

海南天然橡胶产业集团股份有限公司

2006 年第二期 4 亿元短期融资券信用评级分析报告

评级结果:

企业主体长期信用等级: AA⁻

本期短期融资券信用等级: A-1

评级时间:

2006 年 11 月 23 日

主要数据:

项 目	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年 6 月
资产总额(万元)	391752.75	587046.16	646688.13	698044.10
主营业务收入(万元)	268272.00	280895.12	258016.22	111767.30
所有者权益(万元)	179670.27	317493.05	326418.75	339006.40
EBITDA (万元)	99622.85	94474.16	52576.01	32150.80
利润总额(万元)	77630.91	64252.48	18351.88	25297.30
资产负债比率(%)	54.09	45.90	49.49	51.43
全部债务资本化比率 (%)	46.37	38.11	37.54	41.38
净资产收益率(%)	43.19	20.25	5.63	7.46
流动比率(%)	38.50	34.68	49.20	59.43
EBITDA 利息倍数(倍)	9.40	8.67	4.94	
债务保护倍数(倍)	0.57	0.43	0.21	0.13

分析员

夏 阳 郑 波

电话

8610-64912118

传真

8610-64912663

地址

100101

北京市朝阳区安慧里四区 15 号楼

五矿大厦 16 层

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

Http: [//www.lianheratings.com.cn](http://www.lianheratings.com.cn)

评级观点

天然橡胶属于四大工业原料之一,为资源约束型产品,具有稀缺性和不可替代性。橡胶工业是基础产业之一,在国民经济中占有重要的战略地位,受到政府高度重视。

海南天然橡胶产业集团股份有限公司(以下简称“公司”或“海南橡胶”)由海南省农垦总公司将其核心资产天然橡胶产业及关联产业于 2005 年 3 月改组设立,公司拥有的橡胶种植面积和产量均占全国的 40% 以上。

公司建立了现代企业法人治理结构,管理体系运行较为顺畅。目前公司资产质量较好,主营业务突出,负债水平正常,经营活动产生的现金流入量较充裕。本期短期融资券到期时,预计公司具有良好的偿付能力。总体看,本期短期融资券到期不能偿付的风险小。

优势

1. 公司是我国最大的天然橡胶生产企业,具有较大的市场优势。
2. 我国天然橡胶面临长期短缺,胶价预计将持续高位运行。
3. 公司属于“农业产业化国家重点龙头企业”,享受较多优惠政策,政府支持力度大。
4. 公司所处产胶区交通便捷,与云南产胶区相比在产品运输上拥有较大优势。

关注

1. 台风等自然灾害对公司产量有一定影响。
2. 天然橡胶种植业投资回收期较长,海外投资存在不确定性。
3. 公司产业链条短,下游产品少,深加工产值比重偏小,有待培养新的利润增长点。
4. 公司未来资金需求压力大,债务负担加重。

一、发债主体概况

海南天然橡胶产业集团股份有限公司成立于 2005 年 3 月，是经农业部、海南省人民政府批准，由海南省农垦总公司将其核心资产天然橡胶产业及关联产业进行改组，发起设立的股份有限公司。公司注册资本 31.45 亿元人民币，共有 6 家法人股东，主发起人和绝对控股股东为海南农垦，持股比例为 99.3958%。

公司的主营业务为种植、加工天然橡胶。公司目前拥有橡胶园总面积 362 万亩，是我国最大的天然橡胶生产基地。公司总部设有总经理办公室、战略研究部、人力资源部、证券部、审计部、生产管理部、加工管理部、科技开发部、市场营销部、物资供应部、财务部、计划投资部和橡胶更新办公室共 13 个职能部门，下属 83 个基地分公司、13 个加工分公司、1 个子公司和 3 个研究所。截至 2006 年 6 月底，公司有在职职工 88744 人。

截至 2005 年 12 月 31 日，公司资产总额 646688.13 万元，所有者权益 326418.75 万元，2005 年实现主营业务收入 258016.22 万元，净利润 18374.55 万元，经营活动现金流量净额 69897.94 万元。

公司注册地址：海南省海口市龙华区海垦路13号；法定代表人：吴亚荣。

二、本期短期融资券概况

公司拟申请 13 亿元短期融资券发行额度，本次拟发行 8 亿元，分两期同时发行，其中，第一期 4 亿元期限为 12 个月，第二期 4 亿元期限为 9 个月。公司将于第一期短期融资券到期前的适当时机发行第三期 5 亿元。所募集的资金将用于公司补充营运资金，若剩余，则用来偿还部分短期借款，以优化融资结构，降低财务成本。本期短期融资券无担保。

三、行业分析

橡胶工业是指以橡胶加工或直接服务于橡胶加工为特点的工业门类，拥有160年的发展历史，已经形成了一个独立、完整的工业体系，是国民经济的重要基础产业之一。

橡胶一般指在施加外力下发生形变，而除去外力时又能可逆变形，直至恢复至原状的弹性材料，包含天然橡胶和合成橡胶两部分。天然橡胶是指从含胶植物中提取出来的橡胶。世界上已发现的含胶植物有 2000 多种，但具有产量高、质量优良、产胶期长、制胶费用低、加工方便等优点的只有巴西橡胶树（又称三叶橡胶树）一种，目前其产量已占世界天然橡胶总产量的 99% 以上。因此，一般所说的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，其主要成分为聚异戊二烯，含量在 90% 以上，此外还含有少量的蛋白质、脂及酸、糖分及灰分。合成橡胶以石油、天然气等为原料加工而成，第二次世界大战期间研制成功并迅猛发展。

1. 行业特点

重要的工业生产原料和战略物资

橡胶与煤炭、钢铁、石油共称四大工业原料，历来被视为最重要的国际战略物资之一。由于同国防军工军需的关系极为密切，因此橡胶工业被视为准军事工业。在和平时期，橡胶工业与国计民生紧密相连，是为社会增加积累的基础产业。橡胶制品应用于生产生活的各个领域，主要有：轮胎；汽车、飞机用橡胶配件；水利工程用橡胶制品；钢铁工业橡胶制品；胶辊；工程橡胶；医用橡胶制品；防水卷材、防腐衬里；胶鞋、手套、球类等制品；各种橡胶涂料等。据不完全统计，目前有橡胶制品18类10万多种。

目前，人类已开发出几十种各具特色的合成橡胶。合成橡胶在特殊、专用性能方面，如耐化学腐蚀、耐油脂等优于天然橡胶；而在通用性能以及潮湿路面抗滑溜性、高温条件下的

耐磨性和坑洼路面的抗撕裂性等方面，天然橡胶明显优于合成橡胶。天然橡胶不仅可以单用制成各种橡胶制品，也可以与其它橡胶并用，以改进其它橡胶的性能如成型粘着性、拉伸强度等，是用途最广的通用橡胶品种。轮胎是橡胶工业的主产品，在子午轮胎中，天然橡胶占60%。飞机轮胎、工程机械轮胎几乎全部必须使用天然橡胶。天然橡胶的不可替代性决定了它的战略地位。

目前，全球50%以上的天然橡胶用于制造轮胎；工业、医卫、文体三者占到30%；日用品以胶鞋为代表，约占10%左右。

典型的资源约束型产品

天然橡胶是典型的资源约束型产品。制约其资源增长的因素主要有如下几个方面。

第一，受地域资源约束。

橡胶树属于典型的热带作物，对地理环境、土壤、气候、湿度等自然条件要求极严。世界公认传统植胶区在南纬10度至北纬15度，主要集中在东南亚地区，约占世界天然橡胶种植面积的90%。生产国主要有泰国、印度尼西亚、马来西亚、印度、中国、越南、缅甸、斯里兰卡等，尤以前三国为主，产量占世界产量的60%以上。

第二，受种质资源的约束。

现在种的橡胶树品种基本上都是1876年英国人魏克汉在巴西亚马逊河流域采种所繁衍，种质资源有限。同时，橡胶树是多年生作物，在成活5-8年后才能开割、采集胶液，其生长周期长达30多年，因此，其品种的选育与改进较为困难。

第三，受劳动力资源约束。

目前，天然橡胶的原料生产仍完全依靠人工，即由胶工从橡胶树上割胶、采集胶液。割胶工作是劳动力密集型的一种生产活动，劳动强度大，劳动时间长，对胶工的技能要求较高。随着社会经济的发展和人们生活水平的提高，胶工将会出现短缺。

除了以上几个主要约束因素以外，自然灾

害、病虫害等也对天然橡胶的种植和生产有较大影响。由于橡胶树生长周期较长，自然灾害等因素对橡胶树的破坏无法在短期内弥补，近年来新植的胶园面积的产量需要在若干年后才能市场上体现出来，因此，市场变化周期较长，具有明显的滞后性；同时，也使得投资风险较大，对规模经济的依赖性较强。

成熟的期货品种

天然橡胶在国际期货市场已经成为一个成熟品种，在东亚和东南亚各国的期货交易所（如日本的TOCOMOME、中国的SHFE（上海期货交易所）、新加坡的SICOM以及马来西亚的KLCE等）占有重要的市场份额。天然橡胶作为期货品种具有如下特点。

第一，供求量大。

天然橡胶是一种世界性大宗商品，用途非常广泛，其生产量大，拥有大量的买者和卖者。

第二，易标准化。

天然橡胶作为一种天然高分子化合物，品质较稳定，规格等级划分明确，容易标准化。一般可分为标准胶（又称颗粒胶）、烟胶片、浓缩胶、白浊胶片、浅色胶片、胶清橡胶和风干胶片等，最常用的是标准胶和烟胶片。按国际上统一的理化效能、指标（其中以杂质含量为主导性指标），标准胶可分为一级（SCR5）、二级（SCR10）、三级（SCR20）、四级（SCR50）四个等级；按外形，烟胶可分成1~5号烟胶片（RSS1~RSS5）五个等级。上海期货交易所天然橡胶合约的交割等级为国产一级标准胶SCR5（通常也称为5号标准胶）和进口烟片胶RSS3。

第三，易储运。

天然橡胶多为固体颗粒或片状，易于储藏和运输，能够满足期货实物交割的基本要求。标胶一般可存放2年，在防潮、控温、通风条件好的情况下可存放5~8年。

第四，价格波动频繁。

天然橡胶价格影响因素多，波动频繁，特别是我国近年来由于天然橡胶消费量逐年增

长，产量及进口量受到各种客观条件的制约，市场供求矛盾极为突出，价格波动频繁而且剧烈。所以，天然橡胶生产商、流通商和消费商都迫切需要通过期货市场进行套期保值，以达到转移风险的目的，与此同时，许多投资者也希望在频繁的价格波动中获取投机收益。在此过程中，通过期货市场不同投资者的交易行为，也达到了天然橡胶价格发现的目的。

2. 行业现状

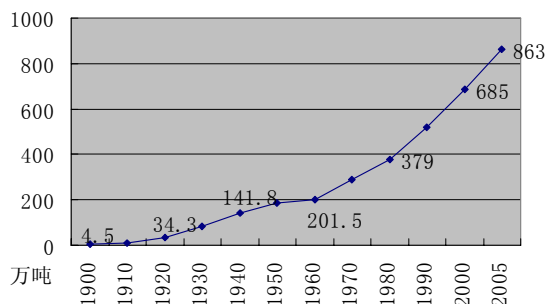
产量稳定增长，需求旺盛

世界天然橡胶业的发展是和其技术不断变革分不开的。表1显示了世界天然橡胶业技术改进的发展情况。由于这些技术的改进，使橡胶树开始了商业栽培，也使单位面积产量、工效成倍提高。1900年~2005年全球天然橡胶产量如图1所示。

表1 天然橡胶业技术改进的发展情况

时间	技术改进	成果
1839	橡胶硫化法	使橡胶具有较高的弹性和韧性
1876	从巴西引进树种	在东南亚国家种植成功
1887	连续割胶法	使橡胶树能连续几十年割胶
1915	芽接法	使优良无性系可以繁殖推广
1968	乙烯利	使低频割胶成为可能

图1 1900年—2005年全球天然橡胶产量



数据来源：海南农垦

由图1可以看到，一百多年来，全球天然橡胶产量一直保持稳步增长。随着社会经济的发展，橡胶消费量日益增大。生产合成橡胶需要

消耗大量石油资源(一般生产1吨合成橡胶需消耗3吨石油)，在全球的石油资源已经短缺，石油价格不断上涨的情况下，天然橡胶作为无污染、可再生的绿色资源，又具有合成橡胶难以替代的性能，因而其市场前景看好。2005年，全球生产天然橡胶863万吨，合成橡胶1201万吨，分别占41.81%和58.19%；消耗天然橡胶875万吨，合成橡胶1194万吨，分别占42.29%和57.71%。根据国际橡胶研究组织对世界中期天然橡胶的产销预测，2009年，世界天然橡胶产量将增长到968.7万吨，年增长率2.4%；消费量将增长到991.5万吨，年增长率3.7%。

资源争夺愈发激烈

近年来，国际上的橡胶主产国正在不断加大对出口的限制。泰国、印尼、马来西亚等东南亚主要产胶国积极推进工业化，提高本国橡胶消费量，限制天然橡胶出口。2002年，泰国、印尼、马来西亚成立了国际橡胶合作集团(ITRCO)，并在此基础上进一步组建旨在控制胶价的三国橡胶有限责任公司(IRCO)。进而，占世界天然橡胶出口总量90%的马来西亚、印尼、泰国、越南和印度成立了天然橡胶“五国联盟”，意图控制国际天然橡胶生产、价格、市场等规则的决定权。

此外，不少橡胶消费国也开始着手资源控制。日本、法国、新加坡、澳大利亚和印度等国已纷纷在主要产胶国投资建厂，尽可能地占有海外天然橡胶资源，日本政府甚至为此向企业提供贴息贷款。全球范围内对天然橡胶资源的争夺正越来越激烈。

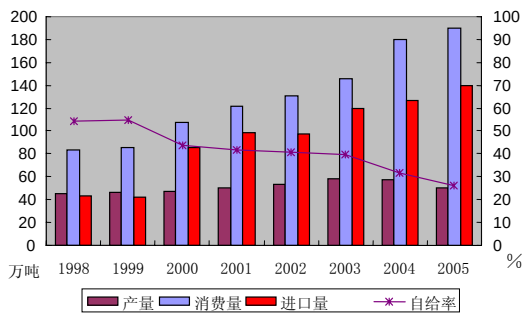
3. 我国发展情况

增产潜力不大

我国除西沙、南沙群岛外，都位于北纬18度以北，雨量、气温、纬度等植胶条件均远远差于泰国、印尼、马来西亚等国家。目前，我国可用于植胶的胶园土地分布在海南全省、以及广东、云南和广西等四省区南部的少数地区。其中，海南、云南的天然橡胶总产量分别约占

全国总产量的 60% 和 35%。经过几十年的开发,目前全国的橡胶种植面积只有 1000 万亩左右,适合种植橡胶的土地,特别是连片土地越来越少,发展面临瓶颈。橡胶产量多年来一直在 50 万吨左右徘徊,增产潜力不大。由于 2005 年海南遭受 18 号“达维”台风的重创,我国天然橡胶在 2005 年-2007 年面临减产;到 2010 年可能达到 60 万吨,比 2004 年增产 5 万吨左右。

图 2 我国近年来天然橡胶相关数据



数据来源：海南农垦

消费增长迅猛

我国天然橡胶 70% 左右是用于轮胎和运输车辆部件的制造。近年来,我国汽车工业和制造业的快速发展,使得我国成为橡胶工业大国。2001 年,我国橡胶消耗量首次超过美国,成为世界第一大消费国和进口国。2005 年我国天然橡胶消费量达 190 万吨,约占全球总消耗量的 21.7%;其中,进口 140 万吨,国内生产 50 万吨。

由图 2 可以看到,从 1998 年到 2005 年,我国天然橡胶产量增长缓慢,个别年份甚至有所下降;而消费量增长了一倍,进口量增长了 226%;自给率呈逐年下降趋势,由 54.2% 下降到 26.3%。

据中国汽车工业协会预测,“十一五”期间我国汽车年均生产量将以 10~12% 的速度增长,2010 年达到 914 万辆。按此速度保守推算,到 2010 年我国天然橡胶消费量将达到 227.1 万吨,缺口 167.1 万吨。天然橡胶面临长期短缺已成定局。

进口胶流通现状

2004 年,我国取消天然橡胶进口配额后,

自动进入许可证阶段。目前国家天然橡胶进口专营权已放开,任何企业都可进口。以后随着登记制施行和经营权的放开,贸易逐步趋向自由化。

目前,进口橡胶流入中国市场的渠道主要有：一般贸易、来料加工和复合胶（指在天然橡胶中掺入少量添加物质,制成的天然胶含量 95%~99% 的复合橡胶）。2002 年至今,天然橡胶一般贸易进口关税为 20%,来料加工的关税为零,而复合胶的进口关税则为 8%。目前,我国以来料加工方式进口的天然橡胶所占比例超过 70%,而复合胶进口近几年飞速增长,主要是由于其进口关税与纯天然橡胶的差额所致。海关数据显示,2006 年 1~5 月份,我国进口天然胶 60 万吨,同比增长 12.1%。而进口复合胶 14.8 万吨,比去年同期增长 70.1%,其增长势头远远快于其他橡胶类产品。

此外,由于边境贸易采取增值税和进口关税减半的征收制度,近年来我国云南边境、广西边境的天然橡胶边境贸易份额不断扩大。

据相关报道,我国政府有可能将于今年年底对天然橡胶的进口税率进行调整,纯天然橡胶或将降至 7-8%,复合胶或将降至 4-5%。由于目前通过来料加工、复合胶以及边境贸易、走私等渠道进口的天然橡胶已占总进口额的绝大部分,因此进口税率的调整对国内天然橡胶企业的生产与销售不会产生太大影响。

政策支持力度逐渐加大

随着我国经济和国防事业的快速发展,天然橡胶的消费量和缺口量越来越大,已成为继石油、铁矿石以及有色金属后又一大宗紧缺战略性资源。目前,我国天然橡胶自给率已低于 30% 的战略安全警戒线,预计几年后将下降到 20% 以下。如何确保天然橡胶的供给已经上升到国家经济安全的高度,我国政府已经逐步强化对天然橡胶产业的危机意识,正在采取种种措施保障产业安全。

2000 年,在原国家发展计划委员会和原国家经济贸易委员会联合颁布的《当前国家重点

鼓励发展的产业、产品和技术目录》（2000 年第七号令）中，天然橡胶种植被列入国家重点鼓励发展的产业。

2004 年，取消了天然橡胶产品农林特产税。

2005 年 12 月 9 日，商务部和财政部联合下发《对外经济技术合作专项资金管理办法》，《办法》明确规定资金支持的对外合作项目包括：境外投资，境外农、林和渔业合作，对外承包工程，对外劳务合作等。其中，境外农业合作是指我国企业通过开办企业、购买或租赁土地等方式在境外开展的农作物与经济作物种植、畜牧养殖、农产品加工、销售等方面的经营活动。专项资金对“走出去”项目支持的方式包括运营前费用资助、中长期贷款贴息、运营费用资助等。

可以看到，我国政府对天然橡胶产业的政策支持力度正在逐渐加大，以保障国民经济的正常运转和国防安全。

四、企业基础素质

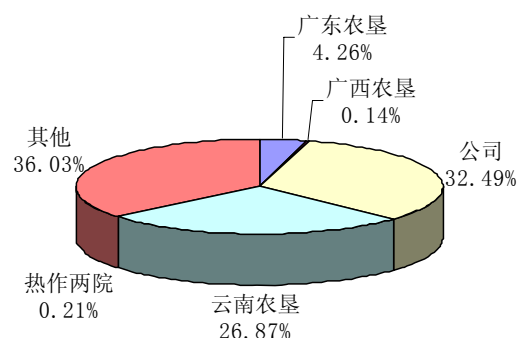
1. 企业规模及竞争力

公司目前拥有橡胶园总面积362万亩，其中已投产胶园299万亩；年生产干胶能力达23万吨，面积和产量均占全国的40%以上，是我国最大的天然橡胶生产基地。目前，我国从事橡胶的种植与收割的企业主要为海南、云南、广东、广西的农垦系统或由其改组后的公司。2005 年，公司、云南农垦产量分别为16.25万吨、13.43万吨（其中公司因台风、旱灾减产7万吨），占全国产量的32%和27%。

经过五十多年的发展，公司已经形成了生产种植、产品加工、科研开发、市场营销等比较完整的产业体系。2005年公司重组后，整合了集团的科技资源，重点开发了15个科研项目，其中橡胶树两病防治技术、胶木兼优品种试验、微生物肥料开发使用等项目都取得了新的突破；初步构建了橡胶营养与施肥系统框架；创

新了标准橡胶深层烘干自动调控生产线；完成了航空轮胎胶的标准比对研究和标准的制定，实现了航空轮胎胶国产化的目标。同时，公司还与中国林科院资源信息所、马来西亚橡胶研究院、吉林大学、北京橡胶工业研究设计院等国内外知名院所展开了一系列的科技交流与合作，气刺激微割技术和纳米橡胶材料等技术成果已经在公司试验与推广。

图 3 我国 2005 年天然橡胶产量分布



注：“热作两院”指华南热带作物学院与华南热带作物研究院，位于海南省儋州市；“其他”主要为海南、云南等地的民营胶。

综合来看，公司是我国最大的天然橡胶生产企业，从事天然橡胶的种植、生产的历史较长，天然橡胶生产技术达到国际领先水平，具有较大竞争优势。

2. 人力资源

公司属于农业种植类劳动密集型企业。截至 2006 年 6 月底，公司共有员工 88744 人，其中，总部 80 人，占比 0.09%；分公司机关人员 2002 人，占比 2.26%；区队管理工勤人员 6425 人，占比 7.24%；区队生产辅助人员 11977 人，占比 13.50%；生产人员 68013 人，占比 76.64%。生产人员以胶工为主。

公司重组后，明确提出了“人才资源是第一资源”的观点，及时建立和健全了公司人员选拔任用制度。公司成立一年多以来，先后举办了三场应届大学毕业生招聘会，参加了四次全国人才市场招聘会，引进了 8 名博士、30 多名硕士、300 多名本科毕业生加入公司。

截至 2006 年 6 月底，公司总部 80 人中，按学历构成划分，拥有博士学历的员工 1 人，占比 1.25%；硕士学历的员工 23 人，占比 28.75%；本科学历的员工 39 人，占比 48.75%；大专学历的员工 17 人，占比 21.25%。按职称分，拥有初级职称的员工 18 人，占比 22.5%；拥有中级职称的员工 36 人，占比 43%；拥有高级职称的员工 15 人，占比 18.75%。按年龄结构划分，30 岁以下员工 28 人，占 35%；30-50 岁的 42 人，占 52.5%；50 岁以上员工 10 人，仅占 12.5%。公司总部员工年龄结构合理，员工队伍实现了年轻化，员工素质较高。

总体看，公司的工种配置、员工素质符合农业种植业劳动密集型特点，一线生产人员经验较丰富。通过大力引进人才，公司管理人员的人才结构得到了一定程度优化，但目前优秀的企业管理人才仍较为短缺。

公司董事长兼总经理吴亚荣先生，现年 55 岁，研究生学历，现兼任海南省农垦总局局长、海南省农垦总公司总经理。吴亚荣先生长期从事经济管理工作，先后担任国营农场场长、市（县）委书记、市（县）长、省财政厅副厅长、省地税局局长等职务。公司其他高管情况见表 2。可以看到，公司高管层从事相关业务工作和管理工作时间较长，经验丰富，整体素质高。

表 2 公司高管情况

姓名	年龄	技术职称	现任职务	学历
吴亚荣	55	研究员	总经理	研究生
徐仁智	40	政工师、助理会计师	副总经理	研究生
李学忠	51	高级农艺师	副总经理	大专
刘大卫	49		副总经理	研究生
胡绍森	50	高级会计师	财务总监	大专
邹好平	52		董事会秘书	本科
蒋菊生	44	研究员、博导	总经理助理	博士

3. 股东支持与政策支持

公司控股股东海南农垦是以种植加工天然橡胶为主，农、工、商、旅综合经营的大型企业群体，创建于 1952 年，由中国人民解放军林业工程第一师和海南橡胶垦殖局合并而成，后

历经隶属林业部华南垦殖局、农垦部所属海南农垦局、解放军广州军区生产建设兵团等体制变迁，又在 1988 年海南建省时将分设在海口和通什的两个农垦局合并为海南省农垦总局，同时增挂海南省农垦总公司，作为独立企业法人，实行总局和总公司“两块牌子、一套班子”的管理体制。目前，海南农垦的财务关系、基本建设投资关系及国有资产的监督管理权在中央，主管部门和出资人为农业部。

2004 年 5 月 10 日，海南省人民政府颁布了《海南省天然橡胶原产品收购许可管理办法》，规定天然橡胶收购必须凭收购许可证，并且规定省农业行政主管部门可以委托省农垦总局依照规定实施天然橡胶原产品收购站（点）的许可，从而加强了公司对海南天然橡胶的影响力。

2005 年公司改组成立后，被国务院八部委联合认定为“农业产业化国家重点龙头企业”，享受免征企业所得税等优惠政策。

2006 年 8 月 30 日，国家开发银行与公司签订了《开发性金融合作协议》，国开行将在今后 5 年内投放政策性贷款 30 亿元人民币，支持公司实施“走出去”发展战略，到境外投资创业发展橡胶产业、开发资源、拓展市场，提高国际竞争力。

综合来看，公司是海南农垦的核心企业，得到了股东的较大支持；同时，公司作为国内最大的天然橡胶生产企业，担负着保障国家天然橡胶产业安全的任务，得到了较多的政策支持。

4. 交通运输优势

国内的两大主要产胶区为海南省全省和云南省的西双版纳地区。与云南相比，海南产胶区运输便利、运费低，具有较大优势。首先，从货物的安全系数角度来看，海运要高于陆地运输，尤其要高于汽车运输；其次，从货物运输周期来看，海运一般委托船务公司能够保证船期，运输周期较短。进入 2005 年之后，全国

运力紧张，云南作为资源大省更是如此。铁路方面，车皮紧张，需要提前预定；汽车运输方面，由于严查超载导致运费大涨。相比之下，海南产胶区在产品运输上优势明显。

五、公司管理

1. 治理结构和组织机构

公司由海南农垦将其核心资产天然橡胶产业及关联产业剥离改组而来，为了减少关联交易，海南农垦不再经营天然橡胶及关联产业。

公司按照《公司法》和《公司章程》的要求，初步设立了包括股东大会、董事会、监事会、经理层等在内的较为完备的法人治理结构，并制定了财务、劳动、采购、营销、加工等 16 个方面的管理制度，为公司依法经营和高效管理提供了制度保障。但由于目前控股股东持股比例过高，公司存在着大股东控制的风险。

目前公司的高级管理人员中，有两人在股东单位兼职：公司董事长兼总经理吴亚荣先生兼任海南省农垦总局局长、海南省农垦总公司总经理；公司财务总监胡绍森先生兼任海南省农垦总局财务处处长、海南省农垦总公司财务部部长。由于公司改组时间不长，因此这种兼职安排有利于保证公司的稳定过渡，但与大股东在机构、人事、财务等方面没有做到完全分离。

公司总部设有总经理办公室、战略研究部、人力资源部、证券部、审计部、生产管理部、加工管理部、科技开发部、市场营销部、物资供应部、财务部、计划投资部和橡胶更新办公室共 13 个职能部门。各部门职责分工明确，组织机构设置合理。

公司下属 83 个基地分公司和 13 个加工分公司。基地分公司的主要职责是：组织天然橡胶原料产品的生产，包括对职工家庭签订胶树的承包合同、护林保胶、技术服务、质量管理、成本管理、资产管理等。基地分公司直接核算到职工家庭，赋予职工家庭长期的相对独立的承包经营权和产品收益权，实行土地及橡胶资

产承包、核算、盈亏和风险“四到户”，生产、生活费“两自理”，种植规划、产品收购、技术措施、质量标准、病虫害防治、加工销售“六统一”，建立起基地分公司与职工家庭双层经营体制。加工分公司是根据橡胶生产基地布局设置，其主要职责是：根据公司总部下达的生产计划，按标准组织生产；负责技术管理、质量管理、成本管理和分公司的资产管理；协调基地分公司，做好橡胶原料的收购、保鲜和运输等各项工作；搞好安全生产。公司的分公司经营体制有利于科学技术、先进管理经验和手段的推广应用。

2. 财务管理控制体系

公司实行高度集中、统一管理、分级核算的财务会计管理体制。公司（总部）作为一级法人实体，是公司的财务管理及资金结算中心，对外投资、筹集资金和计算利润主体。基地分公司及加工分公司作为下属分公司，为非法人单位，是公司成本费用内部控制的核算单位。公司财务部及其下设的财务结算中心，是公司财务会计管理的职能部门和资金结算机构。各分公司设立财务结算部负责所属单位的财务会计管理及结算工作。

公司的天然橡胶产品由公司统一对外销售，产品销售收入资金统一归集到公司管理。公司成本费用支出实行全面预算管理控制。

总体看，公司初步建立了现代企业法人治理结构，管理体系运行较为顺畅，但独立性有待加强，法人治理结构有待进一步完善。

六、生产经营

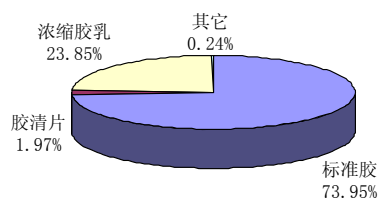
1. 经营现状

公司主要从事天然橡胶产品的种植与初加工。2005 年，公司主营业务收入 258016.22 万元，主营业务利润 97041.28 万元，利润总额 18351.88 万元，净利润 18374.55 万元。

公司产品主要有标准胶、浓缩胶乳、胶清片等，各品种产量构成比例见图 4。标准胶和

浓缩胶乳分别为 73.95%和 23.85%，两者合计 97.8%，占绝大部分。

图 4 公司 2005 年产品各品种产量构成



原料采购

公司重组之前，由各农场单独进行物资采购工作。公司重组后，制定了《物资采购供应管理暂行办法》，并于 2005 年 7 月 25 日起施行，统一大宗物资采购供应工作。公司通过吸收电子商务交易中心大宗物资网上竞价采购经验，充分发挥了集团采购的优势，大大提高了采购物资质量，降低了采购成本，确保公司物资采购供应顺利进行，防止了采购过程中不正当行为发生。在 2005 年生产资料普遍看涨的情况下，公司综合采购成本较 2004 年下降了 15%。

在公司采购的常规大宗物资中（不包括设备），化肥所占金额比例最大，在 80%以上。除硫磺粉外，各种原料都通过网上竞价、招标、竞争性谈判等手段择优选择供应厂商，原料来源广泛。

表 3 集团采购大宗物资情况

项目	品名、数量	单价
化肥	复合肥、有机肥、尿素等，15万吨/年	1700元/吨左右
化工产品	甲酸、硫酸、乙烯等	—
燃料	柴油、重油等	—
农药	硫磺粉，6000吨/年左右	2000元/吨左右
包装物	乳胶桶10万只，干胶包装袋300万个	—

产品生产

公司历年天然橡胶的产量如图 5 所示。可以看到，近十年来，公司产量比较平稳，增长不大，其中 1996 年和 2005 年均因台风减产。海南岛的东南部是热带风暴和台风频繁登陆地区，台风带来的雨量和对气温的调节给橡胶的生长创造了良好的成长环境，同时，也造成了

一定的破坏作用。2005 年，公司产胶区遭遇了百年一遇的“达维”台风，直接造成橡胶减产 30%，是海南农垦历史上自然灾害造成经济损失最严重的一次。为趋利避害，优化配置，公司正在实施橡胶发展重点向中西部转移的战略，“十一五”规划中新植的橡胶林基本上都在海南岛中西部地区，对台风等自然灾害的抵抗能力将逐渐增强。

图 5 海南农垦历年天然橡胶产量

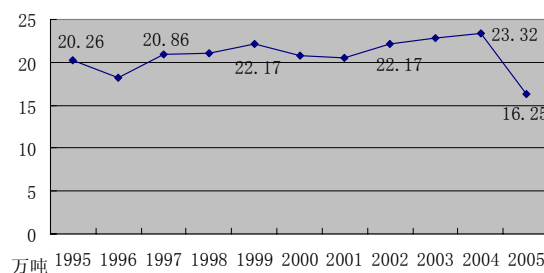


表 4 显示了公司目前各类胶园的分布情况及相关指标。由表 4 可以看到，一类胶园是公司植胶区最高产、稳产、潜力最大的区域。

表 4 公司各类胶园的指标

指标	一类胶园	二类胶园	三类胶园	四类胶园
平均亩产	超过90kg	70~90kg	50~70kg	50kg以下
分公司数量	22	30	26	5
占总产量比例	34.1%	37%	23%	5.8%
开割面积占总开割面积比例	25.1%	36.2%	27.9%	10.2%
未开割面积占总未开割面积比例	36.4%	33.6%	21.6%	8.4%

目前公司产品仍以标准胶为主。由于浓缩胶乳相对标准胶价格较高，因此公司计划继续提高浓缩胶乳产品比例。

值得注意的是公司目前护林保胶形势较为严峻，造成了较大经济损失。护林保胶是国有橡胶种植企业特有的现象，其形成有历史原因和现实原因。海南农垦和海南省当地部分生产队一直存在着土地划界纠纷。在计划经济时代，该部分生产队经济发展较落后，因此主动并入农垦系统共同发展。近年来，天然橡胶价格高位运行，经济效益较好，因此部分并场队群众

要求退场，更有少数不法分子趁机组织或煽动群众抢割、盗割国有橡胶。据不完全统计，自2006年4月份开割以来到7月底，被偷割橡胶达2567万株次，损失干胶近万吨，加上各项护林保胶成本，经济损失超过2亿元。造成这种局面的内因是部分基地分公司内部管理不到位，外因是非法收购站点冲击国有橡胶。目前，公司正从多方面加强护林保胶工作，包括把护林保胶纳入法制轨道，推进产权制度改革，通过省人大制定相关法规等措施。根据2006年9月20日的最新消息，聚众哄抢国有橡胶、扰乱社会秩序的吴洪举等9名犯罪嫌疑人已被公开逮捕，相关农场的并场队退场试点工作正在有序进行，说明护林保胶形势已有所改善。

总的来看，公司生产技术达到国际领先水平，但自然灾害和病虫害等对公司的生产有一定影响，存在着非人为因素减产风险。综合各种因素，预计公司2006年干胶产量17.5万吨，比去年增长7.69%，尚需2~3年时间才能恢复到2004年的高峰期年产量23.32万吨的水平。

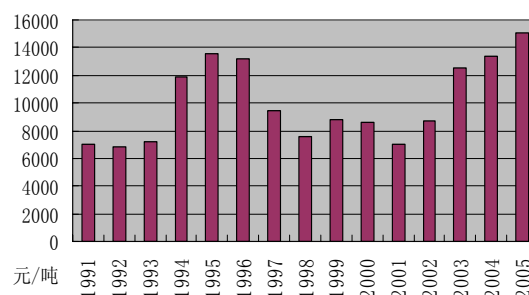
产品销售

公司重组之前，由各农场单独进行产品销售工作。各农场信息闭塞，对销售行情的判断差，产品基本上被中间商和期货商控制，产品结构无法与终端用户对接。公司重组后，制定了《天然橡胶产品销售暂行管理办法》，并于2005年7月25日起施行，逐步将产品销售工作统一起来，有效的掌握了市场的主动权。尤其值得注意的是，公司开始重视培育直销终端用户，如组织召开了航空轮胎胶供需协调会暨新产品推介会，明确了今后我国军用航空轮胎胶将全部由公司负责生产和供应，结束了几十年来我国军用航空轮胎完全依赖进口的历史；此外，公司还邀请了终端用户到公司考察，并与山东金宇轮胎有限公司等企业初步达成了直销意向。目前，公司已经通过了《天然橡胶直销管理办法》，规范直销行为，确保直销行为的正常开展。

从图6可以看到，公司近十年来干胶售价

波动较大。1997年下降较大主要是因为东南亚金融危机的影响，泰国、印尼等产胶大国货币贬值造成国际胶价下滑；2001年以后随着国内橡胶消费的强劲增长，胶价一直处于高位运行，预计在未来的五到十年仍将继续维持这种发展态势。

图6 公司历年干胶平均售价



2005年，公司全年累计销售各种品种干胶产品177556吨，每吨综合平均价为15026元，比上年同期提高1680元，是海南农垦历史上最好水平。

2006年，天然橡胶价格继续保持上涨趋势，公司1—9月每吨橡胶平均价格超过2万元。

2. 经营效率

表5为公司近三年发展及经营状况。公司近三年资产总额和所有者权益均增长较快，年均增长率分别为28.48%和34.79%。由于受台风影响，公司2005年主营业务收入略有下降。

从经营效率的主要指标来看，公司重组后，由于须向控股股东海南农垦支付综合管理费和综合服务费用，并且因引进了大批高学历人才增加了人力成本，管理费用率和成本率均有所提高，2005年分别为26.95%和92.11%；2005年销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数较2004年均有所下降，分别为25.82次、4.91次和0.42次，公司整体经营效率水平一般。

表 5 经营效率

项 目 (万元)	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)	2006 年 6 月
主营业务收入	268272.00	280895.12	258016.22	-1.93	111767.30
主营业务成本	121256.80	159468.65	160935.79	15.21	54431.00
所有者权益	179670.27	317493.05	326418.75	34.79	339006.40
资产总额	391752.75	587046.16	646688.13	28.48	698044.10
指 标	2003 年	2004 年	2005 年	加权平 均值	2006 年 6 月
管 理 费 用 率 (%)	22.67	19.79	26.95	23.94	29.39
成本率 (%)	71.64	78.14	92.11	83.83	78.84
销售债权周转 次数(次)	44.77	34.77	25.82	25.26	18.11
存货周转次数 (次)	5.2	5.57	4.91	4.60	2.06
总资产周转次 数 (次)	0.68	0.57	0.42	0.51	0.16

数据来源：公司 2003 年-2005 年审计报告及 2006 年 6 月会计报表。

3. 未来发展

公司“十一五”规划提出的主要规划指标包括：到 2010 年，国内橡胶种植面积 400 万亩；境外橡胶种植面积 20 万亩；干胶总产量 25 万吨；干胶平均亩产 80 公斤以上；公司生产总值达到 50 亿元，五年翻一番；营业收入达到 60

亿元以上；利润总额 7 亿元以上；橡胶布局进一步优化，海南岛内中西部橡胶规模与其它地区橡胶规模之比为 7:3。

“十一五”规划中的两个关键指标是干胶总产量 25 万吨和干胶平均亩产 80 公斤。考虑到公司目前各类胶园的产量分布（见表 4）及其在“达维”台风中的受损情况（其中一类胶园受损较少），我们认为公司预测依据较客观，预计上述预测实现的可能性较大。

根据公司“十一五”规划，公司 2006~2008 年投资计划如表 6 所示。其中，胶厂建设、橡胶更新种植和橡胶往年抚管等项目投资金额较大。公司规划建设 13 家橡胶集中加工厂，截至 2006 年 6 月底，已经建成投产 7 个，2007 年和 2008 年还将建设 5 个；从 2006 年开始，公司正式建立每年 10 万亩的有序更新制度，淘汰部分低产胶园；公司计划通过加强往年抚管力度，使落后苗的比重在五年内由目前的 20%降低到 5%。此外，橡胶深加工项目和国外植胶项目也将于 2007 年开始实施。

表 6 公司 2006~2008 年投资计划表

项目名称	年份	2006		2007		2008	
	单位	任务	投资额 (万元)	任务	投资额 (万元)	任务	投资额 (万元)
1、橡胶新种	亩	20547	1297	20000	1500	20000	1500
2、橡胶更新种植	亩	94308	5849	100000	7500	100000	7500
3、橡胶往年抚管	亩	461969	9703	500000	12500	500000	12500
4、胶园防护林种植	亩	19259	258	30000	390	30000	390
5、胶园防护林往年抚管	亩	18756	176	30000	270	30000	270
6、收胶站建设	座	213	852	100	400	100	400
7、胶水中转站建设	座	43	1208	10	300		
8、胶园林间道路建设	公里	1062	531	1500	750	1500	750
9、胶园林间桥涵建设	米	3750	375	5000	500	5000	500
10、橡胶落后苗改造	万株	430	1722	450	1800	450	1800
11、回收胶园	亩	6754	885	10000	1500	10000	1500
12、租地种胶	亩	8880	37	10000	100	10000	100
13、基地管理信息系统建设	——		166				
14、植胶新点房屋建设	平方米	21000	1050	25000	1250	25000	1250
15、开割地产胶园改造	万株	643	1301	650	1300	650	1300
16、胶厂建设	座	4	8528	3	12000	2	7000
17、橡胶深加工项目	个			2	1000	3	5000
18、科技创新项目	个			2	1000	2	2000
19、国外植胶	亩			10000	1500	30000	4500
合 计			33938		45560		48260

资料来源：公司提供

公司目前面临的困境之一是产业链条短，下游产品少，深加工产值比重偏小，有待培

养新的利润增长点。“十一五”规划中的深加工工业重点项目包括：总投资 5000 万元、年生产能

力 10 亿个的安全套生产项目；总投资 3000 万元、年生产能力 2 亿副的乳胶手套项目；总投资 1000 万元的炼胶中心项目。上述项目将于 2007 年开始逐步实施，建成、投产后将提高深加工工业产值在公司收入中的比重。

此外，公司已得到国家开发银行的 30 亿元授信支持，将逐步实施“走出去”发展战略，到境外投资创业发展橡胶产业、开发资源、拓展市场，提高国际竞争力。公司已于 2006 年 3 月 31 日与柬埔寨穗港投资有限公司签署土地合作协议，获得了位于柬埔寨北部的柏威夏省的 62659 公顷（约 94 万亩）土地 70 年开发使用权。2006 年 5 月，公司在柬埔寨正式注册成立了项目运作公司：Cambodia Agro-Industry Group Co., Ltd.。该项目主要是利用柬埔寨橡胶生产优越的自然条件，以及公司在天然橡胶行业的技术、设备、经营优势，在柬埔寨建立天然橡胶的种植和加工区。该项目计划总投资 31.86 亿元，分 15 年逐步实施。本项目对公司发展具有长期的重大意义，并获得了较大的外部支持，但由于天然橡胶种植业投资回收期较长，而公司缺乏海外投资经验，因此存在不确定性，值得长期关注。

表 7 未来预测

项目 (万元)	2006 年 预计	2007 年 预计	2008 年 预计	变动率 (%)
规划投资	33938.00	45560.00	48260.00	19.25
销售收入	285000.00	320000.00	340000.00	9.22
利润总额	38445.00	51125.00	60000.00	24.93
净利润	38445.00	51125.00	60000.00	24.93
折旧	15560.00	16860.00	18000.00	7.56
摊销	850.00	900.00	1100.00	13.76
利息支出	12000.00	12000.00	15000.00	11.80
所有者权益	354960.00	373400.00	390000.00	4.82
短期债务余额	231356.70	231356.70	262156.7	6.45
长期债务余额	8500.00	8500.00	12000.00	18.82
指 标	2006 年	2007 年	2008 年	变动率
全部债务资本化比率 (%)	40.32	39.11	41.28	1.18
净资产收益率 (%)	10.83	13.69	15.38	19.18
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.20	5.26	5.00	9.06
EBITDA/总债务 (倍)	0.28	0.34	0.34	10.97

资料来源：公司提供

表 7 是公司未来三年的财务预测。可以看到，公司 2006~2008 年规划投资规模较大，预计 2008 年达到 48260 万元。同时，净利润年均增长 24.93%，其中，2006 年实现净利润 38445 万元，比 2005 年增长 109.23%。考虑到公司预计 2006 年将比 2005 年增产 1.25 万吨以上，同时天然橡胶价格比去年同期有所上涨，我们认为公司预测实现的可能性较大。

七. 财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2003 年至 2005 年度由天职孜信会计师事务所审计并出具无保留意见审计结论的财务报表。

公司成立于 2005 年 3 月 31 日，成立前报告期内的会计报表是假设股份公司现时架构于 2002 年 1 月 1 日业已成立，并在报告期内未发生重大变化的基础上编制的。根据主营业务的完整性、资产续用用途前后的一致性、资产结构和负债的合理性等改制重组原则，凡与天然橡胶业务有关的资产及相关负债全部进入公司。2005 年 3 月 31 日以前，原企业报表执行《农业企业会计制度》、《商品流通企业会计制度》、《事业单位会计制度》，剥离后对报告期财务数据按财政部《国有企业公司制改建有关财务问题的暂行规定》、《企业会计制度》和中国证监会关于首次公开发行股票信息披露的有关规定进行调整。公司改制基准日为 2004 年 3 月 31 日。

截至 2005 年底，公司合并资产总额为 646688.13 万元，负债总额 320066.74 万元，所有者权益 326418.75 万元，少数股东权益 202.65 万元。2005 年实现主营业务收入 258016.22 万元，利润总额 18351.88 万元，现金及现金等价物净增加额 31869.96 万元。

根据公司提供的未经审计的 2006 年半年报，截至 2006 年 6 月，公司合并资产总额为 698044.10 万元，负债总额 359037.70 万元，所有

者权益339006.40万元。2006年上半年实现主营业务收入111767.30万元，利润总额25297.30万元，现金及现金等价物净增加额19704.60万元。

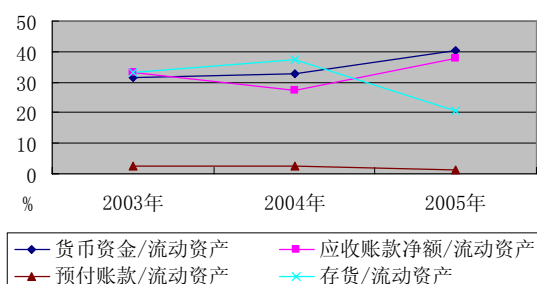
以下分析以会计师事务所提供的 2003 年至 2005 年度审计报告和公司提供的 2006 年 6 月会计报表数据为依据。

2. 资产质量

2003 年-2005 年，公司总资产规模增长较快，三年年均增长率为 28.48 %。到 2005 年底，公司总资产达到 646688.13 万元，流动资产、长期投资净额、固定资产合计、无形资产及其他资产合计分别占总资产的 23.65%、0.04%、73.16%和 3.15%，固定资产合计占公司资产总额的比重较大。

公司流动资产以货币资金、应收款项净额（包括应收账款净额和其他应收款净额）和存货为主，截至 2005 年底，上述三类资产占公司流动资产总额的比重分别为 40.25%、37.79%和 20.64%，相比 2004 年，存货所占比重有所下降，而货币资金和应收款项净额比重呈上升趋势（见图 7）。

图 7 2003 年-2005 年公司流动资产构成变化



截至 2005 年底，公司应收账款 10051.50 万元，其他应收款为 57810.02 万元，全部为公司及下属分公司与海南农垦及其下属农场的往来款。应收帐款账龄在一年以内的占比 95.23%，其他应收款账龄在一年以内的占比 87.26%。2005 年公司计提坏帐准备余额占应收款项余额的 3.81%。整体来看，由于公司长期坚持实行款到发货的销售原则，公司应收款项

不存在销售客户欠款的情况，预计应收款项发生损失的风险较小。

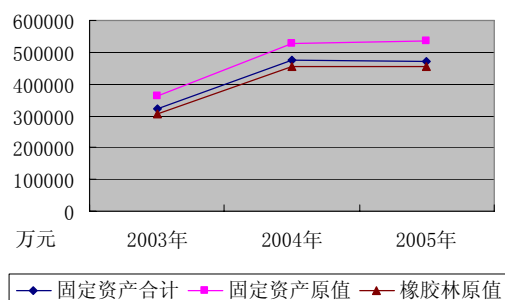
公司 2005 年底存货规模较 2004 年下降了 6.91%，为 31577.18 万元，其中产成品占 73.59%。由于公司产品的可贮存时间较长，本年存货无减值现象，故未提减值准备。

公司 2005 年底长期投资额为 250.24 万元，额度较小。

截至 2005 年底，公司固定资产合计为 473126.99 万元，较 2004 年底微降 0.47%。其中固定资产净额和在建工程分别占比 73.18%和 26.69%。固定资产原值中主要以橡胶林为主，所占比重为 84.85%，2005 年底其原值达 453170.99 万元。此外，房屋及建筑物占比 9.11%，其余的为机器设备、构筑物、运输设备、防护林等，所占比重很小。公司对固定资产未计提减值准备。2005 年底，在建工程 126270.75 万元，其中主要为未开割橡胶林，占比 97.90%。

公司固定资产合计 2004 年较 2003 年增长 154411.18 万元，增幅达 48.11%。由图 8 可以看到，2003-2005 年，公司的固定资产合计、固定资产原值、橡胶林原值增长趋势基本一致。2004 年较 2003 年有较大增长主要原因是 2004 年公司进行股份制改造时，对橡胶林由历史成本法改用重置法进行评估（参见中发国际资产评估有限公司出具的《海南农垦重组设立海南农垦天然橡胶产业集团股份有限公司（筹）项目资产评估报告书》），因此有较大的评估增值。

图 8 2003 年-2005 年公司固定资产增长情况



需要指出的是，2005 年公司所处产胶区遭受台风袭击造成减产 30%，部分橡胶林受损严

重。公司会计报表中显示 2005 年橡胶林固定资产原值减少数为 9963.78 万元，占 2004 年底橡胶林固定资产原值的 2.19%。

2005 年底，无形资产及其他资产 20348.92 万元，主要是土地使用权，占 99.93%。公司拥有土地使用权主要是房产用地（办公楼）、胶厂用地、仓库用地等，为股东海南农垦投入的资产，以评估报告确认数作为入账价值，部分土地使用权证尚在办理之中；胶园用地采用由公司向海南农垦承包形式取得使用权，在综合管理费中体现，不包含在公司的无形资产当中。2005 年公司无形资产未提减值准备。

2006 年 6 月底，公司资产总额为 698044.10 万元，比 2005 年底增长 7.94%，其中，流动资产合计同比增长 35.60%，固定资产合计、无形资产及其他资产合计变动不大。

总体来看，公司资产构成基本正常，以固定资产为主，整体资产质量较好，流动性正常。

3. 负债及所有者权益构成

由于公司投资规模加大，负债总额增长较快，近三年年均增长 22.90%，其中流动负债年均增长 30.32%，长期负债年均下降 43.65%，到 2005 年底，公司负债合计 320066.74 万元，其中流动负债占比 97.14%。需要指出的是，公司以资金是否用于长期投资来区分短期借款与长期借款，其中有一笔 2009 年 4 月 13 日到期的 13.92 亿元的三年期借款在会计报表里反映为短期借款。考虑到该笔借款数额较大，占总负债的 43.49%，因此公司实际负债结构较为合理。下文中将该笔款项作为长期借款处理。

2005 年底，公司流动负债中短期借款占比 28.54%；其他应付款占比 56.79%，主要为公司及下属分公司与海南农垦及其下属农场的往来款、职工的承包抵押金以及跨年度的年前结算款。长期负债以长期借款为主，占比 99.29%。

公司股东权益上升较快，近三年年均增长 34.79%。由于公司成立于 2005 年 3 月 31 日，2003、2004 年的会计报表为模拟报表，因此前

2 年的资本公积和盈余公积为零，股东权益的增长主要来自于实收资本的增长。2004 年较 2003 年有较大增长主要原因是 2004 年公司固定资产评估增值。到 2005 年底，公司所有者权益合计为 326418.75 万元，其中实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润占所有者权益合计的比重分别为 96.35%、0.32%、0.50%、2.83%，权益稳定。

从表 8 来看，2003 年-2005 年，公司的长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债比率均呈下降趋势，到 2005 年底，上述三项指标分别为 2.42%、37.54%和 49.49%。公司债务负担正常。

2006 年 6 月底，公司流动负债合计比 2005 年底增长 12.25%，其中，短期借款和预收帐款分别增长 43153.49 万元和 16382.05 万元。长期负债合计比 2005 年底增长 9.49%，为 10024.40 万元。

参照公司预测（见表 7），本次第一期和第二期共计 8 亿元短期融资券发行成功后，2006 年公司债务规模将有较大上升，完成发行后预计资产负债率和全部资本化比率将分别达到 56.43%和 48.50%，债务负担有所上升。

表8 财务构成

项 目 (万元)	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)	2006 年 6 月
所有者权益	179670.27	317493.05	326418.75	34.79	339006.40
少数股东权益	169.47	126.05	202.65	9.35	
短期债务	126686.12	188228.27	188203.21	21.88	231356.70
长期债务	28834.66	7385.12	8107.15	-46.98	7917.20
负债总额	211913.02	269427.06	320066.74	22.90	359037.70
资产总额	391752.75	587046.16	646688.13	28.48	698044.10
指 标 (%)	2003 年	2004 年	2005 年	加权平均	2006 年 6 月
长期债务资本化比率	13.82	2.27	2.42	4.66	2.28
全部债务资本化比率	46.37	38.11	37.54	39.48	41.38
资产负债比率	54.09	45.90	49.49	49.33	51.43

数据来源：公司 2003 年-2005 年审计报告及 2006 年 6 月会计报表，以下同

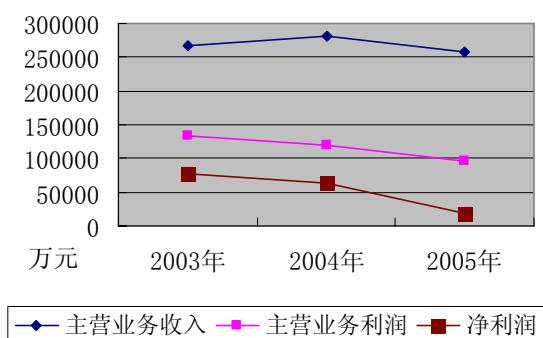
4. 盈利能力

近年来，天然橡胶价格不断上涨，2004 年公司主营业务收入比 2003 年增长 4.71%。2005

年公司重组后对产品进行统一销售，市场优势明显，在因台风减产 30%的情况下，主营业务收入比 2004 年仅下降 8.14%，达 258016.22 万元。公司主业突出，且主业获利能力较强。

公司近三年主营业务成本增长较快，年均增幅 15.21%，主营业务利润有所下降。管理费用增长较快，近三年年均增长率分别为 21.23%；财务费用较为稳定；营业费用略有下降。

图 9 近三年主营业务收入及利润增长情况



需要指出的是，根据公司在成立时与控股股东海南省农垦签订的《综合服务协议》及《综合管理费协议》，2005 年公司向海南农垦支付了综合管理费 22546 万元和综合服务费用 8567 万元，共计 31113 万元。综合管理费主要用于补贴海南农垦承担的社会性支出和行政管理职能支出，综合服务费用主要用于为公司提供道路桥梁涵洞的养护维修、环境维护建设、各分场（作业区）及生产队公用房维护等公共设施服务。上述两项费用按照协议每三年应根据届时的社会物价水平、通货膨胀情况及国家新出台的相关政策等因素进行调整。2003 年和 2004 年公司尚未成立，因此未支付上述两项费用。

2005 年，公司实现利润总额 18351.88 万元，净利润 18374.55 万元，两者差额不大，主要是由于根据海南省国家税务局琼国税函（2005）321 号《海南省国家税务局关于海南天然橡胶产业集团股份有限公司免征企业所得税问题的批复》，公司可享受免征企业所得税的优惠政策。

2005 年公司净资产收益率、总资本盈利率分别为 5.63%和 5.55%，目前整体盈利水平一般。

综合来看，近年来天然橡胶行业形势良好，公司主业突出，经营状况较为稳定，2005 年因受台风影响，盈利能力有所减弱。随着灾后生产能力的逐渐恢复和胶价的不断上涨，公司的盈利能力将逐年增强。据公司预测，2006 年-2008 年，公司净利润预计年均增长 24.93%；净资产收益率年均增长 19.18%，2008 年达到 15.38%。

2006 年上半年，公司实现利润总额 25297.30 万元，比 2005 年全年利润总额增长 37.85%，占预计 2006 年全年利润总额的 65.80%。考虑到每年割胶季节为 4—12 月，上半年产量一般仅占全年产量的 1/3 左右，2006 年公司利润总额超过预计的可能性大。

表9 盈利能力

项 目 (万元)	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)	2006 年 6 月
主营业务 收入	268272.00	280895.12	258016.22	-1.93	111767.30
主营业 务利润	133433.42	119532.76	97041.28	-14.72	57336.30
利润总额	77630.91	64252.48	18351.88	-51.38	25297.30
净利润	77591.14	64290.90	18374.55	-51.34	25297.30
利息支出	10,596.87	10,894.86	10,635.95	0.18	
少数股 东权益	169.47	126.05	202.65	9.35	
所有者 权益	179670.27	317493.05	326418.75	34.79	339006.40
销 售 商 品、提供 劳务收到 的现金	280276.84	286620.63	280328.46	0.01	111767.30
指 标	2003 年	2004 年	2005 年	加权平 均值	2006 年 6 月
主营业务 利润率(%)	49.74	42.55	37.61	41.52	51.30
总资本收 益率(%)	26.30	14.65	5.55	12.43	4.37
净资产收 益率(%)	43.19	20.25	5.63	17.53	7.46

5. 现金流分析

公司近三年现金及现金等价物净增加额增长迅速（见表 10），年均增长率达 120.02%，2005 年为 31869.96 万元。

经营活动方面，2003 年-2005 年，公司销

售商品、提供劳务收到的现金比较稳定，2005 年实现 280328.46 万元。同期经营活动产生的现金流入量实现 280738.68 万元。与此同时，受产品生产成本上升影响，2003 年-2005 年公司经营活动产生的现金流出量年均增长 6.02%，超过流入量增幅 6.06 个百分点。这使得近三年经营活动产生的现金流量净额年均下降 13.48%，2005 年为 69897.94 万元。

投资活动方面，近三年，公司的现金流入分别为 1578.74 万元、5832.03 万元和 5831.98 万元，主要为处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金。与此同时，购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金变动较大，2004 年达 196875.19 万元，主要是 2004 年公司固定资产评估增值产生的净资产差额，为模拟数。公司 2005 年的投资支出达 25729.04 万元，主要用于橡胶加工厂建设和橡胶更新种植、往年抚管等。公司经营活动产生现金流入净额足以覆盖同期投资活动资金需求缺口。

表 10 现金流量状况

项 目 (万元)	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)	2006 年 6 月
销售商品、提供劳务收到的现金	280276.84	286620.63	280328.46	0.01	111767.30
经营活动产生的现金流入量	280937.58	287177.89	280738.68	-0.04	111767.30
经营活动产生的现金流量净额	93375.66	85612.90	69897.94	-13.48	44392.90
投资活动产生的现金流入量	1578.74	5832.03	5831.98	92.20	1656.90
投资活动产生的现金流出量	24782.07	196875.19	25729.04	1.89	49341.90
投资活动产生的现金流量净额	-23203.33	-191043.15	-19897.07	-7.40	-47685.00
筹资活动产生的现金流入量	23541.92	190247.11	51567.75	48.00	30000.00
筹资活动产生的现金流量净额	-63589.11	113043.89	-18130.92	-46.60	22996.70
现金及现金等价物净增加额	6583.22	7613.63	31869.96	120.02	19704.60
指 标	2003 年	2004 年	2005 年	加权平 均值	2006 年 6 月
现金收入比率 (%)	104.47	102.04	108.65	105.83	100.00

筹资活动方面，2004 年，公司吸收权益性投资所收到的现金规模较大，为 137822.78 万元，主要原因是公司固定资产评估增值。2005 年，公司借款所收到的现金和偿还债务所支付的现金规模相当，筹资活动产生的现金流量净额为-18130.92 万元。

从收入实现的角度来看，公司近三年现金收入比率分别为 104.47%、102.04%、108.65%，目前获现能力一般。

公司 2006~2008 年的现金流量预测见表 11，其中经营活动的现金流量预测与表 7 预计主营业务收入基本一致。从中可以看出，未来 3 年公司经营现金流净额以年均 22.96%的比率稳定增长，足以覆盖同期投资活动资金需求缺口。

2006 年上半年，公司现金及现金等价物净增加额为 19704.60 万元，其中，经营活动产生的现金流量净额为 44392.90 万元，占 2005 年经营现金流量净额的 63.51%；投资活动方面，购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金规模较大，为 49341.90 万元；筹资活动方面，借款所收到的现金为 30000.00 万元，占 2005 年同期数额的 61.79%。

表 11 现金流量预测

项 目 (万元)	2006 年	2007 年	2008 年
销售商品、提供劳务收到的现金	285300	320300	340000
经营活动产生的现金流入量	285400	320400	340000
经营活动产生的现金流出量	235791.54	256523.04	265000
经营活动产生的现金流量净额	49608.46	63876.96	75000
投资活动产生的现金流入量	11280	10000	20000
投资活动产生的现金流出量	34938	38000	48260
投资活动产生的现金流量净额	-23658	-28000	-28260
筹资活动产生的现金流入量	229420	110220	115000
筹资活动产生的现金流出量	219350	138090	147000
筹资活动产生的现金流量净额	10070	-27870	-32000
现金及现金等价物净增加额	36020.46	8006.96	14740

资料来源：公司提供

6. 偿债能力分析

公司目前的长期借款主要为农行海秀支行的一笔 13.92 亿元的三年期借款，2009 年 4 月 13 日到期。截至 2006 年 6 月底，公司短期债务余额为 92156.70 万元。

从表 12 看,公司近三年流动比率和速动比率有所波动,但均处于较低水平。考虑到公司的流动负债实际含有 13.92 亿元的长期借款,将其扣除后,公司 2005 年的流动比率和速动比率分别为 89.08%和 70.69%,短期支付能力偏弱。

公司 EBITDA 值近三年呈下降趋势,年均降幅为 27.35%,2005 年 EBITDA 52576.01 万元。EBITDA 利息保护倍数、债务保护倍数、筹资活动前现金流量净额债务保护倍数均有所下降,2005 年分别为 4.94 倍、0.21 倍、0.25 倍,对总体债务的保护能力尚可。

表12 偿债能力

项 目 (万元)	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)	2006 年 6 月
流动资产	70493.27	90845.09	152961.99	47.31	207413.50
流动负债	183078.36	261950.23	310911.59	30.32	349013.30
折旧	11380.09	19275.66	22905.73	41.87	6684.00
摊销	14.98	51.16	682.45	574.89	169.50
利息支出	10596.87	10894.86	10635.95	0.18	
利润总额	77630.91	64252.48	18351.88	-51.38	25297.30
EBITDA	99622.85	94474.16	52576.01	-27.35	32150.80
筹资活动前 现金流量净额	70172.34	-105430.26	50000.87	-15.59	-3292.10
全部债务	155520.78	195613.39	196310.36	12.35	239273.90
指 标	2003 年	2004 年	2005 年	加权平 均值	2006 年 6 月
流动比率(%)	38.50	34.68	49.20	42.70	59.43
速动比率(%)	25.77	21.73	39.04	31.19	51.86
EBITDA 利息 倍数(倍)	9.40	8.67	4.94	6.95	
债务保护倍数 (倍)	0.57	0.43	0.21	0.35	0.13
筹资活动前现 金流量净额债 务保护倍数 (倍)	0.45	-0.54	0.25	0.06	-0.01

截至 2006 年 6 月底,公司无对外提供担保。

八、本期短期融资券偿债能力

公司本次短期融资券拟分为两期同时发行,其中,第一期4亿元期限为12个月,第二期4亿元期限为9个月。该发行方案减小了公司的还款压力,有利于公司按期还款。

根据表11预测,公司预计2006年经营活动产生的现金流量净额为49608.46万元,2007年

为63876.96万元。公司经营活动的获现能力对本期短期融资券的保护能力较强。

截至2006年6月底,公司货币资金和存货合计107725.3万元,其中,存货以干胶为主,为紧俏商品,变现能力极强,且价格仍处于上升态势。如在本期短期融资券偿付期间出现资金周转困难时,公司的流动资产为该债券的偿付提供了有力的保障。

截止 2006 年 9 月底,公司已获得国家开发银行授信额度 30 亿元,主要用于实施“走出去”发展战略,到境外投资创业发展橡胶产业。公司是农业银行的 AAA 级信用客户,该行 30 亿元授信额度正在办理中。本期短期融资券具有较可靠的授信支持。

九、综合评价

公司所处行业发展态势良好,公司作为行业内规模最大的企业,具有较大的市场优势。目前,公司资产质量较好,主营业务突出,负债水平正常,经营活动产生的现金流入量较充裕。公司属于“农业产业化国家重点龙头企业”,享受较多优惠政策,政府支持力度大。公司存在的主要问题是台风等自然灾害对产量有一定影响。目前,公司计划实施“走出去”发展战略,并获得了较大的外部支持,但由于天然橡胶种植业投资回收期较长,公司比较缺乏海外投资经验,因此存在不确定性,值得长期关注。公司对橡胶深加工的投资将延伸其产业链,增加新的利润增长点。预计公司未来三年的经营性现金流较为充裕,对本期融资券到期偿还有较强的保障能力,总体看,本期短期融资券到期不能偿付的风险小。

