

## 成本支撑渐显，疫情影响不改中线供需向好

### 报告摘要

国内肺炎疫情带来期货盘面在春节假期前后大幅探底，带动现货价格大幅下行，目前看到的是前期上游加工利润持续高企的矛盾得到了缓解，在成品大幅回落的背景下，上游加工利润回归到正常水平。

从泰国胶水价格同比来看，目前处于近五年的中偏低水平，从绝对价格来看，胶水已经处于低位，从未来价格走势来看，目前主产区已经步入低产期，伴随着上游工厂的备货，原料价格在新一季开割之前维持回升态势。

供应端来看，目前泰国主产区的旱情，主要关注新一季开割前，大约在4月份前后的主产区雨水情况，一旦天气继续偏干，则对2020年新一季产量影响大。目前产区因为原料价格持续低迷，更多的是割胶积极性低带来的产量减少的担忧更大。预计后期产量总体呈现偏少格局。

目前橡胶库存矛盾主要集中在港口，上海期货交易所库存因国内停割以及国内上游加工厂部分转产等影响，库存同比回落，对全乳胶期货有一定支撑。而港口库存更多反映实体需求，因此，需关注后期国内下游需求恢复情况。

2月供需来看，供应端步入低产期，国内下游需求则正面临节后复工的缓慢复苏，但今年受肺炎疫情的影响，复工较慢；而国内库存依然呈现回升的势头，预计2月初在国内库存回升以及需求弱，大概率维持偏弱走势，2月下旬则需关注肺炎疫情事件的发展，如果可以有效控制，则胶价有望企稳。

中线来看，供应步入季节性淡季，等待国内疫情稳定之后，需求将重新复苏，中线供需有望好转。

操作建议：我们认为目前是中线多单建仓的较好时机，有较强的安全边际，可以布局多单等待需求复苏后的价格反弹。

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

陆阳

☎ 021-60679369

✉ luyang@htfc.com

## 目的

受国内肺炎疫情疫情影响，节后开盘第一天，市场悲观情绪浓重，橡胶开盘直奔跌停，第二日继续下探到跌停位置，而后回升。春节假期结束前夕，华泰期货研究院出具了关于肺炎疫情对各个板块及品种的影响和推演，我们对比和回顾了2003年非典疫情对橡胶价格走势的影响，2003年非典疫情总体对橡胶的影响较小，更多来自于情绪上的影响，因此，在疫情稳定之后，橡胶基本面好转的情景下，价格持续攀升。而今年国内的肺炎疫情略有不同之处在于，现在的人员及物流流通相比2003年大大提升，因此，在肺炎疫情没有稳定或者没有明显控制之前，国家实施的严格管控将对短期下游轮胎消耗有明显影响。

对于疫情稳定之后的橡胶消费依然有较好展望。首先是，在疫情出现后，会出现类似于2003年非典疫情出现之后，更多人有选择私家车出行的意愿，带来汽车销量阶段性好转。其次是，国家后期可能会有一些逆周期对冲政策来调节前期的消费低迷。最后是，下游完全复工之后，消费将迎来季节性好转。因此，随着国内肺炎疫情的发展，市场的悲观情绪缓解之后，胶价也在稳步回升。在此，我们想进一步梳理下橡胶当前的基本面以及未来基本面的演变，以便对后期胶价演绎方式进行研判。

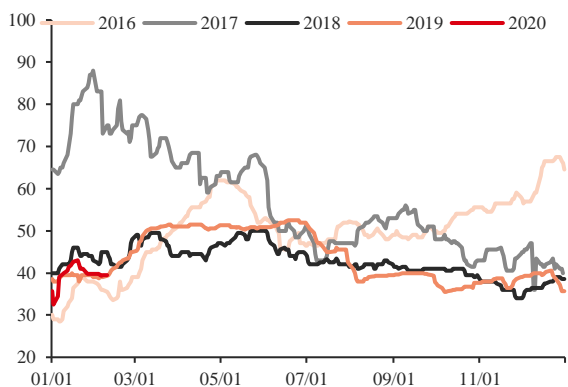
## 基本面再梳理

### 上游加工利润缩窄，成本支撑渐强

国内肺炎疫情带来期货盘面在春节假期前后大幅探底，带动现货价格大幅下行，目前看到的是前期上游加工利润持续高企的矛盾得到了缓解，在成品大幅回落的背景下，上游加工利润回归到正常水平。这意味着，通过成品的下行，使得原料与成品的脱节矛盾得到解决。那么当下的原料价格是个什么样的水平？

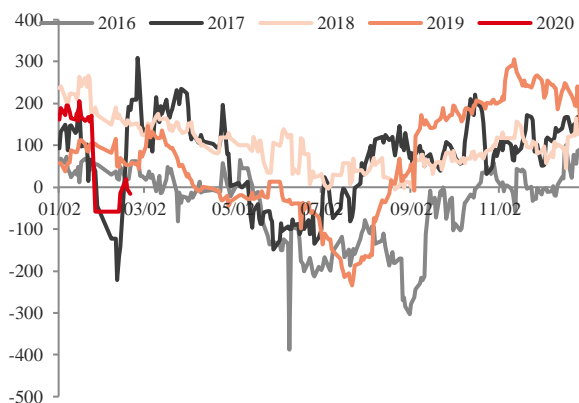
从泰国胶水价格同比来看，目前处于近五年的中偏低水平，从绝对价格来看，胶水已经处于低位，从未来价格走势来看，目前主产区已经步入低产期，伴随着上游工厂的备货，原料价格在新一季开割之前维持回升态势。2017年原料价格的逆季节走势主要是因为市场情绪以及期价高企带动年初原料价格快速上涨，原料价格处于高位，极大激发了胶农割胶积极性，短时间内胶农大量割胶使得原料供应充裕，橡胶供需面的转折使得原料价格崩跌。去年四季度以来，原料价格持续低迷，目前回升亦不大，可以判断2020年初不会出现2017年同期的原料下跌情况，后期原料价格则会更多呈现季节性回升势头。

图 1: 泰国胶水价格季节性 单位: 泰铢/公斤



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 2: 烟片加工利润 单位: 美元/吨



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

因此, 在上游加工利润回归到正常水平之后, 原料端的成本支撑将变得更为强劲, 基于以上原料价格的推断, 我们认为, 橡胶当前价位上, 向下的空间比较有限, 对于做多而言, 或有更强的安全边际。

### 成品加工产能不足问题或会加剧

2019 年上半年, 主产区开割初期天气异常, 带来割胶量较少, 原料价格坚挺, 且同比持续回升, 成品则受国内汽车销售低迷以及中美贸易战影响, 价格持续低迷, 造成上游加工厂持续亏损, 亏损持续时间长, 2019 年三季度, 泰国当地银行对橡胶行业贷款收紧的行为带来泰国一大型加工厂资金链出现问题, 停产关门。部分加工厂则采取关闭一些烟片的生产线等举措来缓解资金紧张的局面。上游加工厂利润从 2019 年 9 月份开始转正之后, 利润持续走高, 在旺季原料价格保持低位, 且原料产量释放正常的情况下, 成品端供应迟迟不能跟上, 主要跟以上阐述的加工厂资金紧张的问题密切相关, 在橡胶价格不能维持的情况下, 成品加工产能跟进依然不足。据业内人士估计, 在橡胶价格不能维持 1700 美金/吨左右, 预计上游加工厂亏损以及低迷的局面难以缓解。目前在上游加工利润回归之后, 将会进一步加剧产能不足的局面。

另外, 上游加工厂目前受环保影响, 加工厂污水以及气味的污染较为严重, 目前受到当地政府的环保制约, 必须加大治污的投入, 造成加工厂的准入门槛抬升, 面对不景气的行业, 新进工厂的意愿较差, 带来行业淘汰力度较大, 将进一步缩减上游加工厂产能。

### 供应端后期减少预期不变

除以上加工产能收缩担忧以外, 从原料产量来看, 后期亦可能存在减少的风险。从泰国主产区降雨量的情况来看, 2019 年降雨量同比减少, 总体或造成 2019 年全年泰国产量的减少。对于 2020 年新一季的产量, 则更多关注新一季开割初期的雨水情况, 一旦雨水不足, 则会影响到新一季开割的

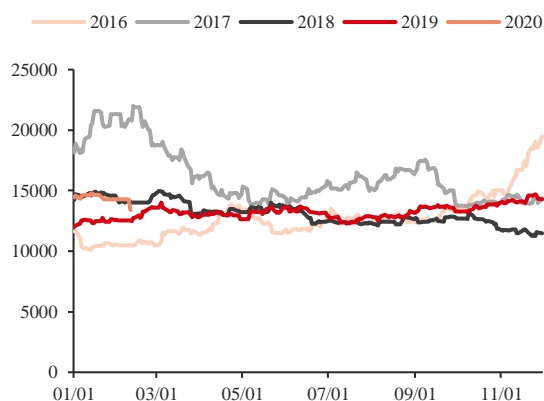
时间以及开割初期的产量。

从上游原料结构来看，2019 年三季度末，上游部分大型加工厂受银行信贷收紧影响，关闭了其部分烟片加工厂，带来烟片原料供应的减少，但与此同时，下游轮胎厂也改善了其配方，减少了对烟片的使用，使得烟片原料价格尚处于合理的价格波动区间，就产业格局而言，上游烟片原料的减少将成为常态。

对于后期烟片价格判断，或将进一步回升，一方面是每年上半年东京交易所因库容问题的逼仓行为推动，另一方面，洪曼丽烟片生产线部分关停也将带来烟片产量有限，同时，明年年初的东京奥运会或对物流产生影响，进而推动当地烟片价格的进一步攀升。

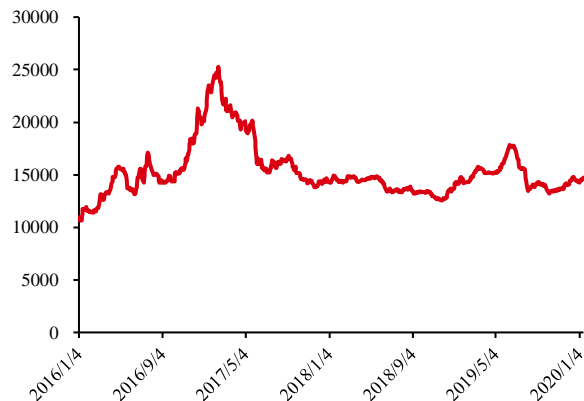
国内全乳胶期货价格的上方空间则主要看国内三号烟片的进口套利窗口。

图 3： 上海三号烟片价格 单位：元/吨



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 4： 烟片进口窗口 单位：元/吨

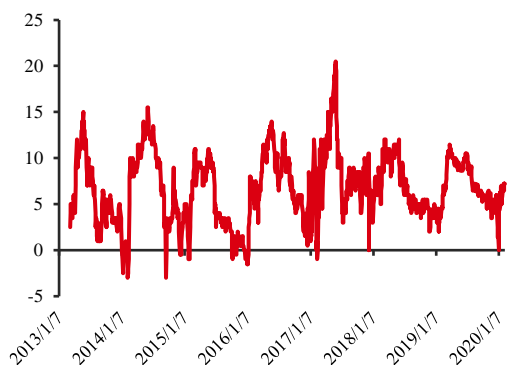


数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

1 月旺季，泰国产区割胶情况总体正常，但原料并没有出现旺季大量释放的情况，或部分反映出产区天气偏干的影响，如果后期干旱天气持续，则可能会对原料产出有影响，总体或更多的是市场对于后期产量不足的预期更强。

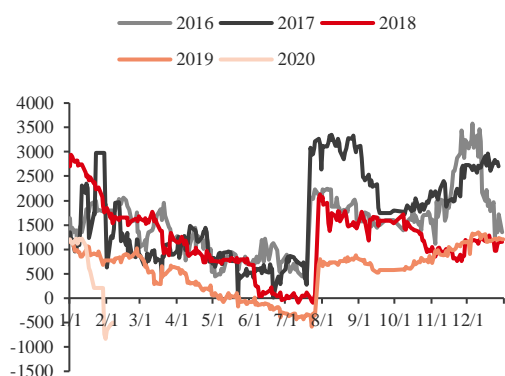
除干旱担心外，主产区胶农割胶积极性问题或是今年面临的更严重的问题。加工厂的资金无法改善，将造成原料端的低迷或将持续。对于胶农而言，或是更为艰难的时刻。另外，往年期现价差的高位也使得贸易商有可套利的空间，贸易商的加大采购行为，一定程度上给上游以支撑，目前期现价差的持续缩窄，贸易商将不再为上游买单，上游因原料及成品价格低迷带来的亏损更为严重，胶农需要承受的低价时间或更长，因此，当下的割胶积极性或更为严重。对于天气异常带来产量减少的担忧尚存一定的不确定性，而一旦胶农的割胶积极性无法提振，则可能对原料阶段性产量的释放影响更大。

图 5: 胶水-杯胶 单位: 泰铢/公斤



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 6: 主力合约-混合胶 单位: 元/吨



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

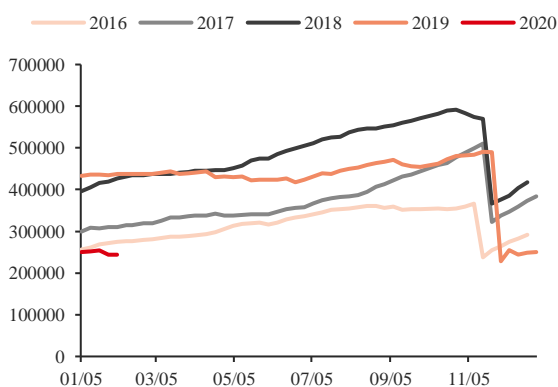
总结以上供应端的判断: 供应端来看, 目前泰国主产区的旱情, 主要关注新一季开割前, 大约在 4 月份前后的主产区雨水情况, 一旦天气继续偏干, 则对 2020 年新一季产量影响大。目前产区因为原料价格持续低迷, 更多的是割胶积极性低带来的产量减少的担忧更大。预计后期产量总体呈现偏少格局。

### 库存高企的现状, 需等待后期需求跟上

2018 年国内库存达到顶峰之后, 2019 年处于持续去库中, 主要是 2019 年国内进口大幅减少, 主因是套利需求的下降而非实际需求的回升带来的。而 2020 年基于需求的环比改善以及期现价差维持低位, 1 月上旬库存季节性累库不及往年。但 1 月中旬以来, 库存有持续加速迹象, 后期随着国外步入低产期, 库存的累库速度则主要取决于下游复工程度。2 月份因下游需求未能有效跟进, 预计维持累库状态。

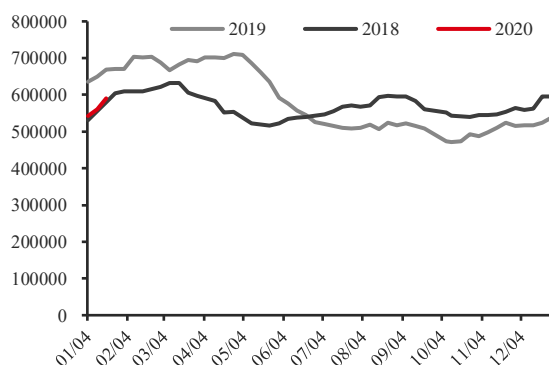
目前橡胶库存矛盾主要集中在港口, 上海期货交易所库存因国内停割以及国内上游加工厂部分转产等影响, 库存同比回落, 对全乳胶期货有一定支撑。而港口库存更多反映实体需求, 因此, 需关注后期国内下游需求恢复情况。

图 7: 上海期货交易所库存 单位: 吨



数据来源: 上海期货交易所 华泰期货研究院

图 8: 国内港口总库存 单位: 吨



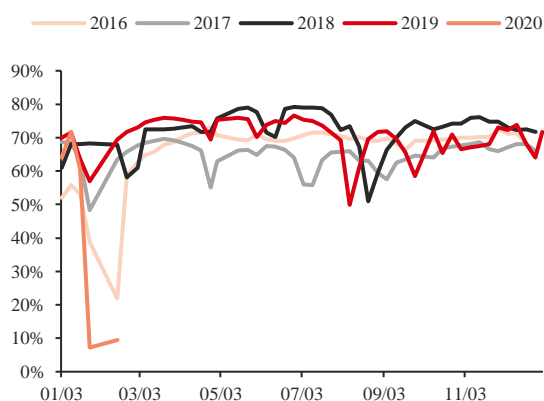
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

### 国内疫情影响短期需求，后期需求可期

回顾以往，2003年非典疫情总体对橡胶影响较小，更多来自于情绪上的影响，因此，在疫情稳定之后，橡胶基本面好转的情景下，价格持续攀升。而今年国内的肺炎疫情略有不同之处在于，现在的人员及物流流通相比2003年大大提升，因此，在肺炎疫情没有稳定或者如果没有明显控制之前，国家实施的严格管控将对短期下游轮胎消耗有明显影响。

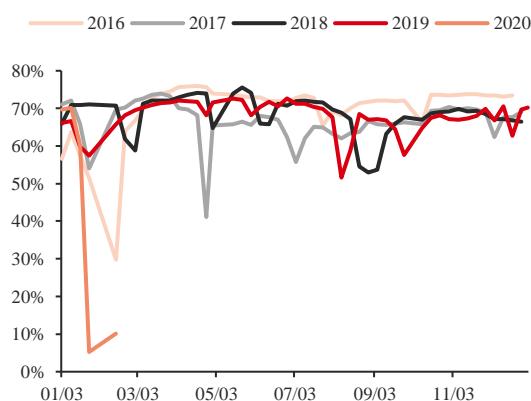
因此，短期橡胶需求端的示弱不容忽视，且当下橡胶库存并不低的情况下，胶价的上涨驱动较弱，还需等待后期需求的复苏。首先，下游复工相比往年明显推迟，人员没有到位，使得今年下游按计划复工的工厂开工率依然不理想。其次，肺炎疫情影响春节期间至今的交通物流大幅下降。最后，目前国内橡胶库存依然较高，难以出现缺原料的情况，而肺炎疫情带来的不确定性，预计下游轮胎厂尚难有强烈的补库意愿。

图 9： 全钢胎开工率 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 10： 全钢胎开工率 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

对于后期下游需求展望，我们认为依然是可期的，首先是，在国内肺炎疫情出现后，会出现类似于2003年非典疫情出现之后，更多人有选择私家车出行的意愿，带来汽车销量的阶段性好转。其次是，国家后期可能会有一些逆周期对冲政策来调节前期的消费低迷。最后是，下游完全复工之后，消费将迎来季节性好转。

### 汽车销量有望小幅回暖

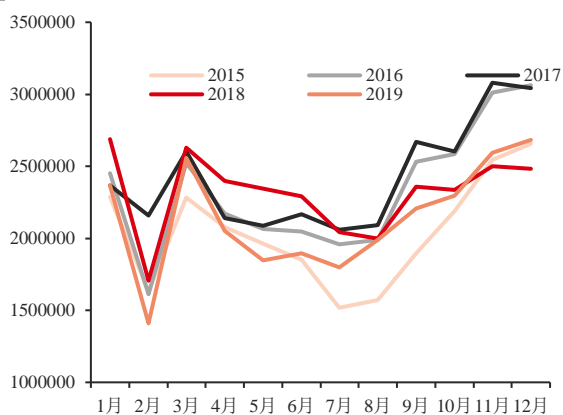
去年国家减税降费的政策间接利好汽车消费，同时，推出了汽车相关刺激政策：主要有5月下旬，国家提出的购置税优惠政策，以及8月下旬，国务院要求各地逐步放宽或取消汽车限购政策，因此同时，7月开始，城市开始“国六车”新标准的实施，以上共同带来去年四季度汽车销量有所止跌。

后期需要关注国家是否有更多的汽车相关刺激政策出台，否则，2019年的汽车刺激措施只是变相提前透支了2020年的汽车销量，则不排除2020年

初，汽车销量将进一步走低。但目前国家意识到国内肺炎疫情对经济的影响，后期预计会有逆周期调节政策的出台。

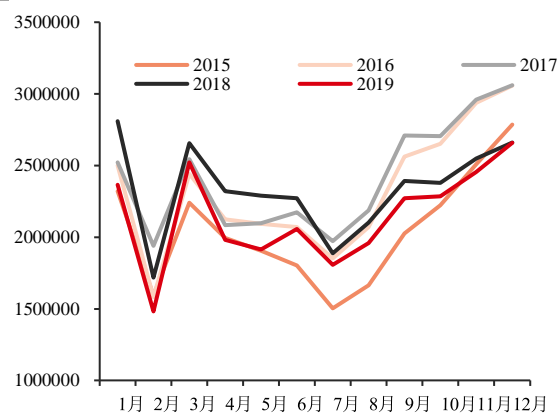
另外，还需关注肺炎疫情的影响，对比2003年的非典疫情，当时人们为了减少公共交通出行，增加了私家车的购买意愿，带来汽车销量阶段性提升，今年疫情类似，预计可能也会对后期汽车销量有所提振。

图 11: 汽车产量 单位: 辆



数据来源: Wind 华泰期货研究院

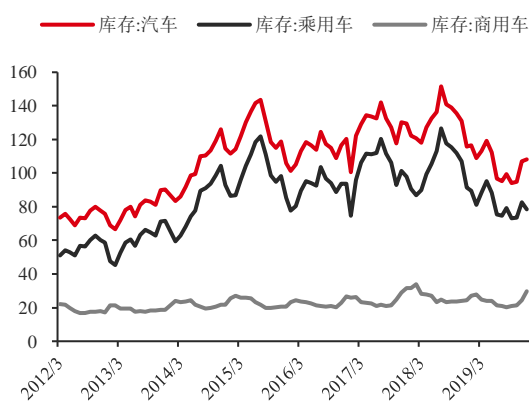
图 12: 汽车销量 单位: 辆



数据来源: Wind 华泰期货研究院

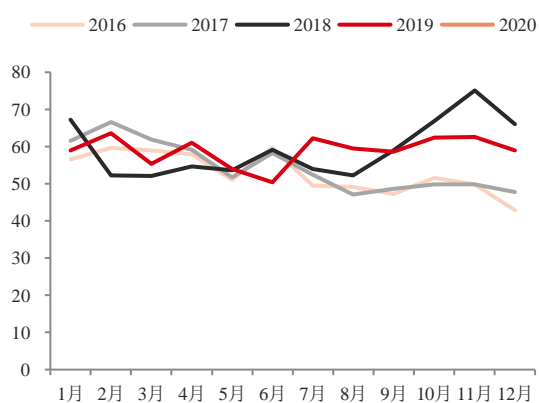
2019年，各城市“国六”新标准的施行，带来汽车经销商降价去库力度加大。从汽车库存来看，经历几个月时间，叠加四季度国内配套市场销售高峰，带来汽车库存去化差不多，汽车库存回到均值下方。目前，经销商库存同比明显回落，但绝对库存依然略偏高，截至去年底，库存指数尚在预警线之上。

图 13: 汽车库存 单位: 万辆



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 14: 汽车经销商库存 单位: 点



数据来源: Wind 华泰期货研究院

总体来看，汽车销量有望小幅回暖，但受制库存，难以出现明显回升，只能判断汽车销售最坏时间点或已经过去，而橡胶新增量这块的需求更多寄希望于重卡销售上。

重卡销量 2020 保持较好增速，2 月重卡回升或缓慢

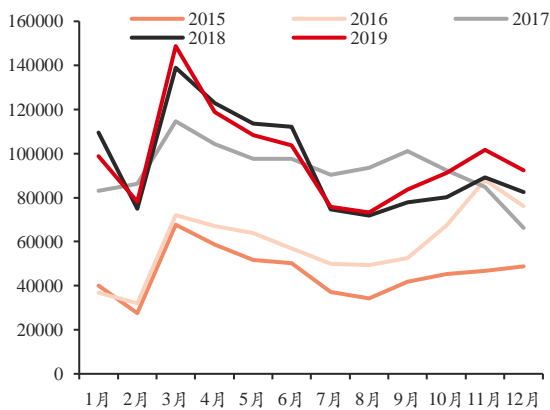
2019 年轻卡及工程车“521”事件发生后，重货车的销量开始增加。而去年 10 月初无锡高架坍塌事件则带来国内重卡“查超、治超”趋紧，类似于 2016 年 10 月之后，带来新一轮重卡销售增量。

预计 2020 年全年将延续超载趋紧的状态，同时，2020 年将是重卡“国三”标准车替代高峰年份，将带来重卡销售维持较好的增速。

国内 1 月份重卡销售数据继续好转，同比增加 18%，环比回升 26%。主要是春节前商家备货以及部分去年底的销售订单后移带来的回升，预计 2 月份销量受国内肺炎疫情疫情影响会有较大调整，届时需结合 1、2 月份的销量一起看待更为客观。

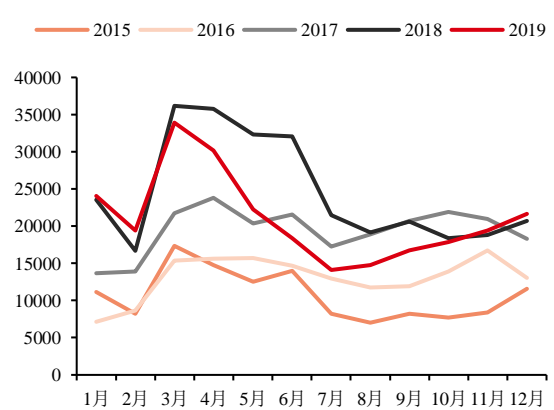
但短期看，今年春节假期后复工偏慢，预计 2 月份回升缓慢。

图 15: 重卡销量季节性 单位: 辆



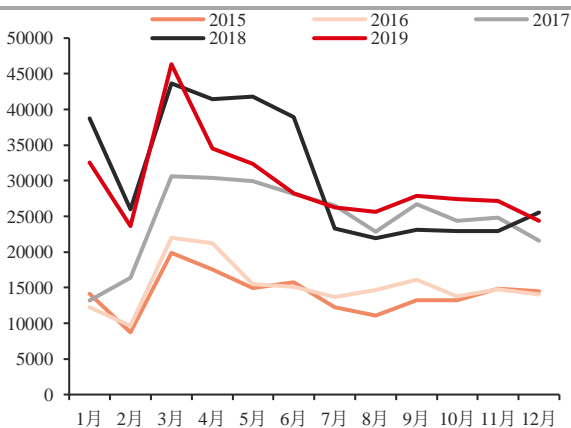
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 16: 重货销量季节性 单位: 辆



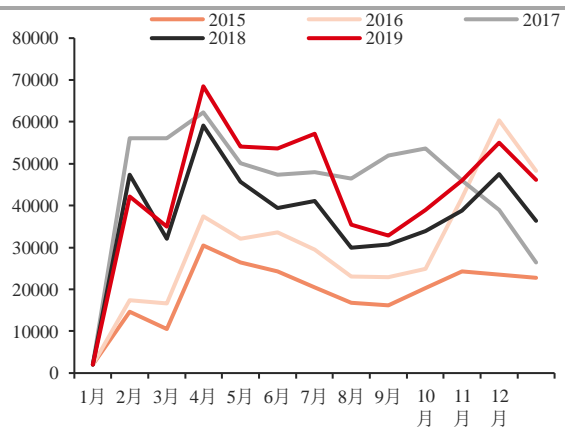
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 17: 非完整车辆销量季节性 单位: 辆



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 18: 半挂牵引车销量季节性 单位: 辆



数据来源: Wind 华泰期货研究院

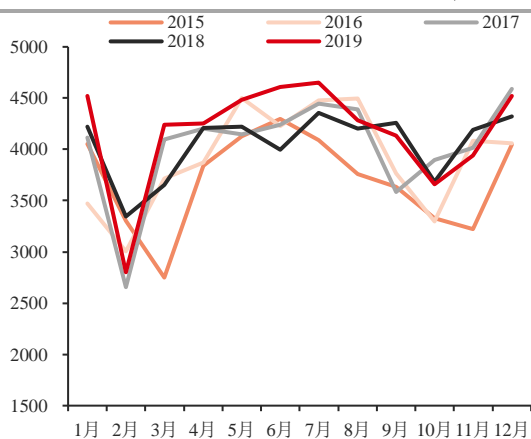


出口维持增速

2019 年中美贸易战带来国内轮胎出口美国市场量急剧下降，2019 年底，随着中美两国贸易第一阶段的和解，或带来后期出口美国的轮胎量回升。但目前国内肺炎疫情是否会影响到后期国内的出口业务尚存在不确定性。在春节假期期间，国内肺炎疫情不断发展的情景下，国际对国内的总体评价还是良好的，目前随着时间的推移，国内疫情增长的拐点或即将到来，预计形势会往好的方向发展。因此，我们认为国内出口业务受肺炎疫情影响大幅恶化的概率较小。

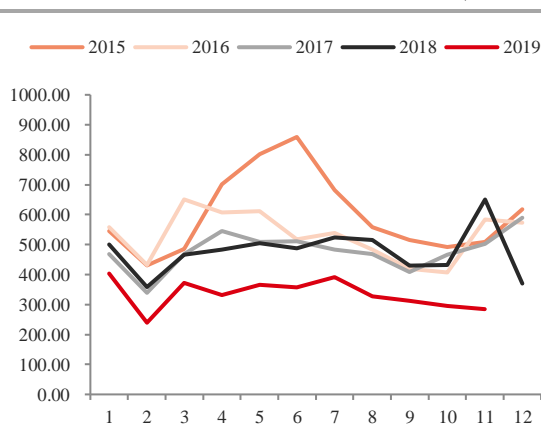
短期来看，春节以及国内肺炎疫情因素影响，预计 1、2 月份轮胎出口呈现季节性下降。

图 19: 轮胎出口 单位: 万条



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 20: 对美轮胎出口 单位: 万条



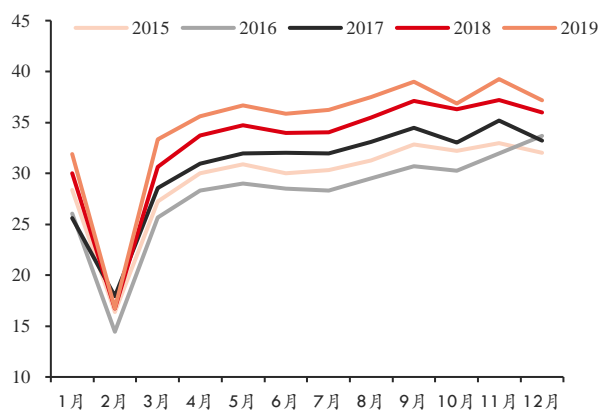
数据来源: Wind 华泰期货研究院

替换市场等待需求恢复

2019 年下半年以来，国内公路运费有所回升，反应替换市场的复苏。2020 年在基增长下，乘用车替换需求环比将进一步回升。2019 年基建表现一般，四季度预计依然不温不火，当前的发债数据来看，2020 年上半年基建或值得期待。

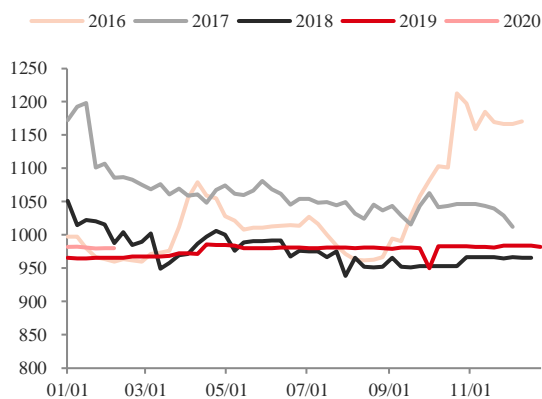
短期来看，受肺炎疫情影响，替换市场在 2 月份仍将呈现偏弱状态。

图 21: 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 22: 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

### 观点及策略建议

国内肺炎疫情影响带来成品价格相较于原料价格下行更快, 上游加工利润萎缩, 或进一步影响后期产量, 随着成品与原料价差的逐步回归正常, 后期原料端支撑将显现, 橡胶下方支撑较强。

但短期最大的压力来自消费弱以及库存累库。国内库存 1 月中旬以来持续攀升, 累库速度较之前有所加快且超过去年同期增幅, 主要受到两方面因素影响: 一是, 国内需求年前年后的走低以及下游复工推迟的影响, 另一是国内到港量持续增加。因此, 随着国外主产区进入低产期, 短期主要的矛盾核心在于国内需求端的恢复速度对于当下库存的消耗。

2 月供需来看, 供应端步入低产期, 国内下游需求则正面临节后复工的缓慢复苏, 但今年受肺炎疫情的影响, 复工较慢; 而国内库存依然呈现回升的势头, 预计 2 月初在国内库存回升以及需求弱, 大概率维持偏弱走势, 2 月下旬则需关注肺炎疫情事件的发展, 如果可以有效控制, 参照 2003 年非典疫情的发展过程, 预计在 2 月中旬到 3 月中旬, 肺炎疫情将会处于稳定阶段。如此, 则下游需求在国内工人逐步到岗的情况下, 重新恢复, 胶价有望企稳。

中线来看, 供应步入季节性淡季, 等待国内疫情稳定之后, 需求将重新复苏, 中线供需有望好转。

操作建议: 我们认为目前是中线多单建仓的较好时机, 有较强的安全边际, 可以布局多单等待需求复苏后的价格反弹。

## ● 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力。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

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：[www.htfc.com](http://www.htfc.com)