

海南橡胶 (601118.SH)

全球天然橡胶产业龙头，有望受益行业景气上行

优于大市

核心观点

公司是全球天然橡胶产业龙头。公司以销售天然橡胶种植加工贸易作为核心业务，旗下的标胶产品已涵盖全乳胶、20号标胶等主要品类且正向特种胶、橡胶深加工等领域拓展。在种植端，海南橡胶肩负我国天然橡胶垦殖和战略物资保障重任，目前公司于海南的在管胶园面积已达300万亩以上，年产量在10万吨以上。在贸易端，公司2023年橡胶贸易量已达380万吨（含受托管理的KM公司和ART公司），约占全球消费量25%，终端已实现对全球主要轮胎厂商覆盖，在全球天然橡胶市场拥有较强的行业影响力和市场竞争力。

行业景气判断：长期上行趋势明确，产区机会成本支撑上方空间。从基本面来看，短期供需矛盾演绎的激烈程度虽难抵上一轮上涨周期（2009-2011年），但未来供给的长期调减和需求的稳定增长趋势是明确的，天然橡胶价格中枢有望在供需差不断扩大过程中逐年抬升；从估值来看，考虑到2010年以来的通胀因素以及替代产业机会成本支撑，我们预计本轮橡胶周期的价格高点会比上轮周期更高。

公司盈利弹性：管理优化与技术突破并进，未来有望充分受益景气上行。（1）**种植端：**自产胶是公司主要的盈利弹性来源，目前公司在管天然橡胶种植园面积接近400万亩（其中海南为333万亩），年干胶产能超过20万吨。成本方面，受并表HAC以及非洲胶园产能爬坡影响，目前公司单吨干胶完全成本偏高，但未来依靠割胶管理优化以及智能割胶机推广，成本下降潜力较大。后续随天然橡胶景气上行，公司自产胶盈利有望持续修复。（2）**贸易端：**公司作为全球最大的天然橡胶贸易商之一，截至2024Q3末存货规模接近60亿元，后续若天然橡胶价格出现持续上涨行情，公司贸易库存升值有望持续贡献利润增厚，改善贸易端盈利表现。（3）**副业增厚：**公司正积极尝试利用自有胶园的林下空间拓展林下经济模式，并将当地部分弃割、低产胶园用作非胶作物种植，未来在非胶产品或额外租金带动下，公司自有胶园的单亩收益有望持续增厚。

盈利预测与估值：公司掌握核心种植资源，成本存在优化空间，未来随天然橡胶行情上行，盈利有望持续改善。我们维持盈利预测，预计公司2024-2026年归母净利润分别为1.2/2.0/4.4亿元（yoy-61.1%/+75.5%/+114.4%），EPS分别为0.03/0.05/0.10元。通过多角度估值，预计公司合理估值6.1-6.3元，相对目前股价溢价空间约为15-20%，维持“优于大市”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一定亏损的风险。

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

证券分析师：江海航

010-88005306

jianghaihang@guosen.com.cn

S0980524070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	6.10 - 6.30 元
收盘价	5.27 元
总市值/流通市值	22553/22553 百万元
52周最高价/最低价	6.59/4.13 元
近3个月日均成交额	210.25 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

《海南橡胶(601118.SH)-2024 三季报点评：受益橡胶价格回暖，Q3 归母净利润同比+38%》——2024-11-23

《海南橡胶(601118.SH)-受益天然橡胶价格上行，Q2 盈利同环比改善明显》——2024-07-11

《海南橡胶(601118.SH)-国内橡胶产业龙头，主业升级稳步推进》——2024-04-29

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	15,371	37,687	46,087	58,760	76,810
(+/-%)	1.1%	145.2%	22.3%	27.5%	30.7%
归母净利润(百万元)	76	297	115	203	435
(+/-%)	-49.3%	288.9%	-61.1%	75.5%	114.4%
每股收益(元)	0.02	0.07	0.03	0.05	0.10
EBIT Margin	-4.1%	-3.0%	0.1%	0.3%	0.6%
净资产收益率(ROE)	0.8%	3.0%	1.2%	2.0%	4.2%
市盈率(PE)	242.0	62.2	160.1	91.2	42.5
EV/EBITDA	-102.0	-81.2	76.2	63.6	47.6
市净率(PB)	1.97	1.88	1.87	1.84	1.79

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

内容目录

海南橡胶：天然橡胶产业龙头，肩负战略物资安全重任	5
公司业务：覆盖天然橡胶产业种植、加工、贸易全链	5
公司治理：海南农垦控股，肩负战略物资安全重任	5
经营分析：橡胶行情回暖，公司业绩同比改善	8
行业景气判断：长期上行趋势明确，产区机会成本支撑上方空间	12
短期：旺产季面临天气扰动，胶价有望震荡偏强运行	12
长期：供需差扩大趋势明确，价格中枢有望逐年上移	15
公司盈利弹性：管理优化与技术突破并进，未来有望充分受益景气上行	18
橡胶种植端：掌握产区核心资源，智能割胶助力成本优化	18
橡胶贸易端：行情上涨有望改善公司贸易端盈利	21
副业增厚：积极拓展林下经济和非胶作物种植	22
盈利预测	23
假设前提	23
未来 3 年业绩预测	24
盈利预测的敏感性分析	24
估值与投资建议	25
相对估值：6.1-6.3 元	25
投资建议	25
风险提示	26
附表：财务预测与估值	27

图表目录

图 1: 海南橡胶是全球天然橡胶产业龙头, 主业覆盖种植、加工、贸易全链	5
图 2: 公司控股股东为海垦控股集团, 截至 2024 年 9 月 30 日的持股比例为 64.35%	6
图 3: 公司肩负国内保供重任, 深耕海南天然橡胶产区	6
图 4: 2019 年 5 月, 公司并表 R1 国际, 完成后的合计持股比例为 88.86%	7
图 5: 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	8
图 6: 2023 年并表 HAC 后, 公司存货规模实现约三倍扩张	8
图 7: 2023 年并表 HAC 后, 公司生产性生物资产增加约 40%	8
图 8: 海南橡胶营业收入及增速	9
图 9: 海南橡胶单季营业收入及增速	9
图 10: 海南橡胶归母净利润及增速	9
图 11: 海南橡胶单季归母净利润及增速	9
图 12: 公司橡胶产品 2023 年的收入占比为 98.71%	10
图 13: 公司橡胶产品 2023 年的毛利占比为 80.65%	10
图 14: 受行情低迷影响, 公司销售毛利率处于底部区间	10
图 15: 受橡胶行情低迷影响, 公司橡胶产品盈利持续承压	10
图 16: 公司销售费用率和管理费用率近年持续改善	11
图 17: 公司流动资产周转近年维持平稳	11
图 18: 泰国当地原料价格已攀升至近 10 年高位	12
图 19: 受降雨及洪水扰动, 泰国年底产量或下滑 (万吨)	12
图 20: 2024 年 1-11 月 ANRPC 成员国累计产量同比下滑 2%	12
图 21: 中国 2024 年 1-11 月天然橡胶累计进口量同比-16%	13
图 22: 中国 2024 年 1-11 月天然橡胶累计消费量同比+5%	13
图 23: 国内干胶库存 2024 年维持去库走势	13
图 24: 岁末年初是国内轮胎企业补库的重要时间节点	14
图 25: 每年春节后是国内轮胎企业的产销旺季	14
图 26: 2024 年天然橡胶行情 (RU) 回顾	14
图 27: 天然橡胶产区变迁的底层线索是人力成本比较优势	15
图 28: 马来西亚、印尼棕榈油产量近年维持快速扩张趋势	16
图 29: 热带水果、棕榈油价格近年整体呈上行趋势	16
图 30: 在胶价涨至 40000 元/吨以上时, 全球天壤橡胶种植面积难有扩张	16
图 31: 本轮橡胶周期的价格高点会比上轮周期更高	17
图 32: 公司是国内外少有的拥有大规模成片胶园的企业	18
图 33: 公司年干胶生产能力超过 20 万吨	18
图 34: 公司已派遣国内经验丰富的胶工以及专家前往非洲当地培训	19
图 35: 公司新一代智能割胶机已 2023 年开始大规模试验示范	20
图 36: 使用智能割胶机后, 胶农只需通过手机 APP 操作便可完成割胶作业	20
图 37: 周期上行叠加成本优化, 公司盈利有望持续改善	20

图 38: 公司橡胶贸易网络已覆盖全球主要产销区域	21
图 39: 公司与国内外数十家知名轮胎、制品企业保持长期合作	21
图 40: 公司截至 2024Q3 末的存货规模已接近 60 亿元	21
图 41: 公司存货周转天数大致为 30-40 天	21
图 42: 公司以租赁方式获得现有土地使用权	22
图 43: 公司正尝试拓展林下经济模式	22
图 44: 公司正积极拓展非胶作物种植（图为海南橡胶红光分公司智能标准化澄迈福橙种植基地）	22
图 45: 公司非胶业务收入近几年扩张明显	22
图 46: 参考公司历史 PB 表现，我们预计公司 2025 年动态 PB 中枢有望达到 2.2-2.4x	25
表 1: 按过去 5 年平均单产测算，全球 2023-2028 年天然橡胶产量的复合增速预计不足 1%	15
表 2: 公司自产胶完全成本测算	19
表 3: 海南橡胶业务拆分	23
表 4: 未来 3 年盈利预测表	24
表 5: 情景分析（乐观、中性、悲观）	24

海南橡胶：天然橡胶产业龙头，肩负战略物资安全重任

公司业务：覆盖天然橡胶产业种植、加工、贸易全链

◆ 概览：公司以天然橡胶种植加工销售为核心主业

海南橡胶以天然橡胶种植加工销售为核心主业，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。在种植环节，公司目前在全球经营管理的橡胶园面积接近 400 万亩（其中位于海南的橡胶园面积为 333 万亩），年产量在 10 万吨以上；在加工环节，公司年加工量 140 万吨（含受托管理的 KM 公司和 ART 公司），约占全球产量的 10%；在贸易环节，公司在全球范围的年贸易量已超 380 万吨（含受托管理的 KM 公司和 ART 公司），约占全球天然橡胶年消费量的 25%，在全球天然橡胶产业中占据重要地位。

图1：海南橡胶是全球天然橡胶产业龙头，主业覆盖种植、加工、贸易全链



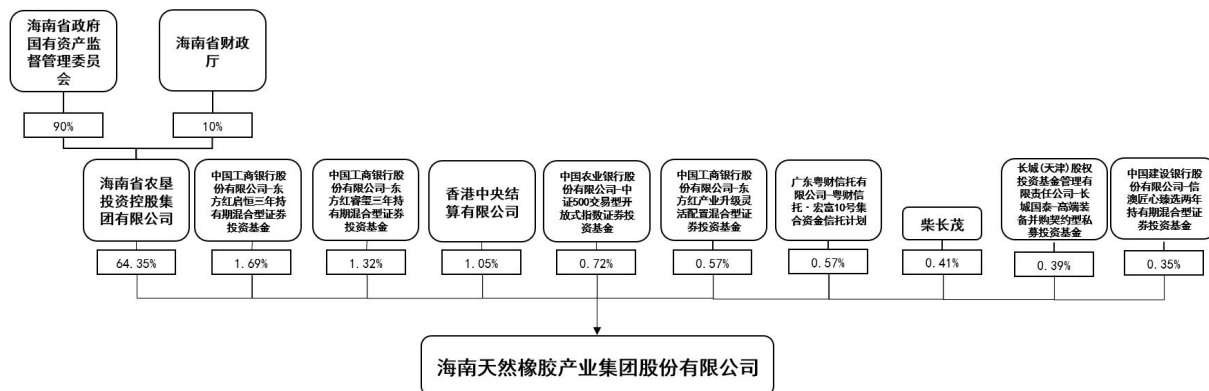
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司治理：海南农垦控股，肩负战略物资安全重任

◆ 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 2024 年 9 月 30 日的持股比例为 64.35%；实控人为海南省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有公司股份。

图2：公司控股股东为海垦控股集团，截至 2024 年 9 月 30 日的持股比例为 64.35%

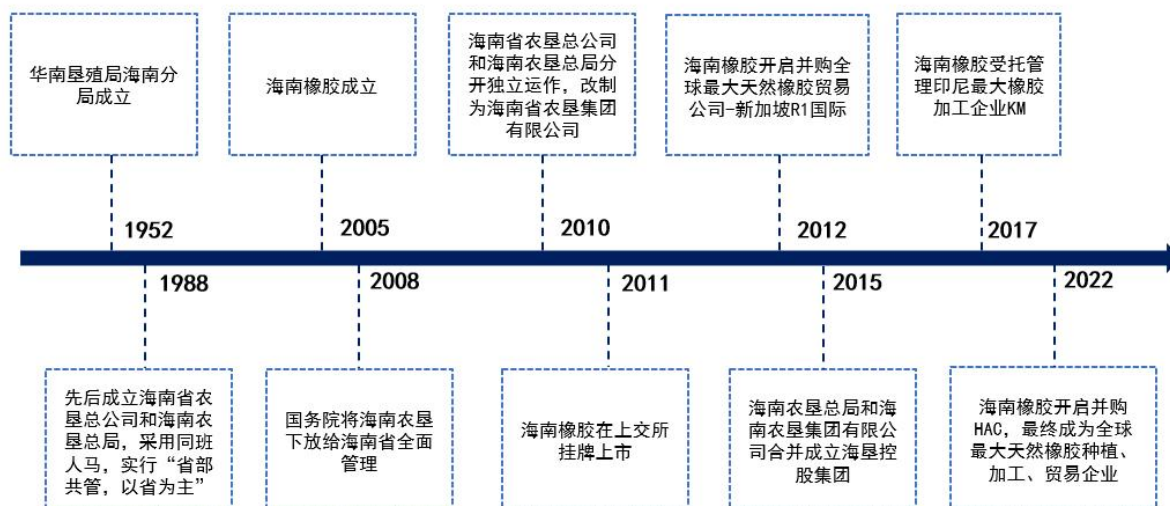


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 公司对内深耕海南天然橡胶产区

海垦控股集团前身为华南垦殖局海南分局（成立于 1952 年），后来海南省筹建完成后，改制为海南农垦总公司，由省部共管。2008 年，海南农垦总公司正式被下放给海南省管理，而海南橡胶作为海南农垦总公司天然橡胶种植板块的承接主体，于 2005 年正式成立。自建国以来，海垦控股集团以及海南橡胶始终肩负着我国天然橡胶垦殖和战略物资保障重任，为我国天然橡胶产业在稳种植、稳产量、稳胶农等方面提供了重要支撑，目前海南省内在管天然橡胶园已达 300 万亩以上，年产量在 10 万吨以上，占岛内种植端份额约 40%。

图3：公司肩负国内保供重任，深耕海南天然橡胶产区



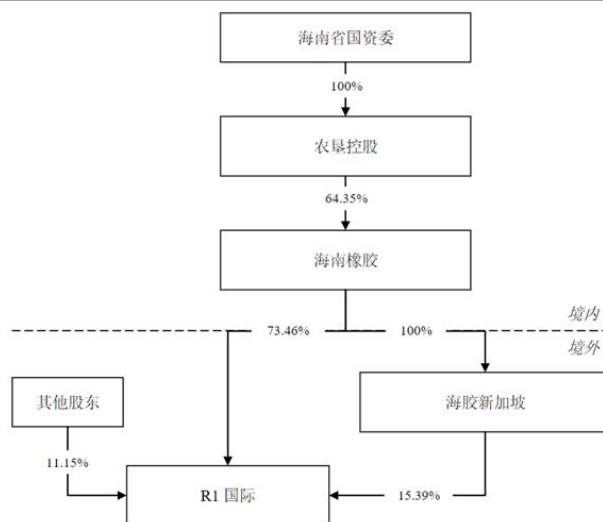
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 公司对外持续开展海外优质资产整合

（1）2019 年收购 R1 国际，深化东南亚市场布局。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料市场的渗透。

图4：2019 年 5 月，公司并表 R1 国际，完成后的合计持股比例为 88.86%

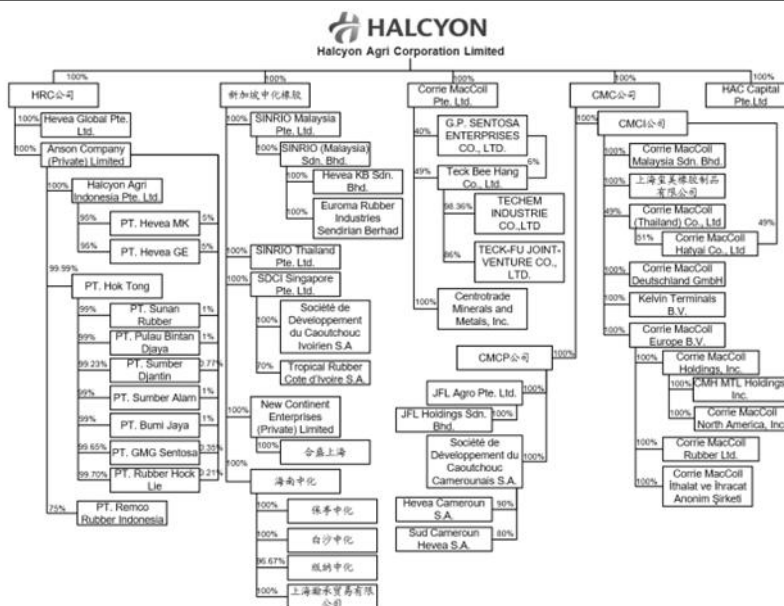


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理（注：海胶新加坡持有的 R1 国际 15.39% 股份已于 2020 年被海南橡胶以 6859.30 万元作价收购。）

（2）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 2 月 3 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5: 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



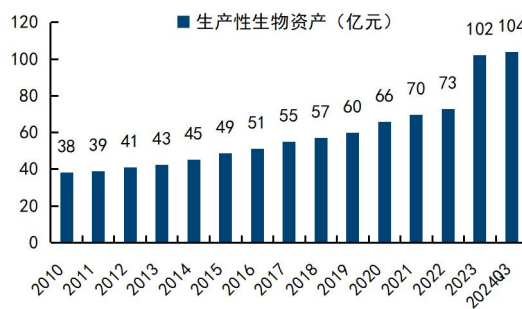
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 2023 年并表 HAC 后, 公司存货规模实现约三倍扩张



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图7: 2023 年并表 HAC 后, 公司生产性生物资产增加约 40%



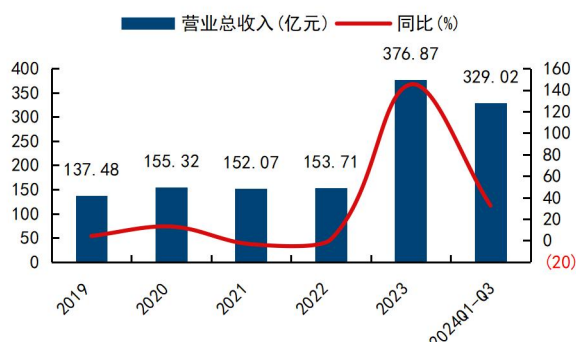
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

经营分析: 橡胶行情回暖, 公司业绩同比改善

◆ 2024 年橡胶价格回暖, 公司盈利同比改善。

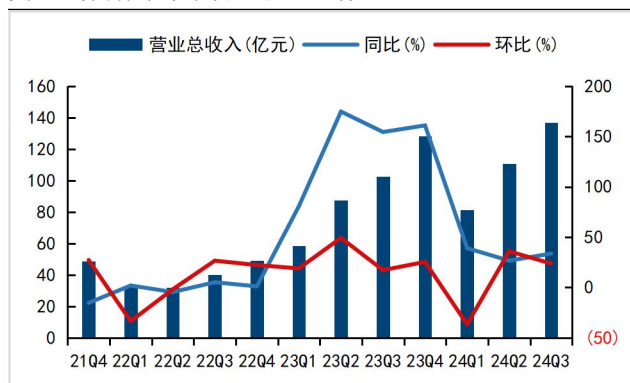
公司 2024 年前三季度实现营业收入 329.02 亿元, 同比+32.46%; 2024 年前三季度实现归母净利润-4.61 亿元, 同比+13.95%。分季度来看, 公司 2024Q3 实现营业收入 136.94 亿元, 环比+23.74%, 同比+33.67%; 2024Q3 实现归母净利润-1.64 亿元, 环比-21.23%, 同比+38.18%。公司作为全球最大的天然橡胶种植加工贸易企业, 报告期内受益全球天然橡胶景气回暖以及自身销售规模扩张, 营业收入维持同环比增长, 主业毛利率同比改善, 带动归母净利润同比修复。

图8：海南橡胶营业收入及增速



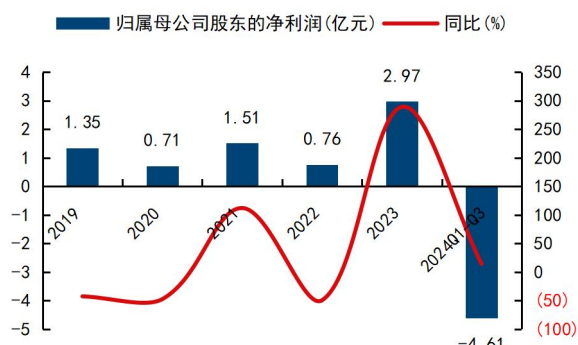
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：海南橡胶单季营业收入及增速



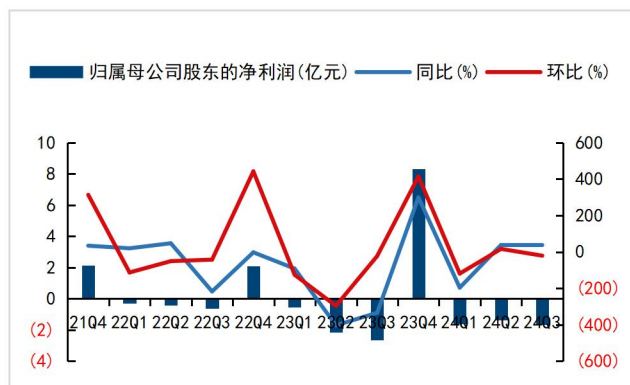
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：海南橡胶归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11：海南橡胶单季归母净利润及增速



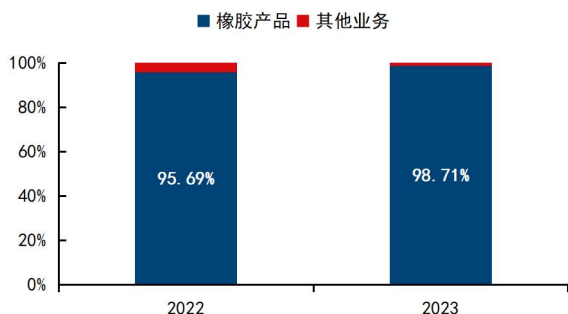
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 橡胶产品贡献主要收入，毛利率处于历史较低水平

(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，另外下属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2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，2023年仅为1.73%，贡献公司约80%毛利润。

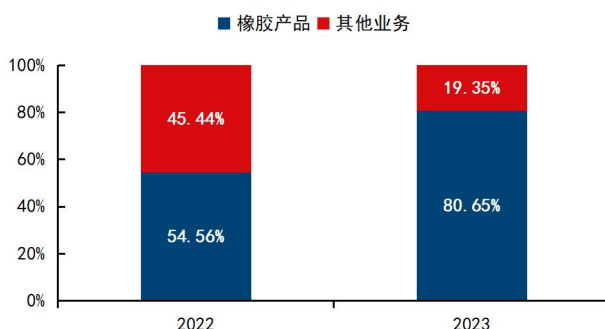
(2) 其他业务：公司其他业务以橡胶木加工销售、热带水果种植销售为主，2023年收入为4.86亿元（其中橡胶木材收入为0.73亿元），毛利为1.55亿元（其中橡胶木材毛利为0.28亿元），整体毛利率为31.89%（其中橡胶木材毛利率为37.65%）。

图 12: 公司橡胶产品 2023 年的收入占比为 98.71%



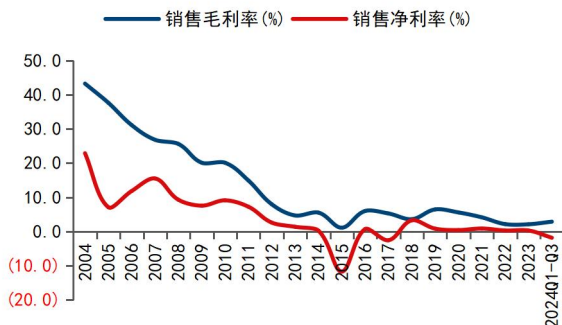
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 13: 公司橡胶产品 2023 年的毛利占比为 80.65%



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 14: 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 15: 受橡胶行情低迷影响, 公司橡胶产品盈利持续承压



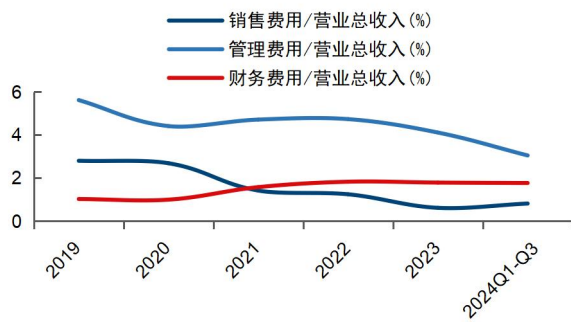
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 内部管理和渠道布局优化并进, 经营效率呈改善趋势

(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。2024 年前三季度, 公司销售费用为 2.68 亿元, 同比+48.59%, 对应销售费用率 0.82% (同比+0.09pct); 管理费用为 3.05 亿元, 同比+10.55%, 对应管理费用率 3.05% (同比-0.60pct); 财务费用为 5.82 亿元, 同比+15.78%, 对应财务费用率 1.77% (同比-0.25pct); 三项费用合计比率为 5.63%, 同比-0.78pct。

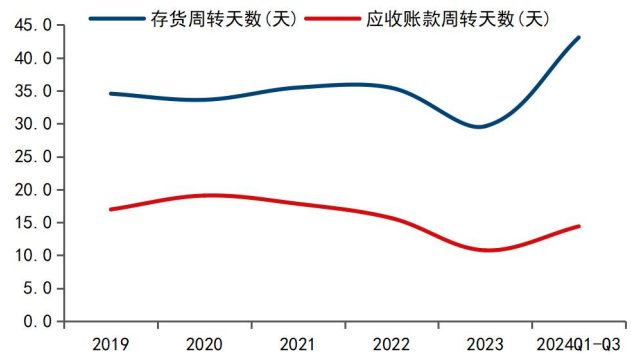
(2) **周转率:** 公司近年不断加速境内外平台整合, 持续强化国内外市场开发, 内部经营效率不断提高, 其中存货周转天数近年维持平稳, 应收账款周转效率持续提升。2024 前三季度公司存货天数达 43.10 天 (同比+35.41%), 应收账款周转天数达 14.39 天 (同比+43.48%)。

图 16: 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 17: 公司流动资产周转近年维持平稳



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

行业景气判断：长期上行趋势明确，产区机会成本支撑上方空间

短期：旺产季面临天气扰动，胶价有望震荡偏强运行

◆ 主产区旺产季面临天气扰动，短期供给预计维持紧张。

作为全球核心产区，泰国 2024 年整体降雨偏多，8-9 月受强降雨影响曾出现过原料产出不畅情况。而进入 2024Q4 割胶旺季后，受 11 月底以来的强降雨及局部洪水影响，南部产区开割作业再度受限，产量释放偏慢。在供给紧张局面推动下，当地原料价格目前维持近年高位。除泰国以外，本次强降雨受灾区域还包括马来西亚和印尼，对当地原料产出短期同样有所影响。

据 ANRPC 统计，2024 年 1-11 月泰国累计实现天然橡胶产量 416.21 万吨，较去年同期下滑 0.26%；2024 年 1-11 月 ANRPC 成员国累计实现天然橡胶产量 1001.93 万吨，较去年同期下滑 1.91%。2024 年 12 月下旬泰国南部受暴雨影响明显，局部地区出现严重洪水，预计扰动短期原料产出。考虑到中国、越南等产区已逐步进入停割期，受泰国原料产出短期受限影响，天然橡胶春节前供给预计维持偏紧，原料价格或保持高位震荡。

图 18：泰国当地原料价格已攀升至近 10 年高位



资料来源：隆众石化，国信证券经济研究所整理

图 19：受降雨及洪水扰动，泰国年底产量或下滑（万吨）

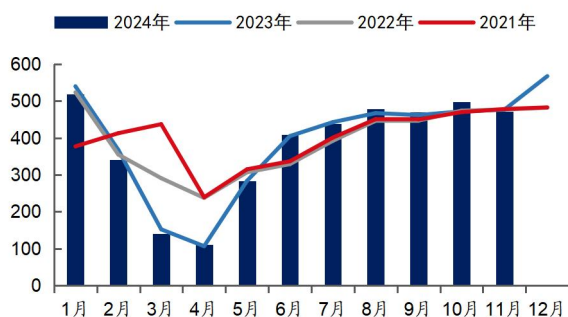
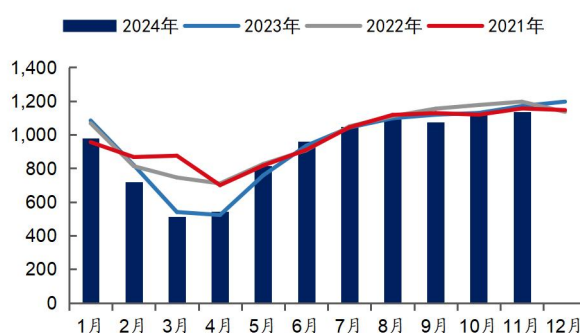


图 20：2024 年 1-11 月 ANRPC 成员国累计产量同比下滑 2%



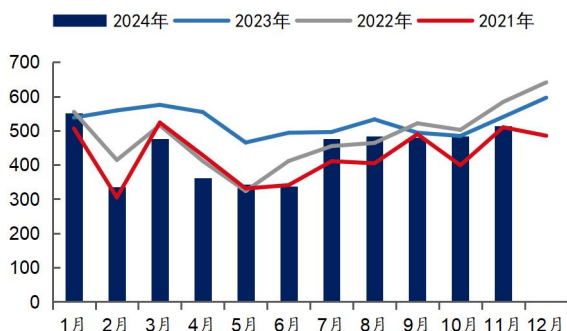
资料来源：ANRPC，国信证券经济研究所整理

资料来源：ANRPC，国信证券经济研究所整理

◆ 在消费增长、进口下滑驱动下，2024 年国内干胶库存维持去库走势。

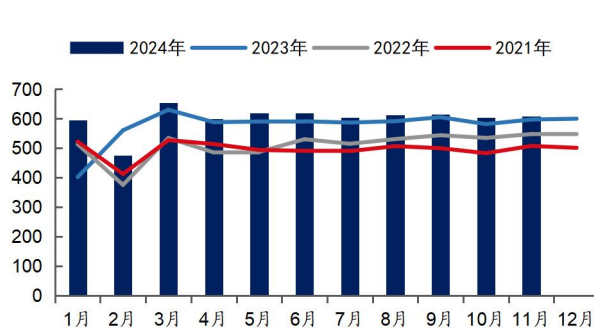
2024 年国内天然橡胶消费维持增长但进口同比下滑明显。受前期国内库存偏高、海外产出紧张以及 EUDR 分流影响，国内天然橡胶进口利润在上半年倒挂明显，进口量出现明显减少，国内 2024 年 1-11 月累计进口量较上年同期减少 15.51%；与此同时国内需求维持增长，2024 年 1-11 月份累计消费量较去年同期增加 4.50%。

图21：中国 2024 年 1-11 月天然橡胶累计进口量同比-16%



资料来源：ANRPC，国信证券经济研究所整理

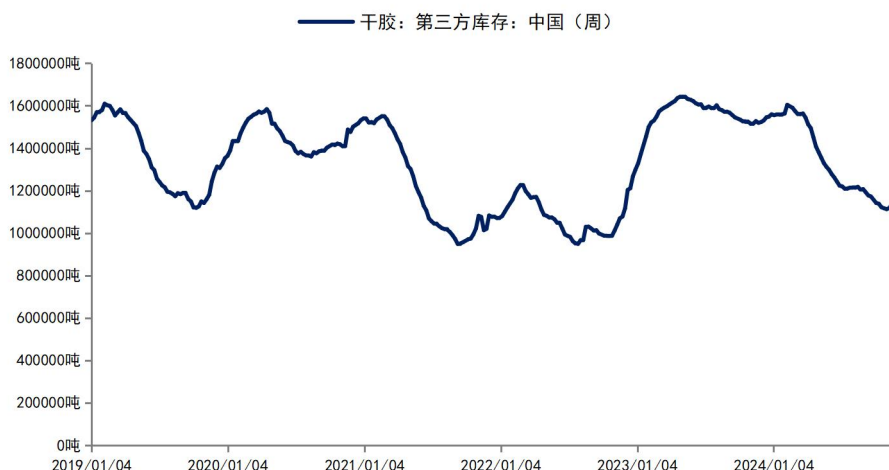
图22：中国 2024 年 1-11 月天然橡胶累计消费量同比+5%



资料来源：ANRPC，国信证券经济研究所整理

受上述供减需增影响，2024 年国内干胶库存维持去化。据隆众石化统计，截至 2024 年 12 月 27 日，国内干胶社会库存已降至 123.62 万吨，较上年同期减少 22.15%，处于近 5 年以来低位。另外，为保证原料供给，国储局年内多次抛储，目前库存预计同样处于偏低水平。

图23：国内干胶库存 2024 年维持去库走势



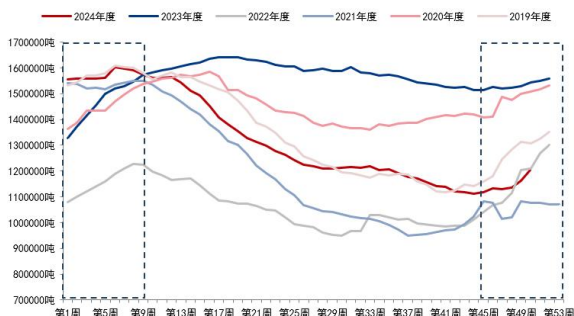
资料来源：隆众石化，国信证券经济研究所整理

为应对春节后销售旺季，轮胎企业 Q1 预计存在较强补库需求。每年岁末年初，是国内橡胶贸易端补库的重要时间节点，一方面泰国等主要产区处于产胶旺季，另一方面需要下游轮胎企业春节后进入产销旺季做准备。考虑到目前国内社会库存水位处于近年低位且半钢胎景气有望维持，预计短期国内贸易端存在较强补库

意愿，将进而支撑橡胶短期需求。

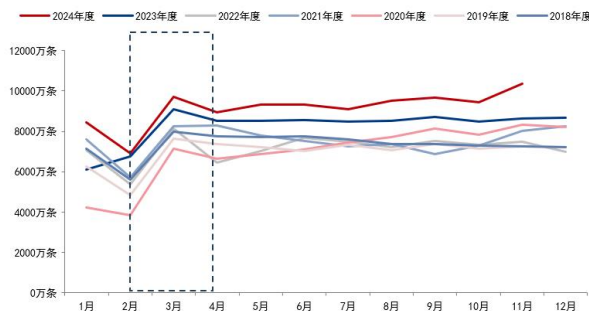
综合来看，中国政府计划于 2025 年扩大财政赤字、聚集内需刺激，国内轮胎及汽车产业景气有望延续，后续在轮胎企业旺季产销带动下，国内及全球天然橡胶短期需求将得到有效支撑。

图 24：岁末年初是国内轮胎企业补库的重要时间节点



资料来源：隆众石化，国信证券经济研究所整理（注：图为中国干胶社会库存数据）

图 25：每年春节后是国内轮胎企业的产销旺季



资料来源：隆众石化，国信证券经济研究所整理

◆ 天然橡胶价格短期预计易涨难跌。

2024 年行情受供给主导，由 EUDR 助推。回顾 2023 年末至 2024 年末的行情，东南亚天气是重要驱动因子，泰国等主产区阶段性强降雨导致原料难以顺利产出，产区原料价格淡季不淡，推动成品价格攀升。除此之外，2024 年前三季度海外针对 EUDR 的集中补库对短期需求提振明显且限制了国内进口利润修正，进而助推了国内干胶去库，价格随外盘持续上行。展望后市，2025 年可能将进入拉尼娜气象周期，供给侧产区天气扰动或仍将继续，需求侧 EUDR 催化告一段落但中国计划于 2025 年扩大财政赤字、聚焦内需刺激，后续在国内贸易端及轮胎企业的补库需求支撑下，天然橡胶价格短期预计易涨难跌。

图 26：2024 年天然橡胶行情（RU）回顾



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

长期：供需差扩大趋势明确，价格中枢有望逐年上移

◆ 长期供需差扩大趋势明确，价格中枢有望逐年上移。

测算方法：假设后续不再出现砍树改种情况且新胶树在第7年开割，基于 ANRPC 及 FAO 统计数据，我们以“上一年开割面积+7年前新种及翻种面积-当年翻种面积”来对产区未来理论开割面积进入预测，同时按照过去五年单产均值对产量进行预测。

测算结果：在传统产区收缩产能、新兴产区增量减少趋势下，按照中性预期（即按照过去五年单产均值）测算，全球 2023-2028 年天然橡胶产量的复合增速预计不足 1%。而需求在中国需求稳中有增、新兴国家快速成长趋势下，有望继续保持增长。最终基于过去五年天然橡胶消费复合增速，我们预计全球天然橡胶供需差有望持续扩大，进而推动价格中枢逐年上移。

表1：按过去5年平均单产测算，全球2023-2028年天然橡胶产量的复合增速预计不足1%

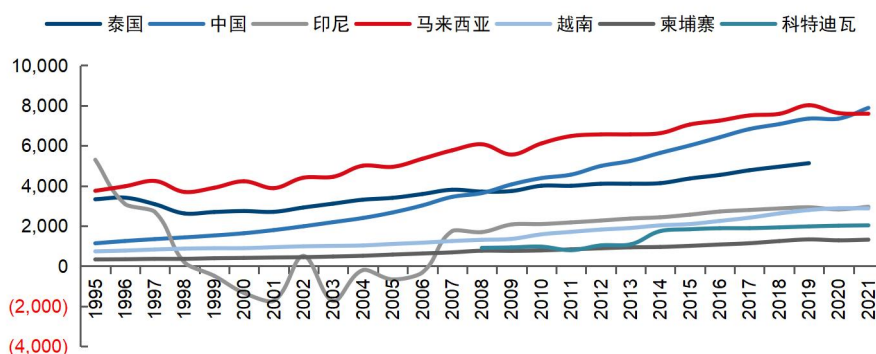
	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2023-2028 CAGR
全球产量	1390.80	1398.77	1419.64	1429.69	1434.27	1438.34	0.67%
泰国	470.73	472.98	483.78	485.53	487.28	487.97	0.72%
印尼	265.12	260.56	258.80	255.97	257.44	262.31	-0.21%
越南	129.31	125.82	130.59	133.73	136.64	138.27	1.35%
中国	83.48	82.97	83.69	86.52	85.63	84.53	0.25%
马来西亚	34.79	34.79	34.89	37.21	36.55	35.30	0.29%
印度	84.90	84.40	83.85	84.10	83.60	82.97	-0.46%
科特迪瓦	154.80	168.71	175.49	178.19	178.71	178.76	2.92%
全球消费量	1517.31	1544.62	1572.42	1600.73	1629.54	1658.87	1.80%
全球供需差	-126.51	-145.85	-152.79	-171.04	-195.28	-220.53	-

资料来源：ANRPC，国信证券经济研究所整理

◆ 产区难有扩种动力，机会成本将支撑胶价上方空间

天然橡胶产区变迁的底层线索是人力成本比较优势。天然橡胶收割高度依赖人工，人力成本占比通常在50%以上。最初亚洲天然橡胶种植起步于上世纪初的马来西亚，后逐步向泰国、印尼、中国等地扩张（中国更多是基于战略物资安全的需求）。进入21世纪，越南、柬埔寨等东南亚相对发展较晚国家，以及非洲的科特迪瓦等地区开始扩张种植天然橡胶，至此天然橡胶在全球基于人力成本比较优势的变迁路线基本完成，后续区域再扩张空间预计有限。

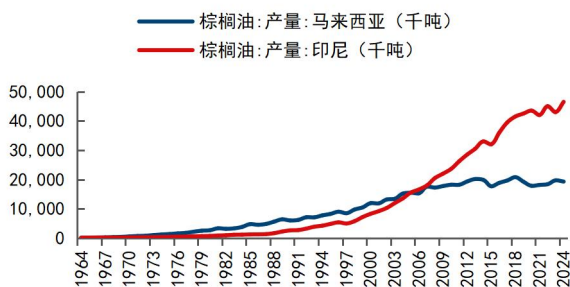
图27：天然橡胶产区变迁的底层线索是人力成本比较优势



资料来源：世界银行，国信证券经济研究所整理

目前主要产区其他热带经济作物的单亩产值和盈利明显高于天然橡胶。按照全乳胶吨价 18000 元及各地过去五年平均单产测算，目前天然橡胶单亩产值中枢仍只有 1000 元左右且盈利甚微（部分人力成本高的地区甚至还在亏损）。而相比之下，棕榈单亩产值可达 3000 元左右（参考印尼最新生产数据），单亩盈利则通常在千元以上；而热带水果单亩产值更是可达万元以上，盈利则可高达数千元（参考国内香蕉种植数据）。近年受益于中国、印度等发展中国家旺盛需求，主流热带经济作物价格景气仍在上行趋势中，未来单亩产值及盈利预计仍将稳中有增。

图 28：马来西亚、印尼棕榈油产量近年维持快速扩张趋势



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理（注：2024 年为美国农业部预测数据）

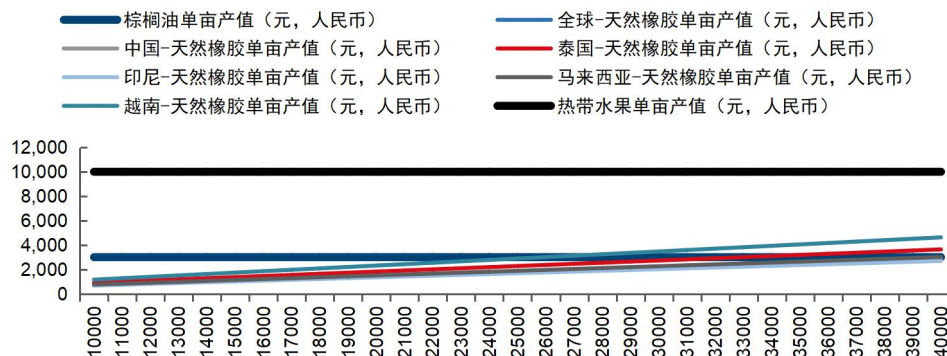
图 29：热带水果、棕榈油价格近年整体呈上行趋势



资料来源：农业农村部，钢联数据，国信证券经济研究所整理

在胶价（WF）涨至 40000 元/吨以上前，全球天然橡胶种植面积难有明显扩张。按照产区过去五年平均单产测算，天然橡胶（WF）价格在涨至 40000 元/吨时，印尼、中国、马来西亚等传统产区的单亩产值大概在 3000 元左右，单亩盈利在 1500-2000 元左右。意味着即使棕榈油价格未来几年始终保持当前价格，天然橡胶的单亩产值和盈利也才刚刚达到棕榈种植的水平。因此我们认为，在天然橡胶（WF）价格涨至 40000 元以上的高价前，以印尼为代表的树龄较老产区预计还将维持缩种或者改种趋势，而中国、马来西亚等人力成本较高产区预计同样难有扩种动力，新树来源或仍以翻新为主。

图 30：在胶价涨至 40000 元/吨以上时，全球天壤橡胶种植面积难有扩张



资料来源：ANRPC，印尼棕榈油协会，海南统计局，国信证券经济研究所整理

◆ **结论：趋势明确，本轮橡胶周期的价格高点会比上轮周期更高**

从基本面来看，本轮周期供给的长期调减和需求的相对稳定增长趋势是明确的，天然橡胶价格中枢有望在供需差扩大过程中逐年抬升；从估值来看，考虑到2010年以来的通胀因素以及替代产业机会成本支撑，我们预计本轮橡胶周期的价格高点会比上轮周期更高。

图31：本轮橡胶周期的价格高点会比上轮周期更高



资料来源：隆众石化，国信证券经济研究所整理

公司盈利弹性：管理优化与技术突破并进，未来有望充分受益景气上行

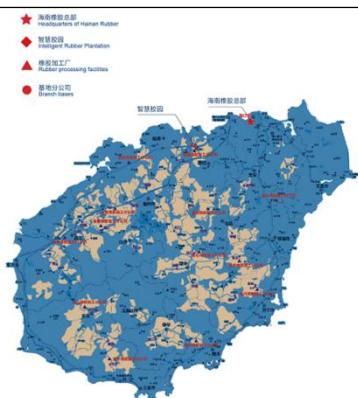
公司作为掌握核心资源的全球橡胶龙头企业，其已建立了“种植+收购→加工→销售”的完整产业经营链条，目前正致力于依靠技术升级、管理变革来强化主业、提升效率，公司未来有望充分受益行业景气上行。

橡胶种植端：掌握产区核心资源，智能割胶助力成本优化

◆ 公司是国内外少有的拥有大规模成片胶园的企业。

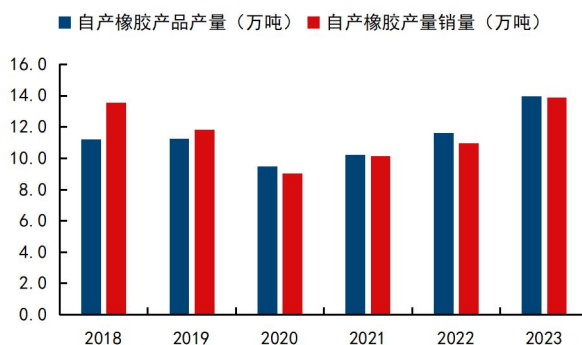
截至 2024 年 6 月 30 日，公司共经营管理土地 492 万亩、境内外天然橡胶种植基地共 29 个、天然橡胶种植园 392 万亩，是国内外少有的拥有大规模成片胶园的企业之一。同时，公司拥有七十多年的天然橡胶种植生产经验和成熟稳定的技术管理队伍。目前公司正打造 200 万亩核心胶园，年干胶生产能力超过 20 万吨。

图 32：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 33：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

◆ 种植端是公司核心盈利中心，2023 年完全成本预计在 2 万元左右

公司加工贸易端受行业产能过剩，原料竞争激烈影响，目前基本不盈利，所以当前的核心盈利中心为种植端，是我们分析公司盈利弹性的核心关注。在不考虑非经常损益中的营业外收支（主要为土地补偿款）、非流动资产处置损益以及当期非有效套保损益的情况下，可测算得到公司 2023 年完全成本在 2 万元左右。相较于 2022 年增加明显的原因主要有两个：一个是并表 HAC 带来的额外运营费用以及并购贷款相关财务利息支出导致单吨摊销增加；另一个是 HAC 的非洲胶园尚处产能爬坡期且胶工水平尚待提高，可能在短期内拖累了单吨成本表现。

表2：公司自产胶完全成本测算

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
归属于母公司所有者的净利润（百万元）	-989.71	61.31	-264.04	228.64	135.15	71.12	150.76	76.40	297.12
非经常性损益-营业外收支（百万元）	20.65	138.14	223.49	170.38	176.92	391.75	255.12	339.03	1,394.50
非经常性损益-非流动资产处置损益（百万元）	-6.41	368.74	-2.02	636.18	2.73	1.67	0.04	168.54	282.52
非经常性损益-非有效套保损益（百万元）	162.27	-51.42	156.12	188.89	38.72	-258.30	152.58	158.40	-205.56
扣除非经常性损益-非流动资产处置及非有效套保的归母净利润（百万元）	-1,166.22	-394.15	-641.63	-766.81	-83.22	-64.00	-256.98	-589.57	-1,174.34
公司自有胶园橡胶年产量（万吨）	8.14	12.09	10.68	13.56	11.83	9.02	10.13	10.94	13.88
单吨净利润-不考虑“营业外&非流动资产处置&非有效套保”（元）	-14,327.03	-3,260.13	-6,007.77	-5,654.94	-703.47	-709.53	-2,536.82	-5,389.12	-8,460.66
国内全乳胶年均价（元/吨）	11,334.26	11,496.72	13,843.00	10,774.18	11,199.73	11,434.47	13,431.79	12,554.03	12,233.47
单吨完全成本-不考虑“营业外&非流动资产处置&非有效套保”（元）	25,661.29	14,756.85	19,850.77	16,429.12	11,903.20	12,144.00	15,968.61	17,943.15	20,694.13

资料来源：公司公告，隆众石化，国信证券经济研究所整理

◆ 管理优化与技术突破并进，成本存在较大改善空间

非洲胶园成本存在优化空间。公司在天然橡胶新兴产区喀麦隆的约 50 万亩胶园目前尚年轻，处于产量爬坡上升期，未来产量预计仍存在较大释放空间。后续随产量逐年爬升，胶园的折旧、日常维护、人员费用等固定成本有望持续摊薄。另外作为新兴产区，非洲地区目前胶工经验不足，存在割胶水平偏低的情况，公司正在派遣国内经验丰富的胶工以及专家前往非洲当地培训，未来同样有望改善非洲胶园成本。

图 34：公司已派遣国内经验丰富的胶工以及专家前往非洲当地培训



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

智能割胶长期有望助力成本优化。受近年胶价低迷、割胶劳动强度大、替代产业收益更高等多因素影响，胶工短缺、胶树利用率低正成为我国包括东南亚等众多橡胶产区的共同问题。为解决上述问题，海南橡胶作为国家战略物资安全的重要

保障单位，于 2022 年联合国内科研团队成立海南海胶智造科技有限公司（公司持股 45%，以下简称“海胶智造”），加快新一代智能割胶机研发。2023 年，公司开始新一代智能割胶机的大规模试验示范，2024 年 9 月前已在海南省和云南省的试验基地示范应用 7300 台智能割胶机，覆盖胶林 310 亩。2024 年 11 月份，海胶智造新一代智能割胶机（型号 4DG-DH4.0）已通过海南省农业机械试验鉴定，后续有望纳入农机补贴，单机成本预计将低至 200 元以内（目前公司智能割胶机单机成本接近 300 元，若加入农机补贴，则预计可补贴 30%）。公司目前还在通过简化机器组件、结构、采用成本更低的材料以及规模化生产来降低生产成本，未来预计可以进一步降低单机成本。

由于目前行业割胶高度依赖人工，单吨橡胶（WF）产出成本中，人工成本的占比通常可达 70%以上，相当于单吨橡胶（WF）的人工成本在 12000-13000 元。然而如果使用智能割胶机替代人工，假设单机成本能控制在 200 元左右，按照正常胶工一年管理 1600 棵树，株产 4kg，单吨橡胶（WF）折旧成本将不足万元。后续随公司新一代割胶机推广应用范围扩大，公司种植端生产成本有望持续改善。

图 35：公司新一代智能割胶机已 2023 年开始大规模试验示范



资料来源：南海网，国信证券经济研究所整理

图 36：使用智能割胶机后，胶农只需通过手机 APP 操作便可完成割胶作业



资料来源：海垦融媒，国信证券经济研究所整理

◆ 周期上行叠加成本优化，公司盈利有望持续改善

综合上述分析来看，假设未来公司 20 万吨产能充分释放且通过管理优化以及技术升级将单吨成本降至 17000 元左右，当天然橡胶价格涨至 35000 元每吨左右时，公司单种植端潜在的利润释放空间有望达到 30-40 亿元。

图 37：周期上行叠加成本优化，公司盈利有望持续改善

单吨成本 (元)	25000	30000	35000	40000	45000
20000	10	20	30	40	50
19000	12	22	32	42	52
18000	14	24	34	44	54
17000	16	26	36	46	56
16000	18	28	38	48	58
15000	20	30	40	50	60
14000	22	32	42	52	62
13000	24	34	44	54	64

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

橡胶贸易端：行情上涨有望改善公司贸易端盈利

◆ 公司目前占据全球约 1/4 的橡胶贸易份额

公司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。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，2023 年贸易量已达 380 万吨(含受托管理的 KM 公司和 ART 公司)，占当年全球消费的约 25%。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（Halcyon Agri Corporation Limited）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 38：公司橡胶贸易网络已覆盖全球主要产销区域



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 39：公司与国内外数十家知名轮胎、制品企业保持长期合作

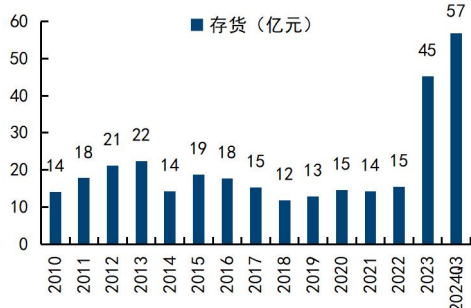


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

◆ 公司存货规模截至 2024Q3 末接近 60 亿元，未来有望受益上涨行情

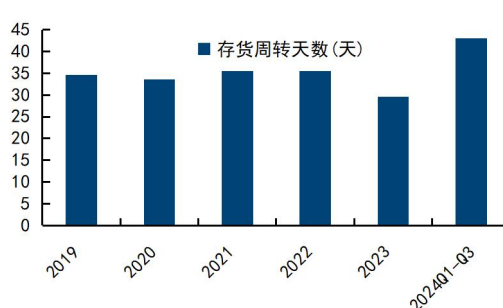
截至 2024 年三季度末，公司账上存货规模已接近 60 亿元，近年存货的平均流转周期大致为 30-40 天，后续若天然橡胶价格出现持续上涨行情，公司贸易库存升值有望持续贡献利润增厚，改善贸易端盈利表现。

图 40：公司截至 2024Q3 末的存货规模已接近 60 亿元



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 41：公司存货周转天数大致为 30-40 天



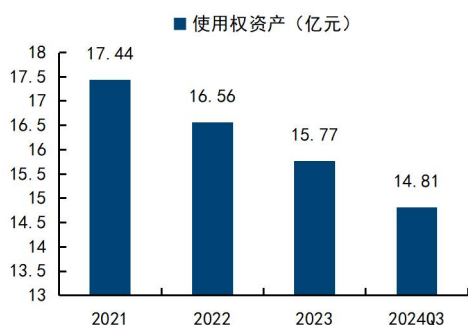
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

副业增厚：积极拓展林下经济和非胶作物种植

◆ 公司正尝试拓展林下经济模式，积极发展非胶作物种植。

公司目前在海南岛内的胶园面积在 300 万亩以上，虽然大部分被限制用于橡胶树种植，但树下空间以及部分低产胶园尚未完全开发，未来再开发潜力较大。公司目前拥有高效农业种植面积超 11 万亩。近年来，公司积极利用海南自由贸易港有关大力发展热带特色高效农业政策红利，充分发挥海南热带气候和公司资源优势，推动建立非胶产业种植管理、产品加工、品牌赋能、多元化销售模式一体化机制，做大做强非胶产业。2023 年，公司非胶业务收入已达 4 亿元以上，毛利率约为 30%，未来在非胶产品或额外租金带动下，公司自有胶园的单亩收益有望持续增厚。

图 42：公司以租赁方式获得现有土地使用权



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 43：公司正尝试拓展林下经济模式



资料来源：海南农垦报，国信证券经济研究所整理

图 44：公司正积极拓展非胶作物种植（图为海南橡胶红光分公司智能标准化澄迈福橙种植基地）



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 45：公司非胶业务收入近几年扩张明显



资料来源：海南农垦报，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：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并通过内部升级不断改善主业盈利能力，同时有望受益天然橡胶景气上行。我们预计公司橡胶产品 2024-2026 年营收分别为 455.8/582.2/736.3 亿元，同比增速分别为 22.5%/27.8%/30.9%；毛利率分别为 4.7%/4.8%/5.0%。

橡胶木材：参考过往业绩表现，参考过往收入利润表现来看，我们预计公司橡胶木材 2024-2026 年营收分别为 0.8/0.8/1.0 亿元，同比增速为 2.7%/6.7%/25.0%，毛利率分别为 40.0%/40.0%/40.0%。

其他业务：公司正积极拓展林下经济及非胶作物种植，我们预计公司其他业务 2024-2026 年营收分别为 4.3/4.6/4.8 亿元，同比增速分别为 5.0%/5.0%/5.0%；毛利率分别为 20.0%/20.0%/20.0%。

综上所述，预计公司 2024-2026 年的营收分别为 460.9/587.6/768.1 亿元，同比增速为 22.3%/27.5%/30.7%，毛利率 4.9%/5.0%/5.1%，毛利 22.6/29.2/39.1 亿元。

表3：海南橡胶业务拆分

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
橡胶产品						
收入（亿元）	145.36	147.09	372.00	455.78	582.24	762.32
增速	-4.73%	1.19%	152.91%	22.52%	27.75%	30.93%
毛利（亿元）	2.85	1.82	6.45	21.42	27.95	37.73
毛利率	1.96%	1.24%	1.73%	4.70%	4.80%	4.95%
橡胶木材						
收入（亿元）	2.73	0.83	0.73	0.75	0.80	1.00
增速	86.99%	-69.60%	-12.05%	2.74%	6.67%	25.00%
毛利（亿元）	1.95	0.54	0.28	0.30	0.32	0.40
毛利率	71.43%	65.06%	38.36%	40.00%	40.00%	40.00%
其他业务						
收入（亿元）	5.25	5.80	4.13	4.34	4.55	4.78
增速	53.51%	10.48%	-28.79%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利（亿元）	1.51	0.98	1.27	0.87	0.91	0.96
毛利率	28.76%	16.90%	30.75%	20.00%	20.00%	20.00%
合计						
总营收（亿元）	153.33	153.71	376.87	460.87	587.59	768.10
增速	-2.61%	0.25%	145.18%	22.29%	27.50%	30.72%
毛利（亿元）	6.31	3.33	8.00	22.59	29.18	39.09
毛利率	4.12%	2.17%	2.12%	4.90%	4.97%	5.09%

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4：未来 3 年盈利预测表

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	37687	46087	58760	76810
营业成本	36887	43828	55842	72901
销售费用	232	277	341	430
管理费用	1549	1805	2251	2842
研发费用	36	37	41	46
财务费用	674	451	460	503
营业利润	(1060)	(269)	(154)	90
利润总额	321	111	206	430
归属于母公司净利润	297	115	203	435
EPS	0.07	0.03	0.05	0.10
ROE	3.02%	1.17%	2.02%	4.20%

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 2024-2026 年收入分别为 460.9/587.6/768.1 亿元，归属母公司净利润 1.2/2.0/4.4 亿元，利润年增速分别为 -61.1%/75.5%/114.4%。每股收益 2023-2025 年分别为 0.03/0.05/0.10 元。

盈利预测的敏感性分析

表5：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
乐观预测					
营业收入(百万元)	15,371	37,687	46,129	58,877	77,054
(+/-%)	1.1%	145.2%	22.4%	27.6%	30.9%
净利润(百万元)	76	297	356	496	832
(+/-%)	-49.3%	288.9%	19.9%	39.3%	67.7%
摊薄 EPS	0.02	0.07	0.08	0.12	0.19
中性预测					
营业收入(百万元)	15,371	37,687	46,087	58,760	76,810
(+/-%)	1.1%	145.2%	22.3%	27.5%	30.7%
净利润(百万元)	76	297	115	203	435
(+/-%)	-49.3%	288.9%	-61.1%	75.5%	114.4%
摊薄 EPS(元)	0.02	0.07	0.03	0.05	0.10
悲观的预测					
营业收入(百万元)	15,371	37,687	46,045	58,643	76,568
(+/-%)	1.1%	145.2%	22.2%	27.4%	30.6%
净利润(百万元)	76	297	-124	-90	39
(+/-%)	-49.3%	288.9%	—	—	-143.8%
摊薄 EPS	0.02	0.07	-0.03	-0.02	0.01
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

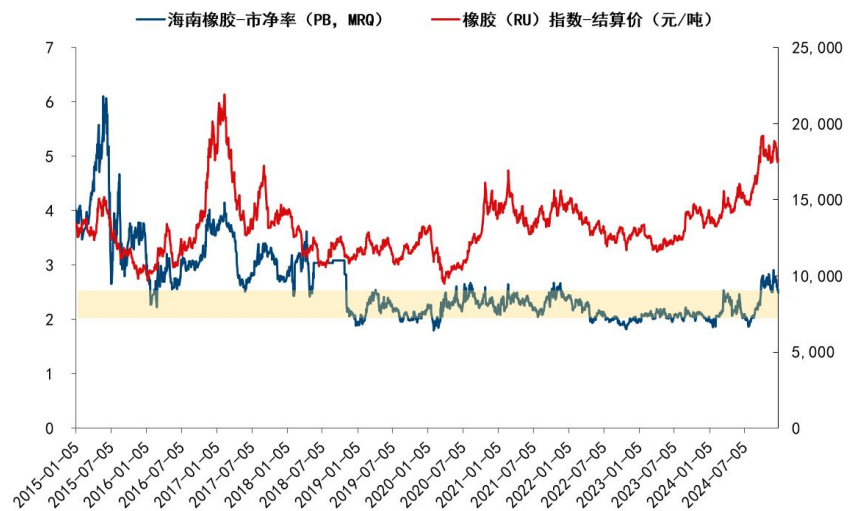
公司股票合理估值区间在 6.1-6.3 元，维持“优于大市”评级。

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：6.1-6.3 元

预测方面，我们预计公司 2024-2026 年每股净资产分别为 2.31/2.35/2.42 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，历史股价底部的 PB 中枢在 2x 左右，考虑到公司主业存在改善空间且胶价景气正持续上行，我们预计公司 PB 中枢有望随橡胶价格向上修复。综合分析，我们保守预计公司的 2025 年的动态 PB 中枢为 2.6-2.7x，对应 2025 年目标价格区间为 6.1-6.3 元。

图 46: 参考公司历史 PB 表现，我们预计公司 2025 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 6.1-6.3 元之间，相对于公司目前股价有 15-20%左右的溢价空间，维持“优于大市”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 6.1-6.3 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,都融入了很多个人的判断,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 22.3%/27.5%/30.7%,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 4.9%/5.0%/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

公司以橡胶产品作为核心主业,自有胶园年产量在 10 万吨以上,橡胶年贸易量接近 400 万吨(含受托管理的 KM 公司和 ART 公司),如果全球主要产区发生极端天气进而导致橡胶减产,公司主业规模及盈利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,或将造成公司出现一定亏损。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	5680	3506	3020	4062	3523	营业收入	15371	37687	46087	58760	76810
应收款项	947	3404	3914	4830	6313	营业成本	15038	36887	43828	55842	72901
存货净额	1541	4526	4761	5777	7355	营业税金及附加	27	106	84	105	139
其他流动资产	957	1398	2389	2961	3567	销售费用	191	232	277	341	430
流动资产合计	9126	12872	14123	17668	20797	管理费用	728	1549	1805	2251	2842
固定资产	3055	4179	4159	4006	3755	研发费用	25	36	37	41	46
无形资产及其他	344	1919	1843	1767	1692	财务费用	281	674	451	460	503
投资性房地产	9348	14370	14370	14370	14370	投资收益	256	196	226	226	216
长期股权投资	457	611	661	711	761	资产减值及公允价值变动	(51)	(325)	(100)	(100)	(75)
资产总计	22329	33950	35155	38522	41374	其他收入	433	829	(37)	(41)	(46)
短期借款及交易性金融负债	4120	10758	10000	11691	12689	营业利润	(256)	(1060)	(269)	(154)	90
应付款项	693	1120	1665	2147	2605	营业外净收支	337	1381	380	360	340
其他流动负债	1515	2582	3815	4801	5916	利润总额	82	321	111	206	430
流动负债合计	6328	14461	15479	18639	21211	所得税费用	35	209	60	123	245
长期借款及应付债券	3089	3981	3981	3981	3981	少数股东损益	(30)	(186)	(65)	(120)	(250)
其他长期负债	3220	3874	4024	4174	4324	归属于母公司净利润	76	297	115	203	435
长期负债合计	6308	7855	8005	8155	8305	现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	12637	22316	23485	26794	29516	净利润	76	297	115	203	435
少数股东权益	316	1809	1764	1680	1506	资产减值准备	111	(69)	3	(2)	(4)
股东权益	9376	9825	9906	10048	10352	折旧摊销	332	620	495	532	556
负债和股东权益总计	22329	33950	35155	38522	41374	公允价值变动损失	51	325	100	100	75
						财务费用	281	674	451	460	503
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	439	(8825)	194	(888)	(1948)
每股收益	0.02	0.07	0.03	0.05	0.10	其它	(42)	383	(48)	(81)	(171)
每股红利	0.06	0.19	0.01	0.01	0.03	经营活动现金流	967	(7269)	859	(137)	(1057)
每股净资产	2.19	2.30	2.31	2.35	2.42	资本开支	0	(1307)	(501)	(401)	(301)
ROIC	-3.43%	-2.88%	-0.58%	-0.32%	0.04%	其它投资现金流	(0)	(38)	0	0	0
ROE	0.81%	3.02%	1.17%	2.02%	4.20%	投资活动现金流	500	(1499)	(551)	(451)	(351)
毛利率	2%	2%	5%	5%	5%	权益性融资	(8)	1	0	0	0
EBIT Margin	-4%	-3%	0%	0%	1%	负债净变化	1655	892	0	0	0
EBITDA Margin	-2%	-1%	1%	1%	1%	支付股利、利息	(251)	(799)	(35)	(61)	(130)
收入增长	1%	145%	22%	27%	31%	其它融资现金流	(1575)	6406	(758)	1691	999
净利润增长率	-49%	289%	-61%	76%	114%	融资活动现金流	1225	6593	(793)	1630	868
资产负债率	58%	71%	72%	74%	75%	现金净变动	2692	(2175)	(485)	1042	(539)
股息率	1.4%	4.3%	0.2%	0.3%	0.7%	货币资金的期初余额	2989	5680	3506	3020	4062
P/E	242.0	62.2	160.1	91.2	42.5	货币资金的期末余额	5680	3506	3020	4062	3523
P/B	2.0	1.9	1.9	1.8	1.8	企业自由现金流	0	(9901)	213	(685)	(1498)
EV/EBITDA	(102.0)	(81.2)	76.2	63.6	47.6	权益自由现金流	0	(2604)	(752)	821	(716)

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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