



基础化工行业研究

买入（维持评级）
行业深度研究

证券研究报告

基础化工组

 分析师：陈屹（执业 S1130521050001）
 chenyi3@gjzq.com.cn

 分析师：杨翼荣（执业 S1130520090002）
 yangyirong@gjzq.com.cn

 分析师：王明辉（执业 S1130521080003）
 wangmh@gjzq.com.cn

 分析师：李含钰（执业 S1130523100003） 联系人：任建斌
 lihanyu@gjzq.com.cn renjb@gjzq.com.cn

冬去春来，天然橡胶价格有望步入上行周期

投资逻辑

需求：核心下游轮胎行业持续扩产，对天然橡胶需求具备较强支撑。全球天然橡胶消费量稳步增长，过去十年的复合增速为 3%，2023 年同比增长 1.2% 达到 1527 万吨。从天然橡胶的消费结构来看，轮胎的消费占比超过 70%，是天然橡胶最大的需求领域，其中全钢胎的单耗用量会更高。在轮胎生产过程中一般会将天然橡胶和合成橡胶按照一定的配方比例进行混合后再进一步加工，考虑到天然橡胶具备更好的弹性、耐热性和耐磨性，在当前技术水平下合成橡胶难以对天然橡胶进行完全替代。在轮胎行业高景气的背景下全球企业纷纷开始扩产，2023-2024 年期间超过 20 家轮胎企业宣布了新的扩产计划，有 400 亿人民币以上的投资涌向轮胎市场，相关项目建成后预计新增全钢胎产能在 1400 万条以上，半钢胎产能超过 1 亿条，对天然橡胶的消费具备较强支撑。

供给：东南亚主产区天然橡胶产量进入瓶颈期，未来整体供应增量有限。受生长习性和地理区位的气候影响，天然橡胶适宜种植在热带雨林地区，影响天然橡胶供应量的主要因素为种植面积、割胶情况和单位产量。从种植面积角度来看，2016 年亚洲主要产区合计种植面积达到 1263 万公顷后开始慢慢回落，2023 年合计种植面积下滑至 1222 万公顷，近几年在低价和低利润的压制下也使得新种植面积明显回落。在天然橡胶种植面积停滞的背景下，为满足供应大部分主产地开割率提升显著，一方面考虑到泰国等核心产区的开割率已经在 90% 以上，后续可提升空间较为有限；另一方面马来西亚等地区的开割率下滑是产业结构变化和作物切换等问题导致的，因而回落趋势不可逆。天然橡胶的亩产受到种植密度、树龄和气候条件等各方面的影响，泰国等东南亚核心产区的单位产量在部分胶树老化、气候异常和疾病等影响下开始回落，非洲作为新兴的橡胶增产区亩产呈现逐渐上升的趋势。综合来看，作为天然橡胶核心产区的东南亚产量存在继续下滑的风险，仅有非洲地区在持续增产但受本身产量基数限制所以带来的供给增量也较为有限。

价格：天然橡胶周期属性较强，短期季节性波动延续，长期价格中枢有望向上。从短期供需节奏来看，正常情况下 2-3 季度供需均处于持续增加的状态；1 季度期间消费端一般在 2 月回落至低点并在 3 月开始向上修复，供给端则是从 1 月开始持续回落至 3-4 月；4 季度消费端经历金九银十后开始企稳，供给端则处于继续增产的状态，供需节奏变化存在一定的差异性，因而 1 季度和 4 季度更容易出现阶段性供需错配进而导致价格波动。回溯天然橡胶现货的历史价格，2010-2012 年期间出现了大周期行情，产品价格最高达到了 4.3 万元/吨；2017 年时也出现了一波小行情，产品价格一度突破 2 万元/吨；价格回落后 2017 年至今基本一直在 1.5 万元/吨以下低位震荡。从长期供需角度看，需求端随着轮胎行业大量扩产为天然橡胶消费带来较强支撑；供给端东南亚主产区橡胶种植面积陷入停滞期后能带来的供给增量有限，印尼、马来西亚等地区减产趋势较为明显，仅有非洲地区仍处于增产期，整体看未来可提升的供应量较为有限。此外随着 EUDR 法案的逐渐推进，橡胶生产交易成本也将被抬升，因此天然橡胶价格未来有望步入上升周期。

投资建议

天然橡胶行业自 2018 年开始一直在周期底部震荡，未来随着供需的改善和政策带来的成本抬升，价格有望进入上升通道，具备天然橡胶产能的企业将较为受益，建议重点关注全球最大的天然橡胶种植企业海南橡胶。

风险提示

下游需求回落、主产区增产超预期、合成橡胶替代等风险。



内容目录

一、轮胎行业处于新一轮扩产周期，对橡胶需求具备较强支撑.....	4
二、全球天然橡胶种植面积陷入停滞期，供应端增量较为有限.....	9
三、短期季节性波动延续，长期价格中枢有望抬升.....	13
四、投资建议.....	17
五、风险提示.....	18

图表目录

图表 1：天然橡胶生产工艺流程图.....	4
图表 2：天然橡胶产品分类介绍.....	4
图表 3：轮胎为天然橡胶的最大消费下游（2023 年）.....	5
图表 4：全球轮胎消费量整体较为稳定（万吨）.....	5
图表 5：全球天然橡胶整体需求缓慢增长（万吨）.....	5
图表 6：全球半钢胎销量底部回暖后企稳.....	5
图表 7：全球全钢胎销量规模相对稳定.....	5
图表 8：半钢胎原材料重量结构占比情况（2023 年）.....	6
图表 9：全钢胎原材料重量结构占比情况（2023 年）.....	6
图表 10：天然橡胶和合成橡胶的现货价格关联度较高（元/吨）.....	6
图表 11：顺丁橡胶下游消费以轮胎为主（2023 年）.....	6
图表 12：丁苯橡胶下游消费以轮胎为主（2023 年）.....	6
图表 13：过去几年我国主要的合成橡胶产品整体供需相对稳定.....	7
图表 14：合成橡胶后续新增产能规划呈现稳步提升的态势.....	7
图表 15：天然橡胶和合成橡胶的产品性能对比.....	8
图表 16：我国轮胎产量占全球消费量比例较高（亿条）.....	8
图表 17：我国为最大的天然橡胶消费国（万吨）.....	8
图表 18：近两年国内外轮胎企业开始在全球各地扩产.....	9
图表 19：天然橡胶种植培育过程.....	10
图表 20：单株橡胶树产胶量变化表.....	10
图表 21：天然橡胶主要产地总种植面积企稳（千公顷）.....	10
图表 22：天然橡胶现货价格在 2010-2012 年期间维持高位（元/吨）.....	11
图表 23：天然橡胶主要产地新增种植面积（千公顷）.....	11
图表 24：天然橡胶主要产地重新种植面积（千公顷）.....	11
图表 25：天然橡胶（标二胶）盈利能力较差.....	11



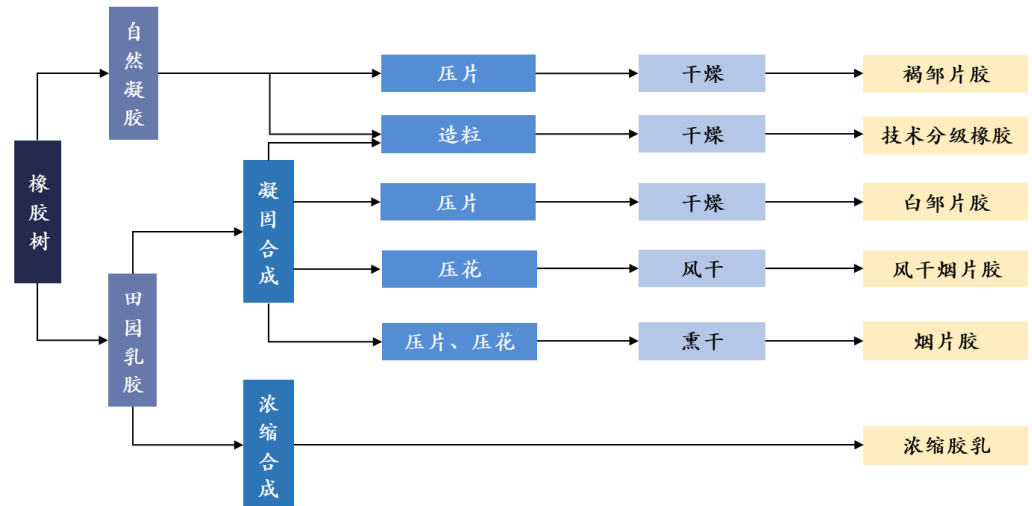
图表 26: 天然橡胶（全乳胶）盈利能力较差	11
图表 27: 近几年天然橡胶主要产地开割率提升较为明显（开割面积/总种植面积）	12
图表 28: 近几年天然橡胶部分主产地的亩产量有所下滑（千克/公顷）	12
图表 29: 天然橡胶主要产地产量变化（万吨）	13
图表 30: 东南亚地区天然橡胶产量占比较高（2023 年）	13
图表 31: 我国天然橡胶自给率较低	13
图表 32: 我国天然橡胶进口量维持高位	13
图表 33: 全球天然橡胶月度消费情况（万吨）	14
图表 34: 我国半钢胎行业月度开工情况	14
图表 35: 我国全钢胎行业月度开工情况	14
图表 36: 天然橡胶主要产地割胶时间存在差异	14
图表 37: 天然橡胶全球月度产量呈现出明显的季节性特征（万吨）	15
图表 38: 天然橡胶现货价格在 1 季度和 4 季度更容易出现波动（元/吨）	15
图表 39: 欧盟《零毁林产品法案》执行时间表	16
图表 40: 天然橡胶价格近几年一直在低位震荡	16
图表 41: 橡胶产品为公司核心收入来源	17
图表 42: 公司的橡胶产品毛利率相对稳定	17
图表 43: 公司营业总收入规模实现快速增长	17
图表 44: 公司归母净利润波动幅度较大	17
图表 45: 公司的期间费用率有所优化	18
图表 46: 公司的整体盈利能力仍待改善	18



一、轮胎行业处于新一轮扩产周期，对橡胶需求具备较强支撑

- 天然橡胶具备良好的加工工艺性能，是应用最广的通用橡胶。天然橡胶（NR）是一种以顺-1, 4-聚异戊二烯为主要成分的天然高分子化合物，其成分中 91%~94%是橡胶烃（顺-1, 4-聚异戊二烯），其余为蛋白质、脂肪酸、灰分、糖类等非橡胶物质。天然橡胶是由橡胶树分泌的胶乳经凝固、干燥、加工而制得的弹性固状物，其制造过程主要包括胶乳采集、胶乳凝固、凝胶造粒、干燥以及打包和储存等多个环节。在得到天然橡胶的原材料后，还需要进行一系列的加工过程才能用于化工品生产，加工过程中需要将天然橡胶与其他添加剂混合从而改善其性能，并使其适应不同的应用场景。

图表1：天然橡胶生产工艺流程图



来源：百川盈孚、国金证券研究所

- 按胶片按制造工艺和外形的不同，天然橡胶可分为标准胶（颗粒胶）、烟片胶、皱片胶和乳胶等。其中标准胶和烟片胶是天然橡胶市场中最常见的品种，烟片胶的生产历史较为悠久，在标准胶未出现之前一直是用量最大的天然橡胶，烟片胶由天然橡胶乳经稀释、加酸凝聚，所得胶料经滚筒滚压后再经树烟熏干制成，可用于汽车轮胎、胶管、胶带、胶鞋、胶布、工业制品等生产。标准胶是指按机械杂质、塑性保持率、塑性初值、氮含量、灰法分含量、灰分含量、颜色指数等理化性能指标进行分级的橡胶，目前为最主流的生产 and 应用品种。

图表2：天然橡胶产品分类介绍

分类	产品介绍
标准胶 (颗粒胶)	颗粒胶是用造粒机械把凝块、胶片或绝胶片破碎成 2-5mm 大小的颗粒，经干燥、加压后打包成块的橡胶颗粒橡胶。相对烟片胶而言，其有生产机械化程度高、干燥效率高、生产周期短、产品质量易控制等优点，是天然橡胶制胶最新发展。
烟片胶	烟片胶是以新鲜胶乳为原料经凝聚和滚压后用树烟熏干，表面带有菱形花纹的棕黄色片状橡胶。在重烟干燥时，烟气中的一些有机酸和酚类物质对橡胶具有防腐和防老化的作用。因生产设备比较简单适用于小胶园生产，曾经是天然橡胶最主要、产量最大的品种。
皱片胶	皱片胶由橡胶树取得胶乳后，凝聚滚压成表面呈皱纹状的生橡胶片。根据外观、化学成分和物理机械性能等评定质量高低，分为白皱片、褐皱片和黑皱片三种类型。每种类型又分为若干等级，并有薄片和厚片的区别。
乳胶	乳胶泛指聚合物微粒分散于水中形成的胶体乳液。习惯上将橡胶微粒的水分散体称为胶乳，树脂微粒的水分散体称为乳液。以胶乳为原料加工成的胶乳制品，又称乳胶制品，如海绵、手套、玩具、胶管等，广泛应用于日常生活中。

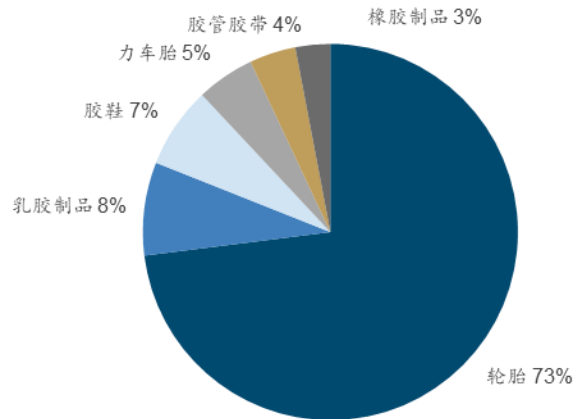
来源：华经产业研究院、国金证券研究所

- 天然橡胶主要用于生产轮胎，全球需求整体稳中向好。从天然橡胶的消费结构来看，轮胎的消费占比高达 73%，是天然橡胶最大的需求领域；乳胶制品、胶鞋和力车胎的消费占比分别为 8%、7%、5%，胶管胶带和橡胶制品的消费占比均在 5% 以下，因而天然橡胶的整体需求和轮胎行业关联度相对较高。全球轮胎消费量在 2017 年之前呈现稳步增长的态势，2017 年开始至今总需求基本在 18 亿条左右波动。天然橡胶的全球消费量也随着轮胎市场一起呈现出缓慢增长的趋势，过去十年的复合增速为 3%，全



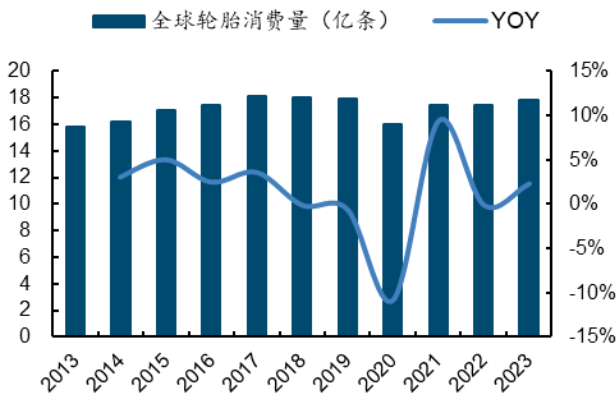
球消费量 2023 年同比增长 1.2% 达到 1527 万吨。

图表3: 轮胎为天然橡胶的最大消费下游 (2023 年)

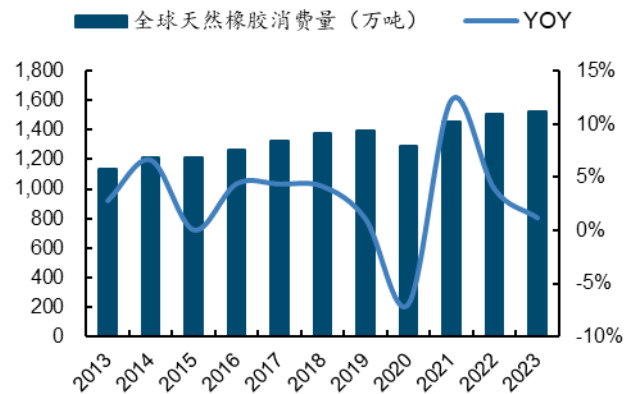


来源: 百川盈孚、国金证券研究所

图表4: 全球轮胎消费量整体较为稳定 (万吨)



图表5: 全球天然橡胶整体需求缓慢增长 (万吨)

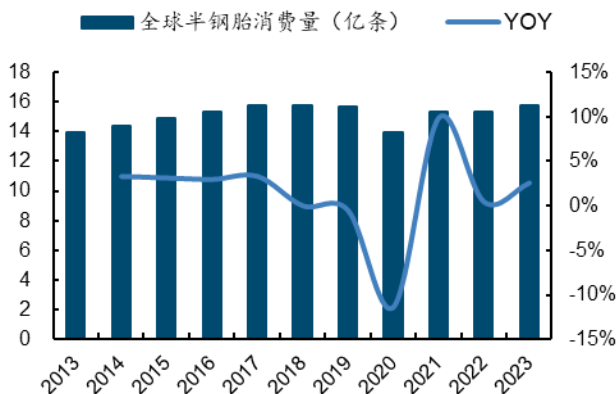


来源: 米其林年报、国金证券研究所

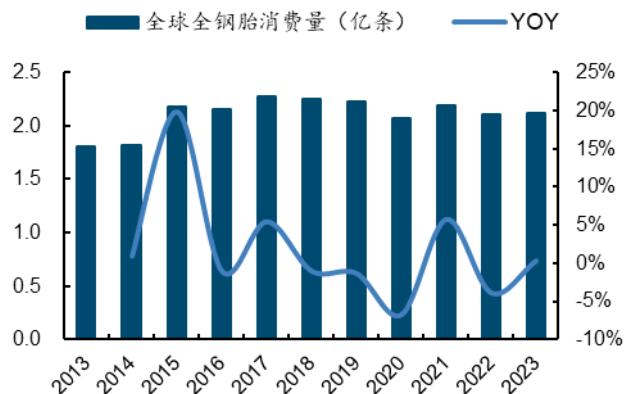
来源: Wind、中国热科院橡胶研究所、国金证券研究所

- 全钢胎虽然整体销量规模比半钢胎小，但对天然橡胶的单耗用量更高。2023 年全球半钢胎的销量为 15.7 亿条，全钢胎的销量为 2.1 亿条，半钢胎的销量规模为全钢胎的 7.4 倍。从原料结构来看，半钢胎中天然橡胶和合成橡胶的重量占比分别为 30% 和 23%，全钢胎中天然橡胶和合成橡胶的重量占比分别为 40% 和 9%。

图表6: 全球半钢胎销量底部回暖后企稳



图表7: 全球全钢胎销量规模相对稳定

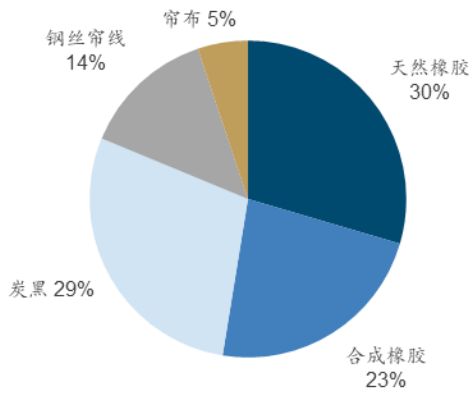


来源: 米其林年报、国金证券研究所

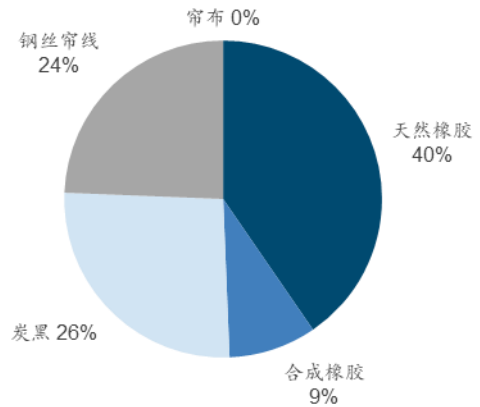
来源: 米其林年报、国金证券研究所



图表8: 半钢胎原材料重量结构占比情况 (2023年)



图表9: 全钢胎原材料重量结构占比情况 (2023年)



来源: 中策橡胶招股说明书、国金证券研究所

来源: 中策橡胶招股说明书、国金证券研究所

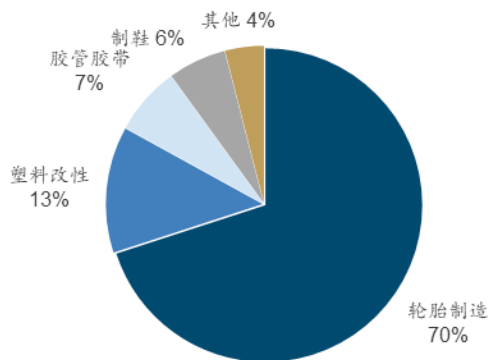
- 合成橡胶和天然橡胶的下游应用领域较为类似,两者价格关联度较高。丁苯橡胶(SBR)和顺丁橡胶(BR)是合成橡胶中的两大主要类别。丁苯橡胶由丁二烯、苯乙烯为主要单体聚合而成,生产历史悠久且技术成熟;顺丁橡胶也称为丁二烯橡胶,是以丁二烯为单体聚合而成的。在轮胎生产过程中,天然橡胶和合成橡胶通常会按照一定比例进行混合,以满足产品的各项性能指标,七成以上的顺丁橡胶和丁苯橡胶均用于轮胎生产。由于天然橡胶和合成橡胶有一定的互补替换性,因而产品的价格关联度也较高。

图表10: 天然橡胶和合成橡胶的现货价格关联度较高 (元/吨)

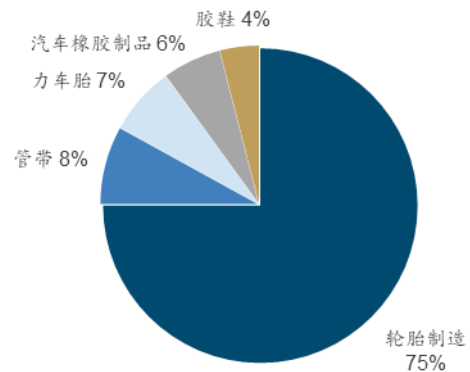


来源: Wind、国金证券研究所

图表11: 顺丁橡胶下游消费以轮胎为主 (2023年)



图表12: 丁苯橡胶下游消费以轮胎为主 (2023年)



来源: 卓创资讯、国金证券研究所

来源: 卓创资讯、国金证券研究所



- 我国合成橡胶整体供需相对稳定，新增产能释放节奏较为有序。过去几年合成橡胶需求随着下游产业链的增长实现稳步提升，顺丁橡胶实际消费量从2018年的110.7万吨增长至2023年的141.5万吨，复合增速为5%，丁苯橡胶实际消费量从2018年的135万吨增长至2023年的154万吨，复合增速为3%。顺丁橡胶在2019-2021年期间淘汰了部分落后产能同时新增产能有限，产能从2018年的160.2万吨回落至148.2万吨，在产能有限的背景下产能利用率开始持续回升且出现了阶段性的供需缺口，反向刺激了行业新产能投放，到2023年行业产能提升至183.2万吨，从新产能规划来看预计未来3年每年释放10-20万吨，整体供需相对稳定的状态有望延续。丁苯橡胶历史产能呈现出缓慢增长的态势，从2018年的170万吨提升至2023年的185万吨，从后续新产能规划来看，2024年的新产能相对较多，2025-2026产能增速趋缓，随着新产能逐渐释放，整体供需相对之前会宽松一些。

图表13: 过去几年我国主要的合成橡胶产品整体供需相对稳定

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
顺丁橡胶						
产能 (万吨)	160.2	154.2	148.2	148.2	171.2	183.2
产能利用率	60%	65%	76%	73%	72%	73%
产量 (万吨)	95.4	100.6	113.2	107.7	123.5	133.5
实际消费量 (万吨)	110.7	110.4	126.9	129.5	127.2	141.5
出口量 (万吨)	4.7	4.8	7.2	9.1	14.4	18.1
进口量 (万吨)	19.4	20.2	28.5	18.8	19.6	25.6
库存 (万吨)	-0.7	5.6	7.6	-12.1	1.5	-0.4
进口依赖度	18%	18%	22%	15%	15%	18%
丁苯橡胶						
产能 (万吨)	170.0	170.0	174.0	174.0	179.0	185.0
产能利用率	57%	62%	69%	72%	71%	74%
产量 (万吨)	97.4	105.6	120.1	125.1	126.7	136.1
实际消费量 (万吨)	135.0	134.5	154.0	157.0	150.0	154.0
出口量 (万吨)	2.5	2.2	4.9	6.7	11.1	16.1
进口量 (万吨)	37.5	37.6	39.2	35.9	30.7	36.5
库存 (万吨)	-2.5	6.5	0.5	-2.7	-3.7	2.5
进口依赖度	28%	28%	25%	23%	20%	24%

来源: 卓创资讯、国金证券研究所

图表14: 合成橡胶后续新增产能规划呈现稳步提升的态势




企业	顺丁橡胶新增产能 (万吨)			丁苯橡胶新增产能 (万吨)		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
中华化学				22		5
钦州石化					12	
中石化英力士天津						10
山东裕龙石化	15			6		
独山子石化				2.5		
中科炼化			10			
塔里木石化			10			
吉林石化		5				
振华新材料		5				
合计	15	10	20	30.5	12	15
产能增速	8.2%	5.0%	9.6%	16.5%	5.6%	6.6%

来源: 卓创资讯、国金证券研究所



- 天然橡胶综合性能较好，合成橡胶难以完全替代。天然橡胶的物理化学性能均较好，虽然合成橡胶可以通过化学合成的方式调节其性能和特点，但是部分性能上仍然无法与天然橡胶相比。在轮胎生产配方中，天然橡胶的使用比例显著高于合成橡胶，原因在于天然橡胶具备良好的弹性、耐热性和耐磨性，能够提供更好的抓地力和抗冲击性能并且抵抗刹车时产生的高温摩擦，对于保障行车安全和提高轮胎使用寿命至关重要。从具体产品应用来看，全钢胎主要用在卡客车上需要承载更大的重量，必须具备更高的耐用性和承载能力，而具备更好弹性和耐磨性的天然橡胶能够较好满足这些需求，所以需要使用更多的天然橡胶。

图表15: 天然橡胶和合成橡胶的产品性能对比

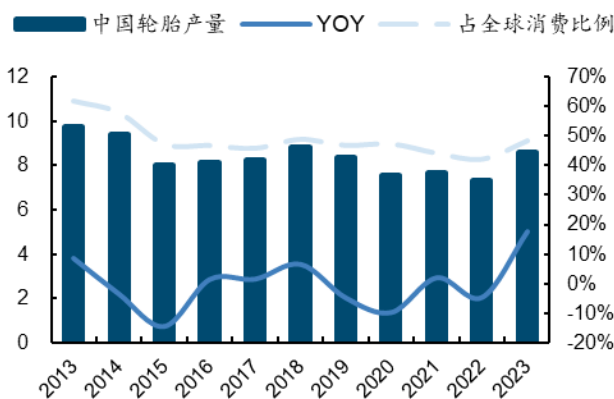
橡胶种类	产品图片	产品介绍	产品性能
天然橡胶		从橡胶树上采集 ①物理特性：在常温下具有较高的弹性，稍带塑性，具有非常好的机械强度，的天然胶乳，经 滞后损失小，在多次变形时生热低，因此其耐屈挠性也很好，并且因为是非极过凝固、干燥等 性橡胶，所以电绝缘性能良好。②化学特性：因为有不饱和双键，所以天然橡胶加工工序而制成 胶是一种化学反应能力较强的物质，因而不耐老化。③耐介质特性：有较好的弹性固状物 耐碱性能，但不耐浓强酸且耐油性和耐溶剂性很差。	
丁苯橡胶		1,3 丁二烯和苯 密度随苯乙烯含量的增加而变大，耐油性差，但介电性能较好。其黏合性、弹性乙炔经共聚制得 性和形变发热量均不如天然橡胶，但耐磨性、耐自然老化性、耐水性、气密性等却优于天然橡胶。	
顺丁橡胶		丁二烯聚合制得 硫化后的顺丁橡胶的耐寒性、耐磨性和弹性特别优异，动负荷下发热少，耐老化性尚好，易与天然橡胶、氯丁橡胶或丁腈橡胶并用。	

来源：百川盈孚、国金证券研究所

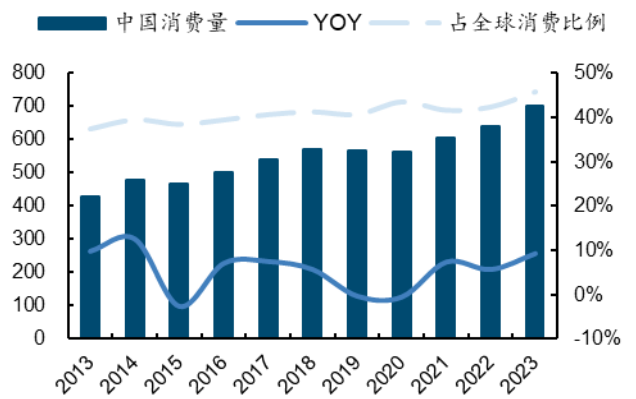
- 我国为最大的轮胎生产国和最大的天然橡胶消费国。从轮胎行业的供需情况来看，2023 年我国轮胎总产量为 8.62 亿条，同比增长 18%，占全球轮胎消费量的比例为 48%，考虑到天然橡胶的核心消费下游为轮胎，我国作为最大的轮胎生产国对于橡胶的消耗也较为可观，2023 年我国的天然橡胶消费量同比提升 9.3% 达到 700 万吨，占全球总消费量的比例达到 46%。

图表16: 我国轮胎产量占全球消费量比例较高 (亿条)

图表17: 我国为最大的天然橡胶消费国 (万吨)



来源：Wind、米其林年报、国金证券研究所



来源：Wind、中国热科院橡胶研究所、国金证券研究所

- 全球轮胎企业纷纷开始扩产，建成后将带动对天然橡胶的消费。根据轮胎国际视角和车辙车辙网的不完全统计，2023-2024 年期间超过 20 家轮胎企业宣布了新的扩产计划，有 400 亿人民币以上的投资涌向轮胎市场，相关项目建成后预计新增全钢胎产能在 1400 万条以上，半钢胎产能超过 1 亿条，未来随着轮胎产能的逐渐释放，对天然橡胶的消费具备较强支撑。


图表18：近两年国内外轮胎企业开始在全球各地扩产

企业	投资额 (亿元)	地点	产能规划
中策橡胶	43	墨西哥	-
赛轮轮胎	18	印尼	60 万条全钢胎、300 万条半钢胎、3.7 万吨非公路轮胎
	17.08	墨西哥	600 万条半钢胎
通用股份	19.76	泰国	项目变更为 1000 条半钢胎
	14.95	柬埔寨	75 万条全钢胎、350 万条半钢胎
雄鹰轮胎	4.52	山东青州	450 万条半钢胎
贵州轮胎	16.4	越南	600 万条半钢胎
万力轮胎	1.15	合肥	60 万条全钢胎技改
锦湖轮胎	2	南京	178 万条 EV 半钢轮胎
福麦斯轮胎	13.68	柬埔寨	120 万条全钢胎、800 万条半钢胎
山东优越橡胶	51.6	诸城市	1200 万条半钢胎、300 万套载重轮胎
金宇轮胎	13.8	越南	200 万条全钢胎
朝阳浪马轮胎	7.8 (增资)	巴基斯坦	-
延长橡胶	2.62	陕西	300 万条半钢胎
正道轮胎	-	柬埔寨	120 万条全钢胎、600 万条半钢胎
徐轮橡胶	15	徐州	19 万套工程胎、32 万套农业胎、50 万套工业轮胎
箭达天下	30	吉林	1500 万条 EV 半钢轮胎
骏驰轮胎	12	福建	-
有道轮胎	10	山东	200 万条全钢胎
横滨橡胶	19.6	杭州	900 万条半钢胎
固铂	13.76	江苏昆山	370 万条轮胎产能
米其林	2	沈阳	350 万条轮胎扩产项目
	/	上海	100 万条乘用车轮胎扩产项目
德国马牌	40	合肥	800 万条乘用车子午胎
佳通轮胎	70	合肥	2000 万条半钢子午胎、约 260 万条全钢子午胎
韩泰轮胎	0.47	重庆	13.6 万条全钢胎

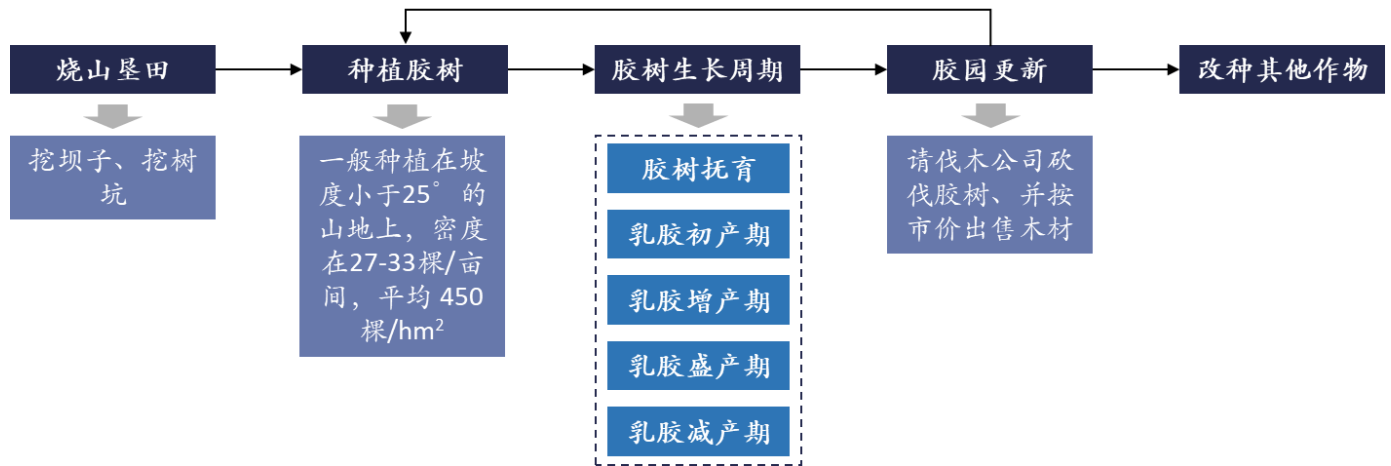
来源：轮胎国际视角、车辙车辙、国金证券研究所

二、全球天然橡胶种植面积陷入停滞期，供应端增量较为有限

- 橡胶树平均经济寿命在 35 年左右，前期种植沉没成本较大。橡胶种植培育大致包括烧山垦田（目前主要是更新胶园）、种植胶树、胶树抚育和生产等时期。实生树的经济寿命为 35-40 年，芽接树为 15-20 年，平均经济寿命在 35 年左右。从橡胶树的生产周期来看，第 1-7 年处于抚育期，只有种植成本的投入，不产乳胶；第 8 年开始有乳胶产出，但是当年的经济效益也仅能收回成本，第 9-10 年才有相对较为可观的乳胶产出；第 11-17 年乳胶逐年增加，处于增产期；第 18-27 年处于盛产稳产期，此时是乳胶产量最大的时期；第 28-35 年胶树产胶量逐渐减少，乳胶产出日渐匮乏，农户一般会选择在此时期内更新胶园。橡胶产量并非完全不变，受到天气等因素的影响后会减产；在精抚（施肥、除草等）情况下会增产。在胶树产胶周期中，农户需要定时定点去胶园割胶，基本是从凌晨开始动工，此时气温开始下降，乳胶流出较为顺畅且产胶量较大，然后在日出之前完成割胶，气温回升后乳胶流出量开始减少就要开始将胶碗中的乳胶收集到胶桶中，并将收集的乳胶售出。



图表19: 天然橡胶种植培育过程



来源:《橡胶主产区农户种植意愿分析及产业决策研究》、国金证券研究所

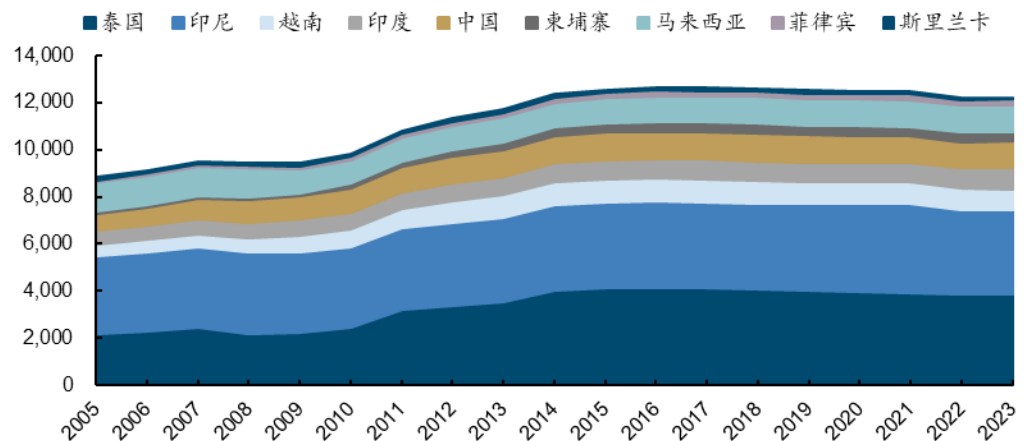
图表20: 单株橡胶树产胶量变化表

年限	所处时期	年产干胶重量 kg/(株·年)	经营行为
第 1-7 年	抚育期	0	垦地、种树、除草、施肥、剪枝
第 8-10 年	初产期	2	除草、施肥、剪枝、割胶
第 11-17 年	增产期	3	除草、施肥、剪枝、割胶
第 18-27 年	盛产期	5	除草、施肥、剪枝、割胶
第 28-35 年	减产期	2.5	除草、施肥、剪枝、割胶、更新

来源:《橡胶主产区农户种植意愿分析及产业决策研究》、国金证券研究所

- 天然橡胶主要种植在东南亚地区，主要产地种植面积长期停滞。受生长习性和地理区位的气候影响，橡胶树适宜种植在年平均气温 27℃ 左右的热带雨林地区，正常生长和产胶的适宜温度范围在 20-30℃ 范围，在温度 5℃ 以下会被冻害且不耐寒，因而全球天然橡胶种植区域主要集中在亚太地区。从天然橡胶主要产地的种植面积来看，泰国、印尼、越南、印度、中国、柬埔寨、马来西亚、菲律宾和斯里兰卡这 9 个国家的橡胶总种植面积在 2014 年开始进入到停滞期，合计种植面积近十年一直在 1200-1300 万公顷的区间内小幅波动，从边际变化趋势来看 2016 年合计种植面积达到 1263 万公顷后开始慢慢回落，2023 年合计种植面积下滑至 1222 万公顷。分地区来看，2016 年前后泰国、越南和中国的总种植面积开始下滑，其中最大产区泰国的种植面积从 2016 年的 415.3 万公顷持续回落至 2023 年的 386.5 万公顷，越南的种植面积也从 2015 年的 98.6 万公顷逐渐下滑至 2023 年的 90.9 万公顷，中国的种植面积从 2016 年的 117.8 万公顷震荡下滑至 2023 年的 112.8 万公顷。

图表21: 天然橡胶主要产地总种植面积企稳 (千公顷)

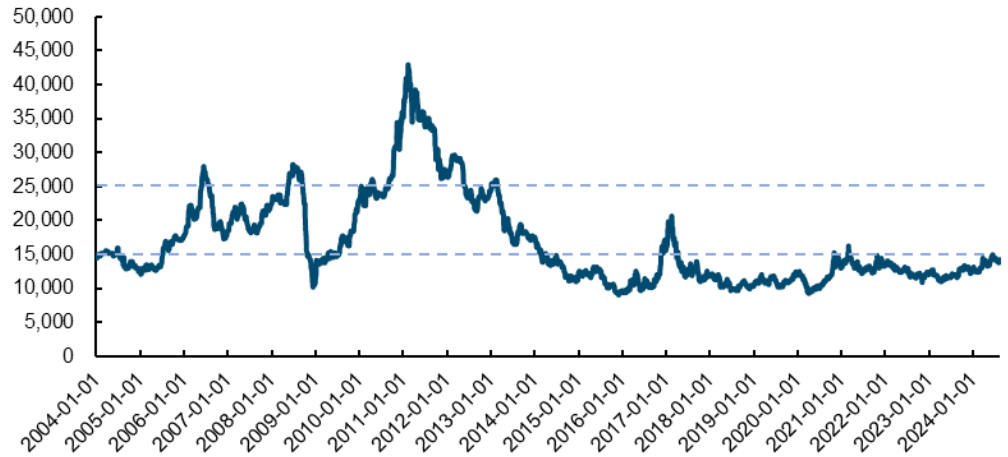


来源: Wind、国金证券研究所



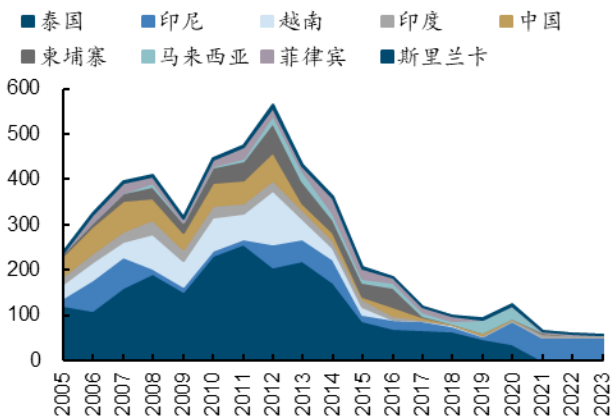
■ 天然橡胶主要产地新增种植面积回落至低位，低盈利压制下长期看增量供给有限。上一轮天然橡胶新增种植和重新种植面积的高峰期在 2012 年，主要得益于天然橡胶的涨价行情，从 2010 年 8 月底到 2012 年 5 月期间天然橡胶价格一直在 2.5 万元/吨以上，高价状态下对橡胶种植刺激较为显著。反观近几年产品价格大多在 1.5 万元/吨以下波动，参考卓创资讯的天然橡胶毛利数据，标二胶和全乳胶装置也时常处于亏损状态，天然橡胶长期低价和低盈利的状态对新种植面积有一定的压制作用。

图表22：天然橡胶现货价格在 2010-2012 年期间维持高位（元/吨）



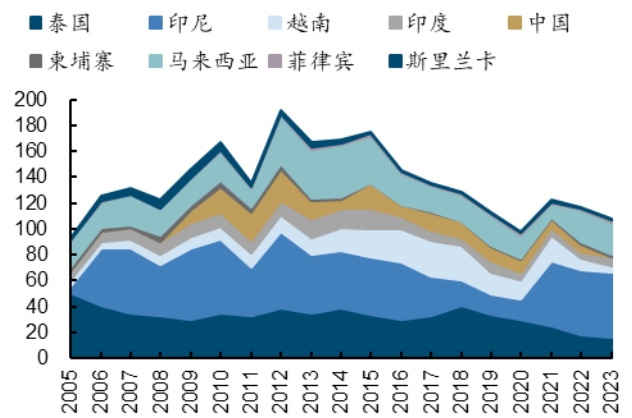
来源：Wind、国金证券研究所

图表23：天然橡胶主要产地新增种植面积（千公顷）



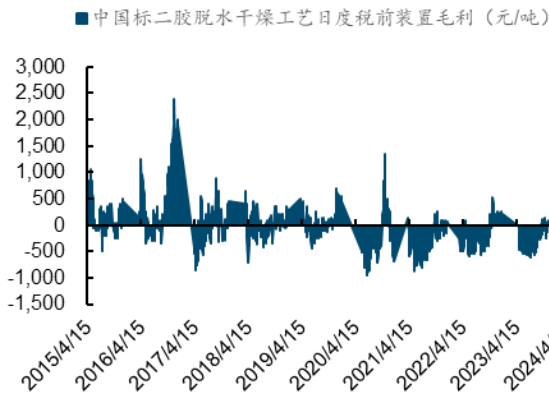
来源：Wind、国金证券研究所

图表24：天然橡胶主要产地重新种植面积（千公顷）



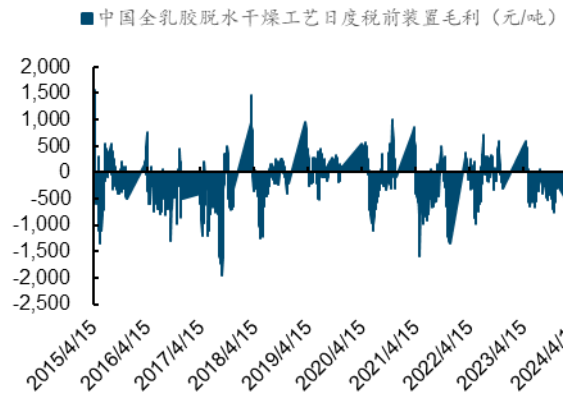
来源：Wind、国金证券研究所

图表25：天然橡胶（标二胶）盈利能力较差



来源：卓创资讯、国金证券研究所

图表26：天然橡胶（全乳胶）盈利能力较差

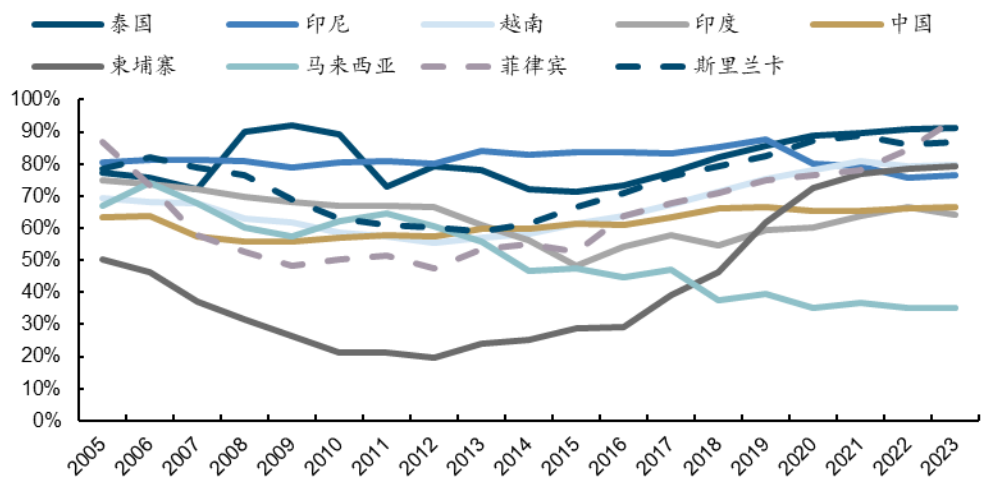


来源：卓创资讯、国金证券研究所



- 在天然橡胶种植面积企稳的背景下，为满足供应大部分主产地开割率提升显著。从天然橡胶主产区的割胶情况来看，过去 10 年期间泰国、越南、印度、柬埔寨和菲律宾的开割率呈现向上的趋势，而印尼和马来西亚的开割率则出现回落。泰国作为最大产区开割率从 2015 年开始持续向上，从 2015 年的 71% 提升至 2023 年的 91%；2012-2023 年期间越南地区开割率从 56% 回升至 80%；柬埔寨地区开割率从 20% 提升至 79%；菲律宾地区开割率从 47% 提升至 94%。虽然印尼开割率自 2019 年开始回落，但仍然维持在 75% 以上，仅有马来西亚开割率下滑明显，从 2006 年高峰期的 74% 下滑到 2023 年的 35%。整体看过去几年大部分主产区的开割率呈现提升的趋势，但未来可以继续提升的空间也较为有限，原因在于一方面考虑到泰国等核心产区的开割率已经在 90% 以上，说明当前橡胶种植区域的利用率已经较高；另一方面马来西亚等地区的开割率下滑是产业结构变化和作物切换等问题导致的，开割率的回落趋势不可逆。

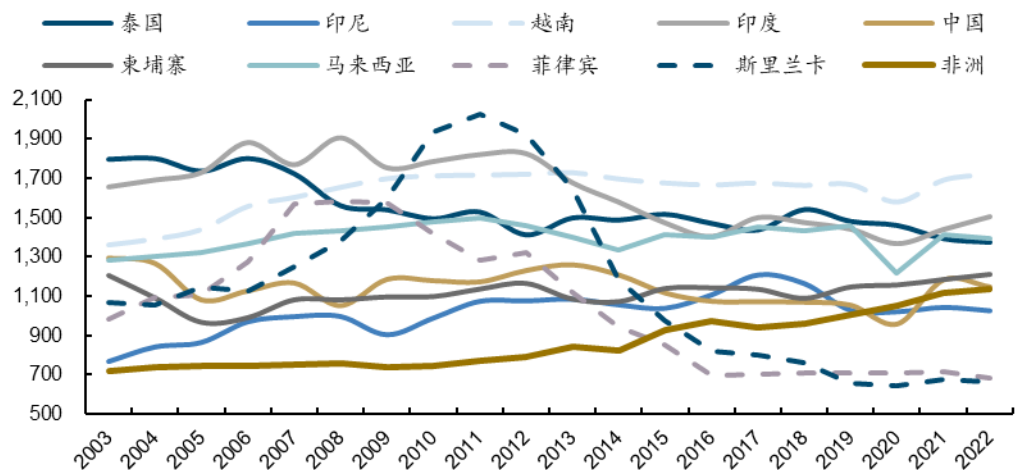
图表27：近几年天然橡胶主要产地开割率提升较为明显（开割面积/总种植面积）



来源：Wind、国金证券研究所

- 东南亚部分主产区单位产量开始下滑，非洲地区仍处于增产期。天然橡胶的亩产受到种植密度、树龄和气候条件等各方面的影响，从全球各个地区的亩产变化情况来看，近几年泰国的单位产量在部分胶树老化和气候异常的影响下开始持续下滑，从 2018 年的 1541 千克/公顷下滑至 2022 年的 1375 千克/公顷；印尼的单位产量自 2017 年开始震荡回落，近几年维持在 1000 千克/公顷出头的水平；菲律宾的单位产量则是在胶树老化和疾病等多重因素共同影响导致降低。非洲作为新兴的橡胶生产大区和增产区，亩产呈现逐渐上升的趋势，2019 年时亩产突破 1000 千克/公顷，在 2022 年时达到 1137 千克/公顷。

图表28：近几年天然橡胶部分主产地的亩产量有所下滑（千克/公顷）



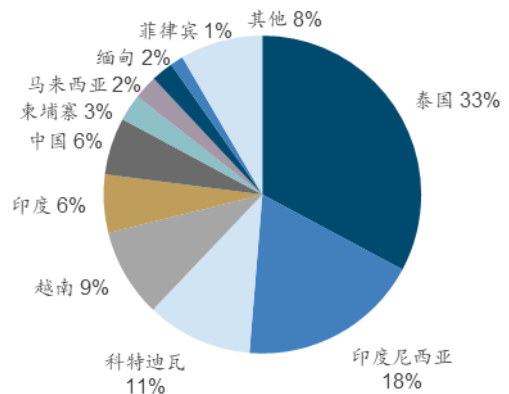
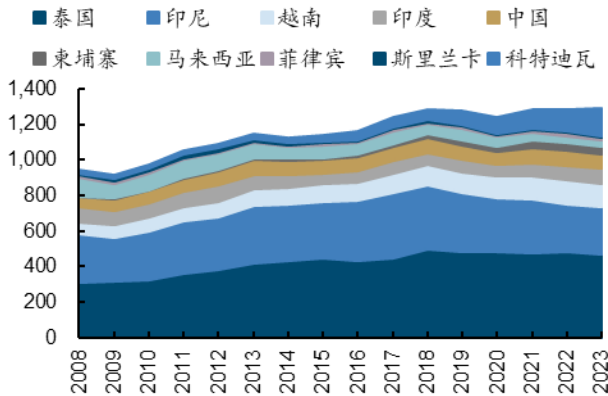
来源：Wind、国金证券研究所（计算方法为产量/收获面积）



- 东南亚地区仍为核心产区，非洲地区增量较为明显，整体看全球供应增量有限。从天然橡胶的产量分布来看，2023 年全球天然橡胶总产量为 1434 万吨，其中泰国和印度尼西亚的产量合计占比超过一半，近几年印尼产量有所回落，年产量从 2016 年高峰期的 368 万吨下滑至 2023 年的 265 万吨；但是科特迪瓦的产量增长较为明显，2023 年产量达到 155 万吨，首次超过越南成为第三大橡胶生产国；我国为第六大橡胶生产国，2023 年产量为 83.5 万吨，占全球产量的 6%。从后续增量的角度来看，作为主要产区的东南亚地区种植面积开始停滞，开割率也已经提到了较高水平因而边际增量较为有限，其中印尼、马来西亚、菲律宾和斯里兰卡等地区因为各种因素出现不同程度的产量下滑；目前仅有非洲地区在持续增产但本身产量基数不高所以带来的供给增量也较为有限。

图表29：天然橡胶主要产地产量变化（万吨）

图表30：东南亚地区天然橡胶产量占比较高（2023 年）



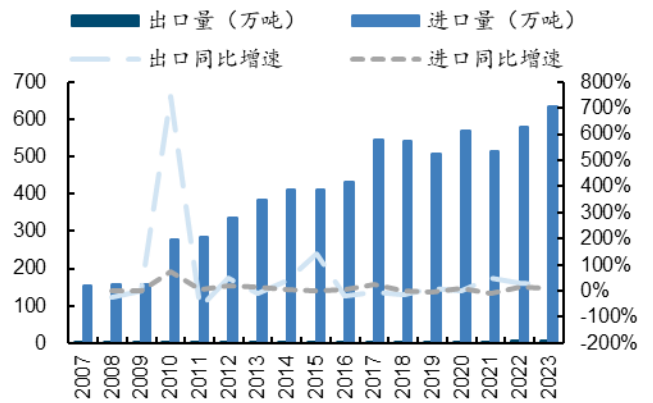
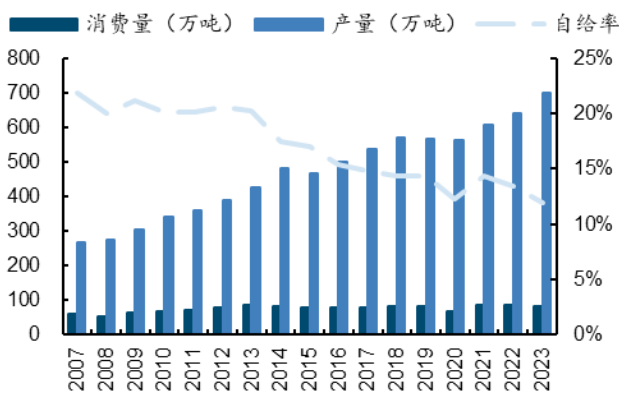
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、中国热科院橡胶研究所、国金证券研究所

- 我国天然橡胶消费量增长相对产量增长更快，进口依赖度较高。从我国天然橡胶的供需情况来看，需求呈现出持续增长的状态，过去 10 年天然橡胶消费量从 427 万吨增长至 700 万吨，复合增速为 5%；天然橡胶产量从 2012 年开始就一直在 80 万吨左右波动，2023 年产量同比下滑 3%至 83.5 万吨，自给率仅有 12%，因而我国通过大量进口天然橡胶来满足需求，2023 年进口量同比增长 9%达到 632.7 万吨。

图表31：我国天然橡胶自给率较低

图表32：我国天然橡胶进口量维持高位



来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

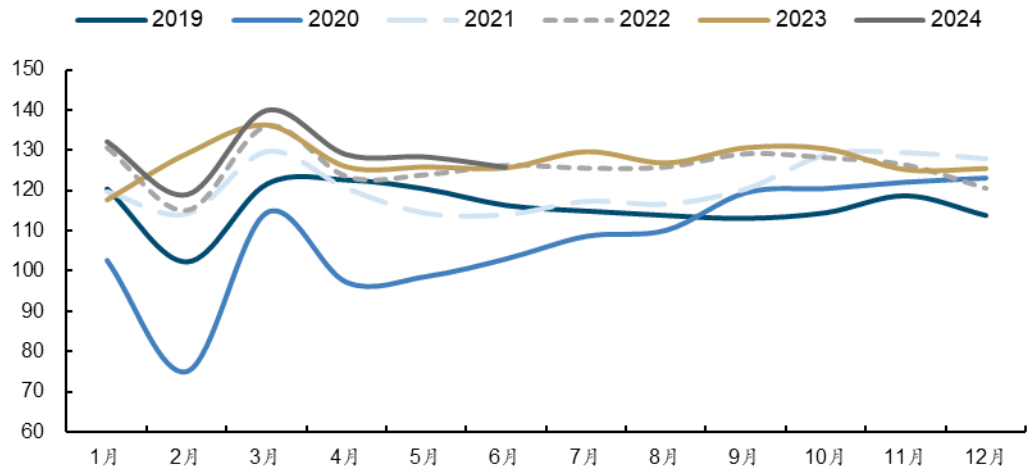
三、短期季节性波动延续，长期价格中枢有望抬升

- 天然橡胶消费的周期性波动和轮胎行业开工情况密切相关。大部分天然橡胶都用于制造轮胎，从轮胎需求端来看，一般 2-3 季度为销售旺季，原因在于一方面假期出行增多以及季节交替带来需求增长，另一方面随着天气转暖气温升高后对橡胶的磨损和消耗也会加快，更加容易出现爆胎情况，从而增加了轮胎的需求；轮胎企业的开工也基本配合下游的需求呈现出周期性的波动，2-3 季度开工相对更好，1 季度由于春节放假等因素开工阶段性回落。从全球天然橡胶的月度消费情况来看，变化趋势和轮胎行业的开工波动较为一致，今年以来随着轮胎开工的持续向好，天然橡胶的月度消



费量也实现了显著增长，3月份单月消费量达到140万吨，创过去几年的历史新高。

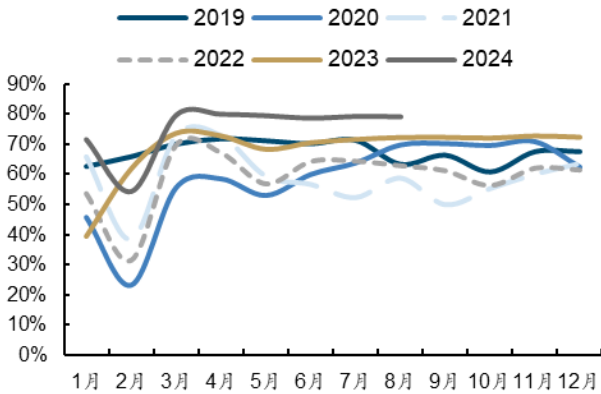
图表33: 全球天然橡胶月度消费情况(万吨)



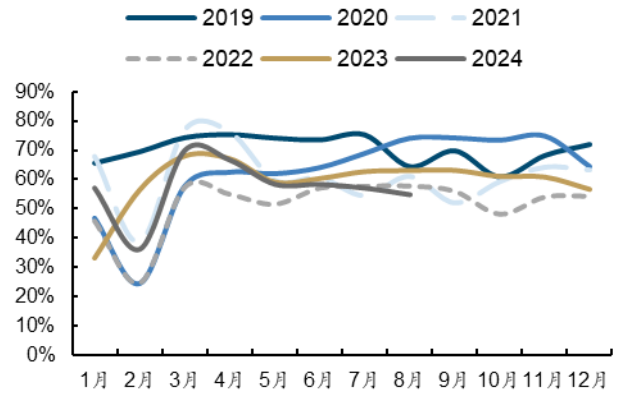
来源: 中国热科院橡胶研究所、国金证券研究所

图表34: 我国半钢胎行业月度开工情况

图表35: 我国全钢胎行业月度开工情况



来源: Wind、国金证券研究所



来源: Wind、国金证券研究所

- 天然橡胶作为一种农产品，季节性特点尤为明显。天然橡胶割胶时节根据种植区域纬度的不同有所差异，开割时间一般自北向南开始，中国云南产区在此年3月中下旬首先开割，4月初海南产区陆续开割；东南亚地区，4月中旬越南、泰国北部产区陆续进入开割，到4月底5月初泰国南部地区、马来半岛、印尼的赤道以北产区，主要是棉兰一带陆续开割。南半球的印尼巨港产区在当年的12月中旬便开始陆续开割了。东北季风开始的时候，停割自北向南开始，首先中国云南产区在11月中旬左右开始进入停割期；然后是12月中下旬或次年1月初中国海南产区进入停割期；次年的1月底至2月初越南、泰国北部产区进入停割期；2月中旬泰国南部、马来半岛、印尼的赤道以北产区，主要是棉兰一带进入停割期；印尼的赤道以南地区主要是巨港产区，因处于南半球有所差别，停割期从9月底开始，10月、11月停割。

图表36: 天然橡胶主要产地割胶时间存在差异

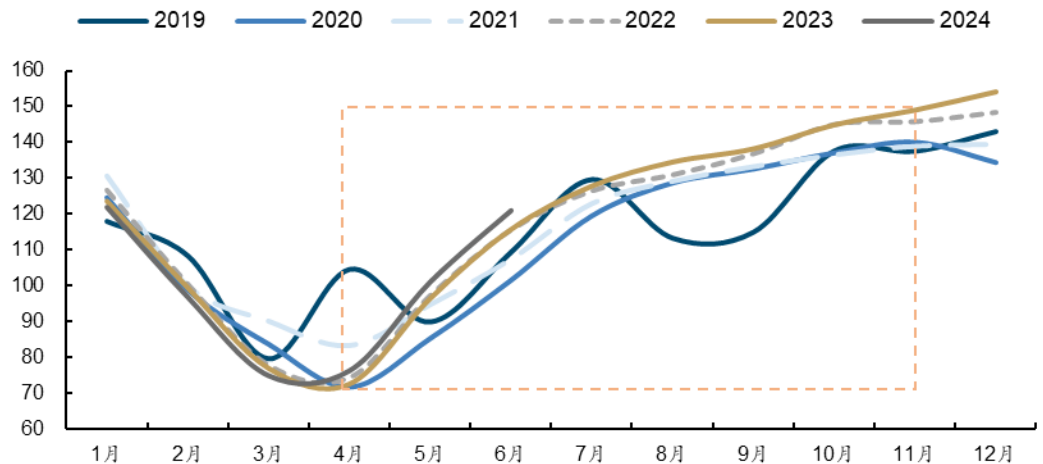
地点	开割时间	停割时间
云南	3月中下旬	11月中旬
海南	4月初	12月中旬、12月底
泰国北部、越南	4月中旬	次年1月底、2月初
泰国南部、印尼北(棉兰一带)	4月底5月初	次年2月中旬
印尼北部(巨港一带)	12月中旬	次年9月、10月、11月

来源: 金联创、国金证券研究所



- 天然橡胶割胶季节性对产量影响较为明显。一般 2-4 月主产区大多处于停割期，因而在这时期全球天然橡胶产量最低，5 月开始随着主产区纷纷进入割胶期，产量呈现出持续增长的态势，直到次年 1 月产量才开始回落。2020 年至今全球天然橡胶的月度产量基本呈现出较为一致的季节性波动，只有 2019 年受到气候和病虫害影响导致波动趋势存在差异，气候方面整个印度洋季风气候影响区(泰国、缅甸、柬埔寨、老挝、印度和斯里兰卡)和越南、中国都表现出不同程度的干旱，从而影响割胶工作进行；另一方面东南亚橡胶业遭受真菌病害导致减产。

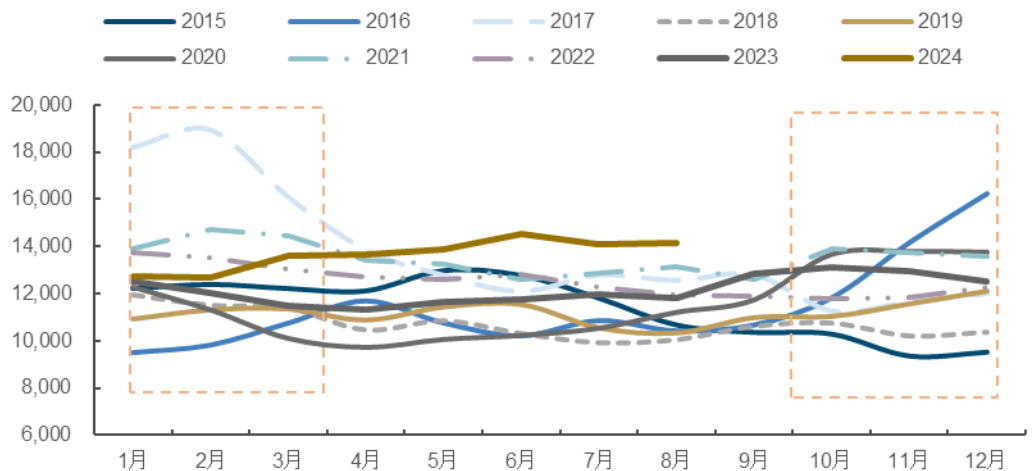
图表37: 天然橡胶全球月度产量呈现出明显的季节性特征 (万吨)



来源：中国热科院橡胶研究所、国金证券研究所

- 短期供需角度看，天然橡胶价格更容易在 1 季度和 4 季度出现异常波动。需求端来看，随着下游轮胎企业开工的变化，1 季度天然橡胶消费量一般相对较低，2 季度开始随着轮胎企业开工向好而逐渐进入消费旺季；供给端来看，伴随着主要产区开割时间来临，2-4 季度产胶量呈现持续提升的状态，直到 4 季度末到次年 1 季度随着产区陆续停割产量开始逐渐回落。从供需节奏来看，正常情况下 2-3 季度供需均处于持续增加的状态；1 季度期间消费端一般在 2 月回落至低点并在 3 月开始向上修复，供给端则是从 1 月开始持续回落至 3-4 月；4 季度消费端经历金九银十后开始企稳，供给端则处于继续增产的状态，供需节奏变化存在一定的差异性，因而 1 季度和 4 季度更容易出现阶段性供需错配进而导致价格波动。

图表38: 天然橡胶现货价格在 1 季度和 4 季度更容易出现波动 (元/吨)



来源：Wind、国金证券研究所

- 欧盟发布《零毁林产品法案》，正式实施后预计将增加全球橡胶产业链的交易成本。欧盟《零毁林产品法案》(EUDR) 规定，对于投放到欧盟市场的部分商品必须来自 2020



年 12 月 31 日之后未被砍伐的土地，否则将面临罚款、没收产品和收入等一系列惩罚措施，被纳入监管范围的 7 种产品为大豆、牛肉、棕榈油、木材、可可、咖啡和橡胶。EUDR 已于 2023 年 6 月 29 日正式生效，并将于 2024 年 12 月 30 日强制执行，微型和小型企业会放宽至 2025 年 6 月 30 日。目前针对 EUDR 法案，天然橡胶主产国泰国和科特迪瓦正积极推进，泰国目前正在逐步推进 EUDR 相关认证，但整体运营成本提升使得符合标准的 EUDR 原料价格相比正常原料价格高。

图表39：欧盟《零毁林产品法案》执行时间表



来源：《欧盟零毁林法案，如何影响橡胶轮胎工业？》、国金证券研究所

- 天然橡胶价格处于历史相对低位，长期看价格抬升具备基本面支撑。回溯天然橡胶现货的历史价格，2010-2012 年期间出现了大周期行情，产品价格最高达到了 4.3 万元/吨；2017 年时也出现了一波小行情，产品价格一度突破 2 万元/吨；价格回落 2017 年至今一直在低位震荡，截至 8 月 16 日天然橡胶现货价格为 1.45 万元/吨，仍然处于历史相对较低的水平。从长期供需角度看，需求端随着轮胎行业的大量扩产为天然橡胶消费带来较强支撑；供给端东南亚主产区橡胶种植面积陷入停滞期后能带来的供给增量有限，印尼、马来西亚等地区减产趋势较为明显，仅有非洲地区仍处于增产期，整体看未来天然橡胶可提升的供应量较为有限。此外随着 EUDR 法案的逐渐推进，橡胶生产交易成本也将被抬升，因此天然橡胶价格未来有望步入上升周期。

图表40：天然橡胶价格近几年一直在低位震荡



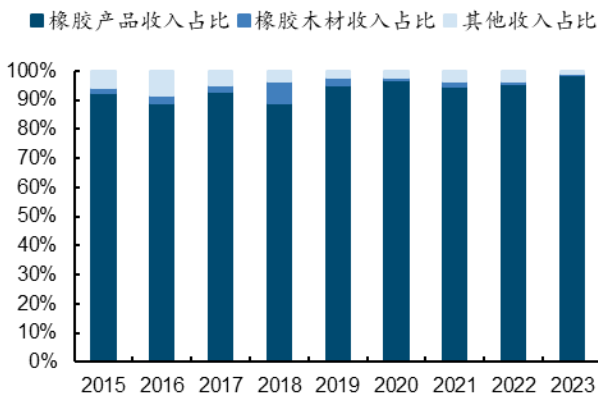
来源：Wind、轮胎世界网、化工制造网、国金证券研究所



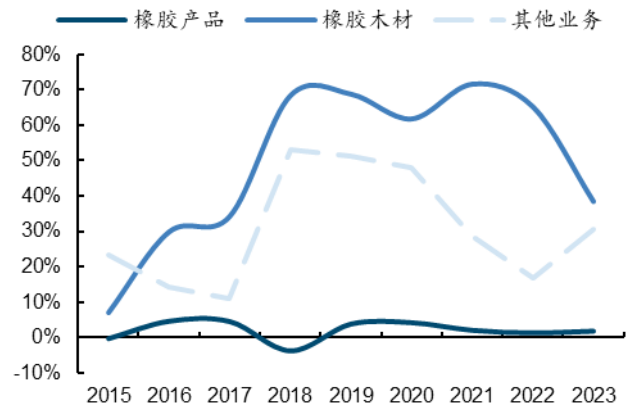
四、投资建议

- 天然橡胶行业自 2018 年开始一直在周期底部震荡，未来随着供需的改善和政策带来的成本抬升，价格有望进入上升通道，具备天然橡胶产能的企业将较为受益，建议重点关注全球最大的天然橡胶种植企业海南橡胶。
- 海南橡胶是全球橡胶龙头，一体化的产业布局较为完善。公司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科研、种植、加工、贸易、金融一体化的跨国企业集团。公司橡胶种植面积达到 392 万亩，约占全球的 2%；具备 260 万吨的橡胶加工能力，年加工量达到 140 万吨，占全球的 10%；年销售贸易量为 380 万吨，约占全球的 25%。2023 年公司的橡胶产品收入为 372 亿元，同比增长 153%，占公司营业总收入的比例为 99%，营业收入的大幅增长原因为本期合并盛农业，业务规模扩大所致。

图表41：橡胶产品为公司核心收入来源



图表42：公司的橡胶产品毛利率相对稳定

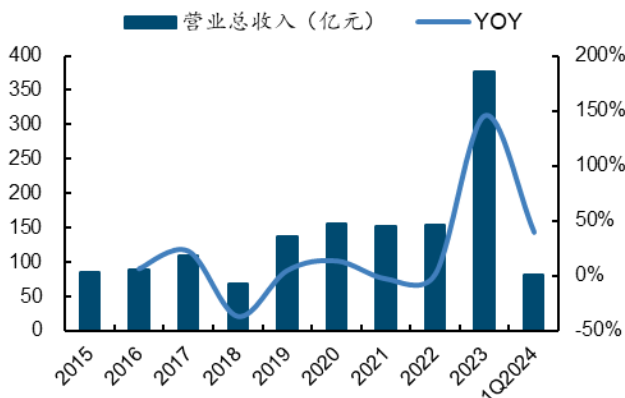


来源：Wind、国金证券研究所

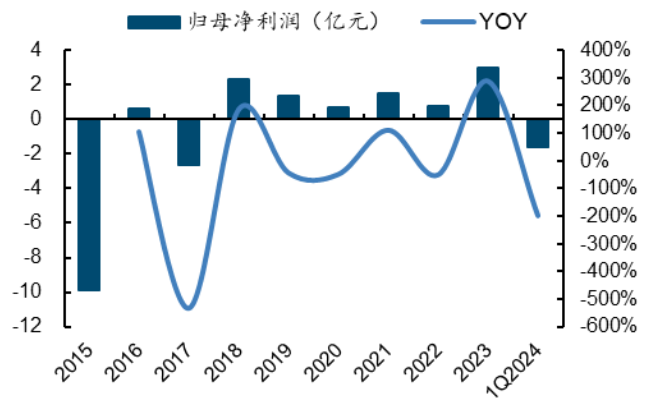
来源：Wind、国金证券研究所

- 公司收入稳中向好，净利润波动幅度较大。2020 年开始公司收入一直稳定在 150 亿出头，2023 年通过并购实现了收入和利润的大幅增长，2023 年营业总收入为 377 亿，同比增长 145%，归母净利润 3 亿，同比增长 289%。2024 年 1 季度总收入为 81 亿，同比增长 39%，主要系销售量及销售价格增长所致；归母净利润为-1.6 亿，同比下滑 197%，原因在于下属贸易公司综合毛利下降并且营业外收入同比下滑。近几年公司管理费用率也有所优化，盈利能力有所提升，2024 年 1 季度销售毛利率小幅回升至 4%。

图表43：公司营业总收入规模实现快速增长



图表44：公司归母净利润波动幅度较大

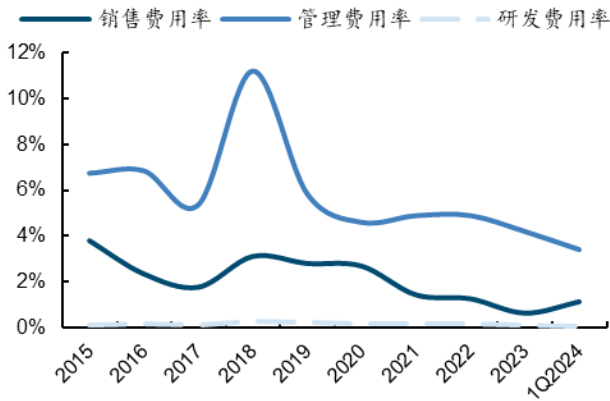


来源：Wind、国金证券研究所

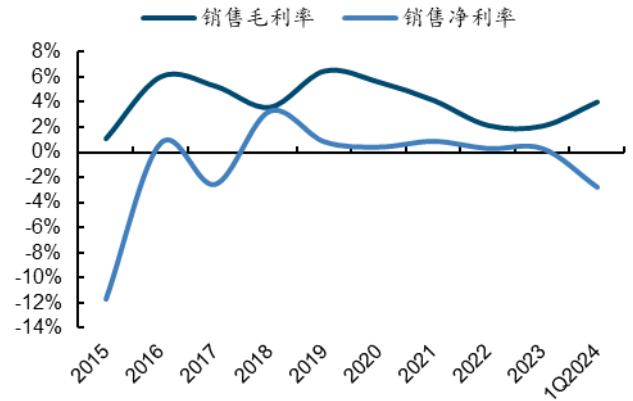
来源：Wind、国金证券研究所



图表45: 公司的期间费用率有所优化



图表46: 公司的整体盈利能力仍待改善



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

五、风险提示

- 下游需求回落: 轮胎为天然橡胶最核心的下游需求, 如果轮胎厂商因政策或资金等方面原因导致扩产意愿下降, 或者因为需求偏弱可能会导致天然橡胶需求回落; 乳胶制品、力车胎、胶鞋等领域消费不及预期可能会影响天然橡胶需求。
- 主产区增产超预期: 东南亚部分地区在气候变化和经济考量等多方因素影响下产量有所回落, 若后续压制因素解除产量可能实现回升; 非洲地区还处于增产期, 若在较好的抚育环境和气候条件下胶树能实现更高的产量, 从而实现超预期的产量供应。
- 合成橡胶替代: 如果未来合成橡胶的技术进步带来性能优化, 可能会对天然橡胶的部分应用领域实现更多的替代。



行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究