

海南橡胶 (601118.SH) / 农林牧渔

证券研究报告/公司点评

2024 年 09 月 02 日

评级：买入（维持）

市场价格：4.78 元

分析师：姚雪梅

执业证书编号：S0740522080005

电话：021-20315138

Email: yaoxm@zts.com.cn

分析师：王佳博

执业证书编号：S0740523010002

电话：021-20315125

Email: wangjb01@zts.com.cn

分析师：严瑾

执业证书编号：S0740523010001

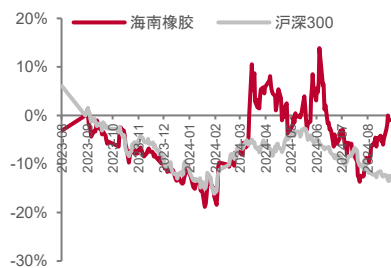
电话：021-20315125

Email: yanjin@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	4,279
流通股本(百万股)	4,279
市价(元)	4.78
市值(百万元)	20,456
流通市值(百万元)	20,456

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1、海南橡胶深度报告：天然橡胶全产业链龙头，底部蓄势再扩产

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	15,371	37,687	43,495	54,926	72,369
增长率 yoy%	1%	145%	15%	26%	32%
净利润(百万元)	76	297	321	565	1,019
增长率 yoy%	-49%	289%	8%	76%	80%
每股收益(元)	0.02	0.07	0.07	0.13	0.24
每股现金流量	0.27	0.29	0.58	0.21	0.11
净资产收益率	1%	3%	3%	5%	8%
P/E	267.7	68.8	63.7	36.2	20.1
P/B	2.18	2.08	2.02	1.92	1.76

备注：股价选取 2024 年 08 月 30 日收盘价

投资要点

- **事件：公司发布 2024 年半年报。**2024H1 公司实现营收 192.1 亿元，同比+31.6%，归母净利润-2.96 亿元，同比-9.9%，扣非归母净利润-2.88 亿元，同比减亏 1.33 亿元。业绩落于业绩预告下沿。单 Q2 实现营收 110.7 亿元，同比+26.6%，环比+35.9%，实现归母净利润-1.35 亿元，同环比减亏。
- **胶价回暖+降本增效带动公司业绩改善，合盛农业财务费用较高是主要拖累项，后期有望受益海外降息。**2024H1 橡胶产品营收 188.8 亿元，同比+34.1%，毛利率 2.86%，较 23 年提升 1.13pct。一方面，上半年海内外胶价均出现不同程度上涨，国内天然橡胶价格由年初的 14340 元/吨上涨至 6 月 28 日的 14945 元/吨，涨幅 4.2%，新加坡 SICOM TSR20 价格由年初的 1558 美元/吨上涨至 6 月 28 日的 1695 美元/吨，涨幅 8.8%。另一方面，公司上半年积极进行降本增效工作，从种植、加工、贸易各环节进行管理优化，在生产经营环节实现降本增效约 8000 万元。另外，合盛农业上半年亏损 2.66 亿元，拖累整体业绩表现，主要系海外财务成本较高所致，后期有望受益海外降息。
- **打造核心胶工+非洲胶园助力公司自产胶产量提升。**上半年公司深化橡胶种植割胶管理改革，打造一支稳定的核心胶工队伍，截止报告期末，已完成 8000 名核心胶工三年任务目标的 57%，有效解决胶工流失问题；另外，选派技术专家赴非洲种植园进行技术指导，提高海外自产胶园产量。
- **投资建议：**当前海外胶水价格站稳 10 年底部区间上沿，全球产需增速剪刀差走扩逐步得到确认，叠加主产区持续上涨的人工成本，我们维持天然橡胶价格重心抬升观点不变。公司作为天然橡胶全产业链龙头，在资源储备、种植技术、行情研判等方面有显著优势，有望充分受益天然橡胶价格上涨。我们调整盈利预测，预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 435.0/549.3/723.7 亿元（前次 24-25 年分别为 321.3/457.2 亿元），归母净利润分别为 3.21/5.65/10.19 亿元（前次 24-25 年分别为 2.46/4.79 亿元），当前股价对应 PE 分别为 63.7/36.2/20.1 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动、海外消费不及预期、客户相对集中、国内市场开拓不及预期、研报中使用的数据或信息更新不及时等风险。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,506	8,699	11,831	15,552	营业收入	37,687	43,495	54,926	72,369
应收票据	72	0	0	0	营业成本	36,887	41,682	51,673	67,095
应收账款	1,670	1,909	2,283	3,007	税金及附加	106	122	154	203
预付账款	491	751	1,016	1,140	销售费用	232	304	383	499
存货	4,526	4,800	5,945	7,889	管理费用	1,549	1,392	1,373	1,455
合同资产	0	0	0	0	研发费用	36	43	55	72
其他流动资产	2,607	1,112	1,403	1,849	财务费用	674	540	612	730
流动资产合计	12,872	17,272	22,479	29,438	信用减值损失	13	-7	4	3
其他长期投资	298	298	298	298	资产减值损失	-61	50	50	50
长期股权投资	611	611	611	611	公允价值变动收益	-263	-74	-86	-141
固定资产	3,881	3,628	3,475	3,407	投资收益	196	200	200	200
在建工程	298	398	398	298	其他收益	682	630	500	400
无形资产	1,919	3,346	4,630	5,786	营业利润	-1,060	212	1,345	2,828
其他非流动资产	14,072	13,999	14,052	14,094	营业外收入	1,423	700	400	299
非流动资产合计	21,079	22,279	23,464	24,494	营业外支出	42	31	30	34
资产合计	33,950	39,551	45,943	53,932	利润总额	321	881	1,715	3,093
短期借款	8,066	18,718	23,829	29,869	所得税	210	575	1,120	2,020
应付票据	0	0	0	0	净利润	111	306	595	1,073
应付账款	1,120	1,566	1,964	2,369	少数股东损益	-186	-15	30	54
预收款项	78	232	274	336	归属母公司净利润	297	321	565	1,019
合同负债	622	798	1,138	1,340	NOPLAT	345	493	807	1,326
其他应付款	891	601	628	706	EPS (按最新股本摊薄)	0.07	0.07	0.13	0.24
一年内到期的非流动负债	2,693	10	5	5					
其他流动负债	992	771	827	928	主要财务比率				
流动负债合计	14,461	22,695	28,664	35,554	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	3,981	4,021	3,941	3,981	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	145.2%	15.4%	26.3%	31.8%
其他非流动负债	3,874	918	869	920	EBIT增长率	174.1%	42.9%	63.8%	64.3%
非流动负债合计	7,855	4,939	4,810	4,901	归母公司净利润增长率	288.9%	8.0%	76.1%	80.4%
负债合计	22,316	27,634	33,474	40,454	获利能力				
归属母公司所有者权益	9,825	10,123	10,645	11,600	毛利率	2.1%	4.2%	5.9%	7.3%
少数股东权益	1,809	1,794	1,824	1,877	净利率	0.3%	0.7%	1.1%	1.5%
所有者权益合计	11,634	11,917	12,469	13,478	ROE	2.6%	2.7%	4.5%	7.6%
负债和股东权益	33,950	39,551	45,943	53,932	ROIC	-2.5%	3.6%	7.5%	10.7%
					偿债能力				
					资产负债率	65.7%	69.9%	72.9%	75.0%
					债务权益比	160.0%	198.6%	229.7%	258.0%
					流动比率	0.9	0.8	0.8	0.8
					速动比率	0.6	0.5	0.6	0.6
					营运能力				
					总资产周转率	1.1	1.1	1.2	1.3
					应收账款周转天数	11	15	14	13
					应付账款周转天数	9	12	12	12
					存货周转天数	30	40	37	37
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.07	0.07	0.13	0.24
					每股经营现金流	0.29	0.58	0.21	0.11
					每股净资产	2.30	2.37	2.49	2.71
					估值比率				
					P/E	69	64	36	20
					P/B	2	2	2	2
					EV/EBITDA	390	276	192	129

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。