



Research and
Development Center

天然橡胶周期何处去？

化工行业

2020年12月16日

证券研究报告

行业研究

专题研究报告

行业名称 化工行业

投资评级

上次评级

张燕生 化工行业首席分析师

执业编号: S1500517050001

联系电话: +86 010-83326847

邮箱: zhangyansheng@cindasc.com

洪英东 化工行业分析师

执业编号: S1500520080002

联系电话: +86 010-83326848

邮箱: hongyingdong@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

天然橡胶周期何处去？

2020年12月16日

本期内容提要：

- **天然橡胶小幅上扬，趋势难改。**2020年4季度以来，天然橡胶价格小幅上升，天然橡胶价格周期何处去？天然橡胶作为商品期货，其价格受供需和金融市场的共同影响，但从长期来看，价格的基础仍是供需关系。**需求端：**未来的几年，全球经济形势仍很具挑战，目前也并无端倪出现2000至2007年中国这样大型经济体的快速发展，加上共享经济趋势下对乘用车轮胎需求的负面影响。因此天然橡胶的需求将维持低速增长、甚至总量不增长。**供应端：**而在供应方面，需求停滞的信号也带来新增种植意愿的降低，但由于前期种植的惯性，全球主产区东南亚传统产胶国的供应能力还将增长2年，在2022年可能见顶，之后可能有小幅下滑。但是一些经济更欠发达的国家和地区将接过接力棒，例如缅甸和一些非洲国家目前的天然橡胶供应能力在显而易见的快速增长。综合来看，未来几年天然橡胶价格仍大概率在1100至1500美元/吨的低位徘徊。归根结底，天然橡胶的供应能力不是类似矿产资源的硬约束，适宜种植地区的潜力尚大，作为一种没有门槛的农产品，其价格常态就不可能维持高利润率，除非出现超过种植速度的突发快速增长的需求，天然橡胶价格不会出现向上的大幅波动。
- **轮胎企业与天然橡胶价格关系。**整体而言，我们认为，橡胶价格与轮胎企业经营业绩之间的关系不是前者驱动后者，而是后者驱动前者。对于稳定、成熟的轮胎企业而言，需求端提升，盈利能力提升，此时也带动了天然橡胶价格上涨，橡胶价格上涨的负面影响不能抵消轮胎需求提升的红利，所以这个时期轮胎企业盈利是上升期。而天然橡胶价格缓慢下行可能是轮胎需求增长疲弱的风向标，虽然原料成本降低对轮胎企业业绩是利好，但往往抵不过轮胎需求端的利空，短期提高轮胎企业的盈利能力，总体看这样的时期对轮胎企业的盈利能力可能是下降趋势。
- **国内企业分化，与天然橡胶价格关系减弱。**值得注意的是，国际领先轮胎企业的盈利能力变化趋势与国内轮胎企业是不同的。由于国内轮胎产能过剩，叠加出口逐渐受到高贸易壁垒的影响，导致国内市场相对封闭，国内轮胎企业的盈利能力受到产能过剩的影响要大于受橡胶价格的影响。或者说，对于国内轮胎企业，产能过剩是“雪”，橡胶价格波动是“霜”，雪上加霜的境遇从2015年开启了行业自发（非政府主导）去产能的进程。到了2017、2018、2019年，国内轮胎行业产能过剩导致业绩承压引发去产能趋势未变，但是赛轮轮胎、玲珑轮胎却盈利能力逆势提升，原因是它们通过海外布局产能，冲破了国内产能过剩的困境。
- **风险因素：**1、极端气候条件影响 2、大宗商品价格大幅波动的风险
- **相关标的：**赛轮轮胎

目录

一、天然橡胶简介.....	5
天然橡胶的物理特性.....	5
天然橡胶的化学特性.....	5
二、天然橡胶需求.....	5
三、天然橡胶供应.....	6
四、天然橡胶历史价格.....	7
供需关系大周期.....	7
短期冲击价格大波动.....	8
五、天然橡胶未来价格预判.....	9
1、需求端：下游需求增长趋势停滞.....	9
2、供给端：主动去产能未现，2021年或为拐点.....	9
六、天然橡胶价格与轮胎企业盈利关系.....	13

图目录

图 1: 全球天然橡胶消费量及增长情况 (万吨, %)	5
图 2: 2018 全球各地区消费 (%)	6
图 3: 全球天然橡胶产量 (万吨)	6
图 4: ANRPC 中 9 国 2018 年天然橡胶产量 (万吨) 及占比	7
图 5: ANRPC 中 9 国天然橡胶总种植面积及开割面积 (千公顷)	7
图 6: 马来西亚 SMR20 橡胶期货结算价 (美元/吨)	8
图 7: 全球乘用车和商用车销量 (万辆)	9
图 8: 全球轮胎销售额 (亿美元)	9
图 9: 天然橡胶生产成本分析	10
图 10: 天然橡胶生产全成本敏感性分析 (美元)	10
图 11: 天然橡胶生产可变成本敏感性分析 (亿美元)	11
图 12: 亚洲 9 国天然橡胶新种植面积及重新种植面积 (千公顷)	11
图 13: 印尼、泰国农业和制造业就业人口 (万人)	12
图 14: 亚洲 9 国橡胶未来开割面积预测 (千公顷)	12
图 15: 非洲天然橡胶产量 (万吨)	13
图 16: 天然橡胶价格与全球轮胎销售额 (元/吨, 亿美元)	14
图 17: 国际龙头轮胎企业营业利润率 (%)	14
图 18: 国内轮胎企业营业利润率 (%)	15

一、天然橡胶简介

天然橡胶具备优良的综合性能，具有高弹性、高强度、高伸长率，耐磨、耐撕裂、耐冲击、耐油、耐酸碱、耐腐蚀，以及良好的绝缘性、密封性、柔韧性和黏合性，被广泛运用到工业、农业、国防、交通、医疗卫生等各个领域。目前有超过 5 万种工业制品以天然橡胶为原料或与其相关，其最主要的应用领域是轮胎制造。天然橡胶与石油、煤炭、钢铁并称为四大工业原料，天然橡胶消费量成为一国工业化水平的重要标志。自上世纪 50 年代起，我国在海南、云南西双版纳等北纬 18—24 度地区逐步建立了天然橡胶种植基地。但受自然条件限制，我国宜胶地区面积非常有限，我国政府一直从保障国家战略资源安全的角度，以多种产业政策来推动天然橡胶行业的发展。本世纪以来，我国已成为世界最大的天然橡胶消费国和进口国。

通常我们所说的天然橡胶，是指从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。天然橡胶是一种以聚异戊二烯为主要成分的天然高分子化合物，分子式是 $(C_5H_8)_n$ ，其橡胶烃（聚异戊二烯）含量在 90% 以上，还含有少量的蛋白质、脂肪酸、糖分及灰分等。

天然橡胶的物理特性

天然橡胶在常温下具有较高的弹性，稍带塑性，具有非常好的机械强度，滞后损失小，在多次变形时生热低，因此其耐屈挠性也很好，并且因为是非极性橡胶，所以电绝缘性能良好。

天然橡胶的化学特性

因为有不饱和双键，所以天然橡胶是一种化学反应能力较强的物质，光、热、臭氧、辐射、屈挠变形和铜、锰等金属都能促进橡胶的老化，不耐老化是天然橡胶的致命弱点，但是，添加了防老剂的天然橡胶，有时在阳光下曝晒两个月依然看不出多大变化，在仓库内贮存三年后仍可以照常使用。天然橡胶有较好的耐碱性能，但不耐浓强酸。由于天然橡胶是非极性橡胶，只能耐一些极性溶剂，而在非极性溶剂中则溶胀，因此，其耐油性和耐溶剂性很差，一般说来，烃、卤代烃、二硫化碳、醚、高级酮和高级脂肪酸对天然橡胶均有溶解作用，其溶解度受塑炼程度的影响，低级酮、低级酯及醇类对天然橡胶则是非溶剂。

二、天然橡胶需求

天然橡胶产业是国民经济的基础产业，其需求非常广泛，与宏观经济密切相关，特别是随着新兴市场汽车工业的迅速发展，为天然橡胶的需求创造了广泛的空间。自上世纪 60 年代到 2008 年，全球天然橡胶的消费平均年增长率保持在 3.1% 以上，从 1960 年的 200 多万吨消费量发展到 2008 年的 1107 万吨。但由于受 2008 年下半年至 2009 年全球金融危机影响，2009 年全球天然橡胶消费 939 万吨，同比下降 7.67%。随着全球经济的缓慢复苏，2010 年天然橡胶消费量同比增长至 1081 万吨。我们预计 2019 年天然橡胶消费量将达到 1385 万吨，经济危机后 2010 年至 2019 年这 9 年间，天然橡胶需求增速放缓到年复合增长率 2.8%。

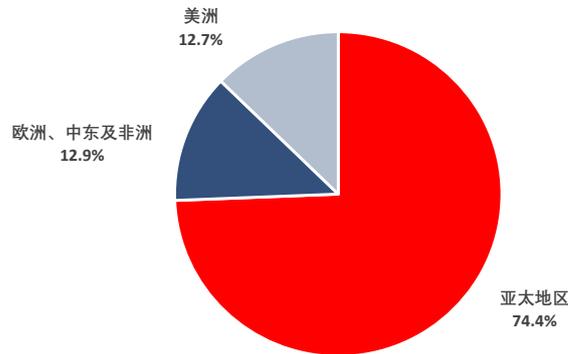
图 1：全球天然橡胶消费量及增长情况（万吨，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

按地区来统计天然橡胶消费，亚太地区消费占全球的 74%，美洲地区占 13%，欧洲、中东、非洲合计占 13%。亚太地区，特别是中国，因是制造业集中地区，是天然橡胶最大的需求市场。

图 2: 2018 全球各地区消费 (%)



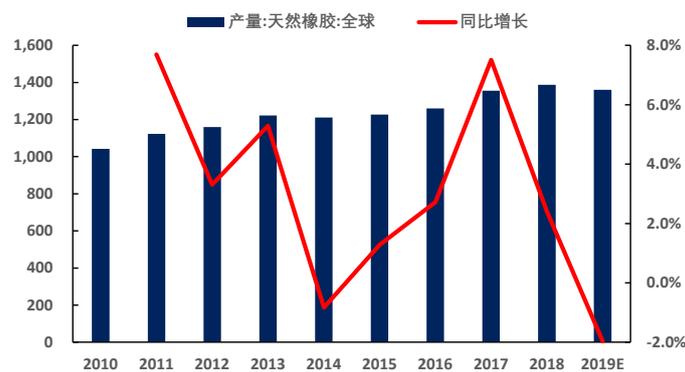
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

如果按下游需求行业来划分，全球轮胎行业消费了天然橡胶的 70%，是最重要的下游行业，非轮胎橡胶制品行业消费了 30%。

三、天然橡胶供应

天然橡胶对地理环境、土壤、气候、湿度等自然条件的要求较严格，宜胶区域主要集中在东南亚地区，种植面积约占世界的 90%。生产国主要有印度尼西亚、泰国、马来西亚、印度、中国、越南和斯里兰卡。其中，泰国、印尼、马来西亚三国合计总产量近年来在全球天然橡胶产量中的比例一直保持在 70%以上。传统理论认为，天然橡胶无法在北纬 15 度以北地区生长。此外，橡胶树作为长期作物，一般在定植 6-9 年后才可开割。因此，天然橡胶的供给增长速度较难以快速提高，受自身和自然条件的限制，全球天然橡胶种植面积从 1961 年至 2018 年平均每年增长 3.4%左右，产量从 1961 年的约 210 万吨达到 2018 年的 1388 万吨。

图 3: 全球天然橡胶产量 (万吨)



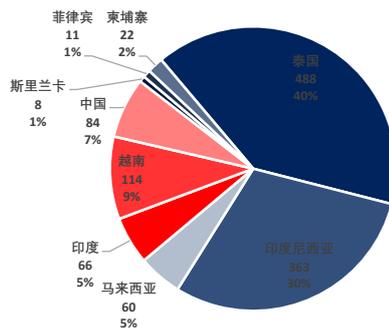
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

天然橡胶生产国协会(ANRPC: Association of Natural Rubber Producing countries)现在有 13 个成员国，按国家名称英文首字母排列，它们分别是柬埔寨、中国、印度、印度尼西亚、马来西亚、巴布亚新几内亚、菲律宾、孟加拉国、缅甸、新加坡、斯里兰卡、泰国和越南。

剔除巴布亚新几内亚、新加坡、孟加拉国和缅甸，我们统计 9 个天然橡胶主产国。2018 年，9 过的天然橡胶产

量合计 1216 万吨，占全球产量的超过 90%。

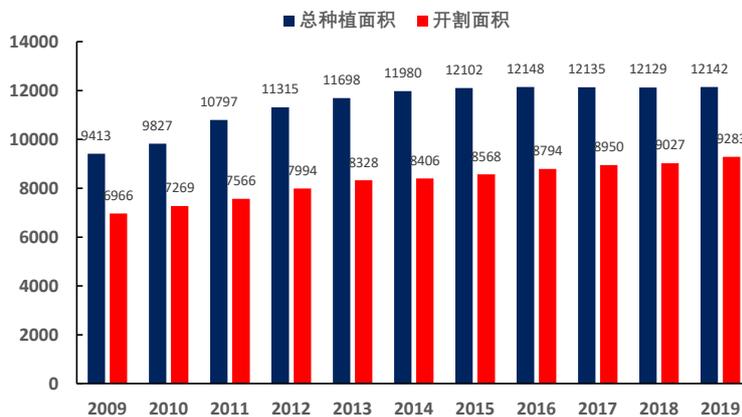
图 4: ANRPC 中 9 国 2018 年天然橡胶产量 (万吨) 及占比



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

而从橡胶种植面积来看, ANRPC 中亚洲 9 国的 2019 年的天然橡胶总种植面积是 1214 万公顷。由于橡胶树有 6 到 9 年的成熟期, 所以开割面积一直约在总种植面积的四分之三左右。2019 年, 9 国的总开割面积是 928 万公顷, 2010 年至 2019 年间总开割面积的年复合增长率是 2.8%, 基本等于同期的天然橡胶需求增速。

图 5: ANRPC 中 9 国天然橡胶总种植面积及开割面积 (千公顷)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

四、天然橡胶历史价格

天然橡胶的价格受供需和金融市场的影 响, 但从长期来看, 价格的基础仍是供需关系。需求方面受全球经济周期影响, 但由于存量汽车的替换轮胎市场是天然橡胶最大的需求市场, 因此需求弹性并不很大。在供应方面, 橡胶价格影响种胶国家、企业、胶农的种植积极性和割胶积极性, 而种植增加供应因为胶树需要 6 至 9 年的成熟期而存在滞后性。

供需关系大周期

观察近 20 年天然橡胶的价格, 主要的波动趋势就是出现了一波供需关系驱动的涨跌周期

- 1、1995 年至 2002 年保持相对平稳, 缓慢下行, 是一个高点后的漫长下跌和平稳周期;
- 2、2002 年中国加入 WTO 元年, 也是中国汽车产销量井喷元年, 轮胎需求激增, 天然橡胶的供需平衡被打破, 需求增长, 价格开始缓慢上行;
- 3、2005 年以后开始加速上行。价格的上涨, 刺激了东南亚等主要产胶国种植橡胶, 但橡胶树的成熟期需要

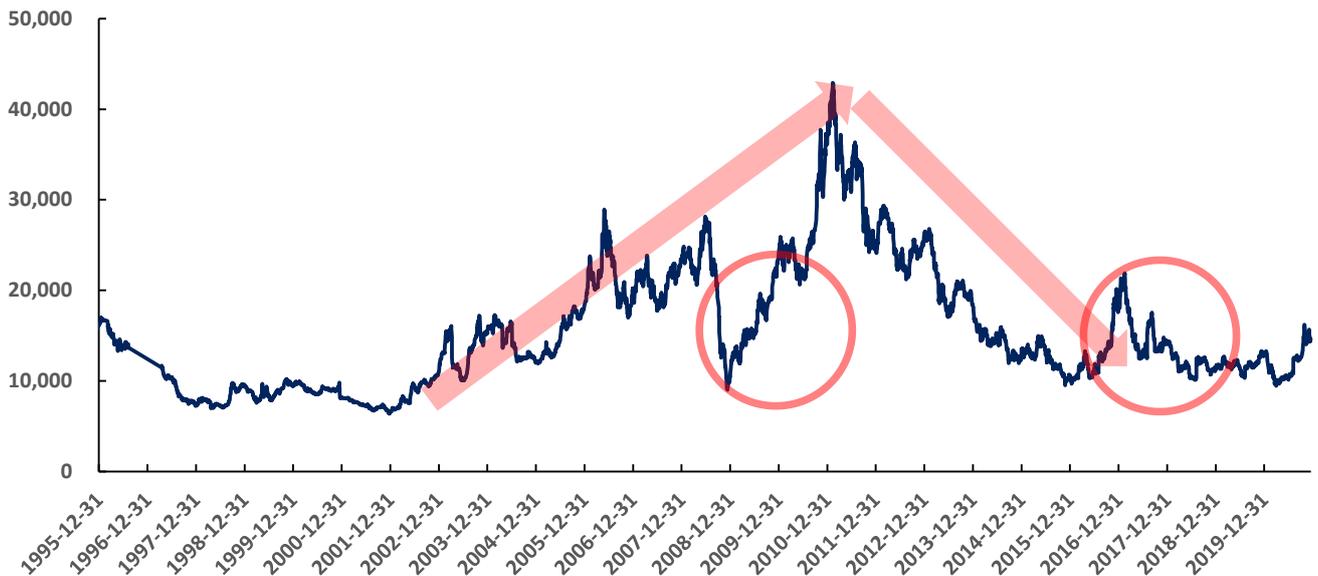
6-9年，供不应求的情况下，天然橡胶价格急速上行；

4、2009年起我国的经济刺激，带动房地产和基础设施建设，快速提振了运输需求，刺激轮胎生产，导致橡胶价格的快速上行，创了5000美元/吨的高点。

5、2011年后，我国的经济刺激过后，经济增速放缓，导致天然橡胶需求增速下降，加上2005年后开始种植的橡胶树逐年进入成熟期，供求关系开始反转，天然橡胶价格开始一路下行。

6、2014年底至2016年上半年，在1500美元/吨上下震荡，由于受生产和生活成本制约，胶农开始放弃割胶，天然橡胶价格开始逐渐企稳。2015年底至2016年的巨幅波动后，价格再次进入底部震荡的长期趋势。2020年底，天然橡胶价格在需求驱动下再次小幅攀升。

图 6：马来西亚 SMR20 橡胶期货结算价（美元/吨）



资料来源：万得，信达证券研发中心

短期冲击价格大波动

在大的价格周期中，2008年和2017年在大趋势中出现两个噪点：

1、2008年的经济危机造成需求骤降，价格骤降。

2、2015年各类大宗商品在悲观的全球经济预期下超跌，2016年下半年开始反弹，天然橡胶价格也快速反弹。虽然距离5000美元的历史高点尚远，但从底部反弹到2017年2月2500美元/吨见顶，斜率也是惊人。其后又用半年时间跌回底部。这次短期巨幅波动具有一定的特殊性和偶然性，原因归纳起来有5点：

1)2016年9月出台严格的限制超载新政后，导致国内重卡销量井喷。

2)经历了几年的连续下跌后，各种化工品周期都在2016年下半年发生逆转，轮胎替换市场几年一直维持低库存，此时有涨价预期出现连续补库存。

3)美国对中国卡客车轮胎发起双反调查，美国经销商加速夏货。

4)丁二烯去产能，供应紧缺，2016年下半年至2017年初价格上涨超过300%，导致合成橡胶涨价。轮胎企业更改配方，以天然橡胶代替合成橡胶。

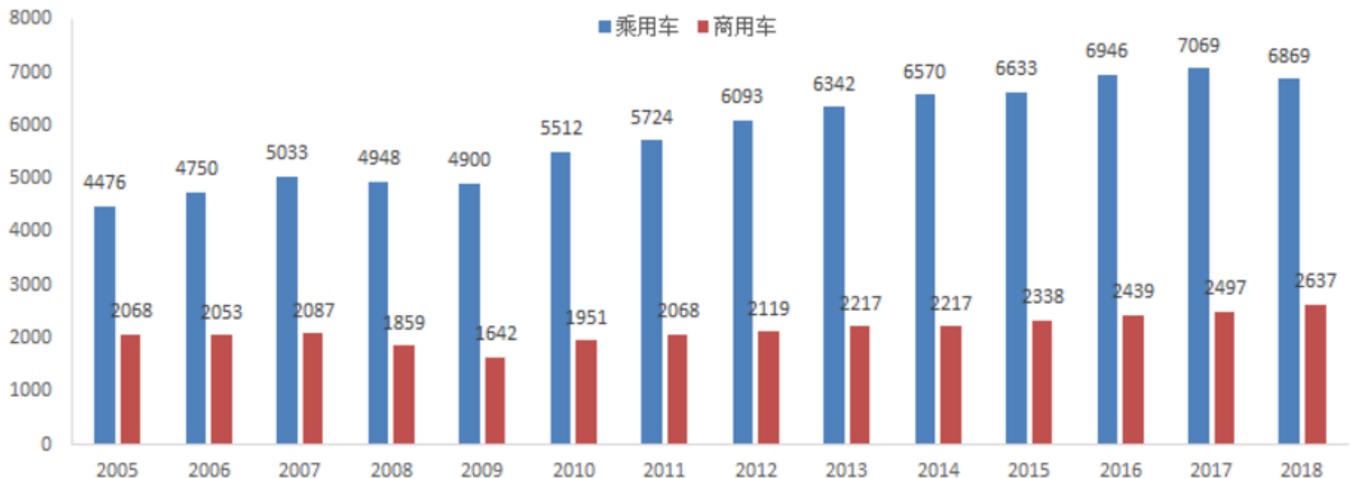
5)共享单车短时间窗口内井喷式爆发，突增橡胶需求。

五、天然橡胶未来价格预判

1、需求端：下游需求增长趋势停滞

虽然全球贸易摩擦增多，但总体经济形势仍保持增长，全球商用车销量也保持增长。但乘用车销量却出现不同走势，由于共享经济的快速发展，全球乘用车销量 2017 年见顶，2018、2019 两年连续微弱下滑。

图 7：全球乘用车和商用车销量（万辆）

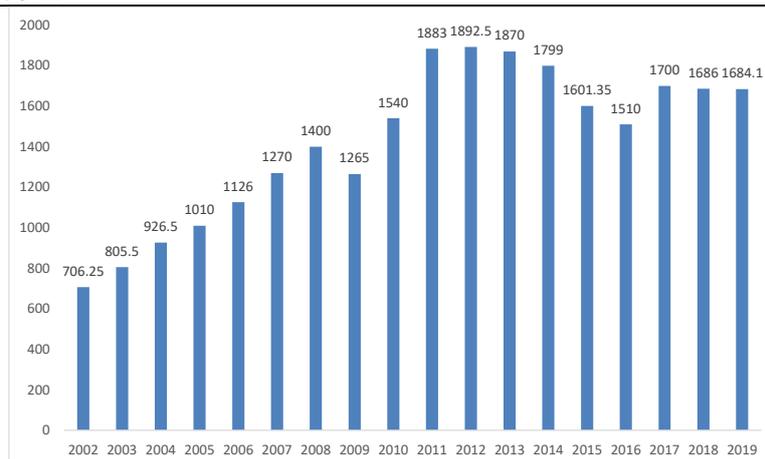


资料来源：万得，信达证券研发中心

轮胎市场分为新车的配套市场和存量车的替换市场，乘用车新车销售的拐点，无疑对轮胎需求出现负面影响。事实上，近几年全球轮胎销售额已经呈小幅波动状态，增长时速，2017 年全球轮胎销售额 1657 亿美元，2018 年 1686 亿美元，2019 年为 1684 亿美元，近 4 年来整体维持在 1700 亿美元附近。

轮胎是全球天然橡胶占比超过 70% 的下游应用，轮胎需求的增长乏力，使得天然橡胶未来几年的需求量在目前基础上难有亮眼的增长点。

图 8：全球轮胎销售额（亿美元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

2、供给端：主动去产能未现，2021 年或为拐点

(1) 主动减产未现

我们先分析一下天然橡胶种植、收割到加工的成本构成。橡胶园每亩地可以种植胶树 30 棵，每棵树苗的采购成本约 2 美元，从种植到开始割胶需要 7 年的时间。这 7 年间需要施复合肥和除草剂，具体数量见下表。另外就是土地成本，其实大部分橡胶园历史上都是开荒得来，并没有土地成本。当然现有橡胶园存在转让交易，所以相

当于持有橡胶园有一定的机会成本。因此，精确的地租价格难以得到。我国的海南橡胶向海垦集团租用橡胶园，年租金约为 10 美元/亩。我们暂用这个地租水平来进行下面的分析。综合算下来 7 年的种植成本为 1067 美元/亩。

到了割胶期，由于正常橡胶树的割胶寿命为 35 至 40 年，我们采用 30 年为期限线性折旧摊销种植成本。天然橡胶的主要成分是聚异戊二烯，构成元素是碳氢氧，均由光合作用取得。在割胶期内一般不再需要额外投入农化物资。主要割胶成本就是人工成本，每名胶农可以收割 50 亩胶园，东南亚主产国的橡胶园单产一般在 90 至 100 公斤每亩每年，我国胶园要低一些，一般在 70 公斤左右，在此我们取 90 公斤进行计算。胶农的薪资水平，东南亚各国的收入水平存在不小差异，我们从各国政府公布的数据看，第一大产胶国泰国的农民平均收入约为 200 美元/月，而第二大产胶国印尼的农民平均日薪还不到 3 美元，在此我们取 200 美元每人每月进行计算。

割胶之后，还要将胶水加工成可以运输和销售的干胶，加工成本约每吨 150 美元。

图 9：天然橡胶生产成本分析



资料来源：信达证券研发中心

综合计算后得到每吨天然橡胶的完全生产成本为 1189 美元，其中折旧摊销种植成本属于沉没成本，这部分每吨 395 美元，地租部分每吨 111 美元，由于地租可能是持有胶园的机会成本，所以也可以归为固定成本。可变成本包括割胶人工薪酬每吨 533 美元和加工费 150 美元，合计每吨天然橡胶的可变成本为 683 美元。

我们再将割胶工资和地租作为变量，对天然橡胶的完全成本进行敏感性分析，见下表。由于割胶工资水平大概率落在每月 100 至 200 美元区间、地租在每年每亩 0 至 10 美元，所以大概率完全成本落在下表的绿色区间。2019 年天然橡胶的全年均价为每吨 1400 美元，下表的桔色区间内，种植橡胶会发生亏损。

图 10：天然橡胶生产全成本敏感性分析 (美元)

地租 美元/亩/月	工资 美元/人/月							
	100	150	200	250	300	350	400	
0	786	919	1053	1186	1319	1452	1586	
5	854	988	1121	1254	1388	1521	1654	
10	923	1056	1189	1323	1456	1589	1723	
15	991	1125	1258	1391	1525	1658	1791	
20	1060	1193	1327	1460	1593	1727	1860	
25	1128	1262	1395	1528	1662	1795	1928	
30	1197	1330	1463	1597	1730	1864	1997	

资料来源：信达证券研发中心

我们又将割胶工资和地租作为变量，对天然橡胶的可变成本进行敏感性分析，见下表。桔色区间内会出现现金流为负，即在每吨 1400 美元的胶价下，桔色区间的条件下，生产天然橡胶活动应该停止。

图 11: 天然橡胶生产可变成本敏感性分析 (亿美元)

地租 美元/亩/月	工资 美元/人/月						
	100	150	200	250	300	350	400
0	417	550	683	817	950	1083	1217
5	472	606	739	872	1006	1139	1272
10	528	661	794	928	1061	1194	1328
15	583	717	850	983	1117	1250	1383
20	639	772	906	1039	1172	1306	1439
25	694	828	961	1094	1228	1361	1494
30	750	883	1017	1150	1283	1417	1550

资料来源: 信达证券研发中心

由此可以看出，近四年中天然橡胶大部分时间徘徊在 1100 至 1500 美元的低迷区间，东南亚的几个主产国的胶农大部分时间尚可盈利，有时会陷入亏损，但不会亏现金流。所以理性决策，并不会放弃生产。

在近几年中，东南亚几国政府几次抱怨胶价低迷，声称要联合限产报价或者砍胶树换种其它经济作物。然而我们从数据发现 2016、2017、2018 三年大部分东南亚橡胶主产国的橡胶产量还是逐年上升的，并未出现保价减产和砍树。天然橡胶主产国的“OPEC”组织 ANRPC 比 OPEC 更难实现联合限产保价，有个不同点，石油减产依然是埋藏在地下的资源，而天然橡胶更类似于光伏，弃光的话不能储存，只能是净损失产量。而砍树的决策就更难了，7 年种植投入的成本沉没，换种其它作物仍要承担几年的价格风险，在割胶并不亏现金流的情况下还是要坚持。

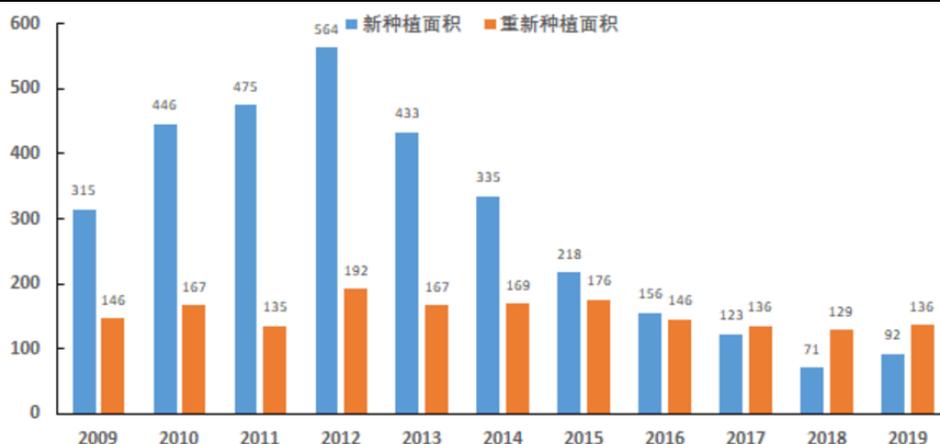
从成本角度，我们认为不会主动减产。

(2) 2021 年或是亚洲天然橡胶产能拐点

而从产能角度来看，服役到年限的橡胶树失去经济性，种植者可以选择重新种植新的橡胶树，近十年亚洲 9 国的总翻种面积小幅波动、基本稳定，但相比于增长中的开割面积，其比例在下降。近三年翻种面积占开割面积的 1.5% 左右。

除翻种外，还有新增种植面积，从下图可以看出在橡胶价格高位年份，种植积极性高，2012 年新种植面积 56 万公顷，为历史高点。随着橡胶价格的周期下行，新种植面积也逐年下滑，在近两年达到冰点，2018 年新种植面积仅有 7 万公顷，2019 年 9 万公顷。

图 12: 亚洲 9 国天然橡胶新种植面积及重新种植面积 (千公顷)



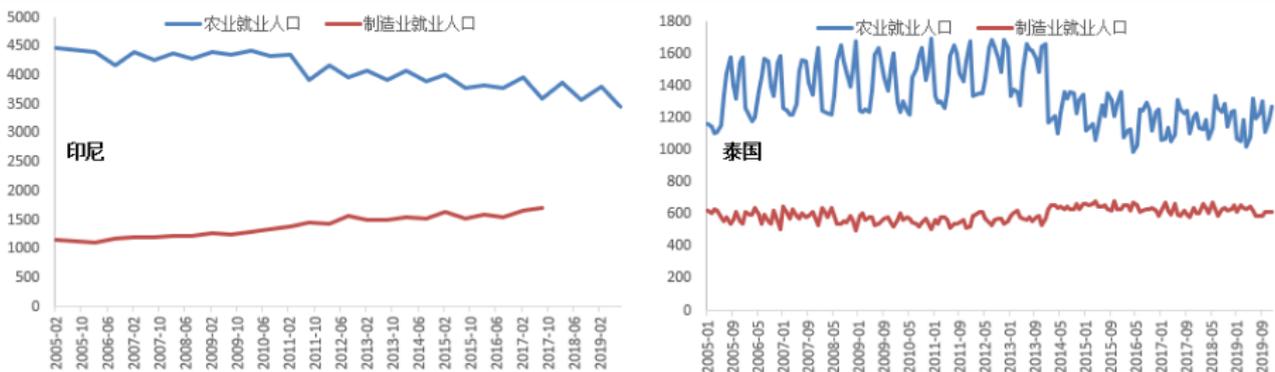
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

2019年亚洲9国的开割面积是928万公顷，7年的种植期意味着2020年至2026年的七年中2013年至2019年7年种植的胶树将陆续进入割胶期，这部分胶树总面积249万公顷。但并不能计算为未来七年中有近30%的产能等待释放，因为在目前的928万公顷产能中可能存在一部分被抛荒。

我们分析其原因并不是上面讨论的有计划地减产或者转产其它作物，而是第二产业的虹吸效应。

随着东南亚各国经济的发展，尤其是近两年中美贸易战背景下，东南亚国家制造业快速发展，加速吸收劳动力。农业人口在持续减少，制造业人口在持续增加。我们计算出2017、2018、2019三年中，亚洲9国的橡胶开割面积中每年减少近50万公顷（不是净减少），这里面可能存在翻种不足造成的减少（即翻种面积少于需要翻种面积），也可能包含一部分尚可以割胶的产能面积，胶农由于被制造业吸收而抛荒。这部分开割面积的减少，并非是转其它作物，因为这部分面积在各国的总种植面积中并未计提掉，应该属于可恢复产能。

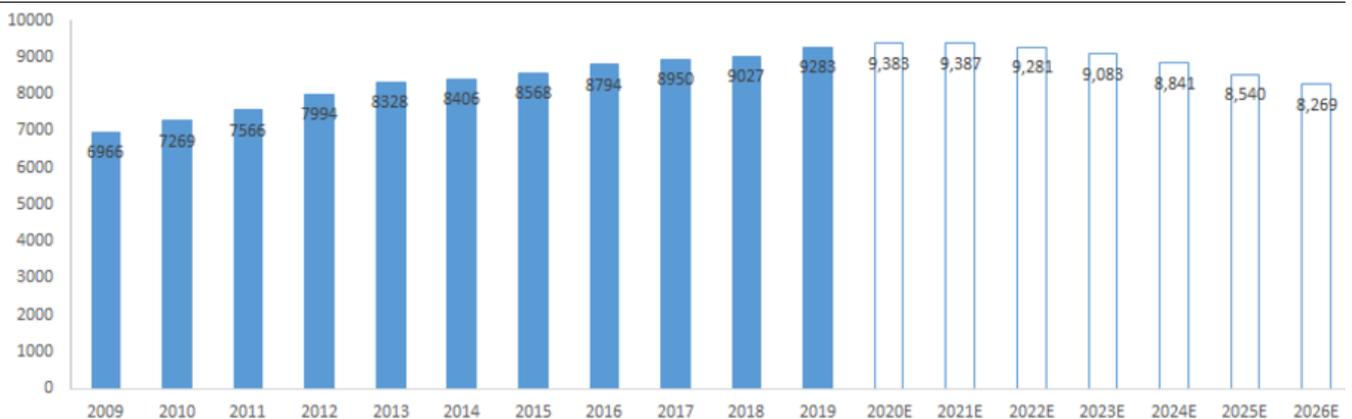
图 13: 印尼、泰国农业和制造业就业人口（万人）



资料来源：万得，信达证券研发中心

在未来七年中，可以新增的开割面积是已知的，我们假设减少的数量为每年50万公顷，那么如下图，开割面积将在2021年见顶，之后小幅下滑，产能呈减少，2026年相比高点大约减少10%。当然，也可能由于胶价上涨，割胶收入提高而重新吸引劳动力将抛荒产能恢复，因为总种植面积并没有减少。

图 14: 亚洲9国橡胶未来开割面积预测（千公顷）



资料来源：万得，信达证券研发中心

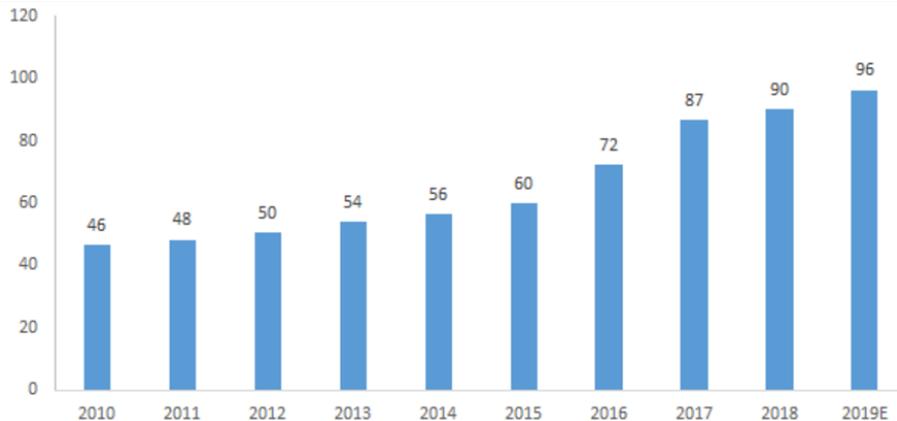
（3）新的低成本产能准备接棒

天然橡胶的种植和生产没有技术和资本壁垒，成本中最主要的组成部分是土地和人力。这两个要素的价格会随着经济水平的发展而逐渐提高。传统产胶泰国等国天然橡胶种植的成本抬升，在价格低位时降低种植意愿，但会有其它更低成本国家和地区愿意接过天然橡胶种植生产的接力棒。

在东南亚国家中，缅甸的经济发展水平要明显弱于泰国、马来西亚、印尼等国家，2017年6月至2018年6月，缅甸共采割了24.2万吨天然橡胶，来自于约31万公顷橡胶树。缅甸还有35万公顷的橡胶林未进入开割期。6年内缅甸天然橡胶年产量可能超过50万吨。缅甸适宜种植天然橡胶的面积约100万公顷。2018年底缅甸也加入了ANRPC组织，是成长速度最快的种植国。

同纬度适宜种植天然橡胶的地区还包括非洲，同样是更低成本的生产地区。非洲2019年预计将生产96万吨天然橡胶，产出量7年时间翻了一番。科特迪瓦的天然橡胶产量约占非洲的60%。近年来，因可可利润缺乏稳定性，科特迪瓦越来越多的农户转向收入更加稳定的橡胶产业，增加橡胶园种植以提升收益。因此2014年后，科特迪瓦橡胶产量出现井喷式增长。2019年初科特迪瓦天然橡胶协会表示5年内该国产量将会超过百万吨。

图 15: 非洲天然橡胶产量(万吨)

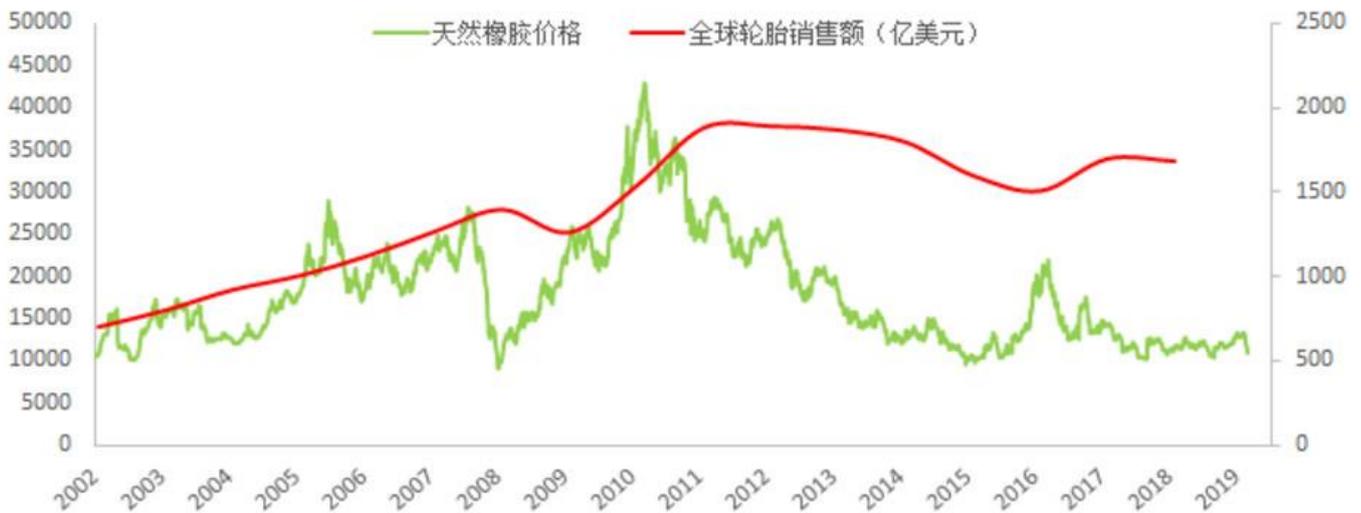


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

我们认为，未来的几年，全球经济形势仍很具挑战，目前也并无端倪出现2000至2007年中国这样大型经济体的快速发展，加上共享经济趋势下对乘用车轮胎需求的负面影响。因此天然橡胶的需求将维持低速增长、甚至总量不增长。而在供应方面，需求停滞的信号也带来新增种植意愿的降低，但由于前期种植的惯性，全球主产区东南亚传统产胶国的供应能力还将增长2年，在2022年可能见顶，之后可能有小幅下滑。但是一些经济更欠发达的国家和地区将接过接力棒，例如缅甸和一些非洲国家目前的天然橡胶供应能力在显而易见的快速增长。综合来看，未来几年天然橡胶价格仍大概率在1100至1500美元/吨的低位徘徊。归根结底，天然橡胶的供应能力不是类似矿产资源的硬约束，适宜种植地区的潜力尚大，作为一种没有门槛的农产品，其价格常态就不可能维持高利润率，除非出现超过种植速度的突发快速增长的需求，天然橡胶价格不会出现向上的大幅波动。

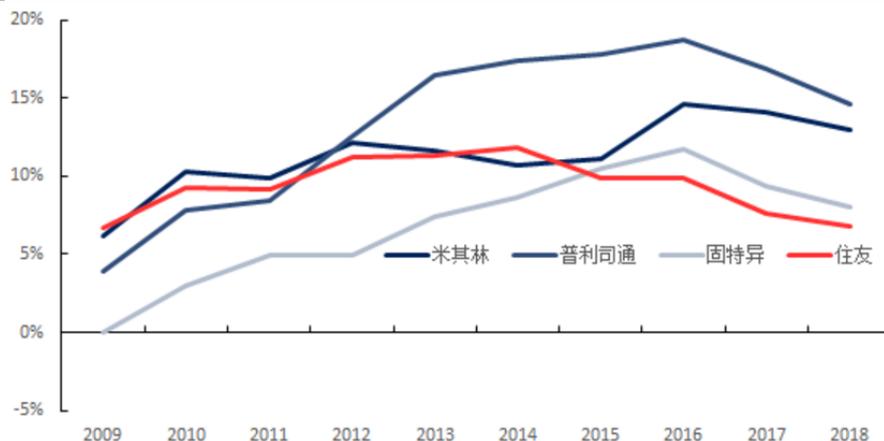
六、天然橡胶价格与轮胎企业盈利关系

通过将过去20年的天然橡胶价格与全球轮胎销售额的对比，我们认为，由于在天然橡胶的供需关系中，供给变化的速度更慢、弹性更小，因此天然橡胶的价格上涨主要来自需求端。2002年至2011年间，全球轮胎销售额从706亿美元增长至1883亿美元，年复合增速达到12%。这也使得天然橡胶价格从2002年初的6605元/吨上涨至2011年初的近43000元/吨，期间涨幅达到551%。除2008年受全球金融危机影响，2009年轮胎销售额下降，大宗商品价格普跌的影响，天然橡胶曾阶段性下跌，整体2002至2011年的10年间，在全球轮胎需求快速增长的推动下，天然橡胶经历了一个10年的牛市。

图 16: 天然橡胶价格与全球轮胎销售额 (元/吨, 亿美元)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

由于天然橡胶价格上涨的主因来自于需求的增长, 因此我们认为需求带动的天然橡胶价格上涨实际上虽然增加了轮胎企业的生产成本, 但轮胎企业可以通过产品涨价转移涨价压力, 而且需求旺盛还可能提高营业利润率。从 2009-2011 年的国际轮胎企业的营业利润率来看, 整体呈现上升趋势。除此以外, 天然橡胶价格小幅缓慢下跌可以在一段时间内利于企业营业利润率提升, 因为消费端的价格变化滞后于橡胶价格变化。

图 17: 国际龙头轮胎企业营业利润率 (%)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

但是需要注意的是, 对于天然橡胶价格快速上涨 (对应 2016 年底) 和快速下跌 (对应 2008-2009 年), 企业的盈利将会受到明显影响。价格快速上涨, 由于不是来自于需求端的直接变化, 而消费端价格无法快速变化, 导致企业在 2017 年营业利润率普遍下降。而价格快速下跌, 也并不来自于供给端的快速放量, 而是来自于宏观经济危机带来的需求端明显萎缩, 这也导致 2009 年是所有轮胎企业营业利润率最差的一年。

整体而言, 我们认为, 橡胶价格与轮胎企业经营业绩之间的关系不是前者驱动后者, 而是后者驱动前者。对于稳定、成熟的轮胎企业而言, 需求端提升, 盈利能力提升, 此时也带动了天然橡胶价格上涨, 橡胶价格上涨的负面影响不能抵消轮胎需求提升的红利, 所以这个时期轮胎企业盈利是上升期。

而天然橡胶价格缓慢下行可能是轮胎需求增长疲弱的风向标, 虽然原料成本降低对轮胎企业业绩是利好, 但往往抵不过轮胎需求端的利空, 短期提高轮胎企业的盈利能力, 总体看这样的时期对轮胎企业的盈利能力可能是下降趋势。

另一方面，值得注意的是，国际领先轮胎企业的盈利能力变化趋势与国内轮胎企业是不同的。

由于国内轮胎产能过剩，叠加出口逐渐受到高贸易壁垒的影响，导致国内市场相对封闭，国内轮胎企业的盈利能力受到产能过剩的影响要大于受橡胶价格的影响。或者说，对于国内轮胎企业，产能过剩是“雪”，橡胶价格波动是“霜”，雪上加霜的境遇从2015年开启了行业自发（非政府主导）去产能的进程。

我们选取2002年以来就有公开业绩的三家轮胎上市企业来看，国内的轮胎企业在2008年金融危机和2016年天然橡胶价格极速上涨时均受影响明显。但与国际企业不同的是，在2011年以来的天然橡胶价格下行周期内，贵州轮胎、青岛双星、风神轮胎整体盈利能力并没有受益，反而由于国内产能过剩影响持续处于低位。同样的，在2002-2011天然橡胶价格受需求提升影响上涨的过程中，国内轮胎企业由于缺乏品牌，提价能力有限。

图 18：国内轮胎企业营业利润率（%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

到了2017、2018、2019年，国内轮胎行业产能过剩导致业绩承压引发去产能趋势未变，但是赛轮轮胎、玲珑轮胎却盈利能力逆势提升，原因是它们通过海外布局产能，突破了国内产能过剩的困境。

风险因素

1、极端气候条件影响 2、大宗商品价格大幅波动的风险

研究团队简介

信达证券化工研究团队（张燕生）曾获 2019 第二届中国证券分析师金翼奖基础化工行业第二名。

张燕生，清华大学化工系高分子材料学士，北京大学金融学硕士，中国化工集团 7 年管理工作经验。2015 年 3 月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

洪英东，清华大学自动化系学士，清华大学过程控制工程研究所工学博士，2018 年 4 月加入信达证券研究开发中心，从事石油化工、基础化工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	顾时佳	18618460223	gushijia@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。