

橡胶原料价格持续坚挺，甲醇开启库存拐点

研究院 化工组

研究员

梁宗泰

☎ 020-83901031

✉ 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

联系人

杨露露

☎ 0755-82790795

✉ yanglulu@htfc.com

从业资格号: F03128371

吴硕琮

☎ 020-83901158

✉ wushucong@htfc.com

从业资格号: F03119179

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

策略摘要

橡胶谨慎做多套保。海外泰国胶水原料价格仍坚挺，中长期关注四季度拉尼娜兑现进度，关注 EUDR 具体实施时间，海外补库热情能否持续，泰国越南等主产区橡胶分流至中国量级回升速率慢于预期，中国橡胶社会库存有望保持小幅去库格局。

甲醇谨慎做多套保。港口进入高位去库周期，9月伊朗装船进度有所放缓，10-11月进口压力边际下滑，四季度仍有季节性去库预期。内地方面，煤头甲醇开工仍处于偏高位，但10月下旬仍存气头季节性减产预期，关注后续具体减产计划。

核心观点

■ 市场分析

橡胶方面，8月在EUDR年底实施预期下，海外补库需求强烈，目前具体实施时间待定，关注海外补库持续性；泰国及越南等主产区发往中国量级回升速率慢于季节性，结合海南降水量高于同期影响国内产量，预计中国橡胶社会库存维持去库格局，同时关注轮胎开工旺季表现。而气候方面，10月份正是拉尼娜兑现进度的关键节点，留意气候跟踪情况。

甲醇方面，虽然9月现实港口库存压力较大，但进入9月中下旬开始出现去库拐点，9月伊朗装船量级已有所放缓，10月进口量预估放缓至110-115万吨附近，虽然放缓量级有限，但下游MTO高开工背景下，预计港口持续去库周期。叠加以色列与伊朗地缘政治冲突，市场担忧影响后续伊朗甲醇装船，含地缘溢价支撑。内地方面，虽然目前煤头甲醇开工偏高，但西北库存压力不算大，叠加冬季气头季节性减产预期，10-12月甲醇预期持续去库周期。

■ 策略

橡胶谨慎做多套保。海外泰国胶水原料价格仍坚挺，中长期关注四季度拉尼娜兑现进度，关注 EUDR 具体实施时间，海外补库热情能否持续，泰国越南等主产区橡胶分流至中国量级回升速率慢于预期，中国橡胶社会库存有望保持小幅去库格局。

谨慎做多套保。

■ 风险

拉尼娜兑现进度，EUDR 实施时间，伊朗地缘政治走向

目录

策略摘要	1
核心观点	1
RU 热点问题.....	4
泰国及越南产出及出口情况	4
泰国橡胶产业链价差分析	5
中国深色胶&浅色胶库存差异	7
甲醇热点问题	8
伊朗装船量边际下滑，关注伊朗地缘政治走向.....	8
周频港口库存拐点已现，关注冬季气头限产计划.....	9

图表

图 1: 泰国天胶产量 单位: 万吨	4
图 2: 泰国年度累计降雨量 单位: HM	4
图 3: 泰国橡胶出口量 单位: 万吨	4
图 4: 中国进口橡胶 (来自泰国) 单位: 万吨.....	4
图 5: 越南天胶产量 单位: 万吨	5
图 6: 越南年度累计降雨量 单位: HM	5
图 7: 越南橡胶出口量 单位: 万吨	5
图 8: 中国进口橡胶 (来自越南) 单位: 万吨.....	5
图 9: 泰国胶水价格 单位: 泰铢/公斤	6
图 10: 泰国胶水-杯胶 单位: 泰铢/公斤	6
图 11: 泰国烟片-胶水 单位: 泰铢/公斤	6
图 12: 泰标船货-近月 单位: 美元/吨.....	6
图 13: 泰标加工利润 (泰标 CFR 中国-泰国杯胶-运费-加工费) 单位: 美元/吨	6
图 14: RU 主力期货-泰国混合胶 单位: 元/吨	6
图 15: 天然橡胶社会库存 单位: 万吨	7
图 16: 天然橡胶保税区库存 单位: 万吨	7
图 17: 中国浅色胶库存 (老全乳+RU 交易所库存+越南 3L 库存) 单位: 万吨	7
图 18: 伊朗在产产能、伊朗装船、伊朗到港 单位: 万吨	8
图 19: 外购甲醇的 MTO 装置开工率 单位: %.....	8
图 20: 甲醇外盘开工率预估 (分地区) 单位: %.....	9
图 21: 甲醇港口库存 (总) 单位: 万吨	9
图 22: 江苏港口库存 单位: 万吨	9
图 23: 浙江港口库存 单位: 万吨	10
图 24: 华南港口库存 单位: 万吨	10
图 25: 江苏港口可流通库存 单位: 万吨	10
图 26: 太仓提货量 单位: 吨/天	10

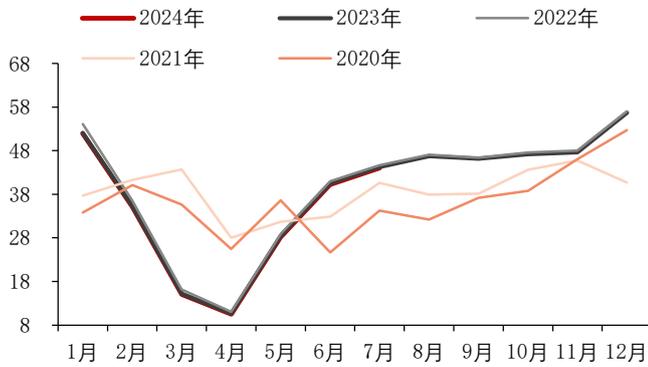
图 27:非一体化煤头甲醇开工率 单位: %.....	11
图 28: 内蒙煤头甲醇生产利润 单位: 元/吨.....	11
图 29:天然气头甲醇开工率 单位: %.....	11
图 30: 焦炉气头甲醇开工率 单位: %	11
图 31:隆众西北企业库存 单位: 万吨	11
图 32:隆众西北企业待发订单量 单位: 万吨	11
图 33: 传统下游加权开工率 单位: %	12
图 34: 甲醛开工率 单位: %	12
图 35: 二甲醚开工率 单位: %	12
图 36: MTBE 开工率 单位: %.....	13
图 37: 醋酸开工率 单位: %	13

RU 热点问题

泰国及越南产出及出口情况

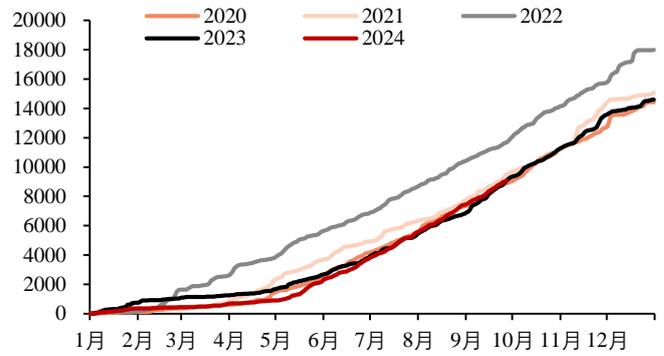
8月泰国强降雨持续引发山体滑坡，影响割胶；9月降雨仍强，进入10月中旬降雨有所边际放缓，但10月正是影响更长期的拉尼娜的关键兑现期，届时东南亚降水或有进一步持续同比增多的可能，届时对应10-12月亦是泰国橡胶高产期，此为长线影响因素。从8月份数据看，泰国海关统计的8月出口量为39万吨，较7月的37.1万吨再度回升，因此可理解为前期北部降雨对泰国产量影响量级或有限，主要是欧洲年底实行EUDR政策引发的海外补库对泰胶的分流，从而导致2024年1-8月中国进口泰国橡胶累计同比为-27.6%。

图 1：泰国天胶产量 | 单位：万吨



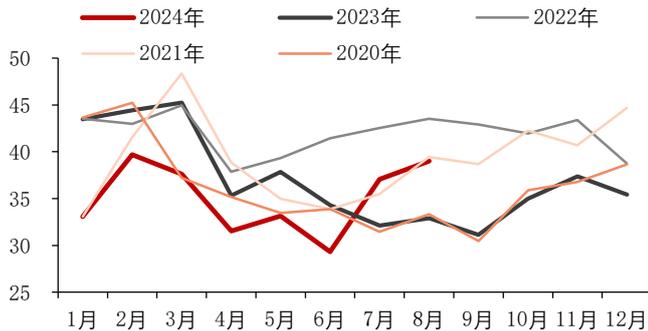
数据来源：ANRPC 华泰期货研究院

图 2：泰国年度累计降雨量 | 单位：HM



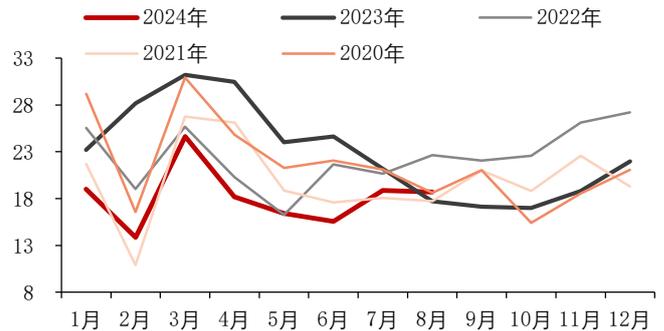
数据来源：隆众资讯 华泰期货研究院

图 3：泰国橡胶出口量 | 单位：万吨



数据来源：泰国海关 华泰期货研究院

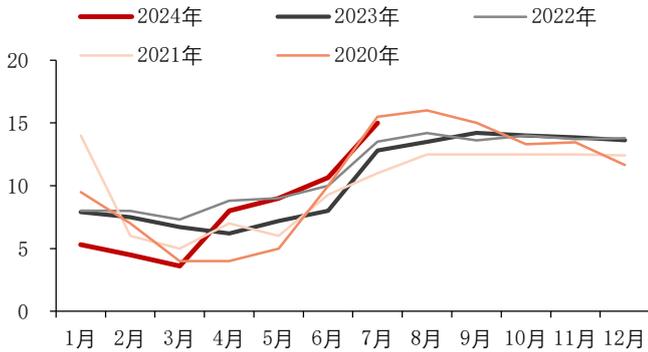
图 4：中国进口橡胶（来自泰国） | 单位：万吨



数据来源：中国海关 华泰期货研究院

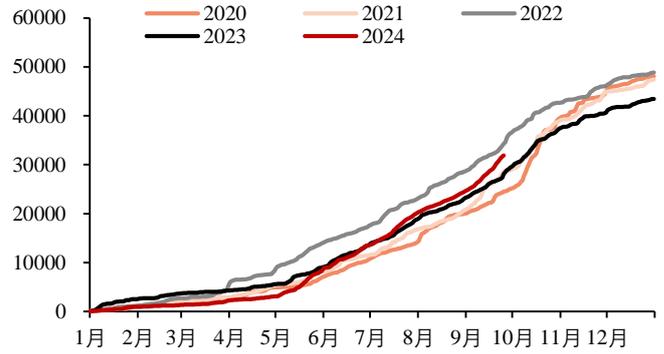
而越南降雨9月进一步同比增加，预计对产量有一定影响（ANRPC仍是7月数据，等待8-9月数据），而越南统计局的越南天胶出口量9月19.8万吨，较8月份的21.1万吨有所回落，但仍有季节性因素，关注降雨持续性的影响以及后续拉尼娜对越南降雨的影响。2024年1-8月中国进口越南橡胶累计同比为-19.5%。

图 5: 越南天胶产量 | 单位: 万吨



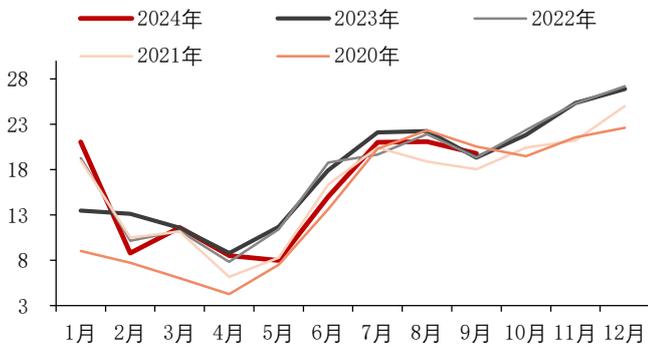
数据来源: ANRPC 华泰期货研究院

图 6: 越南年度累计降雨量 | 单位: MM



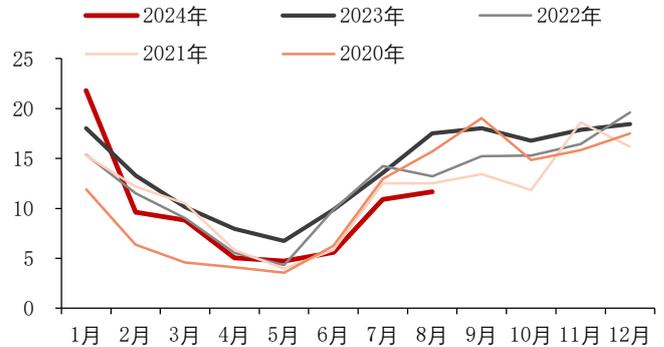
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 7: 越南橡胶出口量 | 单位: 万吨



数据来源: Wind 越南统计局 华泰期货研究院

图 8: 中国进口橡胶 (来自越南) | 单位: 万吨

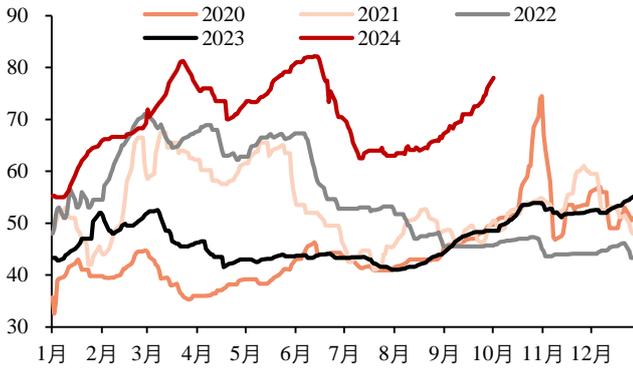


数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

泰国橡胶产业链价差分析

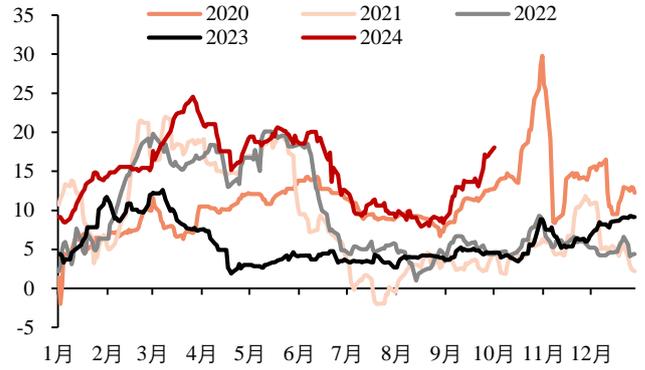
9 月份天然橡胶价格走强过程中, 泰国胶水-杯胶价差进一步走强, 反映新鲜胶水的溢价走高, 因此天气降雨影响亦仍存。而前期 8 月表现偏强的泰国烟片-胶水价差有所高位回落, 烟片市场体量小, 更能反映海外补库需求的影响, 因此反映海外基于 EUDR 政策的补库需求有所边际回落, 关注实施时间会否推迟。泰国标胶船货-近月价差区间持稳。

图 9: 泰国胶水价格 | 单位: 泰铢/公斤



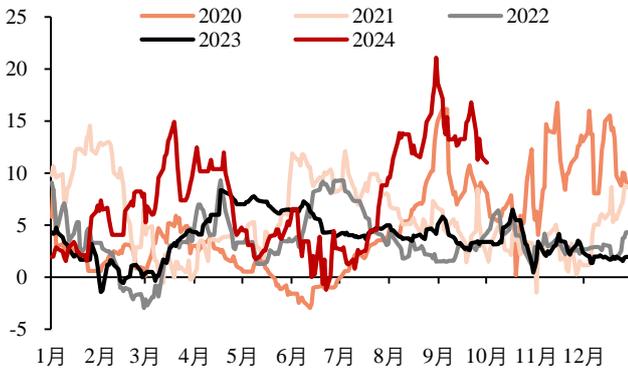
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 10: 泰国胶水-杯胶 | 单位: 泰铢/公斤



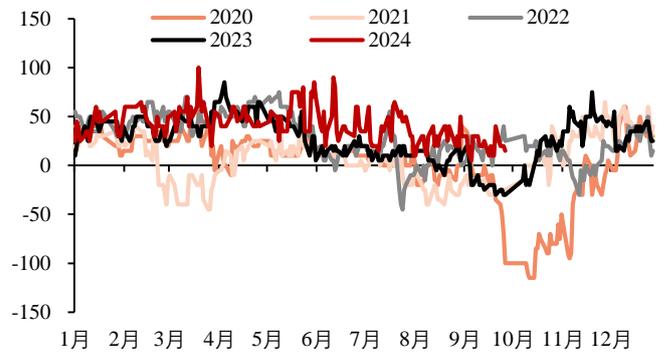
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 11: 泰国烟片-胶水 | 单位: 泰铢/公斤



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

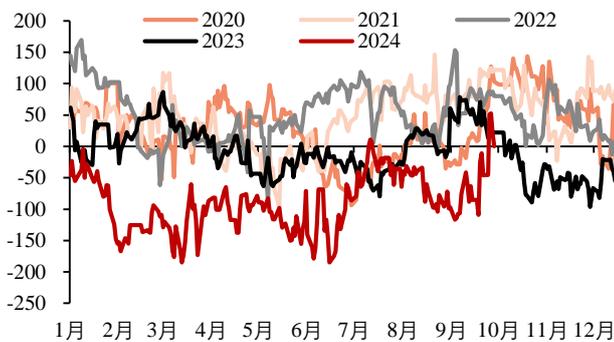
图 12: 泰标船货-近月 | 单位: 美元/吨



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

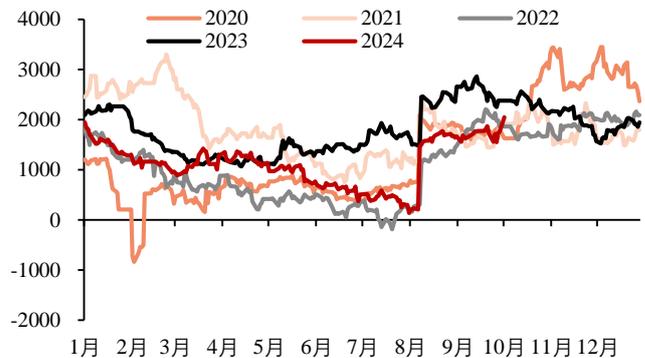
但泰国橡胶加工厂从杯胶生产到标胶再运至中国的利润有所走高, 因此反映 8 月烟片领涨, 而 9 月标胶跟进补涨, 但另一方面亦反映橡胶估值已有所抬升。而从 RU2501 的期货升水情况来看, RU2501-泰国混合胶的非标价差, 9 月下旬以来逐步扩大至 1800 元/吨以上运行, 升水幅度有所扩大, 但较历年同期水平亦不高。

图 13: 泰标加工利润 (泰标 CFR 中国-泰国杯胶-运费-加工费) | 单位: 美元/吨



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 14: RU 主力期货-泰国混合胶 | 单位: 元/吨

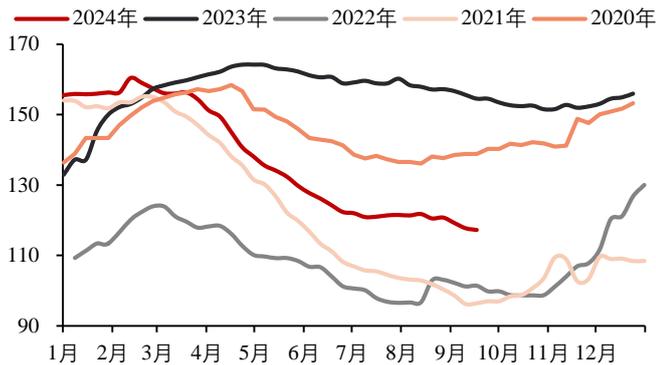


数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

中国深色胶&浅色胶库存差异

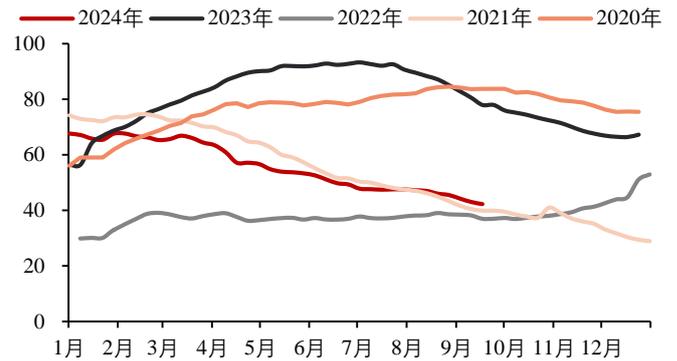
同时我们亦分开浅色胶以及深色胶库存情况，（老全乳+RU交易所库存+越南3L库存）代表的浅色胶库存目前处于进一步较2023年同比更低的位置，越南3L库存持续低位；而代表深色胶的保税区库存再度延续去库，挂钩2024年1-8月中国橡胶进口累计同比-20.5%

图 15: 天然橡胶社会库存 | 单位: 万吨



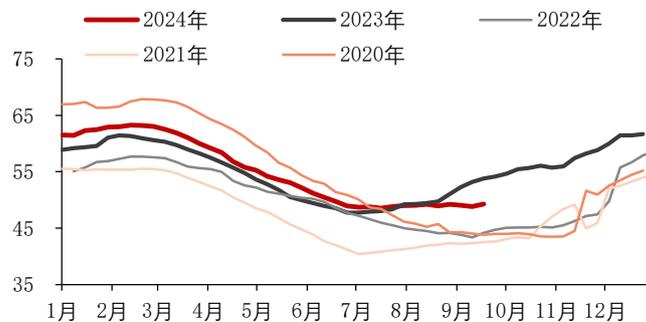
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 16: 天然橡胶保税区库存 | 单位: 万吨



数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 17: 中国浅色胶库存（老全乳+RU交易所库存+越南3L库存） | 单位: 万吨



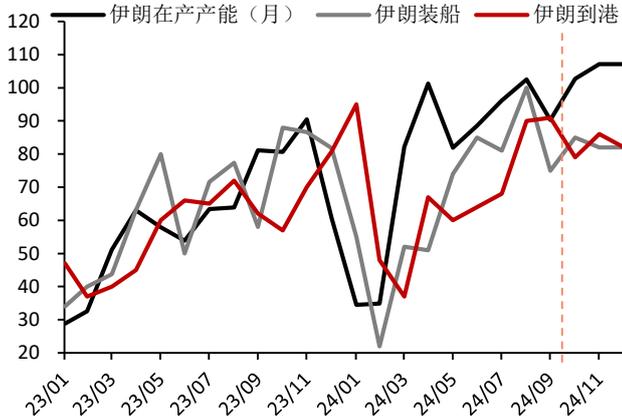
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

年底 EUDR 实施前，预计海外补库需求持续，泰国及越南等主产区发往中国量级回升速率慢于季节性，结合海南降水量高于同期影响国内产量，预计中国橡胶社会库存维持去库格局，同时关注轮胎开工旺季表现。而气候方面，10月份正是拉尼娜兑现进度的关键节点，留意气候跟踪情况。

甲醇热点问题

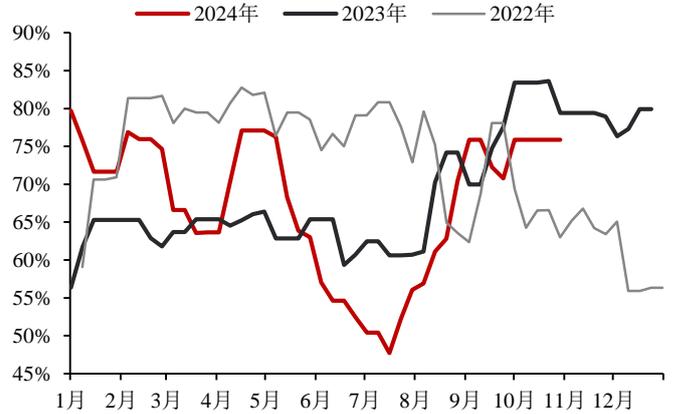
伊朗装船量边际下滑，关注伊朗地缘政治走向

图 18：伊朗在产产能、伊朗装船、伊朗到港 | 单位：万吨



数据来源：Wind 卓创资讯 华泰期货研究院

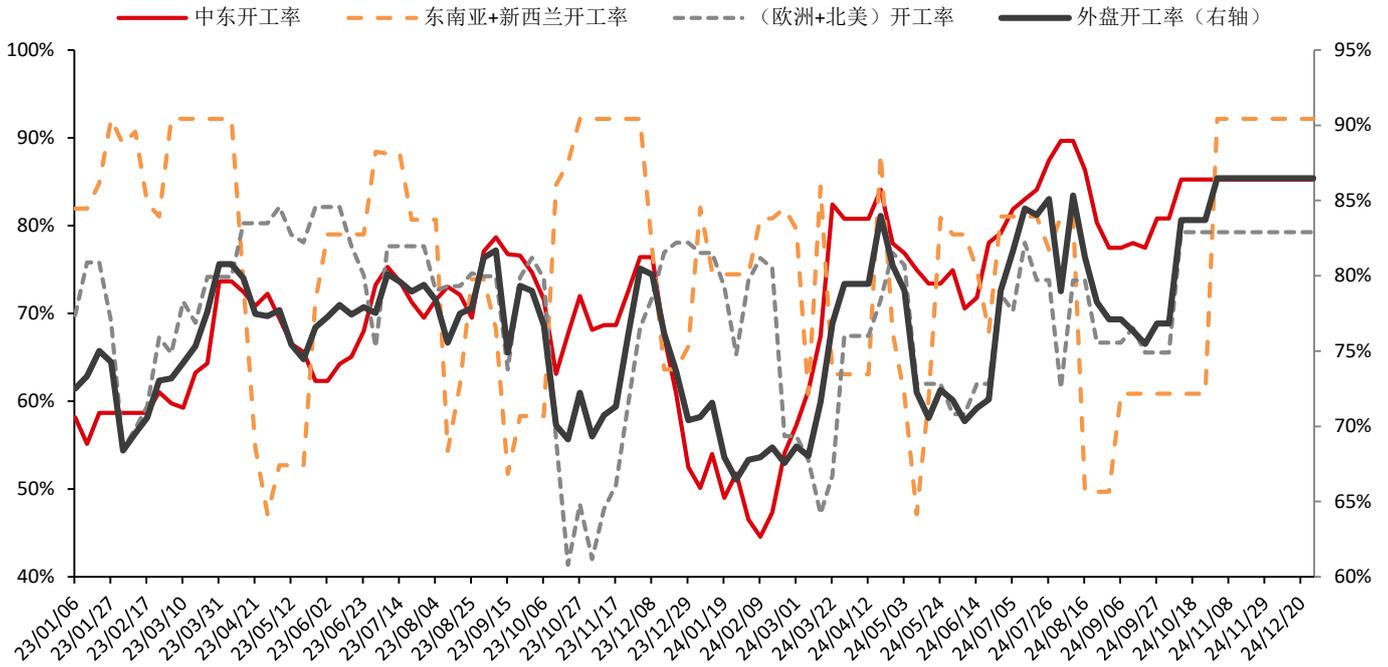
图 19：外购甲醇的 MTO 装置开工率 | 单位：%



数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

9月伊朗装船量已较8月年内最高点有所回落至75万吨左右水平，随着以色列与伊朗地缘摩擦进一步加剧，市场担忧影响伊朗甲醇码头的装船，但起码从10月上旬看暂时装船量仍算正常，关注后续地缘摩擦程度，甲醇国庆节后回来进一步上涨包含部分此计价。但刨除伊朗地缘政治问题对装船量的担忧外。8月中旬以来，海外开工有所回落。伊朗方面，busher、kimiya、sabanlan 负荷偏低，ZPC9月下旬有所提负。非伊方面，8月中旬新西兰梅赛尼斯停车至10月底，南美委内瑞拉、特立尼达、智利维持低负荷，关注南美10月能否提负，若不兑现则海外开工较难回升至前期高位，同时亦关注伊朗低负荷装置的提负时间。9月中国现实到港压力仍大，预计进口量维持120万吨附近水平；而9月伊朗装船量级下滑，10-11月中国进口量或逐步下降至110-113万吨附近水平，届时跟踪具体周度到港节奏。而外购MTO方面，仅山东联泓9月18日检修7-10天，外购甲醇MTO开工恢复至偏高位置，提振港口甲醇需求。

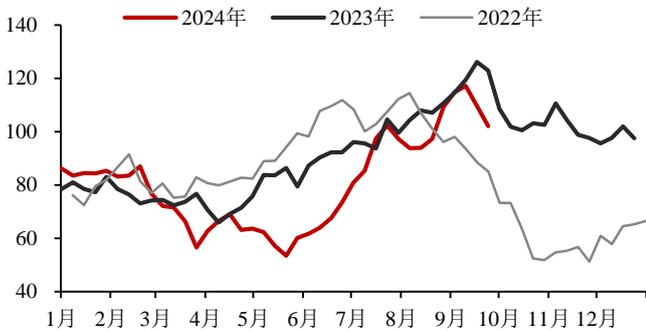
图 20: 甲醇外盘开工率预估 (分地区) | 单位: %



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

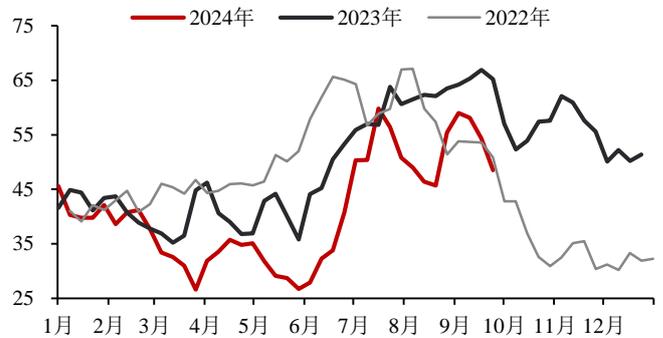
周频港口库存拐点已现, 关注冬季气头限产计划

图 21: 甲醇港口库存 (总) | 单位: 万吨



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

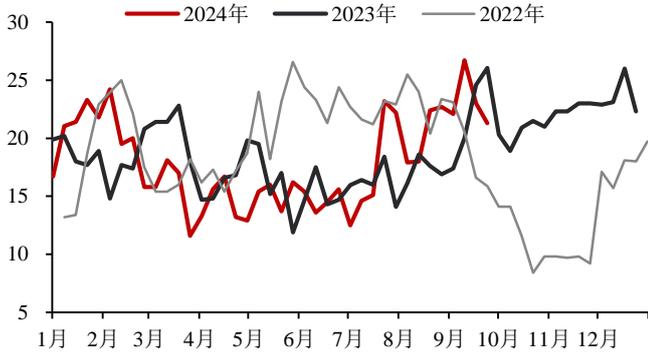
图 22: 江苏港口库存 | 单位: 万吨



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

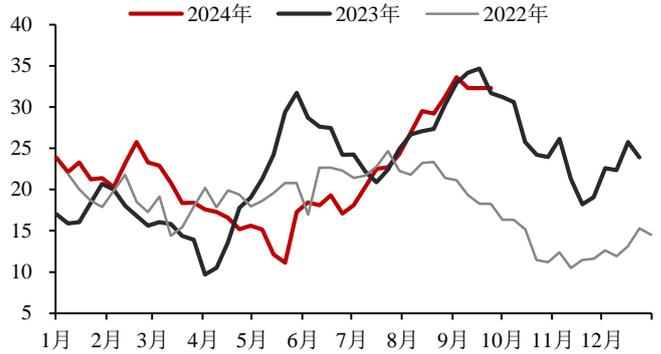
9月上旬港口库存到达年内最高值, 中下旬开始周频库存回落, 预计10月进口兑现进一步边际放缓后, 港口库存将持续下滑。但进口下降幅度暂有限, 预计港口四季度去库幅度亦有限。而分地区看, 华南港口库存压力大, MTO所在地区的浙江库存亦高企, 而贸易集散地的江苏港口库存亦有压力。

图 23: 浙江港口库存 | 单位: 万吨



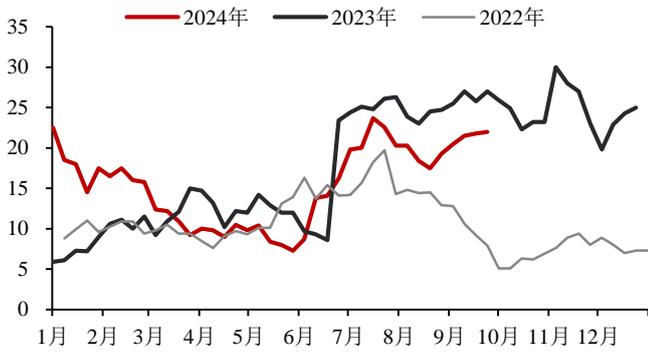
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 24: 华南港口库存 | 单位: 万吨



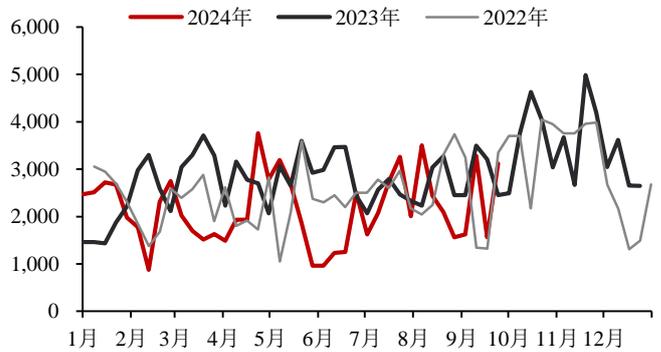
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 25: 江苏港口可流通库存 | 单位: 万吨



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

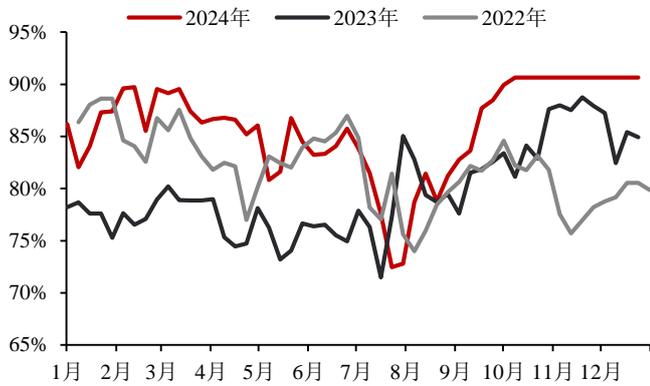
图 26: 太仓提货量 | 单位: 吨/天



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

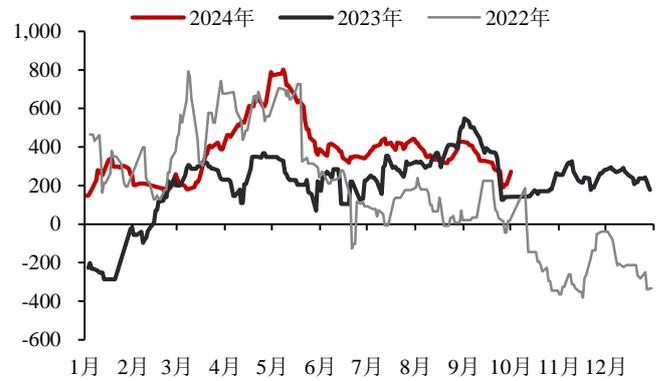
甲醇的 01 合约作为一张习惯交易预期的合约, 在港口没压力的年份便有可能在 7 月开始就提前交易四季度季节性去库预期, 但今年港口库存现实压力过大, 甲醇 01 合约 7-9 月延续持续回调至最低点 2293 元/吨, 按 9 月下旬内蒙 5500 大卡非电煤价 650 元/吨左右测试, 内蒙煤制甲醇现金流成本大概在 1800 元/吨附近, 煤制甲醇生产毛利仍有一定压缩空间; +300 至 500 价差折算到华东约在 2100 至 2300 元/吨附近 (港口高库存时不需要价差拉大到覆盖 550 运费), 因此 9 月下旬 01 合约 2293 元/吨的低点已进入低估值阶段, 随后在 9 月 24 日国新办金融发布会一揽子金融政策“组合拳”, 提振需求预期, 港口甲醇估值修复反弹。国庆回来后随着价格进一步试探 2600 元/吨的高位, 甲醇的估值有所进一步抬升。因此建议在 10 月等待合适的低点估值作谨慎做多套保。一方面是上文提到的进口边际放缓带动的港口去库周期仍在, 另一方面则是内地的气头甲醇冬季季节性限产。

图 27:非一体化煤头甲醇开工率|单位: %



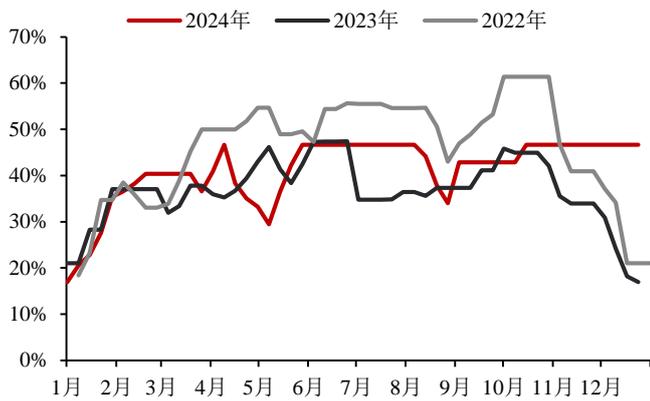
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 28: 内蒙煤头甲醇生产利润|单位: 元/吨



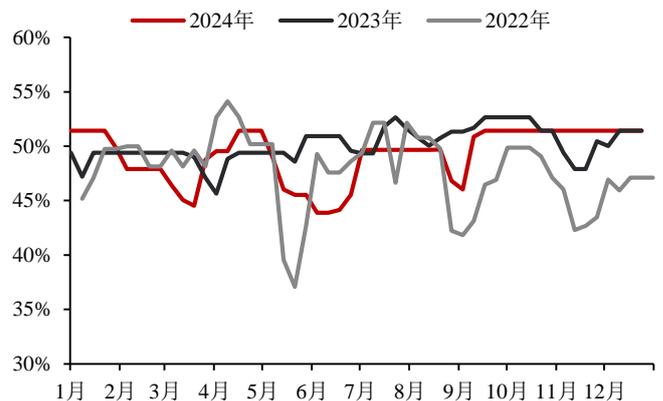
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 29:天然气头甲醇开工率|单位: %



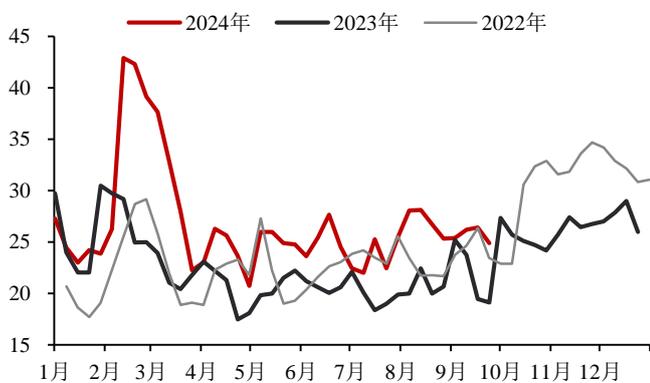
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 30: 焦炉气头甲醇开工率|单位: %



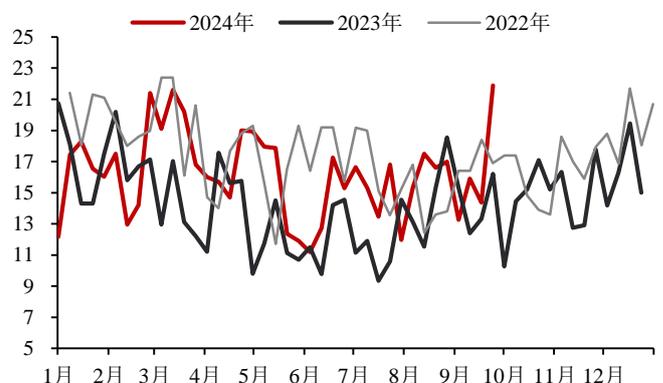
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 31:隆众西北企业库存|单位: 万吨



数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

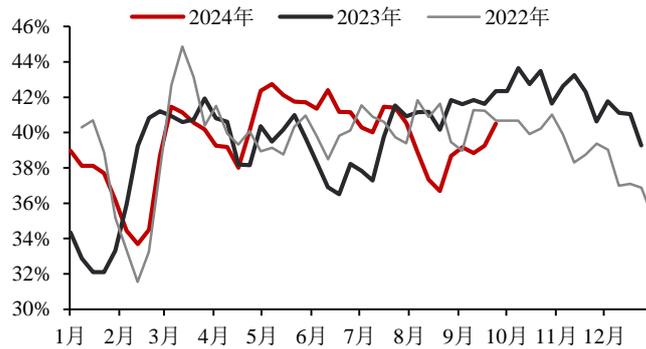
图 32:隆众西北企业待发订单量|单位: 万吨



数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

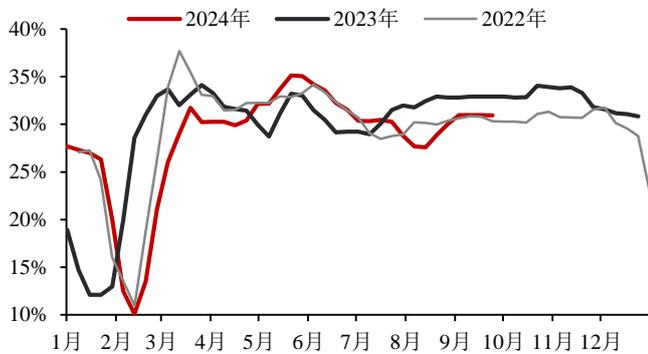
存量装置方面，煤头甲醇8月底以来开工持续提升至高位，西北工厂库存同期有一定累积，但绝对库存压力水平不大，得益于待发订单量在宏观政策刺激氛围下，结合国庆节前备货，大幅抬升。库存压力偏大地区在山东，对应甲醛及MTBE年内开工低位，但随着上述2品种开工逐步见底回升，预计山东压力最大时点已过去。叠加传统季节性10月下旬开始进入西南气头季节性限气停产周期，平衡表预估在进口减量以及西南气头减量的背景下，10-12月将延续季节性去库驱动。

图 33：传统下游加权开工率|单位：%



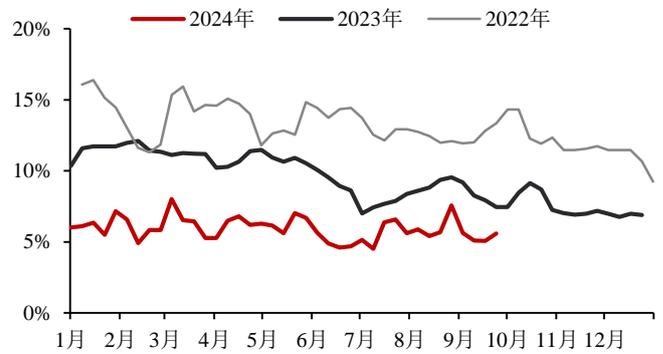
数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 34：甲醛开工率|单位：%



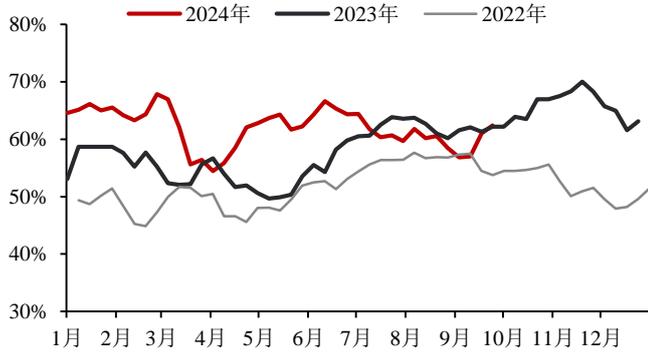
数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 35：二甲醚开工率|单位：%



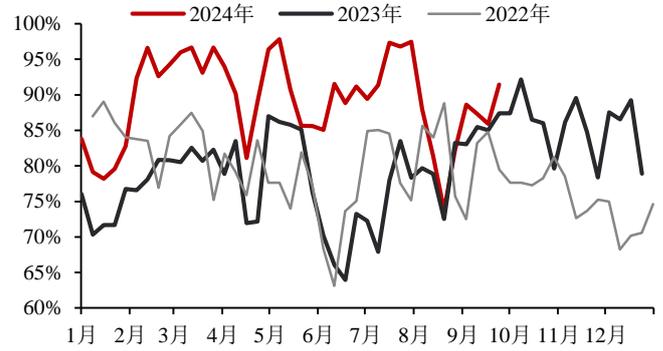
数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 36: MTBE 开工率|单位: %



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 37: 醋酸开工率|单位: %



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

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