

估值偏低，中线关注供需错配带来的买入机会

剔除汇率因素，目前的原料价格已经低于2016年初的水平，尽管最近两年来，国外对胶农的补贴政策以及国内橡胶的“期货+保险”政策的实施，使得胶农对低价原料承受能力更强，但依然可以看出，橡胶价格已经处于偏低的估值区间。

根据新增种植面积数据，2012年橡胶种植面积已见顶，按照橡胶7年生长周期，2012年种植高峰对应的开割期在2019年，这批新种植的橡胶树旺产季则可以延续3-5年，则意味着供应高峰将延续到2022-2024年。从橡胶产能角度来看，目前依然是处于释放期，但橡胶当年的产量则受到诸多因素影响，当年原料价格水平以及主产区天气、产胶国的相关政策等均会影响到橡胶开割季的产量。

供需格局：四季度橡胶价格将呈现供需两旺的格局，11月份之前则还需关注仓单压力带来的盘面承压可能性，预计橡胶四季度或维持低位震荡格局。

中线观点：但从原料端来看，目前橡胶已经处于估值低位区间，下行的空间受限，基于供应端减产的滞后反映以及需求的企稳时点，我们建议投资者重点关注后期供需错配带来的反弹机会。

投资建议：从供应端变化规律来看，我们估计在四季度末或明年上半年橡胶或有阶段性供需错配带来的做多机会，而接下来的时间则或是厂家及贸易商找低点补库的机会。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

研究院 能源化工组

研究员

潘翔

☎ 0755-82767160

✉ panxiang@htfc.com

从业资格号：F3023104

投资咨询号：Z0013188

余永俊

☎ 021-60827969

✉ yuyongjun@htfc.com

从业资格号：F3047633

投资咨询号：Z0013688

陈莉

☎ 020-83901030

✉ cl@htfc.com

从业资格号：F0233775

投资咨询号：Z0000421

联系人

张津圣

☎ 021-68757985

✉ zhangjinsheng@htfc.com

从业资格号：F3049514

梁宗泰

☎ 020-83901005

✉ liangzongtai@htfc.com

从业资格号：F3056198

康远宁

☎ 0755-23991175

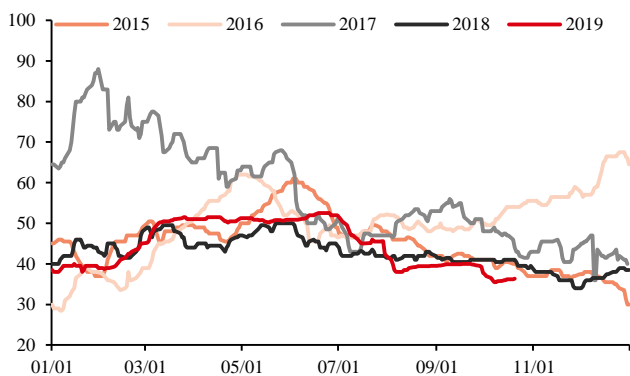
✉ kangyuanning@htfc.com

从业资格号：F3049404

原料价格反映橡胶估值偏低

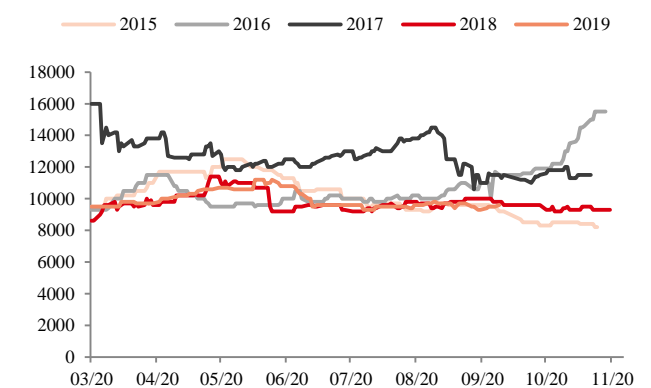
2019年国内主产区开割初期原料价格处于近几年的低位，泰国主产区原料也处于偏低位置，截止目前，国内原料价格2019年全年基本都在低位区间运行，泰国主产区原料价格则经历了一些波折，2019年5、6月份，因产区天气偏干以及开割初期，原料产量受限以及加工厂抢占原料带来期间价格逆季节上涨，但最终敌不过旺季产量带来的冲击，原料价格于7月开始大幅补跌。目前泰国原料价格重新回到近几年低位，且价格低点一度接近2015年底2016年初的低点位置，杯胶价格一度跌破30泰铢/公斤，2016年初的杯胶价格最低达到28泰铢/公斤水平，但持续了不到一周的时间，价格立即反弹。对比2019年及2016年度，最大的不同在于泰铢汇率水平，泰铢价格从2016年初的36泰铢升值为30泰铢泰国，幅度达到17%左右，剔除汇率因素，目前的原料价格已经低于2016年初的水平，尽管最近两年来，国外对胶农的补贴政策以及国内橡胶的“期货+保险”政策的实施，使得胶农对低价原料承受能力更强，但依然可以看出，橡胶价格已经处于偏低的估值区间。

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



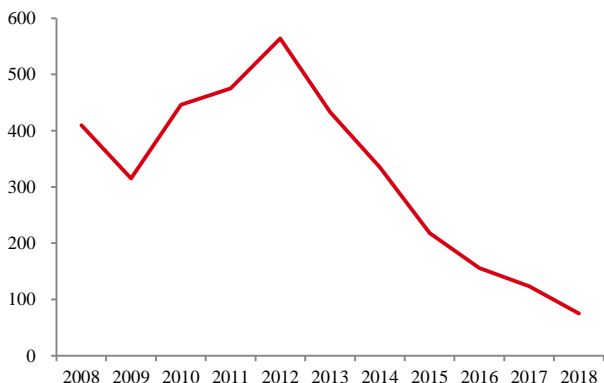
数据来源：Wind 华泰期货研究院

供应：种植面积已见高点，产量释放还将延续

根据新增种植面积数据，2012年橡胶种植面积已见顶，按照橡胶7年生长周期，2012年种植高峰对应的开割期在2019年，这批新种植的橡胶树旺产季则可以延续3-5年，则意味着供应高峰将延续到2022-2024年。从橡胶产能角度来看，目前依然是处于释放期，但橡胶当年的产量则受到诸多因素影响，当年原料价格水平以及主产区天气、产胶国的相关政策等均会影响到橡胶开割季的产量。

图 3: 全球年度新增种植面积

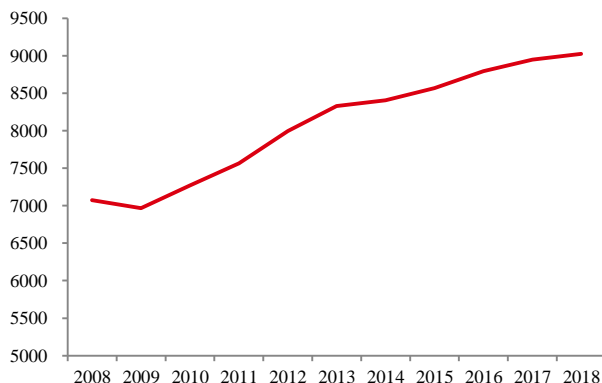
单位: 千公顷



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4: 全球年度开割面积

单位: 千公顷

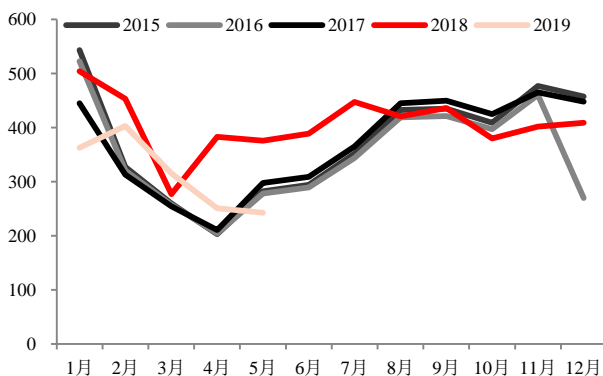


数据来源: Wind 华泰期货研究院

2019 年, 部分橡胶主产国遭遇天气影响, 带来开割推迟以及阶段性产量减少等现象。2019 年赤道近线地区普遍长时间偏旱, 易引发潜伏性病虫害, 落叶病已经发生, 至于严重程度和产量损失, 暂无法评估。其中泰国主产区因低价以及开割初期产区天气偏干, 带来其推迟开割一个月, 且在开割的最初一个月内上游加工厂开工率受限, 大部分处于 40%-50% 的水平, 带来期间泰国原料价格坚挺。印尼主产区今年的旱季比往年延长了一个月, 苏门答腊岛约 25% 橡胶树感染真菌病, 同时, 9 月的火灾事件亦有影响; 当地政府预计印尼全年将会有 15% 的减量。国内云南产区在今年 5 月份遭遇干旱, 期间的减量能否在接下来的两个月时间内补上, 成为了多空争执的焦点, 后期无论是国内还是国外产区, 降雨量成为产量的关键指标。

图 5: 泰国产量季节性

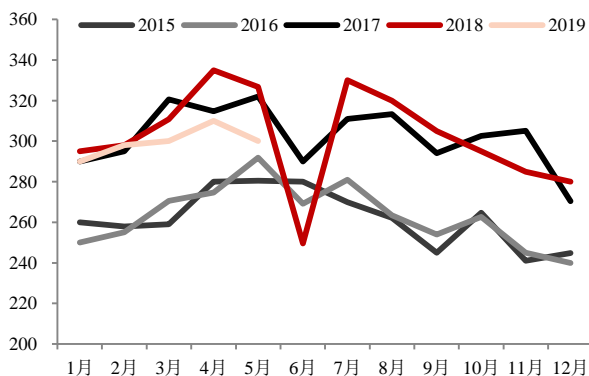
单位: 千吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

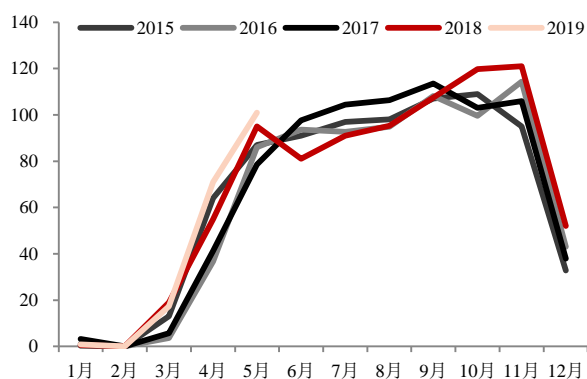
图 6: 印尼产量季节性

单位: 千吨



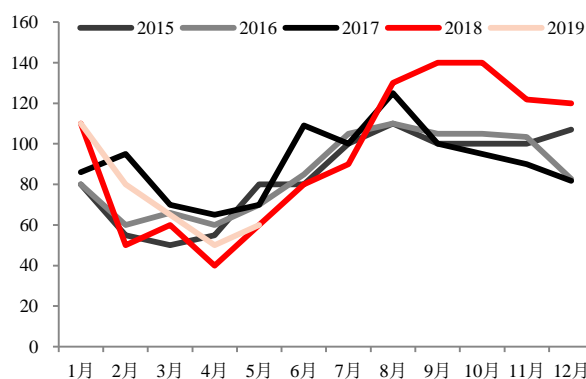
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 7: 中国产量季节性 单位: 千吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

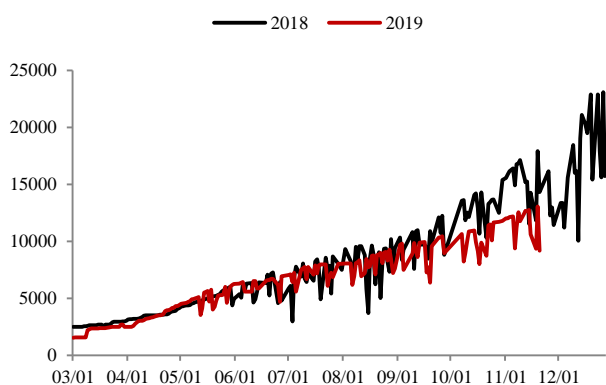
图 8: 越南产量季节性 单位: 千吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

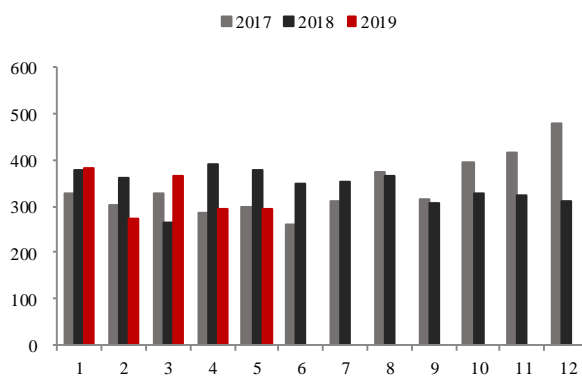
截止目前, 整个 2019 年而言, 泰国主产区降雨量相对偏少, 如果 11 月份南部进入旺季之后, 雨水依然偏少, 或将带来全年产量的影响, 同时影响会蔓延到下一个开割年份, 最终将影响其对外出口量。

图 9: 泰国累计降雨量 单位: mm



数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 10: 泰国橡胶出口量 单位: 千吨



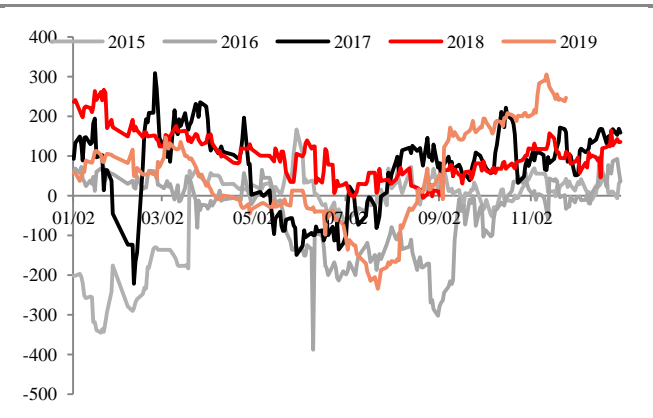
数据来源: Wind 华泰期货研究院

四季度橡胶产量仍将呈现旺季特征

就橡胶四季度产量而言, 我们结合上游加工利润以及季节性旺季来看, 认为主产区四季度供应正常释放, 旺季特征仍将明显。今年上游加工利润也出现了较大波动, 5、6 月份泰国主产区原料价格因为加工厂抢占原料价格而持续攀升, 成品端价格则被疲弱的需求压制, 带来上游生产利润的大幅下挫, 亏损一度达到近年来的最大, 7 月份泰国主产区的这轮原料补跌则带来上游加工厂利润修复, 8 月中旬之后, 生产利润快速修复为正, 且目前生产利润处于历史较高水平。而目前主产区陆续迎来高产季节, 泰国北部目前已经是旺季, 南部在 11 月份也将进入旺季, 旺季将维持到明年 1 月份, 产量较大的越南以及增量较大的緬

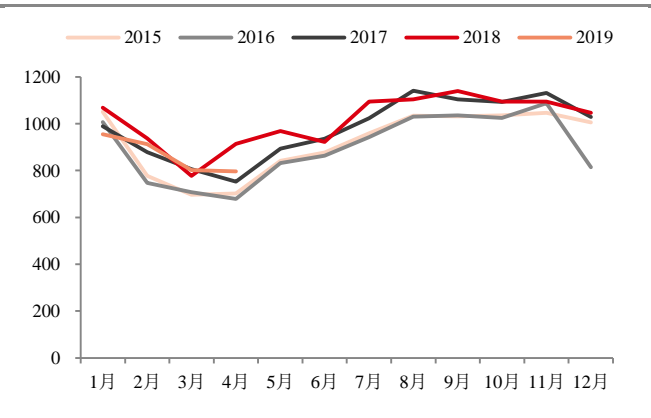
甸老挝四季度均处于割胶旺季。因此，短线而言，四季度旺季叠加加工利润不错将带来产量的正常释放，整个产区四季度仍将呈现旺季特征。

图 11: 泰国烟片加工利润 单位: 美元/吨



数据来源: 卓创资讯 Wind 华泰期货研究院

图 12: ANRPC 产胶国产量季节性 单位: 千吨

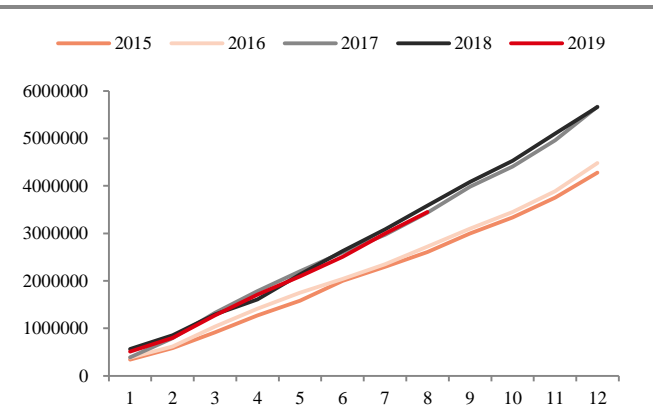


数据来源: Wind 华泰期货研究院

2019 年全年进口驱动偏弱

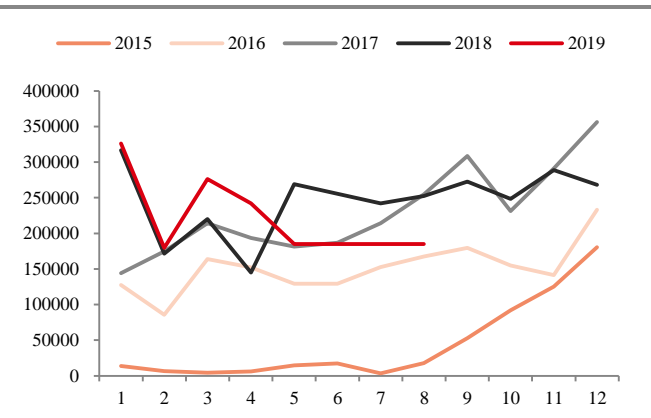
2019 年随着期现价差的进一步缩窄，带来国内非标套利需求减少，整个 2019 年进口驱动维持偏弱。最近几年，橡胶期货曾一度升水现货价格达 4000 元/吨，2019 年全年最高的价差也只能达到 1200 元/吨，目前基差水平在 1000 元/吨以内，期现价差极大缩窄，造成国内贸易商非标套利需求的大幅下降，带来全年进口量减少，该趋势将延续整个 2019 年。2019 年，因全年烟片进口窗口没有开启带来烟片胶的进口量亦呈现明显下降趋势。

图 13: 天胶进口量 单位: 吨



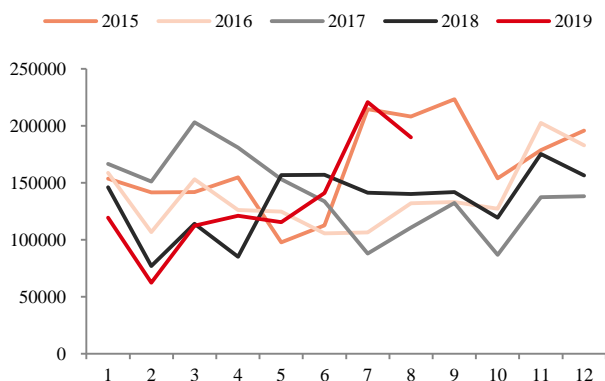
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 14: 混合胶进口量 单位: 吨



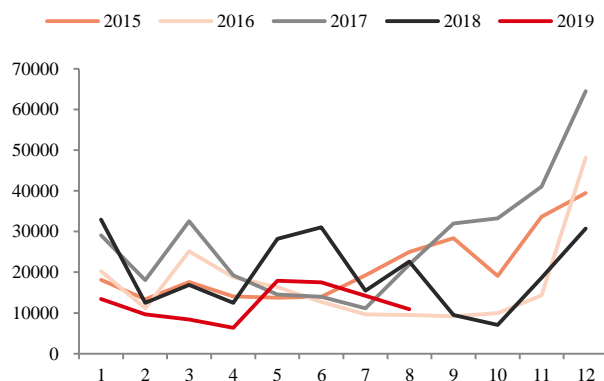
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 15: 标胶进口量 单位: 吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 16: 烟片胶进口量 单位: 吨

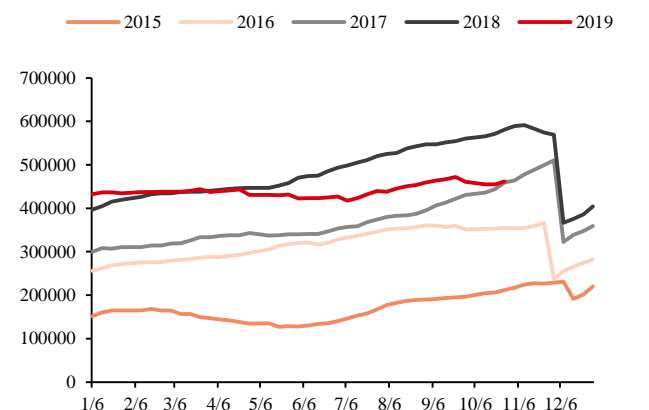


数据来源: Wind 华泰期货研究院

国内库存逆周期调节

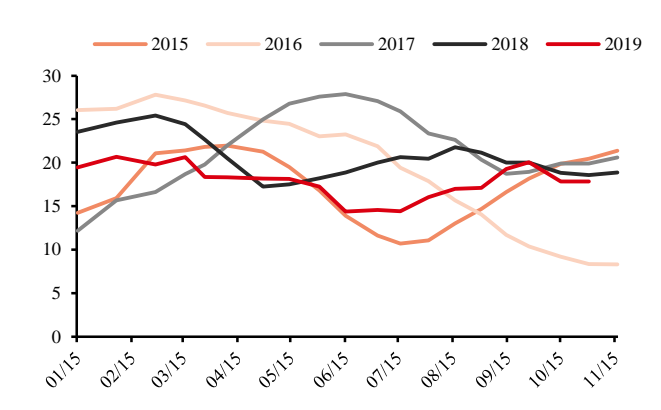
以上进口驱动偏弱分析中提到的 2019 年非标套利需求降低, 同样带来国内库存的下降, 尤其是青岛港口区外库存的下降。4.28 海关严查国内混合胶事件则加速了区外库存的下降进程, 并带来四季度初前后国内港口库存反季节去库。而其中青岛保税区库存, 6 月下旬开始的库存回升则依然是受到 4.28 事件影响, 开割之后, 国外主产区美金货流入国内市场, 但 4.28 事件造成大量货源滞留港口, 较高的滞港费, 使得部分货源流入到保税区区内仓库, 随着该事件的远去, 报关恢复正常后, 保税区库存也开始重新流出, 目前区内及区外库存变动趋于正常。对 10 月下旬之后, 四季度国内库存的判断, 我们分两个部分来看, 首先是港口库存, 从港口预报来看, 后期 11 月份将有较多的船货到港, 而下游工厂在国庆节前后进行了一轮原料补库, 目前下游工厂受到环保影响, 开工率受制约, 工厂补库意愿或不足, 以上将带来后期港口库存流入大于流出, 预计港口库存大概率迎来库存重新回升时点。其次是交易所库存变动, 因今年国内烟片窗口一直没有打开, 烟片胶的进口不需考虑, 因此, 交易所库存更多受到国内产区供应量的影响, 目前国内云南及海南产区天气不错, 原料充裕, 或带来后期国内交易所库存的重新增加, 目前已经连续两周增加。总而言之, 受套利需求显著下降的影响, 预计四季度累库幅度将不及往年, 但短期阶段性去库或迎来拐点。

图 17: 上海期货交易所总库存 单位: 吨



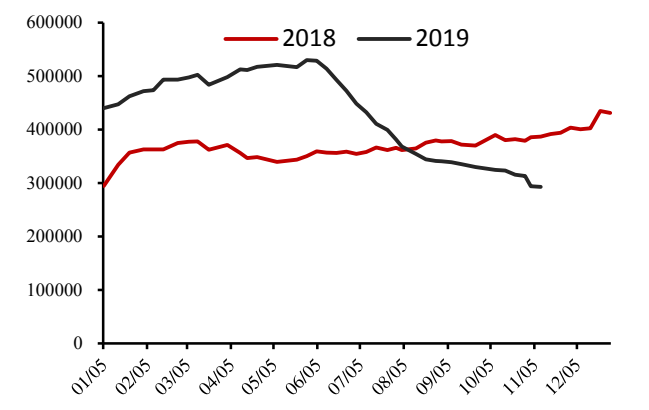
数据来源: 上海期货交易所 华泰期货研究院

图 18: 国内保税区库存 单位: 吨



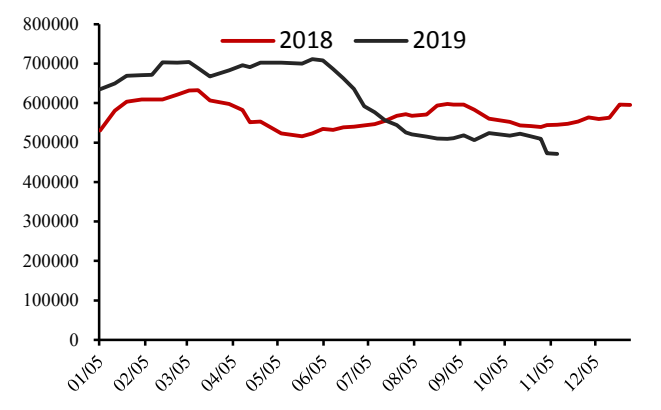
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 19: 国内青岛保税区区外库存 单位: 吨



数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 20: 国内港口总库存 单位: 吨



数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

供应端总结: 受低价以及天气影响, 2019 年供应增速不及预期, 但四季度是橡胶高产期, 上游加工利润不错将带来产量旺季依然可以释放, 国内库存或也将迎来季节性回升。

需求: 关注需求改善的时间节点

宏观数据显示国内经济处于下行尾部

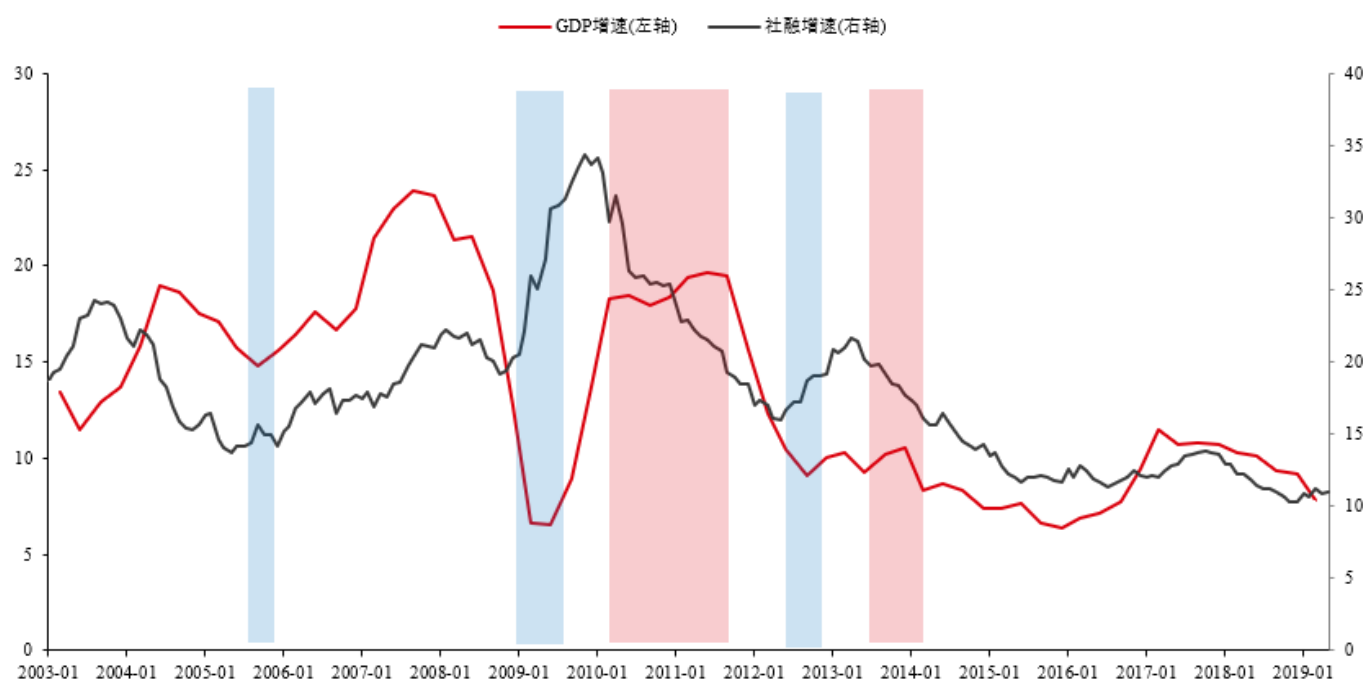
首先, 我们看看宏观指标对国内下游需求的指引, 据华泰期货研究院宏观组观点, 中国 2019 年四季度经济将处于信用稳以及经济回落区间。具体研判如下:

信用稳

对于国内经济周期的研判，我们一般会参考信用周期指标。信用周期对宏观经济周期存在一定的领先性，且这种领先性在经济由衰退转向复苏时表现的更加具有规律性。当社融增速开始拐头向上时，GDP 增速也往往能够在 2 个季度左右的时间内出现触底，也就是说明每一轮宏观经济周期的启动都在前期伴随着实体融资的回暖。从历史数据来看，信用增速分别于 2005 年 5 月、2008 年 10 月、2012 年 5 月、2015 年 12 月出现企稳，GDP 增速也于 2005 年 9 月、2009 年 3 月、2012 年 9 月、2016 年 9 月达到了周期性的底部。

图 21： 中国社融增速与 GDP 增速

单位：%



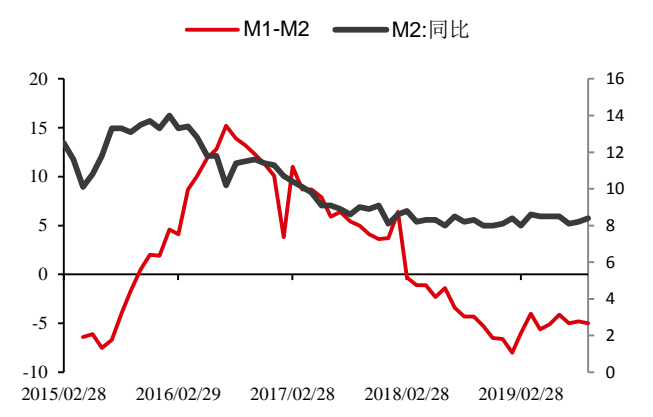
数据来源：Wind 华泰期货研究院

信贷数据指向经济企稳

信贷数据作为前瞻性指标逻辑来自于“政府政策—信贷—实体经济”的传导过程，而早于 2018 年中国经济下行压力加大以及中美经贸磋商前景的不明朗，政府明显加强了逆周期的调节力度，而上述的传导我们早于 2018 年 10 月，2019 年 2 月分别观察到社会融资存量以及 M2 增速的企稳回升，离我们更近的是 8 月新增人民币贷款和新增社融的企稳，下一步就是信贷对实体经济的传导。

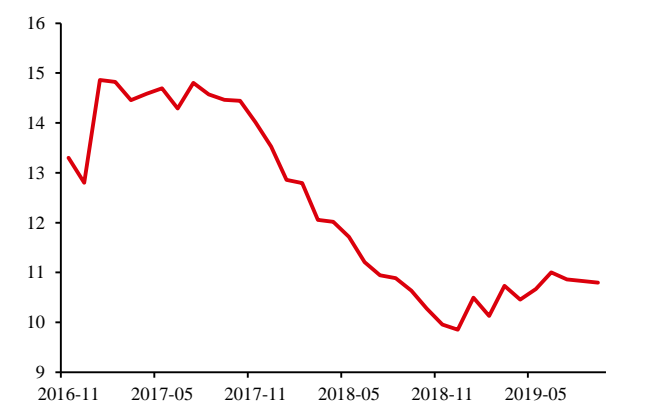
因此，可以相对肯定的说，中国经济周期已经处于下行的尾部。

图 22: MI 与 M2 价差 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 23: 社会融资规模存量同比 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

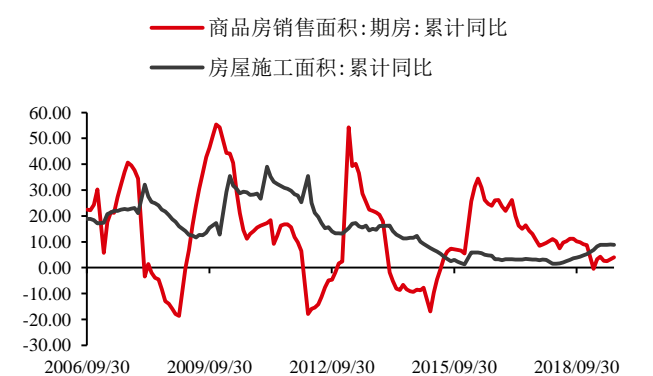
地产投资: 期房交房压力支撑地产韧性

地产周期的长期下行趋势已经成为市场共识, 尤其是国家政策上来看, 后期很难再看到政策往房地产倾斜, 但这并不意味着房地产数据的下行马上就能传导到实体的开工的大幅下挫, 相反, 短期内, 房地产还存在一定的韧性。

截止 2019 年 9 月, 期房销售占地产销售面积约 85%; 一般而言期房的购房合同会规定与 2-2.5 年内交房, 因此期房销售面积领先于竣工面积; 从历史来看, 2008 年 2 月和 2011 年 3 月均出现了竣工的回补, 而 2014 年尽管竣工增速回补不明显, 但从绝对值来看并不存在交楼的缺口;

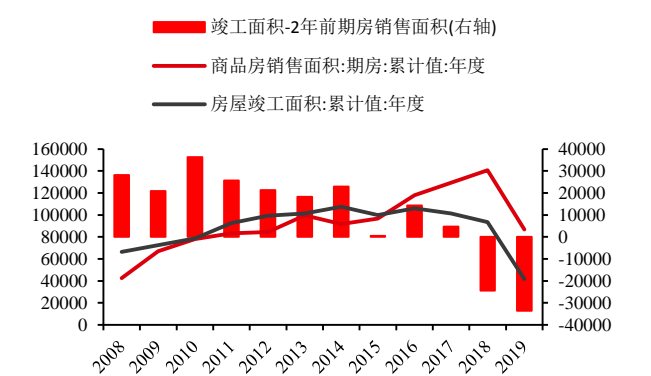
2018、2019 年 8 月的累积竣工面积分别比两年前的期房销售面积少 2.44 和 3.35 亿平方米, 因此我们认为后期的期房交房压力会继续支撑地产韧性。

图 24: 房地产销售及房屋施工面积累计同比 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 25: 商品房销售及竣工面积 单位: %

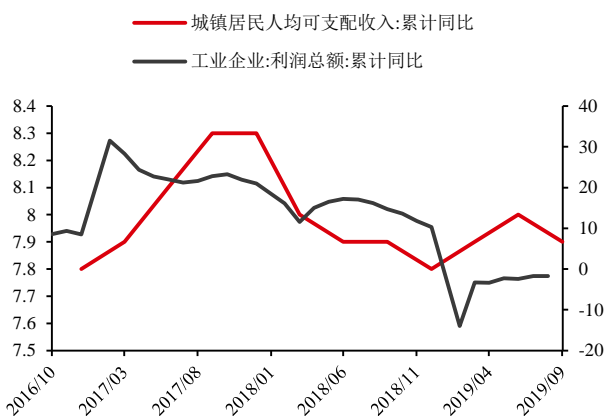


数据来源: Wind 华泰期货研究院

汽车消费或环比改善

为了应对内外困境，国内经济下行以及中美贸易战的影响，国内提前加大了逆周期调节的力度，前期政府减税降费正传导至居民和企业收入端，收入增加对消费整体形成支撑。另外，2019年7月“国六”汽车排放标准逐渐实施，汽车的升级换代需求将利好后续汽车消费。长线来看，中国的汽车保有量远远低于经济体量相当的国家，因此，国内汽车消费还有很大的增长空间。

图 26: 人均收入及企业利润额累计同比 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 27: 固定资产投资完成额 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

基建投资: 四季度或依然表现平平, 明年初有所改善

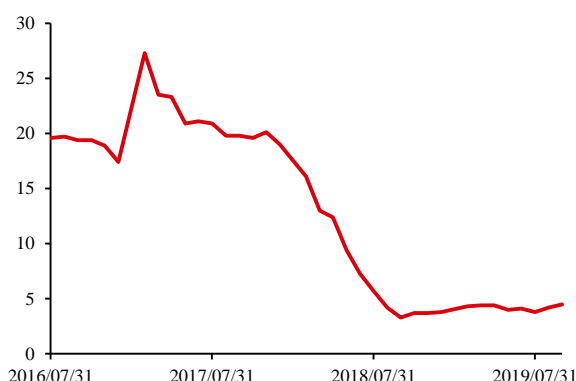
从2019年前三季度来看, 基建投资上升幅度低于市场预期, 在年初, 大宗商品市场上的工业品就这一题材有过炒作, 市场满怀期许, 但最终因国内隐性债务遭到打压, 基建投资并没有放量。

从统计的历史规律来看, 每年上半年, 尤其是4-6月份基建走高的概率相对较大, 而下半年8月和11月上漲概率较上月上升, 结合9月份全年的专项债额度基本发行完毕来看, 预计2019年四季度基建维持稳定, 难有太明显改善。

另外, 由于明年专项债的提前下发, 预计明年年初的基建增速将有所支撑。

图 28: 基建投资 (不含电力)

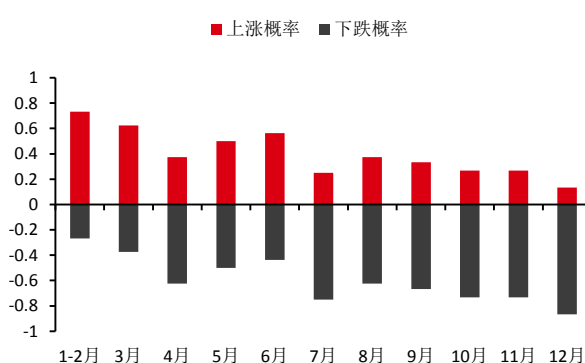
单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 29: 历史基建投资累计同比涨跌概率

单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

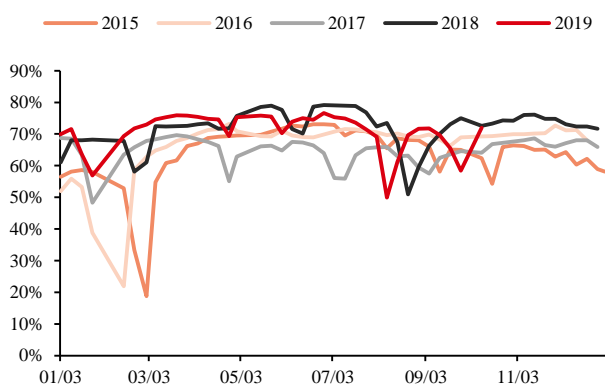
回归到橡胶自身下游消费, 四季度各个消费板块的判断如下:

四季度轮胎厂开工率回升至正常水平

从季节性来看, 国内“金九银十”旺季带来四季度轮胎厂开工率回升, 且国外雪地胎销售高峰以及圣诞节旺季都将带来国内轮胎出口的增加, 提振工厂开工率。于此同时, 春节前, 国内还有一波乘用车销售高潮, 都将给予轮胎厂开工率支撑。

图 30: 全钢胎开工率

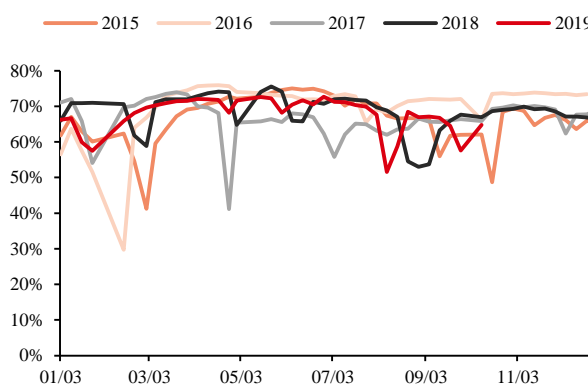
单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 31: 半钢胎开工率

单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

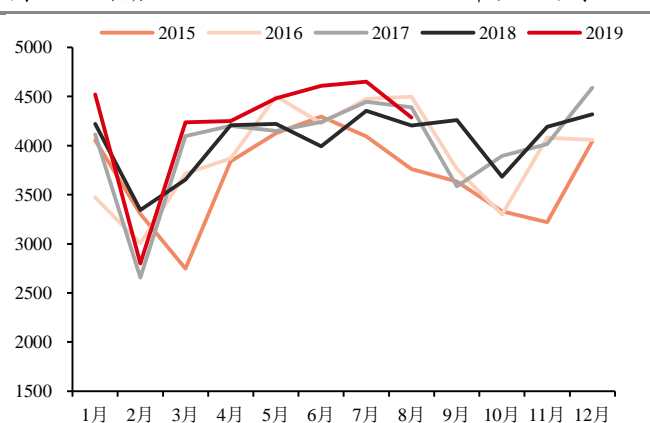
轮胎出口需求尚可维持

中美贸易战始于 2018 年 3 月, 2019 年受中美贸易战影响, 国内对美国轮胎出口出现急剧下降, 改下行势头早在 2018 年 12 月份就开始出现。但从国内轮胎出口数据来看, 依然呈现一定增速。主要是下游轮胎厂出现了产能以及出口国别的转移。早在 2015 年, 美国对国内轮胎出口就开始频频使用“反倾销范补贴”贸易保护措施, 国内部分下游工厂已提前布局海外工厂做应对, 带来部分国内轮胎产能的转移, 对美国出口的轮胎大部分来自于其他东南亚国家。没有海外产能布局的工厂, 则更多的出口到其他国家, 造成今年出口到中东以

及俄罗斯等国的轮胎出口量增加明显。

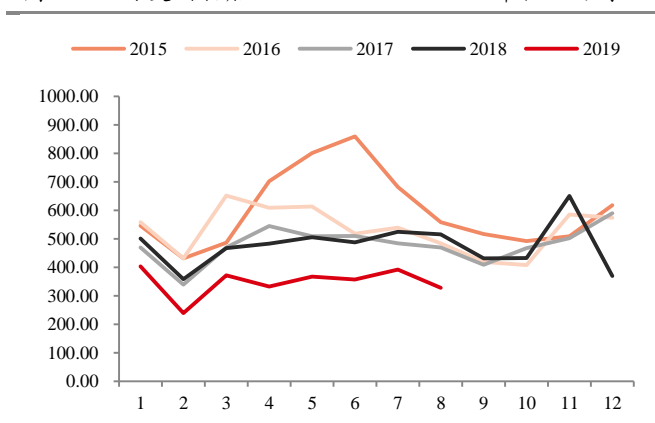
对于四季度后期轮胎出口判断，预计依然可以维持一定的增速。理由主要是两个：一是，中美贸易战进入阶段性缓和，就中美双方的意愿来看，在美国总统大选之前，预计都可以维持。二是，基于海外需求旺季，国内轮胎出口四季度依然呈现季节性增长，除非欧美国国家出现明显衰退，但就当前美国数据来看，或处于阶段性放缓，并不能判断出现了衰退。

图 32: 轮胎出口 单位: 万条



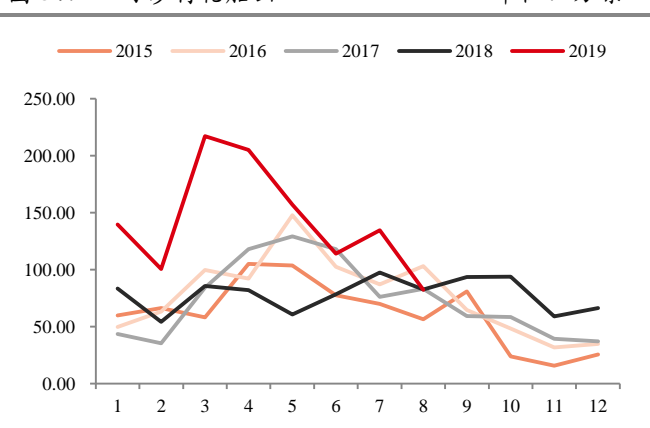
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 33: 对美国轮胎出口 单位: 万条



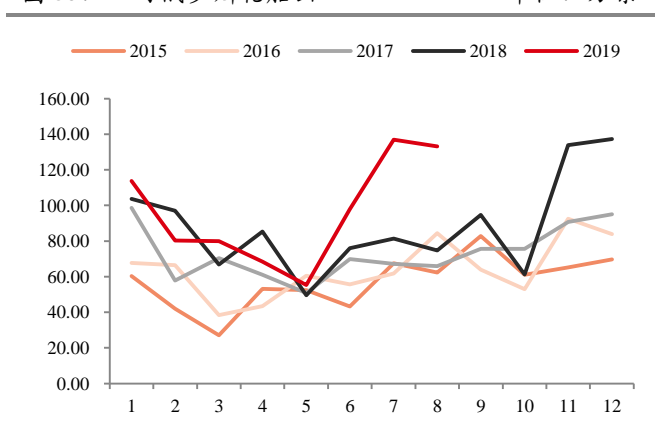
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 34: 对沙特轮胎出口 单位: 万条



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 35: 对俄罗斯轮胎出口 单位: 万条



数据来源: Wind 华泰期货研究院

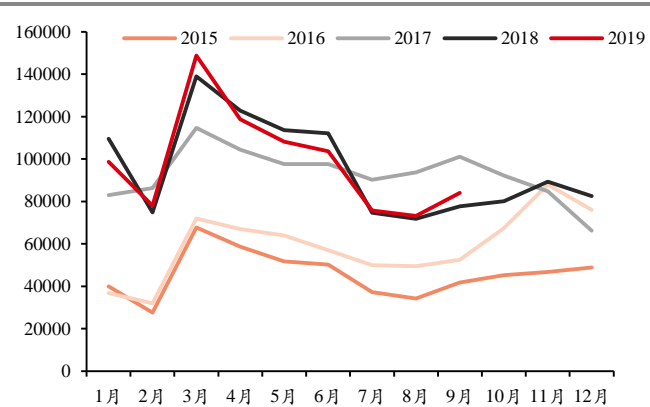
春节前的乘用车购买旺季以及新一轮超载抄查或将带来部分重卡新增量。

2019 年国内橡胶下游需求中，表现最差的是配套市场，确实因国内汽车销售已经处于阶段性饱和，同时，国内经济持续下行带来消费疲弱，进一步拖累国内汽车销售市场。但就季节性而言，春节前都会迎来国内乘用车的消费小高峰，同时，随着各个城市“国六”标准车的实行，预计四季度后期汽车销售将呈现环比改善。

国内房地产的下行周期来临，以及2019年基建投资一般，预计2019年全年重卡销量表现一般，但无锡高架桥坍塌事件带来江苏地区以及国内其他区域新一轮的超载抄查趋近，预计这个政策将带来类似2016年超载抄查事件的影响，或会带来后期重卡配套市场的小幅回升。

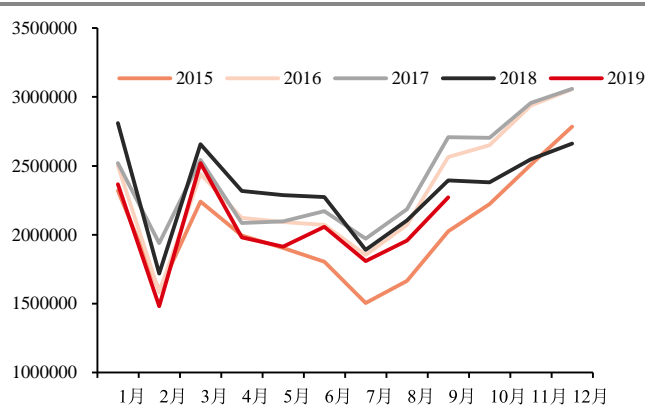
以上均带来四季度配套市场的环比改善。

图 36: 重卡销量 单位: 辆



数据来源: Wind 华泰期货研究院

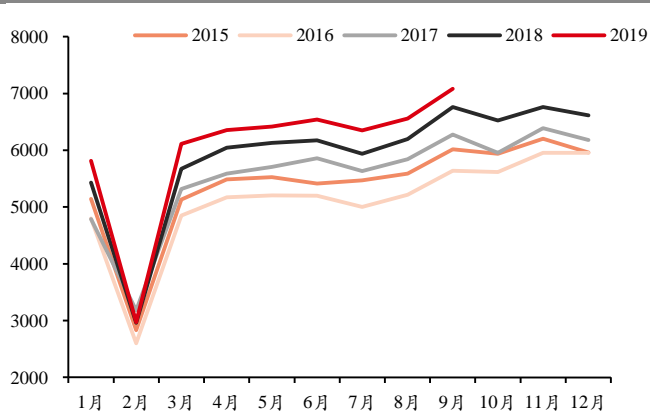
图 37: 汽车销量 单位: 辆



数据来源: Wind 华泰期货研究院

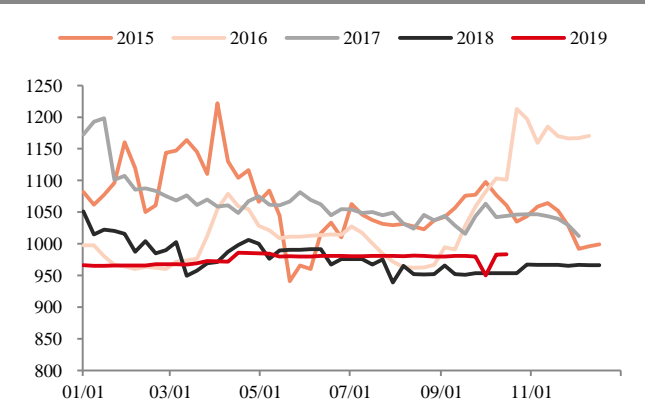
2019年替换市场环比表现改善，无论从公路货运量指数还是从国内公路物流运价指数的环比上涨，都能反映出2019年替换市场的好转。从上面的重卡及汽车销量来看，2015年销量达到冰点之后，2016年配套市场开始复苏，并在接下来的两年中达到高峰，目前距离2016年也有三年时间，预计后期将迎来替换市场的持续改善。但就季节性而言，夏季是替换市场的需求高峰期，四季度国内替换市场将难有表现。

图 38: 公路货运量季节性 单位: 亿吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 39: 中国公路物流运价指数 单位: 点



数据来源: Wind 华泰期货研究院

需求总结: 受国内经济继续示弱影响，橡胶下游需求并没明显亮点，但四季度依然有季节性旺季，需求环比改善。

总结以上四季度供应及需求：

供应：从产区天气以及上游加工厂生产利润来看，四季度供应或能维持季节性增加。

需求：需求端因金九银十的传统旺季，国庆假期后，替换及出口市场或依然可以维持一定增速，配套市场则需看国内相关刺激政策的进一步发力及前提政策的落实情况，结合季节性看，预计12月份配套市场或有一定的表现。

供需格局：四季度橡胶价格将呈现供需两旺的格局，11月份之前则还需关注仓单压力带来的盘面承压可能性，预计橡胶四季度或维持低位震荡格局。

中线观点：但从原料端来看，目前橡胶已经处于估值低位区间，下行的空间受限，基于供应端减产的滞后反映以及需求的企稳时点，我们建议投资者重点关注后期供需错配带来的反弹机会。

投资建议：从供应端变化规律来看，我们估计在四季度末或明年上半年橡胶或有阶段性供需错配带来的做多机会，而接下来的时间则或是厂家及贸易商找低点补库的机会。

● 免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使华泰期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使华泰期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属华泰期货有限公司。未经华泰期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而华泰期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华泰期货有限公司认为可靠，但华泰期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华泰期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。华泰期货有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表华泰期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

华泰期货有限公司2019版权所有并保留一切权利。

● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层、29层04单元

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com