

能化专题报告：2024 年 1 月 26 日**日胶突破前高，能否带动沪胶与 20 号胶持续走强****主要逻辑：**

1 月 25 日，东京商品交易所 3 号烟片胶（简称“Tocom”）持续走强，主力 2406 合约盘中一度上涨至 289.5 日元/公斤，突破前高 275.5 日元/公斤。截至 1 月 25 日盘中，Tocom2406 合约报收 286.9 日元/攻击，涨幅达 3.28%。同时，沪胶主力合约 RU2405 走势平平，20 号胶主力合约 NR2403 虽表现坚挺，但也未能突破前高。

由于天气、持续的低价等因素，泰国原料价格在传统旺产季前夕及旺产季时，原料价格持续走强。近期胶水的另一流向浓缩乳胶价格回暖，据了解，随着乳胶下游原料库存的消耗，马来西亚与印尼采购情况有所好转，因此在胶水持续走高的情况下，依然给出了泰国浓缩乳胶的加工利润，约 30 美金/吨。从烟片胶的原料角度，胶水持续被浓缩乳胶分流，导致白片供应减少。这一问题也体现在了胶水和白片的价差上，目前胶水比白片贵约 2.22 泰铢/公斤，出现了面粉比面包贵的情况，我们认为胶水-白片这组价差在表达胶水短期供应紧缺加剧。

从烟片胶的主要下游为斜交胎工程胎和巨型胎，根据普利司通的三季报，在 2023 年前三季度，半钢、全钢及特种轮胎的销量分别下滑-7%、-14%和 3%，仅 ORR 即大型工程胎和超大型工程胎等特种轮胎的销量增长，并且维持超过 20%的利润率。与此同时，普利司通的存货水平在 2023 年三季度同比下滑-1.4%。在 2023 年的 7 月，泰国对日本烟片胶的环比回升，并且在 7-11 月 4 个月的进口量同比 22 年同比微增 1.3%。一个推断可能是，由于特种轮胎的销量较好，能够较好地消化来自泰国的烟片胶。同样有一个问题，在 2023 年的上半年，日本进口的天然橡胶出现明显下降，但普利司通的存货水平却有所上升，推测是由于全钢胎、半钢胎的销量下降导致成品累库，而非原料累库。

后市展望：

第一，日胶锚定烟片胶定价，但整体烟片胶占比天然橡胶产量比重较低，且日胶持仓仅 3.4 万吨，并非天然橡胶的主要矛盾。第二，从不同胶种的角度去看，日胶走强主要会对 2024 年全乳胶产量有影响，目前国内离开割至少还有 1 个半月；而 20 号胶的产量远远大于烟片胶，近 5 年泰国出口的标准胶大约是烟片胶的 3.2 倍，从绝对量上看，烟片胶能够分流的原料有限。因此预计日胶对沪胶与 20 号胶的价格具有提振作用，但幅度有限。

风险提示：

汇率波动、价差波动、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

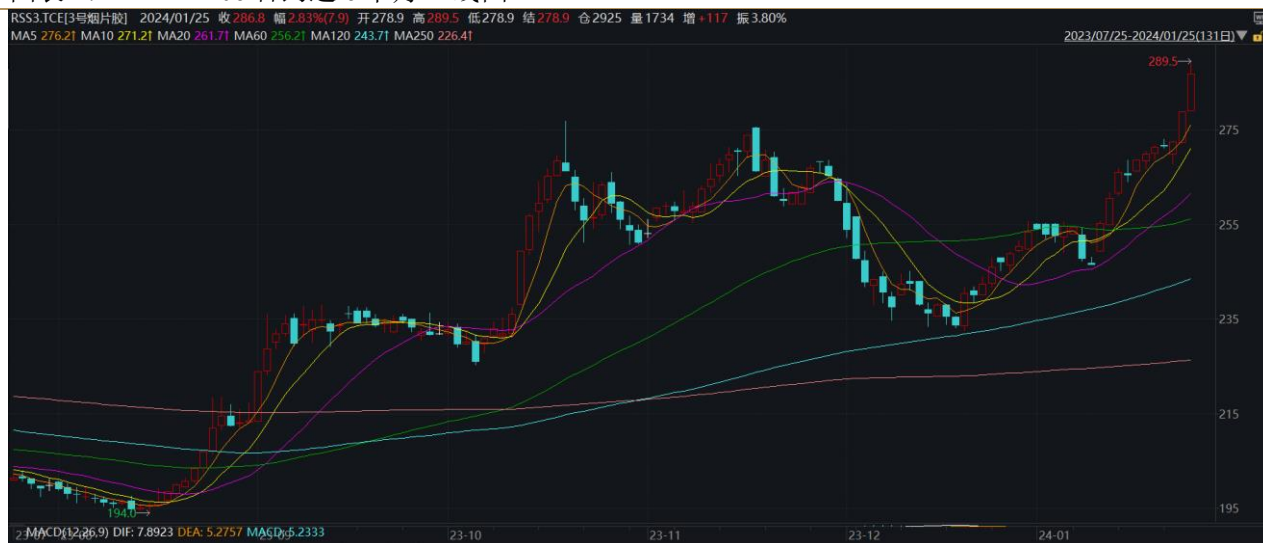
研究助理：蔡文杰
期货从业信息：F03114213
联系方式：13120867885

发布日期：2024 年 1 月 26 日

一、日胶突破前高

1月25日，东京商品交易所3号烟片胶（简称“Tocom”）持续走强，主力2406合约盘中一度上涨至289.5日元/公斤，突破前高275.5日元/公斤。截至1月25日盘中，Tocom2406合约报收286.9日元/公斤，涨幅达3.28%。同时，沪胶主力合约RU2405走势平平，20号胶主力合约NR2403虽表现坚挺，但也未能突破前高。为何日胶持续走强，但国内沪胶与20号胶却表现平平？日胶能否带动国内沪胶与20号胶走强？

图表 1：Tocom2406 合约近 6 个月 K 线图



数据来源：Wind，中信建投期货研发部

图表 2：RU2405 合约近 6 个月 K 线图



数据来源：Wind，中信建投期货研发部

图表 3: NR2403 合约近 6 个月 K 线图



数据来源: Wind, 中信建投期货研发部

二、东京商品交易所 3 号烟片胶期货合约

东京工业品交易所成立于 1984 年 11 月 1 日, 是一家综合商品交易所, 曾经是世界上最大的橡胶交易所。其前身为成立于 1951 年的东京纺织品交易所、成立于 1952 年的东京橡胶交易所和成立于 1982 年的东京黄金交易所, 上述三家交易所于 1984 年 11 月 1 日合并后改为现名。东京工业品交易所的橡胶期货合约 (RSS) 于 1952 年 12 月 12 日上市交易, 是世界上最早的天然橡胶期货合约。根据 Tocom 期货合约规定, 交割品只有符合国家标准 (INT) 的 3 号烟片胶, 因此 Tocom 的价格会锚定烟片胶的价格。

图表 4: Tocom 合约细则

交易种类	实物期货交易
标准品	符合国际规格 (INT) 的 3 号烟胶片 (RSS3)
交易开始日	1952 年 12 月 12 日
交易时间	< 日间交易 > 开盘 (集合竞价): 9:00 盘中交易 (连续竞价): 9:00~15:10 收盘 (集合竞价): 15:15 < 晚间交易 > 开盘 (集合竞价): 16:30 盘中交易 (连续竞价): 16:30~次日 18:55 收盘 (集合竞价): 19:00 ※ 如果开盘竞价时没有合约, 则直接进入连续竞价 ※ 如果收盘竞价时没有合约, 则直接以连续竞价收盘
合约月份	最近 12 个合约月份
最后交易日	从交割日起倒数第五个交易日
交易单位	5,000kg
报价单位	0.1 日元/kg (1 交易单位为 500 円)
交割单位	5,000kg

数据来源: Wind, 中信建投期货研发部

上海期货交易所的天然橡胶期货合约（RU）交割品为泰国 3 号烟片胶与国产全乳胶，上海国际能源交易中心的 20 号胶期货合约（NR）交割品为 20 号标准胶。由于烟片胶价格常年高于国产全乳胶，因此 RU 交割库内多为国产全乳胶，偶尔烟片胶，RU 合约一般锚定国产全乳胶的价格，而 NR 合约交割品则为 20 号标准胶，价格自然也锚定 20 号标准胶的价格。

三、烟片胶简介

根据前文的叙述，日胶主要锚定烟片胶的价格，因此先简单介绍一下烟片胶。供应端的源头为新鲜胶水，由新鲜胶水压片成白片后，经过烟熏制成烟片胶。需求方面，历史上烟片胶曾经主要用于轮胎生产，但随着子午轮胎普及后，烟片胶的需求大幅下滑，目前下游主要用于生产斜交胎工程胎和巨型胎，部分用于电缆厂，传送带厂。

图表 5：烟片胶加工工艺简介



图表 6：烟片胶

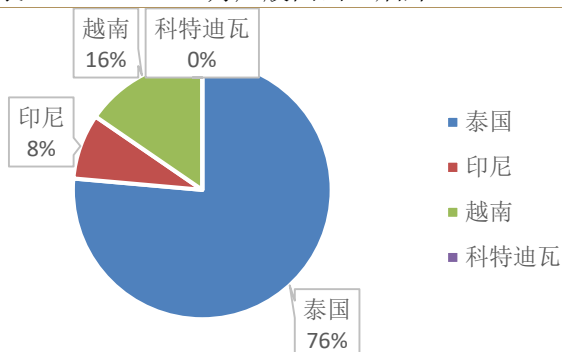


数据来源：公开资料整理，中信建投期货研发部

数据来源：公开资料整理，中信建投期货研发部

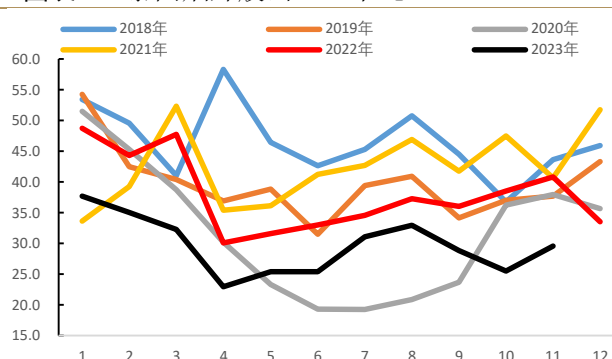
烟胶片的主要生产国为泰国、越南和缅甸。由于全球烟片胶的产量数据缺失，因此从主要产胶国泰国、印尼、越南、科特迪瓦（四国合计产量约占比全球产量的 72%）的出口来看，2023 年 1-11 月泰国出口烟片胶 32.7 万吨，占比四国烟片胶出口的合计的 76.4%，因此大致可以认为泰国为目前全球烟片胶的主要供应国。

图表 7：2023. 1-11 月产胶国出口烟片（%）



数据来源：各国海关，中信建投期货研发部

图表 8：泰国烟片胶出口（千吨）



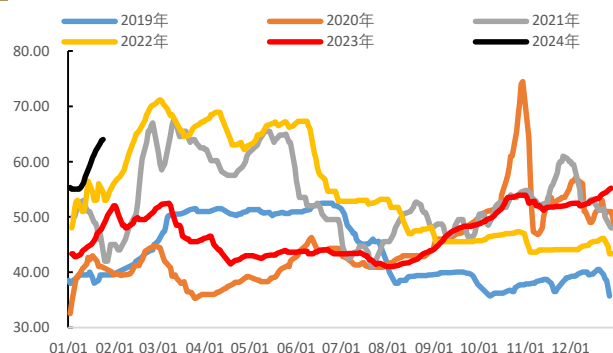
数据来源：钢联数据，中信建投期货研发部

四、日胶为何再创新高

一般来说，常见的泰国原料有胶水、杯胶、白片以及烟片。胶水是所有原料的源头，流向为以下三种，第一，直接通过离心机制成浓缩乳胶；第二，自然凝固成杯胶用于生产标准胶、混合胶；第三制成白片，再加工成烟片，最后将烟片压制成块状的烟片胶，就是市场上常说的 RSS3。从可储存性的角度，胶水必须在 12 小时内进行加工，否则会自然凝固为杯胶，因此其价格往往波动剧烈。虽然白片和烟片相对能够存放，而泰国的胶水主要产自泰国南部，主要流向为制成浓缩乳胶或白片，烟片，二者价格受胶水价格影响较大。而杯胶主要产自泰国北部，杯胶易于存储导致其价格波动相对偏小。

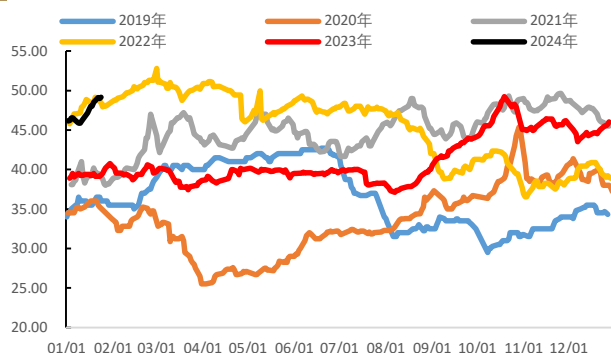
由于天气、持续的低价等因素，泰国在 2023 年出现减产的情况。从原料价格的反馈则是在传统旺产季前夕及旺产季时，原料价格持续走强。截至 2024 年 1 月 25 日，泰国胶水报收 64.3 泰铢/公斤；泰国杯胶报收 49.55 泰铢/公斤；泰国白片 61.58 泰铢/公斤；泰国烟片 68.58 泰铢/公斤，均处于 5 年同期的高位。

图表 9：泰国胶水价格（泰铢/公斤）



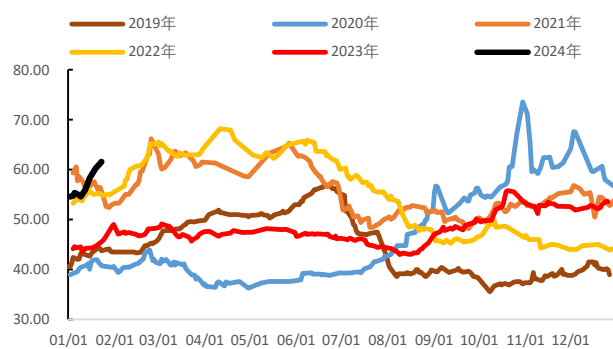
数据来源：钢联数据，中信建投期货研发部

图表 10：泰国杯胶价格（%）



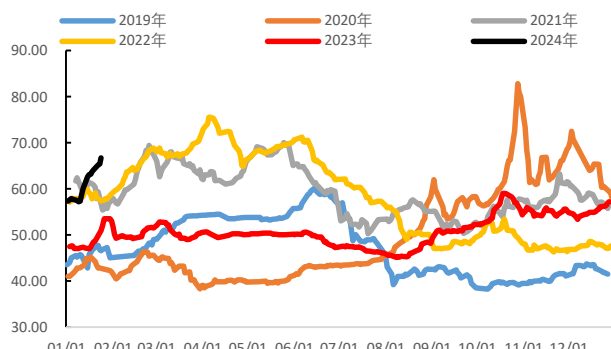
数据来源：钢联数据，中信建投期货研发部

图表 11：泰国白片价格（泰铢/公斤）



数据来源：钢联数据，中信建投期货研发部

图表 12：泰国烟片价格（%）

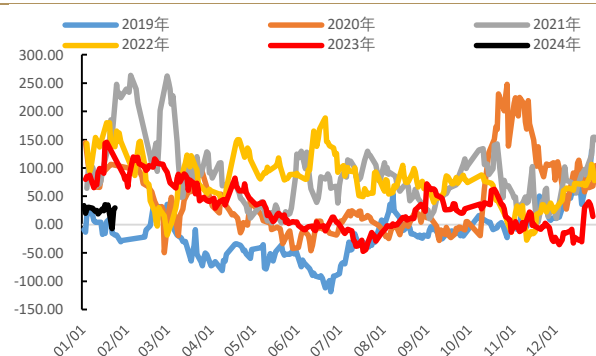


数据来源：钢联数据，中信建投期货研发部

近期胶水的另一流向浓缩乳胶价格回暖，由于 2023 年全球防疫的放开，手套需求的缺失导致浓缩乳胶价格持续低位运行。据了解，随着乳胶下游原料库存的消耗，马来西亚与印尼采购情况有所好转，因此在胶水持续走高的情况下，依然给出了泰国浓缩乳胶的加工利润，约 30 美金/吨。从烟片胶的原料角度，胶水持续被浓缩乳胶分流，导致白片供应减少。这一问题也体现在了胶水和白片

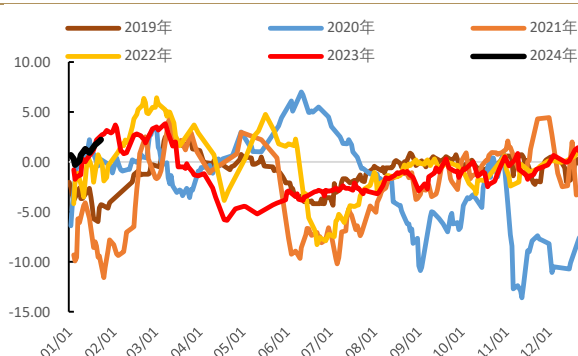
的价差上，目前胶水比白片贵约 2.22 泰铢/公斤，出现了面粉比面包贵的情况，由于胶水不易储存，所以在每年泰国停割前夕都曾出现过类似的情况，结合 2023 年泰国减产的大背景，我们认为胶水-白片这组价差在表达胶水短期供应紧缺加剧。原料端的紧缺与价格持续走强，从成本端推动日胶走强。

图表 13：泰国乳胶加工利润（美金/吨）



数据来源：钢联数据，中信建投期货研发部

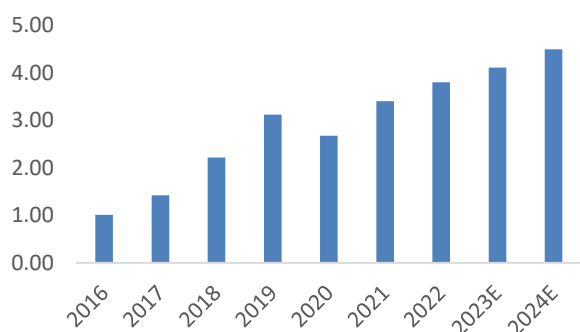
图表 14：泰国胶水-白片价格（泰铢/公斤）



数据来源：钢联数据，中信建投期货研发部

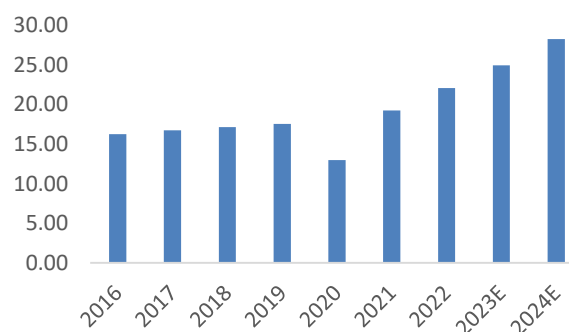
从烟片胶的主要下游生产斜交胎工程胎和巨型胎看，根据海安橡胶的招股说明书，2023 年全球工程胎的产量约为 3.8 亿条，同比增长 8.3%；预计 2024 年产量为 4.11 亿条，同比增长 9.3%，2023 年全球全钢巨型工程子午胎产量约为 25 万条，同比增长 12.9%，预计 2024 年产量为 28.27 万条，同比增长 13.3%。单从烟片胶的主要下游需求来看，在 2023 年的高增长预计能够维持至 2024 年。

图表 15：全球工程胎产量（亿条）



数据来源：海安橡胶招股说明书，中信建投期货研发部

图表 16：全球全钢巨型工程子午胎产量（万条）

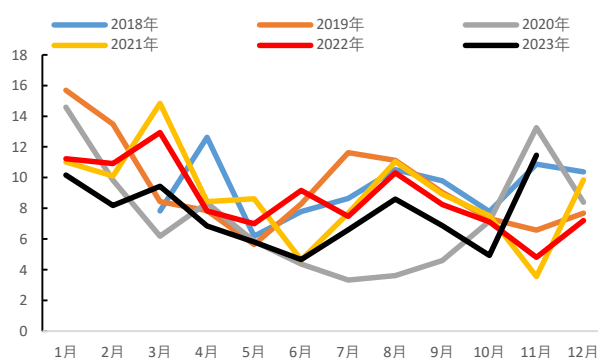


数据来源：海安橡胶招股说明书，中信建投期货研发部

在 2023 年 11 月，泰国对日本烟片胶的出口达到了 1.15 万吨，同比增加 137.9%，接近近 5 年单月出口的高点，2023 年 1-11 月累计出口 8.36 万吨，同比减少 13.9%。在 11 月日胶触及 280.5 日元/公斤的高点，吸引泰国出口较多烟片至日本。但从 2023 年全年来看，预计泰国对日本出口的烟片胶同比依然下滑。

日本本土的工程胎产能集中在日本大型轮胎普利司通，据不完全统计，普利司通的工程胎产能为206.4万条/年，占日本本土产能98.3%。我们以普利司通的三季度财报为例，观察日本烟片胶的需求。

图表 17：泰国出口日本烟片胶（千吨）



数据来源：泰国海关，中信建投期货研发部

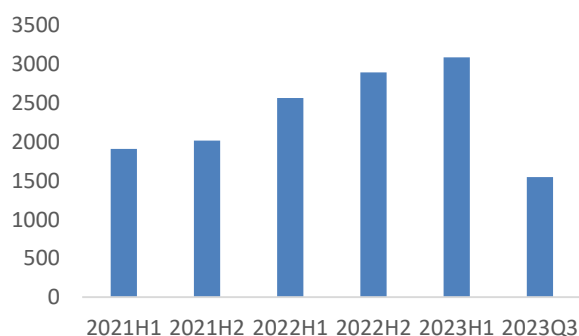
图表 18：部分日本工程胎产能（万条/年）

企业	轮胎产品	年化产能
普利司通	轿车轮胎、轻卡轮胎和矿用机械/工程轮胎	191.6
	矿用机械/工程轮胎	5.7
	矿用机械/工程轮胎	9.1
固特异	矿用机械/工程轮胎	4.015

数据来源：公开资料整理，中信建投期货研发部

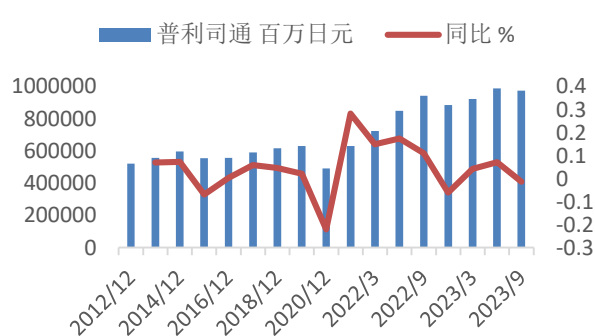
根据普利司通的三季报，在2023年前三季度，半钢、全钢及特种轮胎的销量分别下滑-7%、-14%和3%，仅 ORR 即大型工程胎和超大型工程胎等特种轮胎的销量增长，并且维持超过20%的利润率。与此同时，普利司通的存货水平在2023年三季度同比下滑-1.4%。在2023年的7月，泰国对日本烟片胶的环比回升，并且在7-11月4个月的进口量同比22年同比微增1.3%。一个推断可能是，由于特种轮胎的销量较好，能够较好地消化来自泰国的烟片胶。同样有一个问题，在2023年的上半年，日本进口的天然橡胶出现明显下降，但普利司通的存货水平却有所上升，推测是由于全钢胎、半钢胎的销量下降导致成品累库，而非原料累库。

图表 19：普利司通特种轮胎营业额（亿日元）



数据来源：普利司通三季报，中信建投期货研发部

图表 20：普利司通存货（百万日元）



数据来源：普利司通三季报，中信建投期货研发部

普利司通在三季报中提到虽然 TBR 轮胎需求恢复不及上半年预期，公司预计高档轮胎、矿用轮胎的需求将保持恢复。整体来看，泰国烟片胶原料的紧缺加剧与日本本土烟片胶较好的需求，驱动日胶突破前高。

五、日胶能否带动沪胶与 20 号胶走强

根据前述的分析，本轮日胶的走强来自于交割品烟片胶的供需矛盾在短期内激化。而我们认为日胶的走强或难带动沪胶与 20 号胶。

第一，日胶锚定烟片胶定价，但整体烟片胶占比天然橡胶产量比重较低，以烟片胶主要供应国泰国为例，在 2016 年以后，烟片胶出口占比泰国出口保持在 10%-15%，同时，主要下游工程胎和巨型胎占比天然橡胶主要下游轮胎比例约为 23.7% 左右，上下游环节中占比均较低，烟片胶并非天然橡胶的主要矛盾。且日胶在持仓量较低，截至 1 月 25 日，日胶全合约持仓 6853 手，折现货约 3.4 万吨，成交活跃度有限。

第二，从不同胶种的角度去看，沪胶 24 年的合约基本对应 2023 年的国产全乳胶定价。现在日胶走强后，胶水会重新流向制烟片胶，浓缩乳胶产量下滑，浓缩乳胶价格走强。那么在国内开割后，若浓缩乳胶价格较好，导致胶水被分流制浓缩乳胶，国产全乳胶产量降低，更多影响 2024 年国产全乳胶的产量，对应沪胶 25 年的合约。目前国内离开割至少还有 1 个半月，浓乳分流的问题讨论尚早，因此预计日胶难以带动沪胶。20 号胶的原料为杯胶，日胶的传导路径就是胶水制烟片胶，导致凝成杯胶的那部分胶水缺失，但由于 20 号胶的产量远远大于烟片胶，近 5 年泰国出口的标准胶大约是烟片胶的 3.2 倍，因此从绝对量上看，烟片胶能够分流的胶水有限。

联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com

获取更多投研报告、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。