



能化专题报告：2024 年 2 月 6 日

静待节后去库来临，天胶深强浅弱格局不变

主要逻辑：

每年的一季度为全球天然橡胶的低产季，全球天然橡胶的消费主要依赖于结转库存。截至 1 月末，国内和越南产区已经停割；印尼处于旺产季前的过渡阶段，产量偏低；泰国处于旺产季的尾声，泰国东北产区逐步停割；南部产区白粉病干扰，落叶期提前，预计泰国整体年内停割期较往年提前 1-2 周左右。自 2022 年四季度起胶价持续低迷，泰国上游胶厂主动去库，随着库存的出清，截至 2 月 2 日，泰国胶厂原料库存约为 1.5-2 个月。一般来说，为了应对低产季，胶厂的原料库存一般维持在 2-3 个月，泰国胶厂目前的原料库存水平较正常水平仍偏低。近期，国际轮胎厂采购回暖，印标国际价格对国内价格的升水约为 150 美金/吨（泰国越南等主产国价格的海外升水同样偏高），上游胶厂优先向欧美等海外国家发货，预计去年春节前后船货集中到港的情况不会再重现，春节前后以及一季度国内的进口压力减小。

临近春节，轮胎厂备货节奏一般，采购标胶较多。半钢胎企业订单充足，当前订单能生产至 3 月份，随着订单逐步上量，整体呈现供不应求局面；全钢胎库存压力较大，订单表现一般。根据隆众资讯，2024 年春节期间全钢轮胎企业平均计划放假天数在 11.63 天左右，比去年同期减少 0.83 天左右；半钢轮胎企业平均计划放假天数在 8.22 天左右，比去年同期减少 4 天左右。从轮胎厂的放假安排来看，今年全钢胎产线放假天数变化不大，半钢胎产线的放假天数普遍偏少。截至 2 月 2 日，半钢胎的成品库存持续下滑至 1 个月左右，为近 5 年同期最低；全钢胎成品库存高位回落至一个半月左右，开工下滑后成品跟随去库，侧面体现全钢胎终端需求并未大幅走弱。内需亮点不多，基本延续 2023 年的分化格局。虽无亮眼表现，但整体运行好于去年同期。

从青岛港口的出入库情况来看，青岛港口的入库率显著低于 23 年同期，同比去年减少 3.3%；出库率由于 2024 年春节较晚，出库率高位运行，同比去年增加 4.65%，出库的情况也在印证下游需求的相对平稳。我们认为，春节后至一季度，国内或将迎来持续去库。

后市展望：

单边上，预计 RU 和 NR 下方空间有限，前期低成本多单可轻仓持有，不追高；套利上，深强浅弱的逻辑仍在持续，多 NR 空 RU、多泰混空 RU 持有，节后价差回归后可陆续止盈离场。

风险提示：

汇率波动、需求重启不及预期、收储、天气等

能化专题报告

研究员：董丹丹

期货交易咨询从业信息：Z0017387

期货从业信息：F03095464

联系方式：18616602602

研究助理：蔡文杰

期货从业信息：F03114213

联系方式：13120867885

发布日期：2024 年 2 月 6 日

一、每年一季度为全球天然橡胶的低产季

由于橡胶树对温度和降水要求较高，因此全球天然橡胶产量具有较规律的季节性，割胶时节根据种植区域纬度的不同有所差异。一般来说，停割自北向南开始，首先中国云南地区在 11 月中旬左右开始进入停割期；然后是 12 月中旬或月底中国海南省进入停割期。东南亚气候湿热，胶树一年四季都能割胶，但产量在一年中有周期性的波动变化。次年的 1 月底 2 月初越南、泰国北部进入停割期，2 月中旬泰国南部、马来半岛、印尼的赤道以北地区，主要是棉兰一带进入停割期。印尼的赤道以南地区主要是巨港区域，因处于南半球有所差别，停割期从 9 月底开始，10 月、11 月停割。开割也是自北向南开始，中国云南省在此年 3 月中下旬首先开割，4 月初海南省陆续开割。因此，每年的一季度全球产量偏低，全球天然橡胶的消费主要依赖于结转库存。

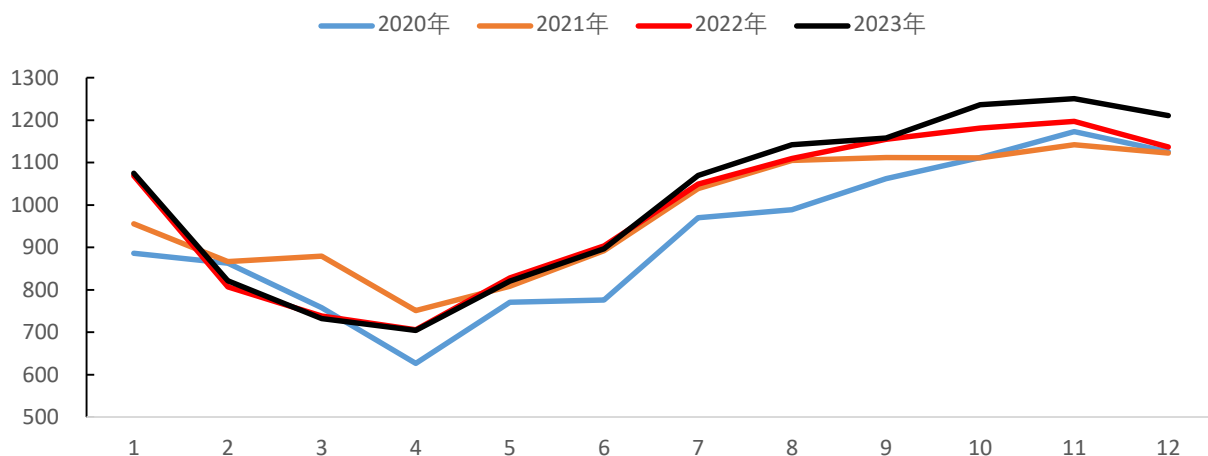
截至 1 月末，国内和越南产区已经停割；印尼处于旺产季前的过渡阶段，产量偏低；泰国处于旺产季的尾声，泰国东北产区逐步停割；南部产区白粉病干扰，落叶期提前，预计泰国整体年内停割期较往年提前 1-2 周左右。

图表 1：天然橡胶主产国割胶季节性



数据来源：橡胶技术网，中信建投期货研发部

图表 2：全球天然橡胶产量（千吨）



数据来源：Wind，中信建投期货研发部

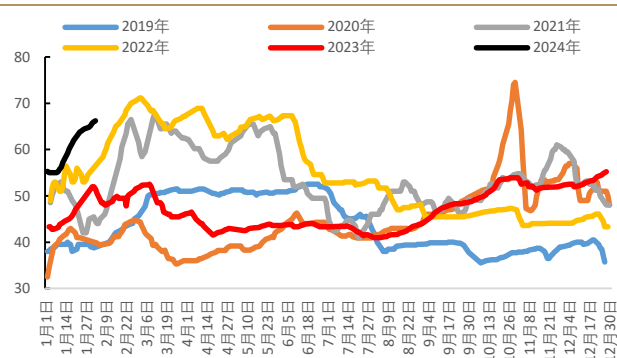
二、如何理解泰国原料和国内盘面走势的背离

自 12 月起，泰国原料价格持续上涨，截至 2 月 2 日，泰国胶水报收 66.2 泰铢/公斤；泰国杯胶报收 51.35 泰铢/公斤。皆为近 5 年同期的最高，与国内盘面走势背离。随着泰国割季逐步进入尾声，原料产出季节性下滑抬升原料价格。这一点在胶水价格尤为明显，因为液态形式的胶水不易保存，价格波动的季节性相对规律。同时，在过去的 2023 年，泰国乃至整个东南亚主产区受到天气等因素影响，出现不同程度的减产，导致易于存储、价格波动相对较小的杯胶同样呈现出持续上涨。从泰国胶水和杯胶的价差来看，截至 2 月 2 日，二者价差为 14.85 泰铢/公斤，同样为近 5 年最高，在 2023 年泰国减产和一季度减产的背景下，水杯价差正在体现当下胶水相对紧缺加剧。

自 2022 年四季度起胶价持续低迷，泰国上游胶厂主动去库，随着库存的出清，截至 2 月 2 日，泰国胶厂原料库存约为 1.5-2 个月。一般来说，为了应对低产季，胶厂的原料库存一般维持在 2-3 个月，泰国胶厂目前的原料库存水平较正常水平仍偏低。从这个角度看，泰国原料价格走强的驱动来自于原料产出的环比下降与泰国胶厂的主动补库需求，泰国原料阶段性的供需错配，抬升原料价格。

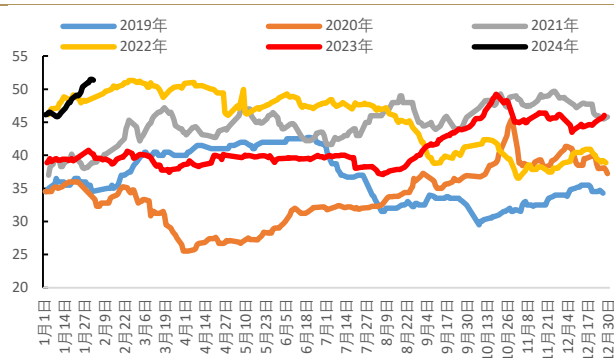
由于本轮泰国原料非季节性上涨驱动来自于上游的主动补库需求，为上游胶厂的生产经营行为，并非是泰国原料环比超预期减少等基本因素主导。因此，本轮原料价格的持续走强对国内盘面推动有限，原料价格更多地体现为对国内盘面的支撑。

图 3：泰国胶水价格（泰铢/公斤）



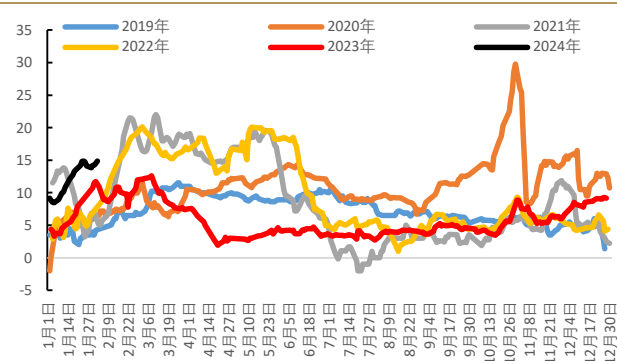
数据来源：钢联数据，中信建投期货研发部

图 4：泰国杯胶价格（泰铢/公斤）



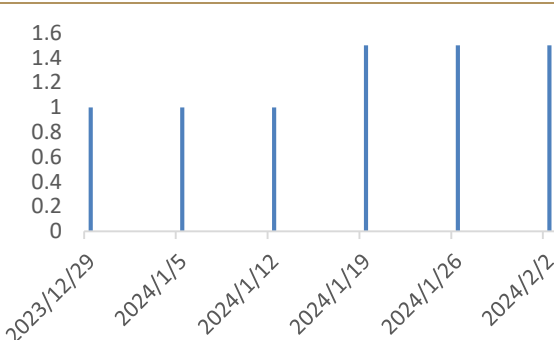
数据来源：钢联数据，中信建投期货研发部

图 5：泰国胶水价格-杯胶价格（泰铢/公斤）



数据来源：钢联数据，中信建投期货研发部

图 6：泰国胶厂原料库存天数（月）

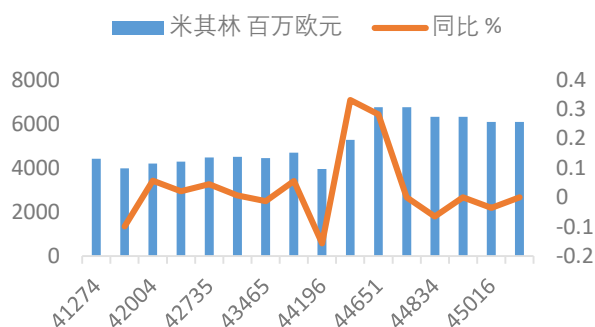


数据来源：隆众资讯，中信建投期货研发部

三、进口压力减小

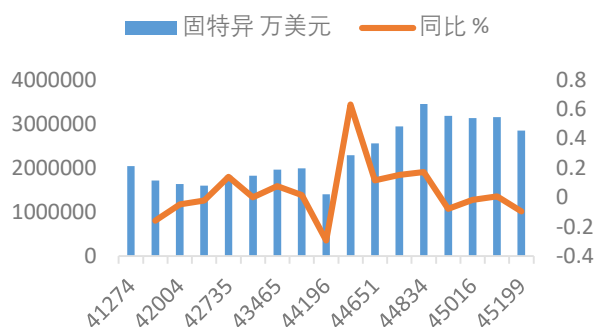
20 号标准胶为国际轮胎厂采购的主要胶种，根据不同国家可以分为印尼 20 号标准胶（简称“印标”）和泰国 20 号标准胶（简称“泰标”）等等。大部分 2022 年以欧美代表的天然橡胶海外需求持续疲软，国际轮胎厂被动补库，随着库存不断高企，国际轮胎厂开始进入主动去库阶段。以全球轮胎销售额最高的米其林为例，根据米其林的财报，其在 2022 年 9 月开始存货水平下降，结合当时海外需求仍然表现偏弱，推动其为主动去库。对应的就是自 2022 年 7 月起，印标国际价格出现断崖式下滑。由于米其林的三季度报未公布存货情况，根据其他国际轮胎厂固特异和倍耐力的存货水平来看，国际轮胎厂的库存在 2023 年三季度有效去化。同时，自 2023 年 11 月起，印标的国际价格显著回暖，虽不能断定国际轮胎厂进入了主动补库阶段，但海外产业链上下游的低库存有望支撑印标国际价格。

图表 7：米其林存货（百万欧元，%）



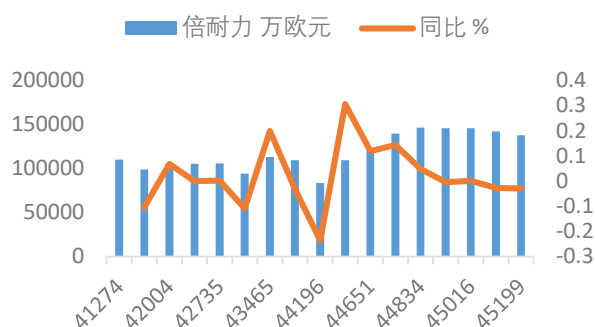
数据来源：钢联数据，中信建投期货研发部

图表 8：固特异存货（万美元）



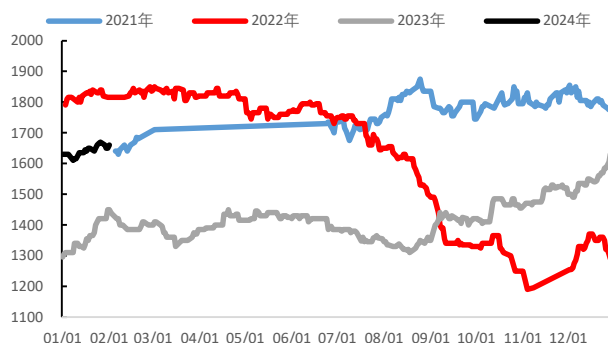
数据来源：隆众资讯，中信建投期货研发部

图表 9：倍耐力（万欧元）



数据来源：钢联数据，中信建投期货研发部

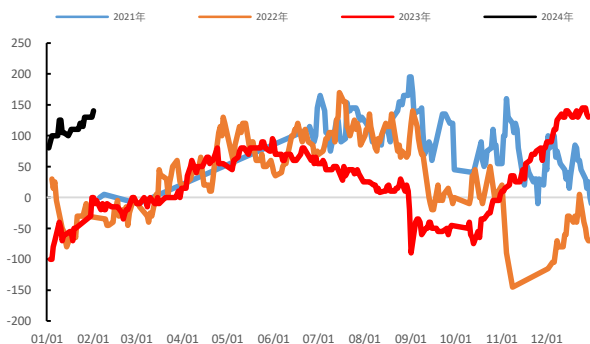
图表 10：印标国际价格（美金/吨）



数据来源：隆众资讯，中信建投期货研发部

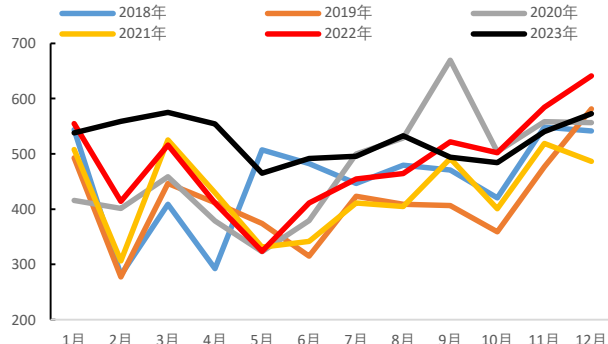
随着国际轮胎厂采购回暖，印标国际价格对国内价格的升水约为 150 美金/吨（泰国越南等主产国价格的海外升水同样偏高），上游胶厂优先向欧美等海外国家发货。结合前述的全球低产季以及上游的原料库存水平偏低，预计去年春节前后船货集中到港的情况不会再重现，春节前后以及一季度国内的进口压力减小。

图表 11：印标国际-印标国内价格（美金/吨）



数据来源：钢联数据，中信建投期货研发部

图表 12：中国天然橡胶折干进口量（千吨）



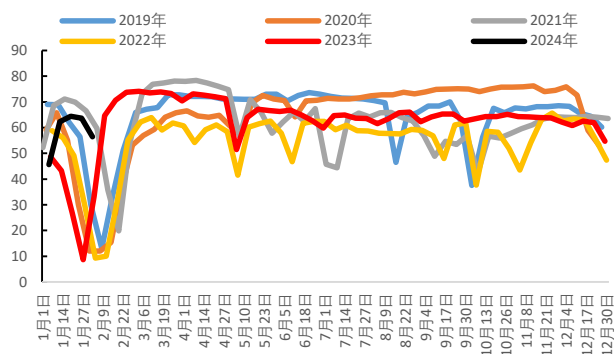
数据来源：中国海关，中信建投期货研发部

四、下游陆续放假，终端需求平稳

临近春节，轮胎厂备货节奏一般，采购标胶较多。半钢胎企业订单充足，当前订单能生产至3月份，随着订单逐步上量，整体呈现供不应求局面；全钢胎库存压力较大，订单表现一般。根据隆众资讯，2024年春节期间全钢轮胎企业平均计划放假天数在11.63天左右，比去年同期减少0.83天左右；半钢轮胎企业平均计划放假天数在8.22天左右，比去年同期减少4天左右。

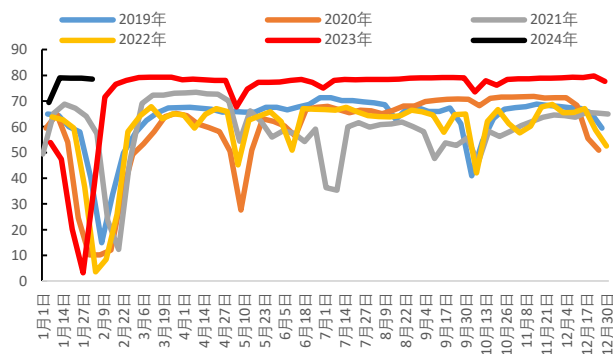
从轮胎厂的放假安排来看，今年全钢胎产线放假天数变化不大，半钢胎产线的放假天数普遍偏少。截至2月2日，半钢胎的成品库存持续下滑至1个月左右，为近5年同期最低；全钢胎成品库存高位回落至一个半月左右，开工下滑后成品跟随去库，侧面体现全钢胎终端需求并未大幅走弱。

图表 13：全钢胎产能利用率（%）



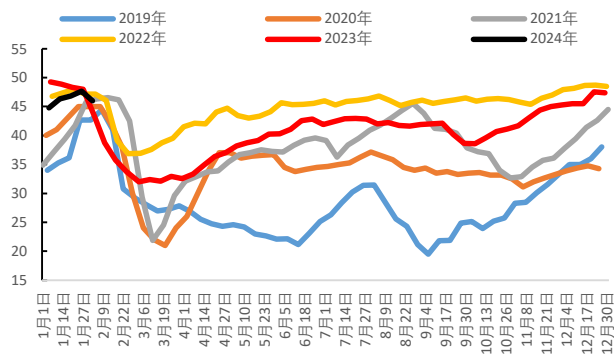
数据来源：钢联数据，中信建投期货研发部

图表 14：半钢胎产能利用率（%）



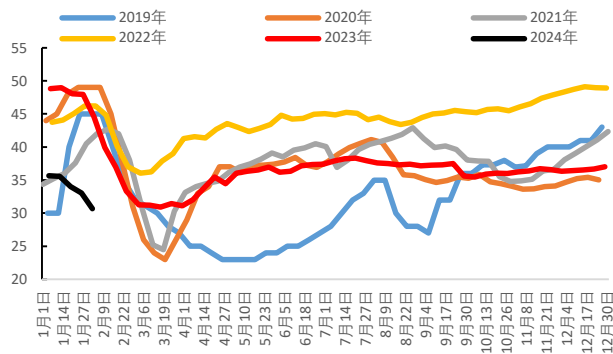
数据来源：钢联数据，中信建投期货研发部

图表 15：全钢胎库存天数（天）



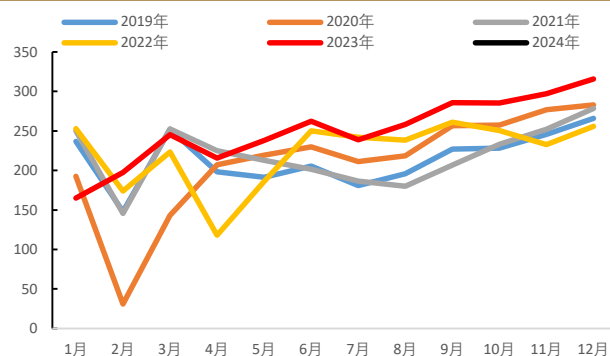
数据来源：钢联数据，中信建投期货研发部

图表 16：半钢胎库存天数（天）

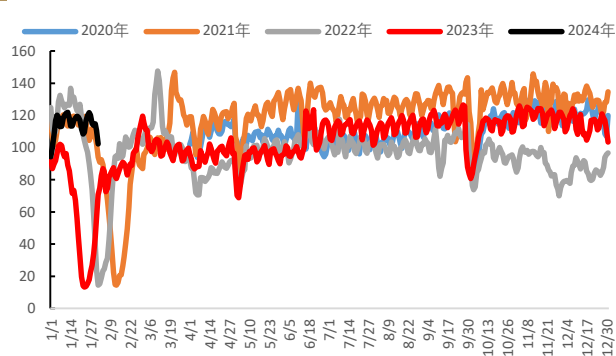


数据来源：钢联数据，中信建投期货研发部

终端需求来看，汽车作为消费品，今年春节较晚，节前消费时间相对长，汽车的消费拉动就更充分。多数车企在春节前下调售价或推出限时优惠，推出的限时促销政策多集中在1月，还有部分延续到了2024年春节后，预计春节前后车市将表现良好。从整车货运流量指数来看，运行情况基本与2021年持平，随着国内寒潮影响下雨雪天气增加，短期内影响物流运输，预计影响有限。轮胎内需亮点不多，基本延续2023年的分化格局。虽无亮眼表现，但整体运行好于去年同期。

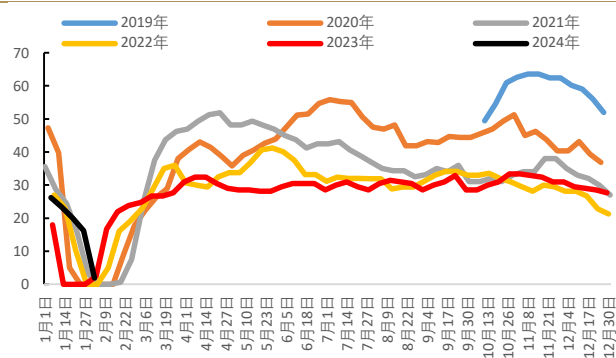
图表 17：汽车销量（万辆）


数据来源：钢联数据，中信建投期货研发部

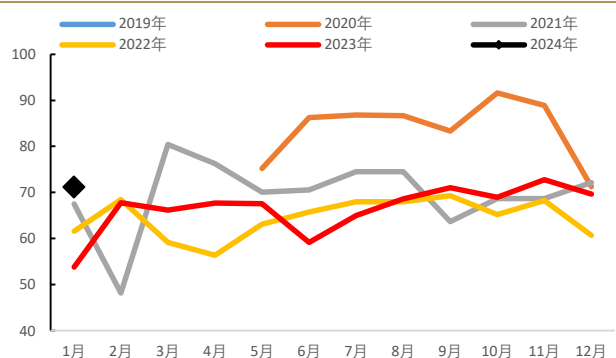
图表 18：整车货运流量指数


数据来源：G7，中信建投期货研发部

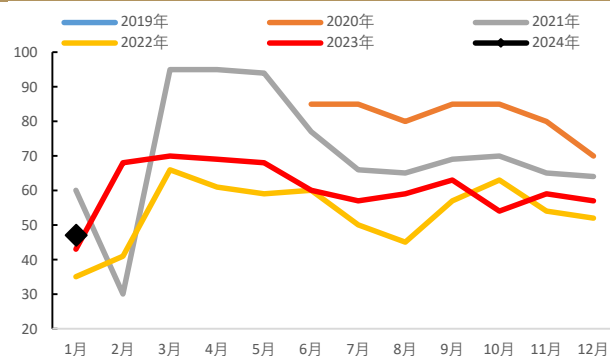
从橡胶制品各开工水平来看，由于今年春节的错位，开工水平高于往年同期。由于终端需求未有明显好转，制品厂订单情况一般，生产处于亏损状态，今年普遍在 1 月末放假。制品需求的回暖仍需等待宏观政策发力。

图表 19：橡胶鞋材产能利用率（%）


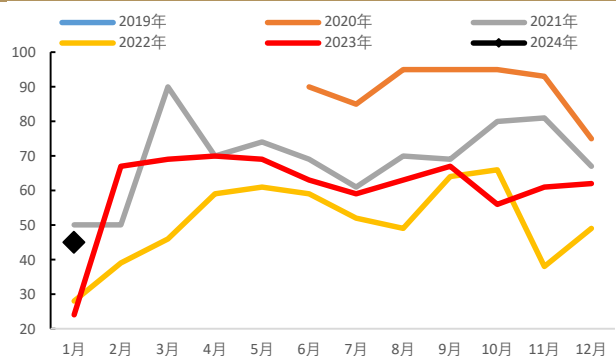
数据来源：钢联数据，中信建投期货研发部

图表 20：输送带产能利用率（%）


数据来源：钢联数据，中信建投期货研发部

图表 21：橡胶管产能利用率（%）


数据来源：钢联数据，中信建投期货研发部

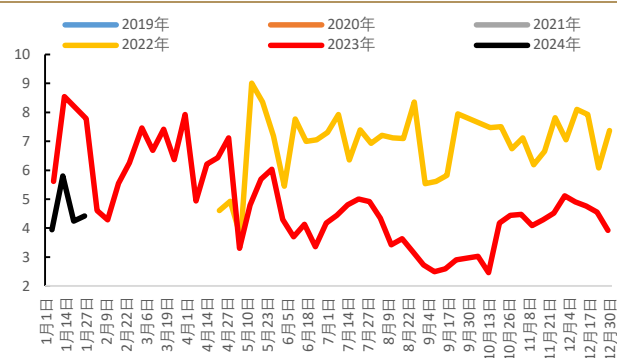
图表 22：橡塑保温发泡制品产能利用率（%）


数据来源：钢联数据，中信建投期货研发部

四、静待节后去库来临

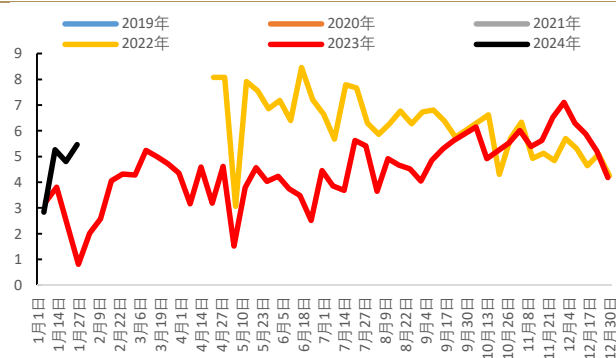
截至1月末，我国天然橡胶社会库存约156万吨，同比23年同期增加7.3%，位于往年同期高位。由于2023年上半年东南亚主产国的主动去库与欧美等海外需求的大幅走弱，大量货物涌入中国，2023年国内累库超20万吨，形成中国累库，海外去库的格局。但根据前述的分析，主产国尤其是泰国原料补库仍有空间，欧美等海外采购的回暖，我们预计2023年春节后大量货物集中到港的情况不会重现。从青岛港口的出入库情况来看，青岛港口的入库率显著低于23年同期，同比去年减少3.3%；出库率由于2024年春节较晚，出库率高位运行，同比去年增加4.65%，出库的情况也在印证下游需求的相对平稳。我们认为，春节后至一季度，国内或将迎来持续去库。

图表 23：青岛港口入库率（%）



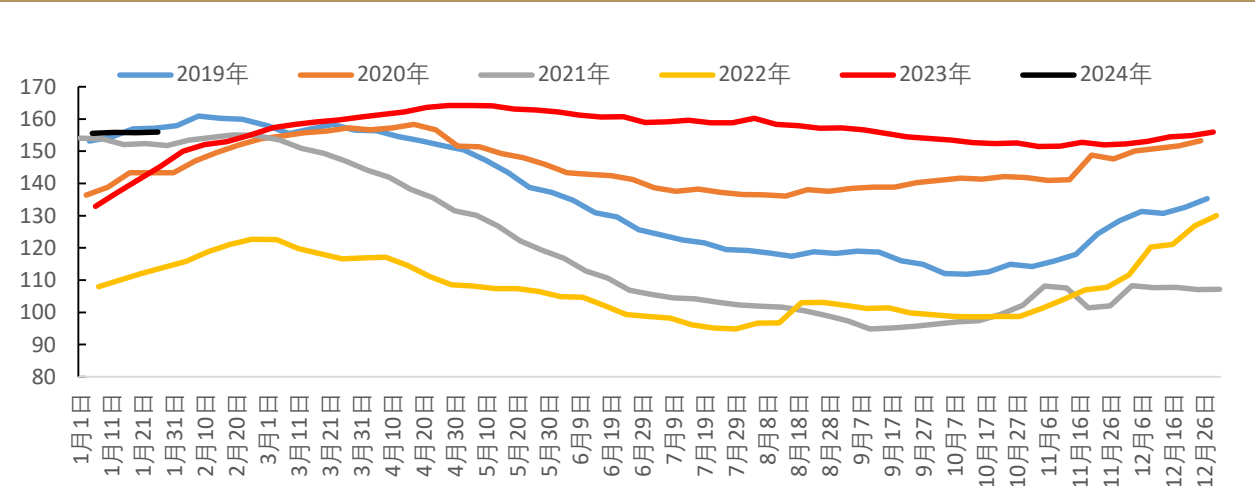
数据来源：钢联数据，中信建投期货研发部

图表 24：青岛港口出库率（%）



数据来源：钢联数据，中信建投期货研发部

图表 25：中国天然橡胶社会库存（万吨）



数据来源：钢联数据，中信建投期货研发部

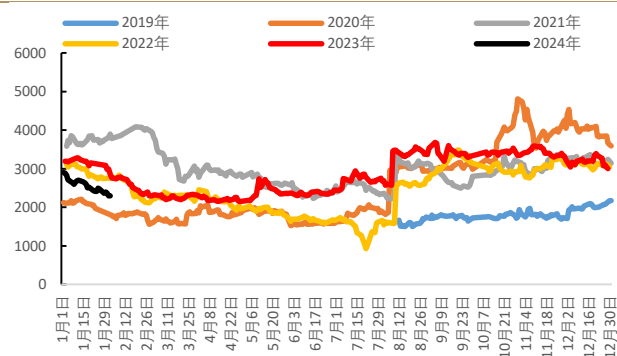
五、月度策略及节日期间持仓建议

单边上，基于前述的分析，在全球低产季的背景下，叠加海外上下游的补库需求，供应端的压力预计偏小，而需求端运行平稳，未来国内库存有望去化。但国内当下高库存的现实依旧是胶价不得不去面对的巨大压力，仍需观察节后国内库存的去化进度。RU&NR 前期低成本多单可轻仓持有，不追高。

套利上，由于到港减少的货物主要为20号胶和20号混合胶（因其颜色为深棕色，一般称为深

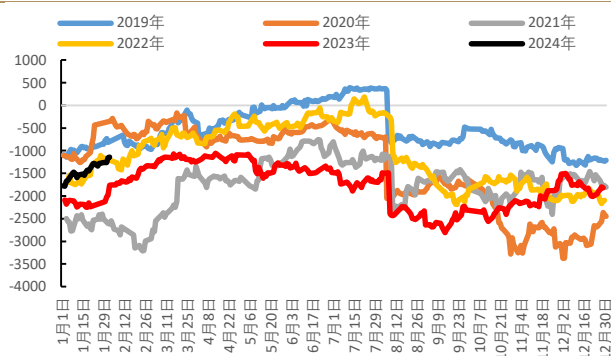
色胶），其用途以轮胎生产为主；而 24 年合约锚定的交割品为 2023 年生产的全乳胶（颜色为淡黄色，一般称为浅色胶），2023 年国产全乳胶预计产量为 20-22 万吨，同比 2022 年增加 1-3 万吨，下游用途主要为胶鞋、输送带以及胶管等制品。因此从 RU-NR 以及泰国混合胶（简称“泰混”）对 RU 的非标基差来说，胶种间基本面的差异仍在持续，深强浅弱的逻辑仍在持续。由于这两组价差在 2024 年开年之后持续收缩，安全边际减弱。RU-NR 空头、泰混正套持有，节后价差回归后可陆续止盈离场。

图表 26：RU 主力-NR 主力收盘价（元/吨）



数据来源：钢联数据，中信建投期货研发部

图表 27：泰混-RU 主力收盘价（元/吨）



数据来源：钢联数据，中信建投期货研发部

联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com

获取更多研报报告、专业客户经理一对一服务、
了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获得！



重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更

改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。