海南橡胶深度报告汇报 20260907

海南橡胶：全球胶王迎周期反转，土地重估与盈利弹性共振

摘要

- 海南橡胶市值底线约 180 亿元，由 490 万亩土地租赁（5 亿利润）及 400 万吨加工贸易（8 亿利润）支撑，分别对应 20 倍与 10 倍估值。
- 种植业务盈利弹性巨大，完全成本约 1.7 万元/吨；若胶价升至 3 万元/吨，12 万吨产量可贡献 15 亿利润，带动中期市值向 500 亿目标靠拢。
- 供给端产能周期反转，全球种植面积见顶且开割率处于高位，胶林老化导致单产下降，新种胶树需 7 年开割，短期供给弹性极低。
- 成本端重心系统性抬升，东南亚制造业转型推高胶农机会成本，50-55 泰铢/公斤成为割胶意愿底线，支撑胶价底部上移。
- 需求端全钢胎市场已走出低谷，受益于 2025 年下半年政策刺激及中国胎企全球份额扩张，天然橡胶需求进入边际改善通道。
- 海南封关政策催化土地价值重估、财务成本优化（跨境资金中心）及非胶业务（11 万亩高效农业）拓展，有望对冲橡胶周期波动风险。
- KM 与 AR 资产注入计划推迟至 2028 年，和盛农业海外管理改善及非洲业务减值计提完成，公司 PB 处于 2.8 倍的历史中低位区间。

Q&A

如何评估海南橡胶当前的市值水平及其未来的增长空间？

海南橡胶的市值与天然橡胶价格高度联动。其市值在 180 亿至 200 亿人民币之间存在一个较强的支撑区间，这主要基于其土地和橡胶林等存量资产的价值托底。具体来看，公司的业务可拆分为上游种植、加工、贸易以及土地资源。 土地方面，公司在全球拥有约 490 万亩土地，其中约 100 万亩可供对外出租。以每亩 500 元人民币的保守租金假设，此部分可贡献约 5 亿元的利润。加工与贸易业务的总量约为 400 万吨，按行业平均每吨 200 元人民币的毛利计算，这两块业务合计可贡献约 8 亿元的利润。将这三部分业务合计的 13 亿元利润进行估值，参考北大荒等案例，土地部分可给予 20 倍估值，而加工与贸易业务给予 10 倍，合计可支撑约 180 亿人民币的市值底线。 公司的市值增长空间主要取决于



业务的盈利能力，而这又直接与天然橡胶价格挂钩。目前，公司的保险托底成本约为每吨 17,000 元，可视为其完全成本。当市场价格超过此水平时，种植业务便开始产生利润。以中期价格上涨至每吨 30,000 元的情景测算，单吨利润可达 13,000 元。公司当前实际产量约为 12 万吨，对应利润可达 15 亿元。若给予这部分利润 20 倍估值，将新增 300 亿市值。加上前述 180 亿的保底市值，公司中期市值有望接近 500 亿人民币。

海南橡胶在全球天然橡胶产业链中的地位如何？其各业务板块的产能与产量现状是怎样的？

海南橡胶是全球天然橡胶全产业链的龙头企业，业务覆盖种植、加工和贸易三大环节。2023 年，原行业内的合盛农业并入海胶体系，进一步巩固了其市场地位。具体来看各业务板块的体量： 种植端，公司拥有约 20 万吨的年产能，当前实际年产量约为 12 万吨至 13 万吨。值得注意的是，受天然橡胶价格长期低迷的影响，公司自上市以来种植端的产量有所下滑，从最初的约 15 万吨降至目前的水平。土地资源方面，公司在全球共拥有 490 万亩土地，其中国内拥有超过 300 万亩，在非洲拥有接近 150 万亩。 加工端，全球年加工能力约为 235 万吨，其中包括托管的 KM 和 ART 的产能。 贸易端，年贸易量约为 337 万吨。 公司的股权结构方面，控股股东为海南农垦，持股比例接近 65%。

公司近年来的财务表现如何，其盈利能力与天然橡胶价格之间存在怎样的关联？

近年来，由于天然橡胶市场价格持续低迷，公司的扣非净利润一直处于亏损状态，因为市场价格低于公司的生产成本。然而，在并入合盛农业后，公司的营收体量实现了显著增长。 尽管扣非净利润为负，但公司的毛利率与天然橡胶的期货价格走势表现出高度的相关性。历史数据显示，随着天然橡胶价格的回暖，公司的毛利率和净利率均能得到有效改善。市场中存在一种观点，认为即使当前价格上涨，公司的财务状况也难有明显改善，这主要是基于公司上市后天然橡胶市场长期处于熊市的刻板印象，导致公司没有足够的时间周期来证明其盈利能力的弹性。可以预见，一旦天然橡胶价格进入上行通道，公司的盈利能力将随之提升。

从行业基本面来看，支撑天然橡胶价格重心底部抬升的核心逻辑是什么？

天然橡胶价格重心呈现底部抬升趋势，主要由两大核心因素驱动：供给端的成本推动和产能周期的转变。 首先，生产成本，尤其是人工成本的持续抬升是关键驱动力。天然橡胶的主要成本构成是割胶工的人工成本，化肥、农药等其他成本占比较小。胶工是否愿意从事割胶工作，取决于其机会成本，即与当地农业人口平均工资水平的比较。业界普遍认为，当价格达到每公斤 50 至 55 泰铢时，胶农才有较强的割胶意愿。近年来，随着制造业向东南亚转移，以泰国为代表的产区人工工资水平显著上涨，这直接推高了天然橡胶的生产成本底线。 其次，产能大周期已发生转向。由于前期价格长期低迷，胶农新种意愿不足，导致新增胶林

面积有限。与此同时，现有胶林正逐步进入老化阶段，单位产量下降。这种供给端的缓慢收缩，与相对稳定的需求端形成了供需增速的剪刀差，且这一差距在不断扩大。 综合来看，在人工成本抬升和供给产能收缩的双重作用下，天然橡胶价格的底部被系统性地抬高。

在天然橡胶价格重心上移的过程中，市场价格的波动主要在验证哪些因素？

在天然橡胶价格重心底部抬升的整体趋势中，价格箱体的上移波动主要在验证两个方面的因素。 第一，验证高价下供给端的释放能力。随着价格上涨，理论上会刺激胶农提高割胶意愿，从而增加短期产量。然而，由于胶林老化和新增种植不足，供给弹性正在下降。因此，价格的每一次上行都是对当前供给潜能的一次测试，随着时间的推移，高价所能刺激出的增量供给能力预计将逐步减弱。 第二，验证下游产业的成本承接能力。价格上涨最终需要通过产业链传导至下游，考验轮胎等终端产品的需求方对高成本原材料的接受程度。价格的波动过程，也是市场寻找下游能够承受的均衡价格点的过程。

当前天然橡胶价格（以 RU 为例）已上涨至 19,000 元/吨的水平，市场在 2026 年第三季度末及第四季度将面临怎样的压力测试？

在当前价格水平下，下游产业的承接能力及价格传导的顺畅性将成为关键。因此，2026 年第三季度末至第四季度，市场将迎来一个阶段性的压力测试，以检验高价位下供需双方的博弈结果。

从产能、产能利用率和单产三个维度来看，全球天然橡胶的供给端呈现出哪些长期趋势与制约因素？

全球天然橡胶供给端呈现长期收缩趋势，主要受以下因素制约： 一、产能已达顶峰。全球主要产胶国的总种植面积自 2016 年达到峰值后已开始逐步下降。同时，受胶价长期低迷影响，新种及翻种面积处于近 20 年来的低位，这意味着即使未来价格上涨，短期内也无法有效增加供给，因为新种植的胶树需要大约 7 年才能开割。 二、产能利用率提升空间有限。全球开割率已处于近 20 年的高位水平，而开割面积与种植面积已先后见顶，未来进一步提升的空间非常有限。三、单产增长乏力。单产水平与树龄结构密切相关。2011 年前后新种植的胶树目前正处于旺产期，贡献了全球约 30%的产量，但预计在未来 3-5 年内其产量将见顶回落，届时单产将失去增长动力。此外，过去十余年的低价导致胶树维护不善，实际单产和树木寿命均有所缩减。东南亚以小农种植为主的模式也导致管理水平参差不齐，加剧了胶树对天气等外部因素的敏感性。

新兴产区与传统产区的产量结构如何演变，这对全球天然橡胶的供给格局有何影响？

全球天然橡胶供给格局正处于新旧产区力量的博弈之中。以非洲为代表的新兴产区，其产量增速正在放缓。前几年的高增长部分源于加工产能的集中建设，消化了前期的原料库存，而非实际产量的快速增长。随着非洲加工产能趋于过剩，其未来的出口和产量数据将更多地反映实际产出水平，增速预计将回落。与此同时，印尼、马来西亚、越南等传统产区的产量已呈现见顶回落的态势。总体来看，新兴产区的增量可能与部分传统产区的减量相互抵消，使得泰国成为影响全球供给格局的关键变量。

气候因素，特别是厄尔尼诺现象，在 2026 年对天然橡胶市场产生了怎样的影响？

2026 年，气候因素对天然橡胶市场的影响显著加剧。长期来看，气候异常的频率和强度预计会增加。由于胶树因长期缺乏养护而抵抗自然灾害的能力下降，使得极端天气的影响更为突出。厄尔尼诺现象给东南亚主产区带来高温和干旱，而天然橡胶作为对水分要求较高的作物，其当季产量因此受到直接影响。在 2026 年本就处于去库存、库存结构脆弱的背景下，天气干扰极易放大供需错配效应，从而推动价格上涨，导致气候因子在市场中的反应尤为剧烈。

如何评估当前及未来天然橡胶的需求前景，特别是在汽车行业中的应用？

天然橡胶的需求基本面保持稳定，并具备长期增长潜力。其需求主体是存量替换市场，而非增量配套市场，这构成了需求的稳定基本盘，不易出现大幅下滑。未来的增长空间主要来自两个方面：一是新能源汽车渗透率的提升；二是印度、东南亚等新兴市场汽车保有量的增长潜力。因此，从长远逻辑看，需求前景并不悲观，年化需求预计能维持低个位数增长。短期内，价格易受宏观情绪扰动，主要因为其下游与汽车等强周期性行业关联，且供给端的短期变化难以验证。

近年来轮胎行业的结构性变化，尤其是全钢胎与半钢胎市场的表现，对天然橡胶需求产生了哪些具体影响？

近年来，中国轮胎企业在全球市场份额的扩张是支撑橡胶需求的重要因素。中国企业通过建设新产能，替代了部分全球头部轮胎厂关停的产能。在产品结构上，半钢胎市场表现较好。而全钢胎市场前几年因受中国房地产市场低迷影响表现较差，但自 2025 年下半年以来，在相关政策刺激下已有所恢复。由于天然橡胶在全钢胎中的使用比例高于半钢胎，全钢胎需求的复苏对天然橡胶的拉动作用更为显著。目前，全钢胎市场已走出低谷，最差的时期已经过去，其需求的恢复为天然橡胶市场提供了边际改善的动力。

中国作为全球最大的天然橡胶消费国，其市场特点如何影响全球定价？

中国是全球最大的天然橡胶消费市场，年消费量约占全球的 45%，但同时也是一个高度依赖进口的国家。中国每年天然橡胶产量约为 80 多万吨，而消费量高达 700 多万吨，因此是一个净进口国。这一结构使得海外市场的供需状况和价格对国内市场有直接且重大的影响。反之，由于中国是最大的消费方，国内期货市场的价格变化也会反向影响全球市场的定价。

综合供需两端分析，当前天然橡胶行业处于怎样的周期阶段，这对海南橡胶等相关企业有何意义？

综合来看，天然橡胶行业已进入一个需求稳定增长而供给弹性有限的紧平衡状态。需求端保持稳定，而供给端受到种植周期、地域限制、生产成本和天气扰动等多重制约，增长空间受限。这为橡胶基本面提供了强有力的支撑。行业目前正处于一个长周期的底部复苏阶段，价格刚刚脱离底部区间，未来仍有较大的上涨空间。对于海南橡胶这类企业而言，行业的长周期向好趋势是其核心投资逻辑的基础。

海南橡胶在产业链布局方面，特别是在贸易端的历史沿革是怎样的？

海南橡胶通过收购兼并来拓展其在种植、加工和贸易领域的业务。在贸易端，其布局最早可追溯至 2012 年，当时收购了新加坡的贸易公司 R1 International。新加坡作为重要的贸易港口，此次收购是其全球化贸易布局的关键一步。目前，海南橡胶对 R1 的持股比例已达到约 93.6%。

请介绍 KM 和 AR 公司与上市公司的关系，以及未来潜在的整合计划和时间表？

KM 和 AR 目前由上市公司托管。其控股股东被海南农垦收购后，为解决同业竞争问题，原承诺于 2025 年底前将这两家公司并入上市公司体系。然而，由于流程及海外政策的不确定性，该计划已推迟至 2028 年。因此，在 2028 年之前，KM 和 AR 的资产注入仍是一个潜在的增量逻辑，有望扩大公司在加工和贸易环节的业务体量。

和盛农业的基本情况如何，其对上市公司有何影响，以及未来的改善方向？

和盛农业是公司收购的一项资产，其种植业务主要集中在非洲的喀麦隆和科特迪瓦，拥有约 3.27 万公顷土地，加工年产能约 140 余万吨。和盛农业在海外运营，尤其在应对 EUDR 等法规方面经验丰富，与上市公司在国内的业务形成互补。当前，和盛农业的亏损主要源于非洲业务较高的种植成本。未来，随着其非洲公司管理的改善，有望提升上市公司的整体利润水平。公司此前已针对该部分资产计提了减值。

海南封关政策预计将从哪些方面为公司带来实质性利好？

海南封关预计将从三个主要方面为公司带来利好： 首先是土地价值重估。尽管公司目前的土地是从控股股东处以较低价格租赁，但公司在年报中已确认约6.28 亿元的融资租赁相关收益，该收益来自于土地转租。租赁合同将于 2038 年到期，届时考虑到天然橡胶等作物的长生长周期，合同很可能会续签，公司将有机会对土地进行重新优化调整。随着海南封关，优质土地资源日益紧俏，这将为公司带来潜在收益。 其次是财务成本优化。收购和盛农业后，公司财务费用较高。公司已在海南自贸港设立跨境资金集中运营中心，可以利用国内较低的借款成本替换和盛农业的高息借款，从而降低整体财务费用，并有助于在汇率管理和资金配置效率上进行优化。 最后是非胶业务的发展。公司拥有约 11 万亩高效农业种植园。封关后，海南作为旅游消费中心，人员流动和文旅活动的增强将拉动岛内对热带水果等高端农产品的消费需求。公司可利用其土地资源和自贸港平台，将更多非橡胶林地转向高附加值的热带水果种植，拓展销售渠道，从而创造新的利润增长点，以对冲橡胶价格的周期性波动风险。

公司当前的估值水平如何，以及应采用何种估值方法进行评估？

鉴于天然橡胶行业的长周期特性，使用 PE 估值法可能导致对公司价值的评定出现较大偏离。因此，采用 PB 估值法更为适宜。目前，公司的 PB 水平约为 2.8 倍，而其历史 PB 估值区间在 1.7 倍至 6.2 倍之间。从当前时点看，公司的 PB 水平并不高，随着未来橡胶价格行情的回暖，其估值仍有非常大的提升空间。

如何总结公司的核心投资逻辑与未来展望？

公司作为国内橡胶行业的龙头企业，拥有全球范围内稀缺的规模化、集约化橡胶种植资源，储备丰富。行业层面，主业已走出橡胶熊市，随着胶价回暖，公司具备巨大的升值空间。政策层面，海南封关将为公司在土地价值、财务成本优化及非胶业务拓展等方面带来实质性利好，改善其运营效率与盈利能力。综合来看，公司未来增长前景广阔。