

国内天然橡胶产业龙头

估值区间: 4.20-4.90

2010年12月27日

海南橡胶(601118) IPO投资价值分析

发行数据

发行前总股本(万)	314,517
本次发行股数(万)	78,600
发行后总股本(万)	393,117

发行后主要股东

	持股比例
海南农垦	72.98%
厦门国贸	1.53%
雅戈尔投资	0.51%
厦门裕田	0.51%
和合控股	0.51%

公司是典型的资源控制型企业,控制了全国约30%的胶林资源,而且未来将通过收购民营胶甚至是收购境内外胶林来占据更多资源,因此公司未来发展主要靠外延式扩张。天然橡胶是重要的战略资源,在国家政策的强有力支持下,公司有实力冲出海南,走向世界。

- **天然橡胶产业对我国至关重要。**随着制造业的快速发展,天然橡胶需求量大幅增长,目前已接近300万吨,其中只有20%左右自产,而天然橡胶属于重要战略资源,进口依赖度过高威胁到国家经济安全,因此急需扩大国内产能。
- **公司是国内最大的天然橡胶生产企业,**拥有314万亩胶林,90%的收入和利润来自于橡胶,主营非常突出。公司自产胶产能较稳定,非自产胶发展迅速,利润率处于行业内较高水平。今年胶价大幅回升,预计业绩增长较快,但四季度盈利可能会受10月海南特大洪灾的影响;未来两年能保持20%的增长。
- **大股东为海南农垦集团,**实力雄厚,从1952年起就开始从事天然橡胶行业,生产技术、管理经验均非常优秀,旗下还有40万亩土地可作为旅游和观光农业等资源,未来资产升值空间巨大。
- **核心竞争力在于资源控制与加工能力。**公司拥有全球最大的胶林资源,而且其中60%是生产潜力优秀的甲等胶园,54%胶林处于旺产期,18%属于为未来储备的中小苗。公司加工厂采取集中加工的方式,既能节能减排,又保证产品质量的一致性。主要产品5号标准胶是上海期货交易所可用于实物交割的三个品种之一。
- **募投项目兼顾长期发展与短期效益。**橡胶开割树防雨帽与气态刺激割胶新技术的推广短期内就能帮助公司提高生产效率,产量提高15-20%;种苗繁育基地年产500万株橡胶苗木,是公司胶林新老更替的保障;胶园更新种植建设项目未来4年内更新34万亩胶林,将给公司带来持续30年的回报。
- **合理估值区间为4.2-4.9元。**我们估计受低毛利的非自产胶快速扩张影响,毛利率分别为20.0%、16.6%、13.6%。摊薄后每股收益0.14、0.16、0.20元,同比增速分别为89%、20%、20%。我们给予公司2010年30-35倍PE,合理估值区间为4.2-4.9元。
- **风险因素:**自然灾害,天然橡胶价格剧烈波动,合成橡胶替代作用,本文重点介绍了异戊橡胶这一品种。

主要财务数据

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	3637	3743	5376	8266	13468
同比增长	-3%	3%	44%	54%	63%
营业利润(百万元)	312	247	547	634	759
同比增长	-38%	-21%	121%	16%	20%
净利润(百万元)	337	286	540	640	767
同比增长	-42%	-15%	89%	19%	20%
每股收益(元)	0.09	0.07	0.14	0.16	0.20
ROE	9%	8%	7%	8%	9%

资料来源:招商证券

黄琚

0755-82943241
huangj@cmschina.com.cn
S1090208040189

朱卫华

0755-82943101
zhuweihua@cmschina.com.cn
S1090203100034

正文目录

一、国内天然橡胶产业龙头	3
二、天然橡胶我国非常紧缺的战略资源	7
三、公司经营分析	11
1. 生产性能分析	11
2. 收入结构分析	11
3. 承包模式分析	11
4. 套期保值业务分析	11
5. 业务发展分析	12
四、募投项目——兼顾长期发展与短期效益	12
五、盈利预测及估值	14
六、风险因素	16

图表目录

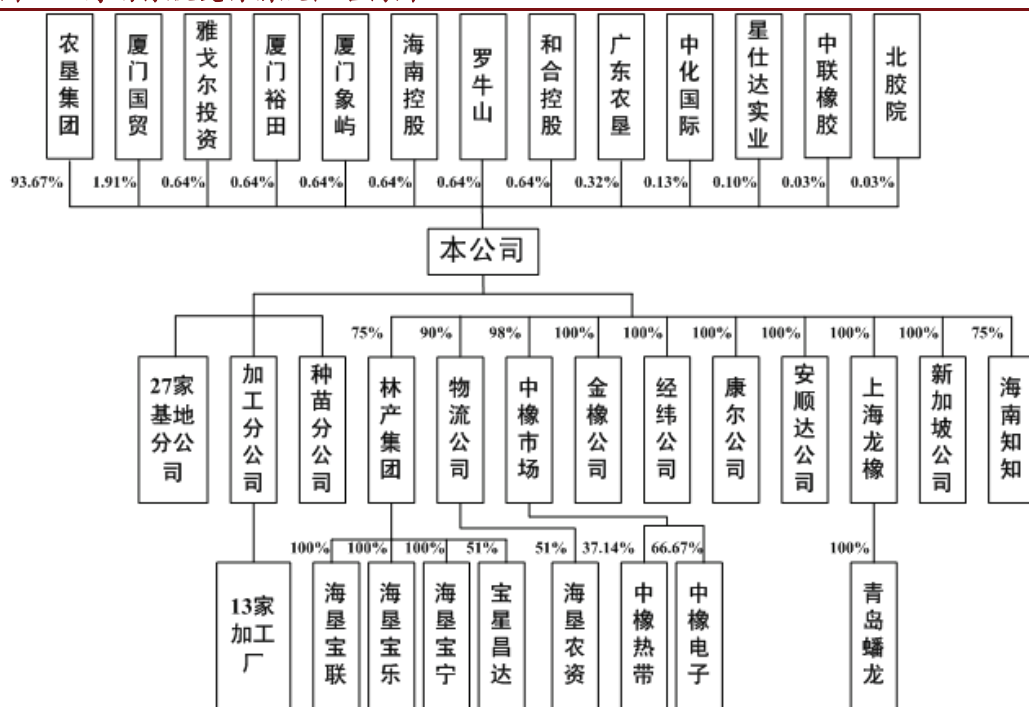
图 1、海南橡胶发行前股权结构图	3
图 2、公司主营业务流程	5
图 3、公司销售收入增长情况	5
图 4、产品价格波动情况	5
图 5、自产胶与非自产胶毛利率情况	6
图 6、综合毛利率处于行业较高水平	6
图 7、公司橡胶树龄结构	7
图 8、世界天然橡胶消费量增长情况	8
图 9、天然橡胶价格波动情况	8
图 10、东南亚三国产量占全球近七成	8
图 11、中国已成为天然橡胶第一消费大国	8
图 12、中国天然橡胶自给率逐年下降	9
图 13、我国天然橡胶进口价格波动情况	9
图 14、中国天然橡胶月进口量呈上升趋势	9
图 15、中国天然橡胶年进口量逐年上升	9
图 16、天然橡胶与合成橡胶比例基本稳定	10
图 17、2008 年各胶种占合成橡胶全球产量的比例	10
图 18、2008 年各胶种占合成橡胶中国产量的比例	10
图 19、2010-2015 年国内各胶种扩产计划	10
图 20、胶园更新种植项目未来胶水产量	13
表 1、海南橡胶发行前后股权比例变化情况	4
表 2、IPO 募集资金投向	12
表 3、海南橡胶分业务盈利预测	14
表 4、海南橡胶盈利预测总表	15
附：财务预测表	17

一、国内天然橡胶产业龙头

公司是中国最大的天然橡胶生产企业，主营业务为天然橡胶的种植、生产、加工与销售。现有橡胶林、防护林面积 353 万亩，覆盖海南省 17 个市县，占全国橡胶种植总面积的近 30%，占海南全岛面积 7%。公司主要产品为标准胶、浓缩胶乳等初加工产品，产量占全国总产量 30%。公司是国内唯一能大批量生产浓缩天然胶乳、航空轮胎专用胶等高品质产品的生产商，并围绕橡胶生产加工开展了产品电子交易服务、地方民营胶收购、境内外橡胶产品贸易、橡胶原木加工和物流运输等业务。公司在巩固海南基地的同时以收购境内外民营胶和胶林资源的方式实现外延式发展，并开展橡胶产品深加工，进一步提升公司的资源优势、业务规模 and 市场份额，逐步打造拥有行业内国际影响力的橡胶产业集团。

公司的主要发起人及控股股东为海南农垦集团有限公司，前其身为 1952 年设立的华南华南垦殖局海南分局，2005 年联合广东农垦、中化国际、星仕达实业、中联橡胶、北胶院等共同发起设立股份有限公司。目前海南农垦集团持有公司 29.46 亿股股份，占发行前总股本的 93.67%。公司发行前总股本 31.45 亿股，本次 IPO 拟发行人民币普通股 7.86 亿股，占发行后总股本的 19.99%。

图 1、海南橡胶发行前股权结构图



资料来源：公司招股书，招商证券

表 1、海南橡胶发行前后股权比例变化情况

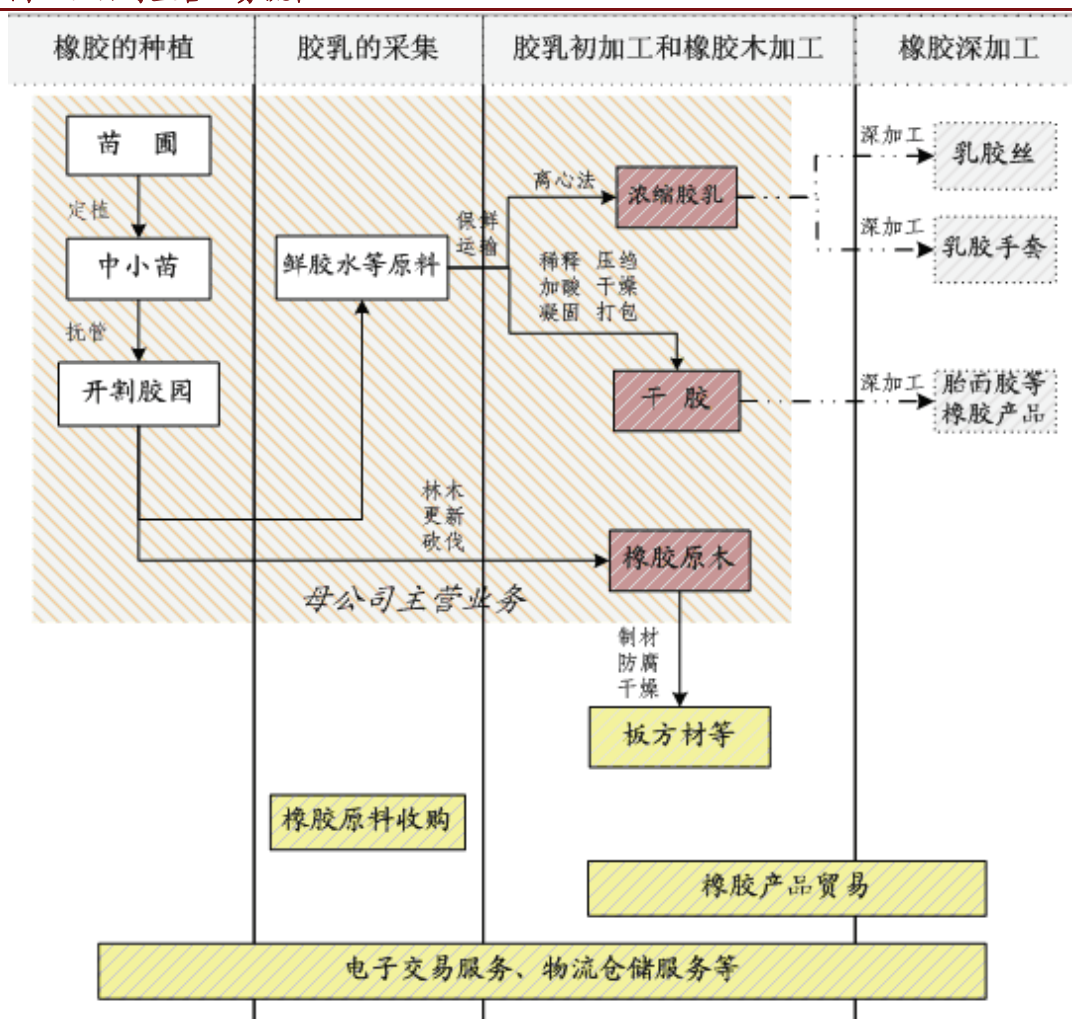
股东	本次发行前		本次发行后	
	股数(万股)	比例	股数(万股)	比例
海南省农垦集团有限公司	294617	93.67%	286901	72.98%
厦门国贸集团股份有限公司	6000	1.91%	6000	1.53%
雅戈尔投资有限公司	2000	0.64%	2000	0.51%
厦门裕田投资有限公司	2000	0.64%	2000	0.51%
和合控股有限公司	2000	0.64%	2000	0.51%
海口农工贸(罗牛山)股份有限公司	2000	0.64%	2000	0.51%
厦门象屿集团有限公司	2000	0.64%	1948	0.50%
海南省发展控股有限公司	2000	0.64%	1948	0.50%
广东省农垦集团公司	1000	0.32%	974	0.25%
中化国际(控股)股份有限公司	400	0.13%	400	0.10%
海南星仕达实业有限公司	300	0.10%	300	0.08%
中联橡胶有限责任公司	100	0.03%	100	0.03%
北京橡胶工业研究设计院	100	0.03%	97	0.02%
社保基金理事会			7850	2.00%
本次发行流通股			78600	19.99%
合计	314517	100%	393117	100%

资料来源：公司招股书，招商证券（注：社保基金持股为原国有股东根据有关规定转持）

公司主营业务非常突出，自产胶发展稳健，非自产胶增长较快。近几年天然橡胶和相关产品收入一直保持在总收入的 99%以上，主要包括干胶、浓缩胶乳以及橡胶原木。2007-2009 年以及 2010 年 1-9 月公司总销售收入分别为 37.63、36.37、37.43、41.01 亿元，其中天然橡胶产品收入占比分别为 94.7%、95.46%、93.50%和 95.24%。前三年公司销售收入基本没有增长一方面是因为 2005 年受 30 年最强台风“达维”的影响还在恢复过程中，另一方面是由于 2008-2009 年全球金融危机的影响天然橡胶价格大降导致的。随着今年下半年橡胶价格大幅攀升，公司收入及盈利状况明显好转。另外，公司从 2008 年起加大了对非自产胶（以收购民营胶为主）的投入，非自产胶销售大幅增长，近三年及一期销售收入分别为 2.83、3.13、6.02、16.21 亿元。今年 10 月份海南遭受了比较严重的暴雨和洪灾，可能会对公司自产胶生产和民营胶收购都带来一定影响。

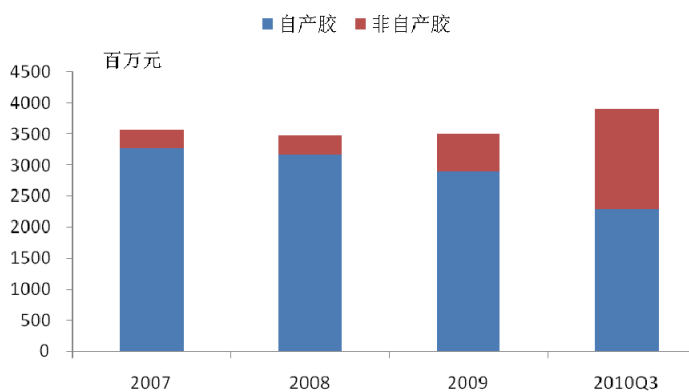
综合毛利率在橡胶行业中处于较高水平，显示了公司独特的资源优势。公司从 2008 年开始实施“定量上缴”与“市价结算”相结合的长期承包制，一方面大大增强胶工的积极性和责任感，另一方面合理的控制了生产成本，表现为公司自产胶的毛利率相对稳定，虽也有波动，但幅度远小于橡胶价格波动，在 2008 年橡胶价格跌幅超过 70% 的行情下，公司的自产胶毛利率也能维持在 20% 以上的水平。非自产胶方面主要是海南本地的民营胶的收购、加工和销售，随着收购规模的扩大和管理水平的提高，非自产胶的毛利率也是逐年提高。和国内外橡胶行业相关公司相比，公司毛利率与印尼国家种植园第七公司相当，高于其他贸易型公司，说明公司拥有独特的资源优势。

图 2、公司主营业务流程



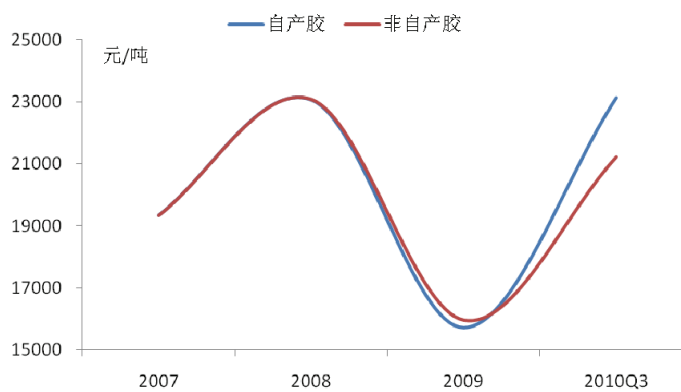
资料来源：公司招股书

图 3、公司销售收入增长情况

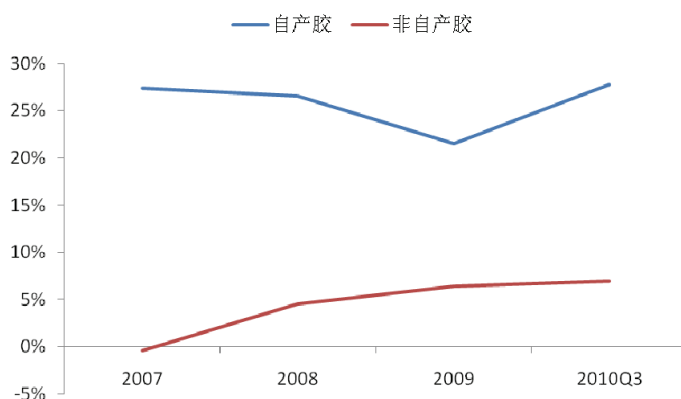


资料来源：公司招股书，招商证券

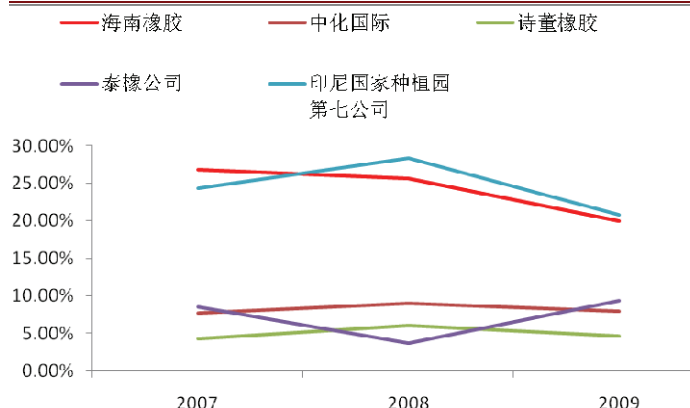
图 4、产品价格波动情况



资料来源：公司招股书，招商证券

图 5、自产胶与非自产胶毛利率情况


资料来源：公司招股书，招商证券

图 6、综合毛利率处于行业较高水平


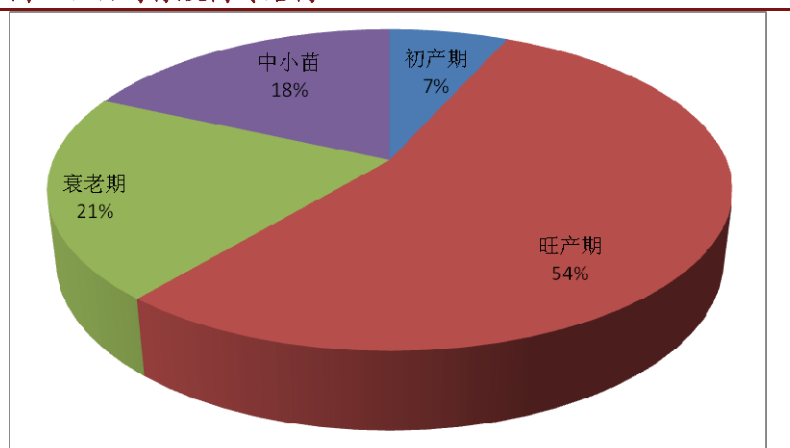
资料来源：公司招股书，招商证券

大股东旗下旅游资源面临资产升值机会，未来想象空间巨大。公司大股东海南农垦集团是仅次于新疆生产建设兵团和黑龙江农垦的全国第三大农垦集团，原本兼具行政与企业双重身份，今年 9 月政企分开后，农垦集团得到了海南农垦系统的 393 万亩土地，其中 353 万亩宜胶土地进入上市公司，集团还有另外 40 万亩，可用于发展热带水果种植、观光农业以及旅游业，主要分布在海南省东南部，其中包括 30 万亩旅游开发用地、10 万亩现代农业园、45 公里海岸线、7 处温泉以及国家森林公园、湿地公园等重要旅游资源。随着海南“国际旅游岛”的地位确立，农垦集团将充分利用这些土地资源和旅游资源，建设覆盖全岛的旅游产业。目前已有多个项目通过立项，包括星级酒店、休闲体育、主题公园、高端住宅和商业地产等。这部分优质旅游资产未来将面临重大的资产升值机会。

天然橡胶产业是典型的资源限制型产业，公司拥有全球最大的胶林资源，优势明显。我国宜胶区域面积较小，主要集中在海南、云南、广东三省，其中海南的胶林资源最为集中。公司在海南拥有胶林 314 万亩，约占全国橡胶种植总面积的 30%，橡胶树 7108 万株，胶林面积大且连片、完整，面积及株数均处于世界领先地位。公司所拥有胶林的树龄结构也较为合理，目前 54% 的胶林生产能力处于旺产期（开割 6-24 年），7% 处于初产期（开割 1-5 年），21% 处于衰老期（开割 25 年以上），另有 18% 的面积为中小苗，其中中小苗将在未来 8 年陆续开割，保证了将来持续稳定的发展。另外，橡胶木材也是优良的实木家具用材，公司目前拥有丰富的橡胶木材约 1000 万立方米，也是一笔宝贵的资源。

天然橡胶加工规模全国最大，集中加工节水节能效果好，产品性能优良有保障。传统的天然橡胶加工一般是独立分散的小工厂，能耗耗水而且产品一致性差。公司通过重组旗下各个小型加工厂，采取集中加工模式，一方面大幅降低了加工环节对油电水等物资的消耗，降低了生产成本，另一方面保证了产品质量和一致性。目前公司有 13 家大型加工厂，总加工能力 32 万吨/年，平均加工能力 2.5 万吨/年，最大加工能力 4.8 万吨/年，均在国内同行业中居于领先水平。通过集中加工，本公单吨消耗柴油量比传统水平低 30%，污水排放量低 40%，而且通过处理污水产生的沼气可以用于发电，进一步降低生产能耗和废气排放。公司产品性能优良，是行业内唯一能大规模生产浓缩乳胶的厂商和少数能生产航空轮胎胶和子午线轮胎胶的厂商之一，主要产品 5 号标准胶是上海期货交易所有用于实物交割的三个品种之一。

图 7、公司橡胶树龄结构



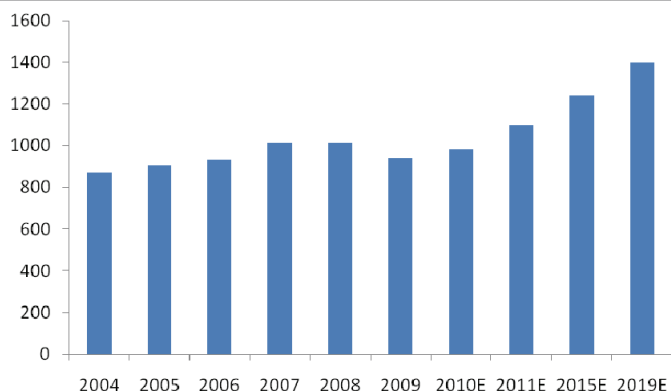
资料来源：公司招股书，招商证券

二、天然橡胶我国非常紧缺的战略资源

天然橡胶在国民经济各个领域应用广泛，是重要的战略资源之一。天然橡胶是指从巴西橡胶树上采集的天然胶乳，经过凝固、干燥等加工工序而制成的弹性固状物，是一种以聚异戊二烯为主要成分的天然高分子化合物，分子式是 $(C_5H_8)_n$ ，其橡胶烃（聚异戊二烯）含量在 90% 以上，还含有少量的蛋白质、脂肪酸、糖分及灰分等。天然橡胶具备优良的综合性能，表现为高弹性、高强度、高伸长率，耐磨、耐撕裂、耐冲击、耐酸碱腐蚀，以及良好的绝缘性、密封性、柔韧性和黏合性。由于综合性能出众，天然橡胶被广泛运用到工业、农业、国防、交通、医疗卫生等各个领域。国际上天然橡胶工业大规模发展超过 100 年，目前有超过 5 万种工业制品以天然橡胶为原料或与其相关。天然橡胶与石油、煤炭、钢铁并称为四大工业原料，天然橡胶消费量成为一国工业化水平的重要标志。

天然橡胶在世界范围内需求非常广泛，并且与宏观经济密切相关。从 1960 年到 2008 年，全球天然橡胶的消费从 200 多万吨发展到 1107 万吨，年平均增长率为 3.1%。尤其是进入本世纪以来全球经济发展迅速，新兴市场工业化进程加快全球天然橡胶消费量保持连续 8 年上升。2008 年下半年至 2009 年，由于全球金融危机、主要发达国家经济低迷、汽车消费下降等因素影响，全球天然橡胶消费 939 万吨，同比下降 7.67%。根据国际橡胶研究组织预测，2010 年天然橡胶消费量预计同比增长 4.4% 至 980 万吨，而到 2019 年天然橡胶消费量将增至 1400 万吨。

图 8、世界天然橡胶消费量增长情况



资料来源：公司招股书，招商证券

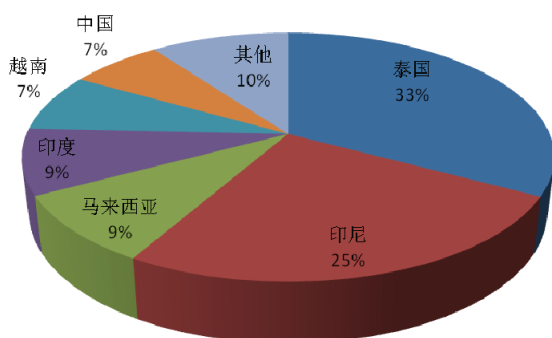
图 9、天然橡胶价格波动情况



资料来源：公司招股书，招商证券

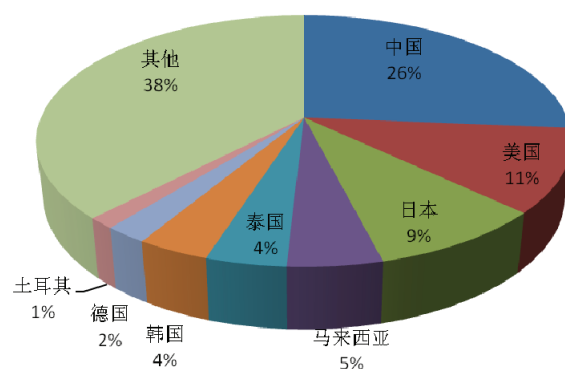
受橡胶树特殊的种植环境限制，天然橡胶地域性供求关系极不平衡。天然橡胶的需求主要游国家的工业化水平和消费水平决定。历史上全球天然橡胶消费大国主要是美、日等发达国家。随着全球制造业向中国转移以及国内消费总量上升，中国从 2001 年开始取代美国成为全球最大的天然橡胶消费国，目前消费比重已超过 25%。而天然橡胶的产地主要集中在少数东南亚国家，其中泰国、印尼、马来西亚三国产量占世界总产量的近 70%。

图 10、东南亚三国产量占全球近七成



资料来源：公司招股书，招商证券

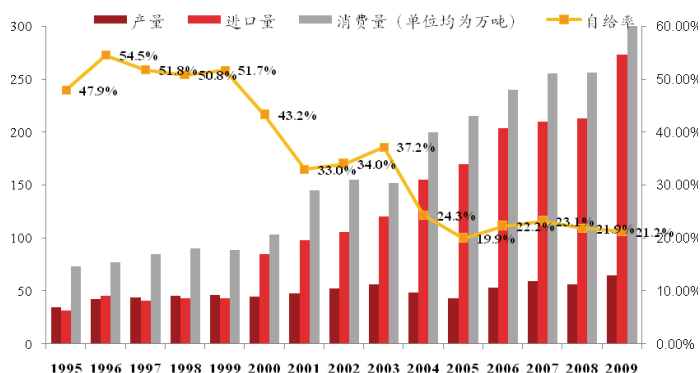
图 11、中国已成为天然橡胶第一消费大国



资料来源：公司招股书，招商证券

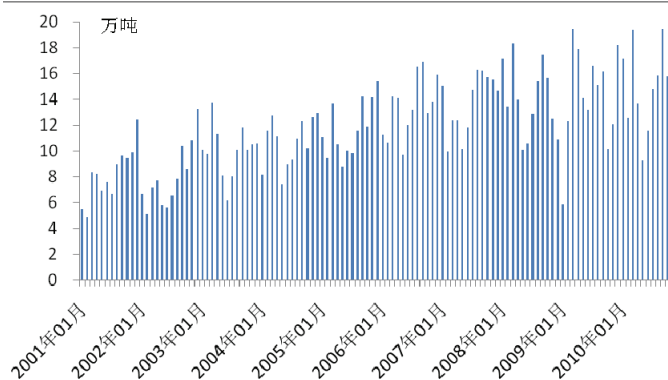
我国对天然橡胶进口的依赖已接近 80%，国家政策非常重视发展天然橡胶产业。受气候与种植条件的约束，我国宜胶区域较少，90%以上的产量集中在海南、云南两省。而随着我国制造业的迅速发展和工业化进程的加快，对天然橡胶的需求逐年增大，因此不得不依靠大量进口。由于天然橡胶是重要的工业原料和战略性资源，进口依赖度过高可能会严重威胁到我国的经济安全。因此在我国发展天然橡胶产业非常重要，国家历来在政策上给予相当的支持。根据《全国天然橡胶优势区域布局规划（2008-2015 年）》我国要大力建设海南、云南、广东三大优势区域，提高天然橡胶生产水平，预计到 2015 年橡胶种植面积将达到 1280 万亩，产量 80 万吨以上。

图 12、中国天然橡胶自给率逐年下降



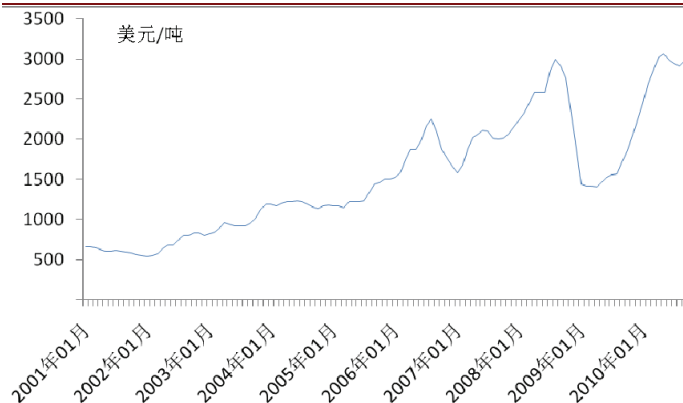
资料来源：公司招股书

图 14、中国天然橡胶月进口量呈上升趋势



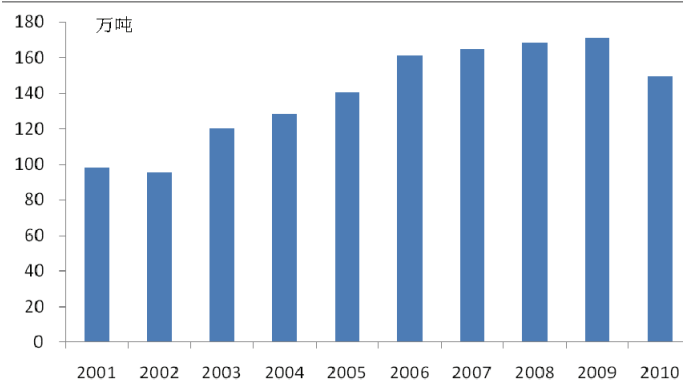
资料来源：海关数据

图 13、我国天然橡胶进口价格波动情况



资料来源：海关数据，招商证券

图 15、中国天然橡胶年进口量逐年上升



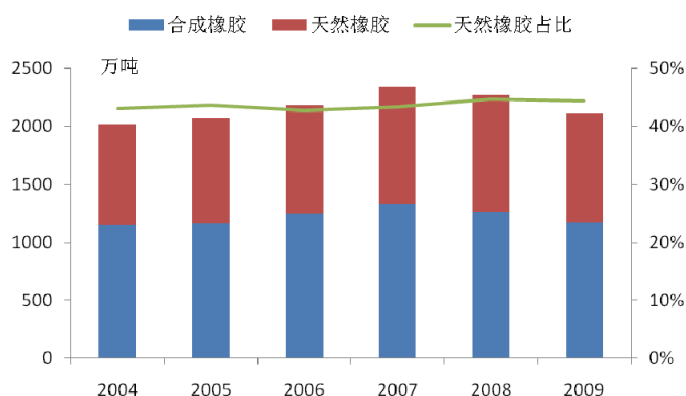
资料来源：海关数据，2010 年为 1-10 月

合成橡胶对天然橡胶的替代性分析:合成橡胶是以石油为主要原料,采用化学方法制成,结构和天然橡胶类似的高分子化合物,主要有丁苯橡胶、顺丁橡胶、异戊橡胶等。随着石油工业的发展,合成橡胶开始大规模工业生产,到上世纪 60 年代初,合成橡胶的消费量已经超过天然橡胶,2009 年全球天然橡胶消费 939 万吨,合成橡胶消费总量 1175.4 万吨,目前合成橡胶与天然橡胶的比例基本稳定在 6:4。2009 年末,我国合成橡胶生产能力将达到 250 万吨/年左右,居世界第二位。在七大合成橡胶胶种中,异戊橡胶对天然橡胶的替代性最强,因为它与天然橡胶分子式相同、性能相似。但异戊橡胶生产技术要求相对较高,其主要原料异戊二烯的产量比较有限,占合成橡胶产量比重只有 4%左右,而且在国内一直没能实现大规模生产。由于天然橡胶的严重短缺,国内非常重视对异戊橡胶的研发,“十一五”期间异戊橡胶工业技术的发展和全面提速,随着乙烯产量提高,异戊二烯的产能瓶颈也得到解决,在今年年底终于取得重大突破,鲁华化工的国内第一套自主研发的年产 1.5 万吨异戊橡胶项目顺利投产。

合成橡胶虽能部分替代天然橡胶,但综合性能还有差距,产量也仍受限制。合成橡胶的主要应用领域是轮胎生产,可以与天然橡胶混合使用,双方有一定替代性。在普通轮胎制造中,如果在天然橡胶中添加 10%的异戊橡胶,不需要更改配方便可以进行生产。但在航天、军工等对综合性能要求较高的领域仍然完全使用天然橡胶,而且由于合成橡胶是石油化工的产物,属于不可再生资源,产量也受石油化工产品的限制,而天然橡胶属于可再生资源,可持续性更强。

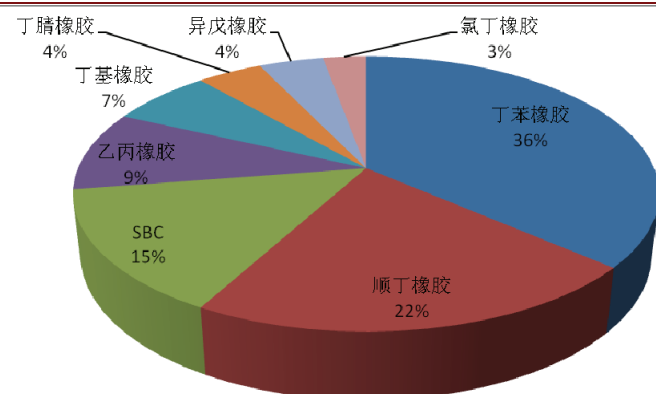
附异戊橡胶简介：异戊橡胶，全名为顺-1,4-聚异戊二烯橡胶。由异戊二烯制得的高顺式(顺-1,4 含量为 92%~97%)合成橡胶，因其结构和性能与天然橡胶近似，故又称合成天然橡胶。它是一种综合性能很好的通用合成橡胶，主要用于轮胎生产，除航空和重型轮胎外，均可代替天然橡胶。但它的生胶强度、粘着性、加工性能以及硫化胶的抗撕裂强度、耐疲劳性等均稍低于天然橡胶。

图 16、天然橡胶与合成橡胶比例基本稳定



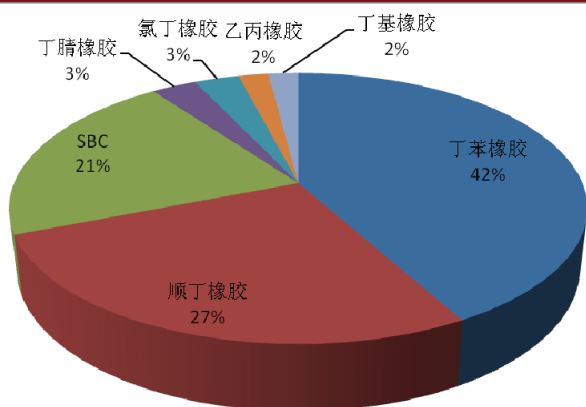
资料来源：公司招股书，招商证券

图 17、2008 年各胶种占合成橡胶全球产量的比例



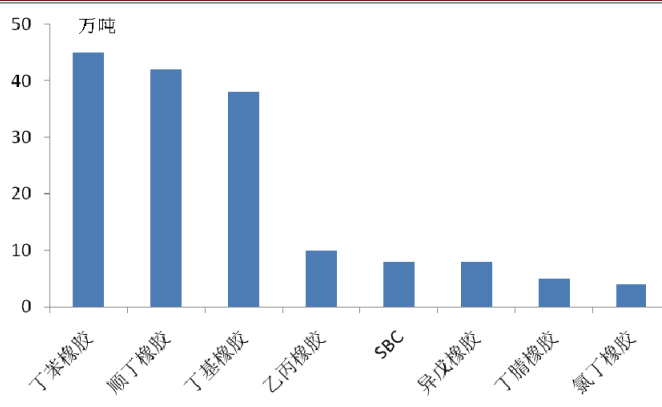
资料来源：《当代石油石化》

图 18、2008 年各胶种占合成橡胶中国产量的比例



资料来源：《当代石油石化》

图 19、2010-2015 年国内各胶种扩产计划



资料来源：《当代石油石化》

现在有关于橡胶树是“抽水机”，导致大旱的争论，我们暂且将此争论摆出来。“抽水机论”的基本说法如下：橡胶树的大面积种植显著影响了当地的气候。据气象资料显示，在景洪、勐腊等几个橡胶主产区，年平均雾日数从上世纪 70 年代的 115 天和 159 天，锐减到 2005 年的 30 天和 98 天。年平均雾日数的减少，无疑对干旱的发生起到了推波助澜的作用。另据中科院勐仑植物园的一份报告显示，每亩天然林每年蓄水量为 25m³，而每亩开割橡胶林非但不会保水，反而每年吸取地下水多达 9.1 m³。由此看出，橡胶林的种植不但为干旱的发生提供了可能，还对干旱起到推波助澜的作用。但也有人针对这种说法提出了不同的观点：云南省林业厅副厅长王德祥针对这一质疑曾经站出来回应说，没有任何科学依据可以证明，云南种植橡胶林导致了此次旱灾。而研究种橡胶树的专家也出面辟谣：“森林可以影响局部地区的气候，能够对其气候变化起到一定的微调缓冲作用，但把西南地区大旱的原因，归结于大面积种植橡胶树，是没有道理的。只要科学种植，它们不会破坏生态环境。”

三、公司经营分析

1. 生产性能分析

胶林单产水平受台风灾害影响低于历史水平，处于恢复回升阶段。公司胶林生产性能较好，60%以上的胶林符合农业部甲等胶园标准（正常条件下7年开割，亩产干胶不低于100公斤）。在2004年以前全公司平均亩产达到了76公斤，中西部儋州等地条件较好的农场能超过100公斤。2005年“达维”台风导致公司当年干胶减产5.5万吨，同时造成11.69万亩胶园报废，开割树3级以上受害株数达3372万株，受害率50.9%。2006-2009年公司亩产分别为57.4、64.3、60.1、60.6公斤，处于恢复过程中，还未反映出公司的实际生产潜力。相比之下，我国云南的胶林自然条件比较优越，亩产水平能达到100公斤，而泰国、印尼等主产国有着地理与气候环境优势，全年割胶时间达到11个月，高于公司的8-9个月，因此亩产水平也比公司高。随着公司灾后生产能力的逐渐恢复、新生胶树逐渐替代衰老胶树，以及公司本身的技术管理水平的提高，公司的胶林生产性能还有较大的提升空间。

2. 收入结构分析

自产胶增长有限，对外扩张加强非自产胶将成为业绩的主要驱动因素。按原料来源不同，公司橡胶产品可分为自产胶和非自产胶，其中非自产胶主要是从海南以及外地民营胶收购加工的产品。受胶林资源和产量限制，公司自产胶规模增长速度较慢，而非自产胶增长迅速，体现了公司外延式发展的实力。预计将来这种趋势仍然将保持下去，公司大量收购民营胶，甚至是境外的胶林，是公司未来增长的最大动力。公司目前在海南有83个收购站和400个收购点，占海南民营胶市场份额的47%，预计到2013年将达到100个收购站和1000个收购点，市场份额达到70%。占据海南市场主导地位的同时，公司还将向云南省扩张，但由于云南农垦自身实力也很强，资源、管理、技术水平并不逊于公司，因此短期来看占领云南市场难度较大。

3. 承包模式分析

独特的长期承包与分配制度起到了增加收入，稳定成本的作用。为提高胶工的生产效率和积极性，公司采用了“定量上缴、剩余归己，统一收购、市价结算”承包方式，即胶工每年按约定数量上缴其所承包胶林的产出，其余由公司统一按市价收购。“定量上缴”部分的干胶产量覆盖了公司的固定成本和各项期间费用，这部分成本、费用与橡胶市场价格的变化关联度较低，相对稳定。“剩余归己”部分参考胶乳市场价格结算给承包胶工。结算价主要参考橡胶胶乳原料价格，即民营橡胶原料交易价格。这种承包和分配方式给予胶工长期的自主经营权，激励机制合理有效，能够提高胶工生产积极性，减少乳胶原料流失，而且在实际运作中效果较好，既提高胶工了收入，又提高胶园的当期和长期产量，同时还起到了稳定公司人力成本的作用。

4. 套期保值业务分析

套保业务既是风险控制手段，也是一种销售方式。公司主导产品5号标准胶能用于上海

期货交易所实物交割，因此建立期货空头头寸也是公司的销售方式之一。公司“定量上缴”部分成本与市场价格走势关联度较小，公司能通过针对性地在合理的价格对定量上缴部分建立空头合约来稳定这部分产量未来的销售价格和利润空间。套保仓位建立后如果胶价下跌，不影响公司这部分产量的销售价格和利润，但如果价格上涨，也无法扩大利润空间。公司有专门的套保业务决策机构，由总裁负责，根据销售策略、承包制度情况不断完善套保管理办法，计划合理的套保仓位，并通过分阶段、分品种建仓来避免仓位过于集中。完善的套期保值操作流程和监督规范保证了业务的顺利进行。

5. 业务发展分析

未来几年公司重点发展的业务包括：**1）提升胶林生产性能**，包括加快更新海南中西部地区的衰老胶林，改造低产胶林，建设胶园防风抗旱工程，建设橡胶生产示范胶园与技术培训基地，完善职工长期承包制度；**2）扩大民营胶收购规模**，利用公司的加工能力、销售渠道和品牌优势，进一步加快金橡公司收购网络在海南的业务布局，提高对岛内外原料市场的控制力；**3）扩大加工规模、优化产品结构**，调整海南省加工布局，逐步加强对外地民营橡胶加工业务的覆盖，使之与公司的种植、收购规模和分布相匹配，利用原料和运输条件优势，改建现有工厂，提高浓缩胶乳的生产能力和凝胶原料加工能力，推广节能减排的新型技术，扩大 10 号、20 号标准胶和子午线轮胎专用胶的生产规模；**4）开展深加工业务，延伸产业链**，包括乳胶丝、乳胶手套、胎面胶等深加工业务，预计 2010 年底调试设备、试生产，并且与马来西亚知知乳胶手套有限公司合作开展乳胶手套生产。

四、募投项目——兼顾长期发展与短期效益

公司此次 IPO 拟发行 7.86 亿股，募集资金 13.3 亿元，用于胶园更新种植、橡胶种苗繁育基地建设以及橡胶开割树防雨帽技术和气态刺激割胶新技术推广应用。其中胶园更新种植项目投资 9 亿元，橡胶种苗繁育基地建设项目投资 4800 万元，橡胶开割树防雨帽技术推广投资 4180 万元，气态刺激割胶新技术推广投资 3613 万元，另外还有 3 亿元用于补充流动资金和偿还银行贷款。

表 2、IPO 募集资金投向

项目	总投资	募集资金	第一年	第二年	第三年	第四年
胶园更新种植建设	168500	90664	20755	22339	23522	24027
橡胶种苗繁育基地建设	4800	4800	2420	2380		
橡胶开割树防雨帽技术推广应用	4180	4180	400	1247	1274	1259
橡胶树气态刺激割胶新技术推广应用	3613	3613	415	930	1071	1197
补充公司流动资金，偿还银行贷款	30000	30000	30000			

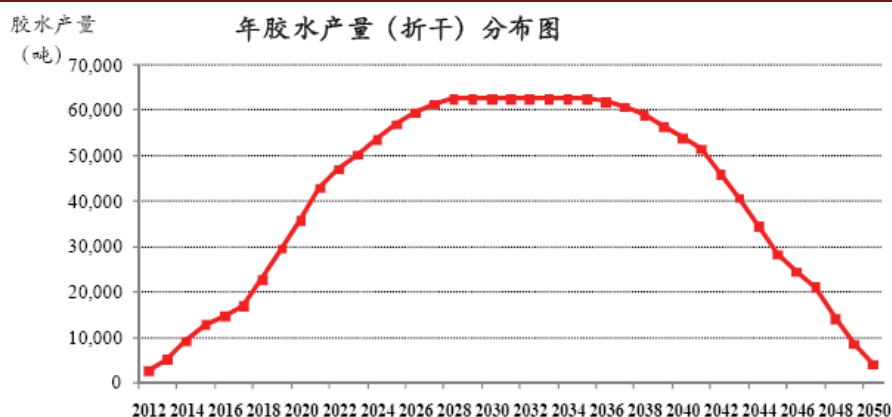
资料来源：公司招股书，招商证券 单位：万元

橡胶种苗繁育基地：公司现有胶林中约 26 万亩亟待更新；另有约 29 万亩的开割树的割龄已接近 30 年，不久也需要更新。按照橡胶树生命周期 30-35 年算，每年需要更新 3% 的面积，即大约每年 10 万亩更新，每亩需要优良种苗 40 株，公司每年需要优质橡

胶种苗在 400 万株，考虑到考虑存活率、替换、补种等因素，实际需求量更大。海南当地的民营胶也需要优质胶苗和新的栽培技术。因此项目的建设不仅能满足公司自身需要，也能向本地农民提供种苗，对公司自身发展以及海南橡胶产业的发展都有积极意义。项目最终产品为橡胶树袋装芽接苗、橡胶树裸根芽接苗，其中橡胶树袋装芽接苗 300 万株/年，橡胶树裸根芽接苗 200 万株/年。按近期种苗市场价格，预计袋装芽接苗单价 6 元/株，裸根芽接苗单价 3 元/株，则项目正常年销售收入 2400 万元。

胶园更新种植：项目将在比较适合大规模橡胶种植的海南岛中西部地区按照新一代高产胶园标准更新建设胶园，改善品种结构，逐渐实现“橡胶产业向中西部转移”的战略目标，提高公司橡胶生产能力和潜力，以及抗风、寒等灾害的能力。计划在未来四年内对海南岛中西部胶园和东部地区少数低产胶园进行更新种植，规模为前两年每年 9 万亩，后两年每年 8 万亩，合计 34 万亩，并将更新种植胶园抚管至投产。同时，本项目还计划继续抚管将未来在第 2-5 年陆续开割投产的，即本公司在 2005-2008 年更新种植的中小苗胶园合计 22.86 万亩，其中，2005-2008 年各年定植、需要续管的中小苗面积分别是 6.2 万亩、5.2 万亩、6.9 万亩和 4.6 万亩。项目虽不能给公司带来短期内的收入增长，但考虑到橡胶树的生长周期，将在未来三十年间给公司带来持续收益，预计更新胶园开割周期内稳产期年折干产量 110 公斤/亩，全开割期内平均年折干产量 93 公斤/亩。

图 20、胶园更新种植项目未来胶水产量



资料来源：公司招股书

橡胶树防雨帽推广：防雨帽是橡胶树割面防水保护装置，安装在橡胶树的开割部位，遇到下雨天时能让雨水沿着防雨帽流向树外，使割面保持干燥，可正常割胶、采集，并能抑制了橡胶树割面溃疡病害的发生。橡胶高产期为 5 至 10 月，而这个阶段正是海南雨季，总降雨量占全年 70% 以上。每年因雨天无法或不能正常割胶或割胶后“雨冲胶”的天数平均为 48 天，年损失干胶估算约为 2.5-3.0 万吨。推广橡胶防雨帽技术，投资成本低，但对于提高本公司干胶生产效率、发挥生产能力有积极意义。正常年份本公司胶林平均每株每刀产干胶 0.0493 千克。本项目实施后按增加雨天割胶 15 天，避免雨冲胶 10 天计，共计 25 天计，平均每株开割树增加割胶刀数 8.3 刀，每个防雨帽的寿命为四年，累计增产干胶 1.87 万吨。本技术已在海南、云南长期试验，效果良好。

气态刺割技术推广：采用此技术，每刀的割线长度只是传统割胶技术的一半左右，能有效降低了胶工的劳动强度，增加每天割胶株数，劳动生产率提高 25-50%，并能提高胶树产胶潜力。技术已在马来西亚、印尼等国推广应用，公司也从 1997 年开始逐步推广，证明应用可行，不仅提高了劳动生产率，还能增加胶树的生产周期。预计此技术的大规模推广能使产量提高 15-20% 左右，耗皮量仅为常规割胶的 35~40%。

五、盈利预测及估值

受自有胶林资源限制，未来三年公司主要增长点为对外收购民营胶和生产加工，同时自产胶部分可以通过高产胶林逐渐替代低产胶林，以及割胶制度和技术的进步来稳步发展。

我们依据如下假设来进行盈利预测：

1. 随着现有胶林产量逐渐回升和公司 IPO 募集资金的投入，2010-2012 年橡胶产品总产量分别为 22.5、32、47 万吨，其中自产胶 12.5、14、15 万吨，非自产胶 10、18、32 万吨；由于天然橡胶同时具有稀缺资源和农产品的属性，我们预计其价格会保持每年 5% 左右的增长，橡胶产品 2010-2012 年总收入分别为 51、75、124 亿元，自产胶和非自产胶毛利率分别稳定在 27% 和 6-7% 左右。

2. 考虑到公司每年更新的胶林面积维持在 3% 左右，所以橡胶木材销量相对比较固定，预计 2010-2012 年均维持在 24 万立方米，后两年销售价格 1000 元/立方米左右，每年销售收入为 2.4 亿元。

3. 公司从明年开始经营乳胶丝、乳胶手套等深加工业务，包括国内新设加工厂和在马来西亚等国的合资厂，我们估计当年能带来销售收入 5 亿元，毛利率 10%。2012 年在此基础上增长 50%。

4. 随着公司改革的深入，成本控制能力不断加强，未来三年销售费用率保持稳定，管理费用率逐渐下降，分别为 7.8%、7.5%、6.5%；国家对公司的所得税、增值税优惠政策维持不变。

合理估值区间为 4.2-4.9 元。我们预计 2010-2012 年公司总销售保持较快速度增长，三年分别为 54、83、135 亿，同比增速分别为 44%、54%、63%，受低毛利的非自产胶快速扩张影响，毛利率分别为 20.0%、16.6%、13.6%。未来三年净利润分别为 5.4、6.5、7.7 亿元，对应摊薄后每股收益 0.14、0.16、0.20 元，同比增速分别为 89%、20%、20%。我们给予公司 2010 年 30-35 倍 PE，合理估值区间为 4.2-4.9 元。

表 3、海南橡胶分业务盈利预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
自产胶						
销量 (吨)	169,653	136,973	184,271	125,000	140,000	150,000
销售均价 (元/吨)	19342	23061	15722	24000	25000	27000
销售收入 (万元)	328,143	315,873	289,711	300,000	350,000	405,000
YOY		-4%	-8%	4%	17%	16%
毛利 (万元)	90,042	84,022	62,230	81,000	94,500	109,350
YOY		-7%	-26%	30%	17%	16%
毛利率	27.4%	26.6%	21.5%	27.0%	27.0%	27.0%
单位毛利 (元/吨)	5307.44	6134.23	3377.09	6480.00	6750.00	7290.00
非自产胶						
销量 (吨)	14,621	13,578	37,748	100,000	180,000	320,000
销售均价 (元/吨)	19328	23069	15957	21000	22000	26000
销售收入 (万元)	28,259	31,323	60,234	210,000	396,000	832,000
YOY		11%	92%	249%	89%	110%
毛利 (万元)	-107	1,419	3,837	14,679	25,740	54,080
YOY		-1421%	170%	283%	75%	110%
毛利率	-0.4%	4.5%	6.4%	7.0%	6.5%	6.5%

单位毛利 (元/吨)	-0.01	0.10	0.10	0.15	0.14	0.17
橡胶木材						
销量 (立方)	135,951	127,210.00	300,140.00	240,000	240,000	240,000
销售均价 (元/立方)	1306	1020	711	972	1000	1000
销售收入 (万元)	17,752	12,980	21,333	23,333	24,000	24,000
YOY		-27%	64%	9%	3%	0%
毛利 (万元)	10,527	7,175	8,104	10,883	11,194	11,194
YOY		-32%	13%	34%	3%	0%
毛利率	59.3%	55.3%	38.0%	46.6%	46.6%	46.6%
单位毛利 (元/立方)	774.32	564.06	270.02	453.44	466.40	466.40
其他加工业务						
销售收入 (万元)					50,000	75,000
YOY						50%
毛利 (万元)					5,000	7,500
YOY						50%
毛利率					10%	10%

资料来源：招商证券

表 4、海南橡胶盈利预测总表

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	3763	3637	3743	5376	8266	13468
二、营业总成本	3255	3341	3454	4829	7627	12703
其中：营业成本	2755	2706	2990	4302	6891	11632
营业税金及附加	1	1	1	2	3	5
营业费用	36	34	46	70	107	175
管理费用	294	425	347	419	620	875
财务费用	155	92	81	36	6	16
资产减值损失	14	83	-11	0	0	0
三、其他经营收益	-2	16	-41	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	-31	0	0	0
投资收益	-2	16	-11	0	0	0
四、营业利润	507	312	247	547	639	764
加：营业外收入	87	40	47	0	0	0
减：营业外支出	8	11	13	13	0	0
五、利润总额	585	341	281	534	639	764
减：所得税	1	3	-1	0	0	0
六、净利润	584	338	283	534	639	764
减：少数股东损益	0	1	-3	-6	-7	-8
七、归属母公司所有者净利润	584	337	285.75	540	645	772
股本	3931	3931	3931	3931	3931	3931
EPS	0.15	0.09	0.07	0.14	0.16	0.20

资料来源：招商证券 单位：百万元

六、风险因素

自然灾害风险。由于橡胶树的自然属性，容易受到台风、寒潮、干旱、洪涝等自然灾害的影响，尤其是公司地处海南岛，受台风影响较大，而且橡胶树生长周期超过 30 年，受灾后恢复过程较为缓慢。2005 年公司农场遭受近 30 年最大台风“达维”袭击后，到现在还处于逐渐恢复的过程中。虽然公司为避免再次遭到严重台风灾害，逐渐将农场向海南岛中西部地区转移，并且为橡胶树购买的台风灾害保险，但仍无法彻底消除各种自然灾害可能会对公司正常经营造成的影响。

天然橡胶价格剧烈波动风险。公司主要产品天然橡胶具有农产品和工业原材料双重属性，而且属于国际贸易大宗商品，其价格走势与全球宏观经济形势以及原油等大宗商品价格走势密切相关，具有一定的周期性。在 2008 年油价巅峰时期天然橡胶价格也涨到了 28000 元/吨，但随着全球金融危机的到来和原油价格暴跌，天然橡胶价格也跌破万元关口，跌幅接近 70%。为避免价格大幅波动对公司盈利造成不利影响，公司采取了胶工薪酬与胶价挂钩的分配制度，并且通过建立期货空仓来进行套期保值，在一定程度上控制了经营的风险，但仍然难以完全避免橡胶价格剧烈波动带来的风险。

合成橡胶替代作用的风险。各种合成橡胶可以部分的替代天然橡胶，尤其是异戊橡胶，与天然橡胶分子式相同、性能相似，在轮胎、制鞋等产业中应用较多。过去由于技术的限制和其原料异戊二烯的产能瓶颈，国内未能实现规模化生产，而现在这种情况已经逐渐好转，今年鲁华化工已投产了我国第一条自主研发的异戊橡胶规模化生产线。最近十年来天然橡胶与合成橡胶的消费比例基本稳定，但不排除未来随着技术进步，合成橡胶进一步替代天然橡胶的可能出现，如果出现这种情况，将对天然橡胶的供求关系带来一定冲击，从而影响公司主要产品的市场销售情况。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2327	1673	5130	5453	6351
现金	562	257	3138	2323	1152
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	156	224	344	561
应收款项	14	13	10	15	24
其它应收款	805	493	708	1088	1772
存货	914	691	977	1566	2643
其他	32	64	74	118	199
非流动资产	4621	4839	4874	5316	5522
长期股权投资	1	3	3	3	3
固定资产	580	686	794	1260	1489
无形资产	220	274	247	222	200
其他	3820	3876	3831	3831	3831
资产总计	6948	6513	10004	10769	11873
流动负债	2927	2315	1648	1972	2546
短期借款	700	856	30	40	40
应付账款	141	151	217	347	586
预收账款	31	35	51	81	137
其他	2056	1273	1351	1504	1783
长期负债	29	629	629	629	629
长期借款	0	600	600	600	600
其他	29	29	29	29	29
负债合计	2956	2944	2277	2601	3175
股本	3145	3145	3931	3931	3931
资本公积金	17	(122)	2878	2878	2878
留存收益	803	522	900	1348	1885
少数股东权益	26	23	18	11	3
母公司所有者权益	3965	3545	7709	8157	8694
负债及权益合计	6948	6513	10004	10769	11873

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	451	414	273	(22)	(520)
净利润	337	286	540	640	767
折旧摊销	0	0	118	150	190
财务费用	0	0	36	11	21
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	(418)	(840)	(1522)
其它	114	128	(2)	17	23
投资活动现金流	(210)	(485)	(155)	(600)	(400)
资本支出	0	0	(200)	(600)	(400)
其他投资	(210)	(485)	45	0	0
筹资活动现金流	(217)	(234)	2762	(193)	(251)
借款变动	0	0	(826)	10	0
普通股增加	0	0	786	0	0
资本公积增加	0	0	3000	0	0
股利分配	0	0	(162)	(192)	(230)
其他	(217)	(234)	(36)	(11)	(21)
现金净增加额	24	(305)	2881	(815)	(1171)

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3637	3743	5376	8266	13468
营业成本	2706	2990	4302	6891	11632
营业税金及附加	1	1	2	3	5
营业费用	34	46	70	107	175
管理费用	425	347	419	620	875
财务费用	92	81	36	11	21
资产减值损失	83	(11)	0	0	0
公允价值变动收益	0	(31)	0	0	0
投资收益	16	(11)	0	0	0
营业利润	312	247	547	634	759
营业外收入	40	47	0	0	0
营业外支出	11	13	13	0	0
利润总额	341	281	534	634	759
所得税	3	(1)	0	0	0
净利润	338	283	534	634	759
少数股东损益	1	(3)	(6)	(7)	(8)
母公司所有者净利润	337	286	540	640	767
EPS (元)	0.09	0.07	0.14	0.16	0.20

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	-3%	3%	44%	54%	63%
营业利润	-38%	-21%	121%	16%	20%
净利润	-42%	-15%	89%	19%	20%
获利能力					
毛利率	25.6%	20.1%	20.0%	16.6%	13.6%
净利率	9.3%	7.6%	10.0%	7.7%	5.7%
ROE	8.5%	8.1%	7.0%	7.9%	8.8%
ROIC	7.2%	6.6%	7.0%	7.3%	8.4%
偿债能力					
资产负债率	42.5%	45.2%	22.8%	24.2%	26.7%
净负债比率	22.9%	22.4%	6.3%	5.9%	5.4%
流动比率	0.8	0.7	3.1	2.8	2.5
速动比率	0.5	0.4	2.5	2.0	1.5
营运能力					
资产周转率	0.5	0.6	0.5	0.8	1.1
存货周转率	3.6	3.7	5.2	5.4	5.5
应收帐款周转率	135.5	278.6	479.2	680.9	696.3
应付帐款周转率	24.3	20.5	23.4	24.4	24.9
每股资料(元)					
每股收益	0.09	0.07	0.14	0.16	0.20
每股经营现金	0.11	0.11	0.07	-0.01	-0.13
每股净资产	1.01	0.90	1.96	2.08	2.21
每股股利	0.10	0.10	0.04	0.05	0.06

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱卫华：招商证券研发中心执行董事、消费品研究小组组长。

黄珺：MBA，拥有证券执业资格，6 年证券从业经验，现于招商证券从事农业研究。

招商证券农业研究团队以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，曾先后获得《新财富》最佳分析师农林牧渔行业 2005 年度第三名、2006 年度第五名，《证券市场周刊》卖方分析师水晶球奖农林牧渔行业 2010 年度第五名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。