下载日志已记录，仅供内部参考

海南橡胶（601118.SH）

买入（首次评级）

拥抱胶价长牛，海南封关迎接新机遇

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	42,004	42,237	46,079	51,480	60,040
增长率 yoy（%）	25.5	0.6	9.1	11.7	16.6
归母净利润（百万元）	103	-103	98	158	430
增长率 yoy（%）	-65.2	-199.7	195.4	61.1	171.7
ROE（%）	-0.8	-3.1	2.9	4.5	10.8
EPS 最新摊薄（元）	0.02	-0.02	0.02	0.04	0.10
P/E（倍）	269.0	-270.0	283.1	175.7	64.7
P/B（倍）	2.83	2.85	2.83	2.79	2.69

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

全球天然橡胶全产业链龙头，伴随内生增长和外延并购市场份额持续提升。海南橡胶是中国资本市场唯一的天然橡胶全产业链上市公司，也是全球最大的集天然橡胶种植、加工、贸易、橡胶木加工与销售及热带特色高效农业等为一体的大型综合企业。公司在全球经营管理土地面积 490 万亩，其中胶园土地 380 万亩，境内外天然橡胶种植基地共 30 个；2025 年公司天然橡胶加工产能约 235 万吨(含受托管理的 KM 公司)；全球销售贸易量 337 万吨(含受托管理的 KM 公司和 ART 公司)，行业龙头地位明显。2021-2025 年营收分别为 152.07 亿元、153.71 亿元、334.67 亿元、420.04 亿元、422.37 亿元，CAGR29.1%，随着 2023 年完成对合盛农业的并购，市场份额进一步提升。

天然橡胶行业慢牛开启，价格重心底部抬升。价格重心底部缓慢抬升是本轮天然橡胶慢牛的主要特征，呈现为向上倾斜的箱体。由于天然橡胶供给收缩是缓慢的，全球轮胎需求的表现以及人工成本的上涨速率决定箱体的向上斜率，开割意愿的临界点在提升。箱体上沿一方面检验高价下供给的释放能力，另一方面检验高价下下游的承接能力，预计 2026 年 Q3-Q4 即将迎来压力检验阶段。中长期来看，天然橡胶需求预计保持稳定增长，而供给端受种植周期、地域限制和成本等因素制约，增长弹性有限，行业有望逐步趋向紧平衡状态，为胶价提供基本面支撑。

海南封关，公司价值重估与战略机遇。海南自贸港全岛于 2025 年 12 月 18 日正式启动封关运作。封关运作是海南自贸港开放发展新阶段的开始，扩大开放将显著提速海南自贸港及岛内上市公司发展。公司有望在土地价值重估、财务成本优化、热带水果供给改善收入结构等方面产生积极变化。

盈利预测与估值。我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 460.8/514.8/600.4 亿元，同比增速为 9%/12%/17%，归母净利润为 0.98/1.58/4.3 亿元，当前股价（截至 2026 年 9 月 2 日）对应 2026-2028 年 PB 分别为 2.83/2.79/2.69x。从公司历史估值看，PB 估值区间在 1.7-6.2 倍之间，目前处于历史 PB 估值区间下沿。随着后期胶价回暖，公司升值潜力较大。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：天气扰动、政策变化、产区供给超预期、下游需求不及预期、价格剧烈波动等风险。

股票信息

行业	农林牧渔
2026 年 09 月 03 日收盘价(元)	6.79
总市值（百万元）	29,057.31
流通市值（百万元）	29,057.31
总股本（百万股）	4,279.43
流通股本（百万股）	4,279.43
近 3 月日均成交额(百万元)	465.61

作者



分析师 王佳博
SAC：S1070526030004
邮箱：wangjiabo@cgws.com



分析师 严瑾
SAC：S1070526050002
邮箱：yanjin@cgws.com

相关研究

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

一、全球最大橡胶综合体，行业龙头地位凸显 4
全球天然橡胶全产业链龙头 4
公司发展历程：向内精进，向外收购 5
控股股东为海南农垦，股权结构集中稳定 5
营收体量随公司全球化逐步提升，盈利能力受橡胶价格波动影响 6
二、行业端：慢牛开启，价格重心底部抬升 7
供应端：产能见顶，供给缓慢收缩 8
需求端：稳健扩张 10
中国：全球最大天然橡胶消费和进口国 12
三、公司收并购发展史：全球化扩张的关键步伐 13
起步与探索（2012 年）： 13
资源与渠道拓展（2017 年及之后）： 14
跃升为全球龙头（2022-2023 年）： 15
四、海南自贸港封关：公司价值重估与战略机遇 16
核心生产资料——土地价值的重估 17
跨境资金运营——财务成本优化 18
非胶业务——热带水果需求的提升 18
盈利预测及估值 19
盈利预测 19
估值分析 20
风险提示 21
天气扰动风险 21
政策变化风险 21
主产区供给超预期 21
下游需求不及预期 21
价格剧烈波动风险 22

图表目录

图表 1： 公司主营业务流程 4
图表 2： 公司发展历程 5
图表 3： 公司股权结构（截止 2026 年 6 月 30 日） 6
图表 4： 营收及增速（亿元） 6
图表 5： 归母净利润及增速（亿元） 6
图表 6： 营业收入构成 7
图表 7： 公司毛利构成 7
图表 8： 公司盈利能力与天然橡胶期货价格（元/吨） 7
图表 9： 干胶价格（泰铢/千克）、轮胎价格（元/条，压制因素）、轮胎产能（万条，支撑因素） 8

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 10： 2003-2025 年天然橡胶开割面积及开割率变化（千公顷） 8
图表 11： 2003-2025 年天然橡胶新种及重新种植面积（千公顷） 8
图表 12： ANRPC 成员国天然橡胶产量（千吨） 9
图表 13： 泰国工资（泰铢/月） 9
图表 14： 2025 年主产国产量占比 9
图表 15： 传统产胶国 vs 新兴产胶国 产量增速 10
图表 16： NOAA:NINO3.4:海表温度:距平(周，摄氏度) 10
图表 17： 官方 ENSO 概率预报（2026 年 8 月发布） 10
图表 18： 全球汽车市场明显回暖（万辆） 11
图表 19： 2025 年各国千人汽车保有量（辆） 11
图表 20： 全球电动车销量占比 11
图表 21： 中国新能源汽车出口量（万辆） 11
图表 22： 中国天然橡胶产量（万吨）及增速（%） 12
图表 23： 中国天然橡胶进口量（万吨） 12
图表 24： 海胶收购 R1 公司历程 13
图表 25： R1 公司营收及增速（亿元） 13
图表 26： R1 公司净利润及增速（亿元） 13
图表 27： KM 公司营收（亿元） 14
图表 28： KM 公司净利润（万元） 14
图表 29： ART 公司营收（亿元） 14
图表 30： ART 公司净利润（万元） 14
图表 31： 2022 年合盛并入后公司天然橡胶种植面积变化（万亩） 15
图表 32： 2022 年合盛并入后公司自产干胶能力（万吨） 15
图表 33： 2022 年合盛并入后公司加工厂数量（家） 15
图表 34： 2022 年合盛并入后公司加工产能变化（万吨） 15
图表 35： 合盛橡胶产品总销销售量（万吨） 15
图表 36： 合盛营收（亿美元）及单吨毛利（美元/吨） 15
图表 37： 海南自贸港相关政策梳理 17
图表 38： 公司财务费用（亿元）及增长率（%） 18
图表 39： 热带水果 19
图表 40： 业务拆分（百万元） 19
图表 41： 公司历史 PB 21

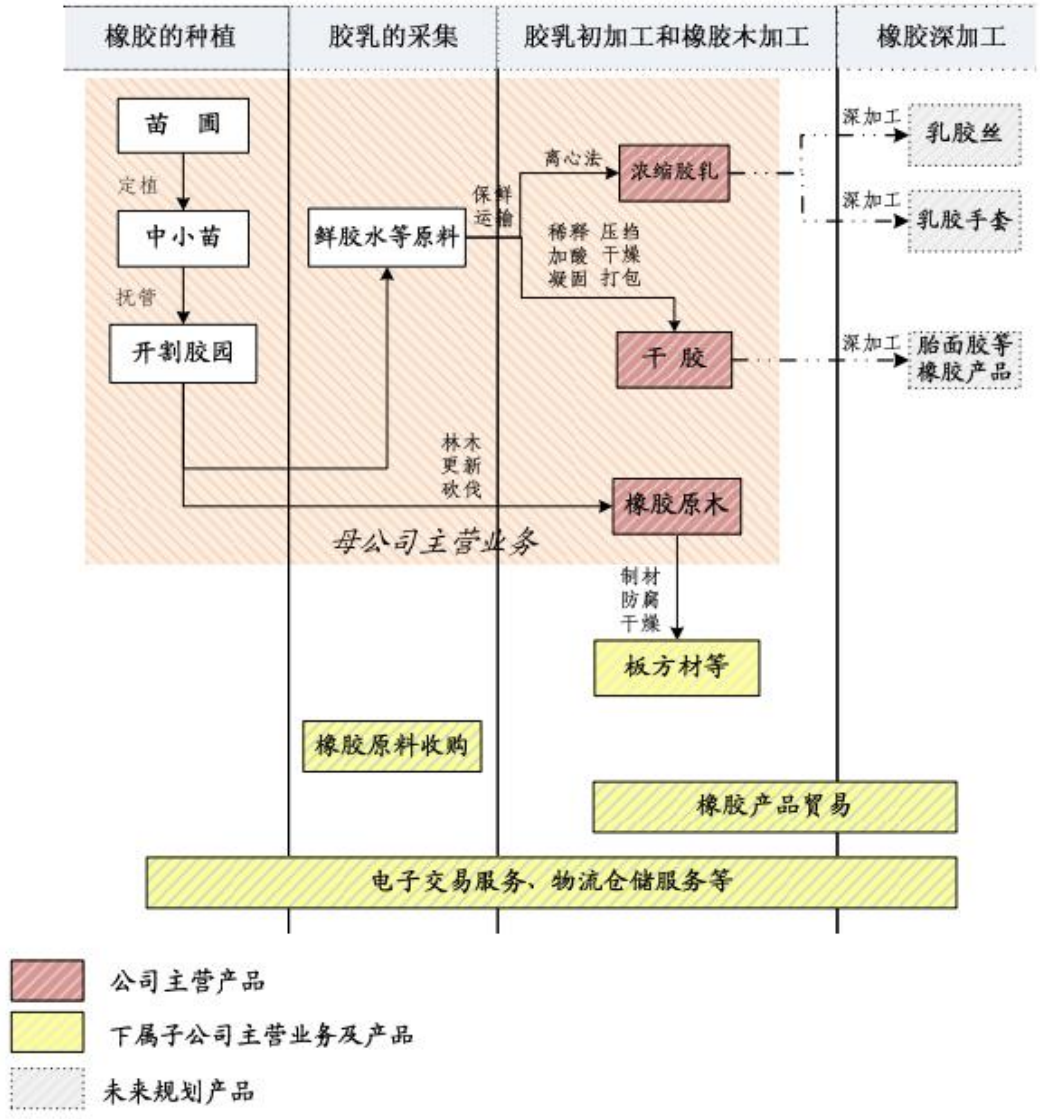
下载日志已记录，仅供内部参考

一、全球最大橡胶综合体，行业龙头地位凸显

全球天然橡胶全产业链龙头

公司成立于 2005 年 3 月 31 日，承接了海南农垦的天然橡胶资产，注册资本 42.79 亿元，是中国资本市场唯一的天然橡胶全产业链上市公司，也是全球最大的集天然橡胶种植、加工、贸易、科技研发、橡胶木加工与销售及热带特色高效农业等为一体的大型综合企业；2025 年公司天然橡胶加工产能约 235 万吨，61 家在产初加工厂(含受托管理的 KM 公司)；全球销售贸易量 337 万吨(含受托管理的 KM 公司和 ART 公司)[1]。公司 2021-2025 年营收分别为 152.07 亿元、153.71 亿元、334.67 亿元、420.04 亿元、422.37 亿元，CAGR29.1%，随着 2023 年完成对合盛农业的并购，市场份额进一步提升。

图表 1：公司主营业务流程



资料来源：公司招股说明书、长城证券产业金融研究院

[1] 源自 2025 年年度报告

下载日志已记录，仅供内部参考

公司发展历程：向内精进，向外收购

初创期（2005 年-2008 年）：公司正式成立于 2005 年。2008 年公司实行胶园职工长期承包制，提升了生产经营机制的活力。

探索期（2009 年-2011 年）：2009 年，公司启动老城深加工产业园暨高品质乳胶丝项目，产业链正式向深加工领域延伸。随后，公司陆续设立上海龙橡公司、新加坡发展公司及驻外省五大办事处与营销网络铺建，放大营销格局，加大公司产品的市场影响力。2011 年 1 月 7 日，公司在上海证券交易所挂牌交易，并于同年 6 月入选上证 50、上证 180、沪深 300 和中证 100 四大指数，借助资本市场增强公司影响力和产业龙头地位。

扩张期（2012 年至今）：公司积极进行全球扩张，加快全产业链转型升级。2012 年以来，公司先后收购新加坡 R1 公司和合盛农业、托管 KM 公司和 ART 公司，积极实施国际化战略，强化公司的国际市场资源整合能力。

图表 2：公司发展历程

初创期 开启橡胶产业现代化进程	探索期 产业链延伸，企业上市	扩张期 企业全球扩张，全产业链转型升级，技术研发持续发力
• 2005年，海南天然橡产业有限公司成立。 • 2007年，实行胶园职工长期承包制，提升了生产经营机制的活力。 • 2008年，“天然橡胶标准化加工技术研发集成及应用”项目被国务院授予2008年度国家科学技术进步二等奖。	• 2009年，老城深加工产业园暨高品质乳胶丝项目的启动 • 2011年，海南橡胶在上海证券交易所挂牌交易；同年7月，海南橡胶同时入选上证180、上证50、沪深300和中证100四大指数。	• 2014年，海南橡胶联手科研院校成立空军航空橡胶科研生产中心和海南省先进天然橡胶复合材料工程研究中心 • 2017年，股东海南海垦将印尼最大的橡胶加工企业KM公司45%的股权和新加坡橡胶贸易企业ART公司62.5%的股权委托给公司管理。 • 2018年，控股子公司海垦宝橡林产成功挂牌新三板 • 2019年，公司收购新加坡R1国与江苏爱德福公司 • 2023年，公司收购合盛农业

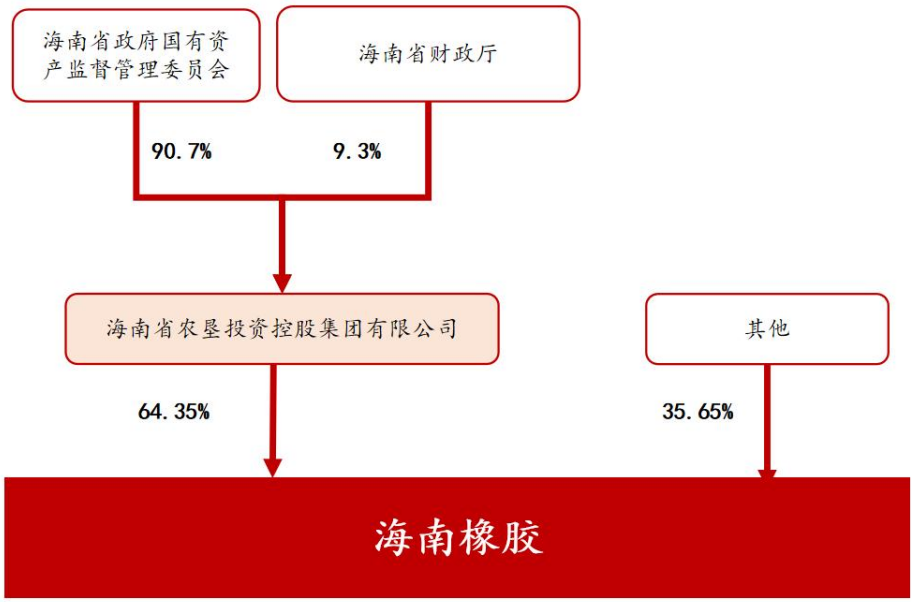
资料来源：公司官网、公司招股说明书、2019-047《关于重大资产重组实施情况的公告》、2019-056《关于收购江苏爱德福乳胶制品有限公司 80%股权的公告》、2022-085《关于重大资产重组进展公告》、长城证券产业金融研究院

控股股东为海南农垦，股权结构集中稳定

海南省农垦投资控股集团有限公司为公司控股股东，该集团为海南省政府直属国有独资企业，属中国第三大垦区。截至 2026 年 6 月 30 日，海南农垦投资控股集团有限公司，直接持股比例为 64.35%。另外，海南省国资委与海南省财政厅通过海南省农垦投资控股集团有限公司分别间接控制公司约 58.37%与 5.98%股权。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 3：公司股权结构（截止 2026 年 6 月 30 日）

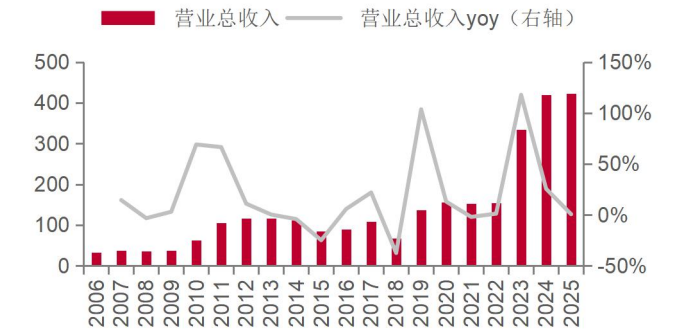


资料来源：ifind、长城证券产业金融研究院

营收体量随公司全球化逐步提升，盈利能力受橡胶价格波动影响

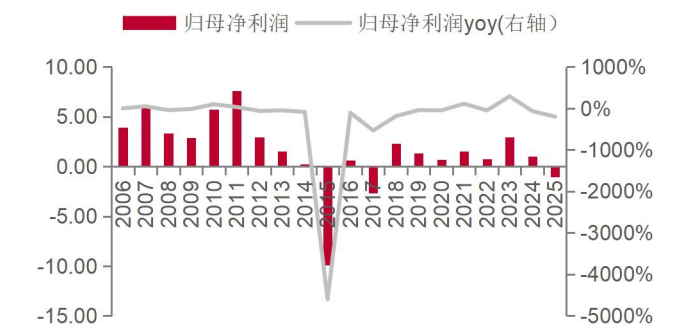
公司营收从 2010 年的 63.26 亿元提升至 2025 年的 422.37 亿元，年复合增速为 13.49%，在橡胶下行周期，公司通过扩大下游加工和贸易体量，持续提升营收规模。2025 年归母净利润-1.03 亿元，同比-199.65%，橡胶产品毛利率从 2024 年 2.91%下降至 2025 年的 1.61%。另外，计提资产减值损失 3.98 亿元，同比+71.8%，其中商誉减值 2.78 亿元(主要系合盛农业商誉减值)。公司主营业务收入主要为橡胶产品，收入占比常年维持在 95%以上，因此受橡胶价格影响，盈利能力波动较大。

图表 4：营收及增速（亿元）



资料来源：公司 2006-2025 年年报、长城证券产业金融研究院

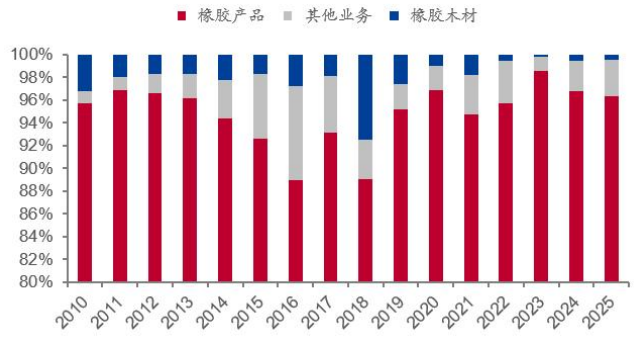
图表 5：归母净利润及增速（亿元）



资料来源：公司 2006-2025 年年报、长城证券产业金融研究院

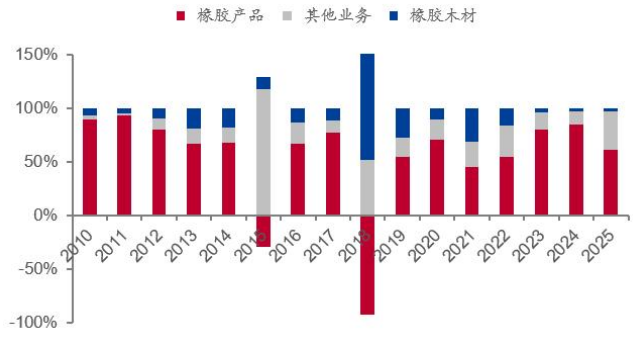
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 6：营业收入构成



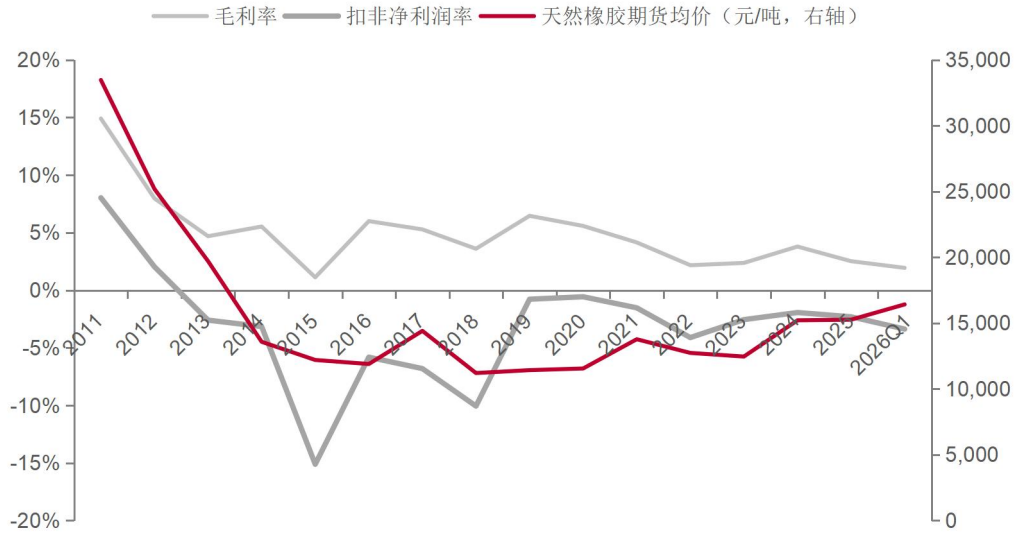
资料来源：公司 2010-2025 年年报、长城证券产业金融研究院

图表 7：公司毛利构成



资料来源：公司 2010-2025 年年报、长城证券产业金融研究院

图表 8：公司盈利能力与天然橡胶期货价格（元/吨）



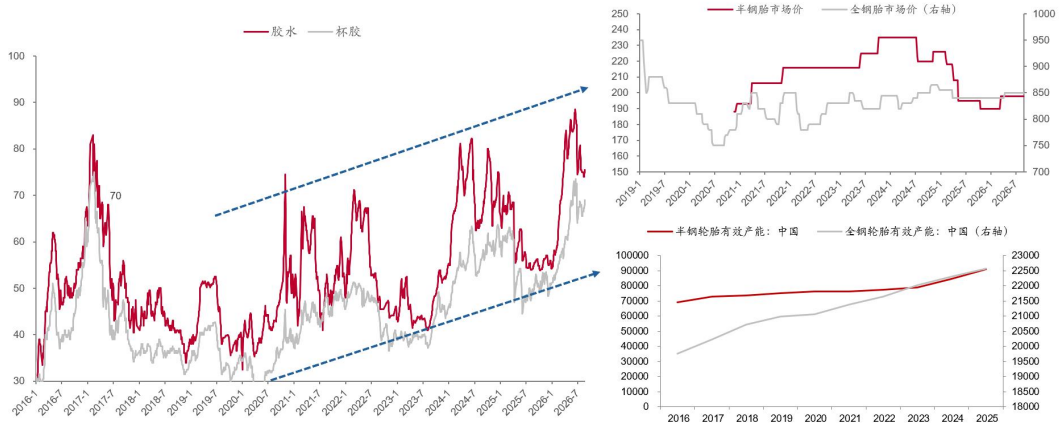
资料来源：wind、长城证券产业金融研究院

二、行业端：慢牛开启，价格重心底部抬升

我们认为，价格重心底部缓慢抬升是本轮天然橡胶慢牛的主要特征，呈现为向上倾斜的箱体。由于天然橡胶供给收缩是缓慢的，全球轮胎需求的表现以及人工成本的上涨速率决定箱体的向上斜率，开割意愿的临界点在提升。箱体上沿一方面检验高价下供给的释放能力，另一方面检验高价下下游的承接能力，预计 2026 年 Q3-Q4 即将迎来压力检验阶段。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 9：干胶价格（泰铢/千克）、轮胎价格（元/条，压制因素）、轮胎产能（万条，支撑因素）



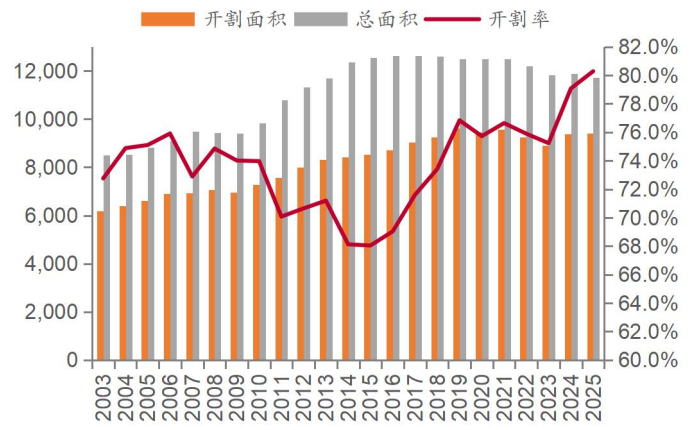
资料来源：钢联数据、长城证券产业金融研究院

供应端：产能见顶，供给缓慢收缩

种植面积陷入停滞：2016 年全球主要橡胶主产国总种植面积达到峰值（1263 万公顷）后开始下降，而新种及翻种面积受胶价低迷影响，处在近 20 年的低位，这也限制了未来供给的释放空间。

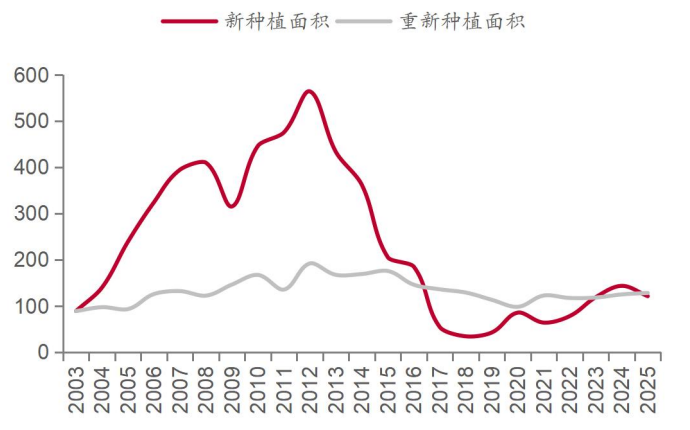
全球开割率处于近 20 年高位：开割面积与种植面积先后见顶，未来进一步提升空间有限。我们认为，若价格维持当前水平，两项指标将维持不变或下降。

图表 10：2003-2025 年天然橡胶开割面积及开割率变化（千公顷）



资料来源：wind、长城证券产业金融研究院

图表 11：2003-2025 年天然橡胶新种及重新种植面积（千公顷）



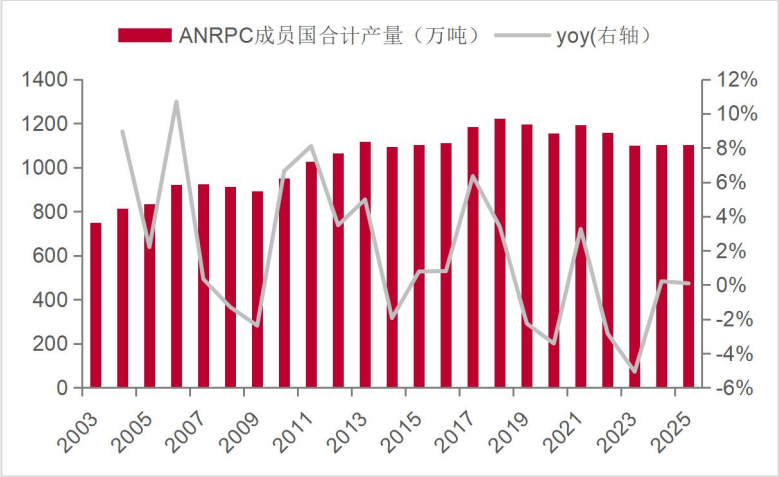
资料来源：wind、长城证券产业金融研究院

2018 年前是产量自然释放，2018 年后由于供给各因子的上限已现，每次价格上涨都是对产量上限的探索，高产对高价的反馈既有同步性也存滞后性。2021-2022 年是供给释放的一次测试，2024-2025 年是第二次（闲置产能激活）。

下载日志已记录，仅供内部参考

我们认为，高面积、高开割率、更年轻已经成为“不可能三角”，未来产量趋势是“高点、低点同步下降”。过去 10 年的低价（由于持续砍树的存在）让产能（面积）天花板下移，但一定程度提升了树龄的年轻化（砍伐首选中老年胶树），这让产量的天花板下降较为缓慢，过去 8 年（2018 年至 2025 年）ANRPC 成员国（包括中国）产量高峰累计下降 9.8%。

图表 12：ANRPC 成员国天然橡胶产量（千吨）

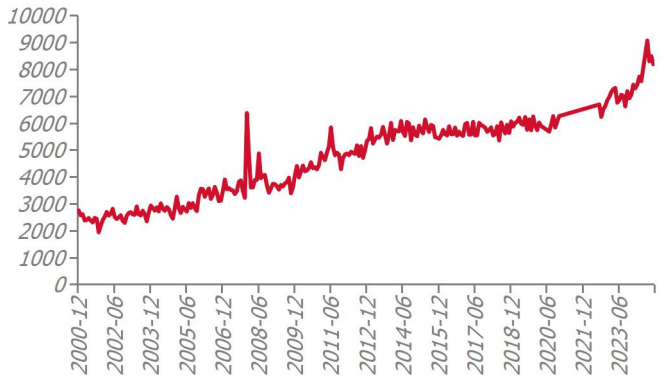


资料来源：wind、长城证券产业金融研究院

人力成本上涨制约产量释放，抬升价格重心。根据 IMF 的数据，2025 年东南亚人均 GDP 排名前 7 的国家中，马来西亚、泰国、印尼、越南、菲律宾是重要的天然橡胶生产国，合计占 ANRPC 成员国产量的 79%。长期看，人力成本上涨是制约产量释放的核心变量，但其趋势变化是缓慢的，泰国的农业工资翻倍消耗了 10 年时间（2005-2014 年），本轮人力成本上涨的起点发生在 2022 年。

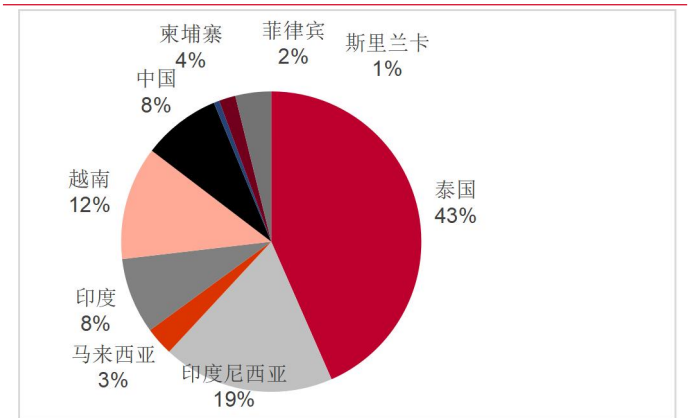
一些低收入国家或地区（老缅柬、喀麦隆、尼日利亚等），受到政策刺激、收入来源单一等原因，仍在积极寻求橡胶产能的扩张。新兴产胶国的自然增长是供给收缩缓慢的关键要素之一，但其增速重心在下移。

图表 13：泰国工资（泰铢/月）



资料来源：wind、长城证券产业金融研究院

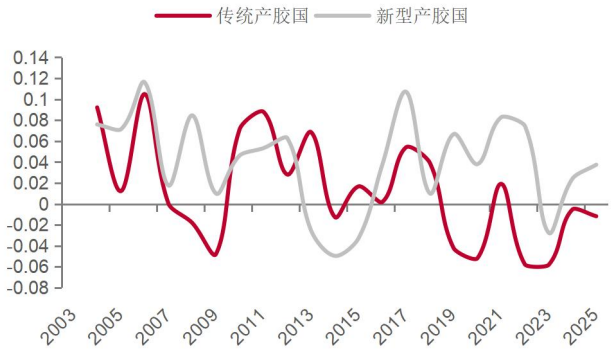
图表 14：2025 年主产国产量占比



资料来源：wind、长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 15：传统产胶国 vs 新兴产胶国 产量增速

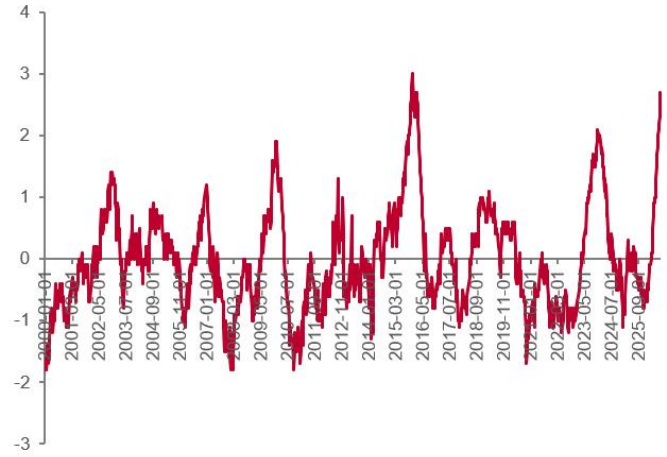


资料来源：wind、长城证券产业金融研究院

注：传统产胶国包括泰国、印尼、马来、中国；新兴产胶国包括越南、柬埔寨、印度、斯里兰卡、菲律宾；

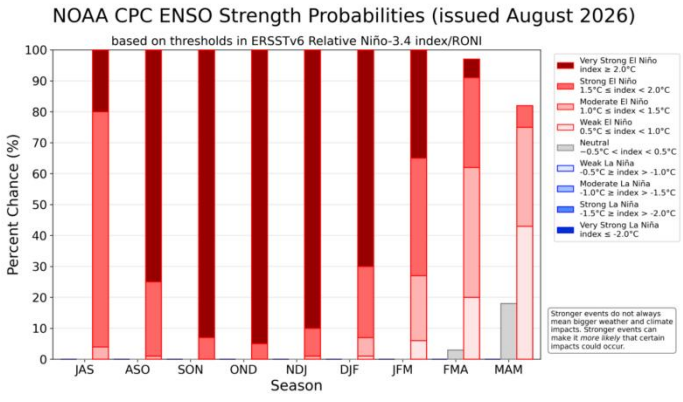
气候因素进一步强化橡胶供给扰动，美国 NOAA 气候预测中心等机构数据显示 2026 年下半年将迎来超强厄尔尼诺。长久看，气候异常的频率及强度会加剧（但不具可预测性），橡胶树长期缺乏养护的易病“体质”在自然灾害面前显得弱不禁风。厄尔尼诺带来的持续高温与干旱将直接冲击泰国、印尼等东南亚主产区的割胶节奏，抑制胶乳正常产出，加剧天然橡胶供应偏紧格局；而当前橡胶市场库存结构脆弱、缓冲韧性不足，难以有效对冲供给端的阶段性收缩，一旦产区出现持续减产，库存快速消耗将放大供需错配效应，推动现货与期货价格波动加剧，进一步强化气候因素对橡胶市场的供给扰动。

图表 16：NOAA:NINO3.4:海表温度:距平(周，摄氏度)



资料来源：钢联数据、长城证券产业金融研究院

图表 17：官方 ENSO 概率预报（2026 年 8 月发布）



资料来源：美国 NOAA 气候预测中心、长城证券产业金融研究院

需求端：稳健扩张

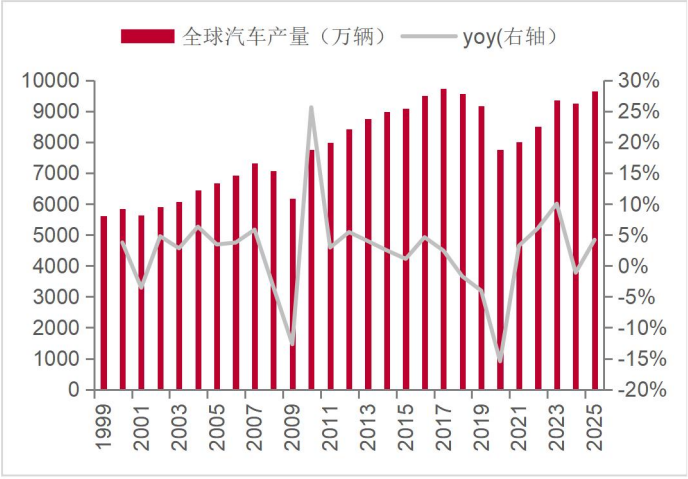
2022 年以后，全球半钢胎与全钢胎需求逐步回归稳健增长轨道。长期来看，全球轮胎总需求仍将保持平稳、韧性增长，波动显著收窄。

存量替换市场是天然橡胶需求基本盘，新兴市场打开想象空间。根据 OICA 协会数据，

下载日志已记录，仅供内部参考

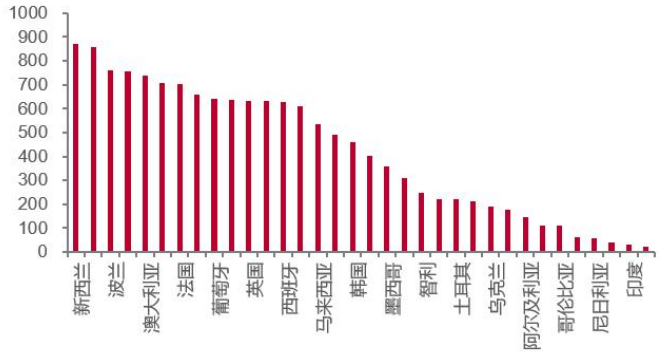
截至 2020 年全球汽车保有量接近 15 亿辆，我们认为即便增速有所收窄，存量替换需求仍持续扩大。根据米其林公布数据显示，目前替换胎占全球轮胎总需求超 70%，这是橡胶需求最牢靠的基本盘。长期看，东南亚、非洲等人均保有量仍处在低位，经济活动活跃及汽车普及增加打开增长空间。

图表 18：全球汽车市场明显回暖（万辆）



资料来源：钢联数据、长城证券产业金融研究院

图表 19：2025 年各国千人汽车保有量（辆）

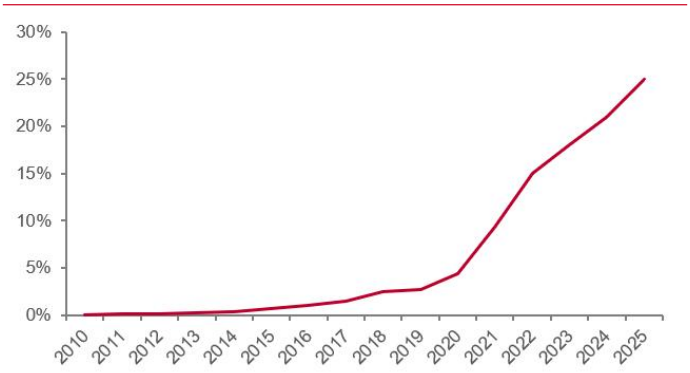


资料来源：Car Ownership Statistics、长城证券产业金融研究院

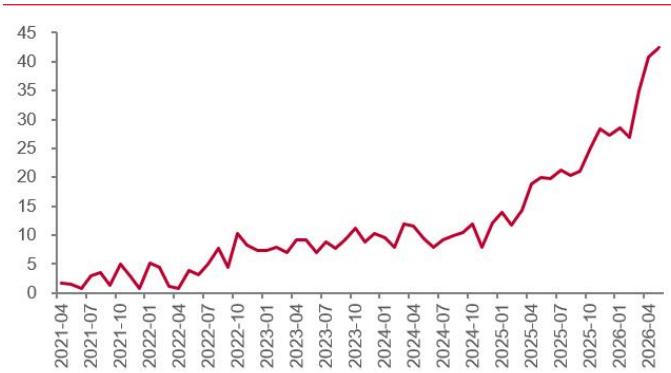
新能源汽车渗透率快速提升，进一步强化轮胎需求韧性。新能源车自重更大、瞬时扭矩更高，轮胎磨损速度较传统燃油车快约 30%，替换周期较传统油车更短。新能源重卡对轮胎消耗更为显著：全钢胎消耗天然橡胶约占 2/3，半钢胎约占 1/3；单条全钢胎耗胶量约为半钢胎的 15—20 倍，是天胶需求的绝对主力。[2]随着新能源重卡渗透率提升，将为全钢胎与天然橡胶带来确定性结构性增量。

中国轮胎产能占全球约 35%，是全球第一大生产与出口国。[3]近年来中国轮胎在技术、品质、品牌与海外布局上持续升级，带动全球轮胎行业整体品质提升、产品结构上移，有助于改善行业利润水平，并逐步向上游橡胶价格形成正向传导，为橡胶需求提供更稳定的价格与利润支撑。

图表 20：全球电动车销量占比



图表 21：中国新能源汽车出口量（万辆）



[2] 资料来源于天然橡胶网
[3] 资料来源于人民网

下载日志已记录，仅供内部参考

资料来源：ifind、长城证券产业金融研究院

资料来源：钢联数据、长城证券产业金融研究院

中国：全球最大天然橡胶消费和进口国

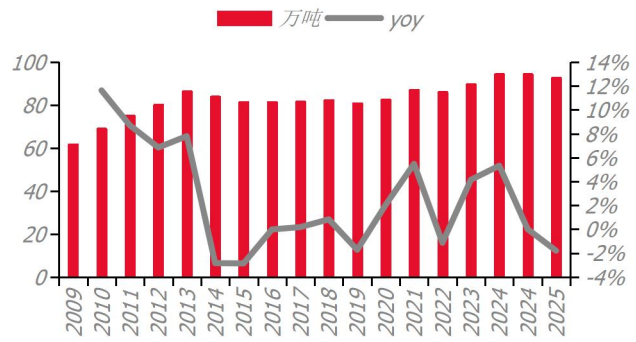
天然橡胶作为关乎国防安全与产业链稳定的重要战略物资，我国始终从顶层设计对全产业链给予高强度政策扶持与资源保障，已形成国内稳产保供、海外多元拓源、期货定价主导的全球核心地位。[4]

2025 年，我国天然橡胶产量 92.8 万吨，同比下降 1.8%。云南成为支撑国内橡胶产量增长的最主要力量（亩产提升+标准化管理），摩羯台风改变了海南的生产格局，广东增量空间较小。

另外，我国是全球最大的天然橡胶消费国和进口国。根据海关总署，我国天然橡胶（含乳胶、混合胶、复合胶）对外依存度达 80-90%，泰国、越南、印尼是核心来源国。2024 年 12 月，中国对来自老挝、缅甸、柬埔寨、科特迪瓦等国家的天然橡胶（标准胶、烟片胶等）实施零关税[5]；2025 年 9 月，中、泰湄公河通道试点零关税。[6]这符合我国在农产品进口"多元化"的整体方针，同时刺激 0 关税国家的生产及对华出口热情。

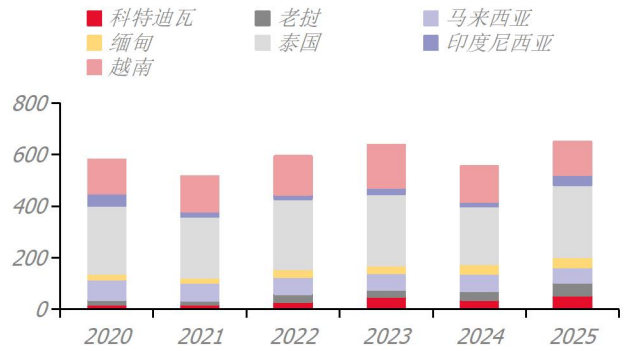
我国通过期货市场构建全球天然橡胶定价核心。上期所天然橡胶（RU） 是全球流动性第一、成交量最大的橡胶期货，20 号胶（NR） 成交量已超越新交所、日交所同品种，二者共同构成全球天然橡胶定价核心，国内的上下游企业在运用期货工具也日趋成熟。[7]

图表 22：中国天然橡胶产量（万吨）及增速（%）



资料来源：wind、长城证券产业金融研究院

图表 23：中国天然橡胶进口量（万吨）



资料来源：海关总署、长城证券产业金融研究院

综合展望：我们认为中长期来看，天然橡胶需求预计保持稳定增长，而供给端受种植周期、地域限制和成本等因素制约，增长弹性有限，行业有望逐步趋向**紧平衡**状态，为胶价提供基本面支撑。

4 资料来源于上期所
5 资料来源于昆明海关发布
6 资料来源于泰国橡胶管理局
7 资料来源于上期所

下载日志已记录，仅供内部参考

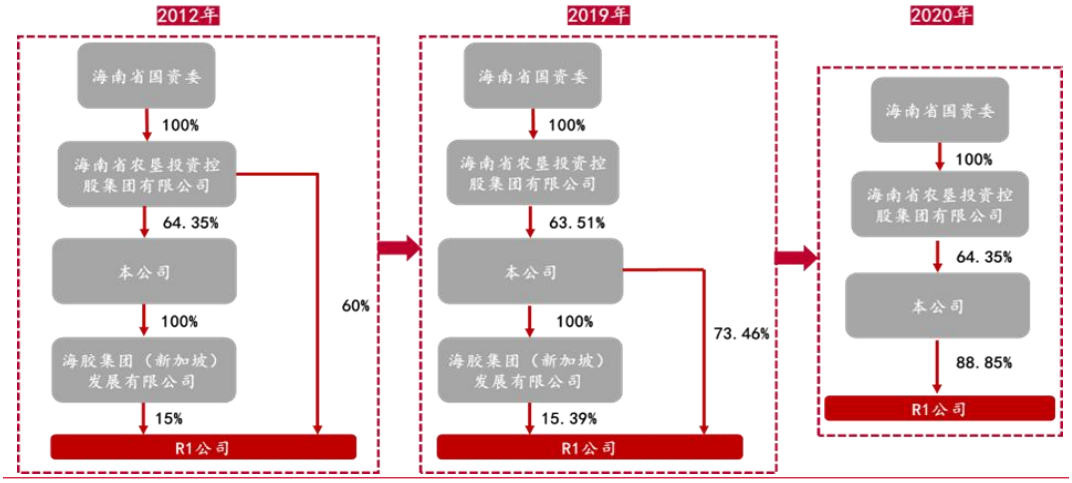
三、公司收并购发展史：全球化扩张的关键步伐

海南橡胶的发展史是一部通过战略性收并购实现全产业链整合与全球资源布局的扩张史。

起步与探索（2012 年）：

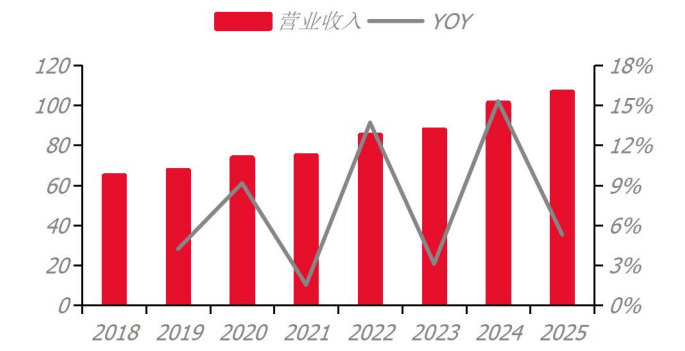
收购 R1 国际：2012 年，公司通过子公司与控股股东共同收购全球主要天然橡胶贸易商 R1 International 的股权，开启了海外并购之旅。此举旨在获取全球贸易渠道，完善产业链布局。后续通过 2019 年及 2020 年的进一步股权收购，公司实现了对 R1 国际的控股（截至 2025 年 7 月 31 日最新更新，公司对 R1 持股比例升至 93.66%），强化了下游贸易环节。

图表 24：海胶收购 R1 公司历程



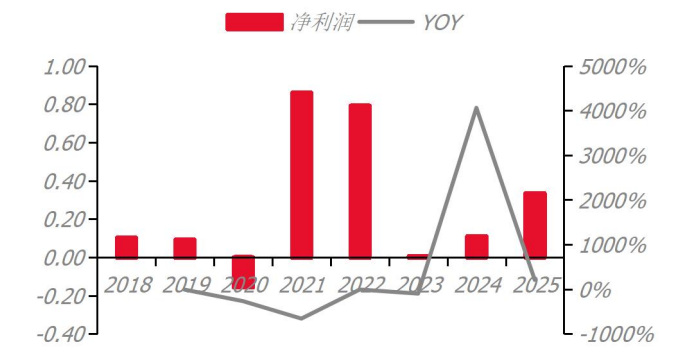
资料来源：公司关于收购控股子公司股权的公告、公司 20221117 重大资产购买报告书（草案）、长城证券产业金融研究院

图表 25：R1 公司营收及增速（亿元）



资料来源：公司 2020-2025 年度报告、长城证券产业金融研究院

图表 26：R1 公司净利润及增速（亿元）



资料来源：公司 2020-2025 年度报告、长城证券产业金融研究院

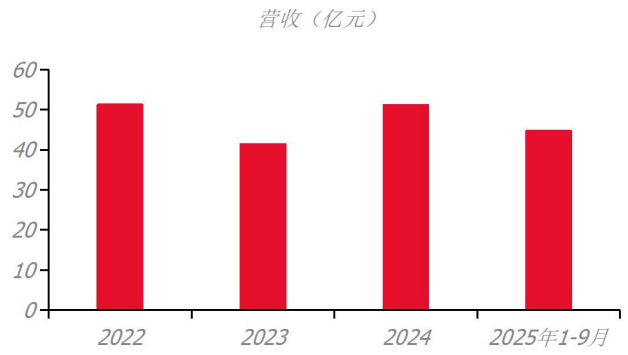
下载日志已记录，仅供内部参考

资源与渠道拓展（2017 年及之后）：

受托管理 KM 与 ART 公司：2017 年，控股股东收购了印尼最大天然橡胶加工企业 KM 公司 45%股权及贸易企业 ART 公司 62.5%股权。为解决同业竞争，相关股权委托给海南橡胶管理。KM 公司拥有庞大的加工产能（超 70 万吨/年），此举显著增强了公司在印尼这一核心产区的资源掌控力和加工能力。截至最新报告期（2026 年半年报），公司仍在积极推进解决与控股股东在 KM 公司和 ART 公司股权上的潜在同业竞争问题，海垦控股集团承诺在 2028 年底前把全资子公司 HSF(S)Pte.Ltd.持有的 KM 公司和 ART 公司全部股权转让给本公司或无关联第三方等方式解决潜在同业竞争。

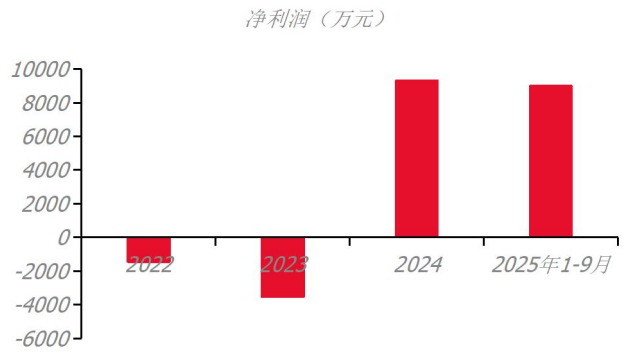
进军下游深加工（2019 年）：收购江苏爱德福乳胶制品有限公司，进入乳胶发泡制品（床垫、枕头）领域，培育“好舒福”品牌，延伸产业链，提升产品附加值。

图表 27：KM 公司营收（亿元）



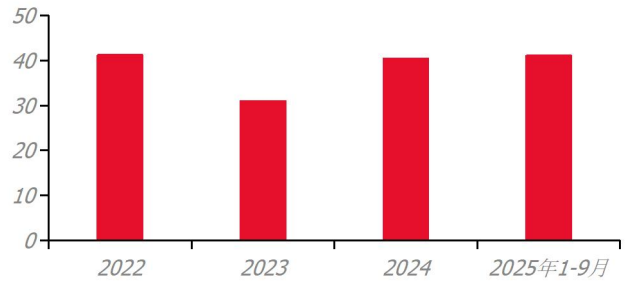
资料来源：公司 2025-12-31 关于控股股东承诺履行进展及拟延期承诺的公告、长城证券产业金融研究院

图表 28：KM 公司净利润（万元）



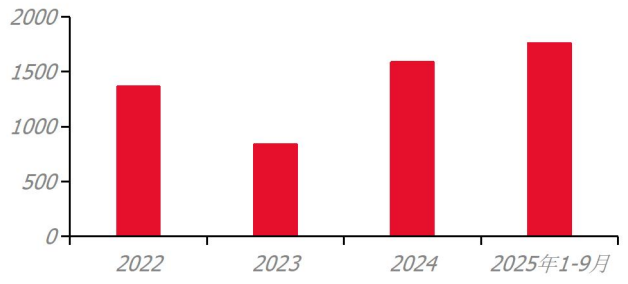
资料来源：公司 2025-12-31 关于控股股东承诺履行进展及拟延期承诺的公告、长城证券产业金融研究院

图表 29：ART 公司营收（亿元）



资料来源：公司 2025-12-31 关于控股股东承诺履行进展及拟延期承诺的公告、长城证券产业金融研究院

图表 30：ART 公司净利润（万元）



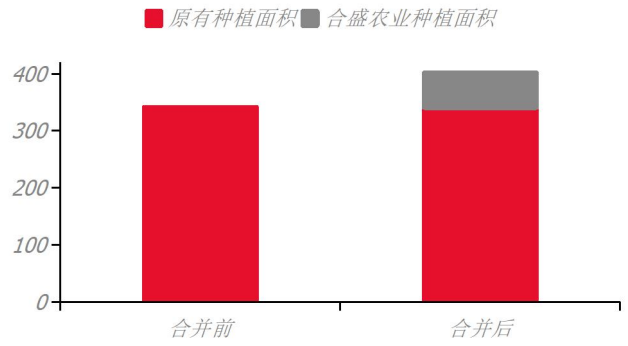
资料来源：公司 2025-12-31 关于控股股东承诺履行进展及拟延期承诺的公告、长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

跃升为全球龙头（2022-2023 年）：

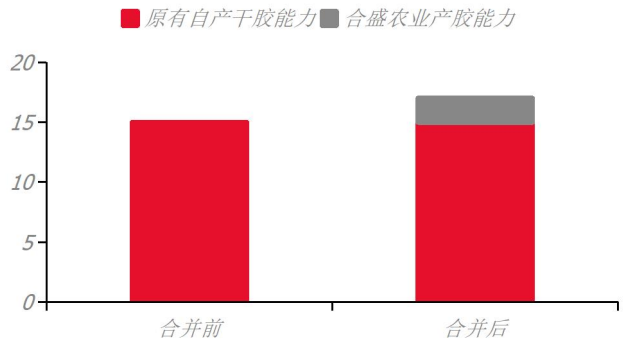
并购合盛农业（HAC）：这是公司历史上最具战略意义的一次并购。2022 年启动，2023 年完成，通过协议转让及强制要约，最终持有合盛农业 68.10%的股权。此次并购使海南橡胶一举成为全球最大的天然橡胶种植、加工、贸易企业。合盛农业带来了（1）**优质种植资源：**在西非新兴产区（喀麦隆、科特迪瓦）约 3.27 万公顷种植园。（2）**庞大加工产能：**全球 37 家加工厂，约 142.9 万吨/年产能，并拥有行业领先的 HeveaPro 生产标准。（3）**互补的销售网络：**强化了在欧洲、北美洲的贸易布局，弥补了公司原有网络短板，并获得了众多全球顶级轮胎企业的认证客户资源。

图表 31：2022 年合盛并入后公司天然橡胶种植面积变化（万亩）



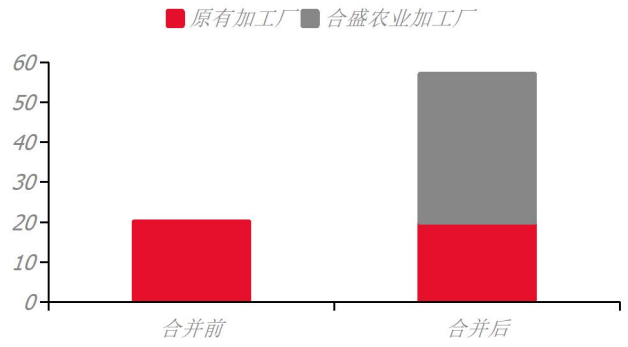
资料来源：公司 20221117 重大资产购买报告书（草案）、长城证券产业金融研究院

图表 32：2022 年合盛并入后公司自产干胶能力（万吨）



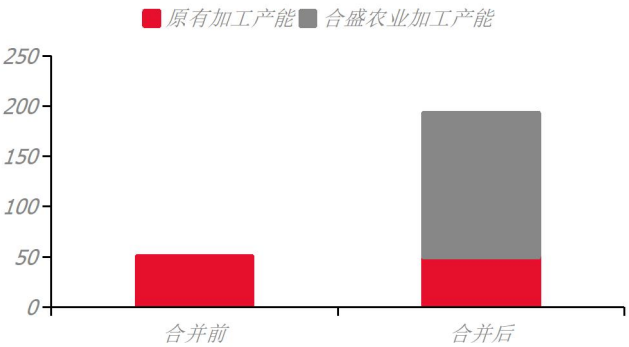
资料来源：公司 20221216 重大资产购买报告书（草案）（草案）（修订稿）、长城证券产业金融研究院

图表 33：2022 年合盛并入后公司加工厂数量（家）



资料来源：公司 20221117 重大资产购买报告书（草案）、长城证券产业金融研究院

图表 34：2022 年合盛并入后公司加工产能变化（万吨）



资料来源：公司 20221117 重大资产购买报告书（草案）、长城证券产业金融研究院

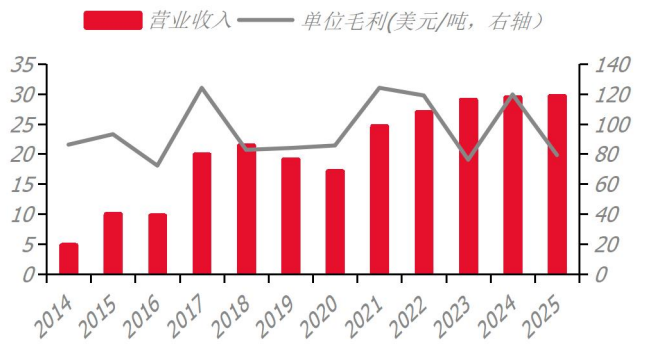
图表 35：合盛橡胶产品总销销售量（万吨）

图表 36：合盛营收（亿美元）及单吨毛利（美元/吨）

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：公司 20221117 重大资产购买报告书（草案）、合盛农业官网、长城证券产业金融研究院



资料来源：公司 20221117 重大资产购买报告书（草案）、合盛农业官网、长城证券产业金融研究院

我们认为，通过一系列精准的海外并购（R1、合盛农业）及资源整合（受托管理 KM/ART），海南橡胶成功从一家国内种植加工企业，转型升级为掌控全球核心产区资源、拥有庞大加工产能和覆盖主流消费市场销售网络的全产业链跨国巨头，奠定了其不可动摇的行业领导地位。

四、海南自贸港封关：公司价值重估与战略机遇

2025 年 7 月 23 日，国新办宣布，海南自贸港全岛封关运作时间定于 2025 年 12 月 18 日。封关的核心在于"一线放开，二线管住"，旨在进一步扩大开放，实现货物、资本、人员等要素的自由流动。封关运作是海南自贸港开放发展新阶段的开始，扩大开放将显著提速海南自贸港及岛内上市公司发展，海南橡胶有望在土地价值重估、财务成本优化、热带水果供给改善收入结构等方面产生积极变化。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 37：海南自贸港相关政策梳理

时间	相关政策	部门	政策内容	影响
2025/8/25	径予放行等3项配套细则发布，橡胶原料进口通道全面打通	海南办新闻发布会	8月25日，外发布了径予放行、报关单填制要求和执行海南自由贸易港货物进出“一线”“二线”及在岛内流通税收政策有关要求等3个文件。在总署指导下，海口海关就“零关税”货物及适用加工增值免关税政策的货物等实施全流程监管、“分批出岛、集中申报”便利化措施、口岸监管等细化制定了12项关级配套制度，均以海口海关公告对外发布，海南自由贸易港封关海关监管制度体系已建成。	本次国务院出台了海南自贸港封关具体政策，整体利好海南橡胶发展。 （1）政策规定了海南自贸港在中国的特殊地位，政策利好境外资金流入，有利于外商在海南本土投资，而海南橡胶是少数被允许成立海南自由贸易港跨境资金集中运营中心的公司之一，这进一步扩大了海南橡胶对于资金流的控制，有利于公司未来更好统筹境内外子公司运营资金，提升跨境资金管理能力助力公司全球发展， （2）政策渐进式逐步推进，对海南本土企业具有时滞效应，海南橡胶作为海南头部土地资源运营商，在将来有望通过开发土地释放公司发展潜力。随着政策的逐步推进，海南橡胶在未来将会获得重大利好。
2025/7/23	海南自贸港全港封关	国新办新闻发布会	国新办发布会上表示，关于海南自贸港封关的具体时间定于2025年12月18日。会议强调，封关是为了进一步扩大开放，坚持“一线管住，二线放开”。一是在海南自由贸易港登记注册的独立法人企业经“一线”进口征税商品目录以外的货物免征进口税收，零关税”货物及其加工制成品在岛内享惠主体间流通时免于补缴进口税收。二是对“零关税”货物及其加工制成品经“二线”进入内地，以及流通至非享惠主体和个人时补缴进口税收。	
2025/7/21	海南省2025年全域土地综合整治暨土地超市招商推介活动项目汇编	省自然资源和规划厅	农村用地整治项目，预期效益体现在一是优化城乡空间布局，促进资源融通、要素流动。二是协同推进农村人居环境整治，提升居民生活质量。三是提升生态系统的质量和功能，提高稳定性和抗风险能力。四是促进产业融合发展和区域经济的发展。	
2025/6/5	国务院关于同意授权海南省人民政府审批有关用地事项的批复	国务院	授权海南省人民政府审批依照《中华人民共和国土地管理法》相关条例规定由国务院审批的永久基本农田转为建设用地事项和永久基本农田、永久基本农田以外的耕地超过三十五公顷的、其他土地超过七十公顷的土地征收事项。新政前，涉及永久农田或超35公顷耕地的用地需国务院审批，流程复杂周期长；新政后审批权下放至海南省政府，公司可加速推进土地功能优化与混合开发。353万亩土地中具备调整潜力的地块价值面临重估。	
2025/5/28	《关于支持海南自由贸易港跨境资金集中运营中心集聚发展的实施意见》	公司公告	根据《关于支持海南自由贸易港跨境资金集中运营中心集聚发展的实施意见》，海南自由贸易港跨境资金集中运营中心，是指在海南自由贸易港内注册并实质性运营，主要负责集中运营管理跨国公司成员企业境内外本外币资金的独立法人机构。作为全球最大的集天然橡胶科研、种植、加工、贸易、金融一体化的跨国企业集团。	
2025/4/25	海南橡胶管理土地规模	公司年报	公司目前拥有高效农业种植面积超10万亩。全球经营管理土地面积约490万亩，其中经营胶园面积为380万亩。海南橡胶承包使用的海南农垦国有土地面积约343.29万亩，归属农垦集团所有。海南橡胶境内自营橡胶种植面积达333万亩。封关政策下，海南农垦和海南橡胶管辖橡胶园绝大多数（即500万亩以内的橡胶土地，实际有效运营管理面积为392~400万亩）都在红线保护范围以内，亦即都属于支持海南自由贸易港政策的原材料生产后盾。	
2025/4/5	中共海南省委 海南省人民政府关于进一步深化农村改革扎实推进乡村全面振兴的实施意见	海南省委	稳定天然橡胶生产保护区面积，建设标准化胶园30万亩，更新种植老龄低产受灾胶园8.38万亩，推动天然橡胶全产业链发展。	
2025/2/3	海南自贸港加工增值免关税政策全域试点	海南省人民政府	海南自贸港加工增值30%货物内销免关税政策（以下简称加工增值免关税政策）已扩大至海南自贸港全域试点，对于长期面临原料价格波动与内外销税负差异的海南橡胶而言，加工增值免关税政策不仅优化了其产业链布局，也为其“走内销”战略提供了更具竞争力的税收支持。预计海南橡胶将在医用手套、高性能轮胎、橡胶助剂等板块实现更多内销转化，从而推动公司由资源型向制造型、出口导向向“双循环”格局转型	

资料来源：公司年报、中国政府网、海关总署、新华社、海南日报、长城证券产业金融研究院

核心生产资料——土地价值的重估

公司目前在海南岛经营管理约 330 万亩土地，封关运作后，海内外资本、人员、货物流动将显著加快，土地作为最核心的稀缺生产资料，其内在价值或将面临系统性重估。2025 年度，基于海南省政府《海南省天然橡胶生产保护区布局优化调整工作方案》，公司通过公开招标与各公司开展高效农业项目的方式优化调整土地使用方式。前期海垦控股集团将土地使用权承包给公司使用，公司主要用于种植橡胶林、防护林等林木以及从事其他农业生产活动，租赁期限至 2038 年。合作模式为:对方单位租赁公司地块用以发展种植农作物并按年向公司支付地租;期限自 2025 年 12 月起至 2038 年止;合作期限届满后，若公司有权将标的土地出租的，合同期限自动顺延至累计满 20 年;20 年期限届满后，公司有权继续出租经营的，在同等条件下，对方享有优先承租权。基于此，公司可以更好优化盘活海南土地资产，提升资产价值，2025 年公司长期资产处置收益为 5.53 亿元，主要为融资租赁相关产生（备注：公司终止确认与租赁相关资产价值 7479.29 万元、确认转租赁投资净额 6.28 亿元、并将资产价值与转租赁投资净额之间的差额确认资产处置

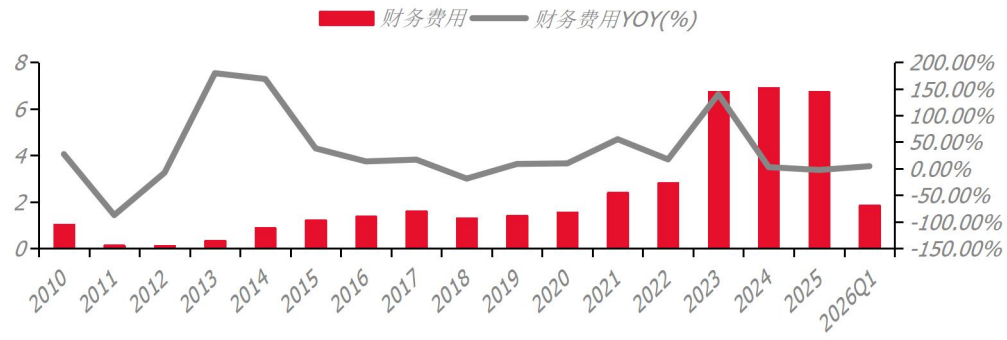
下载日志已记录，仅供内部参考

损益 5.53 亿元）。

跨境资金运营——财务成本优化

公司是自贸港首批获准设立跨境资金集中运营中心的企业之一。这一"特许权"是其区别于其他企业的核心优势。随着公司并购合盛农业、R1 国际等，海外业务占比迅速提升。与此同时，海外主体的融资成本普遍高于国内，导致 2023 年合盛农业并入上市公司报表后，财务费用高企。后续有望降低汇率风险，降低资金成本，提升资金配置效率。

图表 38：公司财务费用（亿元）及增长率（%）



资料来源：wind、长城证券产业金融研究院

非胶业务——热带水果需求的提升

公司不仅是一家橡胶公司，更是一家现代化农业集团，目前拥有约 11 万亩高效农业种植园。封关后，海南作为国际旅游消费中心的地位将进一步强化，人员流动及文旅活动大幅增加。这将直接拉动岛内高端农产品的消费需求，尤其是热带水果。公司依托"土地资源综合运营商"的定位，可以将橡胶林以外的土地资源更多地向高附加值的热带水果种植倾斜，并利用自贸港的开放平台拓展销售渠道，从而为公司贡献新的、高确定性的利润增长点，对冲橡胶周期波动风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 39：热带水果



资料来源：公司官网、长城证券产业金融研究院

盈利预测及估值

盈利预测

我们对公司 2026-2028 年盈利预测做如下假设：

橡胶产品：橡胶产品作为公司主营产品，考虑天然橡胶价格和公司产销贸情况，（1）我们预计，伴随天然橡胶产能拐点的到来，叠加厄尔尼诺等外部事件对供给的持续扰动，天然橡胶供需基本面有望逐步好转，天然橡胶价格有望回暖，预计 2026-2028 年天胶价格平均涨幅分别为 8%/10%/15%。（2）销量方面，我们谨慎假设 2026-2028 年公司天然橡胶销售体量为 300/305/310 万吨。综上，预计 2026-2028 年公司橡胶产品收入分别为 443.8/496.3/580.1 亿元，增速为 9.1%/11.8%/16.9%。（4）毛利率方面，考虑橡胶价格上涨，预计橡胶产品毛利率逐渐恢复，2026-2028 年毛利率分别为 2.5%/3.0%/5.0%。

橡胶木材及其他业务：由于业务收入占比较小，谨慎假设整体收入和盈利水平维持历史水平：其中木材收入维持不变，毛利率维持 15%，其他业务收入维持 10%左右增速，毛利率维持 25%左右。

综上，我们预计 2026-2028 年公司营收为 458.2/512.0/597.1 亿元，同比增速为 9%/12%/17%。

人在草木间

图表 40：业务拆分（百万元）

分产品拆分	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
橡胶产品						
收入（百万元）	37,200	48,335	40,679	44,377	49,629	58,009

下载日志已记录，仅供内部参考

yoy	152.9%	29.9%	-15.8%	9.1%	11.8%	16.9%
成本	36,555	46,930	40,030	43,268	48,140	55,108
yoy	151.6%	28.4%	-14.7%	8.1%	11.3%	14.5%
毛利	183	184	185	1,109	1,489	2,900
毛利率	0.49%	0.38%	0.45%	2.5%	3.0%	5.0%
业务收入比例(%)	111.2%	115.1%	96.3%	96.8%	96.9%	97.2%
橡胶木材						
收入	73	242	208	242	242	242
yoy	-11.4%	229.9%	-14.1%	0.0%	0.0%	0.0%
成本	46	202	174	206	206	206
毛利	28	40	34	36	36	36
毛利率	38%	16%	16%	15.0%	15.0%	15.0%
业务收入比例(%)	0.2%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%
其他业务						
收入	413	1,096	1,350	1,205	1,326	1,458
yoy	-28.7%	165.0%	23.2%	10.0%	10.0%	10.0%
成本	286	892	970	904	994	1,094
毛利	127	204	380	301	331	365
毛利率	31%	19%	28%	25.0%	25.0%	25.0%
业务收入比例(%)	1.2%	2.6%	3.2%	2.6%	2.6%	2.4%

资料来源：wind、长城证券产业金融研究院

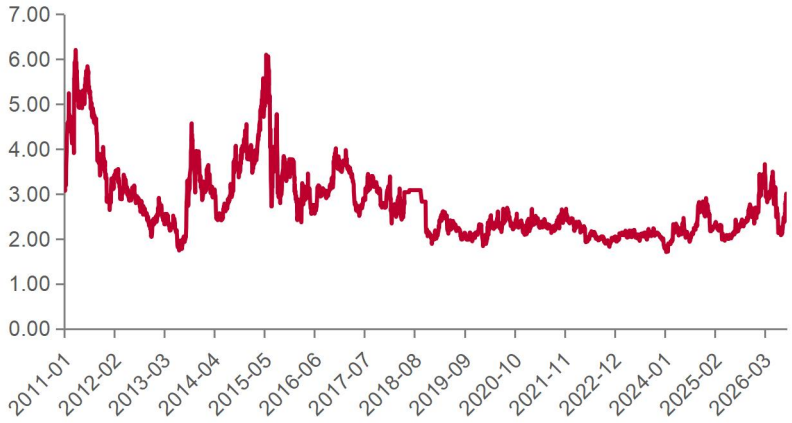
估值分析

天然橡胶是典型的长周期性行业，产业发展受周期影响显著，公司以天然橡胶种植、生产加工、贸易与销售为主，本轮周期下行时间久，公司业绩受天胶价格低迷拖累明显，因此若采用 PE 估值进行参考，容易导致对公司的估值评定偏离较大。结合种植行业特点，公司经营管理 490 万亩土地（其中 380 万亩天胶种植基地），固定资产及土地资源丰富，因此本次估值法中，我们认为采用 PB 估值法能更合理地评定公司估值水平。

由于在国内上市企业中，没有和海南橡胶主业类似的企业，因此我们通过历史 PB 进行对比分析。从公司历史估值来看，PB 估值区间在 1.7-6.2 倍之间，目前处于历史 PB 估值中位数。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 41：公司历史 PB



资料来源：wind、长城证券产业金融研究院

公司目前是国内橡胶行业的龙头企业，橡胶资源储备充裕，随着胶价回暖，公司未来升值潜力较大。我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 460.8/514.8/600.4 亿元，同比增速为 9%/12%/17%，归母净利润为 0.98/1.58/4.30 亿元，当前股价（截至 2026 年 9 月 2 日）对应 2026-2028 年 PB 分别为 2.83/2.79/2.69x。**首次覆盖，给予“买入”评级。**

风险提示

天气扰动风险

海南橡胶的主产区位于海南岛，该地区每年可能遭受风灾、旱灾、寒害、病虫害等自然灾害侵袭。这些自然灾害会直接影响橡胶树的生长、割胶进度和单产水平，进而影响公司的原料供应和加工能力，可能导致橡胶树减产、加工原料短缺、生产成本上升；

政策变化风险

天然橡胶作为国家战略物资，其产业政策、税收政策、贸易政策（如粮食生产功能区划定、林业用地限制、环保政策、自贸港政策、UNI 欧盟零毁林法案（EUDR）等）的变化，可能对公司的生产经营、投资布局和盈利模式产生重大影响，政策变化可能带来成本增加、市场准入限制或补贴收益减少，影响公司的盈利能力和经营稳定性；

主产区供给超预期

全球或主要产胶国天然橡胶产量超出市场预期时，会导致供应过剩，市场供求失衡，橡胶价格下跌，直接导致公司产品售价下降，库存减值风险增加；

下游需求不及预期

天然橡胶的主要下游消费领域是轮胎制造业。若全球经济增速放缓、汽车产销量下滑、

下载日志已记录，仅供内部参考

轮胎出口受阻或重卡市场复苏乏力，将导致天然橡胶需求不及预期，进而拖累价格和公司销量，造成公司产品销量下降、库存积压；

价格剧烈波动风险

天然橡胶作为大宗商品，其价格受宏观经济、地缘政治、供需关系、汇率、资本市场情绪等多重因素影响，波动剧烈且具有周期性。价格大幅波动会直接影响公司产品的售价和利润，并可能带来存货跌价损失

下载日志已记录，仅供内部参考

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	15466	13390	16926	16507	21602
现金	5688	5269	5748	6422	7490
应收票据及应收账款	2355	2045	2756	2608	3648
其他应收款	689	528	800	683	1047
预付账款	609	473	707	611	926
存货	5107	4033	5872	5140	7450
其他流动资产	1018	1042	1042	1042	1042
非流动资产	20604	20444	21710	23465	26134
长期股权投资	570	550	555	557	566
固定资产	13458	13963	15259	17060	19773
无形资产	1909	1874	1801	1724	1649
其他非流动资产	4666	4057	4096	4124	4146
资产总计	36070	33834	38636	39972	47736
流动负债	15193	14503	19778	21385	28482
短期借款	8273	8062	13759	15460	21146
应付票据及应付账款	1436	967	1638	1259	2053
其他流动负债	5483	5474	4381	4666	5284
非流动负债	9578	9279	8507	7800	7190
长期借款	5670	5115	4343	3636	3026
其他非流动负债	3908	4164	4164	4164	4164
负债合计	24771	23782	28285	29185	35672
少数股东权益	1452	-46	155	478	1355
股本	4279	4279	4279	4279	4279
资本公积	5133	5131	5131	5131	5131
留存收益	413	260	469	806	1722
归属母公司股东权益	9846	10098	10196	10309	10709
负债和股东权益	36070	33834	38636	39972	47736

现金流量表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1555	2505	-1114	2269	-406
净利润	-86	-313	299	481	1308
折旧摊销	807	827	656	745	864
财务费用	691	673	449	493	642
投资损失	-17	-5	-75	-33	-38
营运资金变动	-222	1417	-2372	572	-3173
其他经营现金流	382	-93	-70	11	-9
投资活动现金流	-635	-426	-1515	-2146	-3071
资本支出	871	615	1918	2497	3524
长期投资	4	20	-5	-2	-9
其他投资现金流	232	170	408	354	461
筹资活动现金流	1280	-2482	-2590	-1150	-1140
短期借款	207	-212	5698	1701	5686
长期借款	1689	-555	-772	-707	-610
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	9	-2	0	0	0
其他筹资现金流	-626	-1714	-7516	-2144	-6215
现金净增加额	2184	-423	-5218	-1027	-4618

利润表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	42004	42237	46079	51480	60040
营业成本	40411	41175	44624	49613	56720
营业税金及附加	133	134	146	163	191
销售费用	315	258	282	315	367
管理费用	1569	1460	1523	1390	1501
研发费用	33	36	39	44	51
财务费用	691	673	449	493	642
资产和信用减值损失	-150	-428	-263	-332	-415
其他收益	707	789	726	741	752
公允价值变动收益	11	61	90	54	68
投资净收益	17	5	75	33	38
资产处置收益	2	556	243	267	355
营业利润	-559	-515	-114	224	1366
营业外收入	911	444	678	561	619
营业外支出	217	58	137	98	118
利润总额	135	-129	427	688	1868
所得税	221	185	128	206	560
净利润	-86	-313	299	481	1308
少数股东损益	-189	-210	200	323	878
归属母公司净利润	103	-103	98	158	430
EBITDA	1599	1272	1440	1874	3254
EPS（元/股）	0.02	-0.02	0.02	0.04	0.10

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入（%）	25.5	0.6	9.1	11.7	16.6
营业利润（%）	47.3	7.9	78.0	297.3	509.4
归属母公司净利润（%）	-65.2	-199.7	195.4	61.1	171.7
获利能力					
毛利率（%）	3.8	2.5	3.2	3.6	5.5
净利率（%）	-0.2	-0.7	0.6	0.9	2.2
ROE（%）	-0.8	-3.1	2.9	4.5	10.8
ROIC（%）	-1.8	3.9	1.7	2.4	4.4
偿债能力					
资产负债率（%）	68.7	70.3	73.2	73.0	74.7
净负债比率（%）	108.3	124.7	150.8	148.6	167.2
流动比率	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
速动比率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.2	1.3	1.3	1.4
应收账款周转率	21.4	19.8	23.6	21.6	21.7
应付账款周转率	31.6	34.3	34.0	33.3	33.8
每股指标（元）					
每股收益（最新摊薄）	0.02	-0.02	0.02	0.04	0.10
每股经营现金流（最新摊薄）	0.36	0.59	-0.26	0.53	-0.09
每股净资产（最新摊薄）	2.30	2.28	2.30	2.33	2.42
估值比率					
P/E	269.0	-270.0	283.1	175.7	64.7
P/B	2.83	2.85	2.83	2.79	2.69
EV/EBITDA	26.0	31.7	30.3	23.7	15.2

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说

所有本报告的版权属于长城证券 任何机构和个人不得以任何形式翻版

、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日 起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上		
行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数			

长城证券产业金融研究院

深圳
地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

北京
地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
邮编：100031
传真：86-10-88366686

上海
地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126
传真：021-31829681

网址：http://www.cgws.com

长城证券 GREAT WALL SECURITIES