

天胶专题—天然橡胶价格对海南橡胶利润和股价的影响

核心观点：

施潇涵

化工研究员

电话：0571-28132638

邮箱：shixiaohan@cindasc.com

徐林

化工研究员

投资咨询：Z0012867

邮箱：xulin@cindasc.com

信达期货有限公司

CINDA FUTURES CO., LTD

杭州市文晖路108号浙江出版物大厦

1125室、1127室、12楼和16楼

全国统一服务电话：

4006-728-728

信达期货网址：www.cindaqh.com

- 1) 海南橡胶目前是中国国内最大的天然橡胶生产企业,拥有最大的胶园种植面积和最大的橡胶初产品加工产量,也是国内仅有的两家上市天然橡胶生产企业之一。
- 2) 橡胶期货价格和海南橡胶利润和股价有着高度相关性。因此可以利用橡胶价格来预测海南橡胶股价。
- 3) 目前国际胶价处于历史底部。但2020年起随着开割面积增速的大幅放缓,全球天胶产量增速也将放慢,供大于需的市场格局将被扭转,胶价也将逐渐进入新的牛市周期,海南橡胶价格也将随之从底部起飞。
- 4) 相较于期货,股票更适于成为长期投资标的。由于上期所库存压力,每年的7-11月往往是沪胶的低点。今年上期所库存将再创历史新高,相信今年的7-11月份沪胶大概率仍将出现一波下跌行情,给投资者创造入场机会。
- 5) 根据我们的估值,如果未来沪胶主力上涨到2011年的最高点43500元/吨,海南橡胶的年销售净利可达27.41亿元,每股收益为0.7元,市盈率为8.7。

一、前言

海南橡胶为海南农垦集团旗下的一家上市公司，是目前国内仅有的两家上市天然橡胶生产企业之一（另一家为中化国际，但其业务较为繁杂，橡胶产业只占其销售收入的三分之一左右）。截止 2016 年，海南橡胶拥有 353 万亩橡胶园，在海南岛内拥有 13 家加工厂，产能达 32 万吨；在云南控制 6 家加工厂，产能达 10 万吨。其目前是中国国内最大的天然橡胶生产企业，拥有最大的胶园种植面积和最大的橡胶初产品加工产量。该公司主要生产上期所交割标的全乳胶以及浓缩乳胶。由于胶园生产和橡胶加工是海南橡胶的核心产业和实现盈利的主力军（2016 年橡胶产品占公司销售收入的 89%，毛利的 67%），因此橡胶价格对公司利润和股价的影响巨大。目前国际胶价处于历史底部，海南橡胶股价同样也处于低位。期货合约需要换月，再加上远月升水，不利于多头长期持有。相较而言，将股票作为长线投资工具的意义更大。本文将从橡胶价格对海南橡胶利润和股价影响的角度出发，尝试探讨长期投资海南橡胶股票的可行性。

二、橡胶期货价格对海南橡胶利润的影响

近年来，国内橡胶期货发展迅猛，橡胶生产企业运用期货套期保值工具也逐渐成熟，再加上新生产出来的全乳胶并不首先在现货市场上流通而是直接抛到期货盘面上，因此橡胶的定价越来越依赖期货。成本方面，海南橡胶最重要的成本来自于原料胶水收购，这部分成本不仅占比最大且变动也最大；其他成本主要还包括设备人工成本（800 元/吨），租赁财务成本（400 元/吨）以及运输成本（海南到上海 210 元/吨）等，这部分成本比较固定，总数大约为 1500 元/吨左右。

胶水收购价格高低的根本决定因素是橡胶期货价格。但它同时也代表着加工厂和胶农之间的利润分配。近两年，海南橡胶主要采用以下公式来确定胶水收购价格：胶水收购价=期货主力价格-其他成本（1500 元/吨）-期望利润。从中可以看出来，影响胶水收购成本的主要因素还有两个：一是企业的期望利润，二是胶工的割胶意愿。胶水收购价的确定需要在两者中寻找平衡点，既不能过分挤占企业利润，也不能过于打压胶农的积极性。

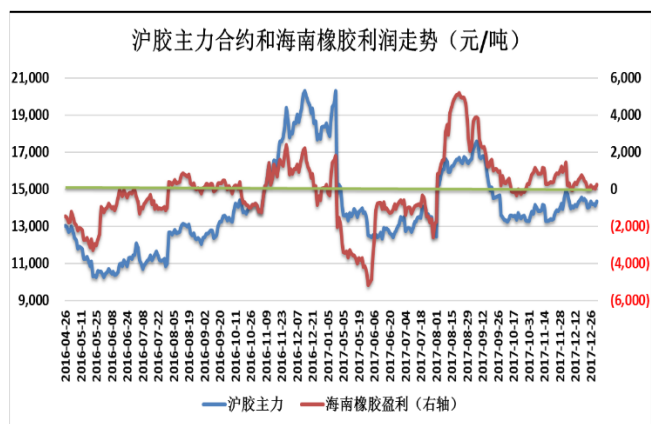
胶水收购价格的确定，或者说加工厂和胶农直接之间的利润分配，具有较为明显的周期性和季节性：首先从周期角度看，在胶价处于高位时，胶工积极性高涨，企业可以分得更高比重的利润；而在胶价处于低位时，为了留住胶工，企业不得不将更多比重的利润留给胶工，甚至于自己承担亏损。这个胶价的高低界限大致就是胶工的机会成本。2016 年海南城镇居民人均可支配收入为 28453 元，我们假设胶工去城镇打工的收入一年为 25000 元。那么胶工割胶收入至少要达到 25000 元，他们才愿意继续割胶，否则他们可能会选择放弃割胶前往城市打工。一个胶工一年可以割 2.4 吨天然橡胶，再按照 6:4 的比例与胶园主分成，也就是说胶水收购价必须要高于 17000 元/吨，胶工的积极性才较高（并不是说当收购价低于 17000 元/吨时，胶农就完全弃割）。换句话说，以 17000 元/吨为界限，胶

水收购价低于该价，海南橡胶就需要把更多的利润比重分配给胶农；而当收购价高于该价时，海南橡胶可以获得更高比重的利润。从图 1 可以看出，2016 年-2017 年处于胶价熊市周期中，海南橡胶的利润总体较为微薄，只有两个阶段利润稍高。一是在 2016 年末-2017 年初胶价大幅拉涨时；二是在 2017 年 8-9 月环保督察期间，由于中小型加工厂关停，胶水供应过剩，海南橡胶得以以低价收购原料。

其次从季节性角度看，海南产区 1-3 月处于停割期；4 月开割，但开割初期胶水产量较少；6 月之后进入旺产季，胶水产量逐渐增加。海南产区纬度偏高，停割期内胶水供应完全停止；而在开割初期，胶水供应偏少，原料市场供小于求，因此原料收购价格较高，海南橡胶分得的利润比重较低，因此总利润也处于一年中低位。6 月之后，随着胶水供应增加，原料市场趋于平衡，收购价格也逐渐回落，海南橡胶分得的利润比重也有所升高（请见图 2）。

这里还有一点需要说明，受限于地理气候条件，中国并不适于种植天然橡胶；无论是出于产量和质量还是成本的考量，中国生产的天然橡胶都不具备竞争优势。但由于天然橡胶是重要的战略物资，出于战略储备需要，中国必须要保留一定的种植面积，也要留住割胶工人。海南橡胶（海南农垦）作为大型国有企业，利润并不是其唯一经营目标；为了保持产量的稳定，其愿意让渡一部分利润给胶工。由此产生的亏损一部分由政府补贴来弥补。

图 1：沪胶主力和海南橡胶利润走势

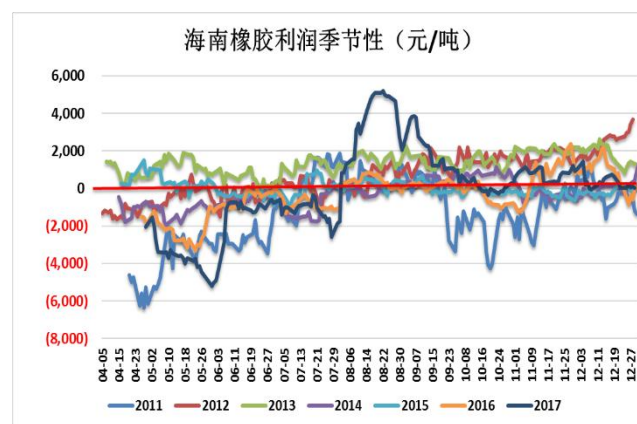


资料来源：Wind, 信达期货研究发展中心

从上文的分析可以看出，橡胶期货价格与海南橡胶的利润并不具有完全相关性：比如，当期价低于 20000 元/吨时，企业利润增速可能慢于期价增速；而当期价高于 20000 元/吨时，企业利润增速可能高于期价增速。还有当处于开割初期时，企业的利润增速相对较慢；而当处于旺产季时，企业的利润增速则相对较快。但不可否认，两者仍具有较强的相关性；2017 年，两者的相关系数大约为 0.64。

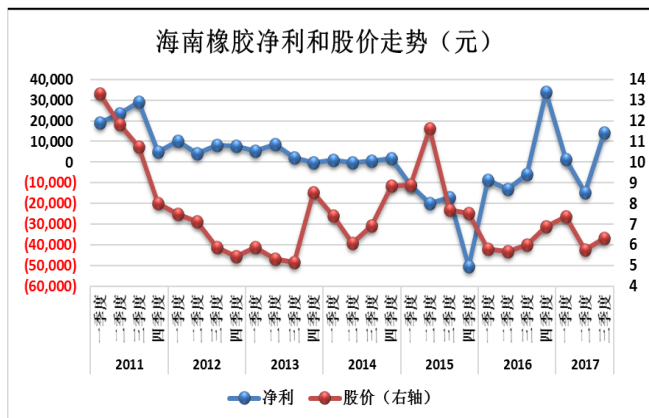
从股价的定价公式看，海南橡胶的股价和利润应该具有较高相关性；根据上文的海南橡胶利润计算公式得出的利润与公司股价之间的相关系数 2016 年为 0.69，2017 年为 0.6（请见图 4）；2016 年-2017 年海南橡胶季度净利润和股价之间的相关系数为 0.66（请见图 3）。

图 2：海南橡胶利润季节性



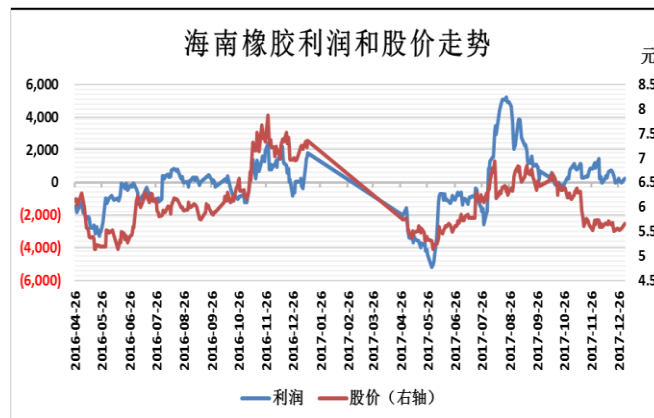
资料来源：Wind, 信达期货研究发展中心

图 3：海南橡胶净利和股价走势



资料来源：Wind, 信达期货研究发展中心

图 4：海南橡胶利润和股价走势

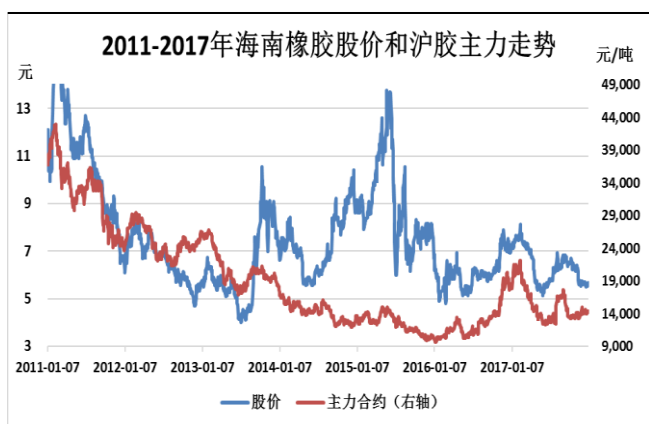


资料来源：Wind, 信达期货研究发展中心

三、橡胶期货价格对海南橡胶股价的影响

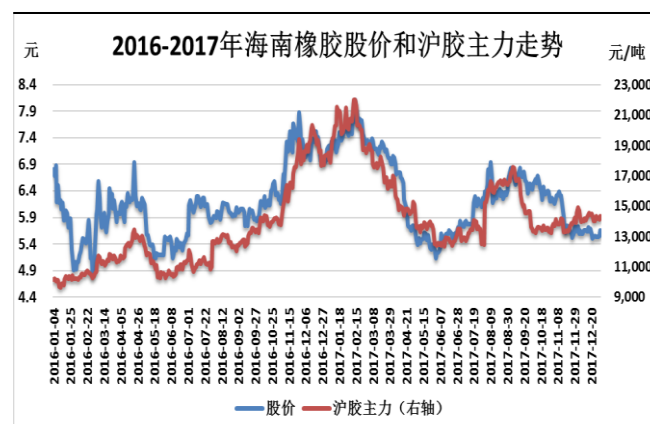
由于橡胶生产是海南橡胶的核心业务，再加上海南橡胶产能扩张潜力有限，因此公司利润的提高主要通过橡胶价格的抬升来实现，因此橡胶期货价格对海南橡胶的利润和股价有着举足轻重的影响。事实上，经我们计算，橡胶期货价格和海南橡胶股价之间有着极高的相关性。海南橡胶于 2011 年上市；剔除 2014-2015 年股价异常波动之外，2011-2013 年，海南橡胶股价和沪胶主力相关系数为 0.86；2016 年和 2017 年两者相关系数分别为 0.84 和 0.87（请见图 5-图 6）。

图 5：2016-2017 年海南橡胶股价和沪胶主力走势



资料来源：Wind, 信达期货研究发展中心

图 6：2016-2017 年海南橡胶股价和沪胶主力走势



资料来源：Wind, 信达期货研究发展中心

海南橡胶股价和橡胶期货价格除了相关性高之外，弹性也较为一致，且一致性逐年提高。从表 1 可以看出，2017 年海南橡胶股价和沪胶主力弹性基本一致。

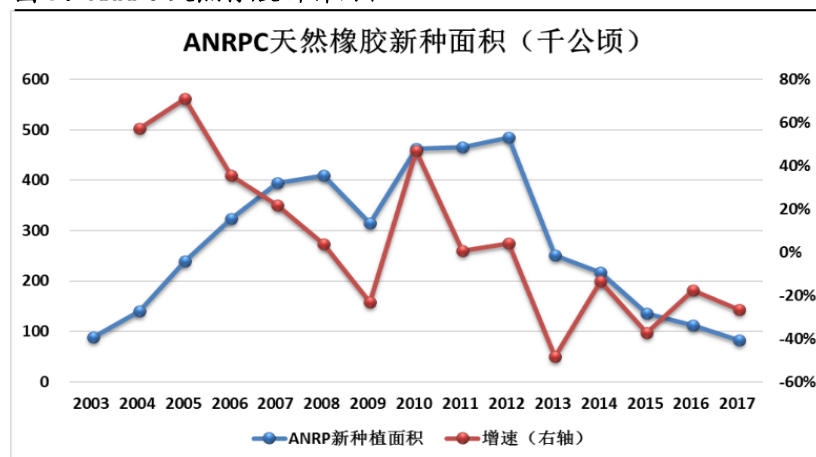
表 1：海南橡胶股价和橡胶价格弹性

| 2011-2013年 | | | |
|------------|-------|-------|-------|
| | 最高值 | 最低值 | 最高/最低 |
| 股价 | 16.98 | 4.02 | 4.2 |
| 沪胶主力 | 42860 | 16905 | 2.5 |
| 2016年 | | | |
| | 最高值 | 最低值 | 最高/最低 |
| 股价 | 7.87 | 4.81 | 1.64 |
| 沪胶主力 | 20310 | 9640 | 2.11 |
| 2017年 | | | |
| | 最高值 | 最低值 | 最高/最低 |
| 股价 | 8.12 | 5.14 | 1.6 |
| 沪胶主力 | 22015 | 12325 | 1.8 |

资料来源：Wind, 信达期货研究发展中心

四、2020 年之后天然橡胶价格将进入新一轮牛市周期

图 7：ANRPC 天然橡胶新种面积



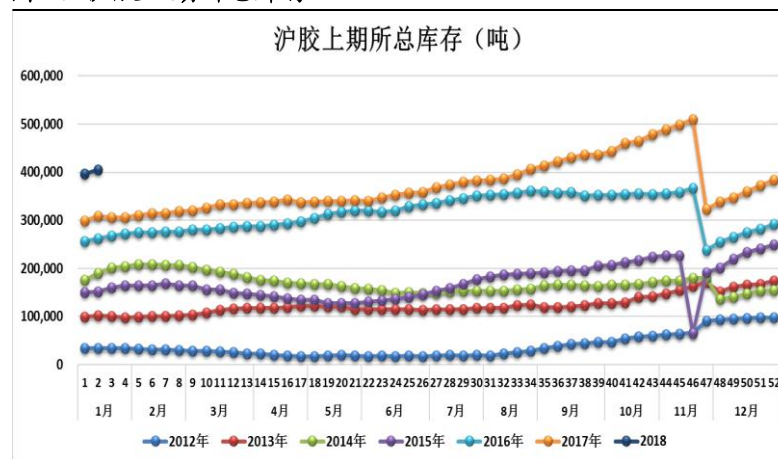
资料来源：Wind, 信达期货研究发展中心

从上文可以看出，沪胶价格可以较好地用来预测海南橡胶股价。天然橡胶生产具有周期性，因此其价格也同样具有明显的周期性。2011 年至今，全球胶价一直处于熊市周期中。2018-2019 年由于天然橡胶开割面积继续大量释放，全球天胶产量将保持 5% 以上的高速增长，天胶市场仍将维持供大于求的格局。根据天然橡胶 7 年开割的生长规律，由于 2013 年之后全球天胶新种面积急剧减少（请见图 7），2020 年之后天胶产量增速将明显放缓，供需格局将

逐渐扭转，国际胶价也将进入新一轮牛市周期，海南橡胶股价也将从底部起飞。

相较于期货，股票更适于成为长期投资标的。因此在橡胶牛市周期来临之前，我们建议可以提前布局海南橡胶股票并长期持有。由于上期所库存问题，每年的7-11月往往是沪胶的低点。今年上期所库存压力远甚于往年，目前仓单数量和总库存数量已分别达到33.3万吨和40.5万吨，较去年同期高出30%以上（请见图8）。可以预见今年的7-11月份沪胶大概率仍将出现一波下跌行情。由于市场普遍预期2020年后全球天然橡胶供需格局将转向，期货和股票价格大概率将提前从2019年开始上涨。因此今年的7-11月份很可能是未来几年的价格低点，投资者可以选择入场。

图8：沪胶上期所总库存



资料来源：Wind, 信达期货研究发展中心

最后，尽管按照海南橡胶股价和期货价格的高度相关性来看，未来股价一定会随着沪胶一起大幅上涨，但我们仍然尝试为海南橡胶股票估值。2017年三季度，海南橡胶每股收益为0.0016元，市盈率为4063。上一轮橡胶牛市中，沪胶主力最高达到43500元/吨；假设下一轮牛市中，沪胶达到同样的高度，且在高利润下海南橡胶42万吨产能完全释放。那么其年销售净利可达27.41亿元，每股收益为0.7元，市盈率为8.7。

五、 总结

- 1) 海南橡胶目前是中国国内最大的天然橡胶生产企业，拥有最大的胶园种植面积和最大的橡胶初产品加工产量，也是国内仅有的两家上市天然橡胶生产企业之一。
- 2) 橡胶期货价格和海南橡胶利润和股价有着高度相关性。因此可以利用橡胶价格来预测海南橡胶股价。

- 3) 目前国际胶价处于历史底部。但 2020 年起随着开割面积增速的大幅放缓，全球天胶产量增速也将放慢，供大于需的市场格局将被扭转，胶价也将逐渐进入新的牛市周期，海南橡胶价格也将随之从底部起飞。
- 4) 相较于期货，股票更适于成为长期投资标的。由于上期所库存压力，每年的 7-11 月往往是沪胶的低点。今年上期所库存将再创历史新高，相信今年的 7-11 月份沪胶大概率仍将出现一波下跌行情，给投资者创造入场机会。
- 5) 根据我们的估值，如果未来沪胶主力上涨到 2011 年的最高点 43500 元/吨，海南橡胶的年销售净利可达 27.41 亿元，每股收益为 0.7 元，市盈率为 8.7。

公司简介

信达期货有限公司是专营国内期货经纪业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会批准成立，核发《期货经纪业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（注册号 330000000014832），由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本 5 亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货经纪公司之一。公司全新改版后的新网站 www.cindaqh.com 将以更快捷、更丰富的信息竭诚为您的交易提供最优的服务。

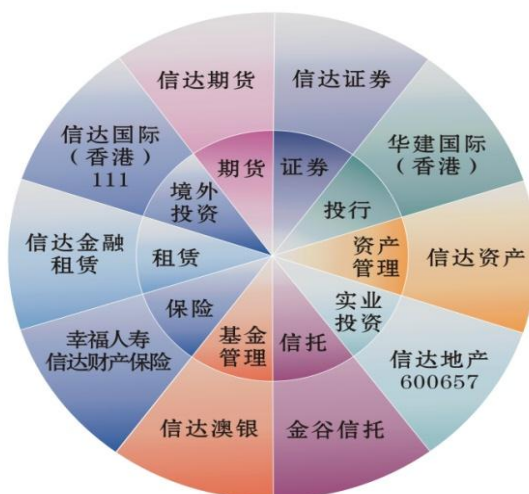
公司总部设在杭州，下设浙江金华分公司、台州分公司、北京营业部、上海营业部、沈阳营业部、哈尔滨营业部、大连营业部、石家庄营业部、广州营业部、深圳营业部、乐清营业部、富阳营业部、温州营业部、宁波营业部、绍兴营业部、临安营业部 16 家分支机构，公司将以合理的地域布局和快捷的网络系统竭诚为各地期货投资者服务。

雄厚金融央企背景

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司是经国务院批准，由财政部采取独家发起的方式，将原中国信达资产管理公司整体改制而成立，注册资本 362.57 亿元人民币。

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司的前身是中国信达资产管理公司，成立于 1999 年 4 月 19 日，是经国务院批准，为化解金融风险，支持国企改革，由财政部独家出资 100 亿元注册成立的第一家金融资产管理公司。2010 年 6 月，在大型金融资产管理公司中，中国信达率先进行股份制改造，2012 年 4 月，首家引进战略投资者，注册资本 365.57 亿元人民币。2013 年 12 月 12 日，中国信达在香港联交所主板挂牌上市，成为首家登陆国际资本市场的中国金融资产管理公司。

信达资产拥有全牌照金融服务平台



全国分支机构

- 金华分公司 浙江省金华市中山路 331 号海洋大厦 8 楼 801-810 (咨询电话: 0579-82328735)
- 台州分公司 台州市路桥区银安街 679 号耀江广场商务楼 501-510 室 (咨询电话: 0576-82921160)
- 北京营业部 北京市朝阳区和平街东土城路 12 号院 3 号楼怡和阳光大厦 C 座 1606 室 (咨询电话: 010-64101771)
- 上海营业部 上海市静安区北京西路 1399 号信达大厦 11 楼 E 座 (咨询电话: 021-50819373)
- 广州营业部 广州市天河区体育西路 189 号 20A2 (咨询电话: 020-28862306)
- 沈阳营业部 沈阳市皇姑区黑龙江街 25 号 4 层 (咨询电话: 024-31061919)
- 哈尔滨营业部 黑龙江省哈尔滨市南岗区长江路 157 号盟科汇 A 座 503 室 (咨询电话: 0451-87222486)
- 石家庄营业部 河北省石家庄市平安南大街 30 号万隆大厦 5 层 (咨询电话: 0311-89691998)
- 大连营业部 辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2408 房间 (咨询电话: 0411-84807776)
- 乐清营业部 温州市乐清市双雁路 432 号七楼 (咨询电话: 0577-27857766)
- 富阳营业部 浙江省杭州市富阳区富春街道江滨西大道 57 号 1002 室 (咨询电话: 0571-23255888)
- 温州营业部 浙江省温州市鹿城区车站大道京龙大厦 1 幢十一层 1 号 (咨询电话: 0577-88881881)
- 宁波营业部 宁波市江东区姚隘路 792 号东城国际 212-217 室 (咨询电话: 0574-28839998)
- 绍兴营业部 绍兴市凤林西路 300 号环宇大厦 1402、1403 (咨询电话: 0575-88122652)
- 临安营业部 浙江省临安市钱王大街 392 号钱王商务大厦 8 楼 (咨询电话: 0571-63708006)
- 深圳营业部 深圳市福田区福田街道深南大道 4001 号时代金融中心 4 楼 402-2 (咨询电话: 0755-83739096)

重要声明

报告中的信息均来源于公开可获得的资料，信达期货有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。

客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定情况。未经信达期货有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。

期市有风险，入市需谨慎。