

| 证券研究报告 |
天然橡胶专题报告二
十问胶市

2024.08.07

分析师：姚雪梅

执业证书编号：S0740522080005

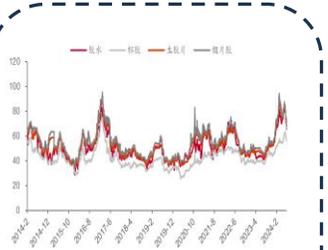
分析师：王佳博

执业证书编号：S0740523010002

分析师：严瑾

执业证书编号：S0740523010001

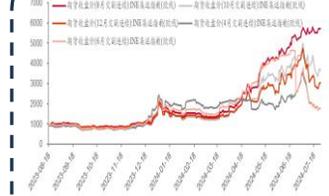
摘要



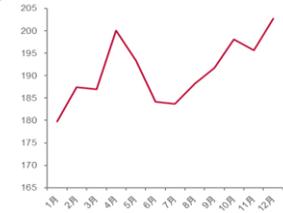
Q1: 泰国市场近况如何?
答: 胶水价格季节性回落, 加工厂利润恢复; 人工工资延续上涨。

地区/事件	日期	主要内容
Woodward	2024年7月8日	中产国家在年中发布对中国的关税政策, 影响橡胶需求
Woodward		美国通胀数据超预期, 影响美联储加息预期
Argus	2024年7月21日	发布全球天然橡胶价格指数
欧洲央行	2024年7月25日	ETRNA 已启动对欧元区国家实施碳关税, 影响下游需求
欧洲央行	2024年7月25日	ETRNA 已启动对欧元区国家实施碳关税, 影响下游需求
欧洲央行	2024年7月25日	ETRNA 已启动对欧元区国家实施碳关税, 影响下游需求

Q2: EUDR近况如何?
答: 各国延期执行诉求强烈, 采购降温。



Q3: 下游需求如何?
答: 季节性去库延续, 半、全钢需求冰火两重天; 欧线能否如期在Q3见顶是重要变量。



Q4: 季节性有何提示?
答: 无论牛熊, 8月皆具有拐点意义; 2024年可类比2002年。



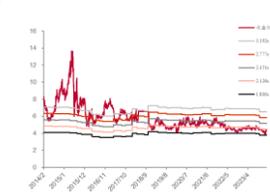
Q5: 期货市场有何提示?
答: 期限维持看涨预期; 短期资金与价格背离。



Q6: 合成橡胶变化?
答: 原料库存偏紧, 天胶与合成胶价差为负表现或将延续。



Q7: 海南橡胶新旧周期差异?
答: 自产胶产能20万吨, 加工+贸易贡献利润弹性。



Q8: 如何评估海胶估值?
答: 橡胶资产构筑市值底, 安全边际高。



Q9: 股期联动性?
答: 股价过度透支悲观预期, 显著低估。维持“买入”评级。



Q10: 如何选择产业链标的?
答: 产能扩张+估值底, 不惧橡胶价格上涨。建议关注。

- 主产区增产超预期;
- 下游需求不及预期;
- 报告中使用的数据假设存在不合理的风险;
- 第三方数据失真的风险;
- 历史规律失效的风险。
- 研报中使用的数据及信息更新不及时等风险;

结论: 依然看好天然橡胶价格重心上移

目录

CONTENTS

1

行业端：

- Q1：泰国市场的最新变化
- Q2：EUDR的最新变化
- Q3：下游需求的变化与趋势
- Q4：生产高峰期在牛熊市中的不同表现
- Q5：期货市场有哪些提示
- Q6：合成橡胶市场的最新变化

2

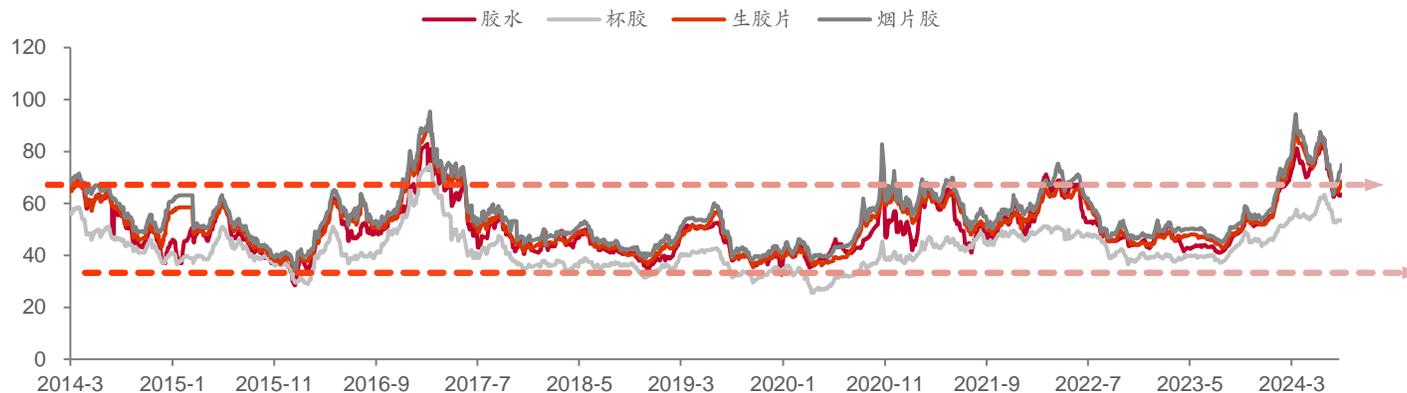
公司端：

- Q7：海南橡胶新旧周期的差异
- Q8：如何评估海南橡胶的估值
- Q9：股期市场的联动性
- Q10：橡胶市场还有哪些投资标的

(一) 泰国近况：胶水价格——突破10年区间后的回踩

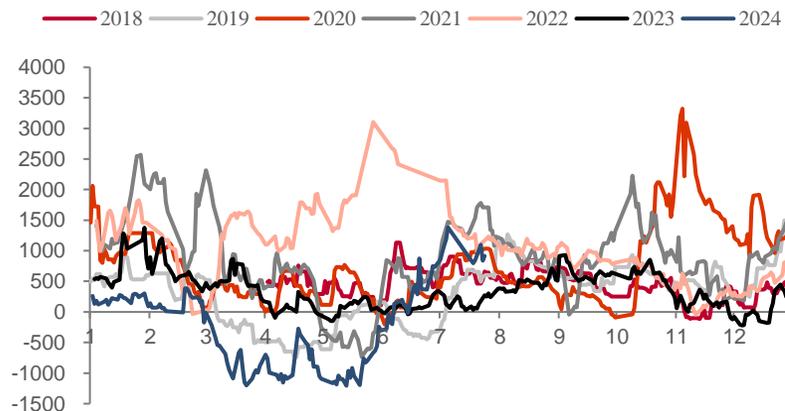
- 泰国胶水价格是行业景气度的风向标，它正处于10年的高位区间，季节性调整测试区间上沿支撑的有效性。
- 二季度胶水涨幅较快，产地加工厂陷入深度亏损，采购意愿大幅减弱，叠加季节性供给环增，胶水价格出现回落。
- 我们判断加工利润恢复是支撑胶水最重要变量之一，产地加工厂入场采购显著增加胶水需求，而持续性则取决于未来贸易商预期、轮胎企业需求。

图1：泰国天然橡胶价格（泰铢/公斤）



数据来源：wind、中泰证券研究所

图2：泰国天然乳胶理论生产利润（元/吨）



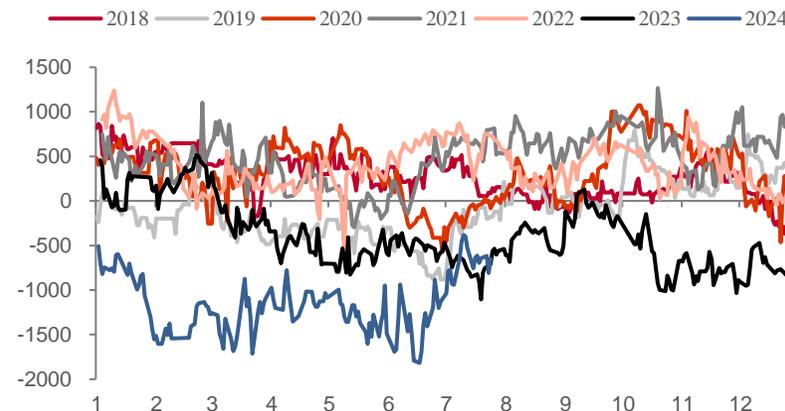
数据来源：上海钢联、中泰证券研究所

图3：泰国RSS3理论生产利润（元/吨）



数据来源：上海钢联、中泰证券研究所

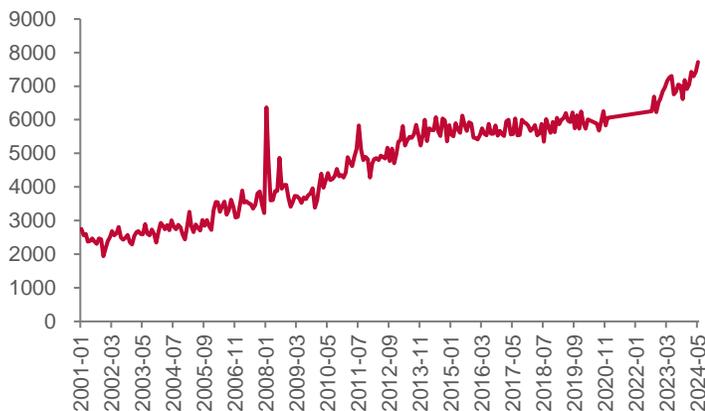
图4：泰国STR20理论生产利润（元/吨）



数据来源：上海钢联、中泰证券研究所

(一) 泰国近况：人工工资延续上涨

图5：泰国：就业人口平均工资：农业（泰铢/月）



数据来源：Wind、中泰证券研究所

- 人力成本持续上涨是橡胶牛市的两大核心因素之一，进入2024年后，泰国农业工资延续强势，较（2001-2021）20年均值已上涨近70%。
- 其它经济作物如榴莲、棕榈的长期强势让橡胶收益暗淡无光，“逐利”的土地、人力等生产资料流出胶市。体现在连年的砍树与胶工难寻。
- 泰国政府于2019制定了在2036年前将泰国橡胶种植面积减少21%的目标，截止2023年底，泰国橡胶种植面积约为386万公顷，距离2016年的415万公顷峰值已减少约6.9%。自2015年起，中国进口泰国橡胶木数量上升至新台阶。2023年中国进口泰国橡胶木再次超过400万立方米。近两年橡胶木进口量折合砍伐面积8-10万公顷，而翻种+新种面积仅在万公顷左右，难以逆转种植面积减少态势。

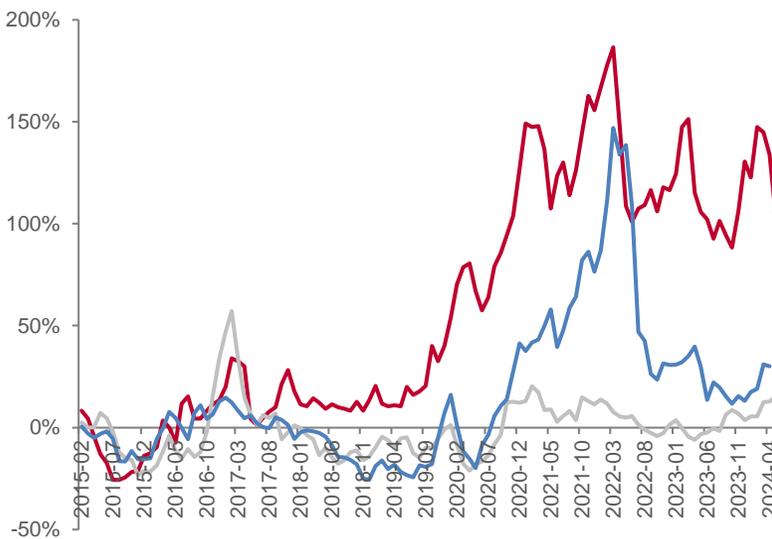
图表6：橡胶与其他经济作物对比

作物	橡胶	棕榈	榴莲
成熟年限	5-7年	5-6年	4-5年
经济寿命	25-30年	约30年	超过50年

数据来源：粮农组织、GAR官网、搜狐网、iFresh亚果会、和讯网、中泰证券研究所

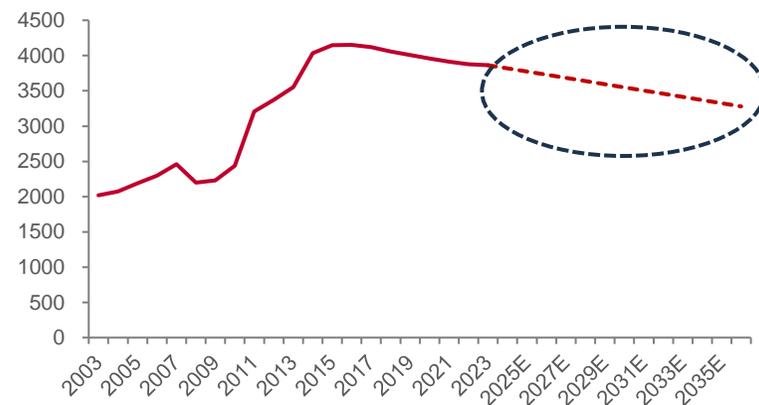
2015年至今，价格相对涨跌幅

— 榴莲相对涨跌幅 — 橡胶相对涨跌幅 — 棕榈油相对涨跌幅



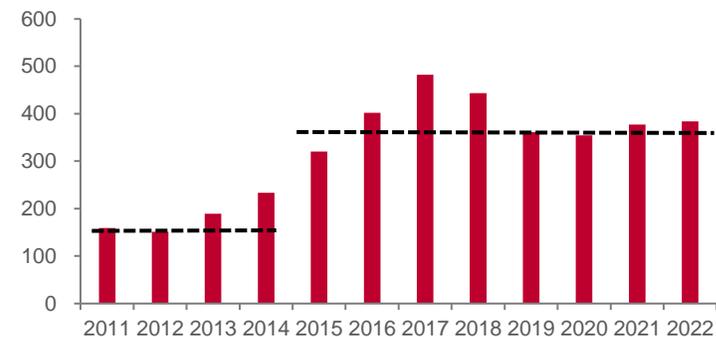
数据来源：Wind、海关总署、中泰证券研究所

图7：泰国天然橡胶种植面积（千公顷）



数据来源：Wind、中泰证券研究所

图8：中国进口泰国橡胶木情况（万立方米）



数据来源：木材节约发展中心、中泰证券研究所

(二) EUDR近况：反对之声不绝

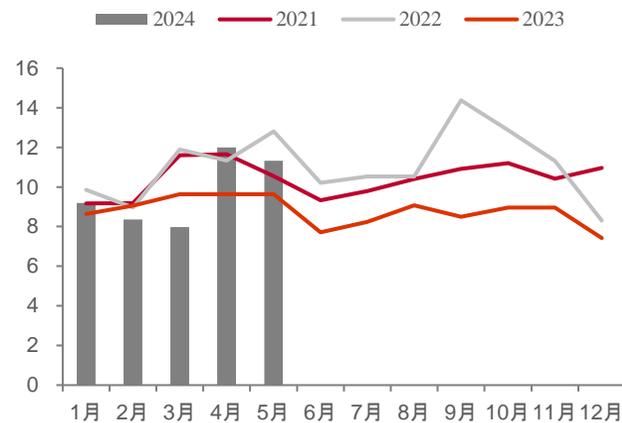
图表9：各国或组织对EUDR态度

报道媒体/组织	报道时间	主要内容摘要
欧盟官网	2024年7月18日	冯德莱恩：我们还需要倾听并更好地回应受欧洲立法影响的伙伴的关切，特别是那些与欧洲绿色协议有关的关切。我们需要更系统地评估我们的法律对非欧盟国家的影响，我们需要提供更有针对性的支持，帮助它们适应这些法律并从中受益。
woodcentral	2024年7月9日	出于“安全考虑”中国宣布反对欧洲“零毁林EUDR”政策，拒绝向欧盟申报木材及木制品的具体位置数据。
woodcentral		美国商务部、农业部部长和贸易代表表达EUDR对美国木材、纸张和纸浆的生产商构成严峻挑战 民主党、共和党、无党派人士联合书信贸易代表对地理位置地图表达担忧
Argus	2024年6月21日	美国白宫敦促欧盟推迟EUDR实行
欧洲轮胎和橡胶制造商协会	2024年5月22日	5月17日，ETRMA与EUDR范围内的其他代表联合致信欧盟，表示EUDR系统尚未达到正常运转的供应链要求
雅加达邮报	2024年4月25日	EUDR损害印尼包括棕榈油在内的农业和林业商品
欧洲轮胎和橡胶制造商协会	2024年3月28日	ETRMA已向欧盟委员会和成员国签署了一封跨商品信函，要求紧急澄清并为实施EUDR提供可行的解决方案。
环球网	2024年3月25日	以奥地利为首的部分欧盟国家呼吁紧急修订EUDR，称该法案可能会损害欧洲农民利益。

数据来源：欧盟官网、WOODCENTRAL、欧洲轮胎和橡胶制造商协会、ARGUS, 雅加达邮报、环球网、中泰证券研究所

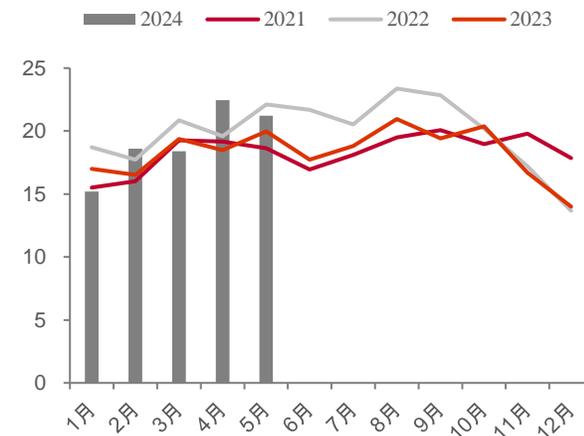
- 由于EUDR溯源认证难度大，EUDR系统尚未达到正常运转的程度，各国和EUDR所涉及的各相关行业组织纷纷提出希望EUDR延期执行的诉求。美国政府于2024年6月21日敦促欧盟推迟执行EUDR，为各持推迟意见方中话语权最大方。
- 欧盟委员会主席冯德莱恩暗示或对绿色法案做出修正，较大概率是响应各国对EUDR诉求。欧盟4月进口天然橡胶、轮胎维持季节性水平。
- 泰国橡胶管理局建立数字系统Thai Rubber Trade (TRT)，在该系统进行橡胶溯源交易，目前该系统网站无法访问。由于EUDR胶价与非EUDR胶价价差较大，泰国工厂生产EUDR橡胶意愿较高。贸易商反馈中国也开始采购EUDR橡胶。
- EUDR是价格起伏的助燃器，也是价格重心的“增高垫”，我们预计EUDR或有修正但执行确定性高，依旧是2024H2-2025H1的核心交易变量。

图10：欧盟进口天胶数量（万吨）



数据来源：欧盟统计局、中泰证券研究所

图11：欧盟进口轮胎量（万吨）

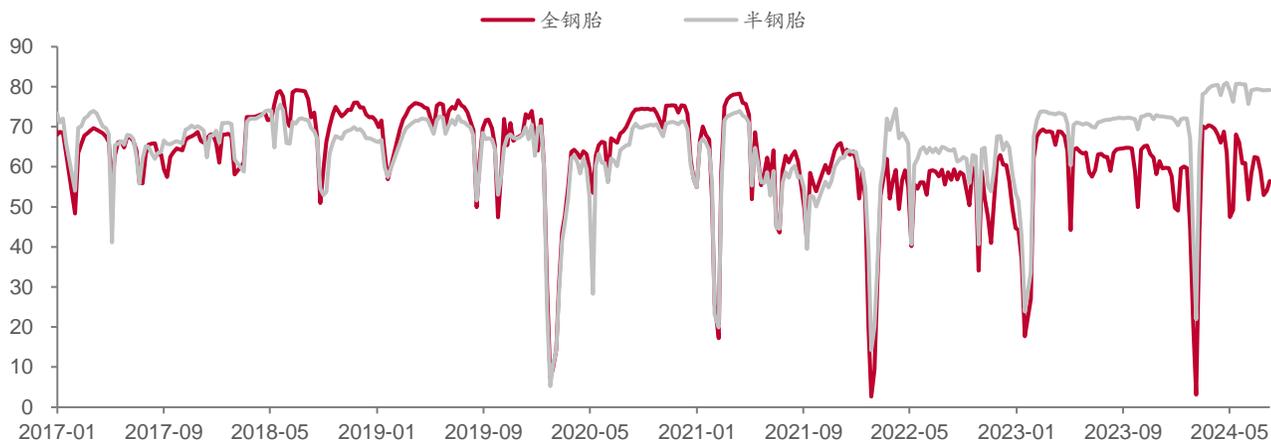


数据来源：欧盟统计局、中泰证券研究所

(三) 下游需求：季节性去库延续、半、全冰火两重天

- 国内天然橡胶处于季节性去库阶段，社会总库存处于近5年较低水平。截至2024年7月26日，中国天然橡胶社会库存121.38万吨，同比下降23.6%。青岛地区天胶保税和一般贸易合计库存量47.44万吨，同比下降48.4%。
- **半钢胎：海外订单饱满，新能源汽车竞争力提升推动半钢胎需求。**2024年上半年产能利用率维持80%高位。**全钢胎：物流启动缓慢和基建开工不足导致市场相对疲软。**2024年上半年多家全钢胎企业维持控产状态，产能利用率维持60%左右，低位运行。
- 7月以来，北京上海接连刺激汽车消费政策：北京市交通委员会宣布7月21日定向增发2万个新能源小客车指标给无车家庭，旨在解决出行难题并推动绿色出行；《上海市加快汽车更新消费行动方案(2024-2027年)》的通知，支持金融机构在风险可控的前提下，适当放宽汽车消费信贷申请条件，降低汽车贷款首付比例。
- 7月31日，国家发展改革委联合财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》，明确要求提高汽车报废更新补贴标准，其中补贴标准额度上限调高至2万元。
- 国内天然橡胶库存是我们确认全球橡胶需求的核心变量，其背后是半钢旺盛需求的延续性以及全钢低迷的边际改善，更深层次是欧美经济的韧性以及中国地产投资的修复。

图 12：全钢胎、半钢胎开工率 (%)



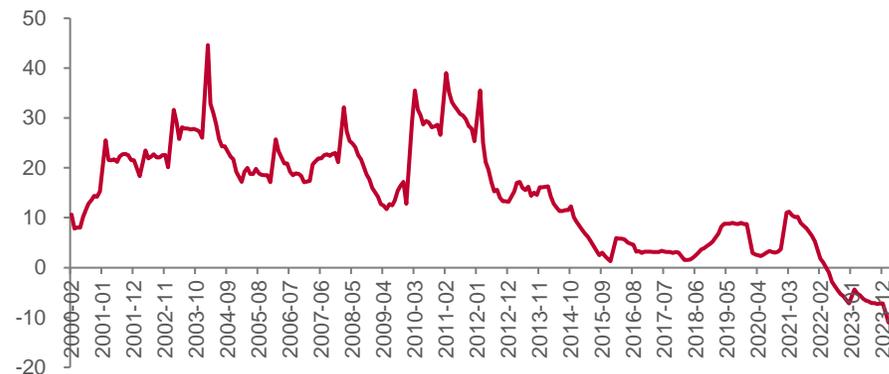
数据来源：wind、中泰证券研究所

图13：中国天然橡胶社会库存（万吨）



数据来源：上海钢联、中泰证券研究所

图14：中国房屋施工面积 累计同比 (%)

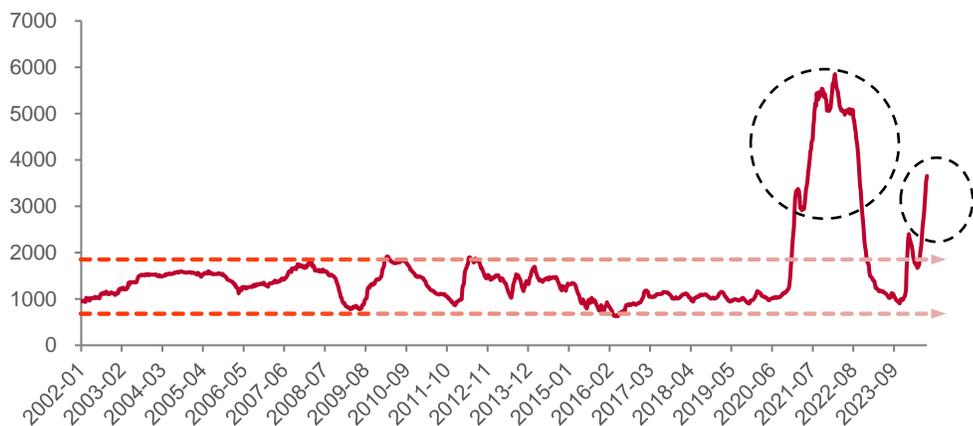


数据来源：wind、中泰证券研究所

(三) 下游需求：红海危机为出口带来挑战

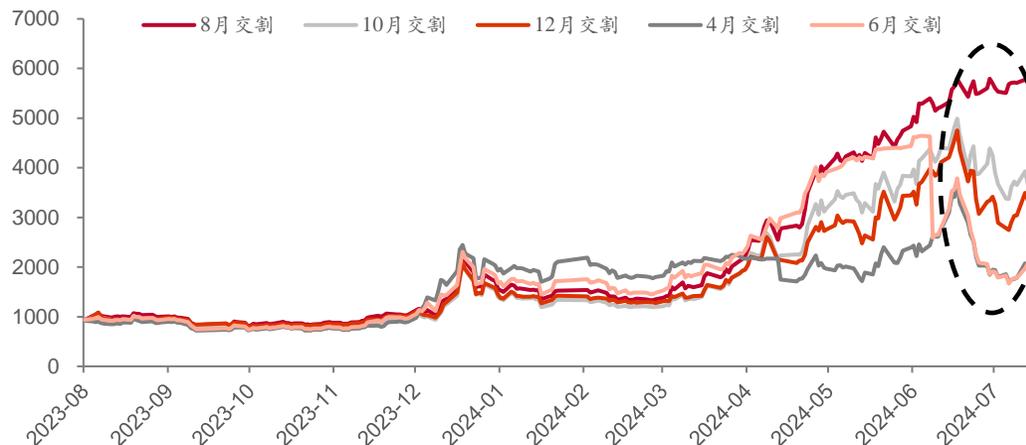
- 以中国出口集装箱运价指数:欧洲航线为例, 国际海运费在2002年至2021年之间始终维持在1000-2000点区间波动。
- 2022年因俄乌冲突导致供应链中断, 国际海运费大幅飙升, 叠加上海封城, 国内轮胎库存出现显著累库, 直至年末海运价格跌至正常区间后, 国内轮胎库存才重新回落, 橡胶价格受下游回暖呈现止跌回升表现。
- 受到红海危机影响, 2024年以来国际海运费再次出现大幅上涨, 欧线运价再次突破20年的波动区间, 运费飙升迫使欧洲轮胎进口商选择延迟交付方式来规避运费上涨, 国内(也包括其它生产集散地)轮胎库存再次出现累库, 橡胶价格应声下跌。
- 从期货市场的期限结构看, 市场预期红海危机将在今年三季度末前后解除, 欧线价格预计大幅下挫, 这对近几个月被抑制的欧洲需求将是极大缓解, 欧洲订单集中发货有望显著降低轮胎企业库存, 胶价或重现2022年末止跌回升的表现。

图16: 中国出口集装箱运价指数:欧洲航线



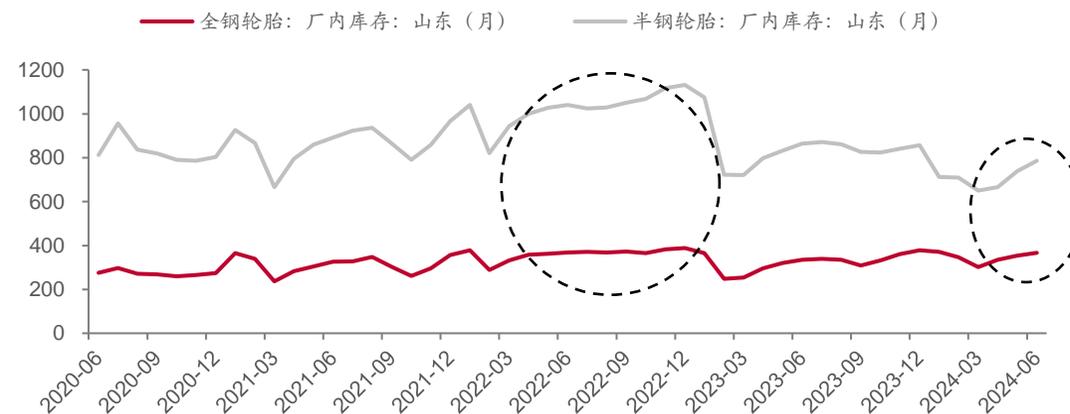
数据来源: wind、中泰证券研究所

图15: 期货收盘价:INE集运指数(欧线)



数据来源: Wind、中泰证券研究所

图17: 山东轮胎库存(万条)



数据来源: 上海钢联、中泰证券研究所

(四) 生产高峰期价格表现：牛熊的差异

- 天然橡胶供给存在明显的季节性规律，主要取决于橡胶树的开割及停割周期。根据种植区域纬度不同，天然橡胶的割胶时点有所差异，产量在一年中也有季节性的波动——3-4月是新胶开割，6-11月为橡胶产量持续上量期，12月至次年3月各地陆续停割，供给减量。
- **复盘上轮周期**，（1）在牛市阶段（2001-2011年，剔除2008年），天然橡胶仍会受到季节性供需弱影响，价格回调集中在二季度，拐点出现在7-8月份；（2）熊市阶段（2012-2022年），二季度的弱势被放大，也是贡献全年跌幅的主要时段，拐点出现在8-9月份。（3）无论牛熊，下半年胶价都存在上涨的特征，这与季节性的供减需增有关。
- 从本轮牛市的节奏判断，2024年可以类比为2002年，两者皆为牛市的第二年，需求对价格存在习惯性“抵触”，供给的下降还处于初级阶段。
- 结合《天然橡胶分析框架及热点讨论》提到“生产高峰是检验牛市成色的关键”，8月份将探明价格的季节性底部，红海事件、美国大选、美联储降息等宏观的多空因素仅是扰动。

图19-21：海外天然橡胶现货价格（美分/公斤）

图18：ANRPC主产国产量（月度，千吨）

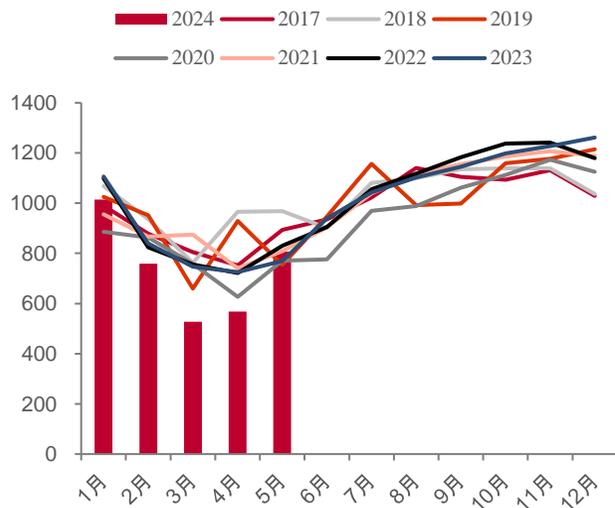


图19：牛市周期（2001年-2011年，剔除2008年）



图20：熊市周期（2012-2022年）

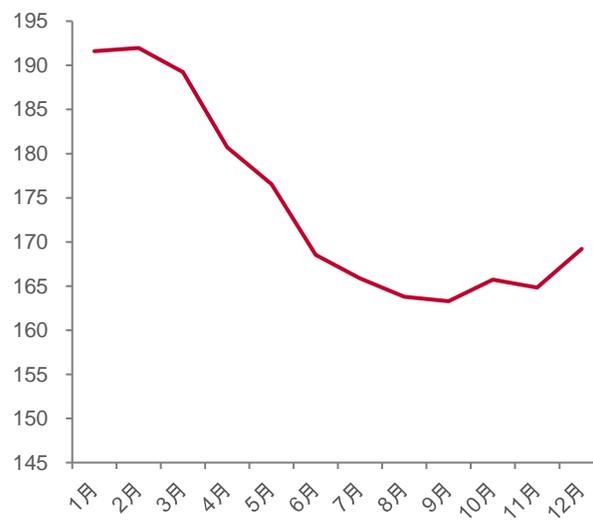
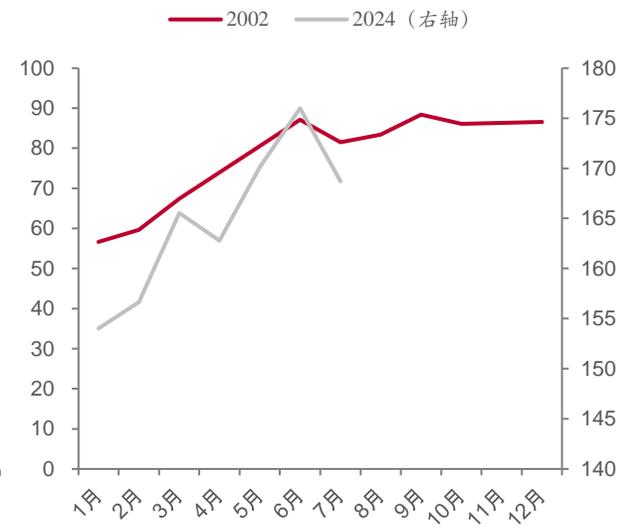
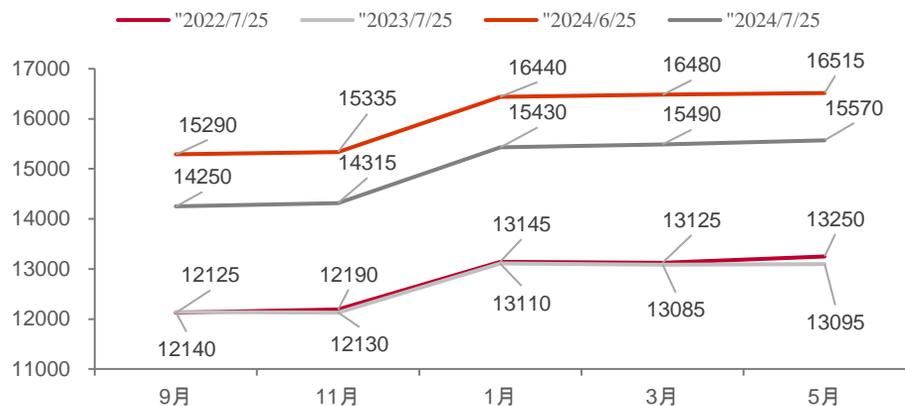


图21：2002年 VS 2024年价格表现



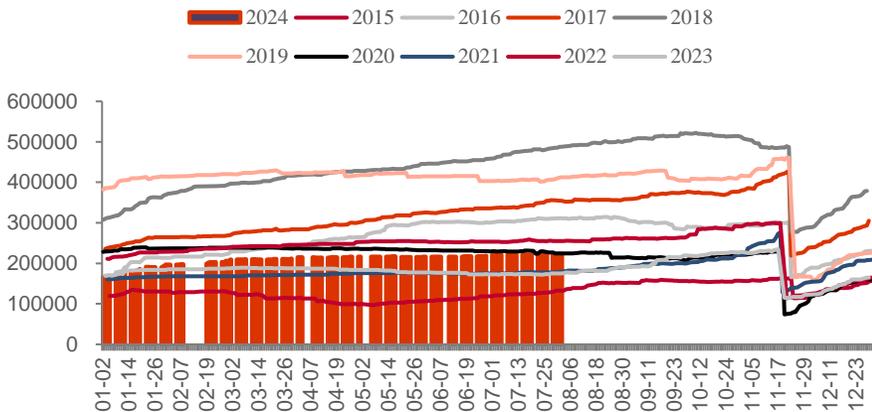
(五) 期货市场：期限维持看涨预期

图22：上期所RU期限结构—季节性调整并未改变远期的乐观（元/吨）



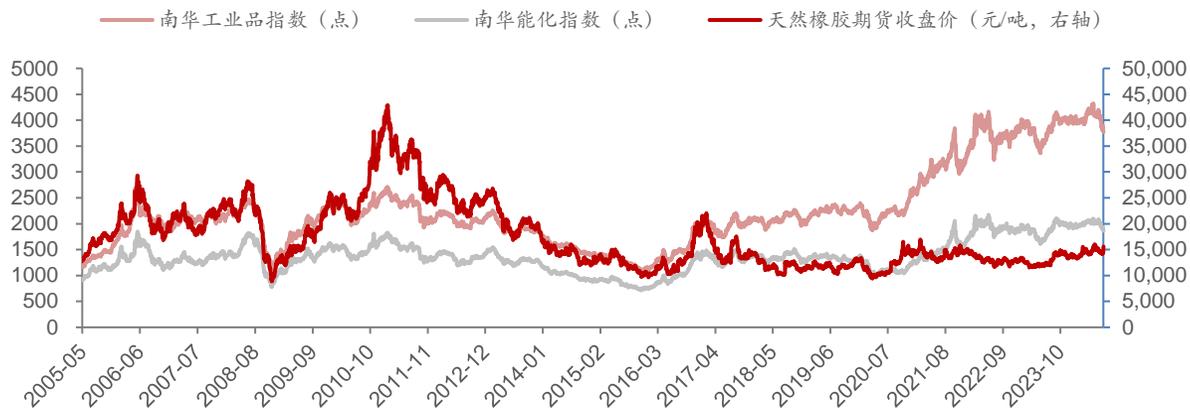
数据来源：wind、中泰证券研究所

图24：上期所RU仓单(吨)——处于近10年中位数水平，需要低价或仓单后移解决短期压力



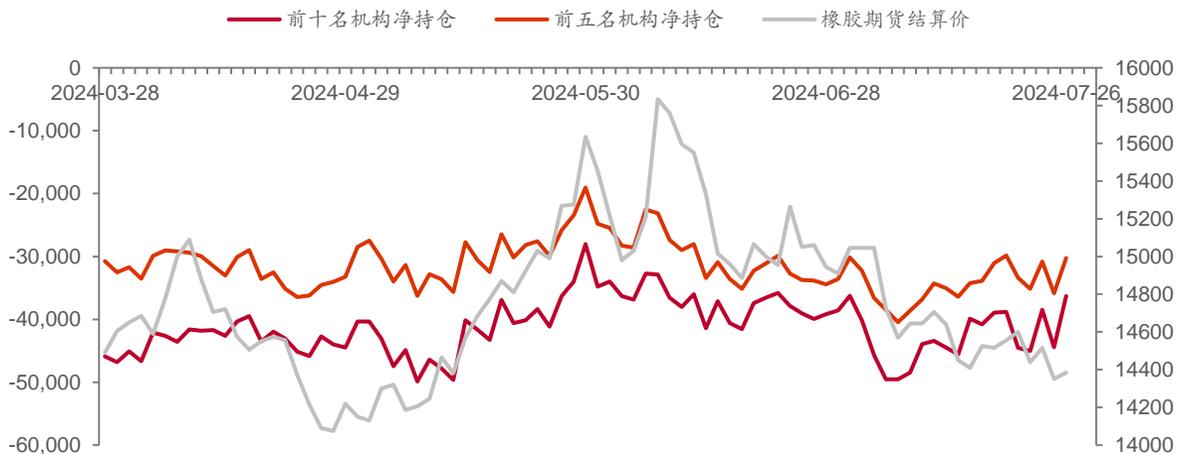
数据来源：wind、中泰证券研究所

图23：今年以来，天然橡胶价格跑赢南华工业和能化指数



数据来源：wind、中泰证券研究所

图25：前五、前十大机构净持仓VS橡胶期货价格(元/吨, 手)——短期背离



数据来源：wind、中泰证券研究所

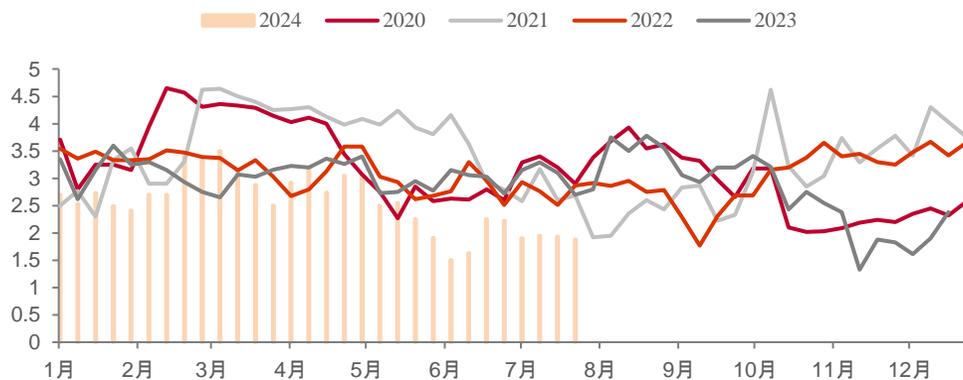
(六) 合成橡胶：原料库存处于历史低位

图26：天胶与合成橡胶价差（元/吨）



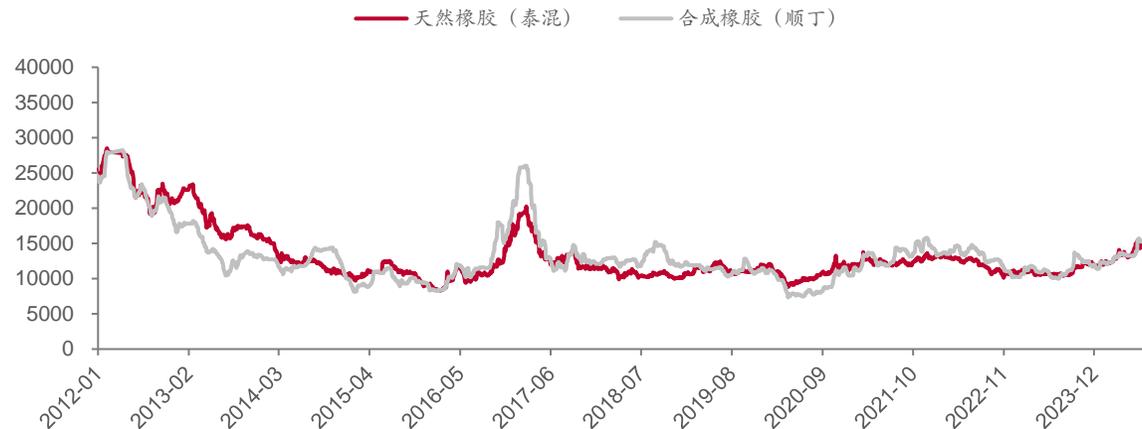
数据来源：wind、中泰证券研究所

图28：丁二烯港口库存（万吨）：丁二烯港口库存处近五年低位



数据来源：上海钢联、中泰证券研究所

图27：天胶与合成橡胶价格（元/吨）：二者长期走势趋同



数据来源：wind、中泰证券研究所

图29：顺丁橡胶与丁二烯价差（元/吨）：受丁二烯供给偏紧影响，目前顺丁橡胶加工利润较薄，开工意愿不高

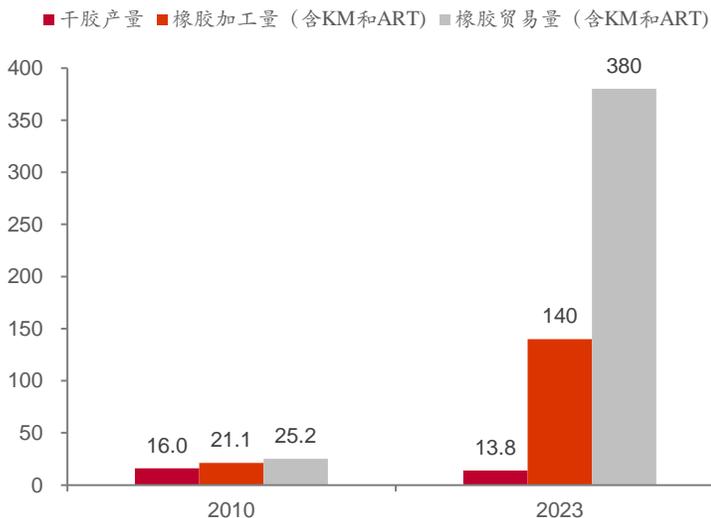


数据来源：wind、中泰证券研究所

(七) 海南橡胶：新旧周期的差异

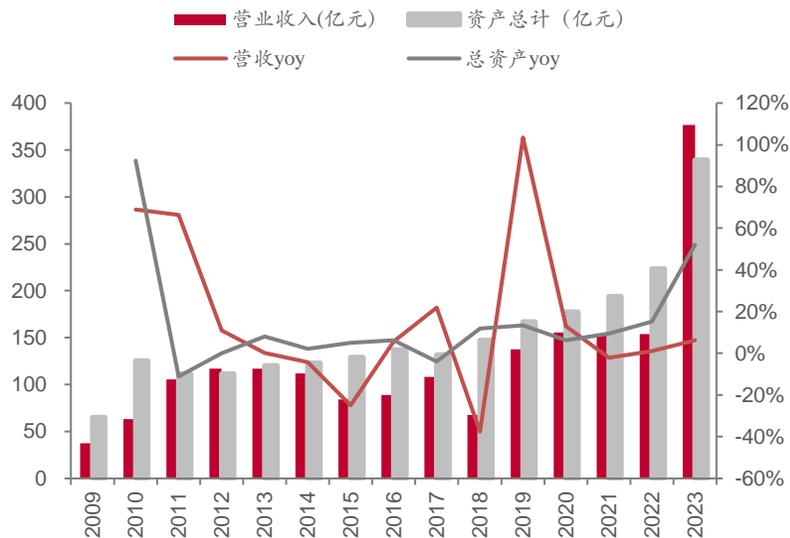
- 通过近10年的兼并整合，海南橡胶已跃升为是全球最大的天然橡胶种植、加工、贸易企业。行业下行期间，通过并购R1、合盛农业以及托管KM和ART等举措积极向下游产业链延伸，纵深在全球产业链的布局 and 影响力。
- 种植端：受长期低价等因素制约，自2010年以来，公司自产干胶产量逐步下滑，从2010年的15.95万吨下滑至2022年的11.6万吨，2023年合盛农业的并入，推动公司产量和海外产能提升，23年自产干胶产量13.95万吨，产能提至20万吨以上。
- 加工端：加工量由之前的20万吨+提升至约140万吨；
- 贸易端：贸易体量由之前的20万吨+提升至300万吨+。尽管价格低迷，但受益于加工和贸易体量的大幅提升，公司收入和资产规模均大幅提升。

图30：2010vs2023年公司橡胶产量、加工、贸易量对比（万吨）



数据来源：公司公告、中泰证券研究所

图31：2009-2023年海南橡胶营收及资产规模变化



数据来源：wind、中泰证券研究所

图32：2021-2023年公司橡胶产品销量及单吨毛利

万吨	2021	2022	2023
贸易	140	238	308
加工	21	110	70
种植	10.1	10.9	13.9
单吨毛利 (元/吨)			
贸易	198	101	218
加工	279	21	437
种植	-1,931	-3,024	-3,026

数据来源：wind、公司公告、中泰证券研究所

注：由于公司未披露KM和ART近期加工和贸易量数据，我们根据KM历史产能（72万吨），预估其加工和贸易量

(八) 海南橡胶估值：相对估值

- 天然橡胶属战略物资，种植周期长，生产高度依赖土地，是典型的长周期性行业。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492万亩土地（其中392万亩天胶种植基地），固定资产及土地资源丰富，因此本次相对估值法中，我们认为采用PB估值法能更合理地评定公司估值水平。
- 相对估值法：我们选取北大荒、苏垦农发和亚盛集团作为可比公司。三个公司均从事种植行业，且和海南橡胶类似，均管理大量种植土地资源。根据Wind一致预测，当前股价对应三家可比公司24-25年平均PB分别为2.36/2.28x。海南橡胶当前股价对应24-25年PB分别为1.88/1.81x。另外，从公司历史估值来看，PB估值区间在1.8-6.0倍之间，目前处于历史PB估值区间下沿。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。

图表33：相对估值

公司名称	股价 (元/股)	BPS					PB				
		2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
北大荒	13.1	4.00	4.04	4.22	4.42	4.70	3.28	3.25	3.11	2.97	2.97
苏垦农发	9.3	4.20	4.52	4.81	5.33	5.86	2.22	2.06	1.94	1.75	1.59
亚盛集团	2.5	2.08	2.09	2.15	/	/	1.18	1.17	/	/	/
平均值							2.23	2.16	2.52	2.36	2.28
海南橡胶	4.41	2.19	2.19	2.30	2.34	2.44	2.02	2.01	1.92	1.88	1.81

数据来源：wind、中泰证券研究所

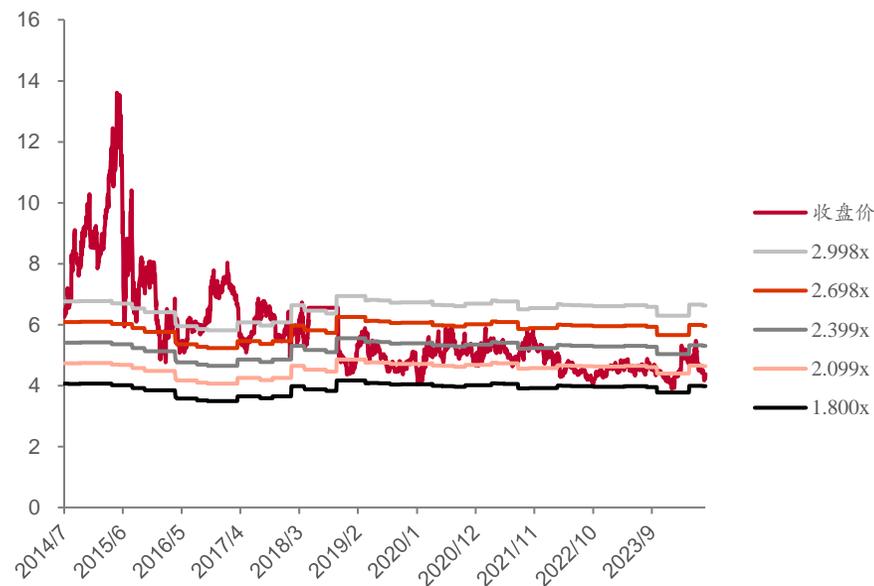
注：收盘价取自2024年08月02日；除海南橡胶外，其他公司业绩预测来自Wind一致预测

图表34：可比公司介绍

公司简称	土地面积 (万亩)	土地所属权	土地位置	种植作物	母公司
北大荒	1043	与集团公司签订《农业承包协议》取得承包经营权利	三江平原	水稻、玉米、大豆	北大荒农垦集团
苏垦农发	130	承包江苏农垦集团近100万亩，土地流转超30万亩	江苏省内—苏北淮河流域和长江流域	小麦、水稻	江苏省农垦集团
亚盛集团	440	自有产权	河西走廊	牧草、辣椒、玉米、马铃薯、啤酒花、中药材等	甘肃省农垦集团
海南橡胶	492	向控股股东租赁的国有划拨土地	海南、非洲喀麦隆、马来西亚	天然橡胶、热带水果	海南省农垦投资控股集团

数据来源：各公司公告、中泰证券研究所

图表35：海南橡胶历史PB Band



数据来源：wind、中泰证券研究所

（九）股期联动：股票市场透支胶价跌幅

- 长期视角来看，海南橡胶盈利情况、股价表现与天然橡胶价格表现趋同。
- 今年以来，海南橡胶股价与天然橡胶期价形成紧密联动，股价成为胶价的映射。伴随胶价进入季节性回落股价亦跟随走低，但跌幅与跌速显著高于行业表现，我们认为这与指数陷入低迷，整体市场活跃度骤降有较大关系，大势悲观放大了行业调整空间的预期，包括但不限于轮胎需求下降、红海危机难解等。
- 由于天然橡胶紧密链接全球轮胎、汽车市场（属顺周期行业），其深刻感知全球经济冷暖、且易成为大国间博弈的筹码，长期股价、胶价表现仍高度依赖全球经济的稳定增长以及贸易流体系的顺畅。
- 考虑到公司规模提升、胶价长期走势，市值横向对比等因素，我们认为当前股价过度透支了对公司、对行业的悲观预期，被显著低估，维持海南橡胶“买入”评级。

图36：今年以来，海南橡胶和天然橡胶期货价格走势



数据来源：wind、中泰证券研究所

图37：今年以来，海南橡胶和沪深300走势



数据来源：wind、中泰证券研究所

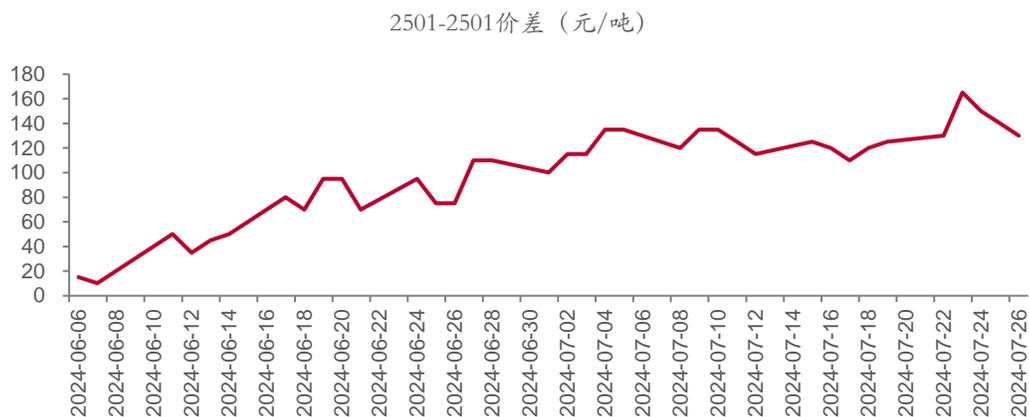
(九) 橡胶价格在期货市场表现

图38: 橡胶期货价格预计上涨



数据来源: wind、中泰证券研究所

图39: 橡胶期货价格预计上涨



数据来源: wind、中泰证券研究所

图40: 橡胶波动率预计提高



数据来源: wind、中泰证券研究所

(十) 产业链各环节相关标的



(十) 产业链各环节相关标的

公司简称	和天然橡胶的关系	产能	业绩表现 五年（2018-2023年） 复合增速
海南橡胶	公司90%以上营收来源为橡胶产品的生产和销售； 公司境内外天然橡胶种植基地共29个，天然橡胶种植园392万亩，约占全球的2%，在全球拥有72家橡胶初加工厂	23年干胶产量约14万吨； 种植产能超20万吨，初加工产能约260万吨，贸易超380万吨，橡胶木加工1.5万立方； 深加工产品：乳胶片材产能3900万平方米，枕头产能360万只，乳胶丝年产能达2万吨以上	收入CAGR5:41.0% 利润CAGR5: 5.4%
森麒麟	天胶为轮胎主要原材料，23年公司轮胎原材料占营业成本71%； 23年天然橡胶采购额占总采购额的45.88%	23年轮胎产量2,923.68万条，营业收入78.42亿元。 现有产能3000万条，其中青岛1200万半钢，泰国1800万； 在建产能：森麒麟摩洛哥年产1200万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目	收入CAGR5:13.4% 利润CAGR5: 22.9%
贵州轮胎	天胶为轮胎主要原材料，23年公司轮胎原材料占营业成本76%； 23年天然橡胶采购额占总采购额的31.46%	23年轮胎产量894.73万条，销售856.76万条 年平均产能：974万条，年末产能：1028万条； 国内在建产能38万条：第一阶段20万条于2023年末达到设计产能； 越南在建产能95万条：2023年末达到90万条产能，剩余5万条农业子午胎产能正在进行产品测试。	收入CAGR5:7.1% 利润CAGR5: 56.7%
赛轮轮胎	天胶为轮胎主要原材料，23年公司轮胎原材料占营业成本78.54%；23年天然橡胶、合成橡胶采购量分别为40.94、25.50万吨	23年轮胎产量5,863.54万条，销量5,578.63万条； 共规划建设年产2600万条全钢子午线轮胎、1.03亿条半钢子午线轮胎、44.7万吨非公路轮胎的生产能力	收入CAGR5:13.7% 利润CAGR5: 35.8%
浦林成山	天胶为轮胎主要原材料，23年公司轮胎原材料采购额为70.88亿元	23年公司全钢销量811.6万条，半钢销量1,643.1万条； 现有产能：山东基地全钢740万条/年，半钢1120万套/年；泰国基地全钢200万套/年，半钢800万套/年，	收入CAGR5:13.8% 利润CAGR5: 16.6%
三力士	23年公司主要产品橡胶V带原材料成本占营业成本的41.29%； 23年天然橡胶、合成橡胶采购额分别占总采购金额的25.7%、12.5%； 子公司荣泰橡胶在老挝有成熟橡胶林	23年橡胶V带产量2.86亿A米， 目前规划的年产5亿AM的产业园正在建设中。 子公司荣泰橡胶位于老挝丰沙里省奔代县2.7万亩成熟橡胶林	收入CAGR5:0.2% 利润CAGR5: -3.5%
双箭股份	2013年在云南红河设立了全资孙公司—金平双箭橡胶有限公司，将其作为天然橡胶加工基地为公司提供原材料的保障，能在一定程度上缓解天然橡胶价格波动的风险。 23年公司主要产品输送带、胶带胶片等产品占其营业成本的96%以上。 23年天然橡胶采购金额占总采购额的14%。	23年生产各类橡胶输送带8031.66万平方米； 已建成输送带产能9000万平方米/年，新建规划6000万平方米/年，一期3000万平方米产能将于2024年二季度开始逐步投产，二期3000万平方米预计2024年底前完成设备安装	收入CAGR5:13.8% 利润CAGR5: 9.1%
通用股份	天胶为轮胎主要原材料，23年公司轮胎原材料占营业成本71.16%；23年天然橡胶、合成橡胶采购量分别为8.44、3.90万吨	23年轮胎产量1,197.60万条，销量1,118.05万条；现有产能全钢420万条，半钢1200万条 在建产能：设计总产能包括全钢585万条，半钢3250万条，10万条非公路胎	收入CAGR5:5.7% 利润CAGR5: 7.9%
玲珑轮胎	天胶为轮胎主要原材料，23年公司轮胎原材料占营业成本73.46%	23年轮胎产量7,911.70万条，销售量7,798.15万条；现有产能9134万套，设计总产能12067万吨	收入CAGR5:5.7% 利润CAGR5: 3.3%
阳谷华泰	橡胶助剂是在生胶加工成橡胶制品过程中添加的，用于赋予橡胶制品使用性能的一系列精细化工产品的总称	23年橡胶助剂产量22.60万吨，销售量22.48万吨； 设计总产能20.1万吨/年，在建产能6.5万吨/年	收入CAGR5:10.7% 利润CAGR5: -3.7%

数据来源：Wind、各公司年报、中泰证券研究所

风险提示

- 主产区增产超预期；
- 下游需求不及预期；
- 报告中使用的数据假设存在不合理的风险；
- 第三方数据失真的风险；
- 历史规律失效的风险。
- 研报中使用的数据及信息更新不及时等风险；

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来6~12个月内相对同期基准指数涨幅在15%以上
	增持	预期未来6~12个月内相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
	持有	预期未来6~12个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来6~12个月内相对同期基准指数跌幅在10%以上
行业评级	增持	预期未来6~12个月内对同期基准指数涨幅在10%以上
	中性	预期未来6~12个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来6~12个月内对同期基准指数跌幅在10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明

- 中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。
- 市场有风险，投资需谨慎。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。
- 投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。