

进口环比减少，国内库存或继续去化

研究院 化工组

研究员

梁宗泰

☎ 020-83901005

✉ liangzongtai@htfc.com

从业资格号: F3056198

投资咨询号: Z0015616

陈莉

☎ 020-83901135

✉ cl@htfc.com

从业资格号: F0233775

投资咨询号: Z0000421

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

策略摘要

国内进口环比减少叠加需求稳定下，预计国内天然橡胶有望维持继续去库的格局，顺丁橡胶因供应环比回升，现货价格有压力，但因成本端支撑，预计回调空间受限。

核心观点

■ 市场分析

10月全球橡胶主产区处于割胶旺季，产量环比有望进一步回升，但前期受降雨影响，海外原料产出受限且上游加工利润持续低迷，抑制成品产出，导致国内船期推迟，预计10月国内进口量仍难以大幅回升，国内随着雨水结束，原料价格高位下，原料产出或有望快速提升。而顺丁橡胶因上游部分装置重启，供应有望小幅回升。

展望10月下游需求，国内稳经济政策将有利于轮胎替换及配套需求的改善，但因国内房地产政策延续前期不变，房地产大幅改善难度较大，预计改善幅度有限。基于海外加息节奏放缓以及补库周期来临支撑下，国内轮胎出口短期将持高增速。目前下游轮胎厂成品库存实质性去化，需求改善支撑下将使得轮胎厂有原料采购意愿，预计10月需求环比小幅改善。

10月国内进口季节性环比减少下，天然橡胶供应增加有限，需求保持下，预计国内10月份橡胶供需环比或继续小幅改善，但因需求改善力度有限，由此或带来库存小幅去化。顺丁橡胶则呈现供需两旺格局，在成本端支撑下，预计价格区间震荡为主。

■ 策略

单边：RU及NR谨慎偏多，BR中性。10月国内进口季节性环比减少下，天然橡胶供应增加有限，需求保持下，预计国内10月份橡胶供需环比或继续小幅改善，但因需求改善力度有限，由此或带来库存小幅去化。顺丁橡胶则呈现供需两旺格局，在成本端支撑下，预计价格继续下行空间受限。

价差：RU与NR价差缩窄逻辑延续，尤其随着雨水逐步减少，国内产区原料将逐步增加，叠加上游生产转向全乳胶，预计国内浅色胶或呈现累库状态，而国内进口增加有限下，预计深色胶累库缓慢，将带来RU与NR价差缩窄。

风险

国内进口节奏，橡胶产区天气，上游顺丁装置检修计划，轮胎需求变化。

目录

策略摘要	1
核心观点	1
9月橡胶行情回顾	4
当下估值分析	4
RU 偏高估, NR 中性, BR 中性	4
10月橡胶供需分析	6
雨水结束, 供应有望继续回升	6
10月需求仍处季节性淡季	10
10月国内库存有望小幅去化	15
观点及策略	17

图表

图 1: 泰国胶水价格 单位: 泰铢/公斤	4
图 2: 云南胶水价格 单位: 元/吨	4
图 3: 海南浓乳生产利润 单位: 元/吨	5
图 4: 云南胶水盘面交割利润 单位: 元/吨	5
图 5: RU-混合胶 单位: 元/吨	5
图 6: 混合胶-丁苯胶 单位: 元/吨	5
图 3: NR-TSR20(FOB) 单位: 元/吨	5
图 4: 顺丁橡胶生产利润 单位: 元/吨	5
图 7: ANRPC 橡胶产量季节性 单位: 千吨	6
图 8: ANRPC 橡胶年度累计产量 单位: 千吨	6
图 9: 泰国橡胶产量 单位: 千吨	6
图 10: 印尼橡胶产量 单位: 千吨	6
图 11: 越南橡胶产量 单位: 千吨	7
图 12: 中国橡胶产量 单位: 千吨	7
图 13: 云南累计降雨量 单位: HM	7
图 14: 海南累计降雨量 单位: HM	7
图 15: 泰国累计降雨量 单位: HM	7
图 16: 泰国海外劳工 单位: 人	7
图 17: 泰国夜间累计降雨量 单位: HM	8
图 18: 云南夜间累计降雨量 单位: HM	8
图 19: 高顺顺丁产量 单位: 吨	8
图 20: 高顺顺丁橡胶开工率 单位: %	8
图 23: 天胶进口量 单位: 万吨	9
图 24: 标胶进口量 单位: 吨	9
图 25: 烟片进口量 单位: 吨	9

图 26: 混合胶进口量 单位: 吨	9
图 27: 烟片进口窗口 单位: 元/吨	10
图 28: 浓乳进口窗口 单位: 元/吨	10
图 29: 顺丁橡胶进口量 单位: 万吨	10
图 30: 顺丁橡胶出口量 单位: 万吨	10
图 31: 美国汽车销量 单位: 辆	11
图 32: 日本汽车销量 单位: 辆	11
图 33: 美国汽车零部件订单 单位: 百万美元	11
图 34: 韩国汽车零部件订单指数 单位: 点	11
图 35: 挖掘机销量当月同比 单位: %	11
图 36: 中国社融规模 单位: 亿元	11
图 37: 地产销售累计同比与 RU 单位: % 元/吨	12
图 38: 汽车制造业固定资产投资累计同比 单位: %	12
图 39: 重卡销量 单位: 辆	12
图 40: 重货销量 单位: 辆	12
图 41: 非完整车销量 单位: 辆	13
图 42: 半挂车销量 单位: 辆	13
图 43: 国内轮胎出口量 单位: 万条	13
图 44: 全钢胎开工率 单位: %	13
图 45: 公路货运季节性 单位: 亿吨	14
图 46: 水泥价格指数 单位: 点	14
图 47: 全钢胎库存 单位: 万条	14
图 48: 半钢胎库存 单位: 万条	14
图 49: 泰国橡胶手套成品库存 单位: 万条	15
图 50: 泰国橡胶手套生产指数 单位: 点	15
图 51: 国内浓乳价格 单位: 元/吨	15
图 52: 泰国宋卡浓乳价格 单位: 泰铢/千克	15
图 53: 天然橡胶社会库存 单位: 万吨	16
图 54: 青岛保税区库存 单位: 吨	16
图 53: 上海期货交易所 RU 库存 单位: 吨	16
图 54: NR 库存 单位: 吨	16
图 55: 顺丁橡胶企业库存 单位: 吨	16
图 56: 顺丁橡胶贸易商库存 单位: 吨	16

9月橡胶行情回顾

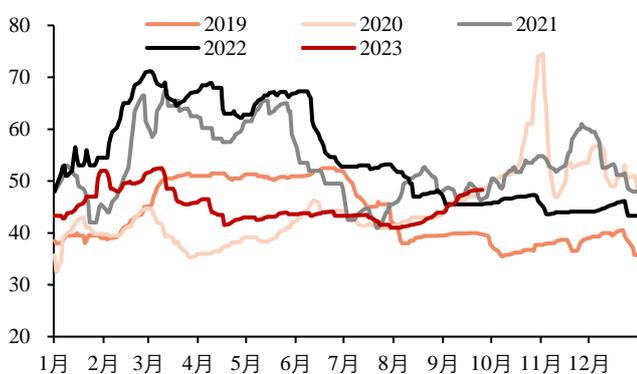
9月天然橡胶及顺丁橡胶期货价格均呈现偏强震荡格局，价格重心较8月有所回升，其中NR受库存下降支撑，价格表现相对RU偏强，使得RU与NR价差小幅缩窄。9月BR期货上市，在市场氛围偏暖、上游装置检修以及交割品不足担忧下，BR期货价格大幅上行，带动RU及NR价格跟随上行。基本面看来，顺丁橡胶因上游检修以及下游轮胎需求的持续改善，使得现货偏紧，尤其交割品较为紧缺。天然橡胶则因海外降雨影响以及上游加工利润低迷使得成品产出有限，国内进口量减缓下，叠加下游需求环比改善国内迎来持续去库。

当下估值分析

RU及NR中性，BR偏高估

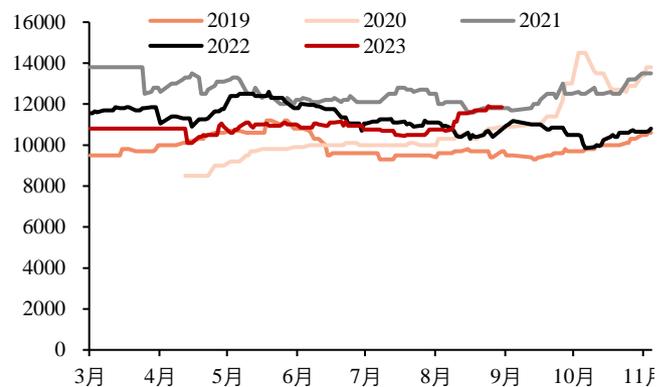
目前海内外原料价格均处于同比高位，有利于后期胶水的产出。RU盘面交割存在利润但利润不高，NR进口盈亏同比高位，但船期延迟下，国内进口回升缓慢。RU及NR估值中性；而BR因上游生产利润同比高位以及价差偏高，估值偏高。

图 1: 泰国胶水价格 | 单位: 泰铢/公斤



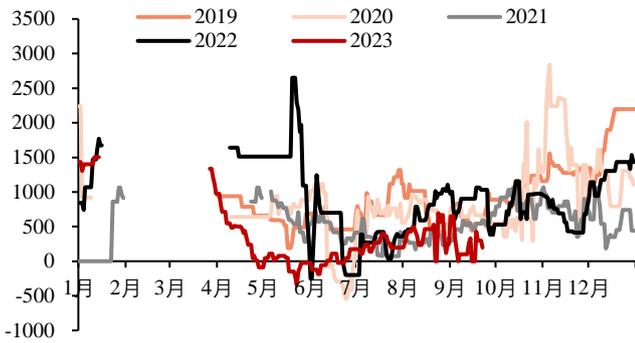
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 2: 云南胶水价格 | 单位: 元/吨



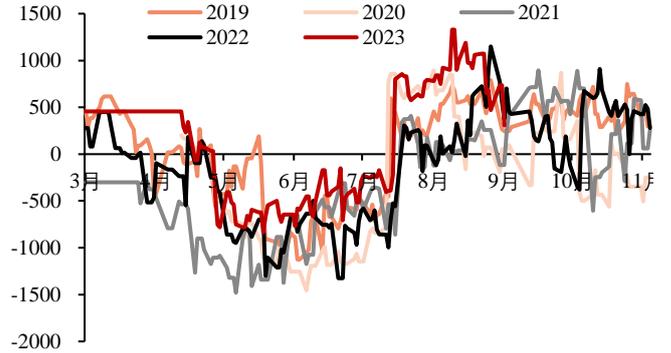
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 3: 海南浓乳生产利润 | 单位: 元/吨



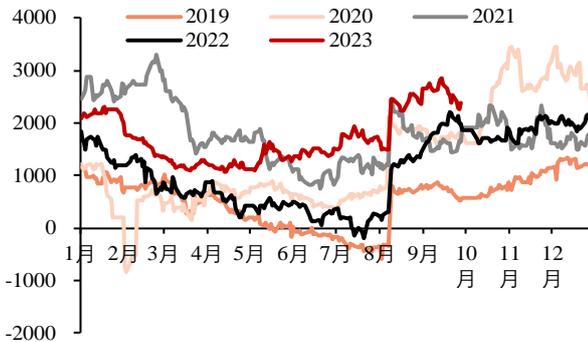
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 4: 云南胶水盘面交割利润 | 单位: 元/吨



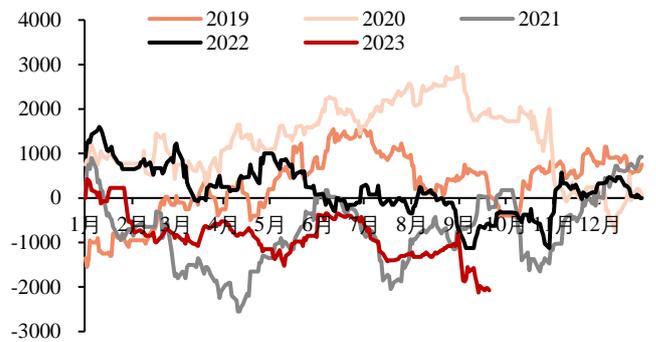
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 5: RU-混合胶 | 单位: 元/吨



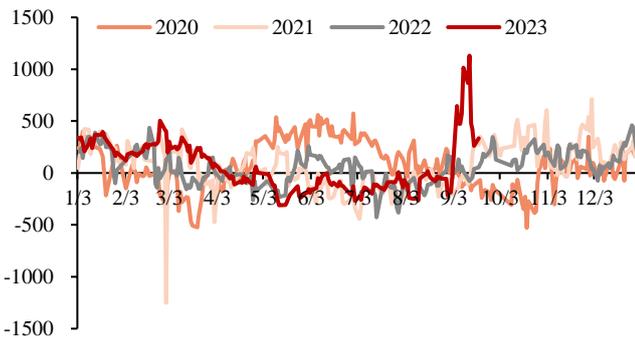
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 6: 混合胶-丁苯胶 | 单位: 元/吨



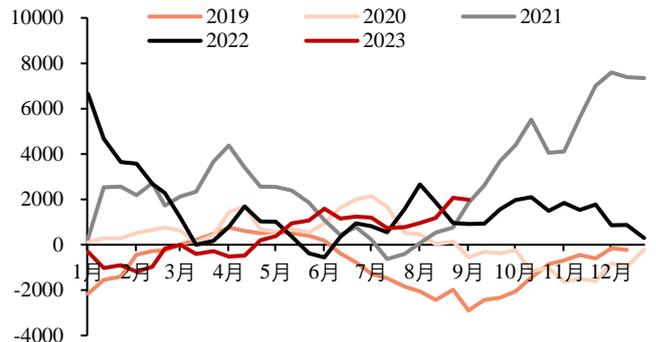
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 7: NR-TSR20 (FOB) | 单位: 元/吨



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 8: 顺丁橡胶生产利润 | 单位: 元/吨



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

10月橡胶供需分析

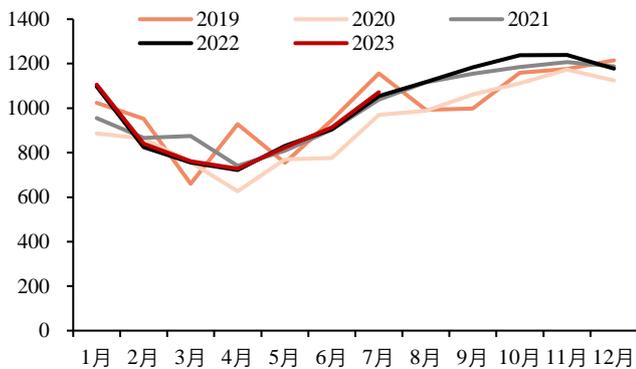
雨水结束，天然橡胶供应有望继续回升

10月全球天然橡胶产量逐步增加，关注雨水变化

按照 ANRPC 统计的年度新增种植面积来看，2023 年供应维持增加，增速环比继续下降。

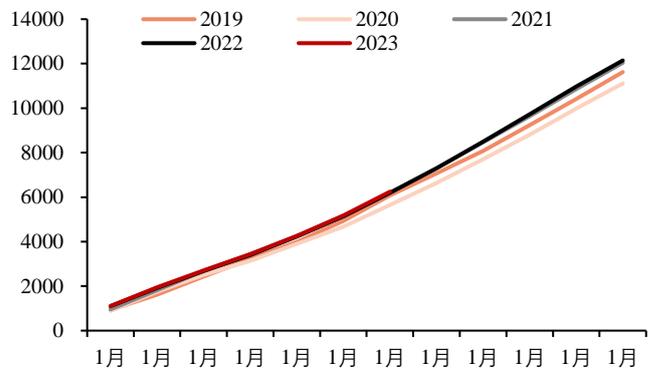
季节性来看，10 月全球产区天然橡胶产出将逐步增加，且原料价格高位也有利于胶水的释放，但仍须关注产区天气的干扰，如果雨水一直持续，则对产量继续产生影响。

图 9：ANRPC 橡胶产量季节性 | 单位：千吨



数据来源：ANRPC 华泰期货研究院

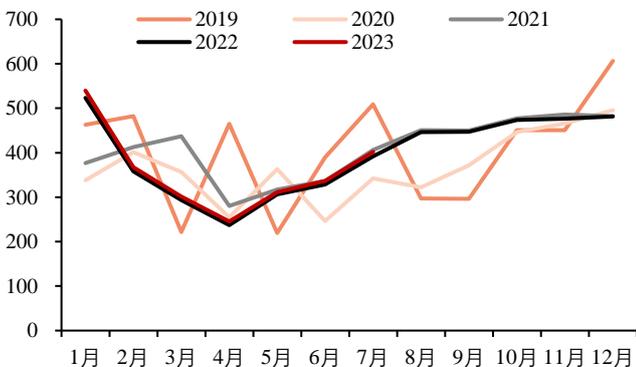
图 10：ANRPC 橡胶年度累计产量 | 单位：千吨



数据来源：ANRPC 华泰期货研究院

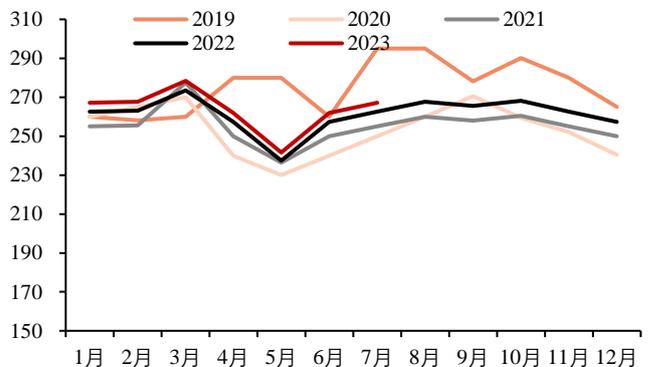
分国别产量数据来看，按照季节性规律，全球主产区 10 月产量环比处于小幅回升阶段。回顾 2015 年以来全球季节性产量，仅 2016 及 2017 年 10 月产量环比下降，主要受异常天气的影响。预计今年全球 10 月份产量大概率环比回升，但仍须关注厄尔气候的影响。

图 11：泰国橡胶产量 | 单位：千吨



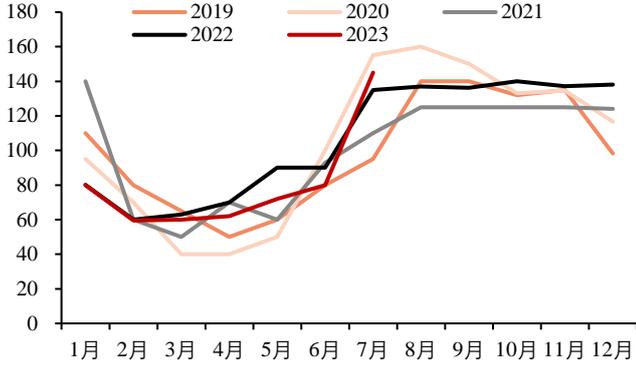
数据来源：ANRPC 华泰期货研究院

图 12：印尼橡胶产量 | 单位：千吨



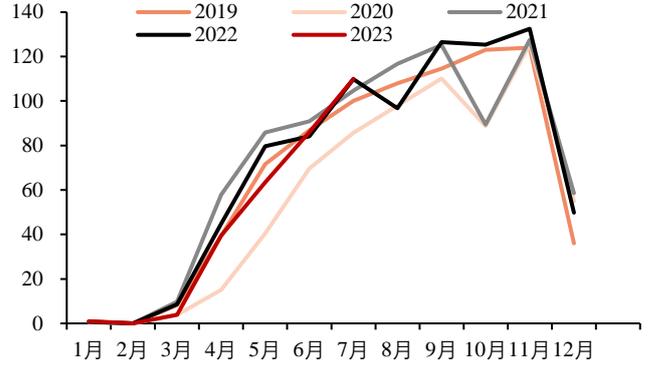
数据来源：ANRPC 华泰期货研究院

图 13: 越南橡胶产量 | 单位: 千吨



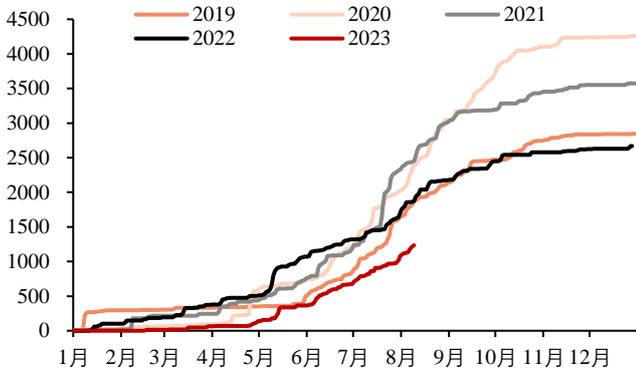
数据来源: ANRPC 华泰期货研究院

图 14: 中国橡胶产量 | 单位: 千吨



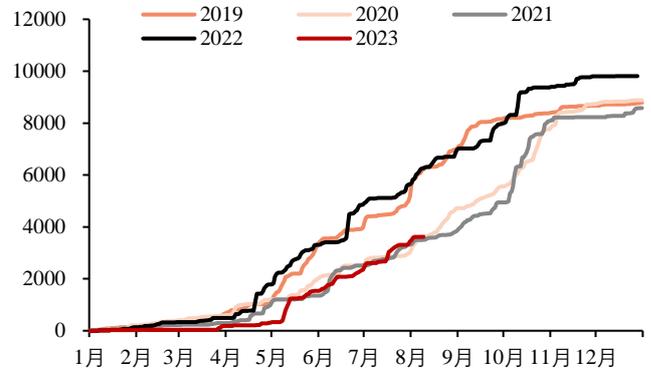
数据来源: ANRPC 华泰期货研究院

图 15: 云南累计降雨量 | 单位: HM



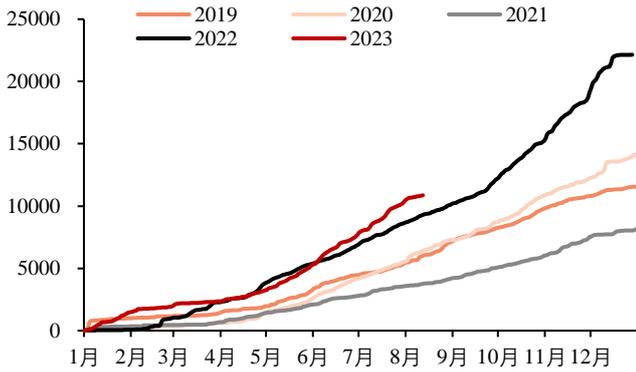
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 16: 海南累计降雨量 | 单位: HM



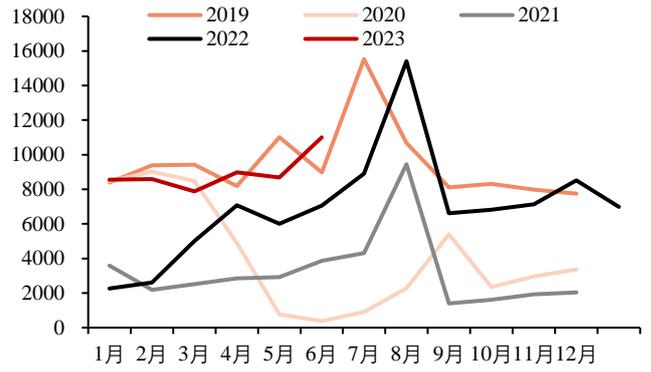
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 17: 泰国累计降雨量 | 单位: HM



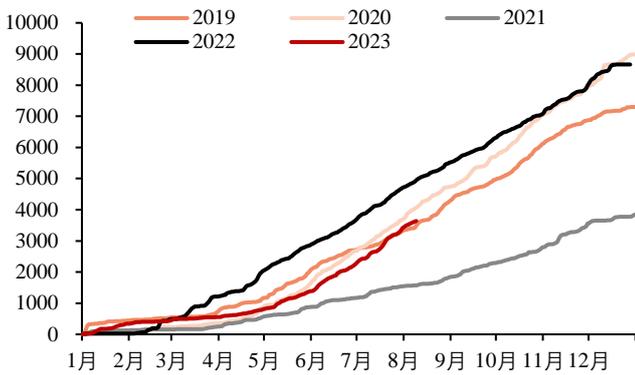
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 18: 泰国海外劳工 | 单位: 人



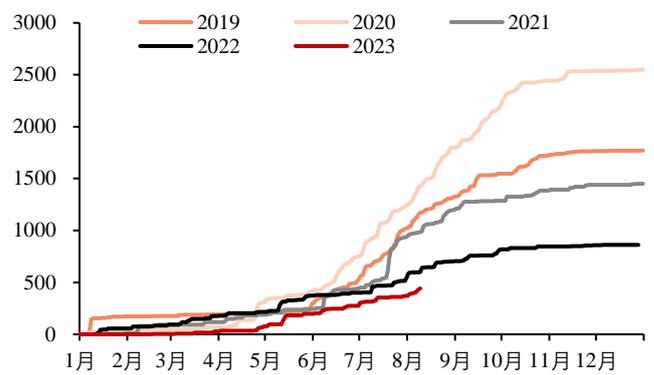
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 19: 泰国夜间累计降雨量 | 单位: HM



数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 20: 云南夜间累计降雨量 | 单位: HM



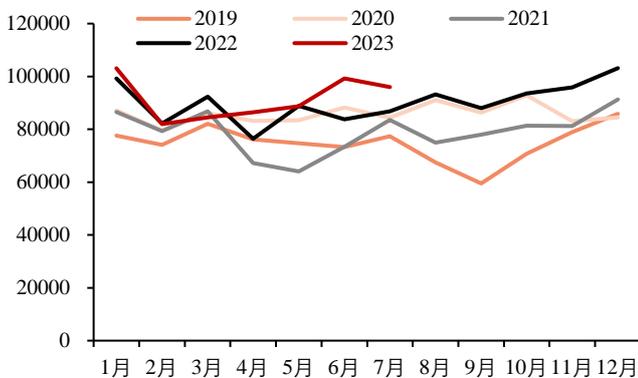
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

10 月顺丁橡胶产量逐步增加

生产利润的角度来看, 9 月顺丁橡胶生产利润持续改善, 目前已经处于近五年同比偏高位, 有利于上游开工率的回升。

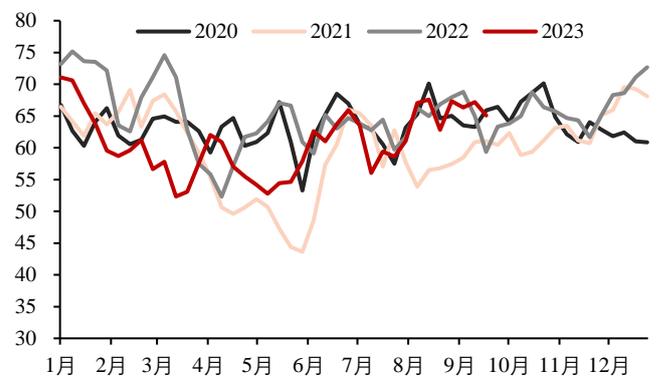
检修计划方面, 扬子石化 10 万吨预计 10 月中旬重启, 锦州石化也将在近期重启, 预计供应环比小幅增加。

图 21: 高顺顺丁产量 | 单位: 吨



数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 22: 高顺顺丁橡胶开工率 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

国内 10 月进口量难以大幅回升

国内进口量的影响因素主要分为三部分, 一是下游实体需求, 二是贸易商套利需求以及原料价差波动导致的流转, 三是替代种植的进口节奏。

首先, 对国内下游实体需求的分析, 我们归口在轮胎生产端。国内轮胎下游实体需求主要分国内轮胎需求以及出口需求。国内季节性来看, 10 月国内仍处于季节性旺季叠加海外需求韧性, 预计开工率可以延续高位。

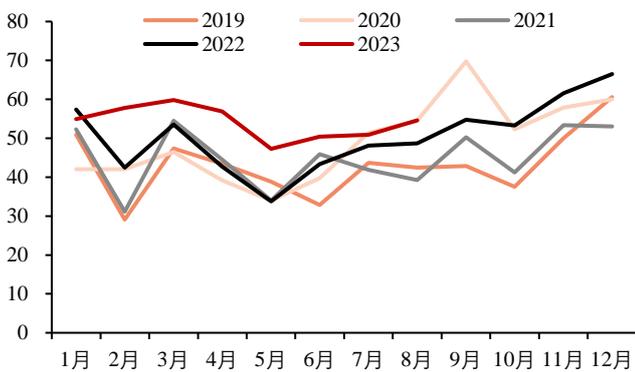
其次, 从 RU 非标价差来看, 国内收储消息的持续干扰下, RU 非标价差继续拉大, 目

前已经处于同比高位。但因橡胶轮储消息尚未落地，产业套利意愿受压制，但对于产业及盘面的影响会随着时间逐步趋于平缓。结合近期天然橡胶船期来看，预计国内10月份套利需求带来的进口量或难以增加。

最后是替代种植的进口量，按照季节性，10月份替代种植进口量环比回升。

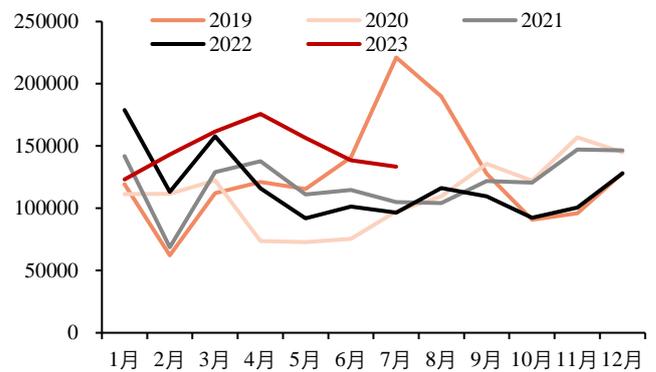
因此，预计10月份国内天然橡胶进口量环比持平或小幅增加，仍需关注海外需求对国内轮胎出口的影响以及套利需求变动对于国内混合胶进口量的影响。因进口窗口关闭，顺丁橡胶10月进口量难以回升。

图 23: 天胶进口量 | 单位: 万吨



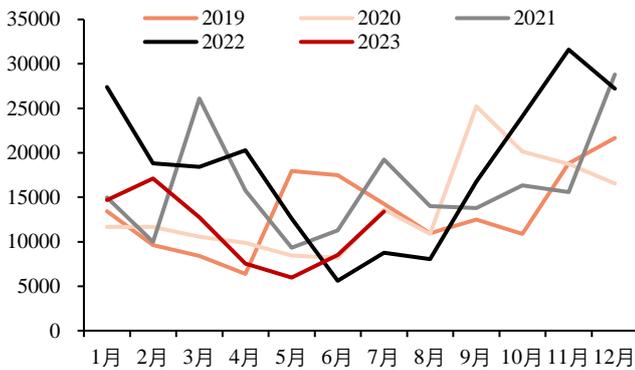
数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

图 24: 标胶进口量 | 单位: 吨



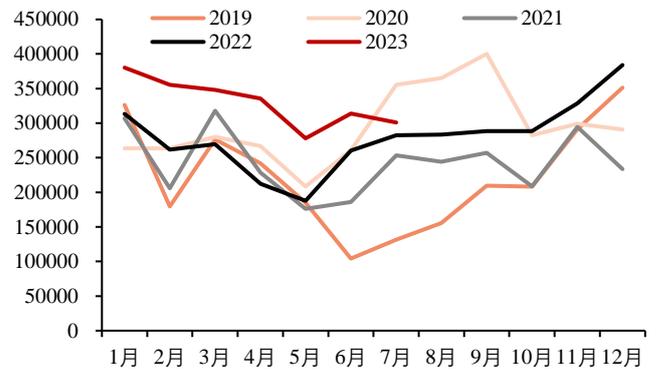
数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

图 25: 烟片进口量 | 单位: 吨



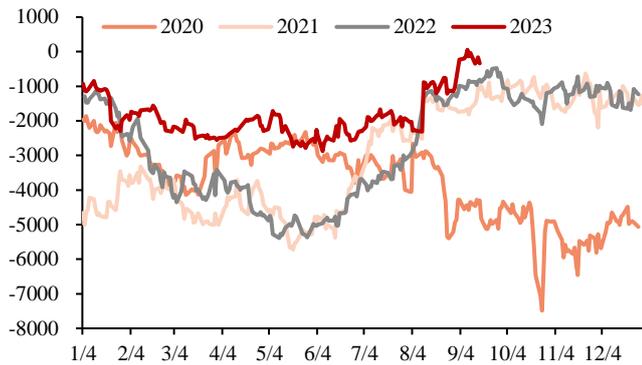
数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

图 26: 混合胶进口量 | 单位: 吨



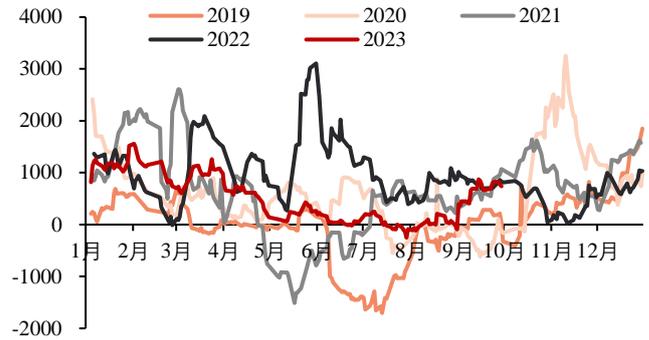
数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

图 27: 烟片进口窗口 | 单位: 元/吨



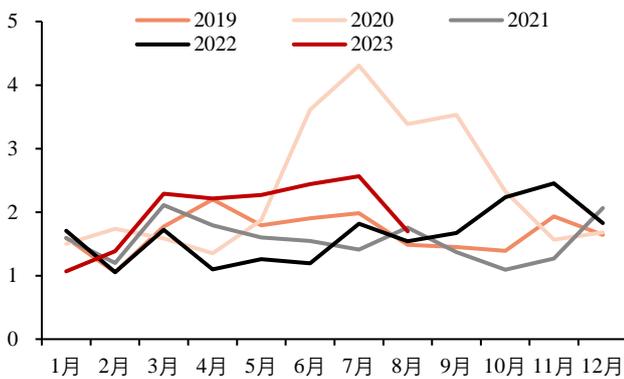
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 28: 浓乳进口窗口 | 单位: 元/吨



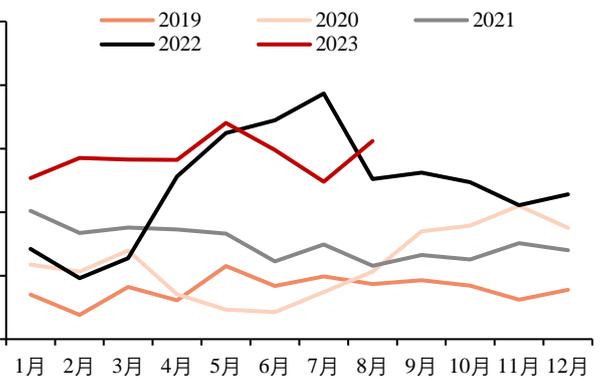
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 29: 顺丁橡胶进口量 | 单位: 万吨



数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

图 30: 顺丁橡胶出口量 | 单位: 万吨



数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

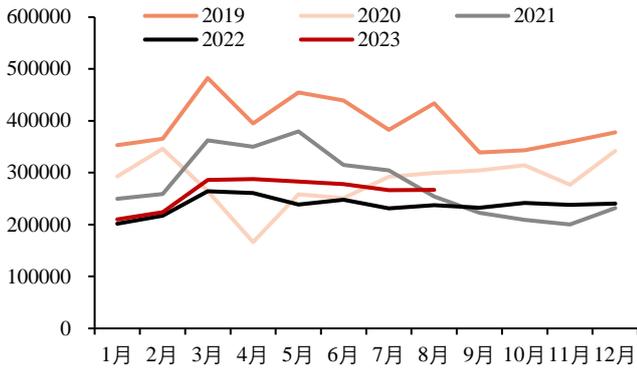
总结供应端, 10月全球橡胶主产区处于割胶旺季, 产量环比有望进一步回升, 但前期受降雨影响, 海外原料产出受限且上游加工利润持续低迷, 抑制成品产出, 导致国内船期推迟, 预计10月国内进口量仍难以大幅回升, 国内随着雨水结束, 原料价格高位下, 原料产出或有望快速提升。而顺丁橡胶因上游部分装置重启, 供应有望小幅回升。

10月需求仍处季节性旺季

原油价格的抬升使得美国通胀抬头, 市场对于美联储后期加息再次有预期, 压制大宗商品价格。

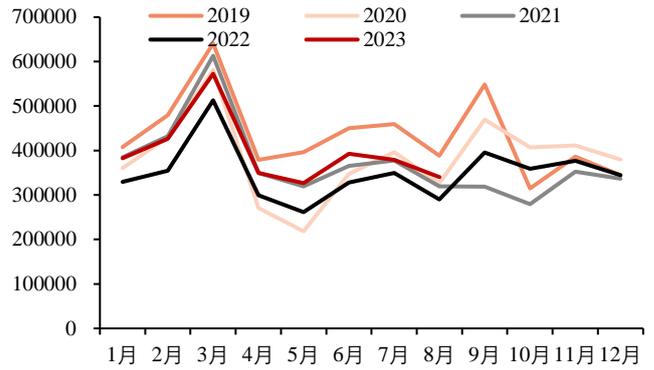
从产业角度来看, 上半年即使在美联储加息下, 海外需求仍呈现一定的韧性, 季节性来看, 10月份海外逐渐进入淡季, 需求或有小幅回落。

图 31: 美国汽车销量 | 单位: 辆



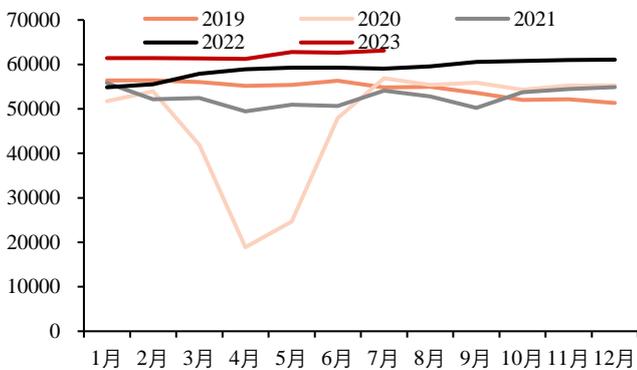
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 32: 日本汽车销量 | 单位: 辆



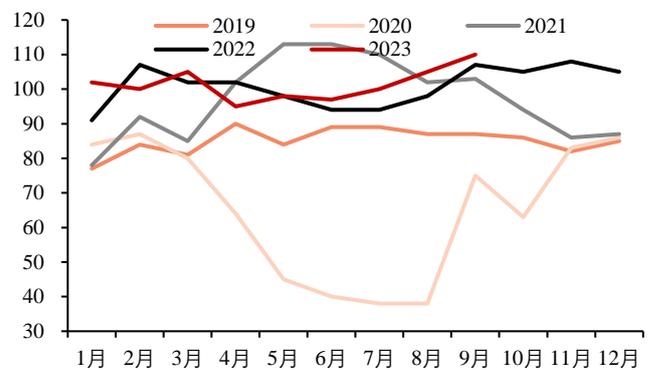
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 33: 美国汽车零部件订单 | 单位: 百万美元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 34: 韩国汽车零部件订单指数 | 单位: 点



数据来源: Wind 华泰期货研究院

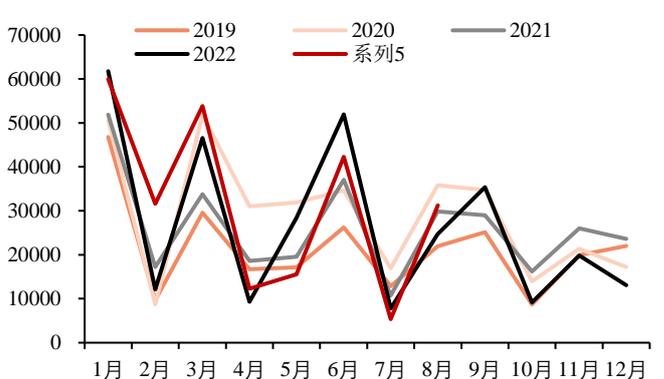
2023 年国内稳经济政策持续出台, 尤其是汽车助推政策下, 国内乘用车销量环比持续回升, 但基建及地产投资依旧低迷。

图 35: 挖掘机销量当月同比 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 36: 中国社融规模 | 单位: 亿元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

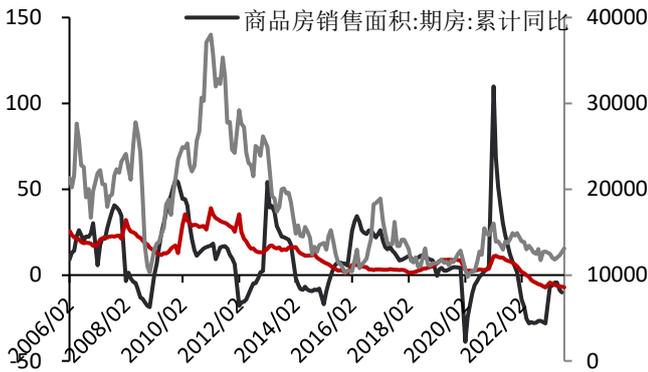
国内橡胶下游轮胎需求主要分为三部分, 配套、替换及出口, 配套主要是汽车销量以及重卡销量, 配套和替换市场更多跟国内房地产及基建相关, 出口则取决于海外需

求。

10月国内下游需求仍处传统旺季

10月国内处于季节性旺季，叠加国内汽车刺激政策持续出台，国内汽车销量有望保持旺盛格局。进入四季度，海外加息节奏放缓之后，将迎来一轮补库周期，对国内轮胎出口也是利好。预计今年10月国内轮胎厂开工率同比或有所回升。国内今年以来汽车销量数据处于同比高位，其中的增长贡献主要来自于新能源汽车。

图 37：地产销售累计同比与 RU | 单位：% 元/吨



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 38：汽车制造业固定资产投资累计同比 | 单位：%

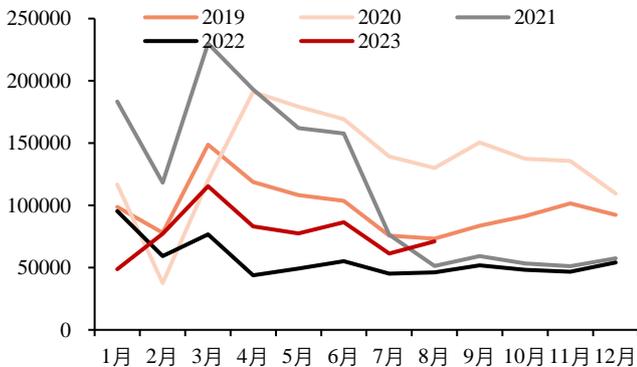


数据来源：Wind 华泰期货研究院

重卡销量小幅回升

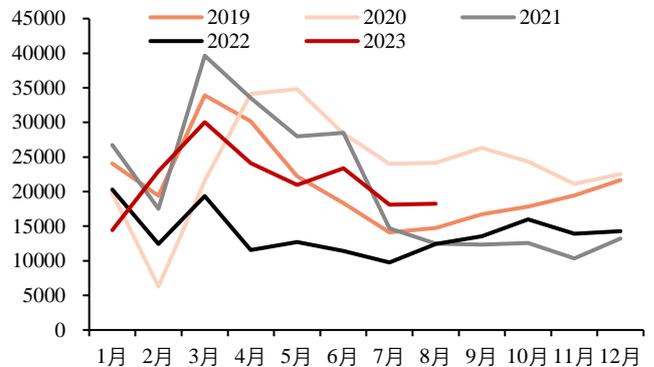
受制于国内经济恢复缓慢，国内重卡销售相比汽车销量回升幅度明显偏小。但从细分项来看，一季度末开始，国内重货销售回升幅度相对明显，或主要跟地产环比改善有关，主要因保交楼政策的推动，带来阶段性需求释放。近期改善明显的是半挂车，这主要跟物流回升相关，或反映国内消费有所回升。

图 39：重卡销量 | 单位：辆



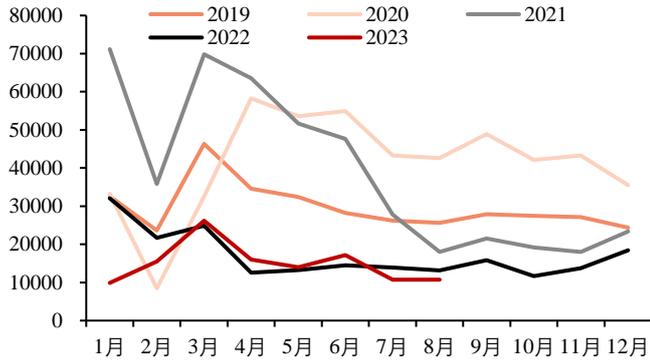
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 40：重货销量 | 单位：辆



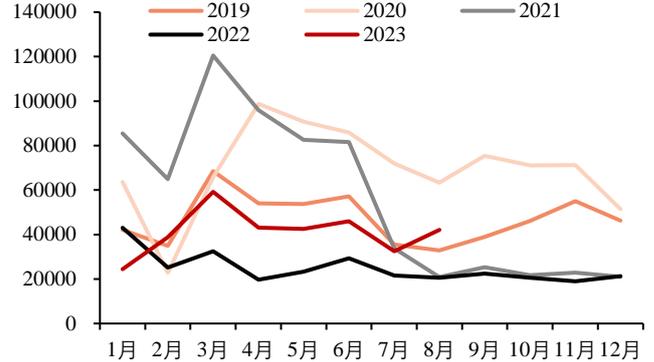
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 41: 非完整车销量 | 单位: 辆



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 42: 半挂车销量 | 单位: 辆

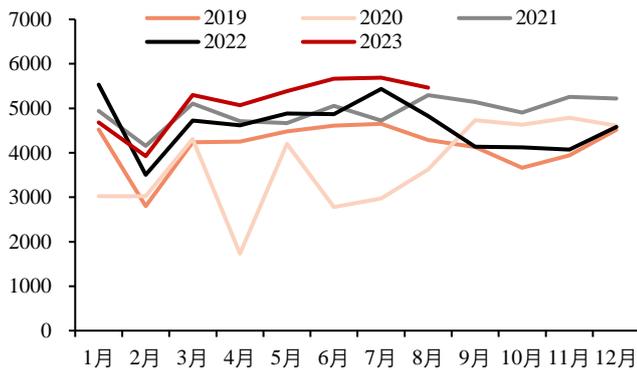


数据来源: Wind 华泰期货研究院

轮胎出口或维持旺盛状态

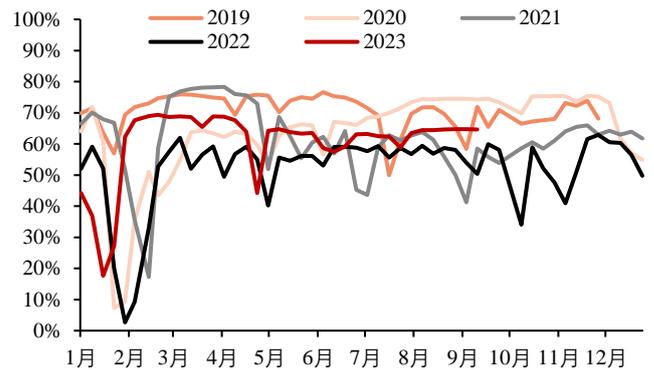
基于海外需求的韧性以及后期美联储加息步伐放缓的背景下, 国内 10 月轮胎出口需求有望维持旺盛状态。

图 43: 国内轮胎出口量 | 单位: 万条



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 44: 全钢胎开工率 | 单位: %

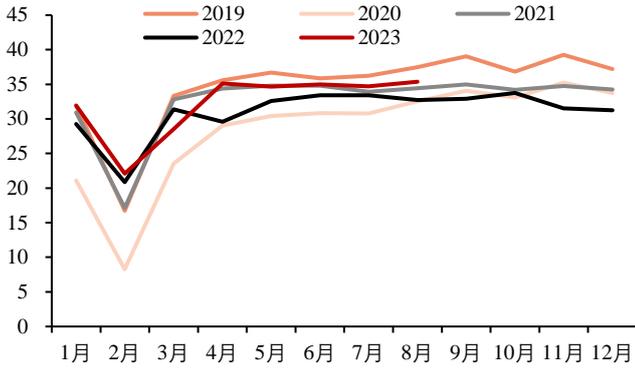


数据来源: Wind 华泰期货研究院

政策支持下, 10 月替换市场有望维持

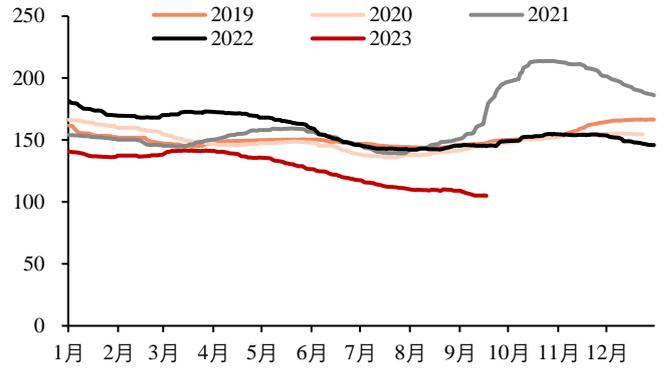
目前国内出行已经恢复正常, 但因经济恢复缓慢, 对于替换市场也有一定的影响。但从国内公路货运季节性来看, 4 月份国内环比改善明显。10 月国内工业需求环比改善下, 叠加国内在基建及汽车的政策支持下, 预计 10 月国内替换市场需求有望继续维持。

图 45: 公路货运季节性 | 单位: 亿吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

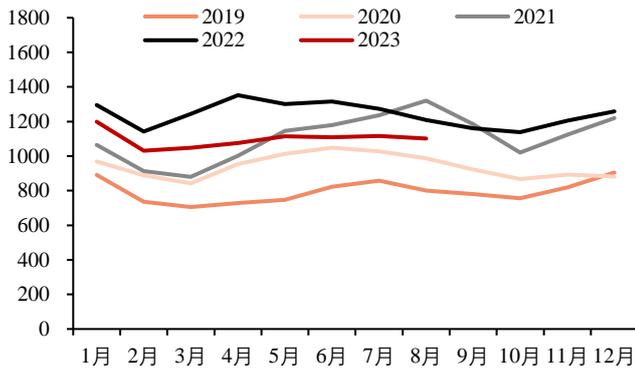
图 46: 水泥价格指数 | 单位: 点



数据来源: Wind 华泰期货研究院

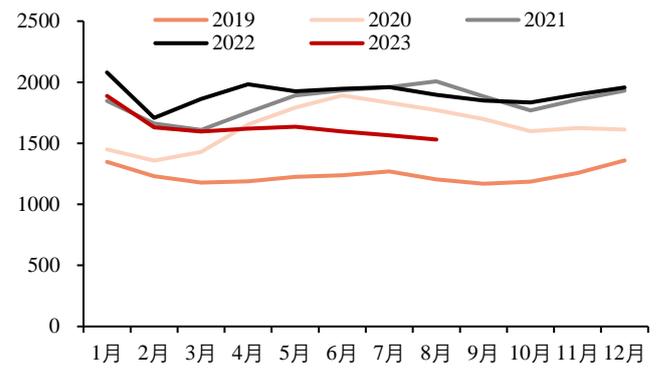
目前随着汽车产销的大幅好转, 半钢胎库存已经去化到近五年的均值水平; 全钢胎也有小幅去化, 但幅度不及半钢胎。下游轮胎厂库存压力相比年初已经明显减缓。

图 47: 全钢胎库存 | 单位: 万条



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

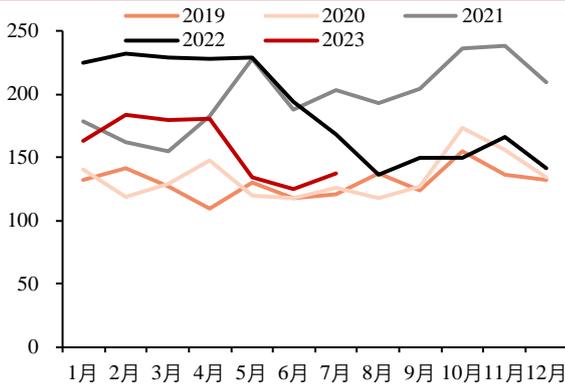
图 48: 半钢胎库存 | 单位: 万条



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

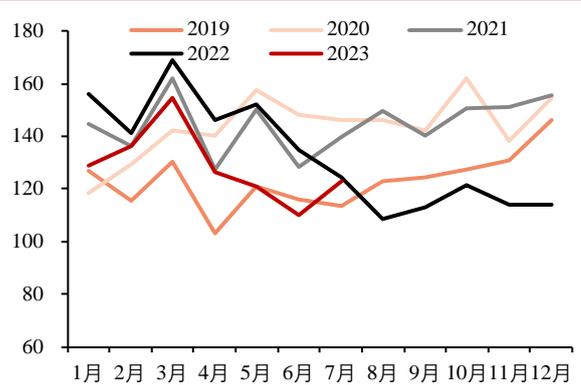
全乳胶供应端还需关注原料分流的另一端成品即浓乳, 主要对比全乳胶生产以及浓乳生产的利润来进行原料去向分配。国内陆续开割之后, 须关注该因素影响, 目前国内浓乳利润持续被压缩, RU 主力合约盘面交割利润持续存在, 海南产区原料重新回流到全乳胶生产上。

图 49: 泰国橡胶手套成品库存 | 单位: 万条



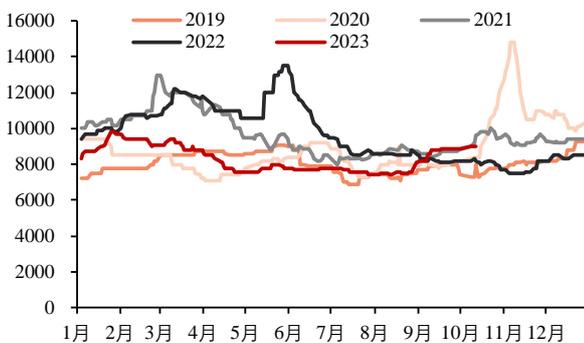
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 50: 泰国橡胶手套生产指数 | 单位: 点



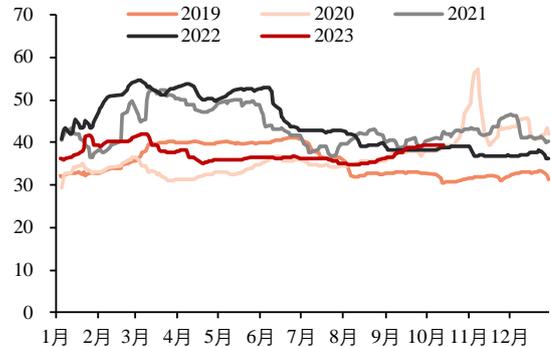
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 51: 国内浓乳价格 | 单位: 元/吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 52: 泰国宋卡浓乳价格 | 单位: 泰铢/千克



数据来源: Wind 华泰期货研究院

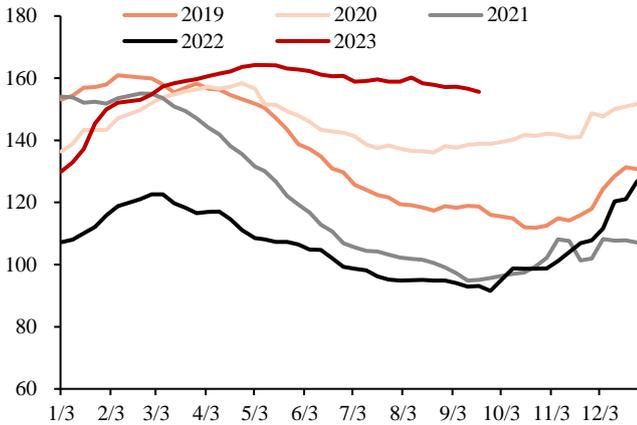
展望 10 月下游需求, 国内稳经济政策将有利于轮胎替换及配套需求的改善, 但因国内房地产政策延续前期不变, 房地产大幅改善难度较大, 预计改善幅度有限。基于海外加息节奏放缓以及补库周期来临支撑下, 国内轮胎出口短期将持高增速。目前下游轮胎厂成品库存实质性去化, 需求改善支撑下将使得轮胎厂有原料采购意愿, 预计 10 月需求环比小幅改善。

10 月天然橡胶库存有望继续去化

10 月全球供应环比回升, 但海外原料价格处于低位, 且上游加工利润持续亏损, 抑制橡胶产量大幅增加, 预计可能带来国内 10 月进口量回升有限。国内轮储消息尚未落地下也导致国内非标套利需求下降带来混合胶进口难以回升。10 月国内产区处于割胶旺季, 预计浅色胶库存将继续小幅回升, 但深色胶库存增速也有下降可能, 10 月国内或继续小幅去库, RU 与 NR 价差或有望继续小幅缩窄。

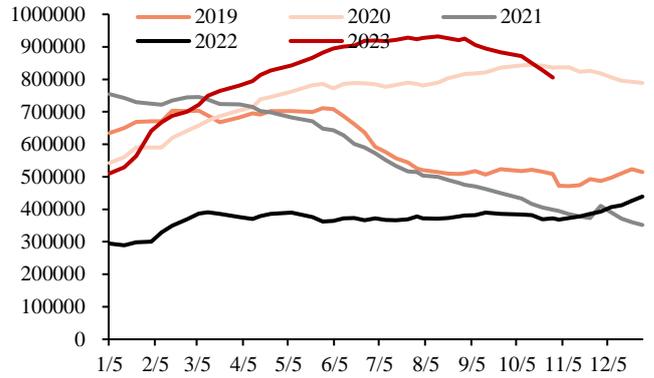
随着上游装置的逐步重启, 顺丁橡胶供应增加以及下游备库结束之后, 上游库存明显回升, 排除需求有进一步回升下, 预计顺丁橡胶 10 月将迎来库存回升压力。

图 53: 天然橡胶社会库存 | 单位: 万吨



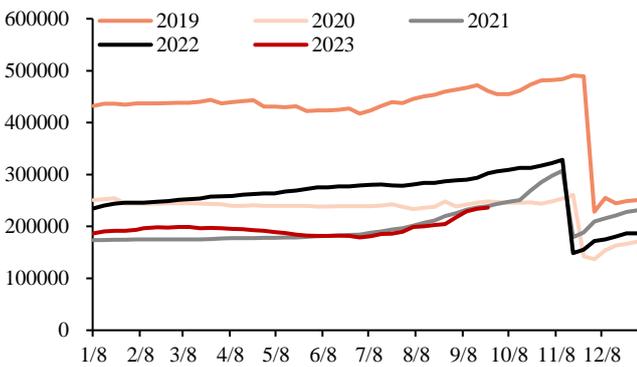
数据来源: 上海期货交易所 华泰期货研究院

图 54: 青岛保税区库存 | 单位: 吨



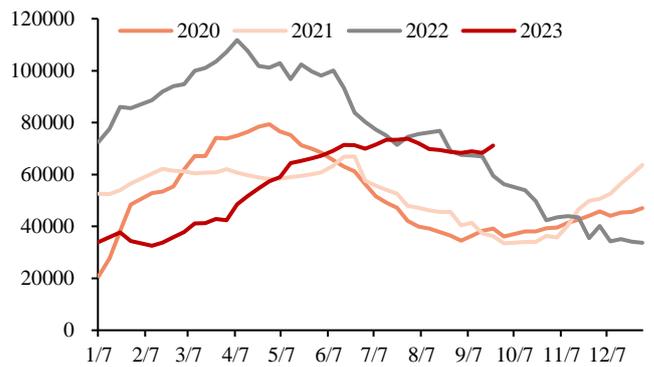
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 55: 上海期货交易所 RU 库存 | 单位: 吨



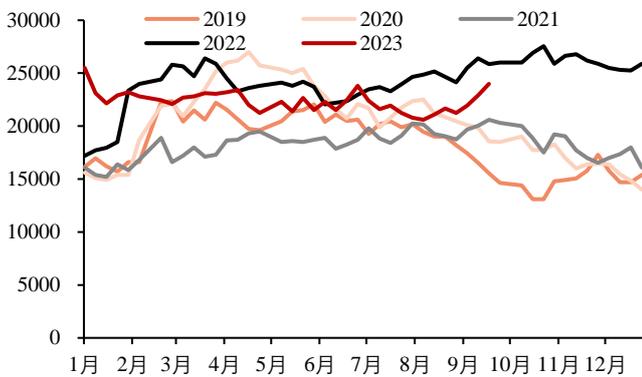
数据来源: 上海期货交易所 华泰期货研究院

图 56: NR 库存 | 单位: 吨



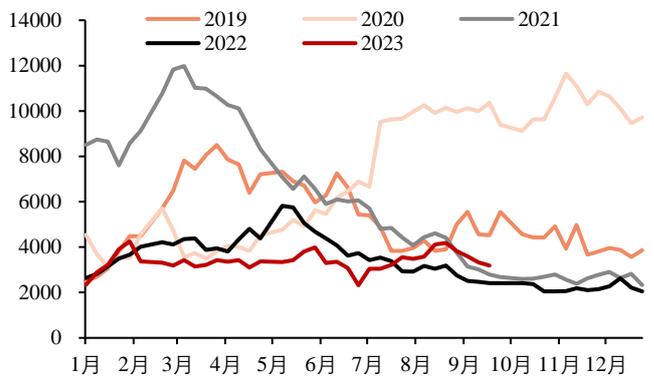
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 57: 顺丁橡胶企业库存 | 单位: 吨



数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 58: 顺丁橡胶贸易商库存 | 单位: 吨



数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

观点及策略

单边：RU 及 NR 谨慎偏多，BR 中性。10 月国内进口季节性环比减少下，天然橡胶供应增加有限，需求保持下，预计国内 10 月份橡胶供需环比或继续小幅改善，但因需求改善力度有限，由此或带来库存小幅去化。顺丁橡胶则呈现供需两旺格局，在成本端支撑下，预计价格继续下行空间受限。

价差：RU 与 NR 价差缩窄逻辑延续，尤其随着雨水逐步减少，国内产区原料将逐步增加，叠加上游生产转向全乳胶，预计国内浅色胶或呈现累库状态，而国内进口增加有限下，预计深色胶累库缓慢，将带来 RU 与 NR 价差缩窄。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一 2101-2106 单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com