

原料供应逐步增加，成本拖累显现

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

联系人

杨露露

☎ 0755-82790795

✉ yanglulu@htfc.com

从业资格号: F03128371

吴硕琮

☎ 020-83901158

✉ wushuocong@htfc.com

从业资格号: F03119179

刘启展

☎ 020-83901049

✉ liuqizhan@htfc.com

从业资格号: F03140168

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

策略摘要

随着原料价格的持续回落，目前国内轮胎厂生产利润明显修复，使得轮胎厂的抗风险能力增强，预计后期美国加征关税的影响有所减弱。

核心观点

市场分析

进入5月，全球天然橡胶产量呈现环比回升的走势，供应回升预期进一步增强。国内主产区将步入全面开割期，原料逐步上量。季节性来看，泰国出口到中国的天然橡胶量5月份环比往往是下降的，今年预计5月份国内进口保持环比下降的走势。因国内进口占比大，5月国内供应回升压力较小。重点关注国内云南、海南主产区以及泰国主产区的气候状况。

随着上游丁二烯原料的逐步回落，顺丁橡胶生产利润已经扭亏为盈，有利于后期产量的重新回升。进入5月，上游前期检修装置将逐步重启，新投产方面，6月份吉林石化有5万吨低顺产能计划投产。因此，预计国内5月顺丁橡胶产量环比增加。

展望5月下游需求，全球轮胎需求或依然呈现环比走弱的可能。主要因季节性回落影响，以及在4月份传统旺季需求背景下，轮胎需求略显疲弱，在没有外部政策推动下，预计5月需求难有回升动力。随着原料价格的持续回落，目前国内轮胎厂生产利润明显修复，使得轮胎厂的抗风险能力增强，预计后期关税的影响有所减弱。

策略

策略：RU及NR中性。5月份国内天然橡胶进口量环比或持稳为主，供应的补充主要来自国内。国内云南及海南均迎来开割，当前的原料价格依然对原料产出有利，国内天然橡胶产量回升预期仍较强。下游需求预计难有亮点，但基于轮胎厂生产利润的回升，预计美国加征关税的影响逐步弱化，5月轮胎需求或小幅走弱为主。供需偏弱格局下，5月份国内天然橡胶或有小幅累库压力。但泰国原料价格持续回落后，胶价绝对价格不高，或限制下行空间。

BR谨慎偏空。随着上游丁二烯原料的逐步回落，顺丁橡胶生产利润已经扭亏为盈，顺丁橡胶低估值状态有所改善。进入5月，上游前期检修装置将逐步重启，新投产方面，6月份吉林石化有5万吨低顺产能计划投产。因此，预计国内5月顺丁橡胶产量环比增加；下游轮胎需求或呈现季节性走弱，顺丁橡胶供需偏弱，价格或跟随上游丁二烯原料继续回落。

风险

海内外主产区天气异常，顺丁橡胶装置开工变化，轮胎需求明显回升。

目录

策略摘要	1
核心观点	1
4 月橡胶行情回顾	6
当下估值判断	6
RU 中性，NR 中偏高，BR 中性	6
5 月橡胶供需分析	8
全球迎来新一季开割，供应回升预期增强	8
国内需求逐步转淡，关税影响仍不可忽视	15
观点及策略	23

图表

图 1: 泰国胶水价格 单位: 泰铢/公斤	7
图 2: 泰国胶水-杯胶 单位: 泰铢/公斤	7
图 3: 海南浓乳生产利润 单位: 元/吨	7
图 4: NR 基差 单位: 元/吨	7
图 5: RU-混合胶 单位: 元/吨	7
图 6: 混合胶-丁苯胶 单位: 元/吨	7
图 7: 20 号胶内外盘价差 (新加坡) 单位: 元/吨	8
图 8: 顺丁橡胶生产利润 单位: 元/吨	8
图 9: ANRPC 橡胶产量季节性 单位: 千吨	8
图 10: ANRPC 橡胶年度累计产量 单位: 千吨	8
图 11: 泰国橡胶产量 单位: 千吨	9
图 12: 印尼橡胶产量 单位: 千吨	9
图 13: 越南橡胶产量 单位: 千吨	9
图 14: 中国橡胶产量 单位: 千吨	9
图 15: 云南累计降雨量 单位: HM	10
图 16: 海南累计降雨量 单位: HM	10
图 17: 泰国累计降雨量 单位: HM	10
图 18: 泰国海外劳工 单位: 人	10
图 19: 顺丁橡胶生产利润 单位: 元/吨	11
图 20: 高顺顺丁橡胶开工率 单位: %	11
图 21: 天胶进口量 单位: 万吨	12
图 22: 标胶进口量 单位: 吨	12
图 23: 烟片进口量 单位: 吨	12
图 24: 混合胶进口量 单位: 吨	12
图 25: 烟片进口窗口 单位: 元/吨	12
图 26: 浓乳进口窗口 单位: 元/吨	12

图 27: 泰国出口至中国天然橡胶 单位: 吨.....	13
图 28: 泰国天然橡胶出口量 单位: 吨	13
图 29: 泰国南部降雨量 单位: HM.....	13
图 30: 泰国北部降雨量 单位: HM.....	13
图 31: 泰国胶水价格 单位: 泰铢/公斤	14
图 32: 泰国胶水-杯胶 单位: 泰铢/公斤	14
图 33: 国内天然橡胶进口自科特迪瓦 单位: 万吨.....	14
图 34: 国内天然橡胶进口越南 单位: 万吨.....	14
图 35: 顺丁橡胶进口量 单位: 万吨	15
图 36: 顺丁橡胶出口量 单位: 万吨	15
图 37: 美国轿车销量 单位: 辆	16
图 38: 美国卡车销量 单位: 千辆	16
图 39: 日本汽车销量 单位: 辆	16
图 40: 韩国汽车国内销量 单位: 辆	16
图 41: 欧洲乘用车注册量 单位: 辆	16
图 42: 中国汽车销量 单位: 辆	16
图 43: 挖掘机销量当月同比 单位: %.....	17
图 44: 中国社融规模 单位: 亿元	17
图 45: 地产销售累计同比与 RU 单位: % 元/吨.....	17
图 46: 汽车制造业固定资产投资累计同比 单位: %	17
图 47: 全钢胎开工率 单位: %.....	18
图 48: 半钢胎开工率 单位: %.....	18
图 49: 重卡销量 单位: 辆	19
图 50: 重货销量 单位: 辆	19
图 51: 非完整车销量 单位: 辆	19
图 52: 半挂车销量 单位: 辆	19
图 53: 国内轮胎出口量 单位: 万条	20
图 54: 中国对德国轮胎出口 单位: 万条	20
图 55: 国内全钢胎生产利润率 单位: %	21
图 56: 国内半钢胎生产利润率 单位: %	21
图 57: 公路货运季节性 单位: 亿吨	21
图 58: 全国水泥价格指数 单位: 点	21
图 59: 全钢胎库存 单位: 万条	19
图 60: 半钢胎库存 单位: 万条	19
图 61: 山东全钢胎成品库存天数 单位: 天.....	20
图 62: 山东半钢胎成品库存天数 单位: 天.....	20
图 63: 天然橡胶社会库存 单位: 万吨	22
图 64: 青岛港口库存 单位: 万吨	22
图 65: 上海期货交易所 RU 库存 单位: 吨.....	22
图 66: NR 库存 单位: 吨.....	22

图 67: 顺丁橡胶企业库存 | 单位: 万吨

图 68: 顺丁橡胶贸易商库存 | 单位: 万吨

23

23

4 月橡胶行情回顾

在美国加征关税的背景下，4 月天然橡胶与合成橡胶期价均迎来大幅下行的走势。4 月 2 日，美国宣布将在 4 月 5 日开始实施对所有国家征收 10% 的基准关税。与此同时，早在 3 月 26 日就确定将在 4 月 2 日开始生效对所有国家的汽车进口关税加征 25%，实施日期在 4 月 3 日。期货盘面开始逐步反映这些消息，尤其在清明假期之后，所有加征关税的消息明确之后，橡胶期货价格在国内清明假期后的第一天迎来跌停走势，而后两天价格继续大幅下行。直到美国宣布暂缓对中国以外的其他国家的对等关税实施日期推迟 90 天的消息后，盘面价格才迎来止跌反弹，但在关税消息反反复复中，市场对于橡胶的轮胎需求担忧加剧压制下，胶价始终呈现偏弱的走势。具体来看，就天然橡胶而言，4 月份国内云南及海南主产区将陆续迎来开割期，供应回升预期增加，而受订单放缓的影响，轮胎厂的成品库存压力逐步显现下，促使轮胎厂降负荷运行，现实需求转弱叠加需求预期下行，使得天然橡胶价格承压。

4 月份丁二烯橡胶期货价格的降幅更为明显，主要是其上游丁二烯原料的拖累，一方面受原油价格持续下行的影响，另一方面则是丁二烯自身供需的影响，尤其是在上游投产压力以及到港量回升的双重压制下，其生产利润依然处于同比高位，价格压力更为凸显，丁二烯价格的大幅回落也使得丁二烯橡胶价格更为弱势。

当下估值判断

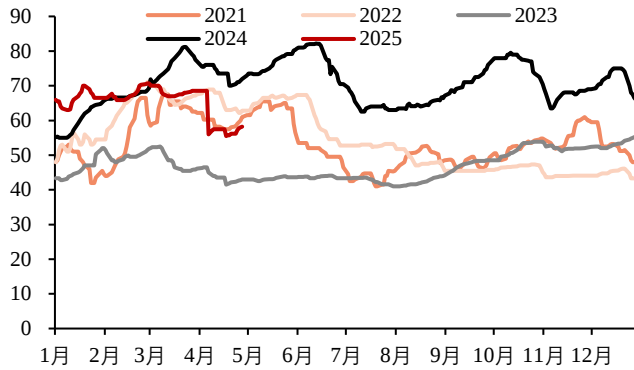
RU 中性，NR 中偏高，BR 中性

对于 RU 估值的判断，主要从以下几个方面：首先是 RU 的非标价差，目前 RU 非标价差绝对值处于低位，且同比偏低。其次看标品基差，近期基差同比走强，但依然是负基差格局；最后看海内外的原料价格，同比已经处于中偏低水平。反映 RU 估值并不高估，维持中性判断。

对于 NR 估值的判断，主要从以下几个方面：首先，看原料进口利润，目前泰国原料对标国内港口价格尚无加工利润，反映国内价格相对偏低估；其次看 20 号胶内外盘价差，国内价格高估。最后看 NR 基差，目前是负基差格局，或反映 NR 估值中偏高。

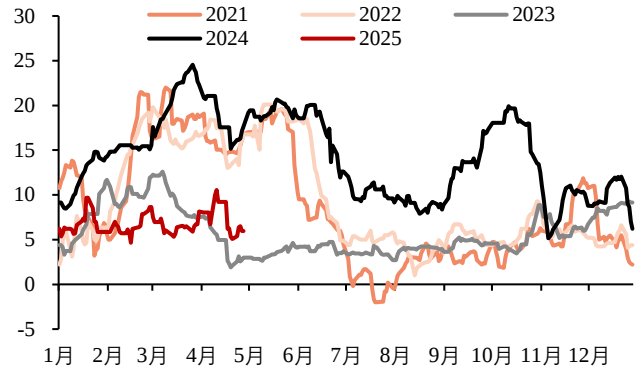
对于 BR 估值的判断，主要看生产利润，随着上游丁二烯原料价格的走弱，丁二烯橡胶生产利润有所修复，目前已经处于小幅盈利的状态，但同比仍处于偏低水平。基于当前丁二烯原料价格仍有下行压力的判断，则后期丁二烯橡胶生产利润有望继续修复，给予 BR 估值中性判断。

图 1：泰国胶水价格 | 单位：泰铢/公斤



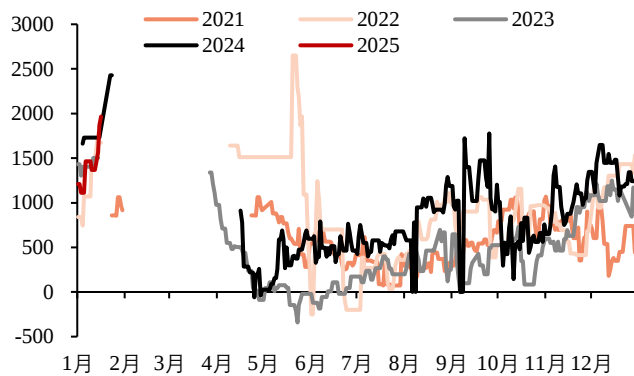
数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 2：泰国胶水-杯胶 | 单位：泰铢/公斤



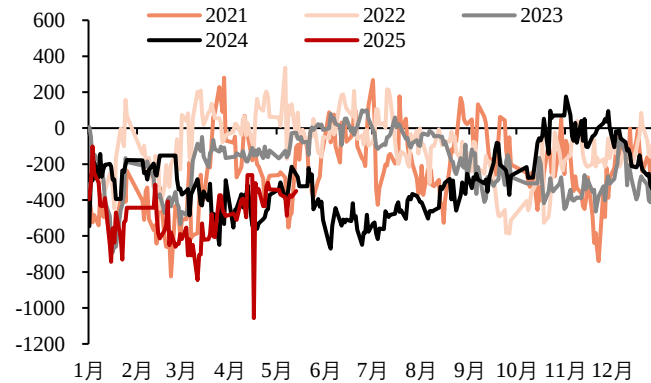
数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 3：海南浓乳生产利润 | 单位：元/吨



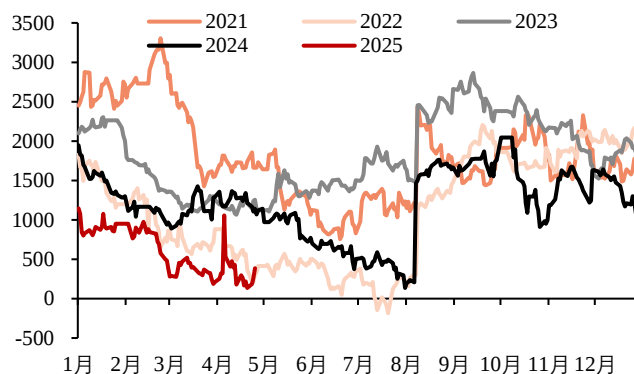
数据来源：隆众资讯 华泰期货研究院

图 4：NR 基差 | 单位：元/吨



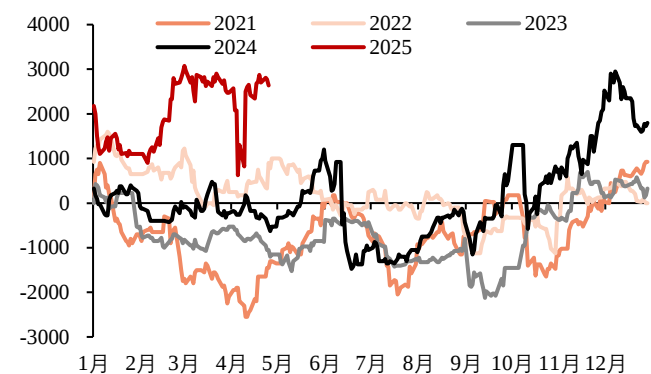
数据来源：卓创资讯 上海能源交易所 华泰期货研究院

图 5：RU-混合胶 | 单位：元/吨



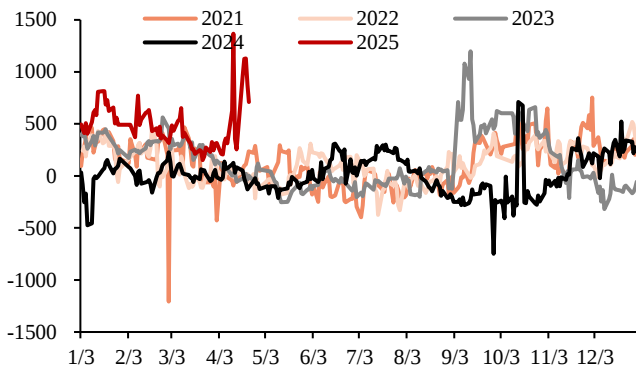
数据来源：卓创资讯 上期所 华泰期货研究院

图 6：混合胶-丁苯胶 | 单位：元/吨



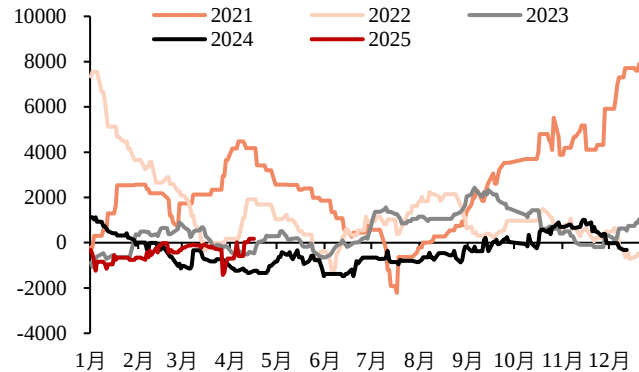
数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 7: 20 号胶内外盘价差 (新加坡) | 单位: 元/吨



数据来源: 隆众资讯 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: 隆众资讯 华泰期货研究院

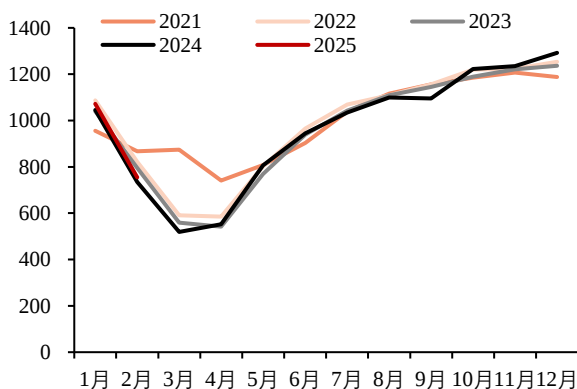
5 月橡胶供需分析

全球迎来新一季开割, 供应回升预期增强

5 月全球产量逐步回升

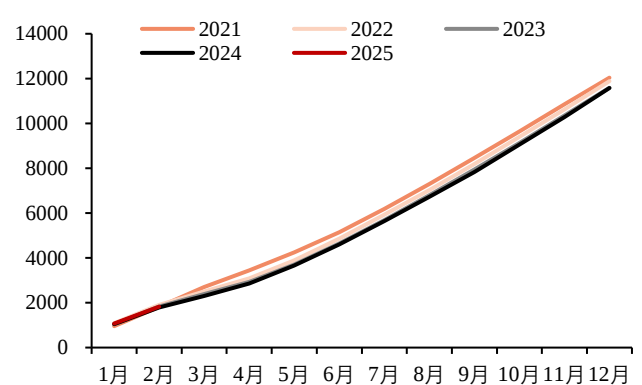
进入 5 月, 全球天然橡胶产量将从年内季节性低位逐步回升, 全球产量增速将有所回升。5 月份, 国内基本处于全面开割期, 国内产量也将进一步回升。重点关注开割初期国内云南以及海南主产区的气候, 目前的天气预测来看, 海南产区 5 月份有降雨不足的担忧, 后期关注是否会导致产区割胶不顺畅, 云南主产区也需要关注近期的降雨情况, 如果过于干旱则不利于割胶的顺利进行, 或者雨水过多也可能导致橡胶树白粉病的出现, 也不利于割胶的顺利进行。

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

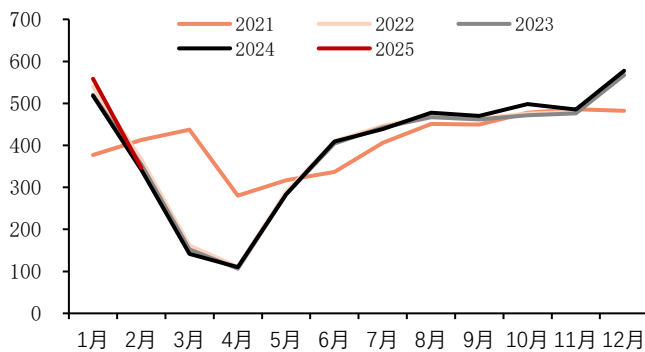


数据来源: ANRPC 华泰期货研究院

分国别产量数据来看, 按照季节性规律, 全球主产区 5 月产量环比明显回升, 主要因全球处于新一季开割期, 供应呈现季节性回升。2015 年以来东南亚九国天然橡胶产量季节性来看, 5 月份的总产量环比基本都呈现较大的涨幅, 涨幅平均比接近 30%。其中

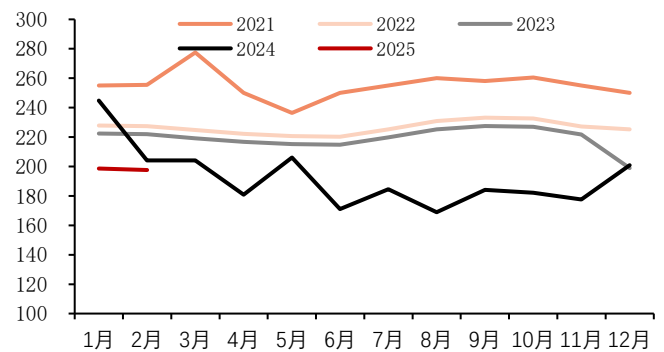
2019 年 5 月产量环比下降 18.75%，2018 年 5 月产量环比近增加 0.13%，2021 年环比仅增加 9.1%。2019 年 5 月环比下降主要受异常天气的干扰，尤其是泰国和国内云南产区均呈现干旱气候，影响当月割胶活动。2018 年主要是低价对于胶农割胶积极性的影响，而 2021 年 5 月天然橡胶产量的下降主要是全球卫生事件影响，劳工到位不及时影响的。今年在全球产区物候较好背景下，预计 5 月份产量将明显增加。

图 11：泰国橡胶产量 | 单位：千吨



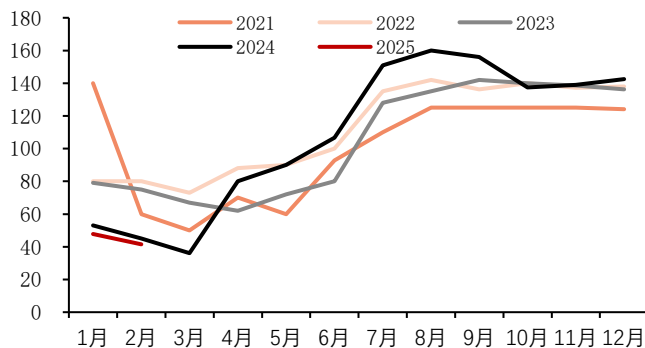
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 12：印尼橡胶产量 | 单位：千吨



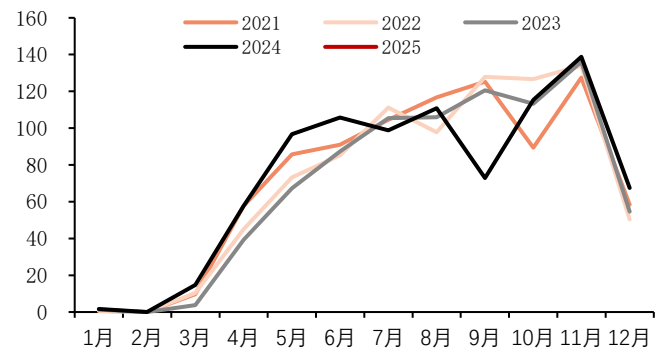
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 13：越南橡胶产量 | 单位：千吨



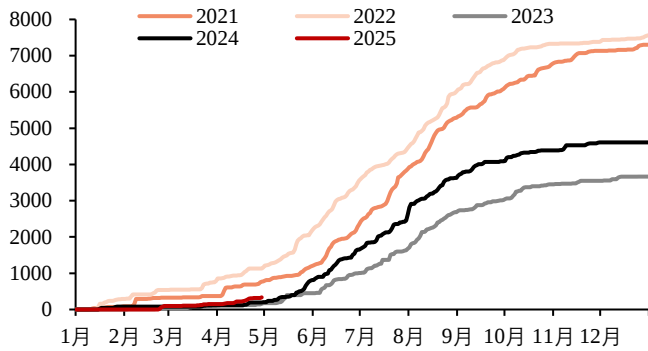
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 14：中国橡胶产量 | 单位：千吨



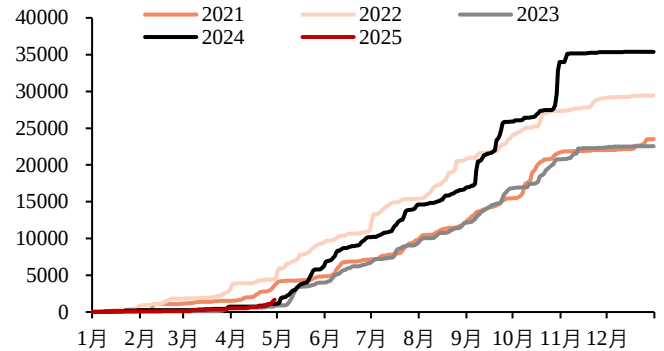
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 15: 云南累计降雨量 | 单位: HM



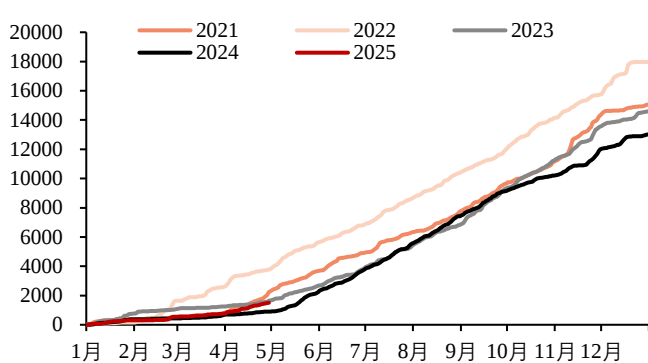
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 16: 海南累计降雨量 | 单位: HM



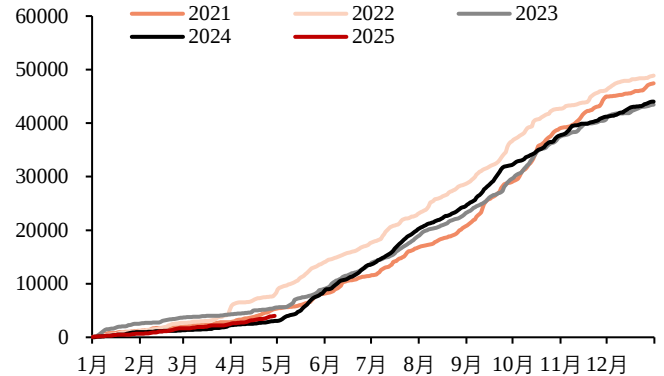
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

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: 越南累计降雨量 | 单位: HM

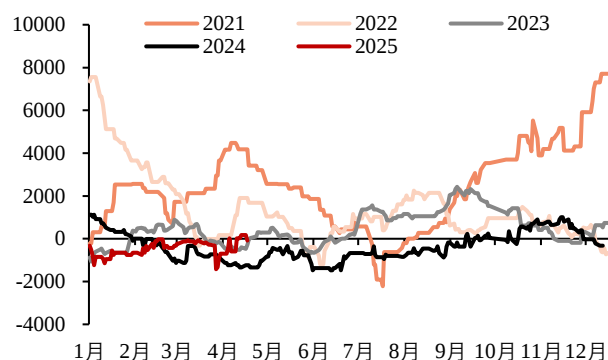


数据来源: Wind 华泰期货研究院

上游装置重启叠加利润改善, 5 月供应有望回升

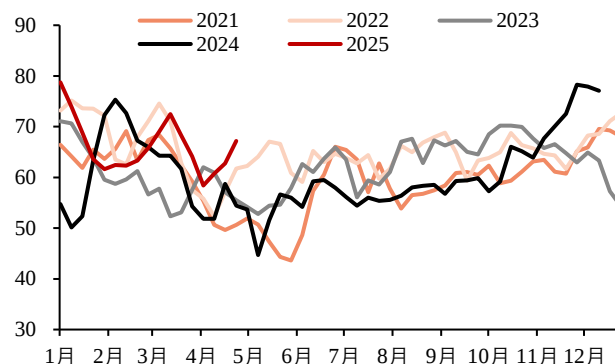
随着上游丁二烯原料价格的回落, 顺丁橡胶生产利润逐步修复, 目前已经处于有利润的状态, 但同比仍处于低位。进入 5 月, 上游前期检修装置将逐步重启, 供应有望继续回升。

图 19: 顺丁橡胶生产利润 | 单位: 元/吨



数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 20: 高顺顺丁橡胶开工率 | 单位: %



数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

国内 5 月进口量将呈现季节性下降

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。

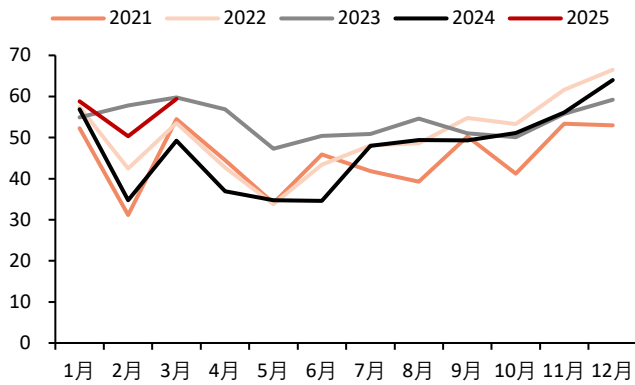
首先，对国内下游实体需求的分析，我们归口在轮胎生产端。国内轮胎下游实体需求主要分国内轮胎需求以及出口需求。国内轮胎厂开工率并无明显季节性，但因 5 月份国内下游工业需求进入季节性淡季，叠加当前不稳定的外围环境，预计轮胎出口也有一定影响的背景下，国内轮胎厂开工率有下滑的担忧。预计 5 月下游实体需求或环比回落。

其次，从 RU 非标价差来看，目前非标价差同比处于低位，贸易商套利需求或依然偏低。而从船期来看，5 月国内进口量基本对应海外 3-4 月份的产出，3-4 月全球产量处于低点，预计国内到港量有限。

最后是替代种植的进口量，按照季节性，5 月替代种植进口量将环比回升，同时在今年免关税政策下，预计进口自缅甸、老挝的量较大。

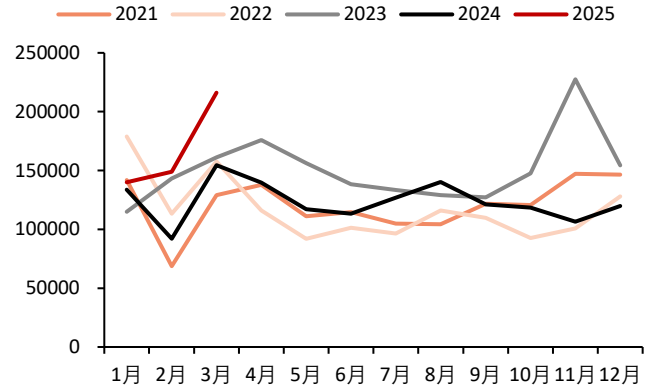
因此，从结构角度看，5 月份国内基于下游需求逐步转淡以及非标套利需求依然低迷，但免关税政策下，缅甸老挝的进口量仍大，预计国内 5 月进口压力有限。

图 21: 天胶进口量 | 单位: 万吨



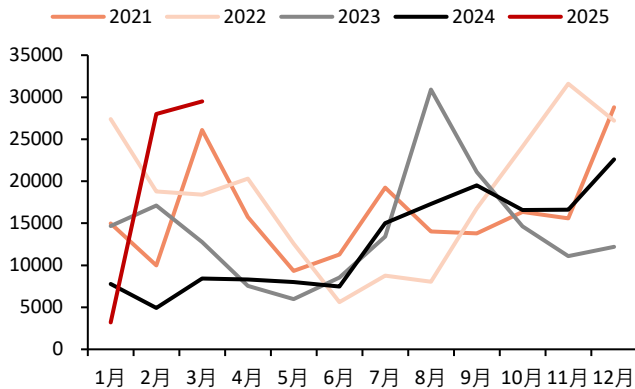
数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

图 22: 标胶进口量 | 单位: 吨



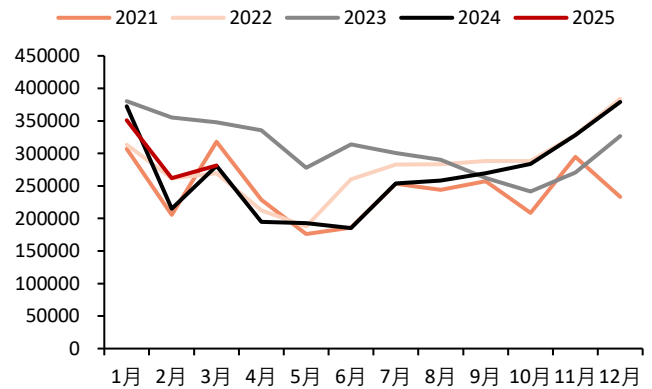
数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

图 23: 烟片进口量 | 单位: 吨



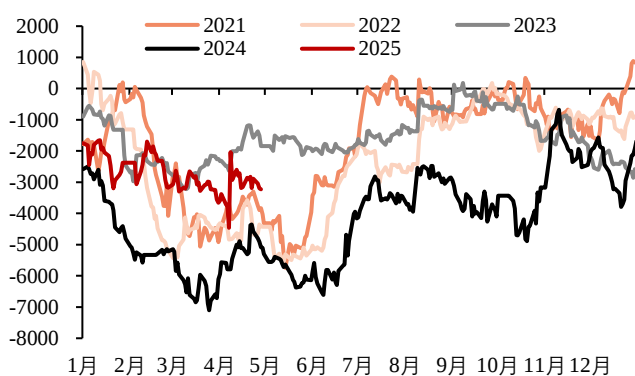
数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

图 24: 混合胶进口量 | 单位: 吨



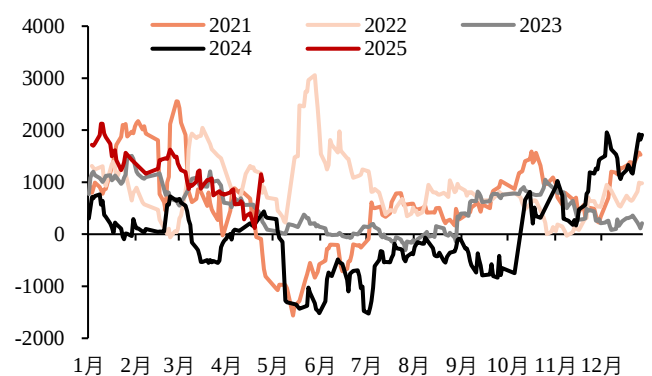
数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

图 25: 烟片进口窗口 | 单位: 元/吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 26: 浓乳进口窗口 | 单位: 元/吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

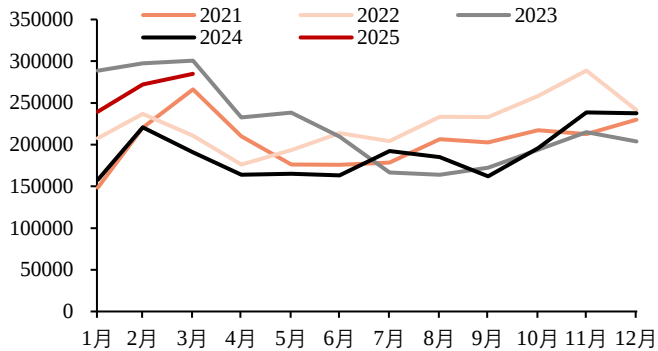
总量判断

因我国大部分天然橡胶来自泰国, 因此我们主要分析来自泰国进口量的规律, 按照一

个月的船期推测，泰国 4 月份的出口量大致对应我国国内 5 月份的进口量。4 月份泰国产量处于季节性低位，预计 4 月份泰国出口持平为主。

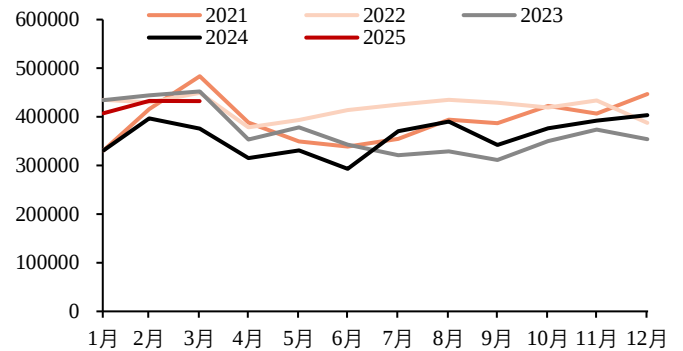
季节性来看，泰国出口到中国的天然橡胶量 5 月份环比往往是下降的，今年预计 5 月份国内进口保持环比下降的走势。

图 27：泰国出口至中国天然橡胶 | 单位：吨



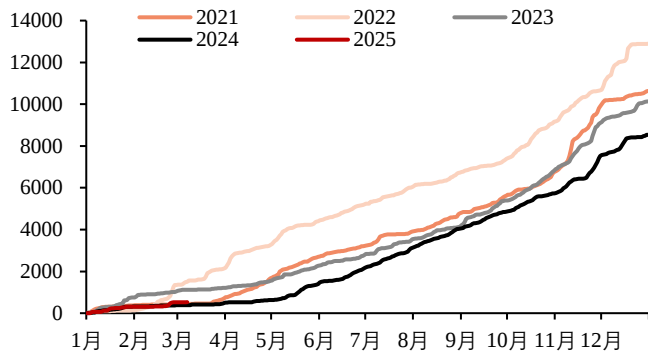
数据来源：泰国海关 华泰期货研究院

图 28：泰国天然橡胶出口量 | 单位：吨



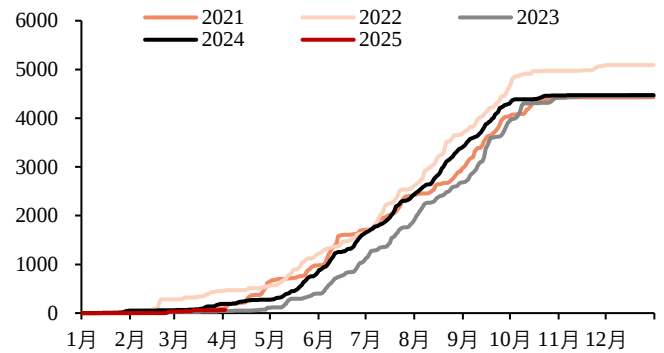
数据来源：泰国海关 华泰期货研究院

图 29：泰国南部降雨量 | 单位：HM



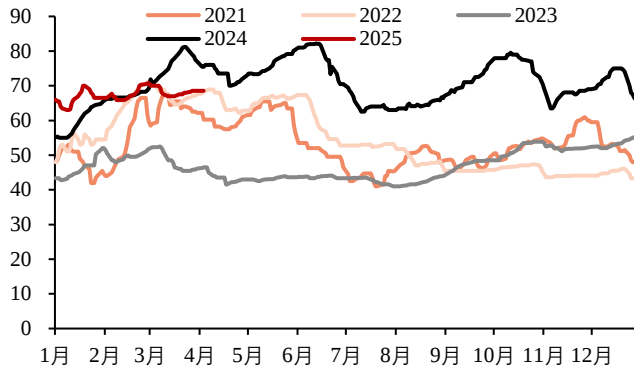
数据来源：隆众资讯 华泰期货研究院

图 30：泰国北部降雨量 | 单位：HM



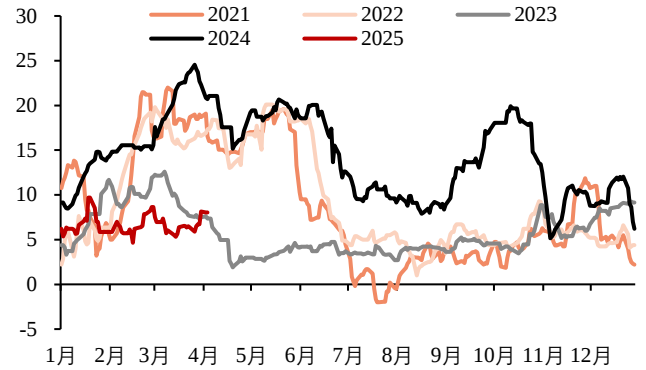
数据来源：隆众资讯 华泰期货研究院

图 31: 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 32: 泰国胶水-杯胶 | 单位: 泰铢/公斤

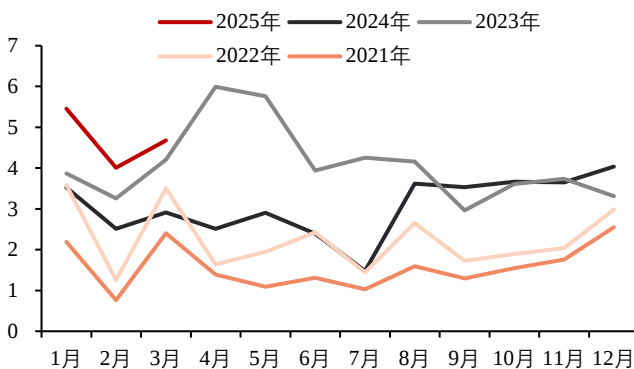


数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

除了泰国以外, 国内还有部分天然橡胶进口自越南、科特迪瓦、印尼等国家。

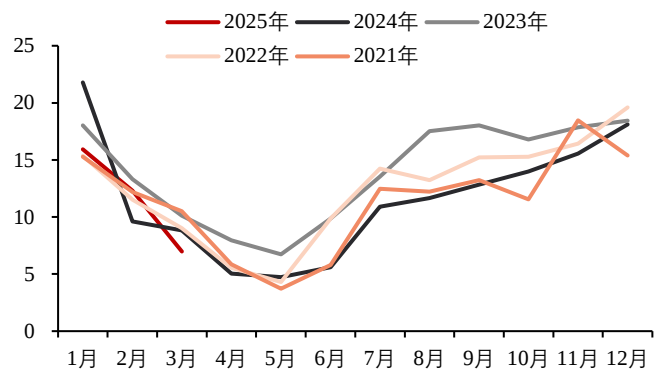
因 3、4 月份上游产量均处于淡季, 预计进口自越南、科特迪瓦及印尼的天然橡胶进口量难以回升。

图 33: 国内天然橡胶进口自科特迪瓦 | 单位: 万吨



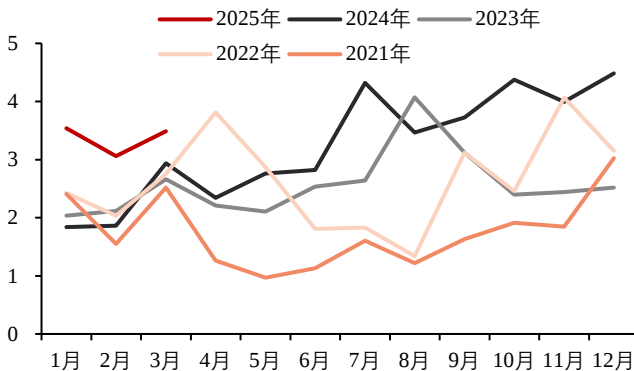
数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

图 34: 国内天然橡胶进口自越南 | 单位: 万吨



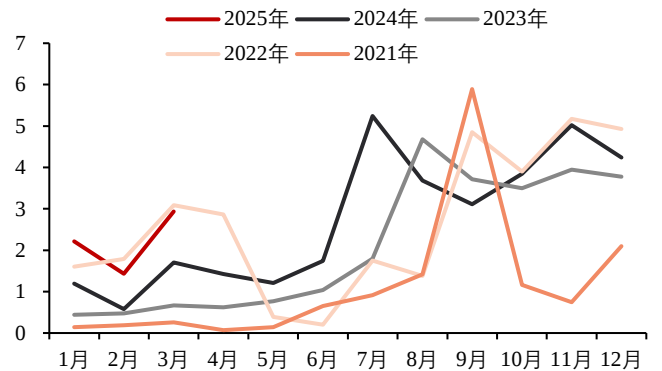
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 35: 国内天然橡胶进口自缅甸 | 单位: 万吨



数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

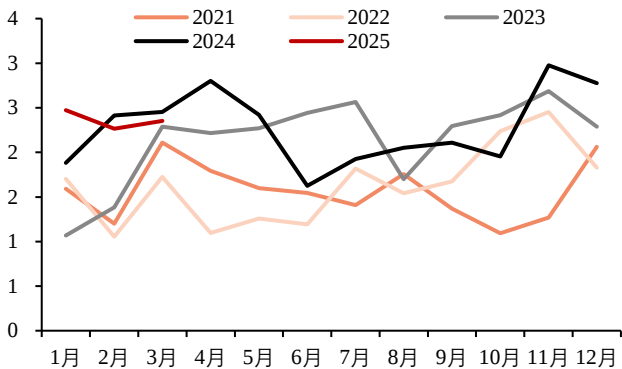
图 36: 国内天然橡胶进口自老挝 | 单位: 万吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

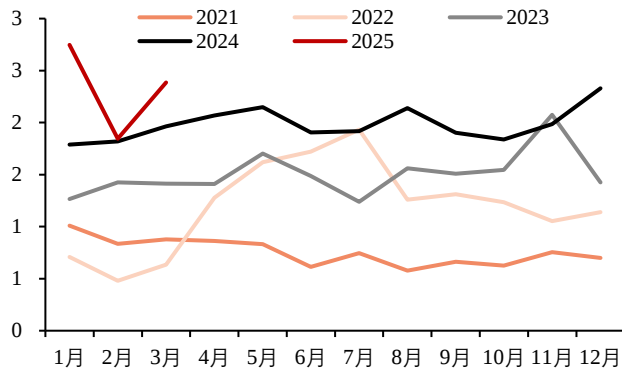
随着我国部分轮胎厂海外产能的扩大，国内近两年的顺丁橡胶出口呈现逐步回升的走势。2024 年国内顺丁橡胶主要出口国为越南、泰国、印尼和柬埔寨、印度等。截止 2024 年 12 月，国内顺丁橡胶出口累计同比增长 31.78%，约带来国内顺丁橡胶需求 3% 的增长。截至今年 3 月，我国顺丁橡胶出口累计同比增长 25.18%，伴随需求转淡，预计后期出口将有所回落。

图 37：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 38：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，进入 5 月，全球天然橡胶产量呈现环比回升的走势，供应回升预期进一步增强。国内主产区将步入全面开割期，原料逐步上量。季节性来看，泰国出口到中国的天然橡胶量 5 月份环比往往是下降的，今年预计 5 月份国内进口保持环比下降的走势。因国内进口占比大，5 月国内供应回升压力较小。重点关注国内云南、海南主产区以及泰国主产区的气候状况。

随着上游丁二烯原料的逐步回落，顺丁橡胶生产利润已经扭亏为盈，有利于后期产量的重新回升。进入 5 月，上游前期检修装置将逐步重启，新投产方面，6 月份吉林石化有 5 万吨低顺产能计划投产。因此，预计国内 5 月顺丁橡胶产量环比增加。

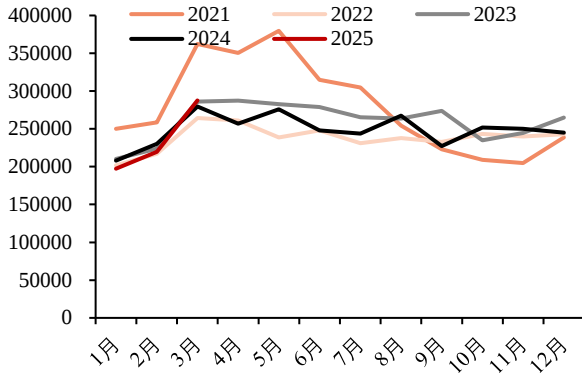
国内需求逐步转淡，关税影响仍不可忽视

关注税负增加对海外需求的抑制

从各国的汽车销量季节性来看，5 月份销量依然处于淡季。分国别来看，美国乘用车销量 1-3 月累计同比下降 1.8%，3 月有好转但总体表现依然疲弱。亮点在于卡车销量依然保持去年以来的较好增速，或反映市场对于后期美国市场基建回流的预期仍在。日韩 1-3 月汽车销量同比继续改善；欧洲 3 月乘用车销量环比改善，但累计同比依然是负的。中国汽车销量保持较高增速，主要是国内汽车刺激政策延续的推动。4 月份美国开始实施的对等关税激发了全球贸易博弈，后期主要关注因税负增加带来全球轮胎需

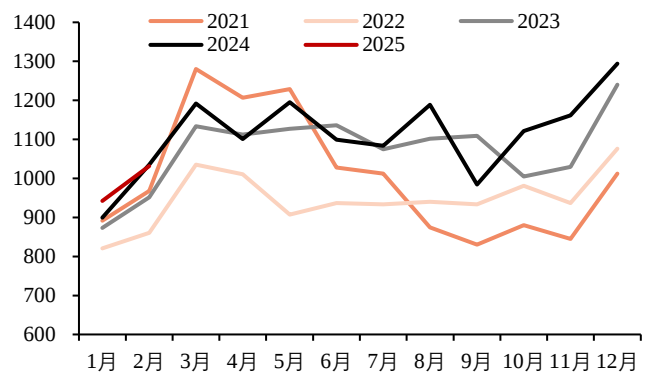
求受抑制的可能。

图 39：美国轿车销量 | 单位：辆



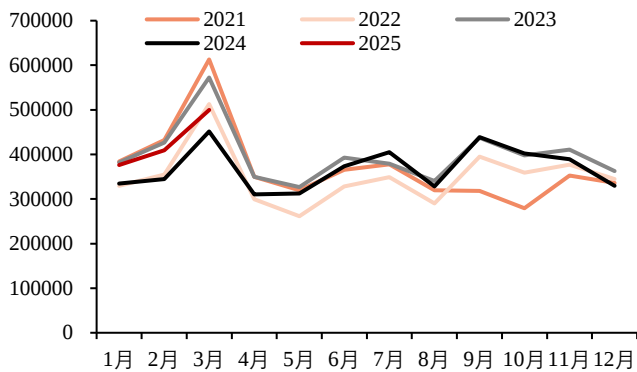
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 40：美国卡车销量 | 单位：千辆



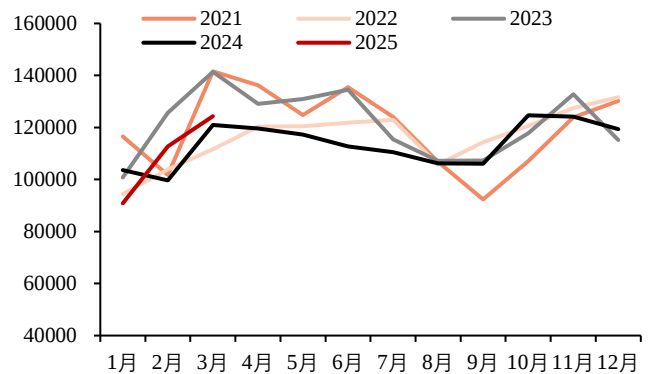
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 41：日本汽车销量 | 单位：辆



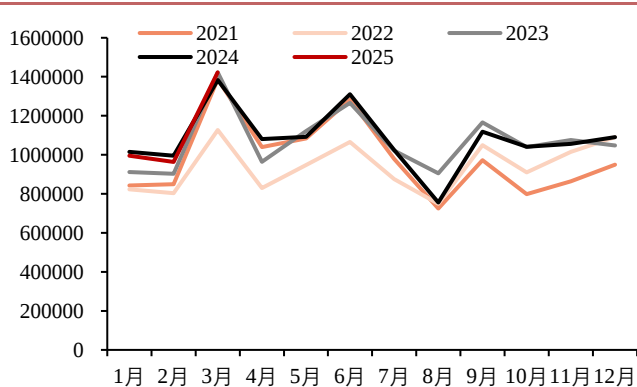
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 42：韩国汽车国内销量 | 单位：辆



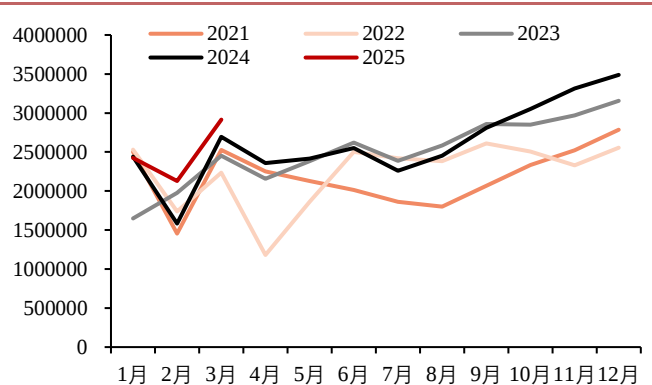
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 43：欧洲乘用车注册量 | 单位：辆



数据来源：Wind 华泰期货研究院

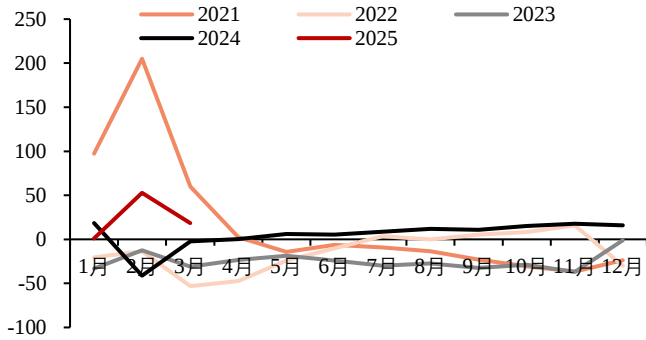
图 44：中国汽车销量 | 单位：辆



数据来源：Wind 华泰期货研究院

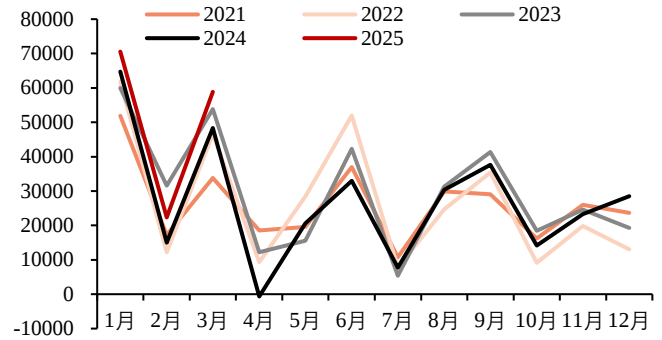
国内宏观数据的指引来看，一季度国内挖掘机销量同比明显改善，反映国内施工景气度提升，有利于后期重卡车胎替换市场的回升。今年 1-3 月国内社融改善，反映国内资金流动性继续回升。

图 45：挖掘机销量当月同比 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 46：中国社融规模 | 单位：亿元



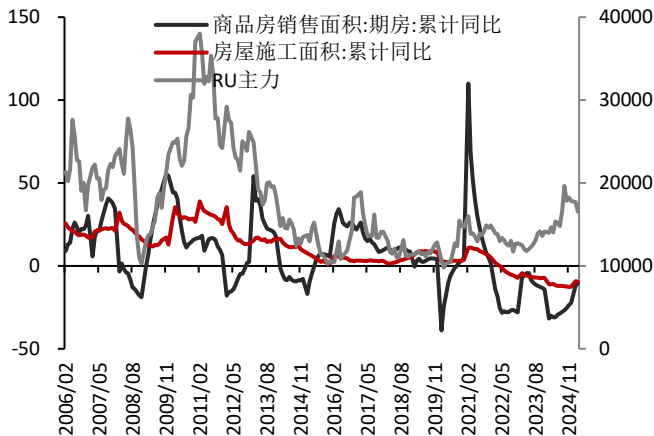
数据来源：Wind 华泰期货研究院

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。

国内宏观数据改善，国内汽车销量有望维持旺盛格局

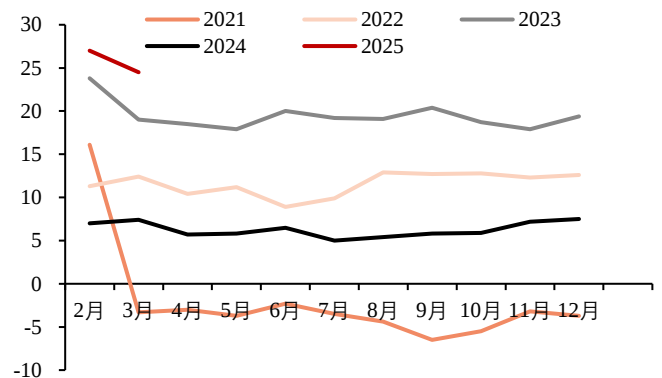
宏观层面看，国内房地产数据近期迎来环比改善，其中新房销售面积、施工面积以及竣工面积均有所改善，但仍同比仍是负的。目前来看，天然橡胶实际需求受益有限，更多是市场悲观预期的修复。根据汽车制造业固定资产投资数据，今年 3 月份累计同比延续改善，将有利于后期汽车产销的回升。国内对于新能源汽车的支持政策依然在，预计乘用车销量仍将保持高景气度周期。

图 47：地产销售累计同比与 RU | 单位：% 元/吨



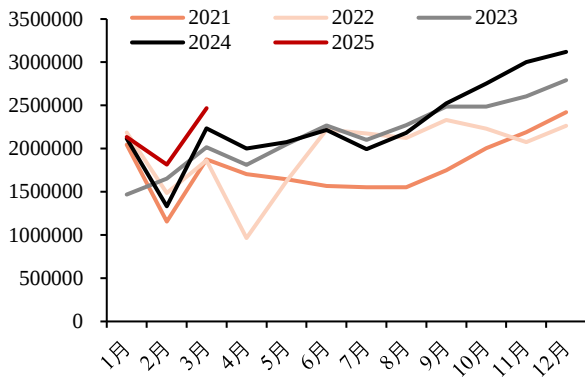
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 48：汽车制造业固定资产投资累计同比 | 单位：%



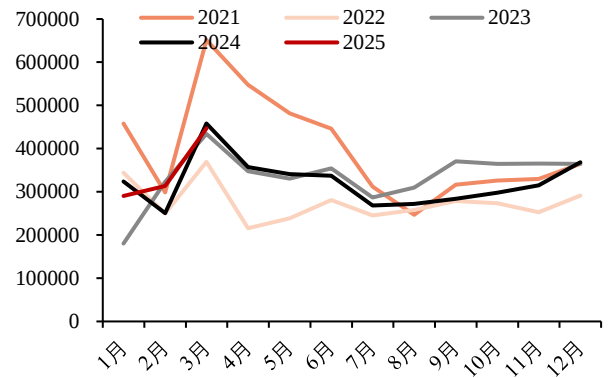
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 49:国内乘用车销量 | 单位: 辆



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 50:国内商用车销量 | 单位: 辆



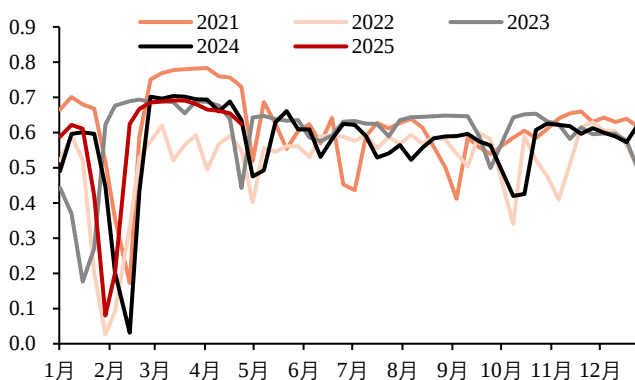
数据来源: Wind 华泰期货研究院

需求逐步转淡, 关注轮胎厂成品压力

季节性来看, 5 月国内下游需求逐步转淡, 全钢胎及半钢胎开工率或仍有回落可能。今年 1-3 月, 半钢胎开工率的回落幅度更为明显, 或主要因为国内及海外订单的放缓, 使得国内半钢胎开工率难以维持去年同期的水平, 当成品库存压力显现之后, 开工率开始受抑制。今年 1-3 月重卡销售累计同比小幅下降, 反映国内工业需求恢复缓慢且市场对于后期的市场回升预期仍较差。

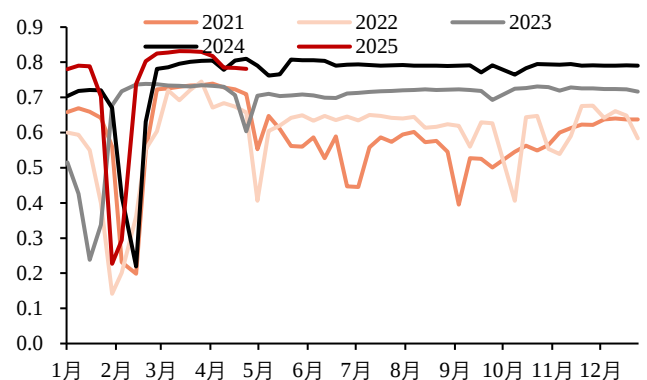
5 月下游需求季节性淡季叠加美国加征关税的干扰仍存, 预计 5 月份轮胎厂开工率仍有下行的压力。

图 51: 全钢胎开工率 | 单位: %



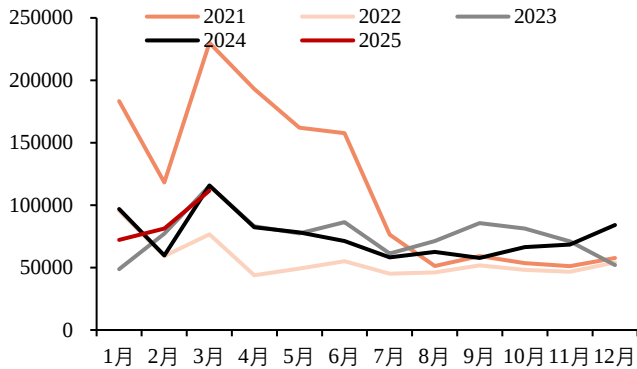
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 52: 半钢胎开工率 | 单位: %



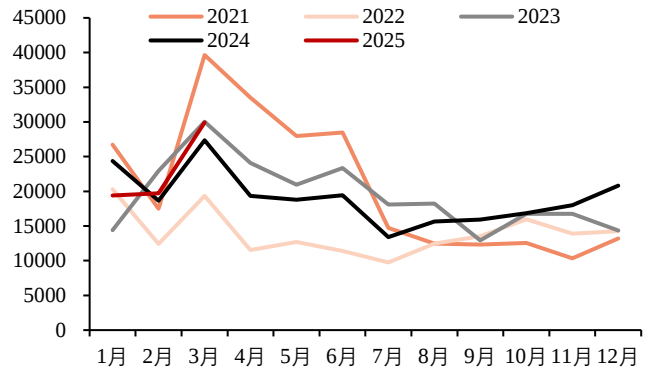
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 53: 重卡销量 | 单位: 辆



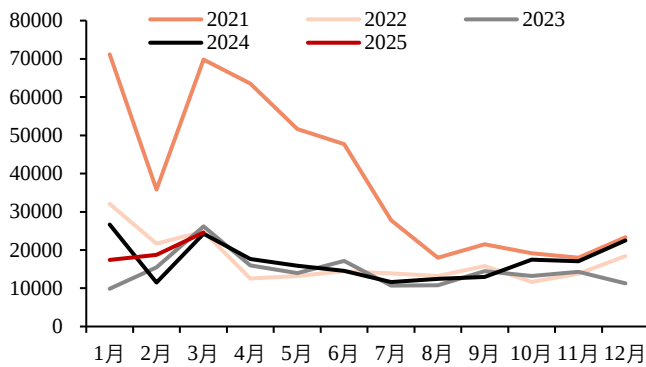
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 54: 重货销量 | 单位: 辆



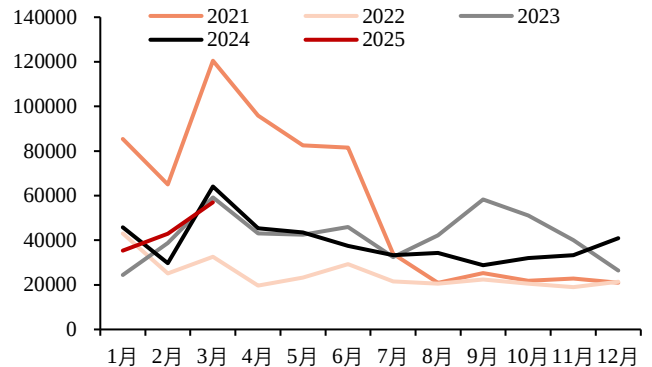
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 55: 非完整车销量 | 单位: 辆



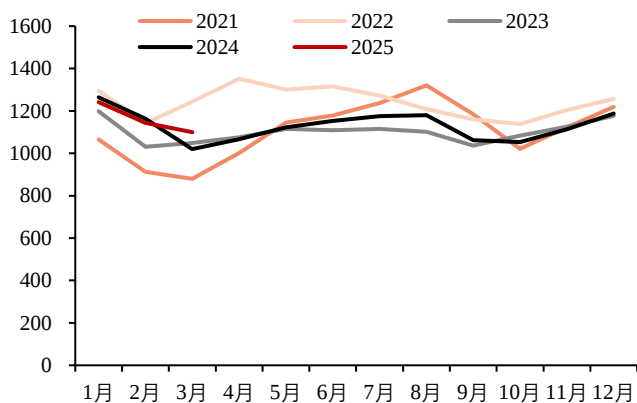
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 56: 半挂车销量 | 单位: 辆



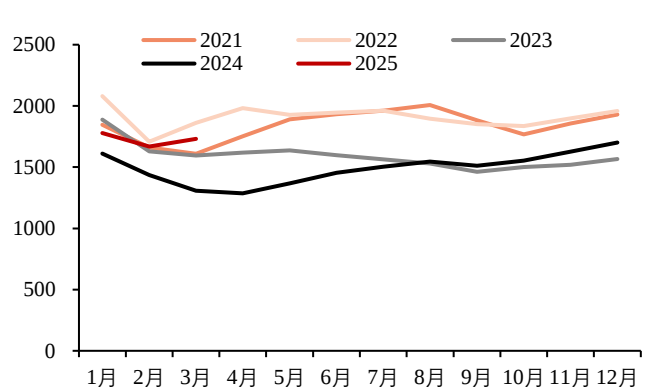
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 57: 全钢胎库存 | 单位: 万条



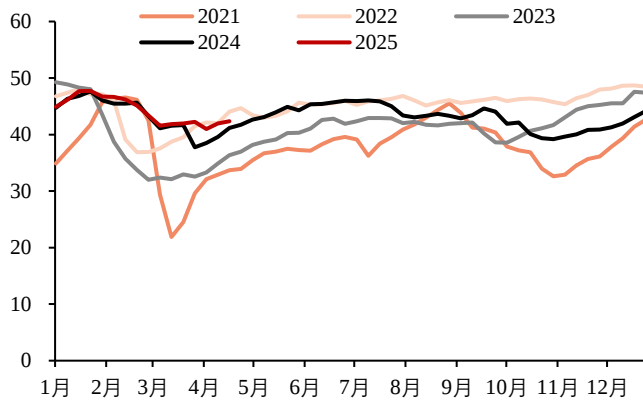
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 58: 半钢胎库存 | 单位: 万条



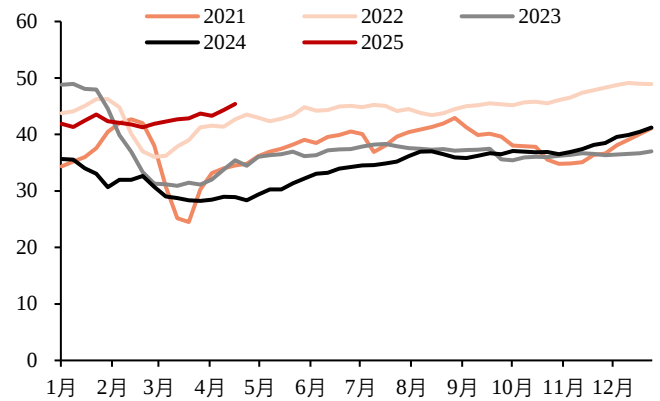
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 59：山东全钢胎成品库存天数 | 单位：天



数据来源：隆众资讯 华泰期货研究院

图 60：山东半钢胎成品库存天数 | 单位：天

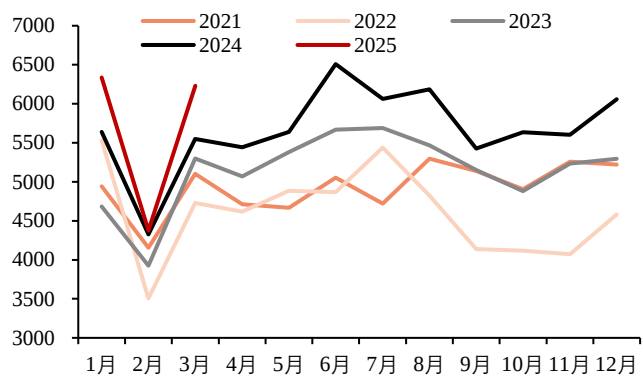


数据来源：隆众资讯 华泰期货研究院

国内轮胎生产利润回升，对抗关税风险能力提升

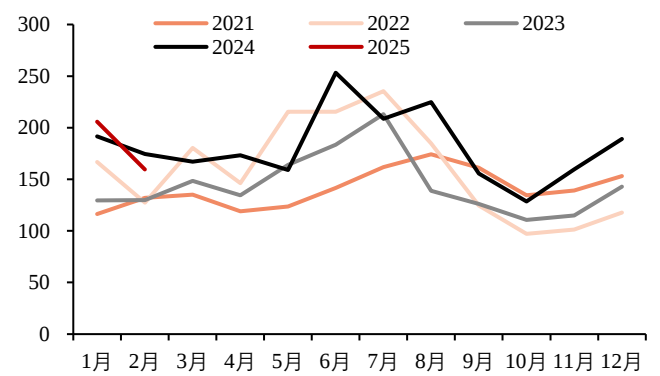
目前美国加征关税的影响尚未消除，叠加海外通胀担忧下，或可能抑制后期经济及消费，均对国内后期的轮胎出口产生影响，5月国内轮胎出口开始出现回落担忧。但伴随原料价格的持续回落，目前轮胎厂生产利润明显修复下，轮胎厂的抗风险能力有所增强。

图 61：国内轮胎出口量 | 单位：万条



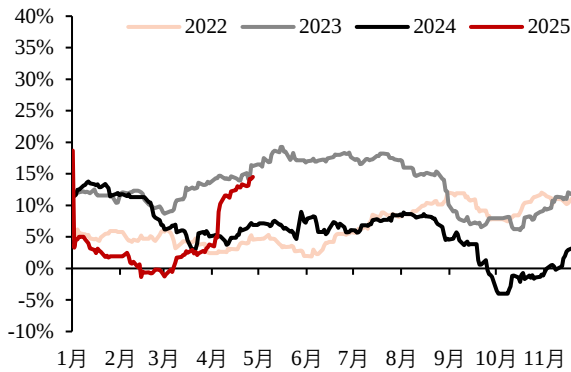
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 62：中国对德国轮胎出口 | 单位：万条



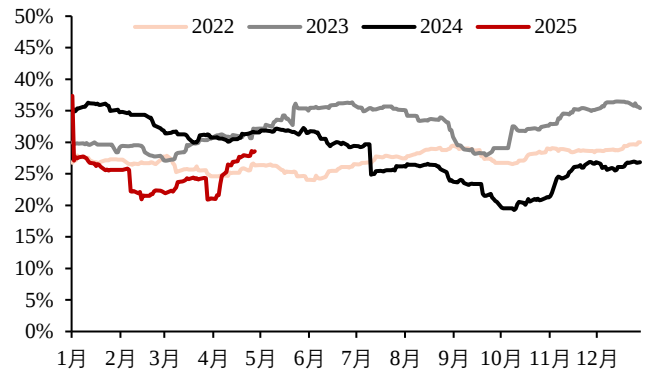
数据来源：中国海关 华泰期货研究院

图 63: 国内全钢胎生产利润率 | 单位: %



数据来源: Wind 隆众资讯 华泰期货研究院

图 64: 国内半钢胎生产利润率 | 单位: %

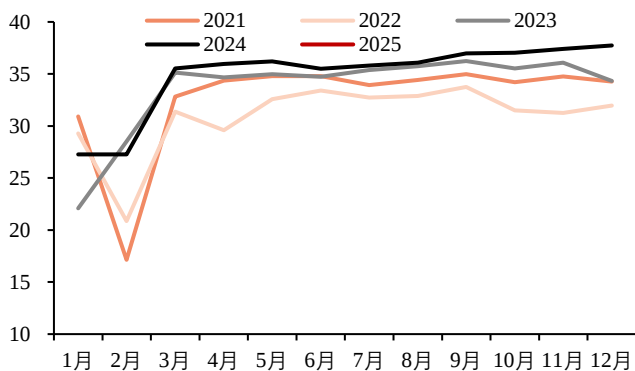


数据来源: Wind 隆众资讯 华泰期货研究院

工业需求转淡, 替换市场或放缓

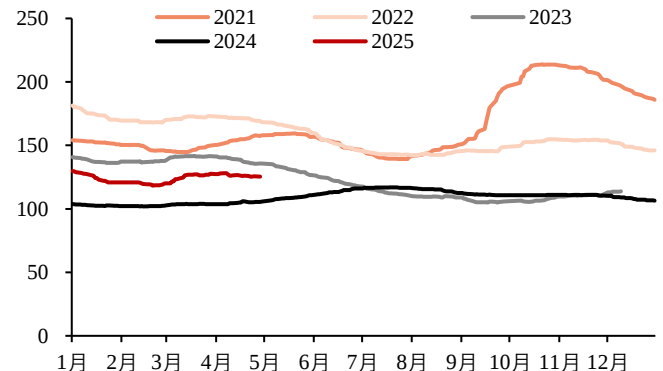
5 月国内下游工业需求开始季节性转弱, 预计将使得国内轮胎替换需求放缓, 从当前的国内水泥价格来看, 同比明显改善, 但 4 月价格呈现环比回落走势, 或反映国内 4 月工业活动呈现旺季不旺的状态, 预计国内 5 月替换市场将继续放缓。

图 65: 公路货运季节性 | 单位: 亿吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 66: 全国水泥价格指数 | 单位: 点



数据来源: Wind 华泰期货研究院

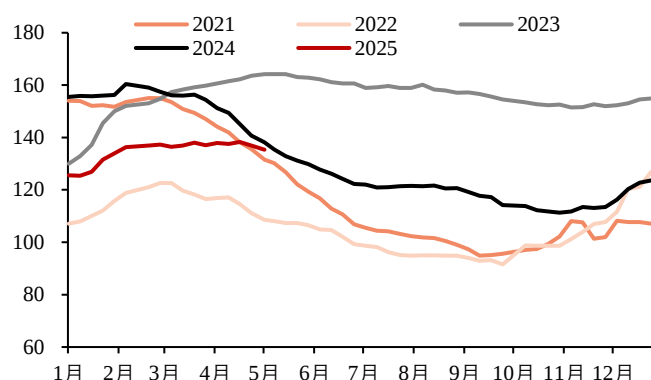
展望 5 月下游需求, 全球轮胎需求或依然呈现环比走弱的可能。主要因季节性回落影响, 以及在 4 月份传统旺季需求背景下, 轮胎需求略显疲弱, 在没有外部政策推动下, 预计 5 月需求难有回升动力。随着原料价格的持续回落, 目前国内轮胎厂生产利润明显修复, 使得轮胎厂的抗风险能力增强, 预计后期关税的影响有所减弱。

供应回升, 5 月或有累库压力

5 月份国内天然橡胶进口量环比或持稳为主, 供应的补充主要来自国内。国内云南及海南均迎来开割, 当前的原料价格依然对原料产出有利, 国内天然橡胶产量回升预期仍较强。下游需求预计难有亮点, 但基于轮胎厂生产利润的回升, 预计美国加征关税的影响逐步弱化, 5 月轮胎需求或小幅走弱为主。供需偏弱格局下, 5 月份国内天然橡胶

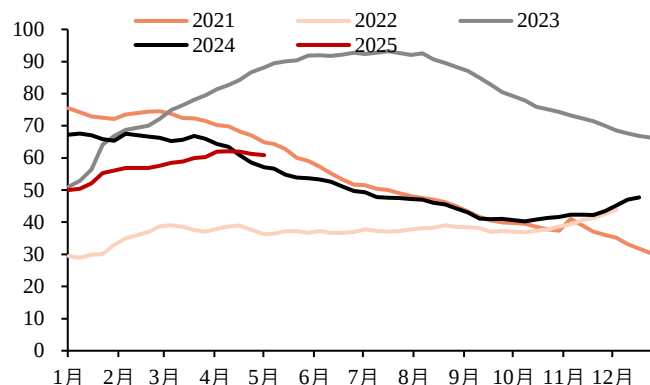
或有小幅累库压力。

图 67：天然橡胶社会库存 | 单位：万吨



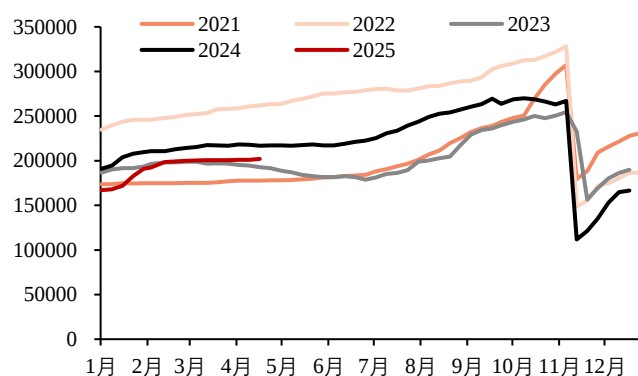
数据来源：隆众资讯 华泰期货研究院

图 68：青岛港口库存 | 单位：万吨



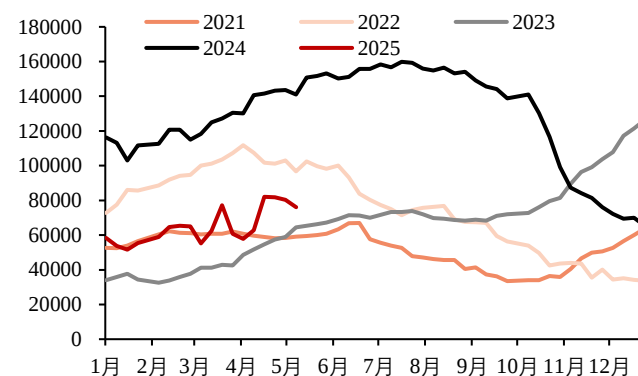
数据来源：隆众资讯 华泰期货研究院

图 69：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

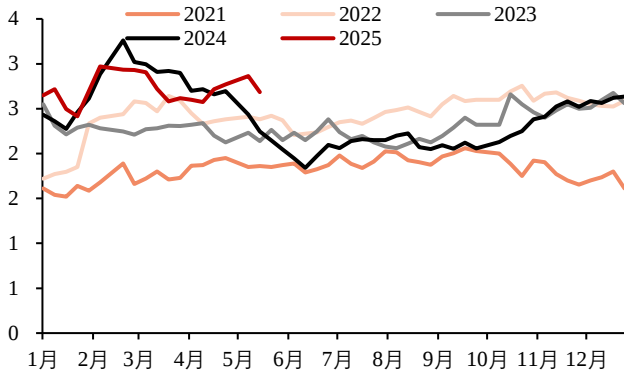
图 70：NR 库存 | 单位：吨



数据来源：上海期货交易所 华泰期货研究院

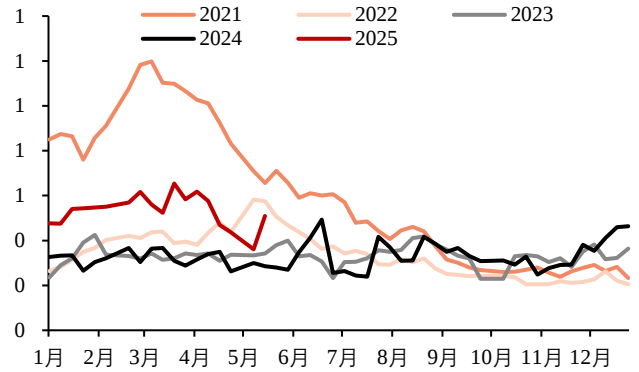
随着上游丁二烯原料的逐步回落，顺丁橡胶生产利润已经扭亏为盈，有利于后期产量的重新回升。进入 5 月，上游前期检修装置将逐步重启，新投产方面，6 月份吉林石化有 5 万吨低顺产能计划投产。因此，预计国内 5 月顺丁橡胶产量环比增加。下游轮胎需求 5 月或呈现季节性走弱，预计顺丁橡胶供需偏弱，库存或有累库压力。

图 71：顺丁橡胶企业库存 | 单位：万吨



数据来源：隆众资讯 华泰期货研究院

图 72：顺丁橡胶贸易商库存 | 单位：万吨



数据来源：隆众资讯 华泰期货研究院

观点及策略

策略：RU 及 NR 中性。5 月份国内天然橡胶进口量环比或持稳为主，供应的补充主要来自国内。国内云南及海南均迎来开割，当前的原料价格依然对原料产出有利，国内天然橡胶产量回升预期仍较强。下游需求预计难有亮点，但基于轮胎厂生产利润的回升，预计美国加征关税的影响逐步弱化，5 月轮胎需求或小幅走弱为主。供需偏弱格局下，5 月份国内天然橡胶或有小幅累库压力。但泰国原料价格持续回落后，胶价绝对价格不高，或限制下行空间。

BR 谨慎偏空。随着上游丁二烯原料的逐步回落，顺丁橡胶生产利润已经扭亏为盈，顺丁橡胶低估值状态有所改善。进入 5 月，上游前期检修装置将逐步重启，新投产方面，6 月份吉林石化有 5 万吨低顺产能计划投产。因此，预计国内 5 月顺丁橡胶产量环比增加；下游轮胎需求或呈现季节性走弱，顺丁橡胶供需偏弱，价格或跟随上游丁二烯原料继续回落。

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