

海南橡胶 (601118.SH)

国内橡胶产业龙头，主业升级稳步推进

中性

核心观点

公司是国内橡胶产业龙头。公司以销售天然橡胶初加工产品作为核心业务，2022年，公司橡胶贸易量310万吨（含受托管理的KM公司和ART公司，不含HAC公司），约占全球的22%，在全球天然橡胶行业上拥有较强的行业影响力和市场竞争力。目前公司旗下的标胶产品已涵盖全乳胶、5号标胶、20号标胶、子午线轮胎胶等主要品类且正积极向特种胶、橡胶深加工等领域纵深拓展。除天然橡胶主业外，公司还广泛涉足橡胶木加工与销售、金融、仓储物流、电子商务等众多领域，围绕主业升级、副业并进的发展战略，公司未来有望实现长足发展。

行业分析：需求维持向好，胶价底部不悲观。供给方面，新种面积自2013年以来持续缩减，传统产区正步入缩产周期，全球总产量基本见顶。需求方面，宏观经济触底复苏、新能源汽车销售强劲正在推动全球橡胶需求持续回暖。综合来看，未来产量见顶叠加需求向好，天然橡胶价格景气有望上行。

公司看点：掌握橡胶核心资源，稳步推进转型升级。公司已建立了“种植+收购→加工→销售”的完整产业链条。原料方面，公司拥有天然橡胶种植园400万亩（境内341万亩），约占全球的2%，是国内外少有的拥有大规模成片胶园的企业之一，橡胶资源优势明显；加工方面，公司橡胶初加工量已超100万吨/年，并在乳胶深加工部分细分领域确立领先地位；渠道方面，公司已搭建完成了覆盖全球天然橡胶主产区资源采购渠道，建立了覆盖国内天然橡胶主销区以及欧美主要国家的销售网络，与国内外数十家知名轮胎、制品企业保持长期合作。未来依靠技术升级、管理变革来强化主业、提升效率，公司主业有望在成本端和费用端实现持续逆势优化。

盈利预测与估值：公司主业存在优化空间，未来有望依靠品牌和渠道优势稳步扩张业务规模并通过内部升级不断改善主业盈利能力，我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为2.2/1.4/1.7亿元（yoy+217.5%/-37.9%/+25.7%），EPS分别为0.05/0.03/0.04元。通过多角度估值，预计公司合理估值4.8-5.1元，相对目前股价溢价空间约为5%，首次覆盖，给予“中性”评级。

风险提示：发生极端天气导致胶园大幅减产的风险；期货套保操作或判断不当造成大幅亏损的风险。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15,333	15,371	30,708	34,856	40,828
(+/-%)	-2.6%	0.3%	99.8%	13.5%	17.1%
归母净利润(百万元)	151	68	217	135	169
(+/-%)	112.0%	-54.7%	217.5%	-37.9%	25.7%
每股收益(元)	0.04	0.02	0.05	0.03	0.04
EBIT Margin	-2.3%	-4.1%	-4.0%	-0.5%	-0.4%
净资产收益率 (ROE)	1.6%	0.7%	2.2%	1.4%	1.7%
市盈率 (PE)	142.5	314.6	99.1	159.5	126.9
EV/EBITDA	1905.7	-111.8	-41.0	207.2	173.5
市净率 (PB)	2.24	2.24	2.20	2.18	2.15

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

农林牧渔·种植业

证券分析师：鲁家瑞 021-61761016
lujiarui@guosen.com.cn
S0980520110002

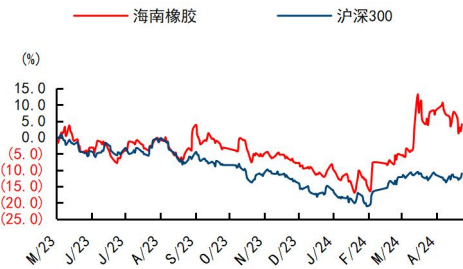
证券分析师：李瑞楠 021-60893308
lirui@guosen.com.cn
S0980523030001

联系人：江海航
010-88005306
jianghaihang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	中性(首次评级)
合理估值	4.80 - 5.10元
收盘价	4.91元
总市值/流通市值	21012/21012百万元
52周最高价/最低价	5.45/3.75元
近3个月日均成交额	223.57百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

公司概况：国内橡胶产业龙头	5
公司治理：海南国资委控股，外延并购、内部梳理并进	5
经营情况：胶价底部运行，近年业绩持续承压	8
行业分析：需求维持向好，胶价底部不悲观	13
供需现状：产量集中于东南亚，国内消费高度依赖进口	13
价格展望：产量见顶叠加需求向好，天然橡胶价格景气有望上行	15
公司看点：掌握橡胶核心资源，稳步推进转型升级	21
橡胶种植：公司自有胶园位于海南岛内，干胶自产能力约 15 万吨	21
橡胶加工：橡胶初加工量已超 100 万吨/年，深加工能力行业领先	21
橡胶销售：内生外延扩张贸易规模，年贸易量已达 245 万吨	22
全链升级：依靠科技赋能全环节，主业经营效率有望提升	23
风险控制：期货套保+收入保险，有效平滑周期波动	23
盈利预测	25
假设前提	25
未来 3 年业绩预测	26
盈利预测的敏感性分析	26
估值与投资建议	27
相对估值：4.8-5.1 元	27
投资建议	27
风险提示	28
附表：财务预测与估值	29

图表目录

图 1: 公司主营业务已涵盖橡胶产业全链	5
图 2: 公司实控人为海南国资委, 持股比例合计为 58.20% (截至 2023 年 9 月 30 日)	6
图 3: 2019 年 5 月, 公司并表 R1 国际, 完成后的合计持股比例为 88.86%	6
图 4: HAC 公司拥有优质天然橡胶加工资源, 并已构建覆盖欧洲、北美洲和亚洲的全球销售网络	7
图 5: 收购 HAC 公司后, 公司业务体量再上新台阶	9
图 6: 公司分季度营业收入情况	9
图 7: 行情低迷叠加 HAC 并表, 公司归母净利润短期承压	9
图 8: 公司分季度归母净利润情况	9
图 9: 橡胶产品 2022 年的收入占比为 95.69%	10
图 10: 橡胶产品 2022 年的毛利占比为 54.56%	10
图 11: 受行情低迷影响, 公司销售毛利率处于底部区间	10
图 12: 受橡胶行情低迷影响, 公司橡胶产品毛利率近年承压明显	10
图 13: 公司销售费用率和管理费用率近年持续改善	11
图 14: 公司销售回款效率近年持续提升	11
图 15: 公司销售费用率低于同板块国有种植企业 (单位: %)	12
图 16: 公司管理费用率低于同板块国有种植企业 (单位: %)	12
图 17: 天然橡胶是由橡胶树割胶时流出的胶乳经凝固、干燥后而制得	13
图 18: 国内 75% 的天然橡胶被用于轮胎生产	14
图 19: 合成橡胶难以完全替代天然橡胶	14
图 20: 天然橡胶和合成橡胶存在替代关系, 价格走势较为相似	15
图 21: 天然橡胶产能调节极为滞后, 且新种面积和橡胶价格水位高位正相关	15
图 22: 宏观经济景气周期先行下, 胶价通常可以开启 10 年以上的上行周期	15
图 23: 核心产区的新种面积自 2013 年以来持续下滑 (单位: 千公顷)	16
图 24: 核心产区的新种面积自 2013 年以来持续下滑 (单位: 千公顷)	16
图 25: 核心产区割胶面积目前已经见顶 (单位: 千公顷)	16
图 26: 非洲及东南亚新兴产区产量近年增长较快 (单位: 万吨)	17
图 27: 全球天然橡胶产量近年维持低速增长	17
图 28: 全球天然橡胶产量近年维持低速增长	17
图 29: 2023 年, 国内汽车销售同比回暖明显	18
图 30: 2023 年高息环境下, 美国汽车消费同比仍回升明显	18
图 31: 2023 年, 国内全钢胎产量同比+14.86%	18
图 32: 2023 年, 国内天然橡胶消费量同比增加近 10%	18
图 33: 2024 年 1 月, 国内汽车销量维持同比高增	19
图 34: 2024 年 1 月, 美国汽车销量依旧维持同比增长	19
图 35: 2022 年印度汽车销量再创历史新高	19
图 36: 国内新能源汽车年销量维持快速增长	20
图 37: 2024 年 1 月全球新能源汽车销量维持同比高增	20

图 38: 公司是国内外少有的拥有大规模成片胶园的企业	21
图 39: 公司年干胶生产能力超过 20 万吨	21
图 40: 公司已拥有“宝岛”、“美联”等多个知名品牌	22
图 41: 公司橡胶深加工能力行业领先	22
图 42: 公司于 2019 年完成对 R1 国际的收购	22
图 43: R1 国际近年收入规模持续扩张	22
图 44: 公司力争 2022 年实现干胶贸易量 140 万吨	23
图 45: 公司已在东南亚主产区实现深度布局	23
图 46: 公司致力于依靠科技赋能全环节	23
图 47: 公司尝试通过智能割胶设备来减少人力投入	23
图 48: 公司干胶的长约销售量在 2020 年已接近 15 万吨	24
图 49: 公司通过期货套保来对平滑成本和收入波动风险	24
图 50: 参考公司历史 PB 表现, 我们预计公司 2024 年动态 PB 中枢有望达到 2.2-2.4x	27
表 1: 公司计划于“十四五”期间深化改革, 激发内部活力与动力	8
表 2: 公司近年正加速剥离非主业资产及不良资产	8
表 3: 申万其他种植业板块上市国企一览	11
表 4: 全球橡胶产量主要集中于东南亚产区, 泰国、印尼、越南三大主产区的合计产量占比在 60%以上 (单位: 万吨)	13
表 5: 我国天然橡胶消费高度依赖进口支撑 (千吨)	14
表 6: 我国天然橡胶供需平衡表 (单位: 千吨)	20
表 7: ANRPC 成员国天然橡胶供需平衡表 (单位: 万吨)	20
表 8: 海南橡胶业务拆分	25
表 9: 未来 3 年盈利预测表	26
表 10: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	26

公司概况：国内橡胶产业龙头

公司以天然橡胶加工销售为核心主业。海南橡胶作为国内橡胶产业龙头，以销售天然橡胶初加工产品作为核心业务，公司 2022 年橡胶贸易量 310 万吨（含受托管理的 KM 公司和 ART 公司，不含 HAC 公司），约占全球的 22%，在全球天然橡胶行业上拥有较强的行业影响力和市场竞争力。目前公司旗下的标胶产品已涵盖全乳胶、5 号标胶、20 号标胶、子午线轮胎胶等主要品类且正积极向特种胶、橡胶深加工等领域纵深拓展。除天然橡胶主业外，公司还广泛涉足橡胶木加工与销售、热带水果种植等众多领域，围绕主业升级、副业并进的发展战略，公司未来有望实现长足发展。

图1：公司主营业务已涵盖橡胶产业全链



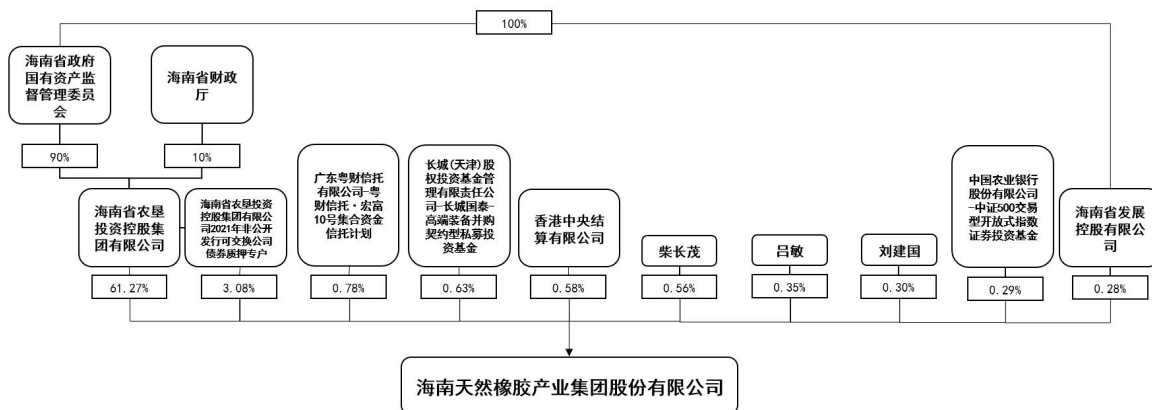
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司治理：海南国资委控股，外延并购、内部梳理并进

◆ 公司实控人为海南省政府国有资产监督管理委员会

公司股权结构较为清晰集中，控股股东为海南省农垦投资控股集团有限公司（下文简称“海垦控股集团”），截至 2023 年 6 月 30 日的持股比例为 64.35%。由于海垦控股集团于 2021 年非公开发行可交换公司债券，其所持有的 1.32 亿股无限售流通股股票（占公司总股本 3.08%）被质押至“海南省农垦投资控股集团有限公司-海南省农垦投资控股集团有限公司 2021 年非公开发行可交换公司债券质押专户”，由国泰君安证券股份有限公司受托管理。公司实控人为海南省政府国有资产监督管理委员会，其通过海垦控股集团和海南省发展控股有限公司间接持股比例合计为 58.20%。

图2：公司实控人为海南国资委，持股比例合计为 58.20%（截至 2023 年 9 月 30 日）



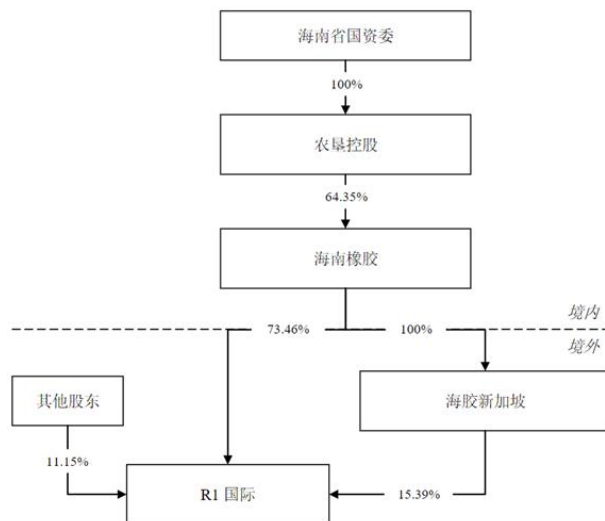
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 公司对外持续开展海外优质资产整合

2019 年收购 R1 国际。2019 年 5 月，公司以支付现金的方式购买控股股东海垦控股集团通过其全资子公司 Hainan State Farms Investment Limited（以下简称“农垦控股”）持有的 R1 International Pte Ltd（以下简称“R1 国际”）420 万股股份，以及 Sandana Dass 等 16 名管理层股东持有的 R1 国际 81.09 万股股份（合计 501.09 万股股份，占 R1 国际总股本的 73.46%），作价 6554.24 万美元。

R1 国际系全球最主要的天然橡胶贸易商之一，在印度尼西亚、马来西亚和越南等地拥有天然橡胶加工工厂，2018 年天然橡胶贸易量已达 64 万余吨。公司完成上述收购后，对 R1 国际的持股比例升至 88.86%，二者在全球范围内的天然橡胶贸易协同得到加强，并深化了对东南亚天然橡胶原材料市场的渗透。

图3：2019 年 5 月，公司并表 R1 国际，完成后的合计持股比例为 88.86%

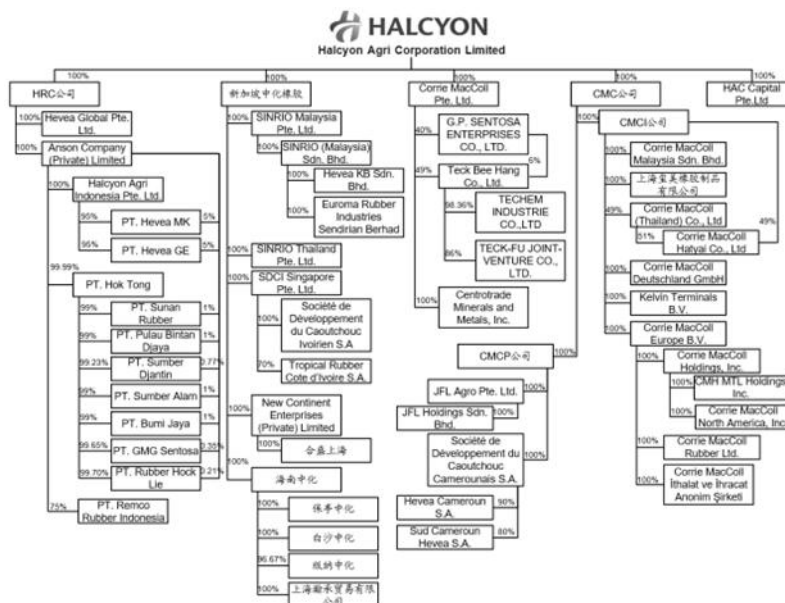


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理（注：海胶新加坡持有的 R1 国际 15.39% 股份已于 2020 年被海南橡胶以 6859.30 万元作价收购。）

2023 年完成收购 HAC 公司，新增加工产能 140 万吨以上，补齐欧美销售贸易环节短板，布局天然橡胶新兴产区。2023 年 4 月 28 日，公司通过境外 SPV（中国橡胶投资集团有限公司）完成收购 Sinochem International (Overseas) Pte. Ltd.（简称“中化新”，系中化国际全资子公司）所持有的 Halcyon Agri Corporation Limited（以下简称“HAC 公司”）5.74 亿股已发行普通股股份（约占 HAC 公司已发行普通股的 36.00%）。本次协议转让的收购价格为 0.315 美元/股，对应的交易对价为 1.81 亿美元。协议转让完成后，海南橡胶通过境外 SPV 持有 HAC 公司 36.00% 已发行普通股，成为 HAC 公司的间接控股股东。同时公司通过境外 SPV 收购 HAC 公司触发《新加坡收购与合并守则》中的强制要约要求，境外 SPV 向持有 HAC 公司剩余股份的中小股东强制要约取得 HAC 公司 5.12 亿股已发行普通股股份（约占 HAC 公司已发行普通股股份的 32.10%），支付金额为 1.61 亿美元。上述交易全部完成后，海南橡胶成为 HAC 公司的间接控股股东，持有 HAC 公司 68.10% 股份。

收购 HAC 完成后，公司得以快速切入天然橡胶新兴产区，加强国际化种植资源布局，在天然橡胶国际市场话语权及影响力进一步增强。资源方面，HAC 公司在喀麦隆等天然橡胶新兴产区已拥有约 3.27 万公顷天然橡胶种植面积，同时公司拥有优质天然橡胶加工资源，公司加工工厂均按照业内较高水准的 HeveaPro 生产标准建立了标准化生产体系，主要布局于印尼、泰国、中国等，总加工产能约为 142.9 万吨/年，其中海外加工产能约为 123.7 吨/年。渠道方面，HAC 公司已构建覆盖欧洲、北美洲和亚洲的全球销售网络。HAC 公司销售业务主要依托于其旗下 CMC 公司开展，其 2021 年在欧洲、北美的销量占比约为 33%。收购完成后，公司将实现多家全球高端客户资源的拓展，销售渠道将得到进一步补强。

图 4: HAC 公司拥有优质天然橡胶加工资源，并已构建覆盖欧洲、北美洲和亚洲的全球销售网络



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 公司对内持续推进管理升级、业务梳理

做为海南国有企业的排头兵之一，公司近年正围绕国企改革三年行动、双百行动开展内部管理升级，并于“十四五”规模中提出强化组织管理、完善管理体系、

提升管理能力的优化方向，未来将通过管理优化、业务梳理等核心措施提升公司的经营管理效率，相关成果有望带动公司总体财务状况和业绩表现的改善。

(1) 管理优化：管理方面，公司近年创新橡胶经营管理机制，推行职工家庭户承包，实现岗位效益提升、生产稳定持续、胶工收入提高、土地及橡胶资产保全的好局面。经营方面，公司近年聚焦主业战略，增加基础投入，推广橡胶种植“良种良法”，管养割基础工作明显改善。2023年2月，公司原总经理姜宏涛先生因工作调动原因辞职，公司新聘海垦控股集团党群工作部部长王天明先生为公司总经理，未来内部管理和经营效率优化有望持续推进。

(2) 业务梳理：公司近两年重点落实国有企业聚焦主责主业的工作要求，集中资源重点发展橡胶种植、加工、贸易等产业核心环节，在开展海外优质资产整合的同时，加速剥离非主业资产及不良资产，财务状况持续改善。

表1：公司计划于“十四五”期间深化改革，激发内部活力与动力

方向	措施
强化组织管理	突出总部资源配置、运营管控、风险控制、团队建设等职能；全面梳理公司各项业务，优化重组相关业务，推动各二级企业专业化经营、高质量发展；分类开展授权放权，全面激发企业活力，提升企业管理市场化水平。
完善管理体系	在集团和各业务单元层面全面建立并完善业务竞争战略体系、全面预算体系、管理报告体系、内部审计体系、绩效评价和经理人考核体系。
提升管理能力	完善市场化选人用人机制，完善薪酬激励体系，提升资金管理、财务分析水平，加强法律事务的统筹管理，提升全面风控能力，加快信息化建设，推动业务与信息化深度融合，强化海外子公司特别是以并购方式取得控制权的子公司的管控

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

表2：公司近年正加速剥离非主业资产及不良资产

公告日期	转让标的	转让标的主业	转让前一年净利润 (万元)	转让股份比例	受让方	交易作价 (亿元)	是否构成关联交易
2023/12/26	海南农垦现代物流集团有限公司	主营橡胶产品、热带农产品、林木产品、橡胶专用肥等物流运输配送	-342.55	94.49%	海南农垦商贸物流产业集团有限公司	1.81	是
2023/12/7	海南王府井海垦免税品经营有限责任公司	免税商品销售、货物进出口等	-1,241.06	40%	海南农垦鼎盛不动产管理有限公司	0.44	是
2022/11/25	北京海垦商贸发展有限公司	主要通过北京裘马都商业楼整体出租以及土地、房产等资产的出租和转让获取收益	-2,392.97	29.34%	海南省农垦投资控股集团有限公司	6.83	是

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

经营情况：胶价底部运行，近年业绩持续承压

2022 年收入利润：公司 2022 年营业收入为 153.71 亿元，同比基本持平；归母净利润为 0.68 亿元，同比减少 54.7%，一是因为公司 2022 年采购成本上升大于售价上升，业务毛利率有所下降；二是因为公司海外子公司利息支出和汇兑损益同比增加导致财务费用增加明显；三是因为公司存货价格下跌幅度较上年同期增加导致资产减值损失扩大。

2023 年收入利润：公司 2023 年前三季度营业收入为 248.40 亿元，同比增加 137.75%；归母净利润为-5.35 亿元，同比减少 304.88%，收入利润大幅变动主要系公司于 2023 年 4 月底完成 HAC 公司并表所致（HAC 公司 2023 年上半年营业收入为 72.53 亿元，净利润为-1.19 亿元），另外并购相关借款导致公司财务费用

大幅增加。根据公司最新公布的 2023 年业绩预告显示，公司 2023 年预计实现归母净利润 1.68~2.53 亿元，同比增加 146.59%~269.89%，扣非归母净利润 -8.93~-13.40 亿元，同比减少 39.40%~109.10%，其中非经常收益主要来自出让低产胶园的经济补偿。

图5: 收购 HAC 公司后，公司业务体量再上新台阶



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6: 公司分季度营业收入情况



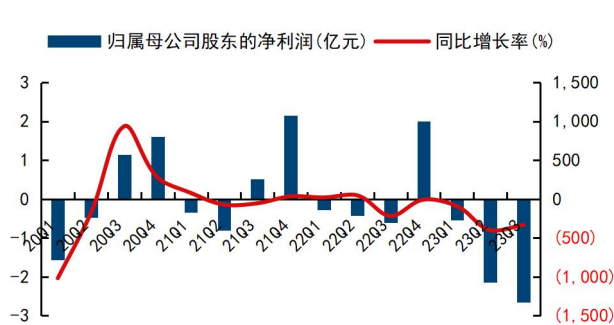
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图7: 行情低迷叠加 HAC 并表，公司归母净利润短期承压



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8: 公司分季度归母净利润情况



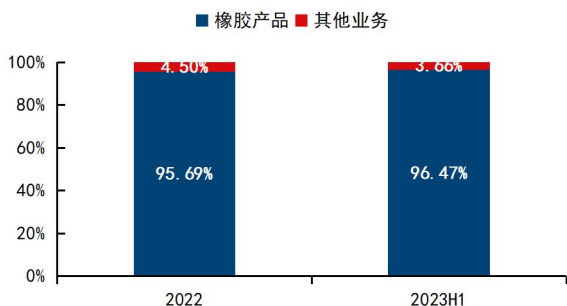
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 橡胶产品贡献主要收入，毛利率近年处于较低水平

(1) 橡胶产品：公司橡胶产品业务收入主要来自全乳胶等初加工产品，另外下子公司江苏爱德福乳胶制品有限公司是亚太地区最大的乳胶发泡制品供应商之一，主营天然乳胶卷材、床垫和枕头等产品。2023 年 4 月底并表 HAC 公司后，公司橡胶产品仍贡献公司 95% 以上收入，但因业务毛利率近年承压，2022 年仅为 1.24%，最终仅贡献公司约一半毛利润。

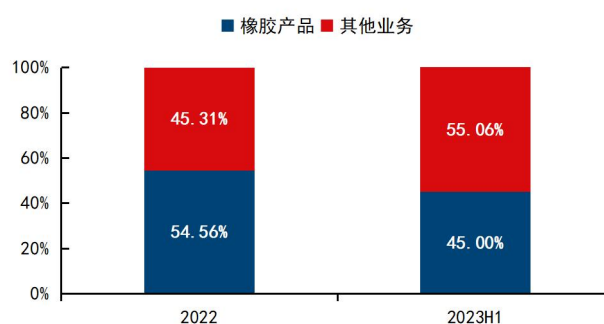
(2) 其他业务：公司其他业务以橡胶木加工销售、热带水果种植销售为主，2022 年收入为 6.62 亿元（其中橡胶木材收入为 8275.01 万元），毛利为 1.51 亿元（其中橡胶木材毛利为 5357.86 万元），整体毛利率为 23%（其中橡胶木材毛利率为 64.75%）。

图9：橡胶产品 2022 年的收入占比为 95.69%



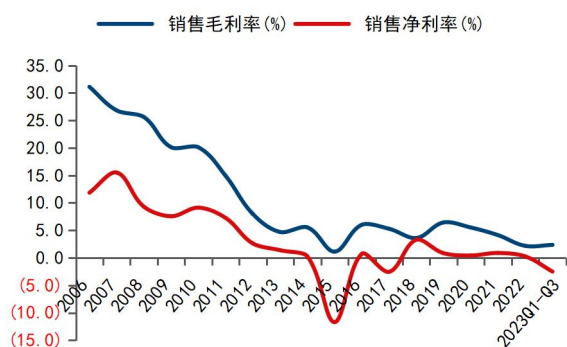
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：橡胶产品 2022 年的毛利占比为 54.56%



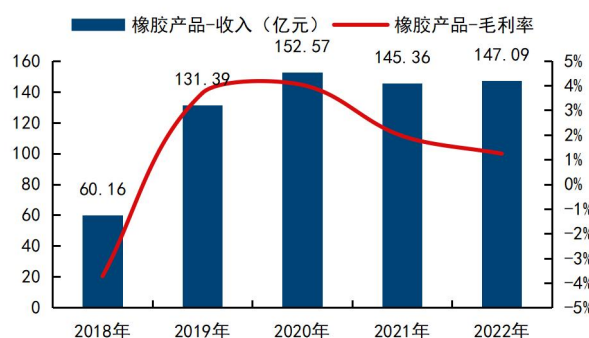
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图11：受行情低迷影响，公司销售毛利率处于底部区间



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图12：受橡胶行情低迷影响，公司橡胶产品毛利率近年承压明显

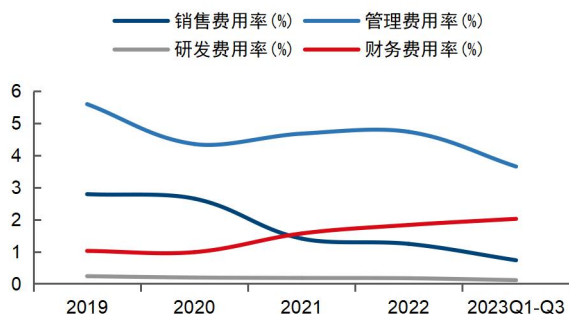


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

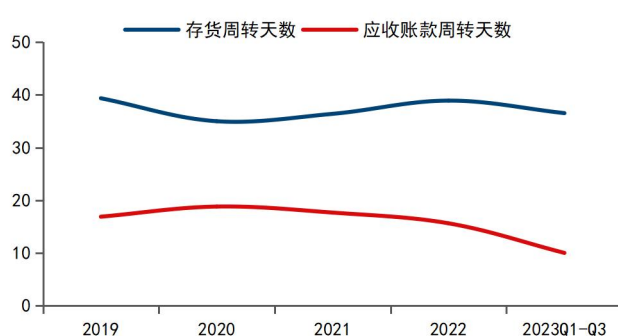
◆ 内部管理和渠道布局优化并进，经营效率持续改善

(1) 费用率：公司近年围绕国有企业“三项制度”改革，不断优化薪酬与考核机制，激发内部发展活力。通过内部管理和渠道布局不断强化，公司销售费用率和管理费用率近年均有明显优化，2023 年前三季度公司的销售费用率和管理费用率分别为 0.73%、3.65%，较 2022 年全年水平分别下降 0.51pcts、1.08pcts。

(2) 周转率：公司近年不断加速境内外平台整合，持续强化国内外市场开发，内部经营效率不断提高，其中存货周转天数近年维持平稳，应收账款周转效率持续提升。2023 年前三季度，公司的存货周转天数和应收账款周转天数分别为 36.52 天、10.03 天，较 2022 年全年水平分别下降 2.37 天、5.61 天。

图 13: 公司销售费用率和管理费用率近年持续改善


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 14: 公司销售回款效率近年持续提升


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 同行对比: 公司收入规模领先同板块企业, 但净利率偏低

根据申万三级板块最新分类, 海南橡胶与亚盛集团、新赛股份、新农开发、宏辉果蔬同属于其他种植业板块, 除宏辉果蔬外, 其他公司均由所在地国资委实控, 我们参考此分类, 选取亚盛集团、新赛股份、新农开发与海南橡胶进行横向比较分析。

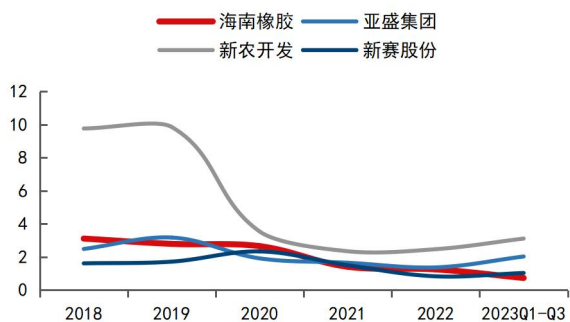
收入方面, 海南橡胶 2022 年营业收入 154.71 亿元, 明显领先于同板块其他国有上市企业。利润方面, 天然橡胶行情近年维持低迷, 海南橡胶盈利持续承压, 2023 年净利率仅为 0.44%, 在同板块国有上市企业中处于较低水平。费用方面, 公司在主要费用控制方面优于同板块国有种植企业, 其中公司 2023 年前三季度销售费用率为 0.73%, 较所选标的平均水平低 1.00pcts; 公司 2023 年前三季度管理费用率为 3.65%, 较所选标的平均水平低 3.14pcts。

表 3: 申万其他种植业板块上市国企一览

证券代码	证券名称	主营业务	实际控制人	2022 年营业收入 (亿元)	2022 年归母净利润 (亿元)	2022 年净利率
601118.SH	海南橡胶	天然橡胶的种植、加工、仓储物流、销售贸易	海南省国有资产监督管理委员会	153.71	0.68	0.44%
600108.SH	亚盛集团	主要经营啤酒花、优质牧草、马铃薯、制种玉米、果品、食葵、辣椒、香辛料等农产品及加工产品	甘肃省人民政府国有资产监督管理委员会	36.39	0.77	2.13%
600540.SH	新赛股份	棉花种植, 粮棉种子研发、繁育和销售, 棉花及相关产品的生产和销售。	新疆生产建设兵团国有资产监督管理委员会	13.24	-2.78	-21.01%
600359.SH	新农开发	种子加工及销售、棉浆化纤、乳制品及甘草制品业务	新疆生产建设兵团第一师国有资产监督管理委员会	6.47	0.64	9.90%

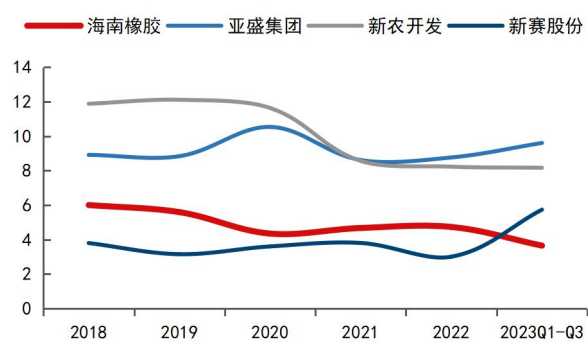
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 15: 公司销售费用率低于同板块国有种植企业 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 16: 公司管理费用率低于同板块国有种植企业 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

行业分析：需求维持向好，胶价底部不悲观

供需现状：产量集中于东南亚，国内消费高度依赖进口

◆ 橡胶种植主要分布在东南亚地区

天然橡胶是由橡胶树割胶时流出的胶乳经凝固、干燥后而制得。橡胶的分子链可以交联，交联后的橡胶受外力作用发生变形时，具有迅速复原的能力，并具有良好的物理力学性能和化学稳定性，目前被广泛用于制造轮胎、胶管、胶带、电缆及其他各种橡胶制品。

图17：天然橡胶是由橡胶树割胶时流出的胶乳经凝固、干燥后而制得



资料来源：搜狗百科，国信证券经济研究所整理

种植分布：2022 年全球天然橡胶产量为 1513 万吨，其中天然橡胶生产国联合会成员国（简称“ANRPC”，成员国包括泰国、印尼、越南、中国、印度、马来西亚、柬埔寨、缅甸、菲律宾、孟加拉国、巴布亚新几内亚、斯里兰卡、新加坡）贡献了全球 80% 以上的天然橡胶产量，而位于东南亚地区的泰国、印尼和越南则是全球天然橡胶的核心产区，三者 2022 年天然产量分别为 475/314/134 万吨，合计占全球总产量的 60% 以上。

生产节奏：国内割胶旺季为 Q3，泰国割胶旺季为 Q4 至次年 Q1：一般情况下，我国云南、海南等橡胶主产区的割胶旺季在 7-10 月，泰国割胶旺季为 11 月至次年 2 月，印尼割胶旺季在 4-7 月，越南割胶旺季在 7-11 月。

表4：全球橡胶产量主要集中于东南亚产区，泰国、印尼、越南三大主产区的合计产量占比在 60% 以上（单位：万吨）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
全球	1,336.15	1,361.33	1,390.68	1,423.41	1,452.27	1,418.49	1,462.93	1,512.54
ANRPC	1,104.23	1,076.73	1,166.17	1,177.31	1,196.45	1,106.25	1,183.33	1,190.07
ANRPC 占比	82.64%	79.09%	83.86%	82.71%	82.38%	77.99%	80.89%	78.68%
泰国	447.33	434.70	442.90	497.35	485.14	478.67	475.74	475.34
印尼	314.54	335.80	368.04	363.03	330.14	303.73	304.53	313.51
越南	101.27	103.53	109.45	113.87	118.25	122.61	127.19	133.95
中国	79.42	77.40	79.80	81.83	81.26	69.27	87.13	85.27

印度	57.50	62.40	71.30	66.00	70.20	68.50	75.70	84.30
柬埔寨	12.68	14.52	19.33	22.01	28.76	34.93	36.80	38.20
马来西亚	72.22	67.36	74.02	60.34	63.98	51.46	46.96	37.71
菲律宾	9.97	9.06	10.17	10.61	10.78	10.56	17.25	18.00
斯里兰卡	8.86	7.91	8.31	8.26	7.48	7.81	7.69	7.09

资料来源：FAO, ANRPC, 国信证券经济研究所整理

◆ 我国天然橡胶消费高度依赖进口，70-80%用于轮胎生产

中国是天然橡胶消费大国，进口依赖度超90%。据ANRPC统计，我国是全球第一大天然橡胶消费国，2022年天然橡胶消费量为636.1万吨，但国内目前的天然橡胶年产量只有不到90万吨，远不能满足需求，因此国内天然橡胶供给十分依赖进口补充。据ANRPC统计，2023年我国天然橡胶进口量为633.06万吨，其中近50%进口自泰国，进口依赖度则高达94.35%。

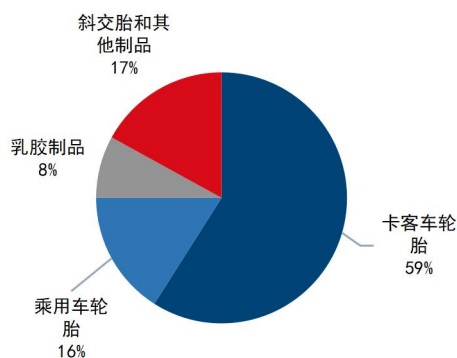
表5：我国天然橡胶消费高度依赖进口支撑（千吨）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
产量	774.00	798.00	818.30	812.60	692.70	871.30	852.70	844.00
出口	34.50	33.10	27.60	30.10	30.00	61.20	59.00	73.20
进口	4,302.40	5,467.80	5,409.80	5,057.70	5,674.20	5,131.50	5,796.10	6,330.60
消费量	5,011.00	5,386.00	5,692.00	5,674.00	5,647.00	6,114.00	6,361.00	6,709.50
进口依赖度	85.86%	101.52%	95.04%	89.14%	100.48%	83.93%	91.12%	94.35%

资料来源：ANRPC, 国信证券经济研究所整理

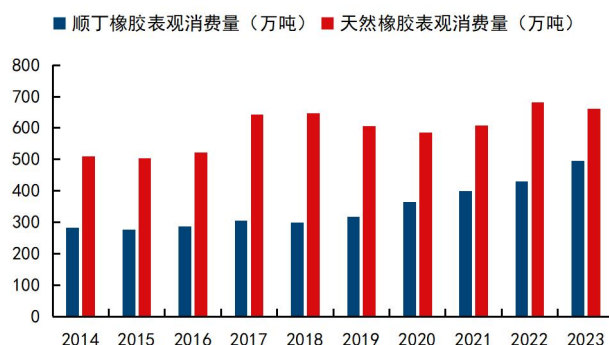
从用途来看，国内天然橡胶主要用于轮胎生产，合成橡胶难以完全替代。据中国橡胶工业协会统计，目前国内约60%的天然橡胶用于卡客车轮胎生产，约16%的天然橡胶用于乘用车轮胎生产。化学方法合成制得的合成橡胶虽然与天然橡胶用途相似，但往往只聚焦于某些细分性能。以产量较高的顺丁橡胶为例，其硫化后的耐热、耐磨表现要明显优于天然橡胶，但其在性能综合的表现依旧难和天然橡胶匹敌，因此其并不能完全对天然橡胶产生完全替代，目前天然橡胶和合成橡胶在国内市场的供应规模（产量+进口量）基本持平。

图18：国内75%的天然橡胶被用于轮胎生产



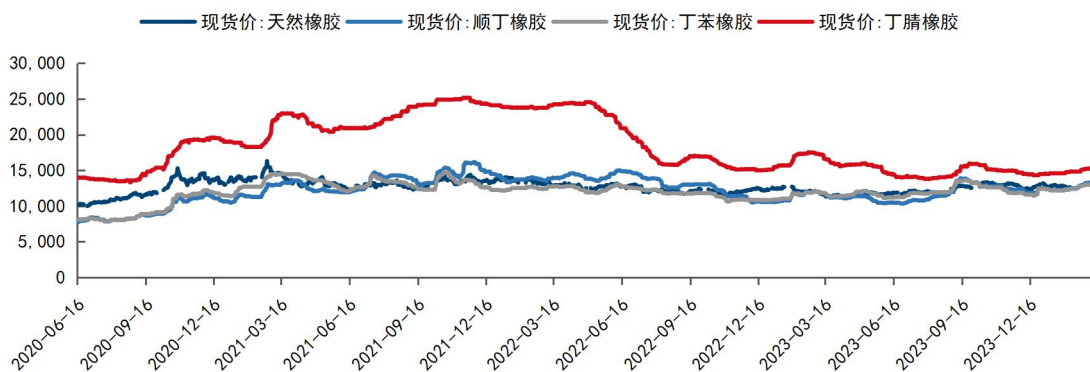
资料来源：中国橡胶工业协会，国信证券经济研究所整理

图19：合成橡胶难以完全替代天然橡胶



资料来源：隆众石化网，国信证券经济研究所整理

图20: 天然橡胶和合成橡胶存在替代关系, 价格走势较为相似



资料来源: 生意社, 国信证券经济研究所整理

价格展望: 产量见顶叠加需求向好, 天然橡胶价格景气有望上行

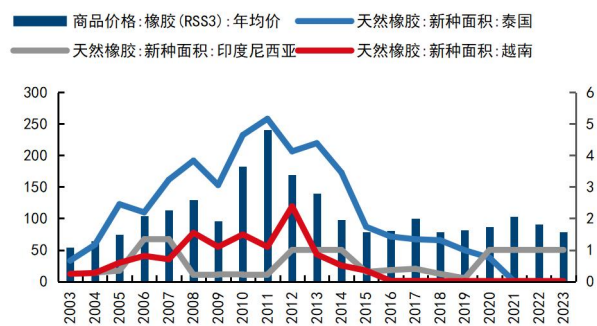
◆ 分析框架: 产能调节高度滞后, 需求与经济景气度强相关

供给端: 新树需 10 年以上进入旺产, 长周期关注新种面积。通常情况下, 新橡胶树生长 7-8 年后可以开始割胶, 但最初几年产量水平较低, 因此新种植的橡胶树通常需要 10 年以上才能进入正常生产节奏。胶价做正向波动。寿命方面, 橡胶树年龄超过 26 年以后, 产胶量就会呈现下降趋势, 年龄达到 30 年以上, 则基本无法产胶。因此从长周期视角来看, 10 年前的橡胶树新种植面积是分析当下供给走势的重要变量, 其通常与橡胶价格水位呈正相关关系。

需求端: 宏观经济景气度驱动轮胎需求。轮胎生产是天然橡胶的主要消费来源, 而轮胎下游的乘用车消费和商用车消费无不和 GDP 增速、人均可支配收入等宏观经济景气度指标相关, 因此在全球经济复苏或繁荣周期中, 天然橡胶需求通常表现强劲。

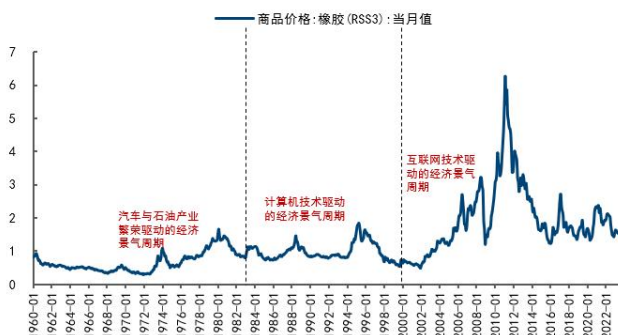
综合来看, 天然橡胶产能调节极为滞后, 且新种面积和橡胶价格水位高位正相关, 当全球宏观经济景气上行时, 天然橡胶价格通常可以开启 10 年以上的上行周期。

图21: 天然橡胶产能调节极为滞后, 且新种面积和橡胶价格水位高位正相关



资料来源: 世界银行, ANRPC, 国信证券经济研究所整理

图22: 宏观经济景气周期先行下, 胶价通常可以开启 10 年以上的上行周期

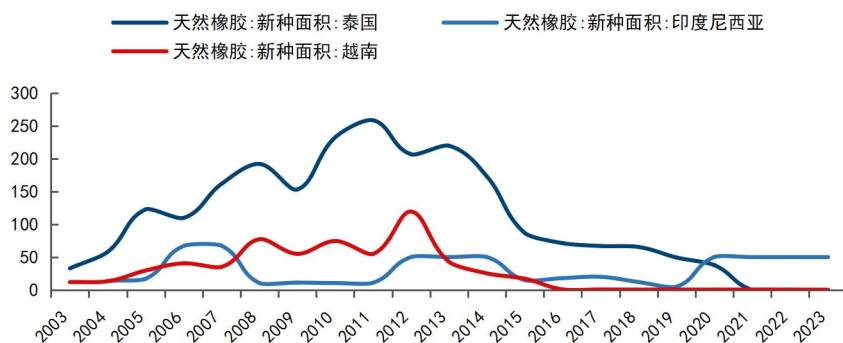


资料来源: 世界银行, 国信证券经济研究所整理

◆ 供给侧展望：传统产区步入缩产周期，全球总产量基本见顶

胶价连续多年低迷，传统产区新种面积持续下滑。2011 年以来，受橡胶供给高位、经济景气偏弱等因素影响，天然橡胶价格快回落，在低种植利润影响下，泰国等传统优势产区的天然橡胶新种植面积自 2013 年开始持续减少。从最新数据来看，前三大产区泰国、印尼、越南 2023 年合计新种面积仅为 5.02 万公顷。

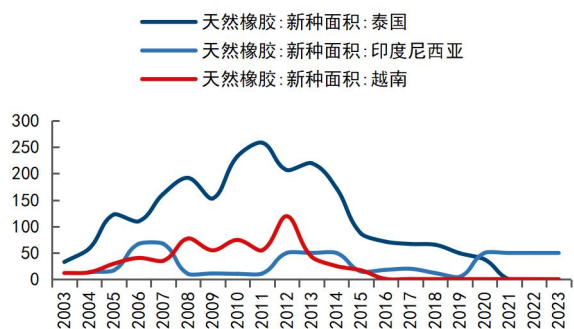
图 23：核心产区的新种面积自 2013 年以来持续下滑（单位：千公顷）



资料来源：ANRPC，国信证券经济研究所整理

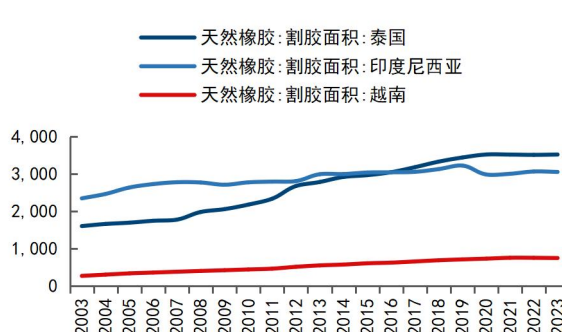
受树龄提升、改种棕榈影响，东南亚传统产区正在逐步踏入减产周期。受 2013 年以来新种面积快速萎缩以及部分产区改种棕榈影响，东南亚橡胶主产区的开割面积近年正在见顶回落。从 ANRPC 的统计数据来看，前三大产区泰国、印尼、越南合计割胶面积在 2019 年见顶，为 736.81 万公顷，对应 2012 年的新种高峰。此后，泰国、印尼、越南合计割胶面积开始出现调减，其中 2023 年为 731.41 万公顷，较峰值减少 5.4 万公顷。产量方面，前三大产区泰国、印尼、越南 2022 年合计产量为 922.80 万吨，较 2018 年峰值减少 51.45 万吨；ANRPC 成员国 2022 年合计产量为 1190.07 万吨，较 2019 年峰值减少 6.38 万吨。

图 24：核心产区的新种面积自 2013 年以来持续下滑(单位：千公顷)



资料来源：世界银行，ANRPC，国信证券经济研究所整理

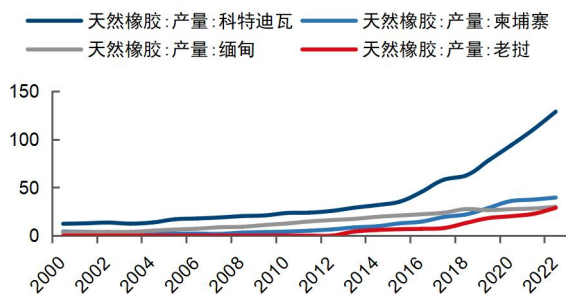
图 25：核心产区割胶面积目前已经见顶（单位：千公顷）



资料来源：ANRPC，国信证券经济研究所整理

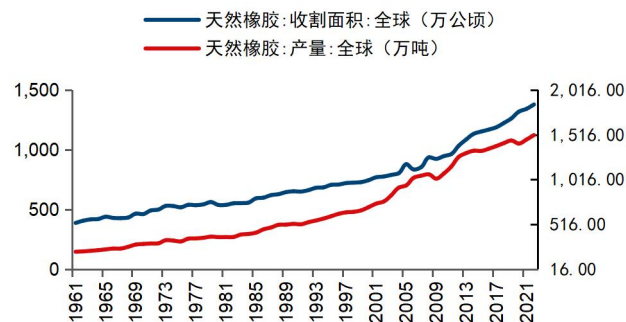
新兴产区近年快速上量，抵消部分主产区减产影响。据 FAO 统计，非洲天然橡胶产量近年维持较快增长，2022 年已达 175.99 万吨，近十年 CAGR 在 10% 以上，其中科特迪瓦年产量已于 2021 年突破 100 万吨；东南亚产量近年见顶，2022 年为 1107.65 万吨，较 2019 年峰值减少近 20 万吨，其中柬埔寨、缅甸、老挝近年产量扩张明显，抵消部分传统产区减产影响。

图 26: 非洲及东南亚新兴产区产量近年增长较快 (单位: 万吨)



资料来源: ANRPC, 国信证券经济研究所整理

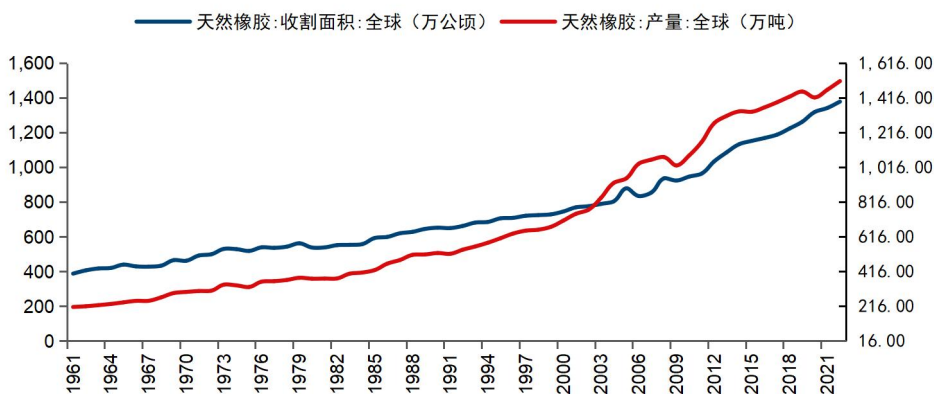
图 27: 全球天然橡胶产量近年维持低速增长



资料来源: FAO, 国信证券经济研究所整理

总体来看，全球天然橡胶产量近年维持低速慢增。受新兴产区增量支撑，全球天然橡胶收割面积和产量近年仍维持低速增长，2022 年收割面积为 1378.54 万公顷，同比+2.72%，产量为 1512.54 万吨，同比+3.39%，二者增速较此前均放缓明显。2013 年以来新种断崖下滑推算，未来几年以泰国为代表的东南亚主产区产量缩减问题预计逐步凸显，同时新兴产区产量绝对值仍偏小，因此后续全球天然橡胶增量预计有限，全球天然橡胶总产量目前基本见顶。

图 28: 全球天然橡胶产量近年维持低速增长



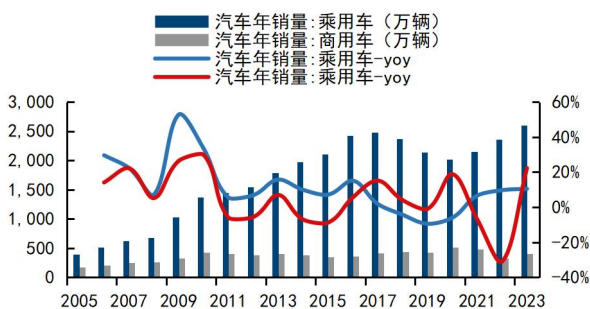
资料来源: FAO, 国信证券经济研究所整理

◆ **需求侧展望：全球汽车销量增长有望带动橡胶需求**

2023 年全球汽车消费维持景气，进而带动橡胶消费向好。（1）中国：作为全球

第一大汽车消费国，在宏观经济复苏、消费刺激政策、新能源汽车带动、海外进口需求强劲等多重因素带动下，国内乘用车及商用车销售于 2023 年迎来明显回暖，其中乘用车累计销量为 2606 万辆，同比+10.60%；商用车累计销量 403 万辆，同比+22.10%。（2）美国：作为全球第二大汽车消费国，美国 2023 年经济在高息环境下依旧保持韧性，汽车消费表现强劲。据同花顺金融统计，2023 年美国汽车年销量为 1562.71 万辆，同比增速为 12.40%。

图 29：2023 年，国内汽车销售同比回暖明显



资料来源：中国汽车工业协会，国信证券经济研究所整理

图 30：2023 年高息环境下，美国汽车消费同比仍回升明显



资料来源：中国汽车工业协会，国信证券经济研究所整理

汽车销售带动轮胎需求，进而提振橡胶消费。我国作为重要轮胎生产国，2023 年橡胶外胎总产量为 9.88 亿条，同比+15.30%，其中全钢胎产量 1.46 亿条，同比+14.86%。受下游产成品需求回暖推动，2023 年国内天然橡胶消费量同比+9.16% 至 670.95 万吨，ANRPC 成员国前 11 月天然橡胶消费量同比+2.98% 至 984.67 万吨。

图 31：2023 年，国内全钢胎产量同比+14.86%



资料来源：中国汽车工业协会，国信证券经济研究所整理

图 32：2023 年，国内天然橡胶消费量同比增加近 10%



资料来源：ANRPC，国信证券经济研究所整理

国内经济维持复苏，美国经济具备韧性，2024 年全球汽车消费有望保持景气。据 IMF 最新预测，2024 年我国经济预计增长 4.6%，美国经济预计增长 2.1%，有望继续带动汽车等耐用品消费维持景气。据中汽协和 Mark Lines 最新统计数据显示，我国 2024 年 1 月汽车销量维持同比增加 40% 以上至 243.90 万辆，其中乘用车销

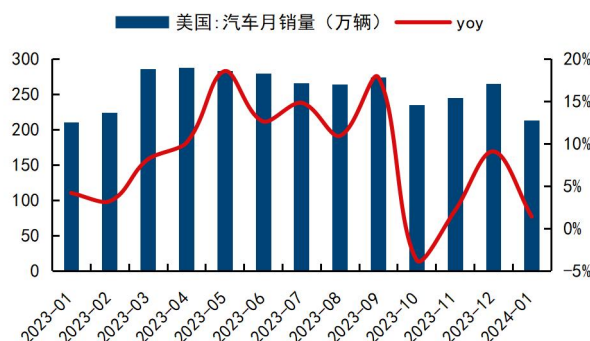
量同比+44%，商用车销量同比+80%；美国 2024 年 1 月汽车销量同比+1.57%至 108.26 万辆。

图 33：2024 年 1 月，国内汽车销量维持同比高增



资料来源：中国汽车工业协会，国信证券经济研究所整理

图 34：2024 年 1 月，美国汽车销量依旧维持同比增长



资料来源：美国经济分析局，国信证券经济研究所整理

新兴经济体汽车消费近年正在快速放量。2020 年疫情过后，以印度为代表的新兴经济体 GDP 正重回快速增长通道。据 IMF 最新预测，2024 年印度经济增速有望继续维持 6% 以上。经济增长正在带动印度汽车消费，2022 年印度汽车总销量再创新高，同比+25.70%至 472.55 万辆，未来有望持续为全球汽车消费贡献新增量。

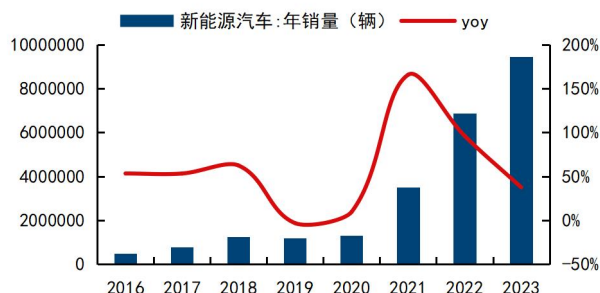
图 35：2022 年印度汽车销量再创历史新高



资料来源：OICA，国信证券经济研究所整理

新能源汽车渗透有望带动全球汽车销售维持强劲。新能源汽车近年正在中国等主要汽车消费国不断渗透，逐步成为汽车消费的增量主力军。国内方面，据中汽协统计，2023 年国内新能源汽车销量同比+37.49%至 944.80 万辆，占国内汽车销售总量的近三分之一。全球方面，据 Clean Technica 统计，2023 年全球新能源汽车销量同比+35.75%至 1367.46 万辆，其中中国所占份额约为 70%。我国作为全球最大的汽车消费市场，目前新能源汽车渗透率尚低，未来随新能源汽车持续渗透有望带动全球汽车销售维持强劲。

图 36: 国内新能源汽车年销量维持快速增长



资料来源: 中国汽车工业协会, 国信证券经济研究所整理

图 37: 2024 年 1 月全球新能源汽车销量维持同比高增



资料来源: CleanTechnica, 国信证券经济研究所整理

◆ 结论: 产量见顶叠加需求向好, 国内外后续或呈去库走势, 景气有望上行

(1) 国内: 需求向好背景下, 2024 年库存存在调减可能。据 ANRPC 统计, 2023 年国内天然橡胶进口明显增加抵消了旺盛需求对库存的影响, 考虑到当前全球产量基本见顶, 我们认为国内 2024 年供给增量预计有限, 届时如果消费维持向好趋势, 国内可能再度出现库存调减情况。参考同花顺金融统计, 在旺盛的轮胎需求带动下, 截至 2024 年 3 月 8 日青岛天然橡胶库存已降至 62.25 万吨, 较峰值累计调减 30%。

(2) 全球: 产量增长放缓, 需求表现向好, 供需格局有望持续趋紧。据 ANRPC 统计, 2023 年前 11 月, ANRPC 成员国天然橡胶合计产量为 1098.16 万吨, 同比 +2.01%, 合计消费量为 984.67 万吨, 同比 +2.98%, 产量增速慢于消费增量。考虑到主产区产量调减影响后续有望逐步凸显, 橡胶需求有望继续向好, 产需差未来有望维持收缩转负, 全球供需格局或趋紧。

表 6: 我国天然橡胶供需平衡表 (单位: 千吨)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
产量	794.20	774.00	798.00	818.30	812.60	692.70	871.30	852.70	844.00
出口	43.40	34.50	33.10	27.60	30.10	30.00	61.20	59.00	73.20
进口	4,101.50	4,302.40	5,467.80	5,409.80	5,057.70	5,674.20	5,131.50	5,796.10	6,330.60
消费量	4,680.00	5,011.00	5,386.00	5,692.00	5,674.00	5,647.00	6,114.00	6,361.00	6,709.50
库存变动	172.30	30.90	846.70	508.50	166.20	689.90	-172.40	228.80	391.90

资料来源: ANRPC, 国信证券经济研究所整理

表 7: ANRPC 成员国天然橡胶供需平衡表 (单位: 万吨)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
产量	1,076.73	1,166.17	1,177.31	1,196.45	1,106.25	1,183.33	1,190.07	1,143.34
出口	906.72	1,050.90	945.00	970.83	964.09	1,018.59	1,031.66	955.52
进口	627.45	761.15	699.09	749.88	837.90	821.60	904.82	899.44
消费量	805.92	847.04	931.92	900.99	880.71	976.74	1,049.70	1,101.14
库存变动	-8.46	29.38	-0.52	74.51	99.35	9.60	13.53	-13.88

资料来源: ANRPC, 国信证券经济研究所整理

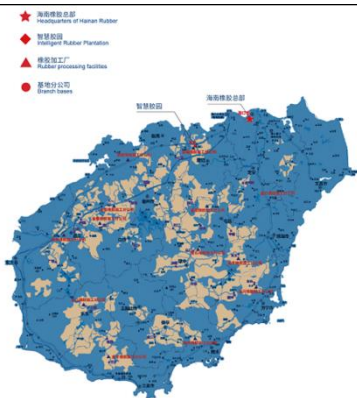
公司看点：掌握橡胶核心资源，稳步推进转型升级

公司作为掌握核心资源的国有橡胶龙头企业，其已建立了“种植+收购→加工→销售”的完整产业链条，目前正致力于依靠技术升级、管理变革来强化主业、提升效率，公司未来有望在成本端和费用端实现持续逆势优化。

橡胶种植：公司自有胶园位于海南岛内，干胶自产能力约 15 万吨

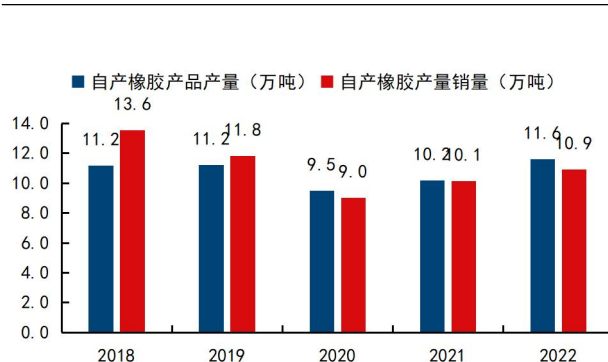
公司是国内外少有的拥有大规模成片胶园的企业。截至 2023 年 6 月 30 日，公司共经营管理土地 500 万亩、境内外天然橡胶种植基地共 29 个、天然橡胶种植园 400 万亩，是国内外少有的拥有大规模成片胶园的企业之一。同时，公司拥有七十多年的天然橡胶种植生产经验和成熟稳定的技术管理队伍。目前公司正打造 200 万亩核心胶园，年干胶生产能力超过 20 万吨。

图 38：公司是国内外少有的拥有大规模成片胶园的企业



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 39：公司年干胶生产能力超过 20 万吨



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

橡胶加工：橡胶初加工量已超 100 万吨/年，深加工能力行业领先

(1) **橡胶初加工方面**：公司在全球拥有 56 家橡胶初加工厂，年加工量 115 万吨，初加工产品包括全乳胶、浓缩乳胶、10#、20#标准胶、10#子午胶、胶清胶、混合胶、烟片胶、印尼标胶等，且具备大规模生产特种胶、专业胶等高品质产品的能力。新收购的 HAC 公司以 HeveaPRO 标准生产的天然橡胶产品广受赞誉，共有 31 个工厂取得全球前十大轮胎厂商认证。

(2) **橡胶深加工方面**：公司在江苏、安徽和云南拥有三大乳胶制品产区，面积共计 19 万平方米，其中江苏爱德福乳胶制品有限公司已成为乳胶发泡家具代工龙头企业，目前乳胶床垫产能 3700 万平方米，枕头产能 330 万只。同时公司还依靠海南经纬乳胶丝有限责任公司开展乳胶丝生产，拥有 8 条先进的乳胶丝生产线，年产能达 2 万吨，国内市场占有率超 16.67%。除橡胶产品外，公司橡胶木板产能合计已达约 7 万立方米，产品已涵盖传统木材、家居产品、户外木制品等。

图40：公司已拥有“宝岛”、“美联”等多个知名品牌



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图41：公司橡胶深加工能力行业领先

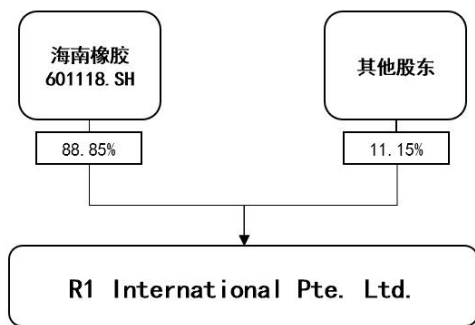


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

橡胶销售：内生外延扩张贸易规模，年贸易量已达 245 万吨

公司天然橡胶销售贸易端平台包括新加坡 R1 公司、上海龙橡、HAC 公司，年贸易量 245 万吨，在全球天然橡胶行业上拥有较强的行业影响力和市场竞争力。在国内，公司已在全国橡胶主销区建立了配套的营销网络；在国外，公司除依靠上海龙橡国际贸易有限公司开展全球橡胶贸易外，还于 2019 年完成对 R1 国际（R1 International Pte. Ltd.）的收购，东南亚核心产区的业务布局进一步得到完善，同时于 2023 年完成对 HAC 公司收购，欧美地区贸易布局得到强化。综合来看，公司目前已搭建完成了覆盖全球天然橡胶主产区资源采购渠道，建立了覆盖国内天然橡胶主销区以及欧美主要国家的销售网络，与国内外数十家知名轮胎、制品企业保持长期合作，销售规模有望维持行业领先水平。

图42：公司于 2019 年完成对 R1 国际的收购



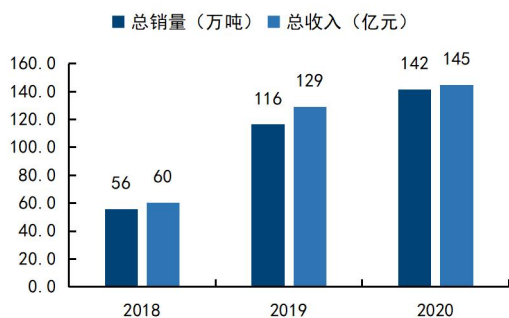
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图43：R1 国际近年收入规模持续扩张



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图44：公司力争 2022 年实现干胶贸易量 140 万吨



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图45：公司已在东南亚主产区实现深度布局



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

全链升级：依靠科技赋能全环节，主业经营效率有望提升

公司近年围绕科技赋能的战略思想升级各业务环节，未来主业经营效率和盈利能力有望得到持续提升。在橡胶原料生产环节，公司与中国热带农业科学院橡胶研究所合作开展良种开发，共同研发出了“热研 73397”“PR107”等优质良种良苗并最终实现规模化种植与推广，同时公司还积极开展智慧胶园建设，通过智能割胶+智能收购的方式的提升原料端效率；在橡胶初加工环节，公司在通过自动化加工来对初加工环节的传统工艺进行升级改造的同时，还在特种高端用胶等领域不断实现突破，开发出了纳米黏土胶、国产航空轮胎胶、高弹减震胶、无氨乳胶等先进产品，填补了国内相关领域空白；在橡胶深加工环节，公司已通过射频加热技术和乳胶发泡制品链板在乳胶发泡制品行业中占据领先地位。

图46：公司致力于依靠科技赋能全环节



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图47：公司尝试通过智能割胶设备来减少人力投入



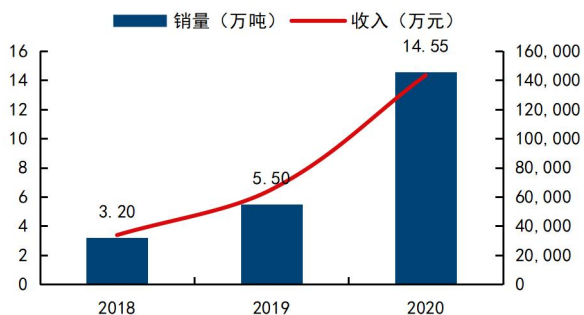
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

风险控制：期货套保+收入保险，有效平滑周期波动

公司的核心创收产品是以标胶为代表的橡胶初加工产品，在开展橡胶初加工产品贸易的过程中，公司在采购成本和销售收入两端面临胶价波动来的双向风险敞口，因此通利用合理的方式来平滑胶价波动对公司经营稳定至关重要。在实际经营过程中，公司应对价格风险的方式主要有三种：一是通过长约销售来提前和客户锁定未来销售价格；二是通过期货套保来对平滑采购成本和销售收入的波动；三是同时收入保险保障其在胶价低迷时收益，即按照“日赔偿金额=〔保险橡胶约定价

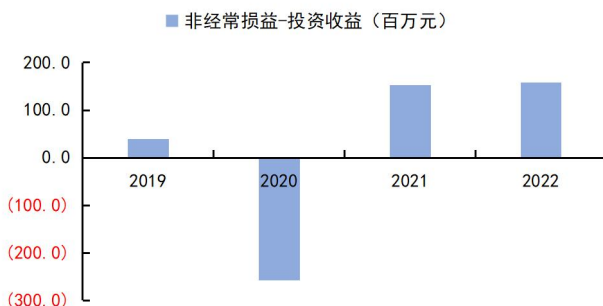
格-实际价格+（基差×基差调整系数）]×当日实际产量”的公式来为低胶价和高基差提供补偿。

图48：公司干胶的长约销售量在2020年已接近15万吨



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图49：公司通过期货套保来对平滑成本和收入波动风险



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

橡胶产品：销量方面，公司已在国内外主要产区建立了完善的橡胶贸易网络，未来有望依靠品牌和渠道优势稳步扩张业务规模。单价方面，受供给紧张、需求较好推动，20 标胶、全乳胶等主要天然橡胶产品价格自 2023H2 开启底部回升，后续随着国内库存持续调减，国内主要天然橡胶产品价格有望随海外持续走强，公司相关产品售价或直接受益。毛利率方面，公司正通过内部升级不断改善主业盈利能力，有望持续贡献正向增益，叠加天然橡胶景气向好，公司橡胶产品毛利率有望改善。综合上述分析并参考公司历史经营数据，我们预计公司橡胶产品 2023-2025 年营收分别为 299.5/340.3/399.2 亿元，同比增速分别为 103.6%/13.6%/17.3%（其中 2023 年增速预测较高主要系公司并表 HAC 所致）；毛利率分别为 1.5%/4.7%/4.8%。

橡胶木材：主要为自产胶的附属业务，业务规模相对较小，参考过往收入利润表现，我们预计公司橡胶木材 2023-2025 年营收分别为 0.9/1.0/1.0 亿元，同比增速为 8.4%/5.6%/5.3%，毛利率分别为 66.0%/67.5%/66.2%。

其他业务：公司近年正在拓展热带水果种植等其他业务，参考过往收入利润表现，我们预计公司其他业务 2023-2025 年营收分别为 6.7/7.3/8.7 亿元，同比增速分别为 15.0%/10.0%/10.0%；毛利率分别为 16.0%/16.0%/16.0%。

综上所述，预计公司 2023-2025 年的营收分别为 307.1/348.6/408.3 亿元，同比增速为 99.8%/13.5%/17.1%（其中 2023 年增速预期较高主要系公司并表 HAC 业务所致），毛利率 2.0%/5.1%/5.1%，毛利 6.2/17.8/20.9 亿元。

表8：海南橡胶业务拆分

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
橡胶产品						
收入（亿元）	152.57	145.36	147.09	299.50	340.27	399.21
增速	16.12%	-4.73%	1.19%	103.62%	13.61%	17.32%
毛利（亿元）	6.14	2.85	1.82	4.49	15.99	18.96
毛利率	4.02%	1.96%	1.24%	1.50%	4.70%	4.75%
橡胶木材						
收入（亿元）	1.46	2.73	0.83	0.90	0.95	1.00
增速	-59.44%	86.99%	-69.60%	8.43%	5.56%	5.26%
毛利（亿元）	0.90	1.95	0.54	0.59	0.64	0.66
毛利率	61.64%	71.43%	65.06%	66.04%	67.51%	66.21%
其他业务						
收入（亿元）	3.42	5.25	5.80	6.67	7.34	8.07
增速	12.50%	53.51%	31.79%	15.00%	10.00%	10.00%
毛利（亿元）	1.64	1.51	0.98	1.07	1.17	1.29
毛利率	47.95%	28.76%	16.90%	16.00%	16.00%	16.00%
合计						
总营收（亿元）	157.44	153.33	153.71	307.07	348.55	408.28
增速	14.06%	-2.61%	0.25%	99.78%	13.51%	17.14%
毛利（亿元）	8.67	6.31	3.33	6.15	17.81	20.92
毛利率	5.51%	4.12%	2.17%	2.00%	5.11%	5.12%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

未来 3 年业绩预测

表9：未来 3 年盈利预测表

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	15371	30708	34856	40828
营业成本	15038	30093	33075	38737
销售费用	191	338	366	408
管理费用	728	1396	1478	1708
研发费用	25	49	58	67
财务费用	281	132	154	153
营业利润	(266)	(1215)	(185)	(156)
利润总额	71	185	115	144
归属于母公司净利润	68	217	135	169
EPS	0.02	0.05	0.03	0.04
ROE	0.71%	2%	1%	2%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们得到公司 2023-2025 年收入分别为 307.1/348.6/408.3 亿元，归属母公司净利润 2.2/1.4/1.7 亿元，利润年增速分别为 +217.5%/-37.9%/+25.7%（其中 2023 年增速预测较高主要系公司当期提供部分低产胶园用于油茶产业发展等用地需求而获得经济补偿收益）。每股收益 2023-2025 年分别为 0.05/0.03/0.04 元。

盈利预测的敏感性分析

表10：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
乐观预测					
营业收入(百万元)	15,333	15,371	30,861	35,072	41,141
(+/-%)	-2.6%	0.3%	100.8%	13.6%	17.3%
净利润(百万元)	151	68	589	556	668
(+/-%)	112.0%	-54.7%	763.1%	-5.7%	20.2%
摊薄 EPS	0.04	0.02	0.14	0.13	0.16
中性预测					
营业收入(百万元)	15,333	15,371	30,708	34,856	40,828
(+/-%)	-2.6%	0.3%	99.8%	13.5%	17.1%
净利润(百万元)	151	68	217	135	169
(+/-%)	112.0%	-54.7%	217.5%	-37.9%	25.7%
摊薄 EPS(元)	0.04	0.02	0.05	0.03	0.04
悲观的预测					
营业收入(百万元)	15,333	15,371	30,555	34,641	40,517
(+/-%)	-2.6%	0.3%	98.8%	13.4%	17.0%
净利润(百万元)	151	68	-151	-283	-329
(+/-%)	112.0%	-54.7%	—	—	—
摊薄 EPS	0.04	0.02	-0.04	-0.07	-0.08
总股本(百万股)	4,279	4,279	4,279	4,279	4,279

资料来源：国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

公司股票合理估值区间在 4.8-5.1 元, 给予中性评级。

考虑公司主业近年维持亏损且在海南省内拥有较多土地资产, 我们采用相对估值中的 PB 法来估算公司的合理价值区间。

相对估值: 4.8-5.1 元

预测方面, 我们预计公司 2023-2025 年每股净资产分别为 2.28/2.30/2.33 元。估值方面, 采用 PB 法, 由于 A 股上市公司中缺少以橡胶种植加工为主业的可比标的, 我们选择以海南橡胶的历史 PB 表现作为估值参考。海南橡胶的 PB 表现跟随橡胶价格波动明显, 历史胶价底部的 PB 中枢在 2x 左右, 考虑到公司主业存在改善空间, 我们预计公司本轮胶价底部的 PB 中枢有望小幅上升。综上分析, 我们保守预计公司的 2024 年的动态 PB 中枢为 2.1-2.2x, 对应 2024 年合理目标价格区间为 4.8-5.1 元。

图 50: 参考公司历史 PB 表现, 我们预计公司 2024 年动态 PB 中枢有望达到 2.2-2.4x



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议

综合上述几个方面的估值, 我们认为公司股票合理估值区间在 4.8-5.1 元之间, 相对于公司目前股价有 5%左右的溢价空间。首次覆盖, 给予“中性”评级。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取了相对估值方法,得出公司的合理估值在 4.8-5.1 元之间,但该估值是建立在相关假设前提基础上的,特别是对公司未来几年收入利润预测和公司的估历史估值参数的选定,都融入了很多人的判断,进而导致估值出现偏差的风险,具体来说:

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观,导致未来 10 年收入利润计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%,公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;

相对估值方面:相对估值时我们给予公司估值溢价,假如公司后续业绩增长或者产能释放不及预期,可能会造成估值下修的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 99.8%/13.5%/17.4%,可能存在对公司销量及橡胶价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利分别为 2.0%/5.1%/5.1%,可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估,从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 公司历史盈利受期货套保表现影响较大,我们对公司非经常损益的预计可能过于乐观,从而存在高估未来 3 年业绩的风险。

经营风险

◆ 发生极端天气导致胶园大幅减产的风险

公司已橡胶产品作为核心主业,年干胶贸易量在 200 万吨以上,如果全球主要产区发生极端天气进而导致橡胶减产,公司主业规模将存在大幅下滑的风险。

◆ 期货套保操作或判断不当造成大幅亏损的风险

由于公司在实际经营过程需以期货套保平滑胶价波动风险,如果在交易过程中存在操作或判断不当的情况,或将造成公司出现大幅亏损。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2989	5680	5143	4241	4546	营业收入	15333	15371	30708	34856	40828
应收款项	1072	947	1851	2077	2405	营业成本	14702	15038	30093	33075	38737
存货净额	1508	1741	3212	3414	3897	营业税金及附加	30	27	56	62	74
其他流动资产	854	957	1900	2089	2505	销售费用	216	191	338	366	408
流动资产合计	6423	9325	12107	11822	13353	管理费用	717	728	1396	1478	1708
固定资产	2483	3054	3173	3153	3022	研发费用	27	25	49	58	67
无形资产及其他	363	344	331	318	305	财务费用	240	281	132	154	153
投资性房地产	9255	9351	9351	9351	9351	投资收益	226	256	200	227	228
长期股权投资	956	457	507	557	607	资产减值及公允价值变动	(103)	(61)	(59)	(75)	(65)
资产总计	19481	22531	25468	25201	26638	其他收入	321	433	(49)	(58)	(67)
短期借款及交易性金融负债	3349	4120	5000	4156	4426	营业利润	(126)	(266)	(1215)	(185)	(156)
应付款项	528	693	1287	1387	1697	营业外净收支	259	337	1400	300	300
其他流动负债	1172	1488	2704	2970	3602	利润总额	132	71	185	115	144
流动负债合计	5048	6301	8991	8513	9724	所得税费用	(2)	33	46	29	36
长期借款及应付债券	1433	3089	3089	3089	3089	少数股东损益	(17)	(30)	(78)	(48)	(61)
其他长期负债	3058	3220	3370	3520	3670	归属于母公司净利润	151	68	217	135	169
长期负债合计	4491	6308	6458	6608	6758	现金流量表（百万元）					
负债合计	9539	12610	15449	15121	16483	净利润	151	68	217	135	169
少数股东权益	348	316	261	227	185	资产减值准备	(36)	89	13	(1)	(4)
股东权益	9593	9606	9758	9852	9970	折旧摊销	375	332	323	360	384
负债和股东权益总计	19481	22531	25468	25201	26638	公允价值变动损失	103	61	59	75	65
关键财务与估值指标						财务费用	240	281	132	154	153
每股收益	0.04	0.02	0.05	0.03	0.04	营运资本变动	(192)	426	(1346)	(102)	(139)
每股红利	0.04	0.06	0.02	0.01	0.01	其它	38	(9)	(67)	(33)	(39)
每股净资产	2.24	2.24	2.28	2.30	2.33	经营活动现金流	438	968	(801)	433	437
ROIC	-4.28%	-3.21%	-6.27%	-1.53%	-1.38%	资本开支	0	(916)	(501)	(401)	(301)
ROE	1.57%	0.71%	2%	1%	2%	其它投资现金流	0	(0)	0	0	0
毛利率	4%	2%	2%	5%	5%	投资活动现金流	(36)	(416)	(551)	(451)	(351)
EBIT Margin	-2%	-4%	-4%	-1%	-0%	权益性融资	28	2	0	0	0
EBITDA Margin	0%	-2%	-3%	1%	1%	负债净变化	(1610)	1655	0	0	0
收入增长	-3%	0%	100%	14%	17%	支付股利、利息	(163)	(251)	(65)	(40)	(51)
净利润增长率	112%	-55%	218%	-38%	26%	其它融资现金流	2721	(670)	880	(844)	269
资产负债率	51%	57%	62%	61%	63%	融资活动现金流	(797)	2140	815	(884)	218
股息率	0.8%	1.2%	0.3%	0.2%	0.2%	现金净变动	(396)	2692	(537)	(902)	305
P/E	142.5	314.6	99.1	159.5	126.9	货币资金的期初余额	3384	2989	5680	5143	4241
P/B	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	货币资金的期末余额	2989	5680	5143	4241	4546
EV/EBITDA	1905.7	(111.8)	(41.0)	207.2	173.5	企业自由现金流	0	(502)	(2441)	(281)	(180)
						权益自由现金流	0	483	(1660)	(1240)	(25)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032