



2021年6月21日

沪胶：供应收缩不及预期，割季易跌难涨

✍ 高琳琳

投资咨询从业资格号：Z0002332

✉ gaolinlin@gtjas.com

我们的观点：

东南亚疫情对产区影响有限。国内云南产区白粉病推迟开割，但对产量影响不计。整体来看，供应收缩不及预期，而需求端持续走弱迹象明显，未来割季易跌难涨。

我们的逻辑：

沪胶价格盘面支撑：前一轮沪胶从低位 12920 反弹至 14000 点上方，主要有以下几大支撑：一，前期利空充分释放，出现超跌；二，原料尚未放量，开割初期收购价格偏高，支撑盘面；三，轮胎企业开工在五一放假后有一个脉冲式上修，1-4 月重卡数据依然表现亮眼；四，国内持续去库，云南白粉病、东南亚疫情打乱开割节奏，市场对未来供应产生担忧。

沪胶价格回落信号：进入旺产期供应上量，下游需求环比回落，国内去库放缓，逐步开始累库。下游轮胎开工率走低。前期对盘面有强支撑的重卡销量出现拐点。

估值：橡胶历史上的两轮上涨行情：第一轮是从 2009 年 1 月至 2011 年 2 月，沪胶走出了趋势牛市行情，从 8650 点位涨至 43500 点位，上涨幅度 402%。第二轮是从 2016 年下半年开始反弹，到 2017 年 2 月 22310 点，涨幅 99% 也是较为瞩目。两轮上涨的共性包括：下游汽车（特别是重卡）迎来政策红利，销量井喷。而第一轮上涨中还有供需出现缺口，供不应求以及三大主产国“限制出口”等政策加持，所以持续时间及涨幅较第二轮更甚。目前盘面估值确实处于偏低水平，降低了整体的波幅。

后市可能的潜在下跌驱动：国内云南地区虽然上量速度慢，但产量是推迟而不是消失。6 月的供应压力逐步增加。下游内需替换较差、出口无增量，需求整体走弱。轮胎开工率虽然有小幅反弹，但很难恢复到前期水平。重卡的上半年政策红利透支效应逐步显现，上半年强下半年弱成定局。

回落驱动重点关注因素：供应放量情况、轮胎开工率、重卡销量环比回落速度、国内去库向累库演变等。

前一轮沪胶从低位 12920 反弹至 14000 点上方，主要有以下几大支撑：首先，从春节后的高点 17335 元/吨，盘面价格一路下挫，利空充分释放，跌幅达到近 26%。第二，5 月整体来看，国内供应放量不及预期，原料收购价维持高位，对盘面形成成本支撑。第三，五一期间，轮胎开工率因工厂检修、停工出现回落，节后出现回升。重卡数据今年前四个月表现延续去年强势格局。第四，国内库存窄幅去化，云南白粉病、东南亚疫情打乱开割节奏，市场对未来供应产生担忧。

我们认为东南亚疫情对产区影响有限。国内云南产区白粉病推迟开割，但对产量影响不计。整体来看，供应收缩不及预期，而需求端持续走弱迹象明显，未来割季易跌难涨。而前期支撑盘面的几大因素也出现了弱化迹象。看淡后市的具体原因，我们会从今年开割情况、未来上量可能性以及下游终端预判等几方面分别论述。

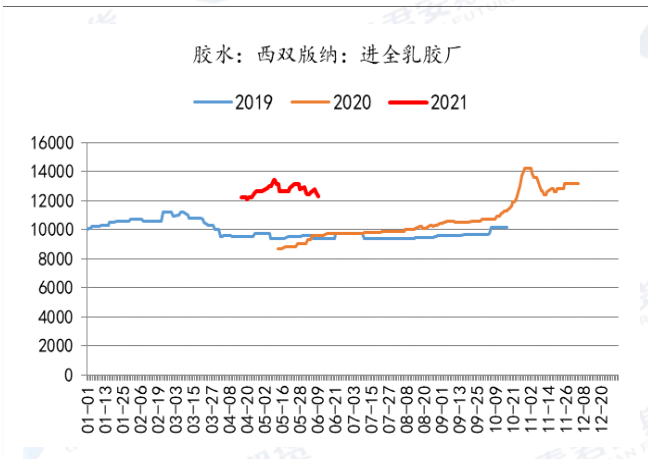
1. 国内外开割情况—供应逐步放量，原料价格走弱

云南：收购价偏高，后期或放量。今年云南受干旱及白粉病影响大部分地区推迟开割，6 月初开割率在六成左右，预计可能到 6 月中旬才能全面开割。因白粉病问题，今年开割相较预期稍晚，感染白粉病的胶树已经二次落叶并长出新叶，树叶茂盛后便可开割。降雨减少后，原料或有较大增量。开割初期收购价格在 12.7 元/公斤-12.8 元/公斤左右，价格大幅高于往年水平，而收购价格偏高或刺激生产割胶，后期放量可期。

海南：近年来最佳物候，原料价格走弱。今年海南开割顺利，开割日较往年提早两周，是近几年中最好的一年。胶水产量较快，目前全岛几乎满产浓乳，近期也有少量参与生产全乳。海南胶水价格在 5 月下旬短暂反弹过后再次走低，浓乳厂收购价格由 13800 元快速下跌至 12500 元，创今年开割以来新低。相较于开割初期 15000 元的收购价回落近 2500 元。原料收购价走弱佐证了当地原料供应逐步上量。今年海南高产预期增加。

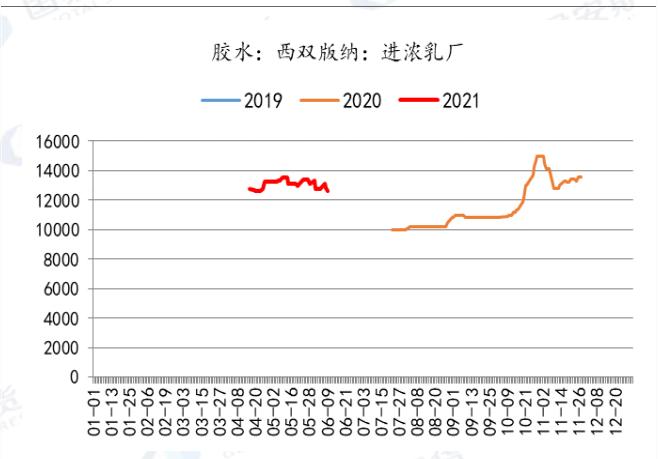
泰国：降雨影响减弱，产胶高峰即将到来。泰国胶水价格回落，杯胶价格变化不大。根据预测，前期强降雨情况有所缓解，降雨影响减弱。7 月中或能全面开割，产量可能在 7 月达到顶峰。从图 5、6 中也可以看出，今年开割初期的收购价格较往年偏高，可能诱发泰国当地大量地区复割，增产预期加剧。而近期胶水价格的回落，也预示着供应开始逐步放量。

图 1：云南胶水进全乳厂



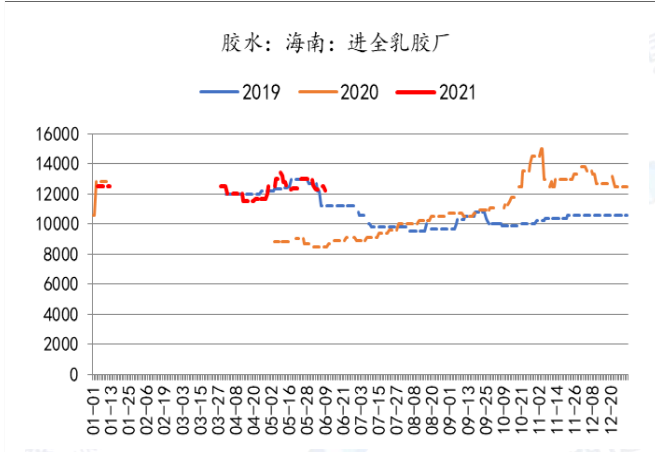
资料来源：隆众化工、国泰君安期货产业服务研究所

图 2：云南胶水进浓乳厂



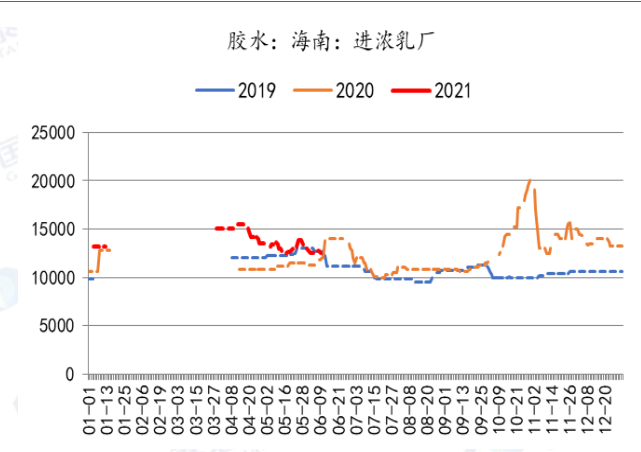
资料来源：隆众化工、国泰君安期货产业服务研究所

图 3：海南胶水进全乳厂



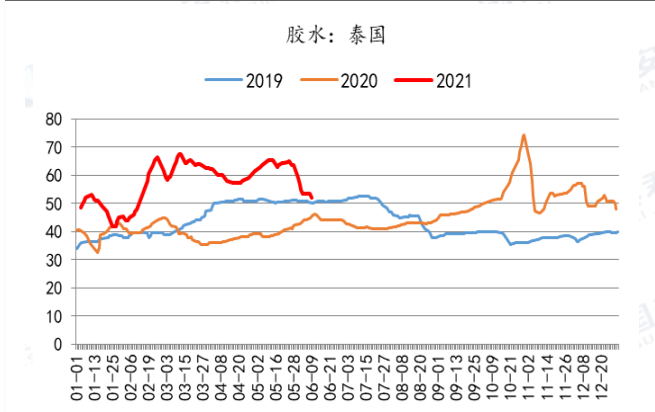
资料来源：隆众化工、国泰君安期货产业服务研究所

图 4：海南胶水进浓乳厂



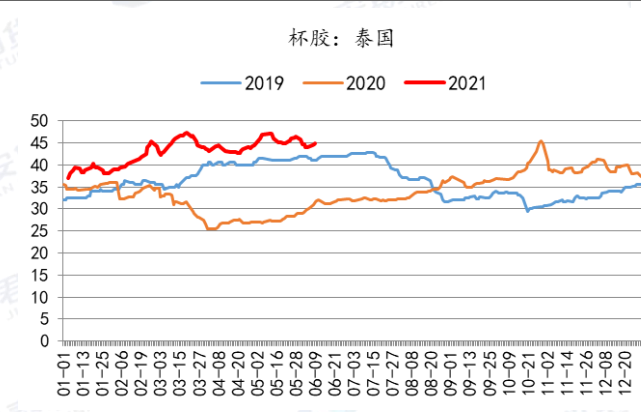
资料来源：隆众化工、国泰君安期货产业服务研究所

图 5：泰国胶水价格



资料来源：隆众化工、国泰君安期货产业服务研究所

图 6：泰国杯胶价格



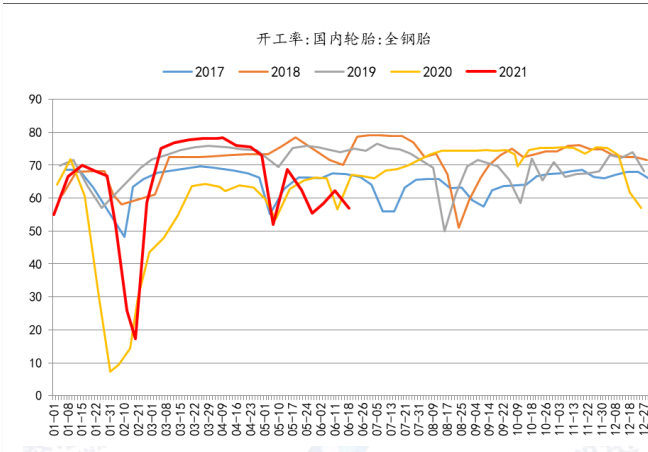
资料来源：隆众化工、国泰君安期货产业服务研究所

2. 轮胎开工走低，三大市场边际转弱

按照国内轮胎的季节性特征来看，5月是轮胎淡季的开始，6、7、8最淡，9月开始变好。历年3月至5月、10月为轮胎需求旺季，但夏季或10月以后通常为轮胎需求淡季。目前下游正处于淡季中。轮胎开工率明显走弱。截至6月18日，全钢胎开工率56.92%，半钢胎开工率52.75%，双双回落至60%下方。而与此同时轮胎企业成品库存天数走高，销货不畅，终端库存开始积压。这就为轮胎企业限产保价埋下伏笔，后期对原料的采买也将更为谨慎。

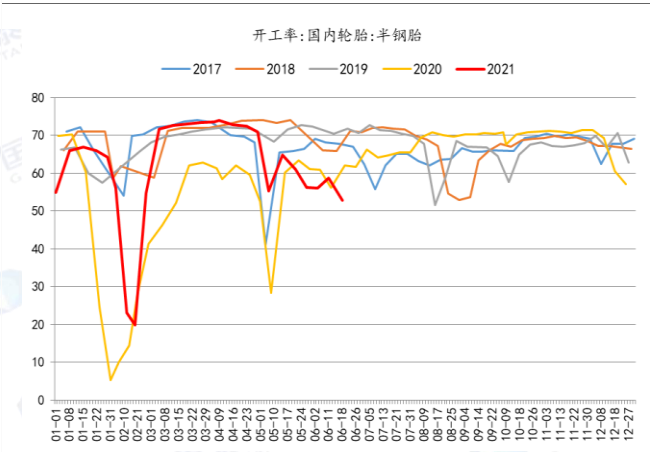
从轮胎的下游市场来看，我国生产的轮胎出口比例占40%，内销占60%。内销部分中约40%是整车配套市场，60%是售后替换市场，配套和替换比例约在2:3。从细分市场来看，整车配套市场和出口市场前期表现较强，但随着政策红利到期和出口受阻、运价走高，后期转势明显。而替换市场今年一直表现欠佳，配套市场的前期需求也挤占了部分替换市场需求。三大市场边际需求回落。

图 7：全钢胎开工率



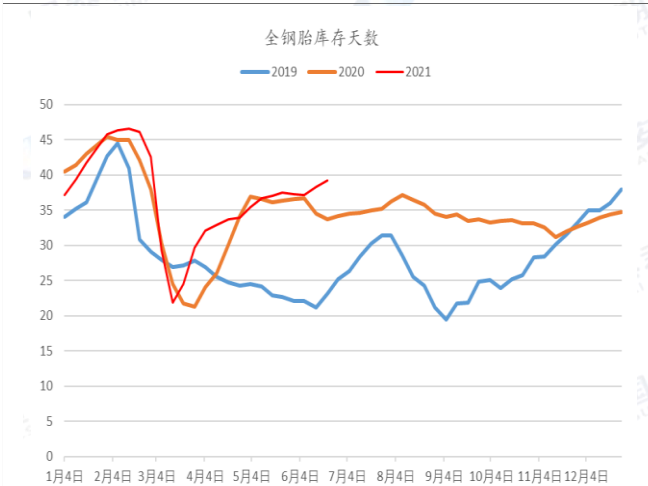
资料来源：隆众化工、国泰君安期货产业服务研究所

图 8：半钢胎开工率



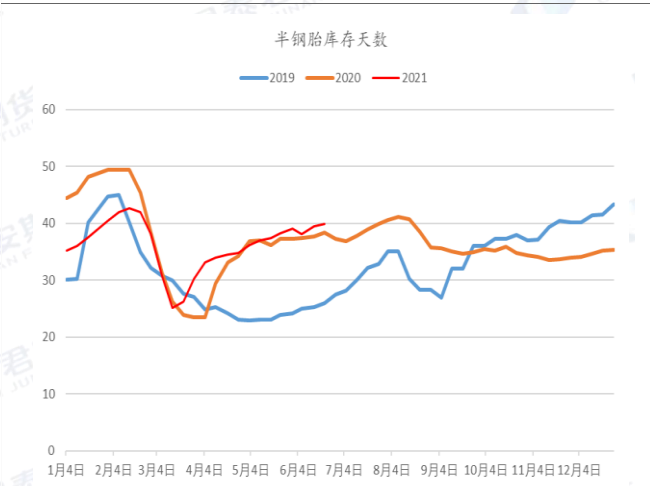
资料来源：隆众化工、国泰君安期货产业服务研究所

图 9：全钢胎库存天数



资料来源：隆众化工、国泰君安期货产业服务研究所

图 10：半钢胎库存天数



资料来源：隆众化工、国泰君安期货产业服务研究所

2.1 整车配套市场：缺芯影响产销，重卡5月出现拐点

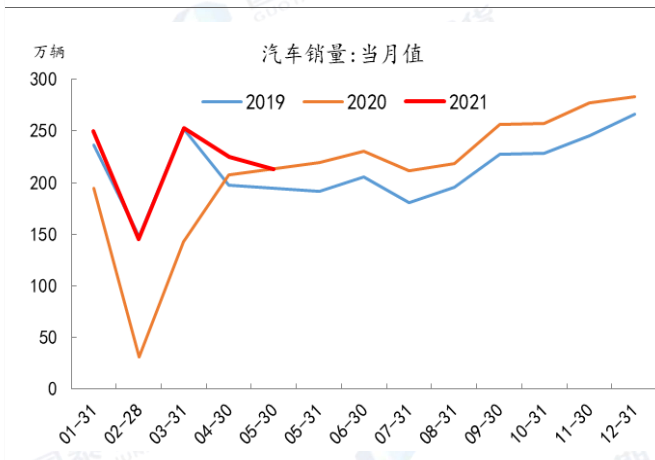
芯片短缺问题对2021年二季度影响很大。根据中汽协的统计，2021年5月，中国汽车产销分别达到204.0万辆和212.8万辆，环比分别下降8.7%和5.5%，同比分别下降6.8%和3.1%，同环比双双出现下降。销量降低最大的问题是芯片问题，估计6月数据也不乐观。

同样的下滑也出现在重卡市场。1-4月重卡销量还在频频创纪录。但5月，国内重卡销量同比与环比双双大幅下降。根据第一商用车网的数据，今年5月份，我国重卡市场预计销售各类车型15.8万辆左右，环比下降18%，同比下滑12%，销量比去年同期减少了2.1万辆。

5月重卡缘何遇冷？总结来看，有以下几个原因。首先，受全国范围内环保限产的影响，5月份的物流行业景气度下降，很多地区公路货运量不足，运费维持低位。整体表现不佳。出现了明显的车多货少景象，基建工程新开工项目也不及预期。在这种情况下，重卡新车的购买需求也出现了同比快速下滑（物流车和工程车皆如此），进而导致各地经销商的客户订单持续下降。其次，重卡库存高企，全行业库存保守预计也要超过30万辆，甚至有人预测达到35万-40万辆之多。重卡行业库存如此之高，一方面是因为国六政策法规的扰动；另一方面则是受到购车需求低迷的影响，终端出货走慢。第三，最近一段时间陆续有好几个省市，如上海、天津、山东、河南、南京等地发布了国五新车延期上牌的政策（上海甚至延了6个月），这就为厂家和经销商预留了更多的产销缓冲期，也让5月份和6月份厂家冲刺国五、拼抢国五的意

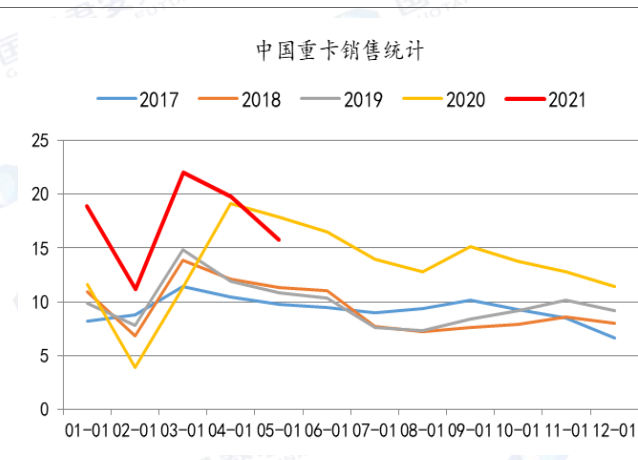
愿不再那么强烈。在今年前4月，客户想要在7月1日之前采购的国五车型都已基本到位，采购高峰延续至5月的概率并不高，6月可能继续遇冷。

图 11： 汽车销量



资料来源：隆众化工、国泰君安期货产业服务研究所

图 12： 重卡销量



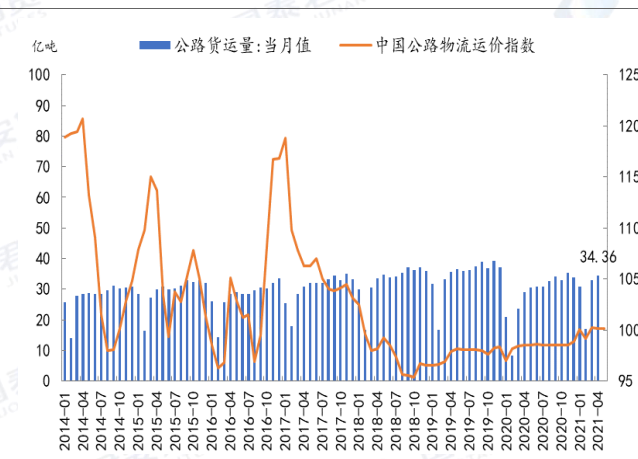
资料来源：隆众化工、国泰君安期货产业服务研究所

图 13： 中国物流景气指数 (LPI)



资料来源：中国物流与采购联合会、国泰君安期货产业服务研究所

图 14： 公路货运量及运价指数



资料来源：Wind、国泰君安期货产业服务研究所

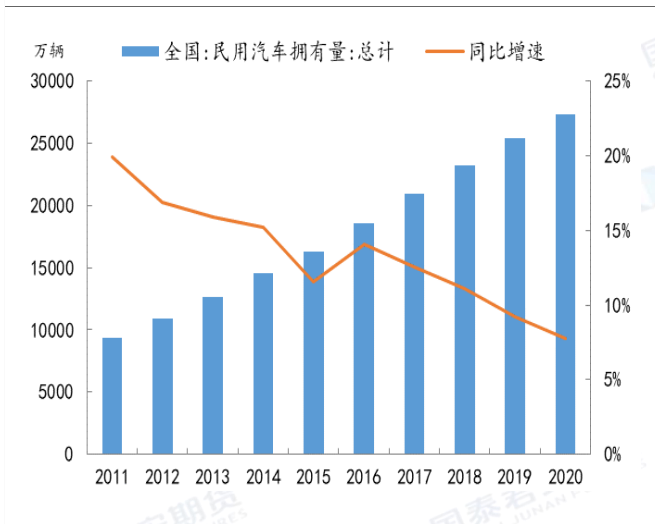
2.2 轮胎替换市场：保有量增速下滑，新车透支替换需求

轮胎的下游需求来源于两个方面：新车新增需求(对应配套市场)，旧车更换需求(对应替换市场)。虽然配套市场单车需求量较大，但受逐渐增长的汽车保有量规模以及替换市场单车年均稳定的替换需求，目前轮胎下游替换市场约占轮胎销售总额的35%。

数据显示，2011年以来民用汽车拥有量呈现逐年增长态势，2020年中国民用汽车拥有量达2.5亿辆，同比2019年增长7.73%，增速回落1.5%。随着保有量规模的逐渐增长，民用汽车拥有量同比增速在10年里连续下滑。国内汽车拥有量进入高位平稳阶段，后期驱动放缓，难有亮点。

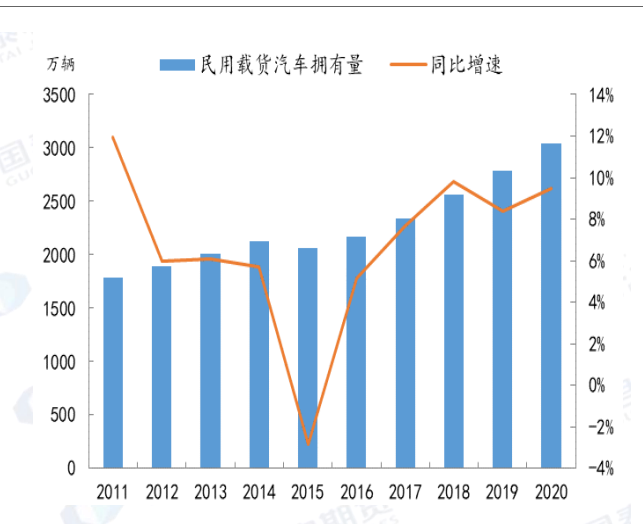
民用载重汽车拥有量从15年开始也呈现逐年增长态势，同比增速2020年仍呈现小幅上升态势。但我们可以观察到重卡的销量井喷主要集中在2020、2021年1-4月，而新车上路后，一般8—16个月整车全部更换一次轮胎，加上车多货少，运价偏低，受到国家淘汰“国三及以下排放标准柴油货车”等政策影响，整车配套市场前期的火爆销售透支了替换市场的需求。新车进入替换市场还需要时间。

图 15： 民用汽车拥有量及同比增速



资料来源：国家统计局、国泰君安期货产业服务研究所

图 16： 民用载重汽车拥有量及同比增速



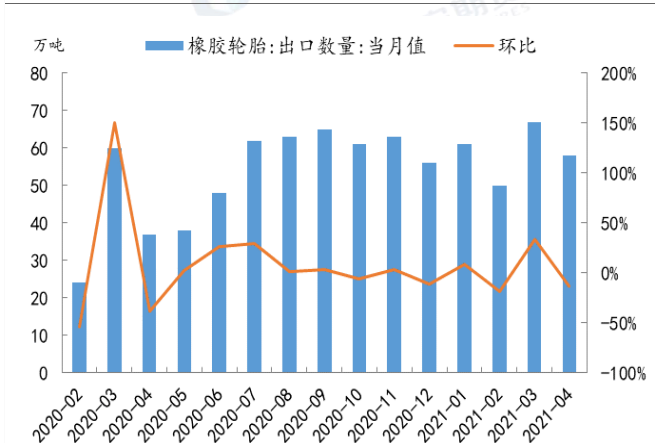
资料来源：国家统计局、国泰君安期货产业服务研究所

2.3 轮胎出口市场：海运受阻，出口环比回落

海关总署发布 2021 年 4 月轮胎出口数据显示，中国轮胎出口量环比出现大幅下滑。2021 年 4 月份，中国橡胶轮胎出口量为 58 万吨，环比减少 9 万吨，同比增长 56%。当月，橡胶轮胎出口额为 88.30 亿元，环比减少 11.08 亿元，同比增长 49.9%。其中，新的充气橡胶轮胎出口量为 55 万吨，环比减少 10 万吨，同比增长 56.6%；出口额为 83.89 亿元，同比增长 50.8%。

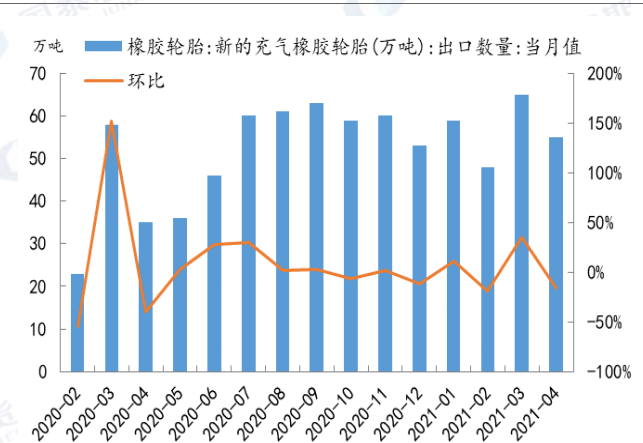
4 月份，中国轮胎出口同比数据大幅增长的主要原因，是去年疫情期间基数较低。而环比回落则更反映了出口市场的真实情况。当前，亚洲各大港口运输繁忙，受“缺箱”“少柜”困扰，集装箱价格飞涨，一些海运航线上涨近 10 倍，仍然是“一箱难求”。海运受阻已成为影响轮胎出口的重要因素。不仅严重影响了轮胎企业出口利润，而且积压出口订单，导致出口市场环比回落。

图 17： 橡胶轮胎出口数量及环比



资料来源：海关总署、国泰君安期货产业服务研究所

图 18： 新的充气橡胶轮胎出口数量及环比



资料来源：海关总署、国泰君安期货产业服务研究所

3. 市场估值偏低，波动率或维持偏低水平

橡胶历史上的两轮上涨行情：第一轮是从 2009 年 1 月至 2011 年 2 月，沪胶走出了趋势牛市行情，从 8650 点位涨至 43500 点位，上涨幅度 402%。第二轮是从 2016 年下半年开始反弹，到 2017 年 2 月 22310 点，涨幅 99%也是较为瞩目。两轮上涨的共性包括：下游汽车（特别是重卡）迎来政策红利，销量井喷。而第一

请务必阅读正文之后的免责条款部分

轮上涨中还有产需出现缺口，供不应求以及三大主产国“限制出口”等政策加持，所以持续时间及涨幅较第二轮更甚。目前盘面估值确实处于偏低水平，估值偏低降低了盘面的可操作性和向下的空间，但基本面颓势使得目前抄底仍具有非常大的不确定性，未来仍存向下可能或较长一段时间的磨底。

国内云南地区虽然上量速度慢，但产量是推迟而不是消失。6月的供应压力逐步增加。下游内需替换较差、出口无增量，需求整体走弱。轮胎开工率呈下滑态势，很难恢复到前期70%以上水平。重卡的上半年政策红利透支效应逐步显现，上半年强下半年弱成定局。整体来看，供应收缩不及预期，而需求端持续走弱迹象明显，未来割季易跌难涨。从操作上来看，建议投资者维持偏空思路，反弹沽空为主。

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为“国泰君安期货产业服务研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安期货产业服务研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话: 021-33038635 传真: 021-33038762

机构金融部

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 29 楼

电话: 021-33038803

上海期货大厦营业部

上海市自由贸易试验区松林路 300 号期货大厦 2001B 室

电话: 021-68401886 传真: 021-68402738

国际业务部

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 29 楼

电话: 021-33038895 传真: 021-33038683

上海延安东路营业部

上海市黄浦区延安东路 58 号 14 楼 1403、1404 室

电话: 021-63331738 传真: 021-63332282

北京分公司

北京建国门外大街乙 12 号双子座大厦东塔 7 层 06 单元

电话: 010-58795771 传真: 010-58795787

辽宁分公司

大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心

A 座-大连期货大厦 2703

电话: 0411-84807755 传真: 0411-84807759

河南分公司

郑州市郑东新区商务外环路 30 号期货大厦 1105 房间

电话: 0371-65600697 传真: 0371-65610168

山东分公司

济南市历下区草山岭南路 975 号 11 层 1107-1108 室

电话: 0531-81210190 传真: 0531-81210191

厦门分公司

厦门市思明区湖滨东路 95 号华润大厦 B 座 1508-

1509 单元

电话: 0592-5886155 传真: 0592-5886122

天津营业部

天津市和平区郑州道 18 号港澳大厦 6 层

电话: 022-23304956 传真: 022-23300863

杭州营业部

杭州市江干区五星路 185 号泛海国际中心 6 幢 1 单元 501-B 室

电话: 0571-86809289 传真: 0571-86922517

宁波营业部

宁波市高新区扬帆路 999 弄 4 号 <6-1>

电话: 0574-87916522 传真: 0574-87916513

长春营业部

吉林省长春市净月开发区生态大街 2188 号川渝泓泰国际环球贸易中心 1 号楼 23 层 2302、2303 室

电话: 0431-85918811 传真: 0431-85916622

产业发展部

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 29 楼

电话: 021-33038719

上海国宾路营业部

上海市国宾路 36 号万达广场 B 座 1607、1608 室

电话: 021-55892500 传真: 021-65447766

上海中山北路营业部

上海市中山北路 3000 号长城大厦 507、508 单元

电话: 021-32522836 传真: 021-32522823

上海银城路营业部

上海浦东新区银城路 88 号 27 楼 06 单元

电话: 021-58590368

广东分公司

广州市天河区珠江新城华夏路 10 号富力中心 1102 房

电话: 020-38628010 传真: 020-38628583

河北分公司

石家庄市裕华区裕华东路 133 号方北大厦 B 座 8 层

803 室、804 室

电话: 0311-85360890 传真: 0311-85360907

陕西分公司

西安市高新三路 12 号中国人保金融大厦 1802 室

电话: 029-88220218 传真: 029-63091956

湖北分公司

武汉市江岸区建设大道 718 号浙商大厦 40 楼 4005 室

电话: 027-82886695 传真: 027-82888027

深圳分公司

深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心 15 楼 1502、1503、

1504 室

电话: 0755-23980587 传真: 0755-23980597

北京三元桥营业部

北京市曙光西里甲 5 号院 22 号楼 15 层 1501、1502 单元

电话: 010-64669008 传真: 010-64669884

青岛营业部

青岛市崂山区香港东路 195 号 11 号楼杰正财富 5 楼

501 室

电话: 0532-80993629 传真: 0532-80993638

南京营业部

南京市建邺区庐山路 168 号 1911 室

电话: 025-87780990 传真: 025-87780991

长沙营业部

长沙市雨花区韶山中路 489 号万博汇名邸三期 2401 房

电话: 0731-82258088 传真: 0731-82256453

 国泰君安证券各营业部受理 IB 业务 客户服务中心: 95521 <http://www.gtjaqh.com>
国泰君安期货客户服务电话 95521