



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

专题报告

2024-03-07

橡胶：3 月空头月空比多好

张正华

橡胶研究员

从业资格号：F0270766

交易咨询号：Z0003000

☎ 0755-23982459

✉ zhangzh@wkqh.cn

报告要点：

从橡胶季节性历史数据来看，3 月是空头月。

空比多好。君子不立危墙之下。

在三月，如果你想多，暂避之。如果你想做空，按照规律做。

我们也花费了很多时间复盘轮胎行业研究，整理了很多数据，却所得寥寥。

我们的策略目前仍然是只做空不做多。

中期来看，我们仍然看好全乳胶升水的压缩。

升水压缩完毕后，我们对胶价态度积极，静待花开。

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	
2020	-6.48%	-11.84%	-8.24%	4.64%	1.69%	0.58%	10.21%	10.06%	-2.90%	25.16%	-1.46%	-8.79%	2020
2019	0.79%	10.91%	-8.93%	2.41%	5.13%	-6.92%	-3.68%	4.88%	-1.61%	4.78%	3.93%	3.60%	2019
2018	-6.08%	0.11%	-11.68%	-1.20%	4.85%	-8.84%	0.76%	8.89%	1.63%	-8.32%	-1.66%	2.02%	2018
2017	16.96%	-13.47%	-12.45%	-8.32%	-14.41%	7.04%	2.97%	15.26%	-17.14%	-0.77%	3.51%	2.11%	2017
2016	-2.97%	1.55%	9.63%	13.65%	-17.01%	12.30%	-4.20%	2.10%	11.57%	8.58%	23.73%	3.76%	2016
2015	-5.78%	8.25%	-7.81%	14.77%	4.70%	-12.93%	-6.27%	-8.95%	-0.29%	-3.99%	-6.54%	4.23%	2015
2014	-14.04%	-5.16%	7.14%	-8.05%	-0.47%	5.99%	-0.04%	-6.53%	-14.75%	9.43%	-5.41%	6.20%	2014
2013	-0.76%	-6.14%	-10.27%	-13.52%	-1.30%	-7.94%	2.03%	12.64%	0.57%	-3.02%	0.49%	-7.25%	2013
2012	14.20%	6.20%	-6.51%	-0.82%	-11.94%	-3.74%	-2.65%	-4.31%	16.45%	-1.41%	-3.21%	10.85%	2012
2011	8.58%	-4.40%	-10.18%	-8.64%	2.93%	-2.89%	10.69%	-3.21%	-18.87%	-2.14%	-8.35%	-2.78%	2011
均值	0.44%	-1.40%	-5.93%	-0.51%	-2.58%	-1.73%	0.98%	3.08%	-2.53%	2.83%	0.50%	1.40%	均值

-18.87%
25.16%

三月对橡胶的预示：空头月

2011-2020 年的十年历史告诉我们：橡胶在三月，空比多好。

站在 2024 年 3 月初的时点，

橡胶基本面的可能要点：

空方：

泰国的原料偏紧，已经是 5 年的高价区间，利好释放比较充分。反向风险不小。

国内全乳即将开割。价格明显反弹后，供应预期可能转向上升。

非洲等产区供应高增速预期。

下游重卡替换消费一般，轮胎出口利好持续比较久，一旦出口利好不及预期，需求预期将转弱。

多方：

泰国天气延续，原料价格继续高企，甚至创新高。

中国需求 2024 年可能超预期。

海外需求延续比较高的景气度。

央行货币政策转向宽松。

胶价属于“低估品种”、“尚未大涨品种”，赔率高。

从基本面要点来看，我们判断，空比多好。

轮胎行业梳理

轮胎行业占据橡胶下游消费的大约 70%。

因此橡胶的需求分析一般围绕轮胎行业的景气度，原材料库存，产成品库存。

我们摘录了世界主要轮胎企业的简介，概要。我们收集了其发布的财报。并把财报转换为美元，方便进行指标比较。

鉴于数据收集量，处理量巨大，光是处理数据就花费了大量时间。

我们虽然花费时间众多，通过比较财务报表，也没发现特别明显（对提早发现公司盈利，橡胶胶价）比较明确或有意义的要点，一时间也难以给出简单明确的规律性的总结。可能还是要花费更多的时间精力。

总体来看，轮胎行业确实存在周期性波动。三年周期的规律。轮胎行业和世界主要的经济体的库存周期波动相同。

最显著的是，2020 年，前 4 大轮胎公司均陷入了严重的衰退（营业收入降低 10%-15%）。通过 1 年的时间，2021 年绝对值才恢复至 2019 年的水平。

2020 年，中国的轮胎代表性企业赛轮轮胎，玲珑轮胎，在疫情期间正常生产，营收和净利润增长，补充了世界轮胎的产能缺口，是对行业的正向贡献。

轮胎企业简介

我们从百度百科，百度词条等互联网信息，摘录了一些公司资料。

德国大陆集团

德国大陆集团（Continental AG）始建于 1871 年，总部位于德国汉诺威市，是世界前五大轮胎制造企业、欧洲最大的汽车配件供应商。1882 年德国大陆公司将象征速度和激情的烈马标志作为公司的商标，马牌轮胎由此得名。德国大陆马牌轮胎自 1871 年成立，全球 24 个生产与研发基地，2020 年德国马牌轮胎在全球拥有约 56,000 名员工，并创造出 102 亿欧元的销售额。德国马牌轮胎在亚太区拥有多个生产基地，分别位于中国合肥、马来西亚八打灵再也和亚罗士打、印度马杜赖，以及泰国罗勇府。

德国大陆集团 1996 年进入中国，大陆集团与上汽集团开展合作。10 年间，德国大陆集团属下各分部在上海、长春、宁波、张家港等地建立了 10 余家合资企业。

普利司通

日本普利司通 (BRIDGESTONE) 公司是世界知名的轮胎生产商，雄居世界橡胶业及轮胎业前列的普利司通集团，1931 年创建。普利司通的创始人石桥正二郎，根据其石桥姓氏，将公司取名 BRIDGESTONE。

普利司通销售区域遍布全球 150 多个国家，设有 51 家轮胎工厂，112 家轮胎关联及其他工厂，而且拥有日本东京横滨、美国阿克伦、意大利罗马、中国无锡、泰国曼谷六家技术开发中心。是世界上最大的轮胎制造厂商之一，并稳居财富杂志世界 500 强排名之列。

营业收入 312.98 亿美元（2022 年）员工数 143509（2019 年）。

1988 年，普利司通斥资 26 亿美元收购了美国风驰通轮胎公司（Firestone Tire and Rubber Company）。

普利司通中国轮胎事业自 1999 年建立，包括中国总部、4 处生产据点（沈阳、天津、无锡、惠州）、1 处培训中心（无锡）、2 处研发机构（无锡、宜兴）在内的，涵盖生产、管理、销售、研发机能的经营体系。

2023 年 12 月 31 日，国际轮胎巨头普利司通正式结束了在中国商用车轮胎市场的业务。1989 年，日本跨国公司普利司通，在中国沈阳成立了合资的沈阳普利司通有限公司；1996 年，普利司通在沈阳设立了第一家工厂，普利司通沈阳工厂主要生产卡客车用全钢丝载重子午线轮胎，拥有员工 1200 多人。沈阳工厂预计于 2024 年 2 月 28 日关闭。

米其林轮胎

法国米其林轮胎是世界轮胎巨头之一，在全球超过 170 个国家中进行产品营销。米其林公司全球共有 113529 位员工、69 家制造工厂和 2 个橡胶种植园。年产 1.9 亿条轮胎、1700 万册地图和指南。

米其林公司创建于 1889 年的法国克莱蒙费朗。在 100 多年的时间中，米其林公司经历了持续不断的创新和发展。现米其林集团员工负责生产及推广包括米其林，BFGoodrich（百路驰），Uniroyal, Kleber, Riken, Siam, Taurus, Stomil-Olsztyn, Laurant, olber, Tyremaster, Icollantas, 回力等品牌在内的各类轮胎。米其林集团 2004 年全球的综合净销售额约为 157 亿欧元，2004 年占全球轮胎市场份额的 19.4%。拥有世界五大洲的业务运营以及位于欧洲、北美和亚洲的研发中心。

固特异

固特异是美国知名的轮胎制造商，英文名是：good year，美国的轮胎大牌，并生产工装鞋及登山鞋。美国固特异轮胎橡胶公司始建于 1898 年，已有百余年的历史。固特异公司是世界上最大规模的轮胎生产公司之一，总部位于美国俄亥俄州阿克隆市，公司主要在 28 个国家 90 多个工厂中生产轮胎、工程橡胶产品和化学产品。如今固特异在全世界的员工达到 80,000 多人。

赛轮轮胎

赛轮轮胎在青岛、东营、沈阳、潍坊、越南、柬埔寨等地建有轮胎制造工厂。在加拿大、德国等地设有服务于美洲和欧洲等区域的销售网络与物流中心，目前规划全钢子午线轮胎 2540 万条、半钢子午线轮胎 10,000 万条、非公路轮胎 41 万吨的年生产能力，产品畅销欧、美、亚、非等一百八十多个国家和地区。2002 年成立，2022 年营业收入 219 亿元，2022 年末 17469 人员工。

玲珑轮胎

玲珑轮胎成立于 1975 年，全球拥有 7 个研发机构、7 个生产基地、1.8 万余名员工，产品广泛应用于乘用车、商用车、工程机械车辆等，形成了玲珑、ATLAS、利奥、EVOLUXX 等面向全球差异化市场定位的多元化品牌体系。公司在中国拥有山东玲珑、德州玲珑、广西玲珑、湖北玲珑、吉林玲珑五个生产基地，计划在陕西铜川、安徽六安建设中国第六个、第七个生产基地；在海外拥有泰国、塞尔维亚两个生产基地，并在全球范围内继续考察建厂，充分利用全球资源，开拓全球轮胎市场。

我们按照一定的顺序，依次采集公司的财报。

从资产负债率和营业收入，很容易分辨各公司的特征。

我们分析这些报表，仅仅是从行业普遍规律探讨的角度，不涉及任何公司的推荐。

为了比较，营收和利润数据单位：万美元。

营业总收入	2023	2022	2021	2020
AA	3,271,972	4,200,217	3,823,496	4,639,480
AB	2,155,823	3,089,841	2,821,341	2,902,140
AC	1,534,802	3,047,134	2,694,493	2,517,490
AD	2,006,600	2,080,500	1,747,800	1,232,100
AE	264,793	314,479	282,297	236,095
AF	202,373	244,176	291,407	281,732

营业总收入同比	2023	2022	2021	2020
AA	6.37	16.71	5.97	-15.19
AB	7.43	26.62	20.44	-14.62
AC	5.94	20.15	16.25	-15.19
AD	-3.55	19.04	41.86	-16.44
AE	13.72	21.69	16.84	1.83
AF	13.72	-8.47	1.07	7.10

营业总收入	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
AA	3,271,972	4,200,217	3,823,496	4,639,480	4,982,955	5,077,145	5,255,048	4,271,113	4,286,665	4,204,293
AB	2,155,823	3,089,841	2,821,341	2,902,140	3,238,749	3,291,386	3,227,518	2,866,602	3,144,631	3,084,413
AC	1,534,802	3,047,134	2,694,493	2,517,490	2,703,866	2,518,655	2,622,180	2,202,152	2,316,298	2,382,405
AD	2,006,600	2,080,500	1,747,800	1,232,100	1,474,500	1,547,500	1,537,700	1,515,800	1,644,300	1,813,800
AE	264,793	314,479	282,297	236,095	216,849	199,393	211,302	160,487	150,447	181,864
AF	202,373	244,176	291,407	281,732	246,039	222,951	213,003	151,619	134,497	167,972

营业总收入同比	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
AA	6.37	16.71	5.97	-15.19	0.17	0.90	8.53	3.36	13.70	3.52
AB	7.43	26.62	20.44	-14.62	-3.41	0.18	9.18	-11.96	3.17	2.97
AC	5.94	20.15	16.25	-15.19	9.57	0.31	5.04	-1.38	8.42	-3.43
AD	-3.55	19.04	41.86	-16.44	-4.72	0.64	1.44	-7.81	-9.35	-7.18
AE	13.72	21.69	16.84	1.83	10.55	-0.88	24.02	13.96	-12.21	38.72
AF	13.72	-8.47	1.07	7.10	12.17	9.94	32.33	20.43	-15.03	-11.00

AA，AB，AD，AE，AF 公司的财报最新截至到 2023-09-30。

AA 公司采用是其上市公司财务报表，不仅仅包括轮胎业务，还包括其他业务。查询 AA 公司官网，发现 AA 公司报表包含 3 大业务，汽车业务 183 亿欧元，轮胎业务 140 亿元欧元和其他 6.4 亿欧元。

AC 公司的财报最新截至到 2023-06-30。

从财报上看，

营收上看，轮胎行业前 4 名是，AB 公司，AC 公司，AD 公司，AA 公司。

整体竞争格局稳定。

销售毛利率	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
AA	21.30	21.08	22.92	22.77	23.80	25.01	25.85	26.55	25.94	25.12
AB	38.37	38.76	40.56	36.33	37.55	37.84	0.00	40.89	39.48	37.68
AC	27.49	26.37	29.35	27.92	29.34	32.30	32.54	33.95	32.84	31.98
AD	17.49	18.51	21.66	16.10	21.32	22.71	23.79	27.62	26.02	23.33
AE	25.46	18.42	18.87	27.21	25.86	19.82	16.47	19.17	19.02	18.43
AF	19.70	13.61	17.26	27.91	26.51	23.70	23.86	27.84	28.70	26.77

从销量毛利率来看，最高的公司是 AB 公司。且非常稳定。

一看就是优秀的公司。

AC，AD，AE，AF 的销售毛利率比较稳定，代表行业的比较高的毛利率水平。

ROE	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
AA	6.50	0.52	11.90	-6.96	-7.37	17.21	19.83	20.72	23.25	24.14
AB	8.39	10.74	16.49	-1.05	12.52	12.34	0.00	11.81	13.26	15.48
AC	7.07	12.47	13.36	4.89	13.80	14.35	15.58	16.69	12.29	10.99
AD	-13.82	3.92	18.92	-33.76	-6.75	14.64	7.60	30.00	8.15	94.02
AE	14.71	10.90	12.24	17.63	16.91	10.59	5.53	7.99	4.55	7.89
AF	4.70	1.52	4.81	13.45	15.13	11.80	12.04	12.62	15.54	18.37

ROE 比较平均，10%-15%波动。

AB，AC，的 ROE 比较稳定，代表行业的通常盈利率。

但奇怪的是，AB 的股价长期表现平平。对比 AE 的表现突出，似乎 ROE 并非比较好的指标。

AD 的 ROE 波动巨大。

AE 公司 ROE 在 2014 年到 2017 年表现还好，2018 年-2023 表现优秀。股价也表现优秀。

AF 公司 ROE 在 2014 年到 2020 年表现优秀，最近 3 年表现比较好。

资产负债率(%)	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
AA	62.09	63.79	64.72	68.11	62.71	54.67	56.49	59.27	59.76	63.54
AB	37.45	39.29	41.52	47.60	40.60	36.95	0.00	36.95	39.88	45.80
AC	51.01	51.58	56.86	60.08	58.24	58.68	55.43	57.96	60.06	57.53
AD	77.59	75.63	75.78	80.26	73.55	69.95	71.58	71.38	74.80	75.55
AE	58.90	56.94	57.45	58.16	58.55	58.68	60.33	64.74	66.32	68.53
AF	51.12	48.51	52.00	43.64	58.50	61.17	55.09	55.38	73.66	72.84

从资产负债率来看，AA 和 AD 相对高。

AC，AE，AF 比较中性。

AB 相对较低，比较稳健。难得是营收，毛利率，ROE，资产负债率都是优秀。

AB 公司从报表上看，是非常突出和优秀的。

但如果据此选择去作 AB 的股东，多年却表现平平，没多少收益率。

PB	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
AA	1.00	0.85	1.54	2.01	1.50	1.34	2.85	2.57	4.22	3.30
AB	1.38	1.27	1.64	1.05	1.41	1.38	1.86	1.55	1.64	1.89
AC	1.13	1.14	2.04	1.43	1.58	1.36	2.02	2.02	1.69	0.00
AD	0.81	0.56	1.39	0.89	0.75	0.99	1.63	1.80	2.12	4.21
AE	3.13	2.59	4.40	2.02	1.74	0.93	2.14	2.07	2.23	2.74
AF	1.48	1.58	3.01	3.43	2.67	1.73	2.49	4.20	0.00	0.00

PE	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
AA	202.77	7.75	-19.36	-20.10	-18.86	8.28	15.12	13.11	18.94	14.81
AB	13.85	8.50	-151.59	8.25	10.63	11.19	16.04	12.08	11.29	16.90
AC	9.66	10.06	40.88	10.80	11.59	8.95	12.80	16.43	15.60	0.00
AD	20.10	3.76	-4.78	-8.18	5.22	13.74	6.30	26.25	3.58	12.47
AE	29.54	23.38	30.38	13.64	18.07	18.26	26.92	48.33	28.15	33.90
AF	102.68	38.35	22.59	28.96	23.29	15.63	20.74	47.62	0.00	0.00

PS	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
AA	0.33	0.33	0.46	0.65	0.52	0.54	1.03	0.91	1.30	1.02
AB	0.98	1.03	1.18	0.69	0.85	0.89	1.28	0.91	0.92	0.94
AC	0.68	0.72	1.26	0.78	0.88	0.69	1.03	0.91	0.82	0.00
AD	0.20	0.14	0.37	0.21	0.24	0.30	0.53	0.52	0.52	0.42
AE	1.71	1.43	2.59	1.09	0.82	0.44	0.73	0.88	0.92	0.84
AF	1.68	1.77	2.58	2.70	1.64	1.12	1.56	3.32	0.00	0.00

从估值来看，我们采用 PB，PE，PS 三个维度来看，
 由于所处的交易所不同，各个市场的风格不同（各国的国债收益率不同），给出的估值差异性比较大。
 AB 的估值一直比较稳定，也不高，无论从 PB 和 PE 波动均如此。机会少。
 AE 和 AF 的 PB 相对偏高，显示了该市场的成长股的 PEG 定价模式，这是对企业成长的溢价。

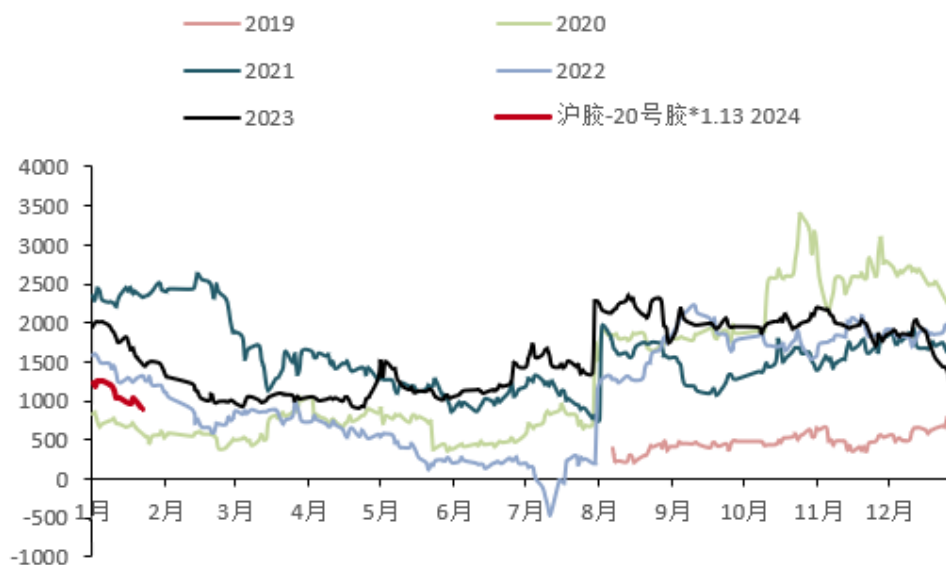
轮胎行业作为汽车零部件企业，有着该行业特有的定价模型。
 比如整车行业的明星车定价模型，零部件的增长率定价模型。
 总之估值模型还需要深入研究，深入总结。

全乳胶升水定价终于明显回归

轮胎产业不买贵货。我们认为，升水的回归主逻辑并未变化。
 从轮胎下游来看，需求一般，供应充分，并没有买高升水的原料的动力。
 SVR3L 胶和 SVR10 对国内的全乳胶，10 号胶有替代作用。
 从越南出口数据来看，产业无疑已经在逐步替代。
 越南的浅色胶和东南亚的标胶 20 号胶对全乳胶均有替代，均形成压力。
 如果产业不消费高升水的货物，那么目前的高升水迟早无法维系。
 但从移仓换月的角度来看，产业可以通过移仓收益来赚钱，虽然回归事件延长，但回归仍然是大概率事件。
 按照我们的理解，前期至少 RU 的 270 万吨的升水定价不合理。整体维持比较高的升水，将导致产业可以获得稳定的套利空间。但套利运行的主逻辑并没有变。

市场进入 2024 年 1-2 月，此价差终于明显回归。
 虽然迟到，未曾缺席。
 此策略的好处是**确定性比较高，而且回撤小。且行且珍惜。**

图 1：沪胶对 20 号胶升水图示(含增值税)(元/吨)



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

对橡胶胶价的看法

我们的策略仍然是只做空不做多。

中期来看，我们仍然看好全乳胶升水的压缩。

RU 的远期升水并不合理。

建议买现货或 NR 主力，卖 RU2405 和 RU2409。

升水压缩完毕后，风险释放，我们对胶价态度积极，静待花开。

免责声明

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

公司总部

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：www.wkqh.cn