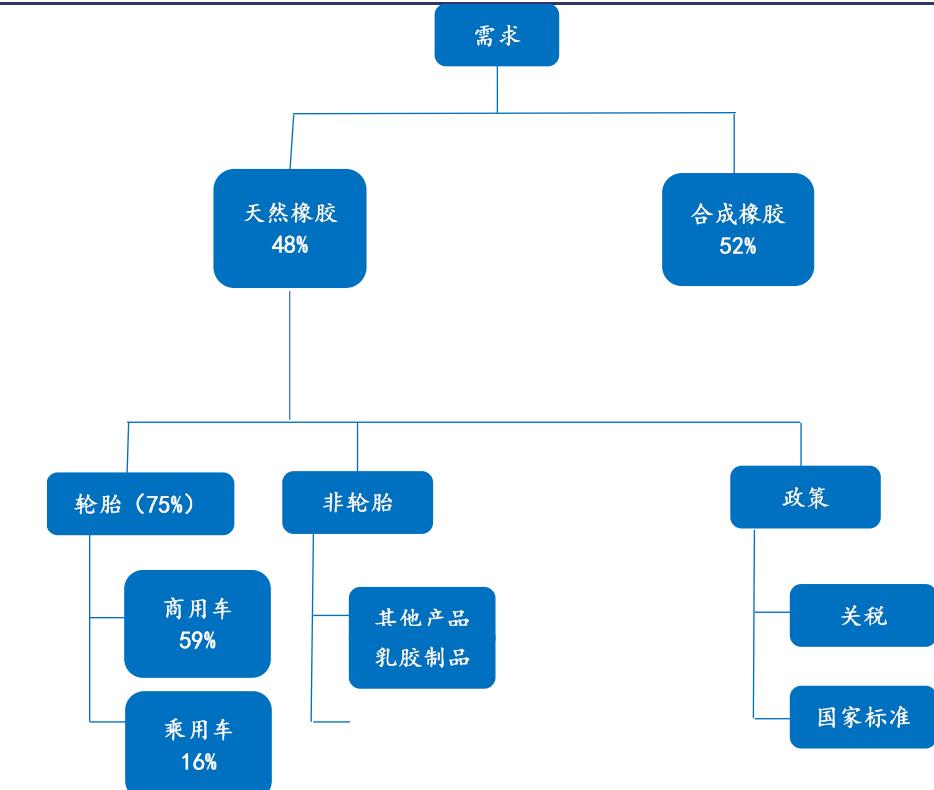
图 13、天然橡胶主产国旺产期、停割期、过渡期分布

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
泰国	停割期				过渡期				过渡期		旺产期	
印尼	过渡期			旺产期				停割期				
马来	停割期			停割期			过渡期			过渡期		
越南		停割期			过渡期			过渡期		旺产期		
中国		停割期			过渡期			过渡期		旺产期		

资料来源：橡胶信息贸易网，兴业证券经济与金融研究院整理

从消费端来看，轮胎行业的景气程度和合成橡胶对天然橡胶的需求有较大影响。据天然橡胶网，59%的天然橡胶被用于制作商用车胎，16%用于乘用车胎，两者合计高达75%。因此，汽车行业是天然橡胶的主要需求方。还有少部分橡胶用于生产乳胶制品和其他产品。另外，合成橡胶技术的成熟对天然橡胶产生了一定的替代作用。

图 14、影响天然橡胶需求的因素

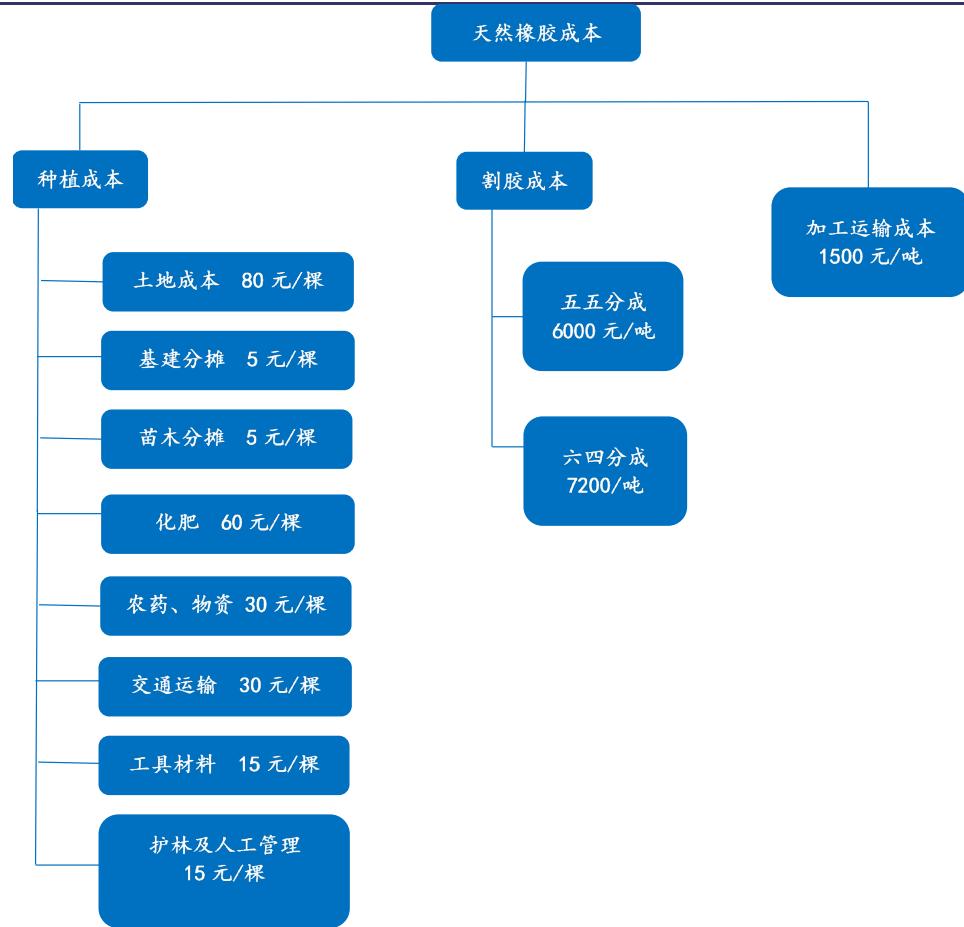


资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、天然橡胶成本分析

天然橡胶生产成本可以分为三部分：种植成本、割胶成本和加工运输成本。以海南地区为例，可以拆分如下：（1）种植成本：种植成本主要为土地、苗木分摊、化肥农药等。根据公开资料显示，海南地区每年每颗橡胶树的平均种植成本为425元/亩，每亩平均产75公斤。通过亩产与物料成本关系矩阵，我们可以计算出海南地区橡胶种植成本为5667元/吨。（2）割胶成本：占天然橡胶生产成本的一半以上。割胶工人的薪酬多采用分成制，五五或六四分成，且与胶水价格挂钩。以12元/公斤的胶水折干胶价格计算，每吨干胶中分给割胶工人的成本在6000-7200元/吨。（3）加工运输费用：约为1500元/吨。截至11月17日沪胶指数收盘价为14374点，与生产成本14367元/吨相差不大。云南地区胶园平均单产可达到105公斤/亩，生产成本低于海南地区，为12748元/吨。若后续天然橡胶价格仍保持上涨状态，预计割胶频率会增加。

图 15、天然橡胶成本拆分



资料来源：中国橡胶信息贸易网，兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、亩产与物料成本关系矩阵

种植成本 (元/亩)	单产 (公斤/亩)								
	65	70	75	80	90	100	105	110	120
250	3846	3571	3333	3125	2778	2500	2381	2273	2083
300	4615	4286	4000	3750	3333	3000	2857	2727	2500
350	5385	5000	4667	4375	3889	3500	3333	3182	2917
400	6154	5714	5333	5000	4444	4000	3810	3636	3333
425	6538	6071	5667	5313	4722	4250	4048	3864	3542
450	6923	6429	6000	5625	5000	4500	4286	4091	3750
500	7692	7143	6667	6250	5556	5000	4762	4545	4167
550	8462	7857	7333	6875	6111	5500	5238	5000	4583
600	9231	8571	8000	7500	6667	6000	5714	5455	5000

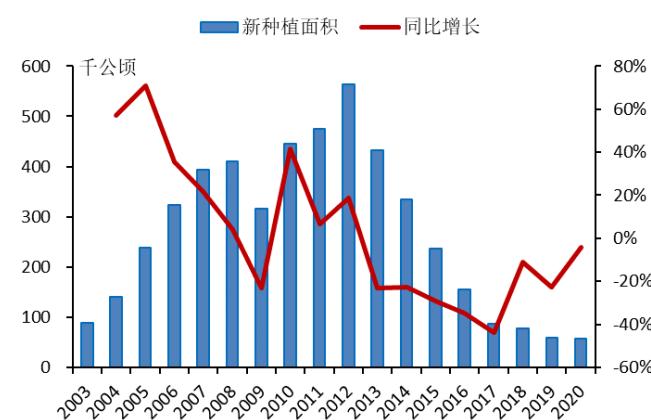
资料来源：中国橡胶信息贸易网，兴业证券经济与金融研究院整理

2. 3、多因素叠加，供应偏紧

ANRPC 成员国包括泰国、印度尼西亚、马来西亚、越南、印度、中国、柬埔寨、菲律宾九个国家，其生产的天然橡胶产量占全球总橡胶产量的 90%左右，因此分析它们的供给情况很有代表性。

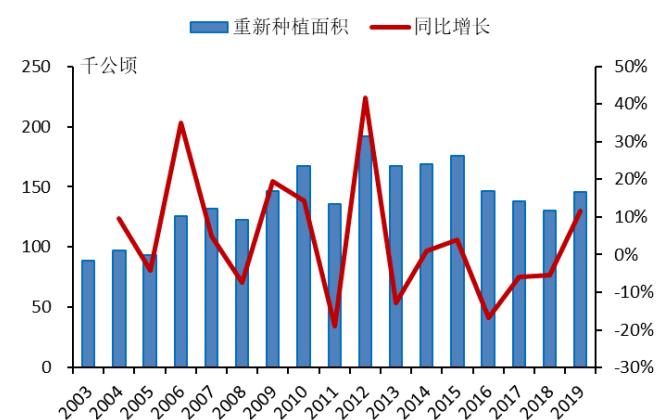
由于橡胶树种植 7 年后方可开割，我们可以通过 2013 的种植情况推测今年的开割面积。2013 年天然橡胶的新种植面积下降 23%，重新种植面积下降 13%。另外，2020 年 ANRPC 总种植面积为 11987.2 千公顷，同比下降 0.4%。因此，我们判断 2020 年 ANRPC 成员国的开割面积略有下降。

图 16、ANRPC 新种植面积



资料来源：中国橡胶信息贸易网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 17、ANRPC 重新种植面积



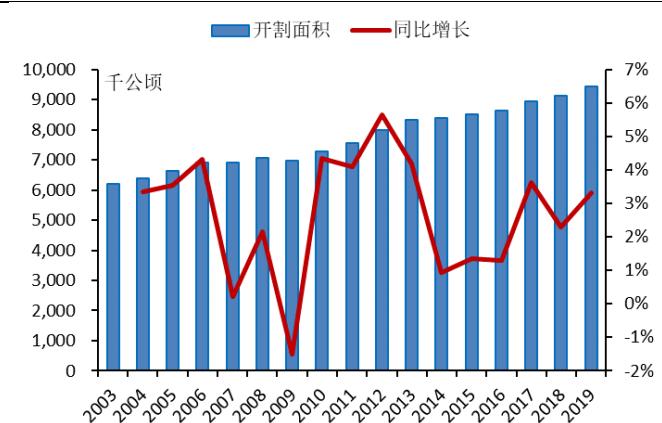
资料来源：中国橡胶信息贸易网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、ANRPC 总种植面积



资料来源：中国橡胶信息贸易网，兴业证券经济与金融研究院整理

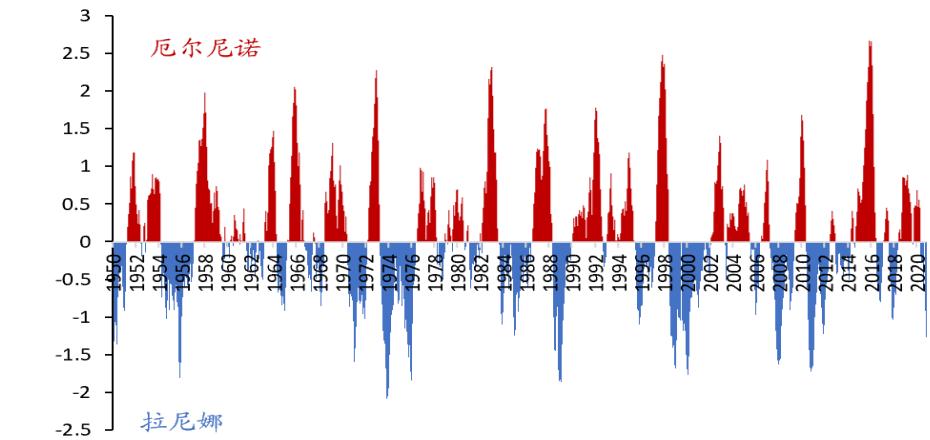
图 19、ANRPC 开割面积



资料来源：中国橡胶信息贸易网，兴业证券经济与金融研究院整理

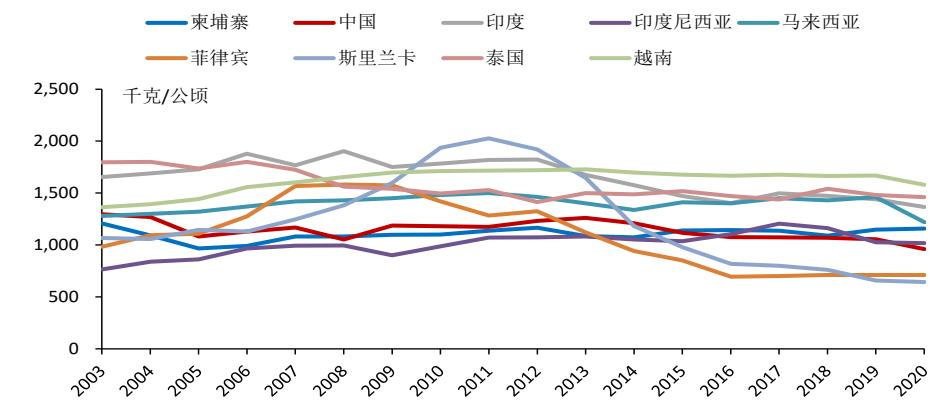
厄尔尼诺迅速转向拉尼娜，天然橡胶单产下降。厄尔尼诺给东南亚地区带来长期干燥/干旱，而拉尼娜发生时，东南亚地区湿润/多雨，洪涝多发、台风频率增大。ONI 指数大于 0.5 小于 -0.5，就可认为发生厄尔尼诺/拉尼娜现象。从监测的数据来看，原来指数的正数在极端的时间内转换为负值且有不断增强的趋势。由于胶树属于浅根性植物，不耐水淹，雨水会对胶树产生严重影响。2020 年泰国、印度尼西亚、越南等 7 个 ANRPC 成员国单位开割面积产量都有所下滑。

图 20、ONI 指数



资料来源：NOAA，兴业证券经济与金融研究院整理

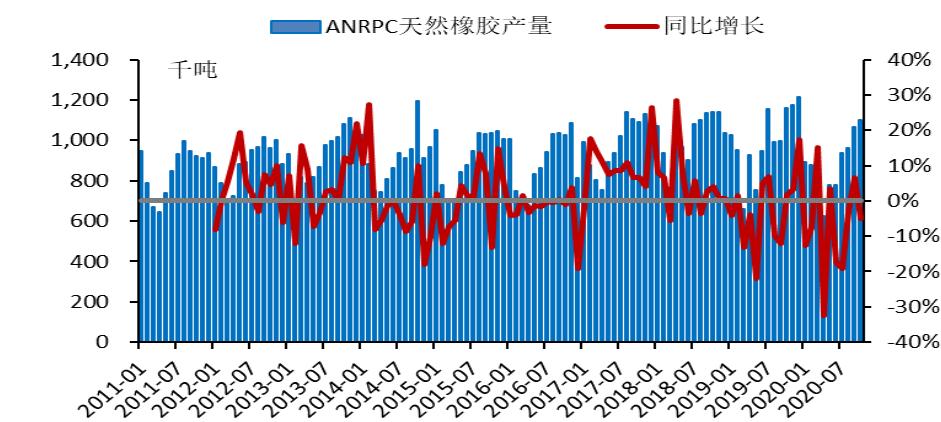
图 21、ANRPC 单位开割面积产量



资料来源：中国橡胶信息贸易网，兴业证券经济与金融研究院整理

此外，疫情引起的劳动力短缺也对天然橡胶的产量产生负面影响。综合各因素，截至 10 月，成员国天然橡胶产量合计为 878.25 万吨，较去年同期下降 8.24%。据 ANRPC 预计，全年天然橡胶产量为 1290.1 万吨，比去年下降 6.8%。

图 22、ANRPC 天然橡胶产量及其同比

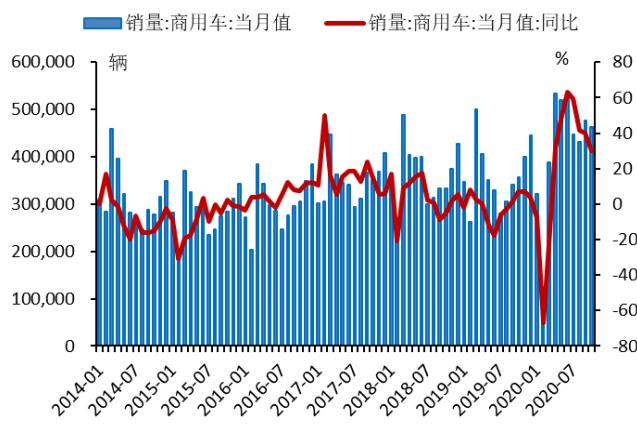


资料来源：中国橡胶信息贸易网，兴业证券经济与金融研究院整理

2.4、下游产业复苏，需求持续改善

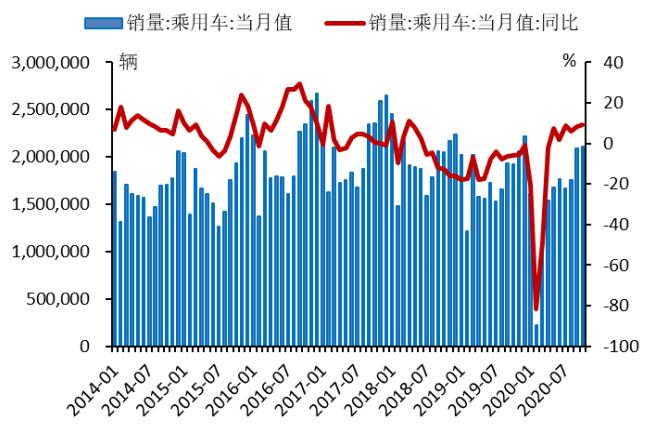
我国经济恢复超出预期，汽车行业回暖。作为天然橡胶的最大消费国，我国商用车销量已连续6个月同比增速超过30%，乘用车销量也逐渐恢复。尤其是重型卡车销量，自4月份开始连续7个月同比增速超过50%，截至10月累计销量137万辆，比去年同期增加39万辆。2020年1月到9月，汽车产量共计1693.19万辆，同比下降6.6%，降幅较8月继续收窄2.9%。全钢胎、半钢胎开工率也逐渐恢复正常水平，上周开工率分别为75.39%、71.23%，达到19年5月以来的最高值。

图 23、商用车销量及同比



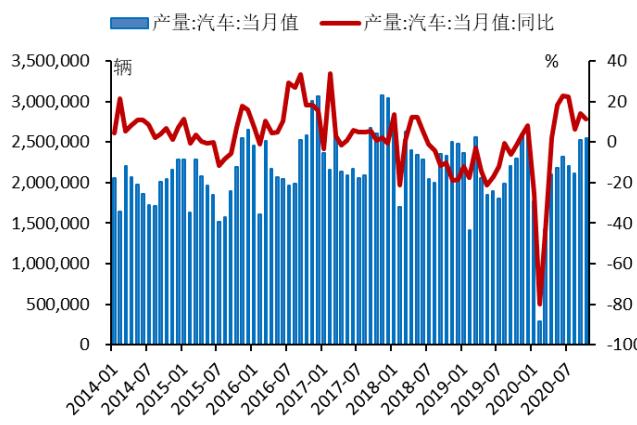
资料来源：中国汽车工业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

图 24、乘用车销量及同比



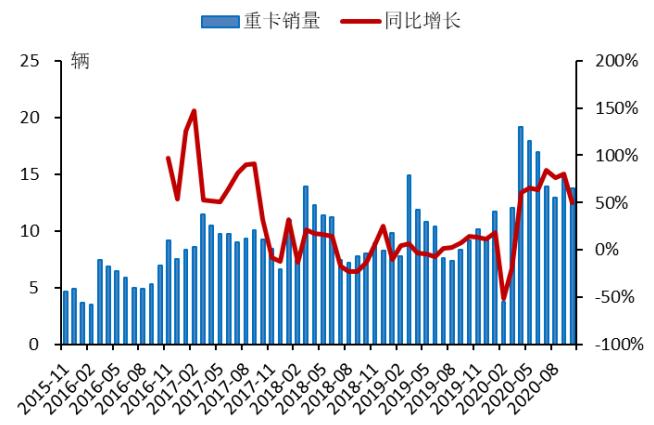
资料来源：中国汽车工业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

图 25、汽车产量及同比



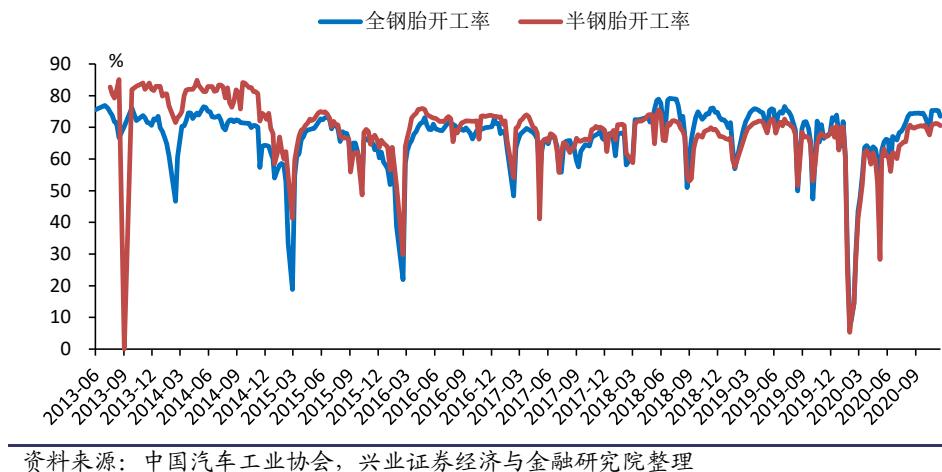
资料来源：中国汽车工业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

图 26、重卡销量及同比



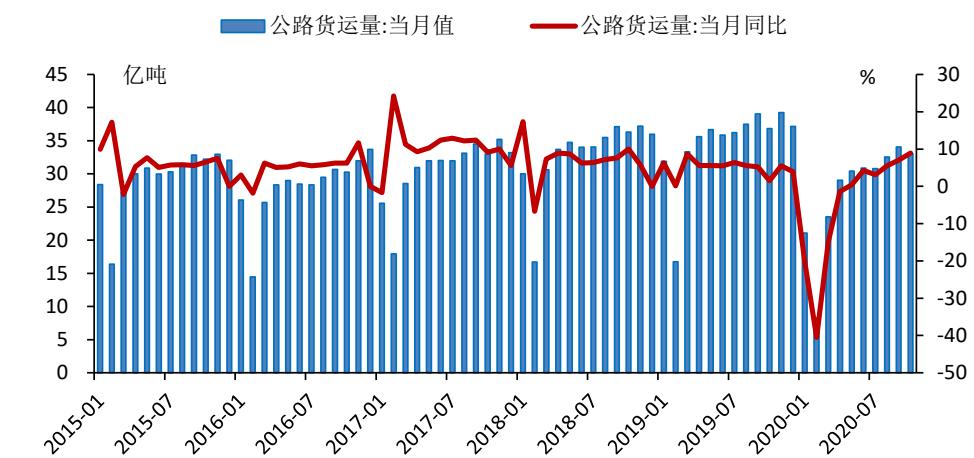
资料来源：中国汽车工业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

图 27、全钢胎、半钢胎开工率



轮胎的需求还包括替换胎，当客货运量增加时轮胎磨损增加、替换频率提高。根据国家统计局的数据，公路货运量3月有一个较快的增长，之后继续呈上升状态。5月份的同比增速开始转为正值，到10月份同比增长已经达到8.9%。预计四季度的双十一、双十二购物节进一步促进物流业回暖，从而导致翻新轮胎的需求增长。

图 28、公路货运量



海外需求逐渐恢复，仍需警惕疫情反复。目前，海外汽车市场已经恢复到接近疫情前的水平。自4月开始，美国、印度两个主要天然橡胶消费国家汽车行业生产指数开始增长。但仍需要警惕部分海外国家疫情反复、再次大规模爆发对需求端的冲击。

图 29、美国汽车行业生产指数



资料来源：美国经济分析局，兴业证券经济与金融研究院整理

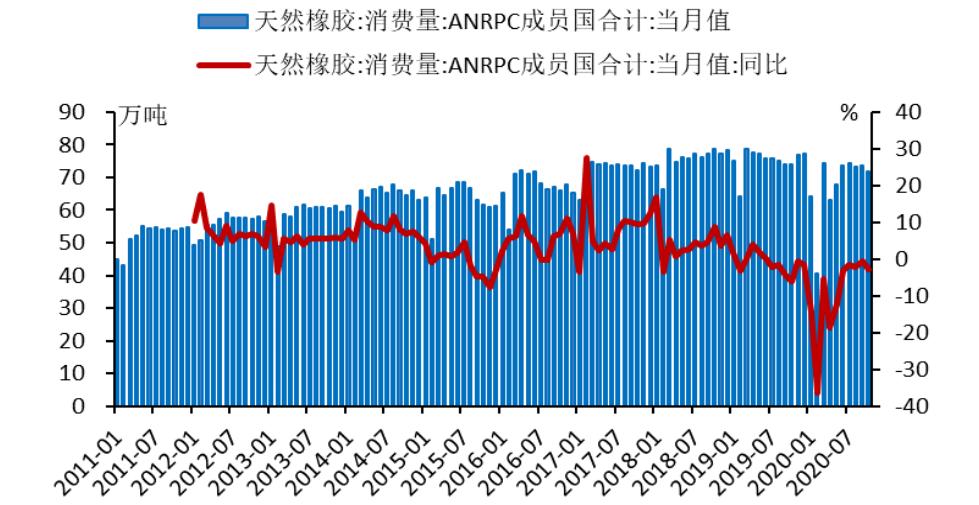
图 30、印度汽车行业生产指数



资料来源：印度统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

2020 年 ANRPC 天然橡胶消费量同比降幅继续收窄。受年初疫情影响，1 月和 2 月橡胶消费量大幅下降，同比降幅分别为 14.4%、36.47%。自 5 月份开始各国经济开始恢复，汽车行业回暖，截至 10 月为止天然橡胶消费量较去年同期下降 9.3%，较上月继续收窄 0.7%。

图 31、ANRPC 天然橡胶消费量



资料来源：中国橡胶信息贸易网，兴业证券经济与金融研究院整理

2.5、合成胶替代效应增强

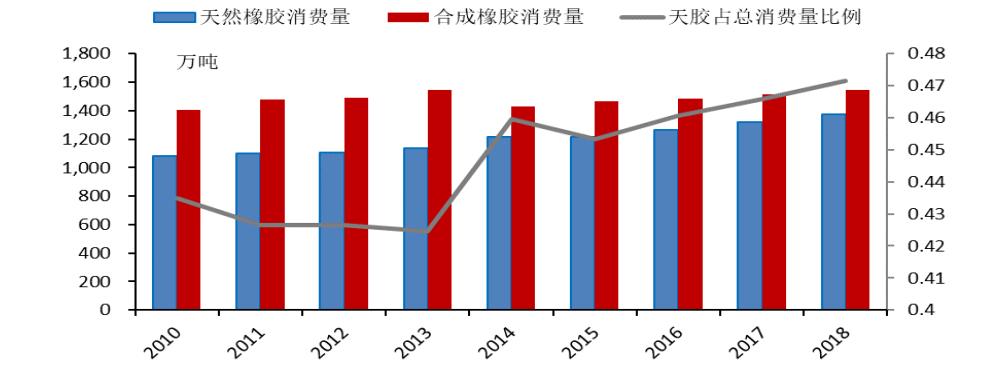
合成橡胶是以煤、石油、天然气为主要原料，采用化学方法制成的高弹性聚合物。合成橡胶的生产不受地域限制、可短期大规模生产、成本比天然橡胶低。合成橡胶一般在性能上不如天然橡胶全面，但它具有高弹性、绝缘性、气密性、耐高温或低温等性能，因而广泛应用于工农业、国防、交通及日常生活中。目前，合成橡胶的消费量仍高于天然橡胶，但近年来天胶价低，所占比例处于上升状态。

表 2、天然橡胶和合成橡胶的区别

项目	优点	缺点	用途
天然橡胶	弹性大, 定伸强度高, 抗撕裂性和电绝缘性优良, 耐磨性和耐旱性良好, 加工性佳, 易于其它材料粘合, 在综合性能方面优于多数合成橡胶。	耐氧和耐臭氧性差, 容易老化变质; 耐油和耐溶剂性不好, 第抗酸碱的腐蚀能力低; 耐热性不高。	制作轮胎、胶鞋、胶管、胶带、电线电缆的绝缘层和护套以及其他通用制品。特别适用于制造扭振消除器、发动机减震器、机器支座、橡胶-金属悬挂元件、膜片、模压制品。
丁苯橡胶	耐磨性、耐老化和耐热性超过天然橡胶, 质地也较天然橡胶均匀	弹性较低, 抗屈挠、抗撕裂性能较差; 加工性能差, 特别是自粘性差、生胶强度低。	主要用以代替天然橡胶制作轮胎、胶板、胶管、胶鞋及其他通用制品
顺丁橡胶	弹性与耐磨性优良, 耐老化性好, 耐低温性优异, 在动态负荷下发热量小, 易于金属粘合	强度较低, 抗撕裂性差, 加工性能与自粘性差	一般多和天然橡胶或丁苯橡胶并用, 主要制作轮胎胎面、运输带和特殊耐寒制品

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

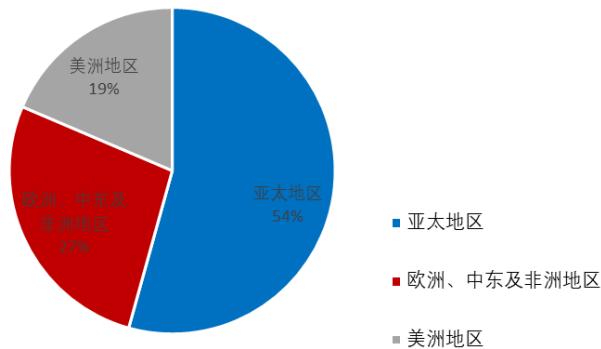
图 32、全球天然橡胶、合成橡胶消费量



资料来源：Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

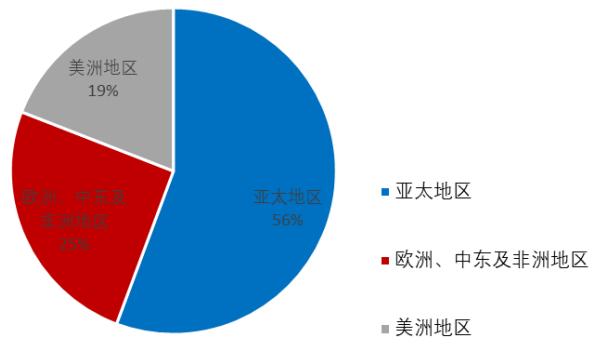
合成橡胶的主要产区和主要消费区均为亚太地区。近年来亚太地区经济高速发展, 合成橡胶消费量逐年增加, 带动了合成橡胶的生产规模。2018年全球合成橡胶产量为1525.3万吨, 亚太地区产量828.4万吨, 其次为欧洲、中东及非洲地区和美洲地区。2018年全球合成橡胶消费量为1542.3万吨, 亚太地区产量858.8万吨, 占比56%。

图 33、全球合成橡胶生产结构



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

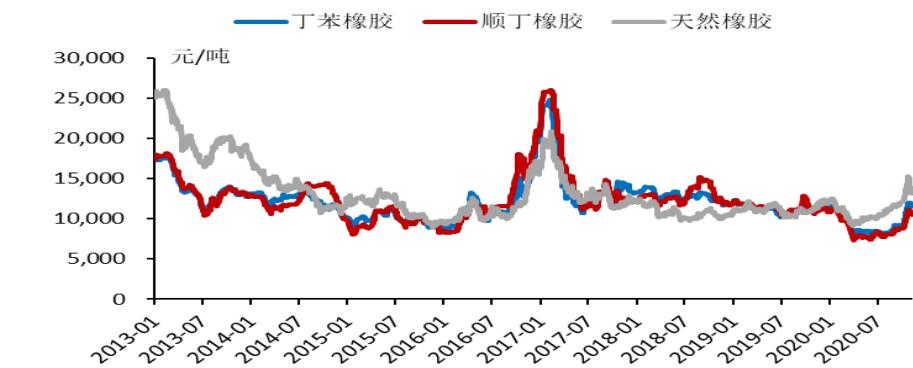
图 34、全球合成橡胶消费结构



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

合成橡胶具有价格优势，可能抢占部分天然橡胶市场。10 月来天然橡胶价格持续增长，目前合成橡胶价格已贴水天胶。因此，合成橡胶一定程度上替代天然橡胶。

图 35、天然橡胶、合成橡胶价格

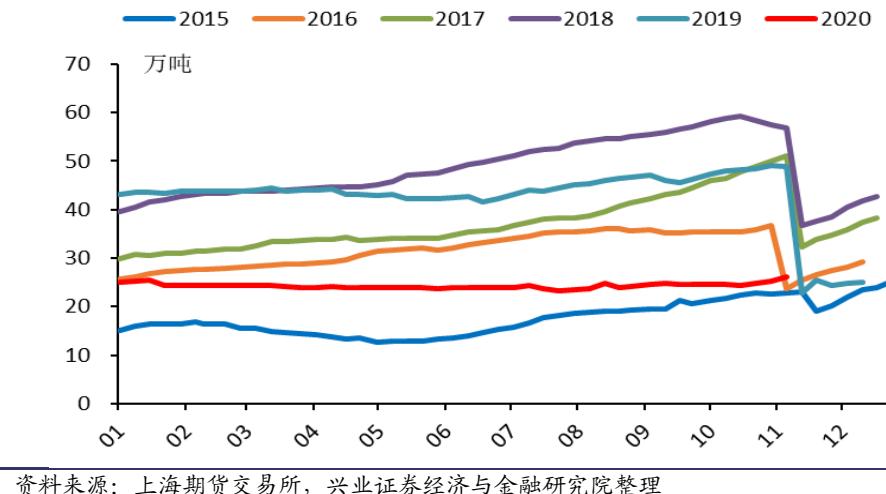


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2. 6、期货库存低位运行，利好多头

2020 年期货仓单库存量在 20-25 万吨之间，较往年相比处于低位状态，其原因主要为两点：(1) 上半年干旱、病虫害叠加新冠疫情导致开割时间延后，新胶产量减少；(2) 受疫情影响，乳胶下游需求大幅增加，胶水价格高于干胶，导致原料分流、干胶产量低。11 月份合约进行交割，库存再下降，有利于多头。

图 36、天然橡胶库存



资料来源：上海期货交易所，兴业证券经济与金融研究院整理

2.7、天然橡胶价格展望

预计天然橡胶短期回调后，中期仍存在上涨空间。

从供给方面来看：目前天然橡胶主产国陆续进入产胶淡季，后续橡胶增量有限。天气叠加疫情，全年天然橡胶产量下滑已成定局。截至 2020 年 8 月，全球天然橡胶产量为 777.8 万吨，同比下降 8.7%。ANRPC 预计 2020 年全年产量为 1290.1 万吨，较上年下降 6.8%。

从需求方面来看：4 月份起各国汽车行业逐渐回暖，目前已恢复至疫情前水平。尤其我国作为最大的天然橡胶消费国，重卡销量强势增长，乘用车销量连续六个月正增长。再加上辉瑞疫苗和莫德纳疫苗取得突破性进展，市场对需求端普遍看好，后续需求增长态势基本确定。

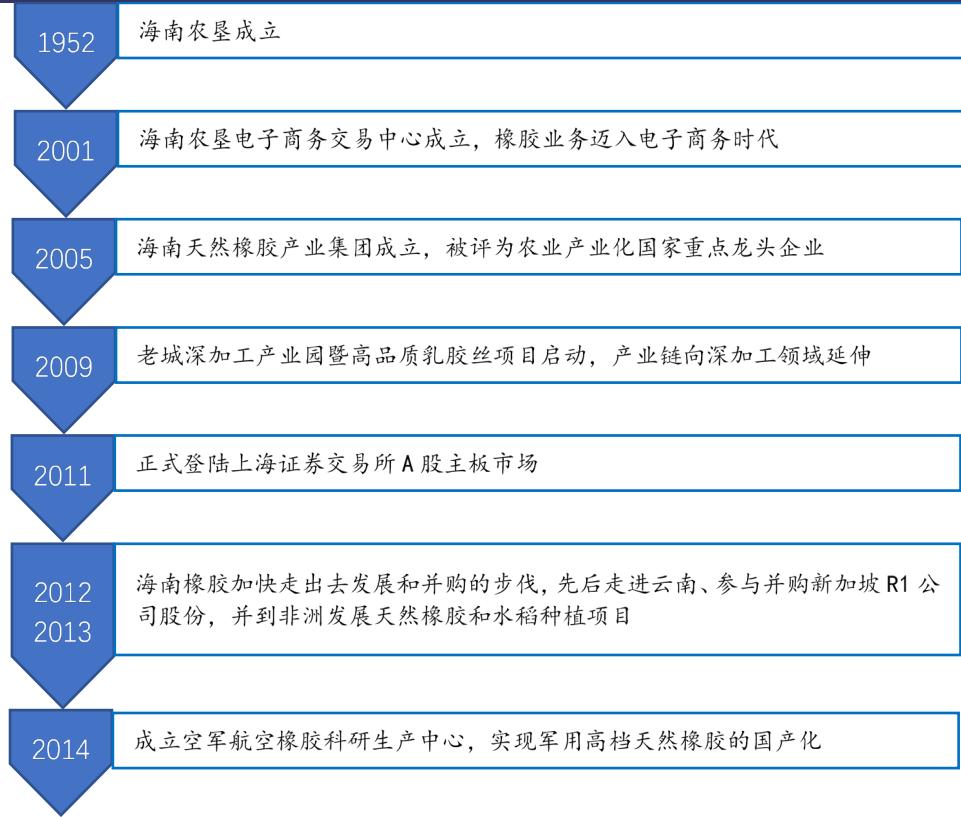
从库存方面来看：今年期货仓单库存一直处于低位状态，表明现货供应紧张。11 月份合约即将交割，利好多头。

三、公司基本情况

3.1、橡胶资源最大拥有者

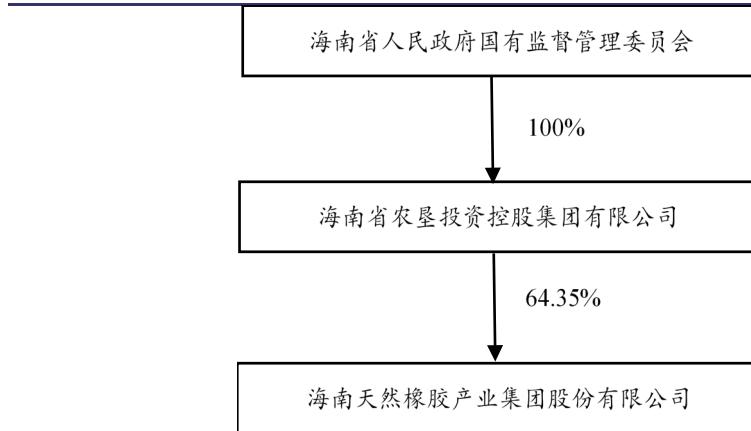
公司是一家集天然橡胶研发、种植、加工、橡胶木加工与销售、贸易、金融、仓储物流、电子商务及现代农业等为一体的大型综合企业集团，也是少数能够大规模生产特种胶和专业胶等高品质产品的生产企业之一。海南橡胶成立于 2005 年，并且于 2011 年在上海证券交易所上市，控股股东海南农垦投资控股集团持有公司 64.35% 的股份。

图 37、公司历史沿革



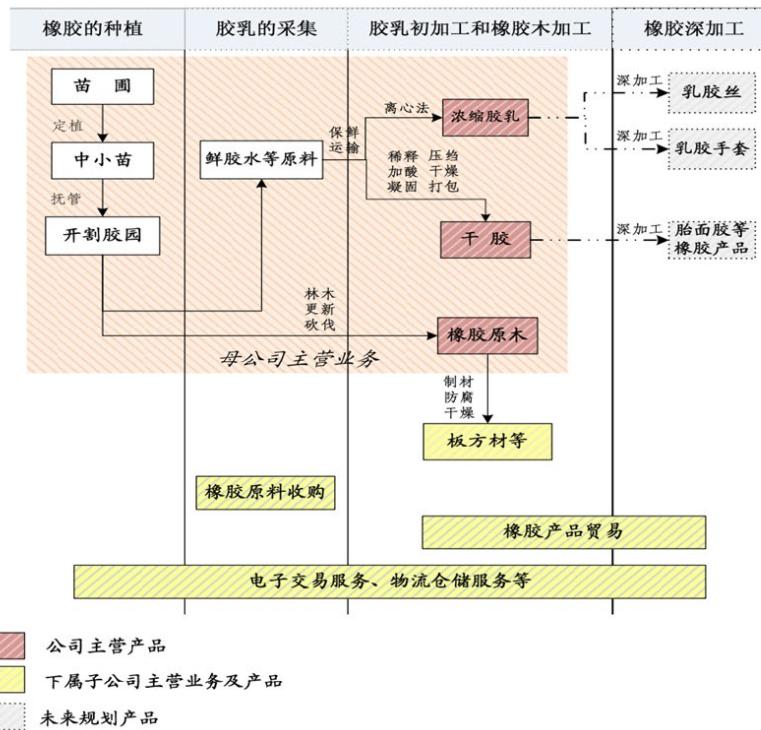
资料来源：公司网站，兴业证券经济与金融研究院整理

图 38、海南橡胶的控股股东



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

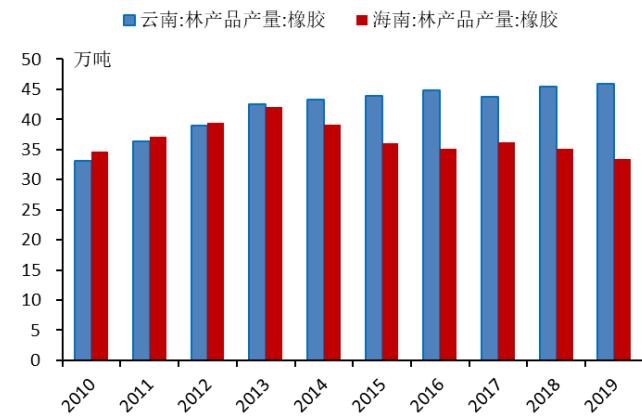
图 39、橡胶业务流程



资料来源：公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

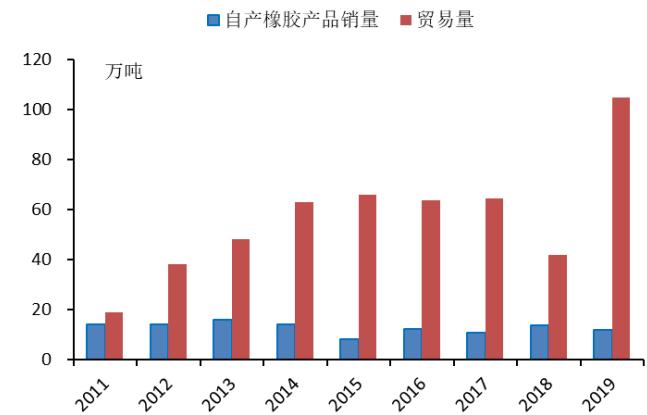
海南橡胶是我国最大的天然橡胶企业。海南、云南地区集中我国天然橡胶生产 97% 以上的份额，原种植资源主要控制在海南农垦和云南农垦手中。海南橡胶从海南农垦集团继承绝大部分橡胶资源，公司橡胶产量占同期国内天然橡胶产量的 30% 左右。公司拥有 341 万亩橡胶园，居国内首位，20 家橡胶基地分公司，24 家橡胶加工厂（国内 21 家，国外 3 家），初加工产能约 50 万吨，在行业内处于领先水平。

图 40、我国天然橡胶主产区份额



资料来源：国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

图 41、公司自产橡胶产品销量、贸易量



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 42、海南橡胶加工厂分布

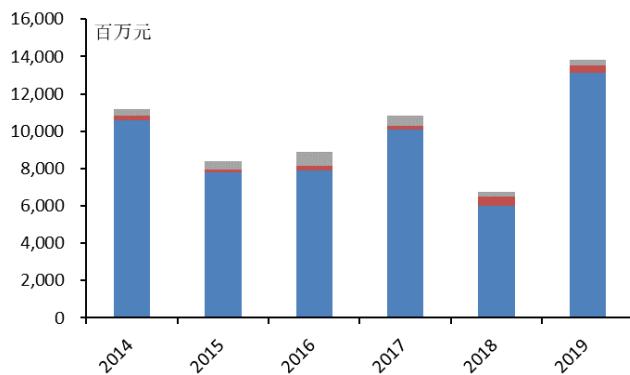


资料来源：公司网站，兴业证券经济与金融研究院整理

目前，公司以天然橡胶初加工产品为主要收入来源，橡胶木材和其他业务其次。2019年，公司橡胶产品、橡胶木材、其他业务收入分别为131.39亿元、3.6亿元、3.04亿元，毛利润分别为4.85亿元、2.47亿元、1.56亿元。其中，橡胶产品对营业收入的贡献达94.36%，对毛利润的贡献达67.59%。由于橡胶业务易受周期冲击，公司正在发展其他业务丰富产业结构，包括热带高效农业、农旅结合产业等。

图 43、公司收入结构

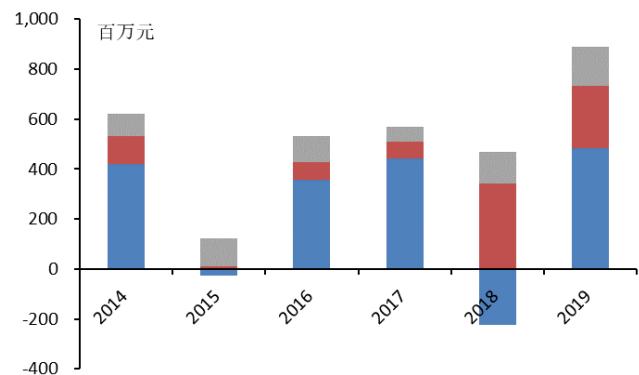
■橡胶产品 ■橡胶木材 ■其他业务



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 44、公司毛利结构

■橡胶产品 ■橡胶木材 ■其他业务

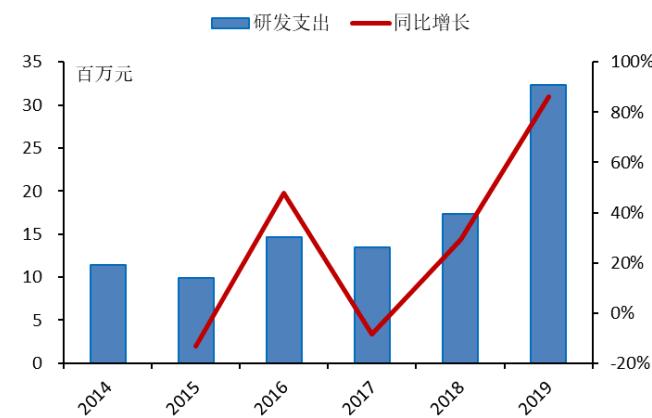


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、科技创新，成果不断转化

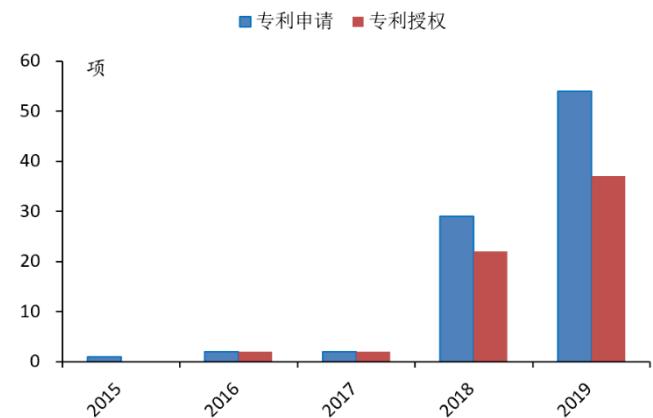
近两年来公司加大研发支出，专利数量井喷式增长。2019年公司研发支出为3228.28万元，同比增长86.06%。在这一年获得34项专利的授权，接近公司专利总数的一半。2020年公司再接再厉，上半年共获得智能割胶机等16项专利。截止目前，公司已经建立了两条橡胶全自动化生产线，大大提高了生产效率，是国内首家建成全自动化生产线的企业。同时，成功生产出无氨、低氨浓乳，并制定了企业产品标准，解决了目前加氨保存胶乳存在的环境污染、成本高等问题。此外，公司持续推进指挥智慧胶园建设，完成2000台“一树一机”智能割胶机的安装调试，完成第一代移动式割胶机器人验收工作，逐步实现胶园割胶、收胶、炼化一体化。

图 45、公司研发支出变化情况



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 46、公司专利申请和专利授权情况



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 47、“一机一树”式割胶机器人



资料来源：公司网站，兴业证券经济与金融研究院整理

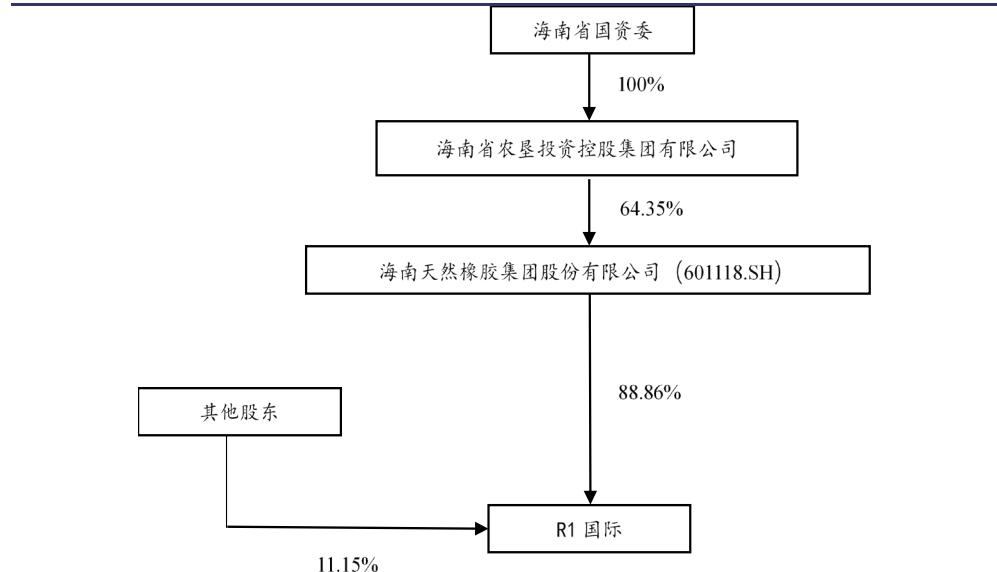
3.3、收购 R1，国际竞争力增强

R1 公司是一家主要从事天然橡胶全球流通服务以及天然橡胶加工业务的企业，也是目前全球最大的橡胶贸易商。R1 公司前身为 Cargill 亚太公司橡胶部门和马来西亚橡胶发展公司(Mardec)，2001 年 R1 公司由前两者共同设立。公司设立以来，R1 公司在营销渠道和网点建设上精耕细作，使得 R1 公司拥有广阔的原料采购渠道和现货销售渠道，并通过其全球网点布局，将产品从生产方和供给方转移给全球需求者。

收购 R1 公司完善全球天然橡胶产业链布局，提升行业地位。2016 年公司控股股东东海南农垦投资公司和全资子公司海胶新加坡公司分别收购 R1 公司 60% 和 15% 股份，2019 年海南橡胶购买农垦投资公司和其他少数股东持有的共计 73.46% 的 R1 公司股份，成为 R1 公司的控股股东。2020 年公司继续收购海胶新加坡公司所持有的 R1 股份，目前共持有 R1 公司 88.86% 的股份。海南橡胶通过收购 R1 公司深化对东南亚天然橡胶原材料市场的渗透，完善公司在天然橡胶产业链中下游的布局，提高上市公司国际化业务能力，进一步增强行业话语权和行业地位。

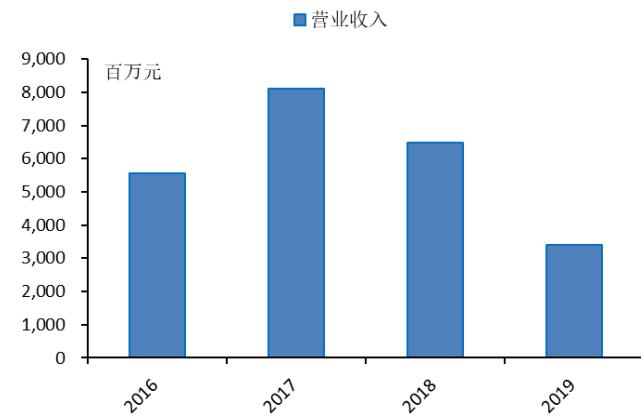
收购 R1 公司有利于提升上市公司盈利能力。R1 公司的橡胶贸易业务具备较好的盈利能力，2019 年 R1 实现净利润 2074.7 万元。通过生产端与贸易端的产业链协同，有利于保障上市公司持续稳定的盈利能力。假设上市公司在 2017 年 1 月 1 日就取得对 R1 的直接控制权，其 2018 年、2017 年度的营业收入规模增幅分别为 95.34%、74.05%，收入提升作用显著。

图 48、R1 公司股权结构图



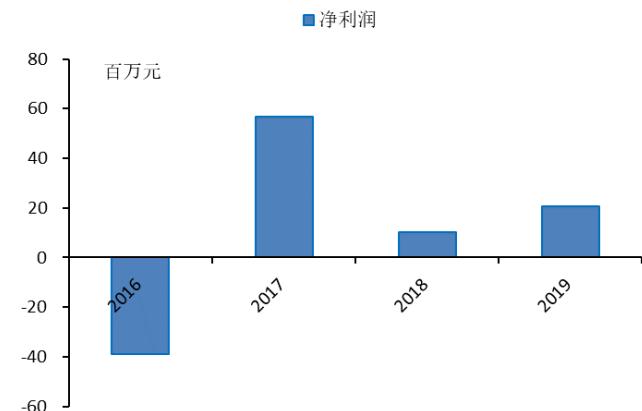
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 49、R1 公司营业收入



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 50、R1 公司净利润



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

四、传统项目、现代农业齐头并进

4.1、橡胶主业高尖端化发展

公司积极推进天然橡胶产品低端单一化向高端差异化转变。上市公司以销售天然橡胶初加工产品为主要收入来源，竞争激烈。但高端天然橡胶制品企业和国际天然橡胶贸易商对差异化、高端化、定制化的产品需求仍具有较大的空间。近年来，公司正在实施特种胶园更新种植项目，以实现橡胶产品高尖端化发展。

我们预计该项目将成为公司新的利润提升点。首先，应用于航空航天、工程机械、医疗耗材等领域的高端天然橡胶制品需求量稳步上升。其次，该类高品质橡胶产品价格敏感度低。这都说明该项目有较好的经济效益。目前，公司已通过国军标质量管理体系认证，有持续为国防军工产品提供合规的天然橡胶产品的资质。

表 3、公司特种胶园项目营业收入预测

年份	干胶产量(吨)	干胶销售收入 (万元)	木材销售收入 (万元)	收入合计 (万元)
2024E	2416	5316	-	5316
2025E	5435	11957	-	11957
2026E	9058	19929	-	19929
2027E	13286	29230	-	29230
2028E	18423	40530	-	40530
2029E	21745	47838	-	47838
2030E	25369	55812	-	55812
2031E	28993	63785	-	63785
2032E	32316	71095	-	71095
2033E	34732	76411	-	76411
2034E	36545	80399	-	80399
2035E	37452	82394	-	82394
2036E	37754	83059	-	83059

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

2037E	37754	83059	-	83059
2038E	37754	83059	-	83059
2039E	37754	83059	-	83059
2040E	37754	83059	-	83059
2041E	37754	83059	-	83059
2042E	37754	83059	-	83059
2043E	37754	83059	-	83059
2044E	36848	81065	-	81065
2045E	34734	76416	-	76416
2046E	31111	68444	-	68444
2047E	26884	59145	-	59145
2048E	22353	49177	11962	61139
2049E	15708	34557	11951	46508
2050E	10272	22599	11958	34557
2051E	6346	13960	11960	25920
2052E	3023	6651	11972	18623

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4.2、热带高效农业增强抗风险能力

长期以来，公司一直从事天然橡胶种植、加工和销售业务，非胶农业发展较为滞后，产业结构单一，容易受到橡胶周期的冲击。因此，公司从2016年开始投资13.5亿元，利用低产胶园大力热带非胶高效农业。截止19年底，公司已经建成1.6万亩椰子、1万亩芒果、0.3万亩福橙、0.2万亩槟榔种植基地。

我们认为该项目具有较好的前景。（1）热带水果产业市场前景广阔。随着我国经济快速发展和居民收入水平的提高，广大居民饮食需求不断升级，果蔬食品具有原生态、品质、健康等概念，未来长期将保持快速增长的良好态势。（2）公司具有资源、管理、技术和营销优势。公司拥有胶林、防护林353万亩，目前本公司提出打造200万亩核心胶园计划，进一步优化胶林资源结构，将部分低产胶园逐步转型发展热带高效农业和其他产业。长期以来，公司从事种植类农业业务，积累了丰富的生产经验，通过自营或合作的方式发展了芒果、蜜柚等热带水果种植项目，积累了较为丰富的技术经验，并建立了有效的生产组织体系，能有效组织广大工人统一生产。公司经过多年努力，已经初步搭建了热带高效非胶农产品的线上线下销售平台，开发了广阔的销售渠道，建立了丰富的客户资源。

表4、公司热带农业项目营业收入预测

作物种类	收入及种植面积	第2年	第3年	第4年	第15年
凤梨	销售收入（万元）	1980	9900	19800		33000
	种植面积（亩）	3000	15000	30000		50000
芒果	销售收入（万元）	-	-	540		18000
	种植面积（亩）	-	-	3000		30000
蜜柚	销售收入（万元）	-	-	1500		37500
	种植面积（亩）	-	-	5000		50000

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

香蕉	销售收入 (万元)	2800	8400	16800	33600
	种植面积 (亩)	5000	15000	30000	60000
销售收入合计 (万元)		4780	18300	38640	122100

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4.3、自由贸易港建设带来新机遇

2008 年习近平总书记宣布党中央决定支持海南全岛建设自由贸易试验区支持海南逐步探索、稳步推进中国特色自由贸易港建设分步骤、分阶段建立自由贸易港政策和制度体系。经过两年探索，海南自贸区总体方案明确的中央事权改革试点任务实施率达 95%，海南已初步建立起自由贸易港政策和制度体系，营商环境达到国内一流水平。公司借助海南建设自由贸易港和国际旅游消费中心的重大机遇，利用公司的产业优势、区位优势和资源优势，结合主业，深入开发橡胶产业价值，挖掘有利商机，有效整合资源、优化配套体系，积极探索、先行先试，布局文化、旅游、康养、体育产业，增强公司的盈利能力，提升公司的市场竞争力。目前，保国田园综合体、“雨林方舟”、凤凰谷等文旅项目正在积极推进，提高公司可持续发展能力。

五、盈利预测与投资建议

公司 2019 年橡胶产品总销量 116.4 万吨，假设 2020-2022 年总销量为 131、142、148 万吨，天然橡胶均价分别为 10772、11950、13076 元/吨，毛成本分别为 10342、11233、12213 元/吨，橡胶产品业务 2020 年毛利 5.6 亿，预计 2021 年起毛利在 10 亿以上。

天然橡胶有望从熊市走向慢牛，公司作为橡胶产业龙头，主营业务有望增长。另外，公司近年来加大科技投入，落实“走出去”战略，积极进行胶园综合利用开发，利用低产胶园发展热带高效农业、休闲农业和现代农旅结合产业，实现双轮驱动发展。我们预计 2020-2022 年公司 EPS 0.02 元、0.04 元、0.08 元，基于 2020 年 12 月 15 日收盘价，对应 PE 分别为 256.7、137.2、58.5 倍，首次覆盖给予“审慎增持”评级。

六、风险提示

- 自然灾害：**海南岛每年会经受风灾、旱灾、寒害、病虫害等自然灾害侵袭，公司面对不可抗的天灾，累计经验，制定防治方案，购买农业保险，将风险降低。但自然灾害仍是公司的一个重要风险。
- 天然橡胶价格变化导致经营业绩波动：**天然橡胶是基础工业原料，其需求与全球经济波动密切相关。天然橡胶作为大宗商品，其价格也与贸易政策、汇率、资

本市场状况等有密切联系，周期性特征较明显。公司通过优化产品供给和产业结构，发展热带高效农业项目等方式减少对天然橡胶单一产品的过度依赖。但目前仍以橡胶业务为主，不能完全规避橡胶市场价格变动的风险。

3. 项目经济效益不达预期：现代农业项目建设时期长，尤其是特种胶园更新种植项目。期间市场情况可能发生变化，导致项目发展不如预期。

附表

资产负债表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	6908	7327	7908	8550
货币资金	3734	3734	3734	3734
交易性金融资产	100	34	45	59
应收账款	895	951	1118	1323
其他应收款	251	545	545	665
存货	1428	1736	1929	2256
非流动资产	9922	9774	9720	9614
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	879	879	879	879
投资性房地产	23	23	23	23
固定资产	1803	1744	1664	1530
在建工程	228	139	107	91
油气资产	0	0	0	0
无形资产	326	346	376	413
资产总计	16830	17102	17628	18164
流动负债	5830	6698	6685	6843
短期借款	3084	4281	3890	4000
应付票据	1	0	0	0
应付账款	583	625	737	836
其他	2162	1791	2058	2006
非流动负债	952	263	623	596
长期借款	266	216	216	216
其他	686	47	407	380
负债合计	6782	6961	7308	7439
股本	4279	4279	4279	4279
资本公积	5057	5057	5057	5057
未分配利润	-8	46	190	527
少数股东权益	315	317	325	351
股东权益合计	10048	10141	10319	10726
负债及权益合计	16830	17102	17628	18164

现金流量表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	135	82	154	361
折旧和摊销	293	314	353	392
资产减值准备	-62	159	-13	18
无形资产摊销	17	16	17	16
公允价值变动损失	65	24	18	20
财务费用	179	208	225	219
投资损失	-94	-167	-131	-149
少数股东损益	-19	1	8	27
营运资金的变动	398	-628	-336	-513
经营活动产生现金流量	924	-622	621	350
投资活动产生现金流量	-785	24	-167	-158
融资活动产生现金流量	166	598	-454	-192
现金净变动	300	0	-0	0
现金的期初余额	3432	3734	3734	3734
现金的期末余额	3733	3734	3734	3734

利润表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	13803	14897	17902	20469
营业成本	12915	13861	16330	18536
营业税金及附加	26	28	34	39
销售费用	385	447	492	512
管理费用	772	745	895	1023
财务费用	141	208	225	219
资产减值损失	-71	-123	37	-25
公允价值变动	-65	24	18	20
投资收益	94	167	131	149
营业利润	-19	-78	37	334
营业外收入	188	210	195	198
营业外支出	15	21	18	18
利润总额	154	111	215	514
所得税	38	27	53	127
净利润	116	84	162	387
少数股东损益	-19	1	8	27
归属母公司净利润	135	82	154	361
EPS(元)	0.03	0.02	0.04	0.08

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性				
营业收入增长率	4.6%	7.9%	20.2%	14.3%
营业利润增长率	-620.9%	-506.2%	-52.1%	796.5%
净利润增长率	-42.5%	-39.2%	87.2%	134.4%
盈利能力				
毛利率	6.4%	7.0%	8.8%	9.4%
净利率	1.0%	0.6%	0.9%	1.8%
ROE	1.4%	0.8%	1.5%	3.5%
偿债能力				
资产负债率	40.3%	40.7%	41.5%	41.0%
流动比率	1.19	1.09	1.18	1.25
速动比率	0.93	0.82	0.88	0.90
营运能力				
资产周转率	82.9%	87.8%	103.1%	114.4%
应收账款周转率	1442.4%	1549.8%	1600.2%	1572.7%
每股资料(元)				
每股收益	0.03	0.02	0.04	0.08
每股经营现金	0.22	-0.15	0.15	0.08
每股净资产	2.27	2.30	2.34	2.42
估值比率(倍)				
PE	156.1	256.7	137.2	58.5
PB	2.2	2.1	2.1	2.0

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦 15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2 座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn