

轮胎出口需求支撑，国内去库去化或延续

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

✉ 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

海内外刚性需求仍存，叠加季节性旺季即将来临，天然橡胶需求端支撑仍较强。8月国内在需求支撑下有望延续小幅去库格局。

核心观点

■ 市场分析

对于国内8月份的产量，我们预计增幅或进一步扩大。目前国内天然橡胶主产区均处于割胶旺季，尽管6月下旬以来国内天然橡胶原料回落了一波，但原料绝对价格仍处于偏高水平，偏高的原料价格使得产区胶农有较强的割胶意愿；且目前主产区橡胶树生产较好，预计8月国内原料产出将继续增加。8月国内天然橡胶进口量环比增加，主要因海外处于割胶旺季。

展望8月下游需求，在国内临近金九银十季节性旺季以及海外雪地胎生产旺季下，生产端开工率有望维持较高水平，叠加海外出行旺季下，轮胎替换市场需求延续高景气度，国内出口将延续高增长局面；需求环比回升。

海内外刚性需求仍存，叠加季节性旺季即将来临，天然橡胶需求端支撑仍较强。8月国内在需求支撑下有望延续小幅去库格局。

■ 策略

单边：RU及NR谨慎偏多。目前RU及NR估值中性，国内供应环比将增加但需求仍有较强支撑，预计国内8月份库存有望保持小幅库存格局，我们建议保持偏多思路对待。全球天然橡胶供应季节性旺季下，或限制反弹高度。

风险

国内产量大幅提升，国内进口量继续攀升，轮胎需求变化。

目录

策略摘要	1
核心观点	1
国内天然橡胶后期供应变化推演.....	4
国内产量推演	4
国内进口量推演	5
雪地胎生产旺季临近，后期需求环比或回升.....	9
当下估值判断	13
RU 及 NR 估值中性	13
需求支撑下，国内 8 月或延续去库格局	14
国内平衡表展望	15

图表

图 1: 云南胶水 单位: 元/吨	5
图 2: 国内浓乳价格 单位: 元/吨	5
图 3: 泰国曼谷浓乳价格 单位: 泰铢/公斤	5
图 4: 国内浓乳进口窗口 单位: 元/吨	5
图 5: 泰国天然橡胶产量 单位: 千吨	6
图 6: 泰国天然橡胶出口量 单位: 千吨	6
图 7: 泰国胶水价格 单位: 泰铢/公斤	6
图 8: 泰国胶水-杯胶 单位: 泰铢/公斤	6
图 9: ANRPC 橡胶产量季节性 单位: 千吨	7
图 10: ANRPC 橡胶年度累计产量 单位: 千吨	7
图 11: 越南橡胶产量 单位: 千吨	7
图 12: 印尼橡胶产量 单位: 千吨	7
图 13: 国内进口自科特迪瓦标胶 单位: 万吨	7
图 14: 马来西亚天然橡胶出口量 单位: 千吨	7
图 15: 天胶进口量 单位: 万吨	8
图 16: 标胶进口量 单位: 吨	8
图 17: 烟片进口量 单位: 吨	8
图 18: 混合胶进口量 单位: 吨	8
图 19: 烟片进口窗口 单位: 元/吨	9
图 20: 浓乳进口窗口 单位: 元/吨	9
图 21: 美国汽车销量 单位: 辆	9
图 22: 日本汽车销量 单位: 辆	9
图 23: 欧洲乘用车注册量 单位: 辆	10
图 24: 韩国汽车国内销量 单位: 辆	10
图 25: 挖掘机销量当月同比 单位: %	10

图 26: 中国社融规模 单位: 亿元	10
图 27: 地产销售累计同比与 RU 单位: % 元/吨	11
图 28: 汽车制造业固定资产投资累计同比 单位: %	11
图 29: 重卡销量 单位: 辆	11
图 30: 重货销量 单位: 辆	11
图 31: 非完整车销量 单位: 辆	12
图 32: 半挂车销量 单位: 辆	12
图 33: 国内轮胎出口量 单位: 万条	12
图 34: 全钢胎开工率 单位: %	12
图 35: 公路货运季节性 单位: 亿吨	13
图 36: 全国水泥价格指数 单位: 点	13
图 37: 全钢胎库存 单位: 万条	13
图 38: 半钢胎库存 单位: 万条	13
图 39: 云南胶水盘面利润 单位: 元/吨	14
图 40: NR 基差 单位: 元/吨	14
图 41: RU-混合胶 单位: 元/吨	14
图 42: 混合胶-丁苯胶 单位: 元/吨	14
图 43: 天然橡胶社会库存 单位: 万吨	15
图 44: 青岛保税区库存 单位: 万吨	15
图 45: 上海期货交易所 RU 库存 单位: 吨	15
图 46: NR 库存 单位: 吨	15

国内天然橡胶后期供应变化推演

对于国内供应的分析，主要分为国内产量以及进口量。因国内天然橡胶进口依赖度较高，根据 ANRPC 的统计数据，国内 2023 年天然橡胶产量 83.5 万吨，而中国海关统计的国内天然橡胶进口量 648 万吨，进口依赖度高达 88.6%。因此，对于 8 月份国内天然橡胶的供应变化判断，我们将主要分为国内产量以及进口量来分别阐述。

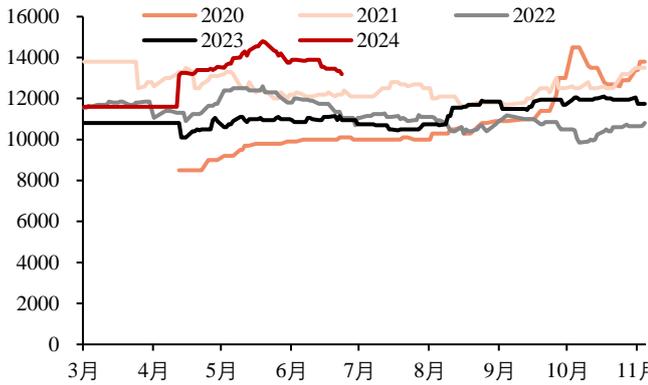
国内产量推演

首先，对于国内 8 月份的产量，我们预计增幅或进一步扩大。目前国内天然橡胶主产区均处于割胶旺季，尽管 6 月下旬以来国内天然橡胶原料回落了一波，但原料绝对价格仍处于偏高水平，偏高的原料价格使得产区胶农有较强的割胶意愿；且目前主产区橡胶树生长较好，预计 8 月国内原料产出将继续增加。季节性角度来看，2015 年以来，每年的 8 月产出环比均有不同程度的增长，其中 2021 年的当月产量相对较大，但目前的原料价格明显高于 2021 年同期，我们预计 8 月份国内的产出有望达到 13 万吨。但也要关注主产区的天气情况，主要是关注降雨过多对于胶农割胶活动的影响。

对于 RU 对应的交割品即全乳胶的产出影响则还需要关注上游原料分流的情况。目前国内乳胶生产利润持续好于国内胶水抛期货盘面的利润，导致近期即使在国内上量的背景下，交易所仓单增加幅度受限。目前国内乳胶仍有生产利润，主要还是刚性需求的支撑。去年国内卫生事件影响逐步下降之后，乳胶产业也经历了一轮产能淘汰，目前迎来了新的供需格局，目前乳胶价格坚挺的原因或不在于需求的回升，而是产能的缩减，因此，今年国内乳胶价格或可以维持较好的水平，但因国内乳胶的进口占比也较大，海外乳胶价格波动的传递对于国内乳胶价格的影响也须重点关注。目前泰国的乳胶价格跟随原料的上量，出现了一波较大的回落行情，但绝对价格同比仍在高位。随着后期泰国供应的逐步上量，预计泰国乳胶在成本拖累下仍有回落空间。

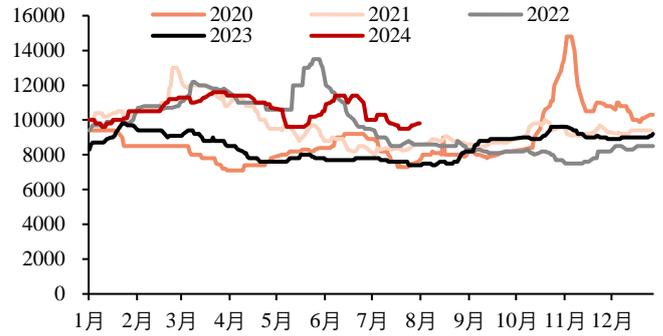
刚性需求支撑下，预计今年乳胶将保持有利润的状态，对于国内后期全乳胶的回升有一定的抑制作用。

图 1：云南胶水 | 单位：元/吨



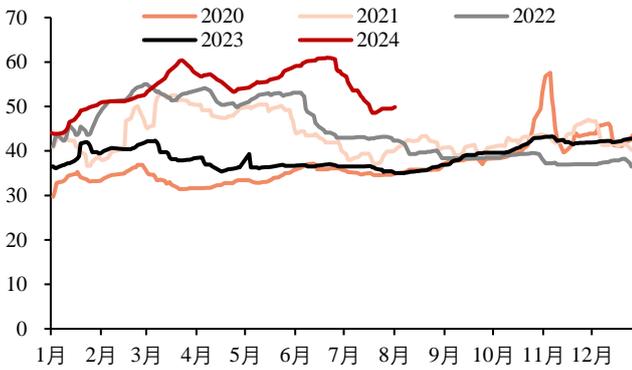
数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 2：国内浓乳价格 | 单位：元/吨



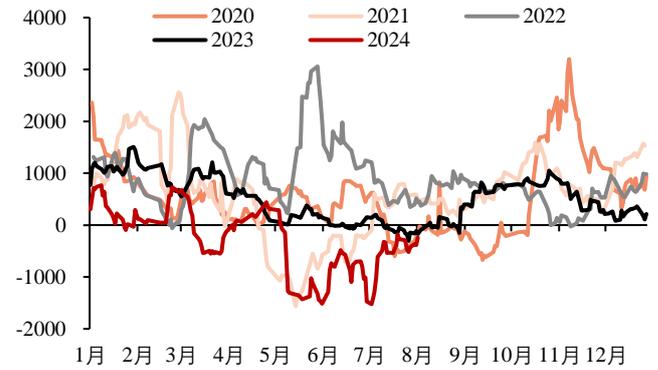
数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 3：泰国曼谷浓乳价格 | 单位：泰铢/公斤



数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 4：国内浓乳进口窗口 | 单位：元/吨



数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

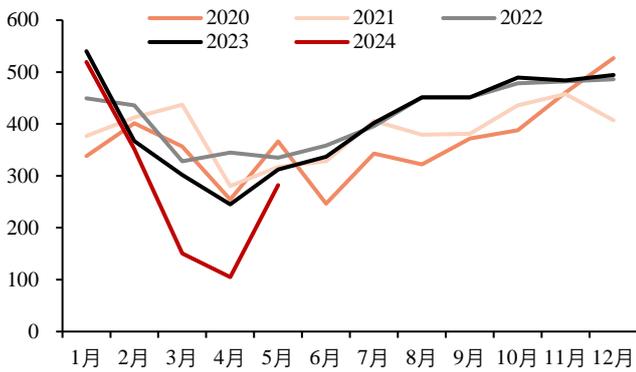
国内进口量推演

对于国内进口量的推测，我们将从两个维度去分析，首先是总量角度，其次按照国内进口量的结构去推测。

总量判断

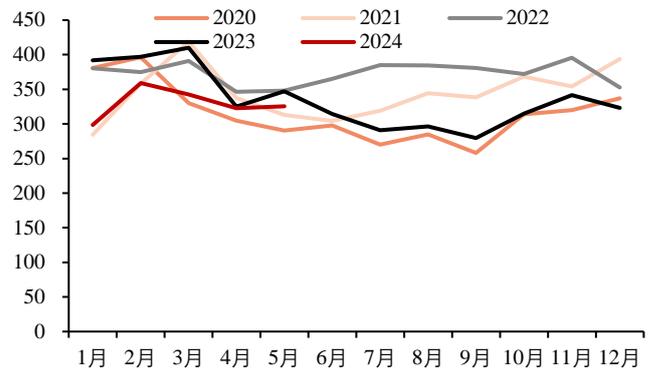
因我国大部分天然橡胶来自泰国，因此我们主要分析来自泰国进口量的规律，按照一个月的船期推测，泰国 7 月份的出口量大致对应我国国内 8 月份的进口量。季节性来看，因泰国 7 月份处于割胶旺季，天然橡胶产量环比回升，将带来国内进口量的环比增加。从泰国主产区的天气来看，目前处于雨水持续增加的阶段，总体有利于胶水的产出，叠加同比偏高的原料价格，原料产出速度有望进一步提升。

图 5：泰国天然橡胶产量 | 单位：千吨



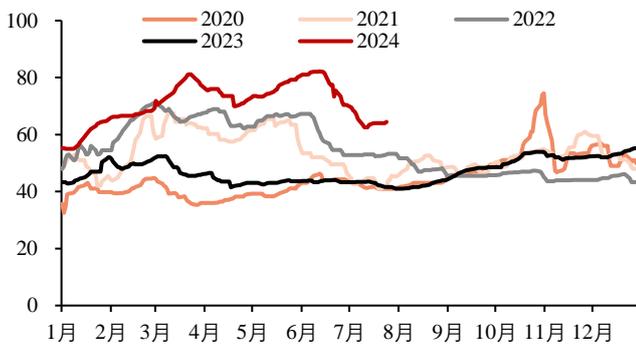
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 6：泰国天然橡胶出口量 | 单位：千吨



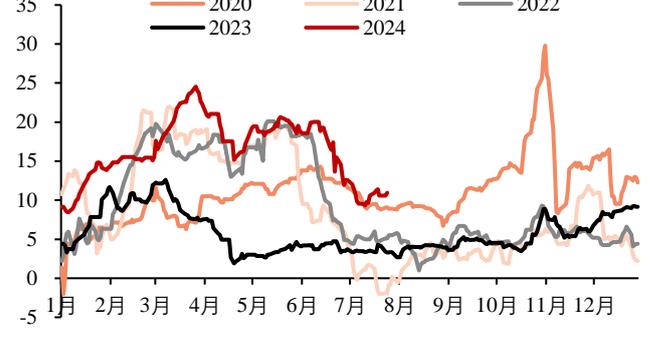
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 7：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 8：泰国胶水-杯胶 | 单位：泰铢/公斤

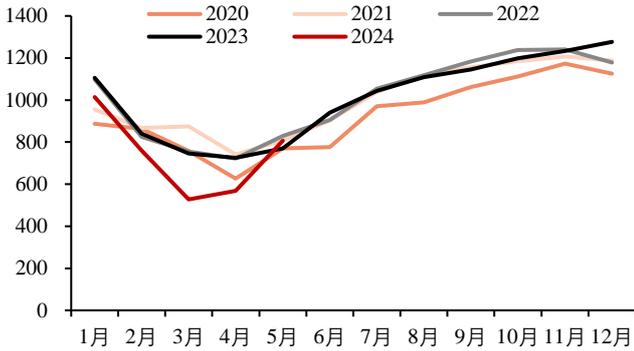


数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

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。

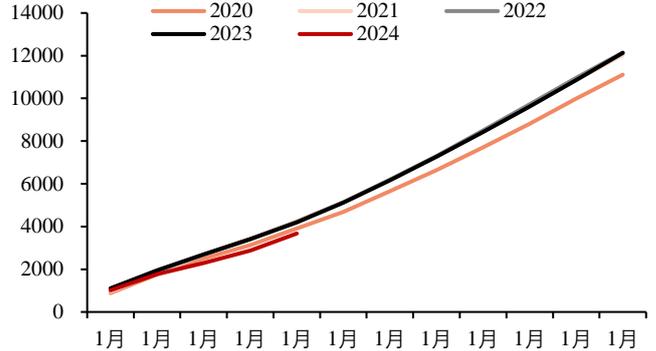
分国别产量数据来看，按照季节性规律，全球主产区 7 月产量逐步回升。2015 年以来全球天然橡胶产量季节性来看，7 月产量都呈现环比进一步上升走势，环比增速在 8%-25%之间波动。其中 2020 年环比增速达 25%，主要因当时原料价格达到历史同比高位，而对比今年原料价格更高水平下，预计产出增速有望继续提升。但仍须关注主产区降雨的影响。

图 9: ANRPC 橡胶产量季节性 | 单位: 千吨



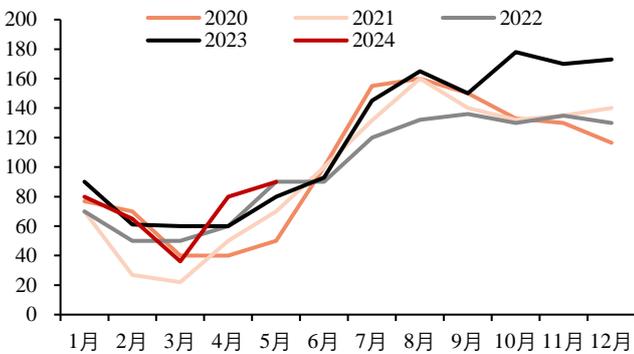
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 10: ANRPC 橡胶年度累计产量 | 单位: 千吨



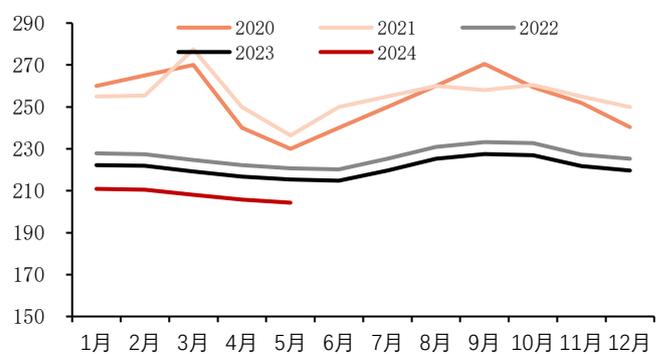
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 11: 越南橡胶产量 | 单位: 千吨



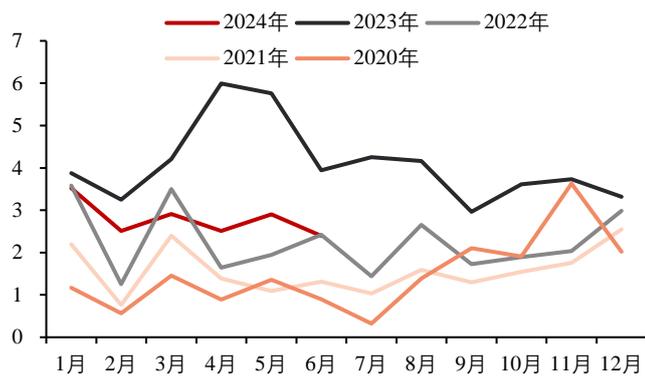
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 12: 印尼橡胶产量 | 单位: 千吨



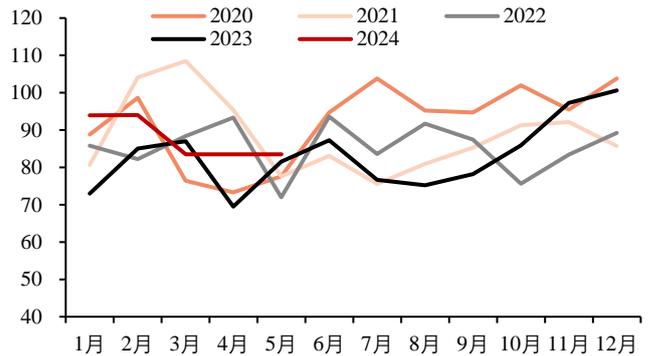
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 13: 国内进口自科特迪瓦标胶 | 单位: 万吨



数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

图 14: 马来西亚天然橡胶出口量 | 单位: 千吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

结构判断

从国内天然橡胶进口量的构成角度, 我们也进行验证性的分析如下:

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。国内季节性来看，8月正处于国内下游轮胎生产的季节性旺季，但目前开工率已经处于高位，继续回升空间受限，预计实体需求环比或小幅回升。

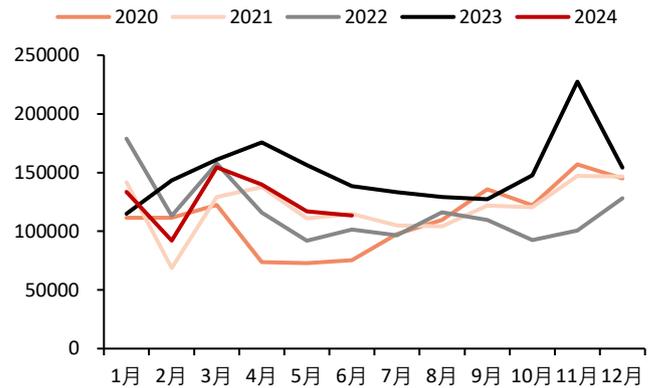
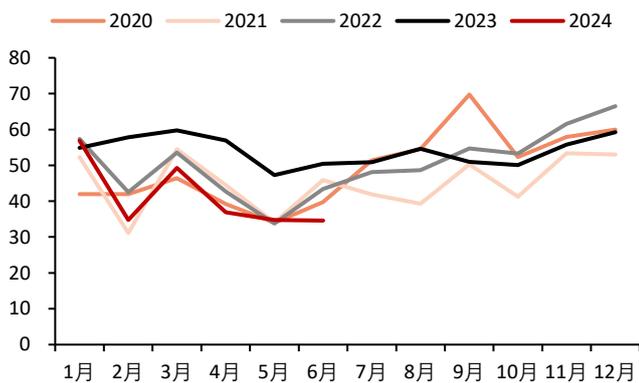
其次，从RU非标价差来看，7月非标价差小幅缩窄，目前价差已经处于同比偏低水平，但海外供应旺季来临，预计后期混合胶进口将有所回升。

最后是替代种植的进口量，按照季节性，8月份替代种植进口量环比回升，且今年的替代种植指标回升到34万吨，预计增速较往年同期有所提升。

因此，预计8月国内天然橡胶进口量环比增加，主要因海外处于割胶旺季。后期须关注海外需求对国内轮胎出口的影响以及套利需求变动对于国内混合胶进口量的影响。

图 15: 天胶进口量 | 单位: 万吨

图 16: 标胶进口量 | 单位: 吨

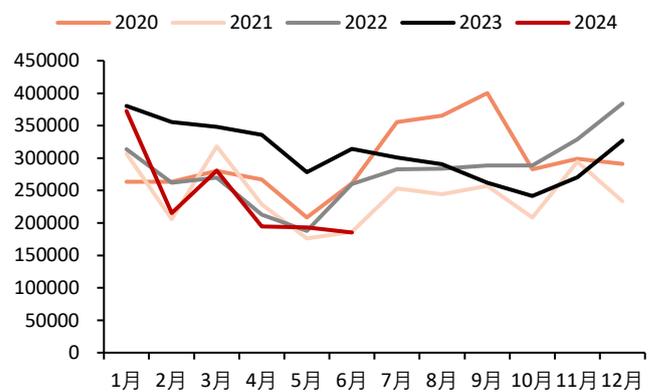
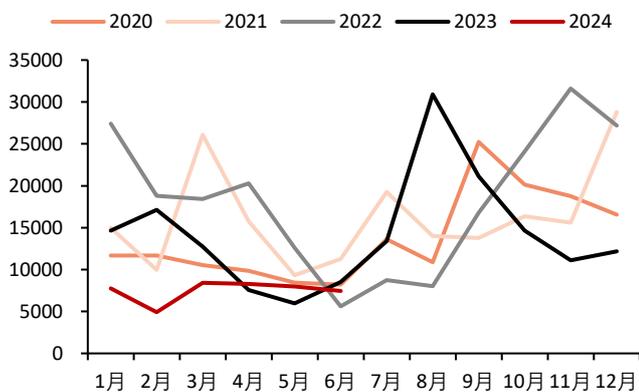


数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

图 17: 烟片进口量 | 单位: 吨

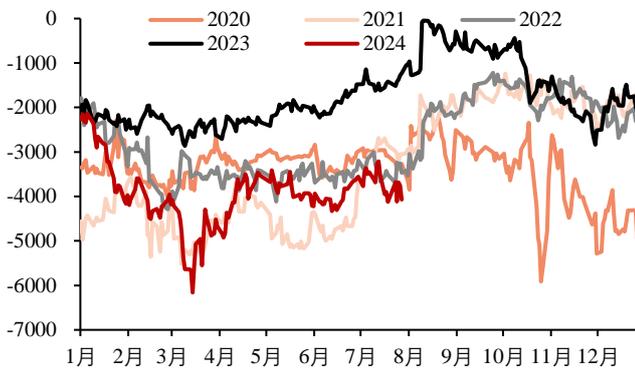
图 18: 混合胶进口量 | 单位: 吨



数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

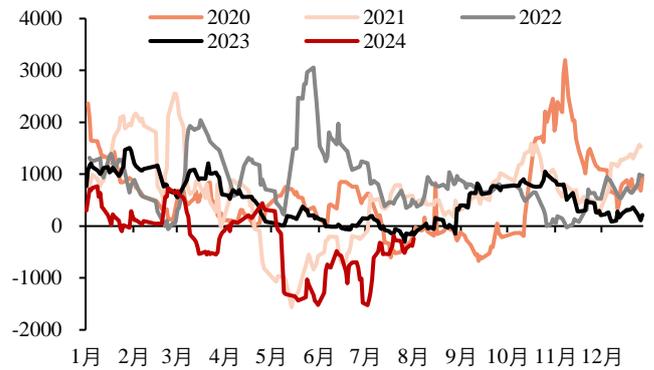
数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

图 19: 烟片进口窗口 | 单位: 元/吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 20: 浓乳进口窗口 | 单位: 元/吨



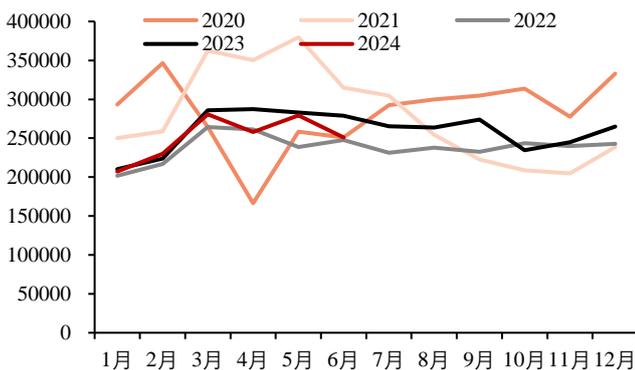
数据来源: Wind 华泰期货研究院

雪地胎生产旺季临近, 后期需求环比或回升

海外需求韧性仍存, 夏季出行旺季提振轮胎替换需求

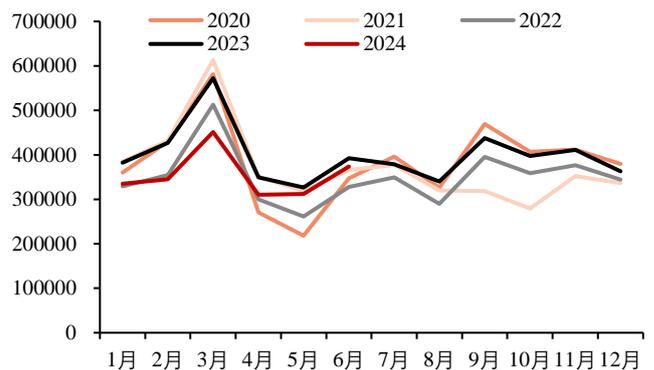
分区域来看, 今年上半年美国汽车销量同比回落, 日韩汽车销量同比表现偏弱, 但欧洲汽车销量环比好转。季节性来看, 8月美国仍处夏季出行高峰, 轮胎替换市场有望延续旺盛格局。同时, 今年美国卡客车销量回升将有往带动下半年轮胎替换市场的继续回升。而生产端来看, 主要是8月份或将迎来雪地胎生产的旺季, 总体天然橡胶需求环比有望回升。

图 21: 美国汽车销量 | 单位: 辆



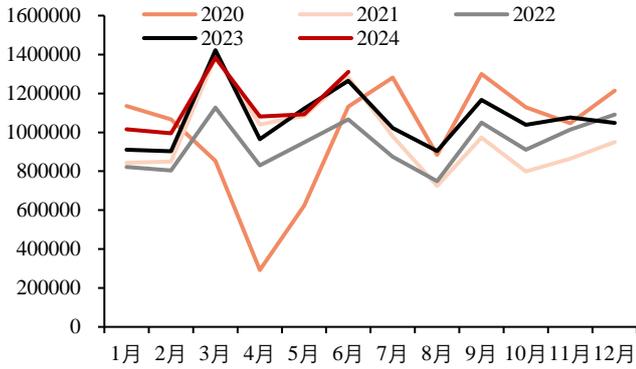
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 22: 日本汽车销量 | 单位: 辆



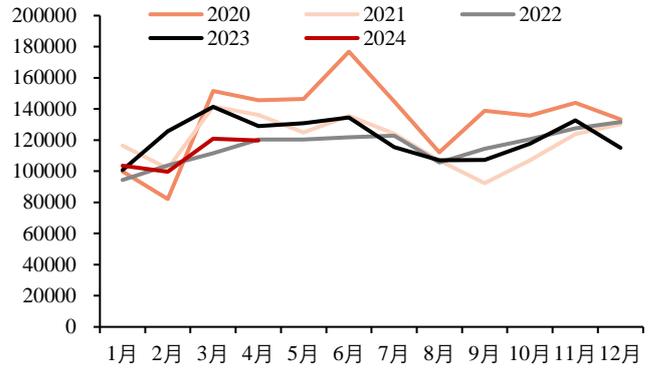
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 23: 欧洲乘用车注册量 | 单位: 辆



数据来源: Wind 华泰期货研究院

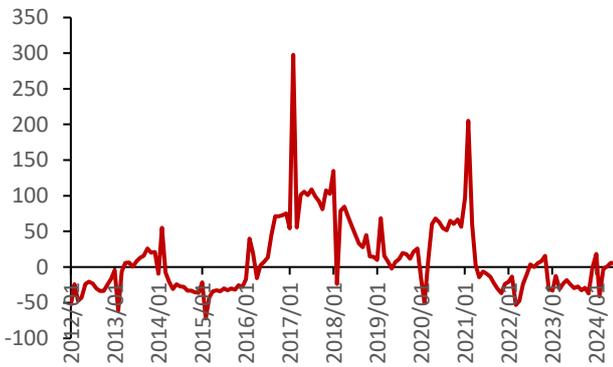
图 24: 韩国汽车国内销量 | 单位: 辆



数据来源: Wind 华泰期货研究院

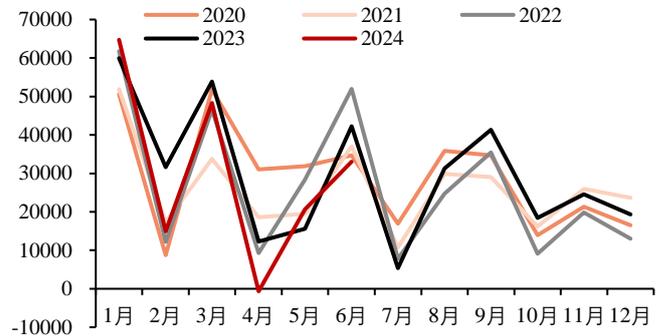
今年 1 月份国内提出“以旧换新”的汽车助推政策, 2 月 23 日再次提出“以旧换新”政策, 尤其强调汽车、家电等领域。该政策或进一步刺激国内汽车销量的回升。预计国内半钢胎生产及销售将延续高景气度的周期。

图 25: 挖掘机销量当月同比 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 26: 中国社融规模 | 单位: 亿元



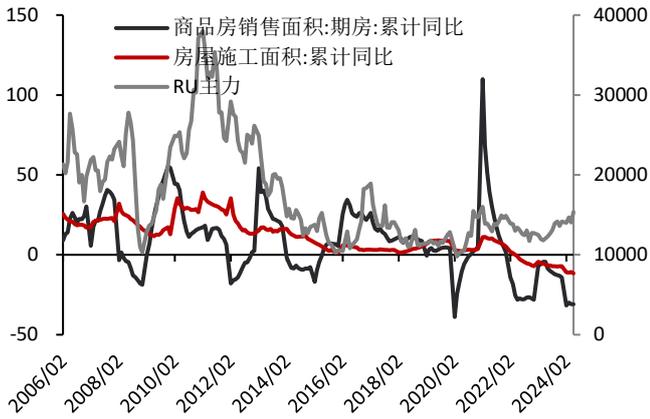
数据来源: Wind 华泰期货研究院

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。

出口需求旺盛以及国内乘用车高景气度周期下, 国内轮胎厂有望保持高开工率

宏观层面, 国内房地产数据延续弱势, 对于天然橡胶需求仍有压制。但从政策端来看, 2024 年房地产政策放松陆续出台, 尤其一、二线城市限购类政策明显放松, 预计 2024 年房地产环比改善仍有预期, 后期重点关注数据改善的时间点, 而根据国内汽车制造业固定资产投资数据, 后期汽车产销有回落可能。

图 27: 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 28: 汽车制造业固定资产投资累计同比 | 单位: %

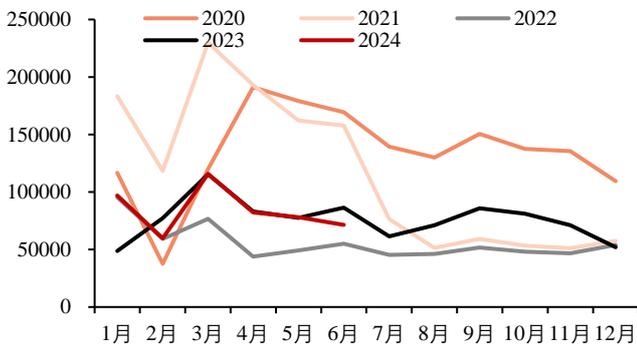


数据来源: Wind 华泰期货研究院

重卡销量难以提升

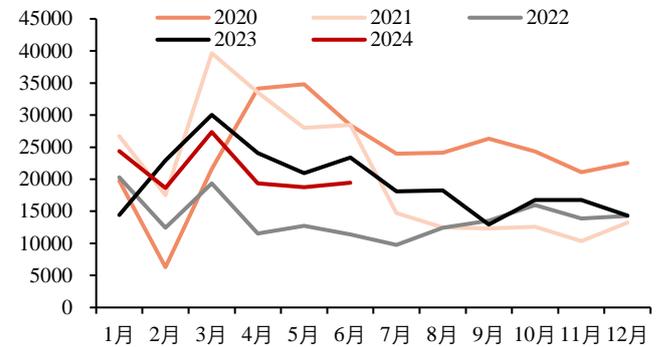
2023 年国内重卡销量低迷, 主要跟国内房地产及基建低迷相关, 2024 年基于当前基建项目尚未启动以及房地产需求仍低迷, 总体抑制重卡销量, 而“国三”标准车的以旧换新体量相对较小, 对于重卡销量的提升效果有限。

图 29: 重卡销量 | 单位: 辆



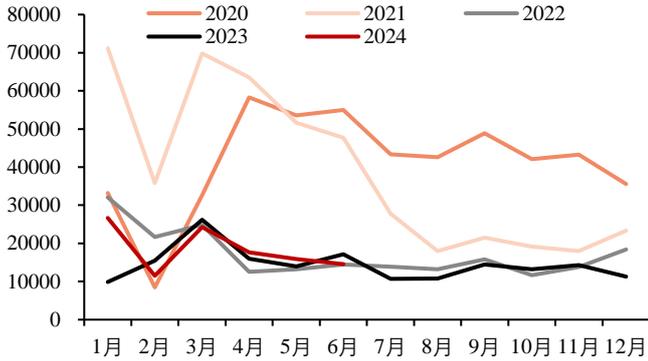
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 30: 重货销量 | 单位: 辆



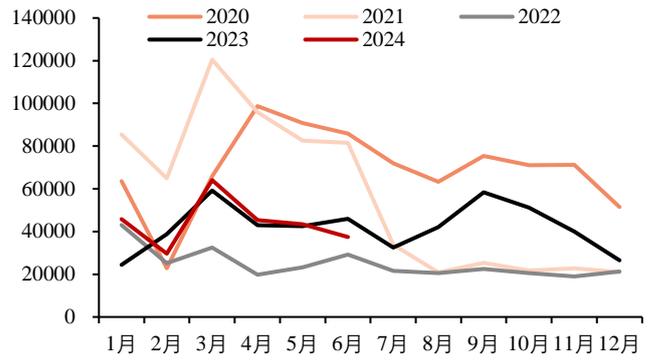
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 31: 非完整车销量 | 单位: 辆



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 32: 半挂车销量 | 单位: 辆

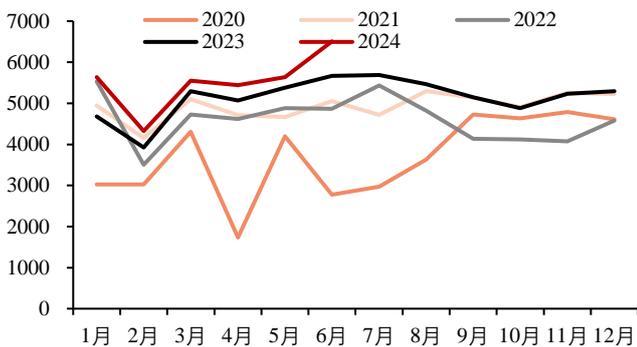


数据来源: Wind 华泰期货研究院

轮胎出口保持较高增速

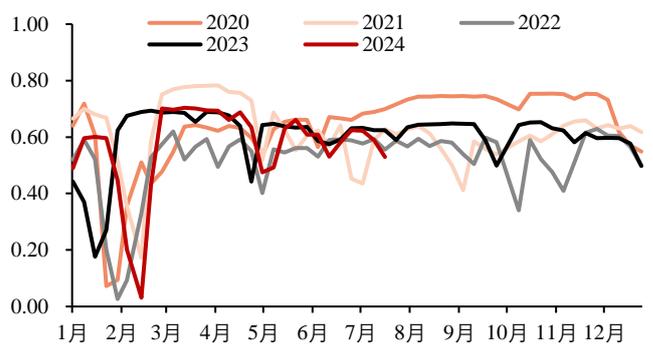
海外补库需求支撑下, 国内轮胎出口有望保持较高增速。后期主要关注海运费价格对于国内轮胎出口的阻力, 季节新来看, 预计 8 月份国内轮胎出口仍将维持一定的增速。

图 33: 国内轮胎出口量 | 单位: 万条



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 34: 全钢胎开工率 | 单位: %

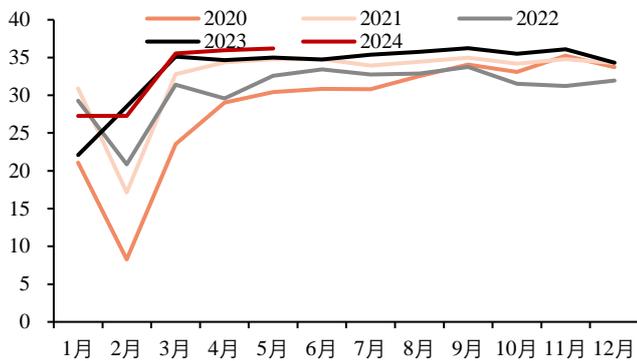


数据来源: Wind 华泰期货研究院

工业需求季节性旺季, 出行或延续旺盛态势

随着国内下游工业需求步入季节性旺季, 预计 8 月国内工程车替换市场将维持旺季格局。而乘用车替换市场或维持较好的增速。

图 35: 公路货运季节性 | 单位: 亿吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

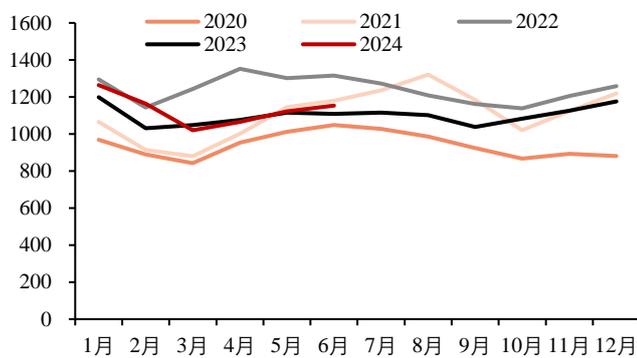
图 36: 全国水泥价格指数 | 单位: 点



数据来源: Wind 华泰期货研究院

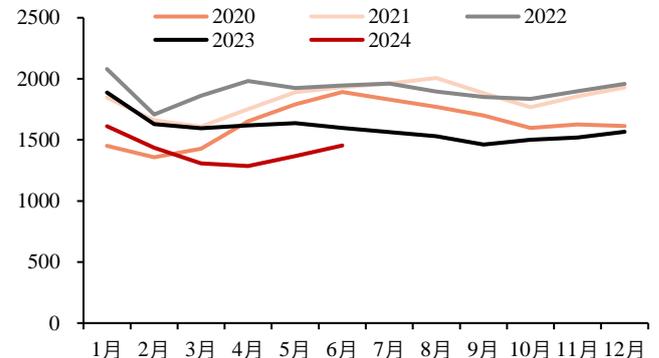
基于订单的差异以及国内工业需求启动偏慢, 下游轮胎厂呈现分化。全钢胎成品库存压力仍较大, 而半钢胎成品库存压力已经明显缓解, 但 5 月开始呈现季节性累库, 8 月份随着旺季临近, 预计半钢胎库存压力难以回升。

图 37: 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 38: 半钢胎库存 | 单位: 万条



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

展望 8 月下游需求, 在国内临近金九银十季节性旺季以及海外雪地胎生产旺季下, 生产端开工率有望维持较高水平, 叠加海外出行旺季下, 轮胎替换市场需求延续高景气度, 国内出口将延续高增长局面; 需求环比回升。

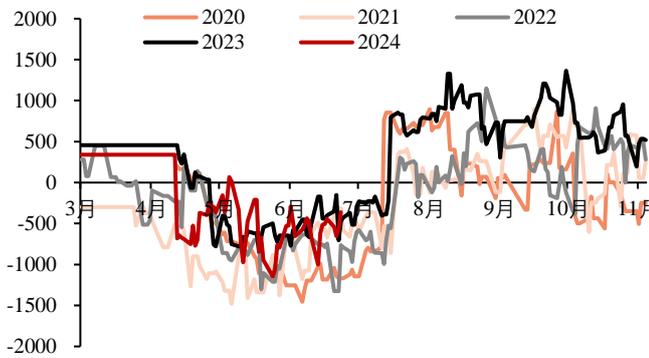
当下估值判断

RU 及 NR 估值中性

目前全球天然橡胶主产区均处于割胶旺季, 目前原料价格走势也在逐步反映旺季产出带来的供应回升局面。因原料绝对价格仍处于高位, 上游生产利润低迷, 海外橡胶估

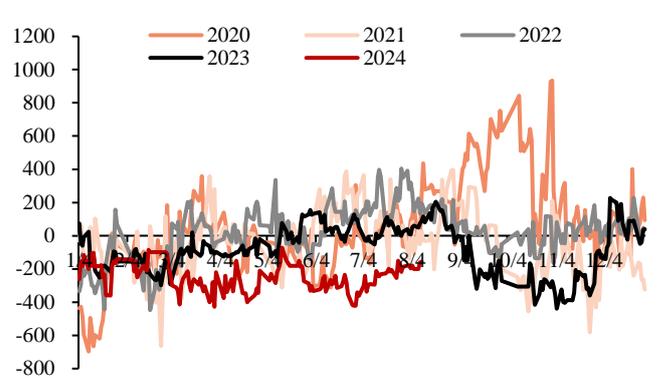
值不高，但国内 RU 期货仍是升水格局，RU 并不明显低估。NR 则因基差偏弱叠加供应季节性回升下，估值中性偏高。

图 39: 云南胶水盘面利润 | 单位: 元/吨



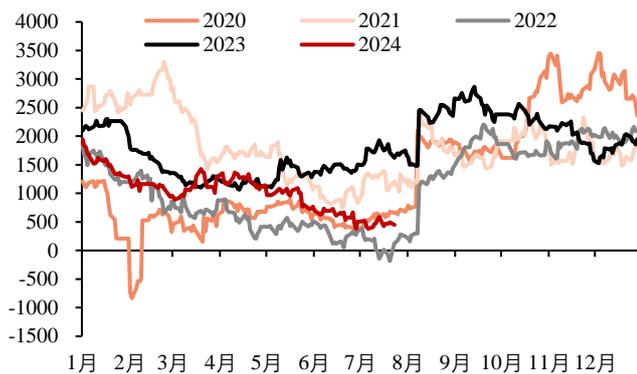
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 40: NR 基差 | 单位: 元/吨



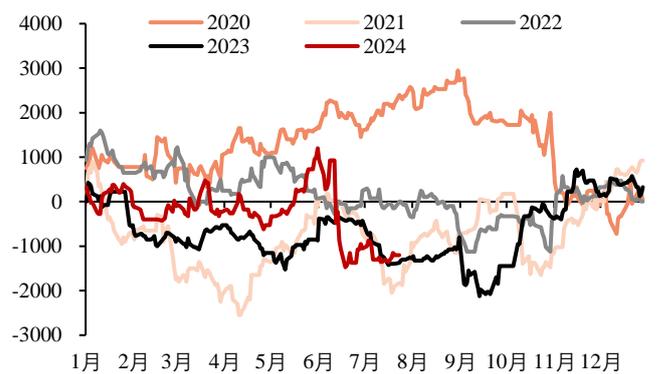
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 41: RU-混合胶 | 单位: 元/吨



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 42: 混合胶-丁苯胶 | 单位: 元/吨

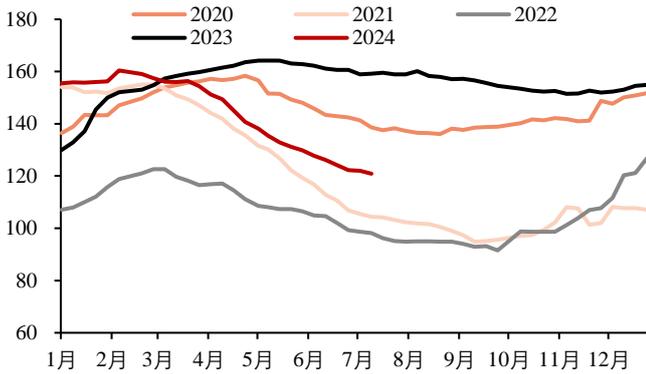


数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

需求支撑下，国内 8 月或延续去库格局

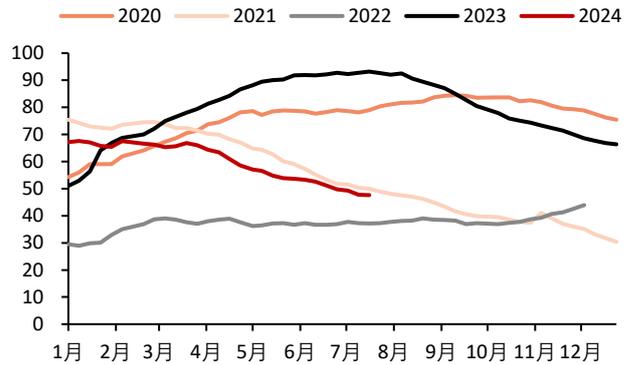
海内外刚性需求仍存，叠加季节性旺季即将来临，天然橡胶需求端支撑仍较强。供应端来看，随着各国主产区原料的上量，预计国内进口量将逐步回升，对于国内库存下降产生一定的抑制。

图 43: 天然橡胶社会库存 | 单位: 万吨



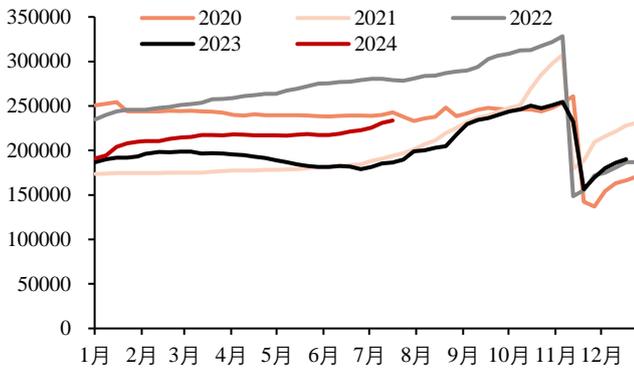
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 44: 青岛保税区库存 | 单位: 万吨



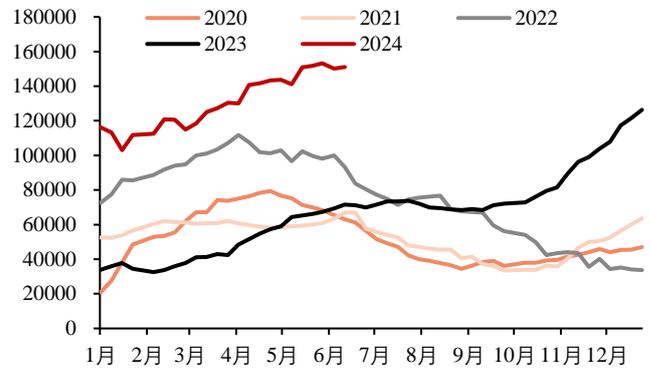
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 45: 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 46: NR 库存 | 单位: 吨



数据来源: 上海能源交易所 华泰期货研究院

国内平衡表展望

按照以上分析, 如果国内主产区顺利开割, 在当前高原料价格下, 我们认为国内 8 月份产出或在 13 万吨左右, 后期主要关注产区降雨对于胶农割胶活动的影响。对于国内进口量的判断, 我们认为国内下游开工率延续高水平以及海外供应季节性旺季下, 国内进口量环比回升。对于后期需求的判断, 主要基于海外需求的韧性以及国内仍有政策支持, 我们预计下游半钢胎的开工率可以保持较高水平, 但冲高动能不足, 全钢胎开工率则仍难以回升。我们预计 8 月国内需求环比回升, 总体推测出国内 8 月天然橡胶有望维持小幅去库格局。

策略: RU 及 NR 谨慎偏多。目前 RU 及 NR 估值中性, 国内供应环比将增加但需求仍有较强支撑, 预计国内 8 月库存有望保持小幅库存格局, 我们建议保持偏多思路对待。全球供应季节性旺季下, 或限制反弹高度。

表 1: 国内天然橡胶供需平衡表

	产量	进口	出口	消费	供需缺口
2023 年 1 月	0.1	54.9	0.45	42	12.55
2023 年 2 月	0	57.8	0.28	53	4.52
2023 年 3 月	0.8	59.8	0.46	56	4.16
2023 年 4 月	3.9	56.9	0.53	54	6.28
2023 年 5 月	6.4	47.3	0.7	55	-2.00
2023 年 6 月	8.6	50.4	0.66	61	-2.62
2023 年 7 月	10.3	50.9	0.88	61	-0.67
2023 年 8 月	11.4	54.6	0.92	67	-1.93
2023 年 9 月	12.1	51	0.94	66	-3.84
2023 年 10 月	12.8	50.1	0.44	63	-0.55
2023 年 11 月	13.5	55.8	0.71	68	0.55
2023 年 12 月	5.5	59.2	0.77	60	3.96
2024 年 1 月	0.16	56.9	0.7	56	0.33
2024 年 2 月	0	34.7	0.62	31	3.11
2024 年 3 月	1.48	49.3	0.57	53	-2.84
2024 年 4 月	5.61	36.9	0.72	52	-10.17
2024 年 5 月	9.3	34.8	0.71	54	-10.64
2024 年 6 月	10	34.6	0.5	52	-7.90
2024 年 7 月	11	45	0.5	57	-1.50
2024 年 8 月	13	50	0.5	65	-2.50
2024 年 9 月	13	50	0.5	64	-1.50
2024 年 10 月	13	55	0.5	62	5.50

数据来源: ANRPC 华泰期货有限公司

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