

成本承压下行，合成胶价持续回落，RU-BR套利单继续持有_20241104

观点综述

【观点】成本承压下行，合成胶价持续回落，RU-BR套利单继续持有

【逻辑】

【成本】：港口到货增量叠加新增产能落地预期，丁二烯紧供应格局有所缓解造成价格高位回调，并拖拽合成胶盘面震荡下行。

【供应】：当前顺丁依旧延续成本定价逻辑，本月在没有天胶的强势价格支撑下，顺丁胶价跟随丁二烯价格同步回调。

【需求】：半钢胎企业产能利用率维持平稳运行，全钢胎企业产能利用率存走低预期。

【总结与建议】：

自去年乙烯裂解利润不佳以来，丁二烯的供应格局始终以偏紧为主，在丁二烯今年暂无新增产能的背景下，下游陆续有所投产刺激出了丁二烯价格的震荡式攀升结局。然而，近期丁二烯国内供应格局偏紧状态有所缓解。自九月份以来，丁二烯到港货源开始增量，下游亦可承接，然十月份增量更甚，港口出现累库现象。加之近期有多个丁二烯装置有望落地，丁二烯下游厂家对丁二烯看跌情绪浓厚，排斥高价，在两油的连番调价下，丁二烯价格承压下行，顺丁胶价亦同步走跌。

从丁二烯供需来看，由于进口到货的超预期增量造成的丁二烯表观消费量环比大幅增长，由此形成供需缺口以致库存累库。出于丁二烯的低保质期特性，业者更趋调价低售以防产生库存压力。另一方面，由于新增产能有望落地，市场对远期供需缺口有进一步走扩的预期，丁二烯价格承压下行。

后续分析丁二烯的供需矛盾的聚焦点在于进口量增量的可持续性以及新增产能落地对市场的实际冲击程度。进口增量方面可根据贸易商拍定近期到港情况，预期11月份进口量约为4.5万吨，低于10月份近6万吨的进口量，丁二烯下跌速度预期边际走弱。

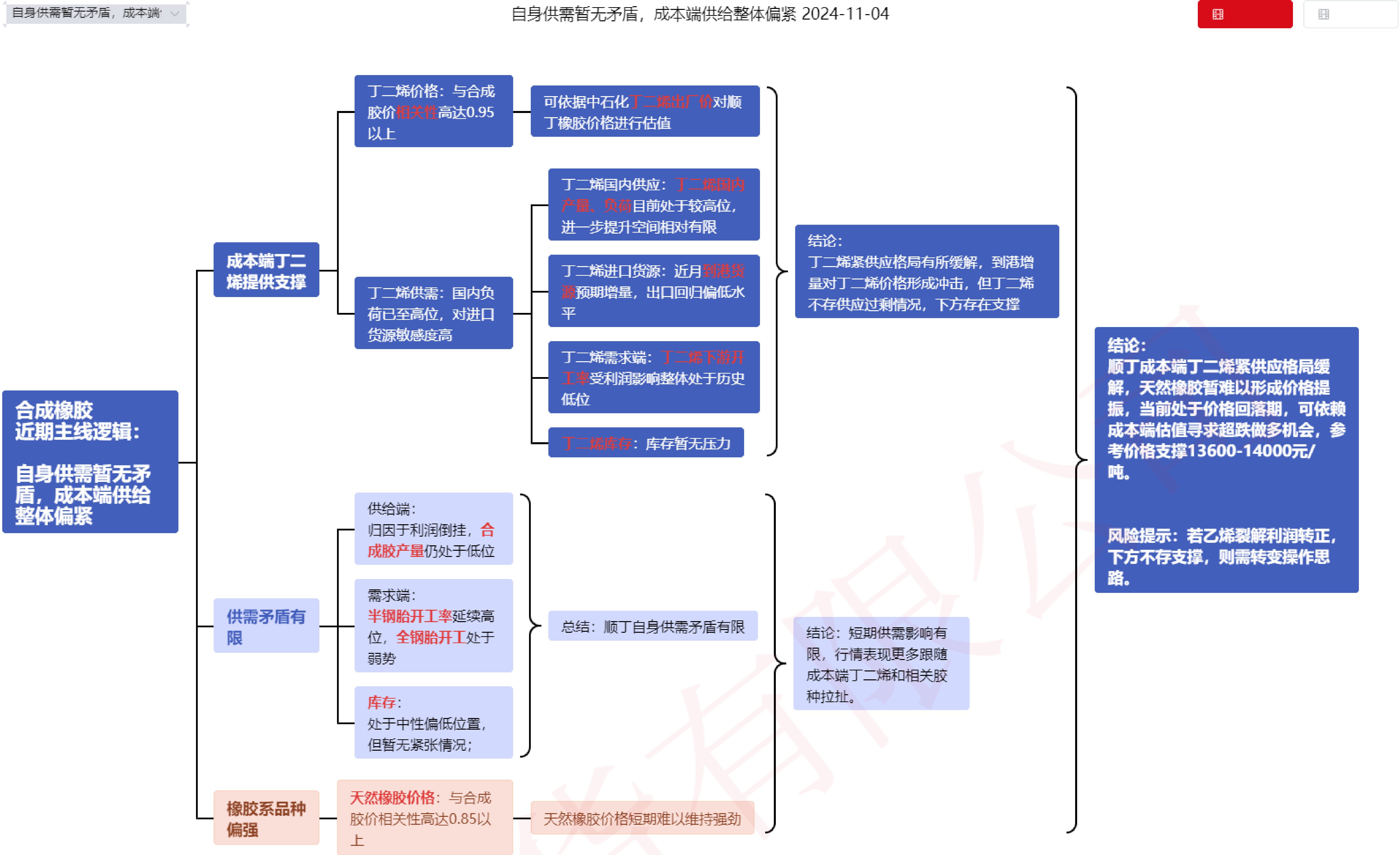
另一方面，对于丁二烯新增产能的落地，主要在于天津南港、金诚石化以及裕龙岛石化，其正式投产的所影响的实际市场应为明年初市场。剔除其配套下游折丁二烯产能，外流产能约在34万吨/年，而今年丁二烯下游产能增量推断下限约为35万吨/年，从这方面来看，新增产能的利空效应或许会被市场高估，因此可寻求价格超跌时的做多机会。

对于顺丁而言，其依旧延续成本定价逻辑，本月在没有天胶的强势价格支撑下，顺丁胶价跟随丁二烯价格同步回调。当前成本端丁二烯给予顺丁获利空间，下游厂家生产积极性有所提升，产量库存均有增长但库存增速相对较低，暂未形成库存压力。

本月，前期交易丁二烯供应偏紧的矛盾不在，自身基本面相对偏弱，在脱离天胶的价格支撑后，连续回落。本月两油多次调低出厂价，市场看空氛围浓厚，现阶段更趋下行试探底部区间，建议关注年中低点14000元/吨对盘面的支撑。

策略上，前期RU-BR获利单可继续持有。近期BR主力合约2501波动率走阔，可选择双卖虚值期权，Put参考行权13000，Call参考行权价16200+。

主线逻辑总览



逻辑跟踪

2024-11-04	2024-10-10	2024-10-08	2024-09-25	2024-09-25	2024-09-23	2024-09-18	2024-09-12	2024-09-12	2024-09-10
------------	------------	------------	------------	------------	------------	------------	------------	------------	------------

两油再度下调顺丁出厂价，盘面承压同步下行

一、主线逻辑：成本决定价格综述

(一) 丁二烯价格

丁二烯价格与合成胶价格相关性分析

合成橡胶于2023年7月28日正式上市交易，通过将上市后的盘面价格数据与相应的丁二烯现货价格数据进行相关性分析，通过统计手段获得的pearson相关系数高达0.95以上，检验p值小于5%。

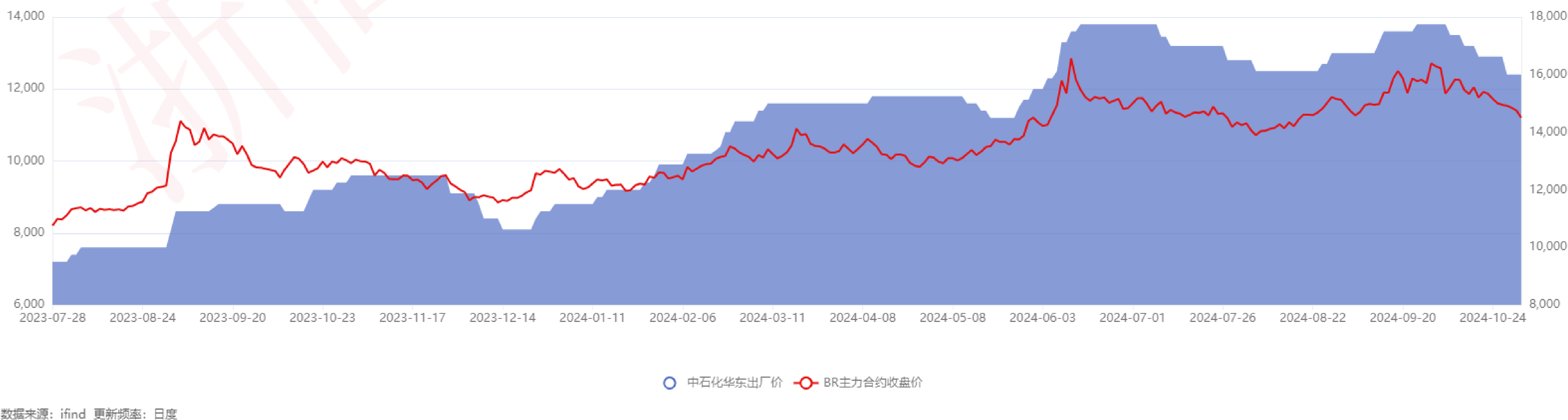
进一步的，将上市盘面价格数据与合成胶现货价格数据进行相关性分析，通过统计手段获得其pearson相关系数高达0.99以上，检验p值小于5%。此外，取上市之前的合成胶现货价格与丁二烯现货价格进行相关性分析，通过统计手段获得其pearson相关系数在0.8以上，检验p值小于5%。

总的来说，丁二烯价格与合成胶价有高度的一致性，从侧面论证了在顺丁自身供需无明显矛盾的情况下，合成胶价中枢更多受丁二烯价格指引。

丁二烯与合成橡胶价格走势 2024-06-28



中石化华东出厂价 2024-11-01



(二) 丁二烯供需

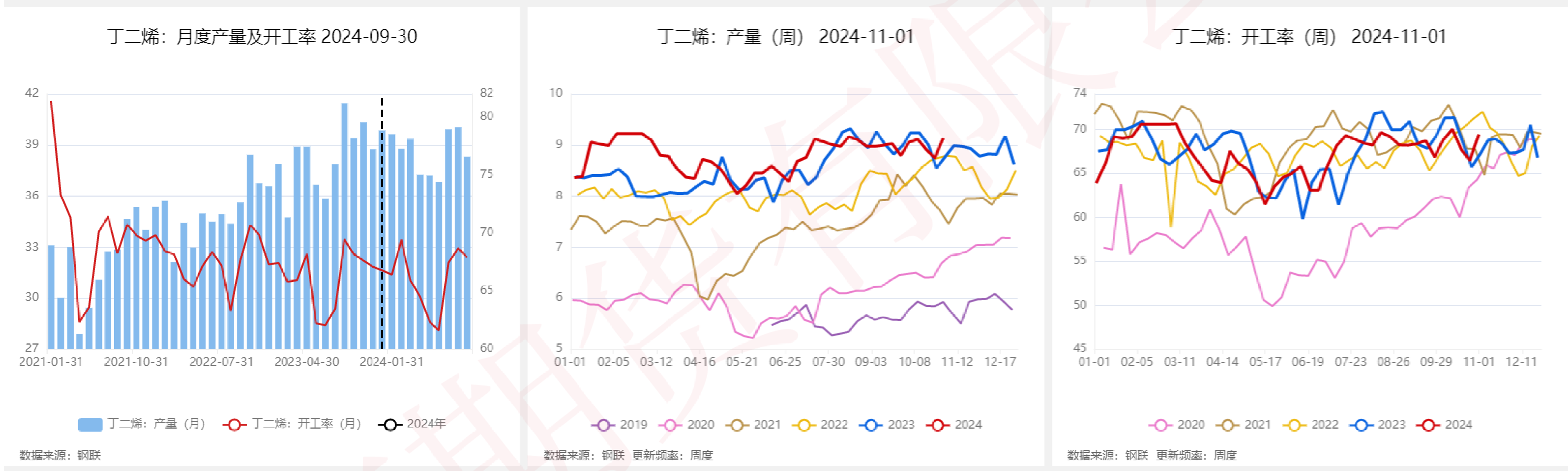
1. 丁二烯供给端

国内生产端

国内丁二烯产能不足，但新产能有落地预期

根据对国内的装置进行统计，目前可统计总产能在620.2万吨/年，采用氧化脱氢法的产能约54万吨/年，其中44万吨/年的装置处于长期停车状态。此外，另有约30万吨/年产能短期内难以再度开车运行，这包含齐鲁石化因烯烃厂出事而停用的5.6万吨/年产能（无修复计划，改为新建，落地至少到28年）、金诚石化试运行失败的10万吨/年（轻烃裂解技术不达标）等。动态检修装置合计产能在65~75万吨/年附近波动，计算可得在产产能约为470~480万吨/年，对应近期月度产量近40万吨左右。

根据历史情况回顾，丁二烯在高利润背景下，月产量始终难以突破42万吨。归因于丁二烯作为乙烯裂解的副产，在乙烯裂解利润倒挂的背景下，生产负荷得到了压制。然而近期，天津南港17万吨/年丁二烯有望投产落地，剔除配套30万吨/年ABS装置对丁二烯的消耗，流入市场丁二烯约12.5万吨/年。这一方面对丁二烯市场供给形成冲击，另一方面则是新产能的落地利好其他新装置的落地预期，市场看空情绪浓厚，丁二烯价格承压下行。



进口端

进口增量形成一定供给压力，但进口依赖或需审慎对待

丁二烯国内处于紧供需局面，多数厂家生产丁二烯以自用为主，流通资源有限且现货惜售，多以竞标成交为主。因此虽然从总供应量角度来看，丁二烯进口依存度不足10%，但实际市场对进口货源的依赖度依旧偏高。

市场上目前对于丁二烯价格走势判断多锚定于对船货到港的预期，即船货到港偏多则利空丁二烯价格。9月丁二烯进口货源约4.5万吨，但到港时间的不连续性并未令其产生压力。10月进口货源粗略统计近6万吨，大幅增量对国内丁二烯市场形成强势冲击并造成港口库存些许累库。出于丁二烯的低保质期特性以及港口库容有限，丁二烯降价出售。就目前来看，10月丁二烯的到港的大幅增量国内下游仍可承接，11月库存累库进程能否终止或将是丁二烯止跌的信号。

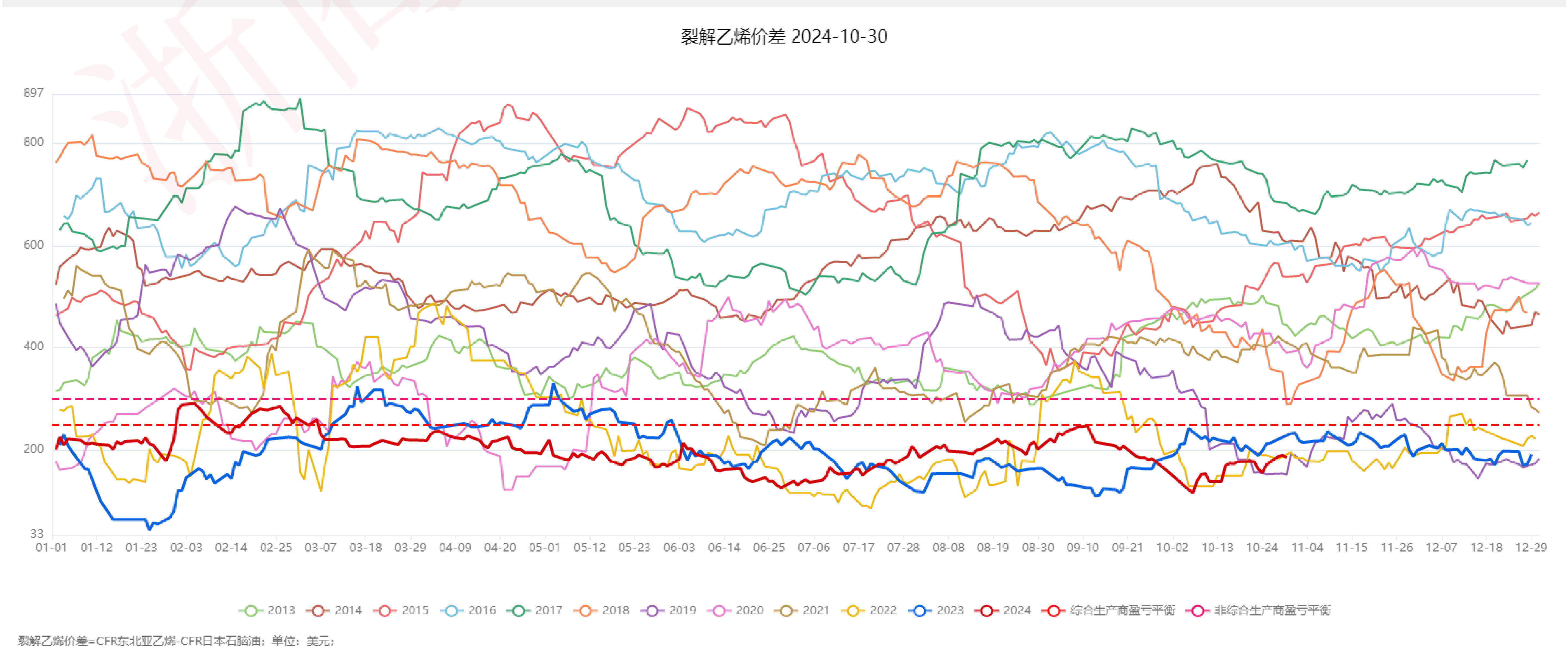
1. 丁二烯供给端



上游裂解利润

乙烯裂解利润持续性倒挂

目前虽然丁二烯巨有较高的利润，但作为副产物的它，相较于庞大的聚烯烃产业链利润便偏小了。因此几乎不会因为丁二烯的利润高低而影响到乙烯裂解的开工负荷，就目前来看乙烯裂解利润来看，上下游价差长期低于综合生产商250美元/吨和非综合生产商300-350美元/吨的典型盈亏平衡价差。从这个角度出发，丁二烯供应无法形成持续性压力，下方存支撑，现更趋试探支撑何在。



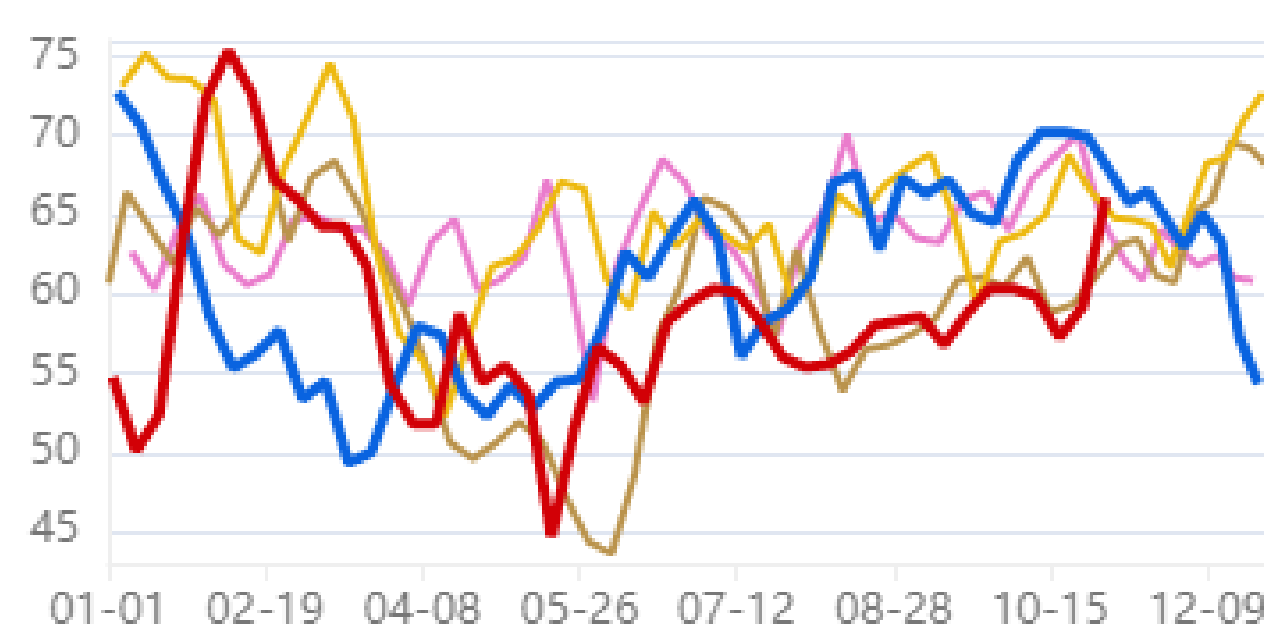
2. 丁二烯需求端

丁二烯需求概述

本轮丁二烯调价后，下游获利空间打开，主流下游近期总体生产量有一定提升。

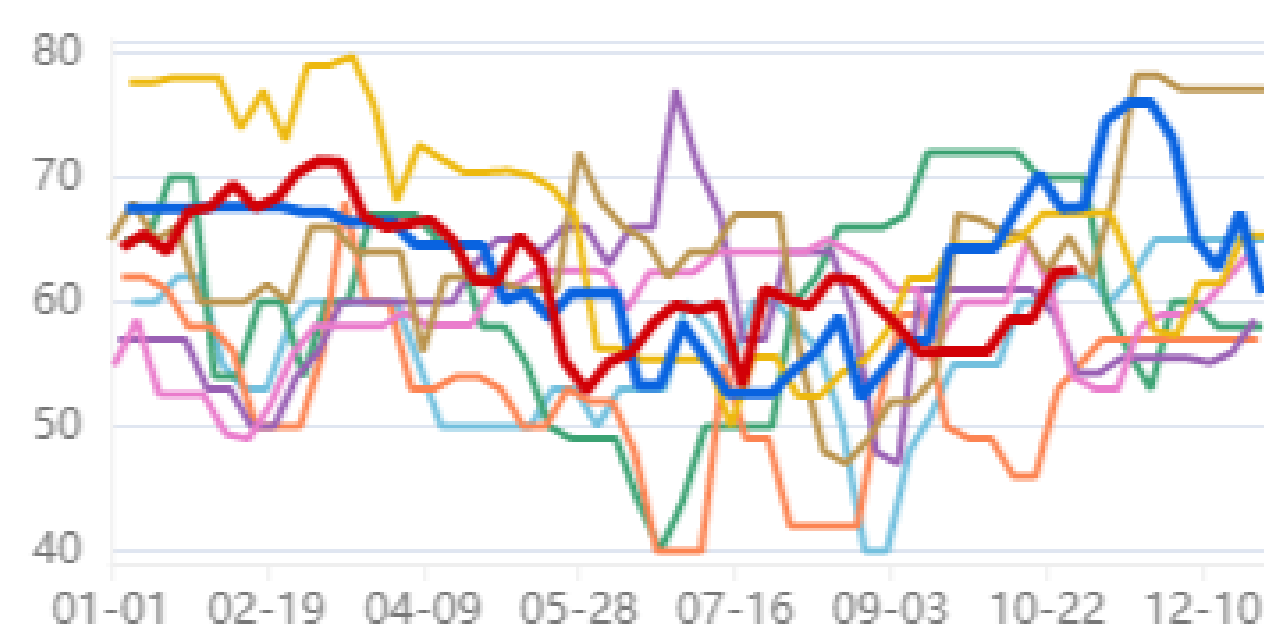
回到丁二烯投产的角度来看，丁二烯新增产能的落地，主要在于天津南港、金诚石化以及裕龙岛石化，其正式投产的所影响的实际市场应为明年初市场。剔除其配套下游折丁二烯产能，外流产能约在34万吨/年，而今年丁二烯下游产能增量推断下限约为35万吨/年，从这方面来看，新增产能的利空效应或许会被市场高估，因此可寻求价格超跌时的做多机会。

高顺顺丁橡胶：开工率（周） 2024-11-01



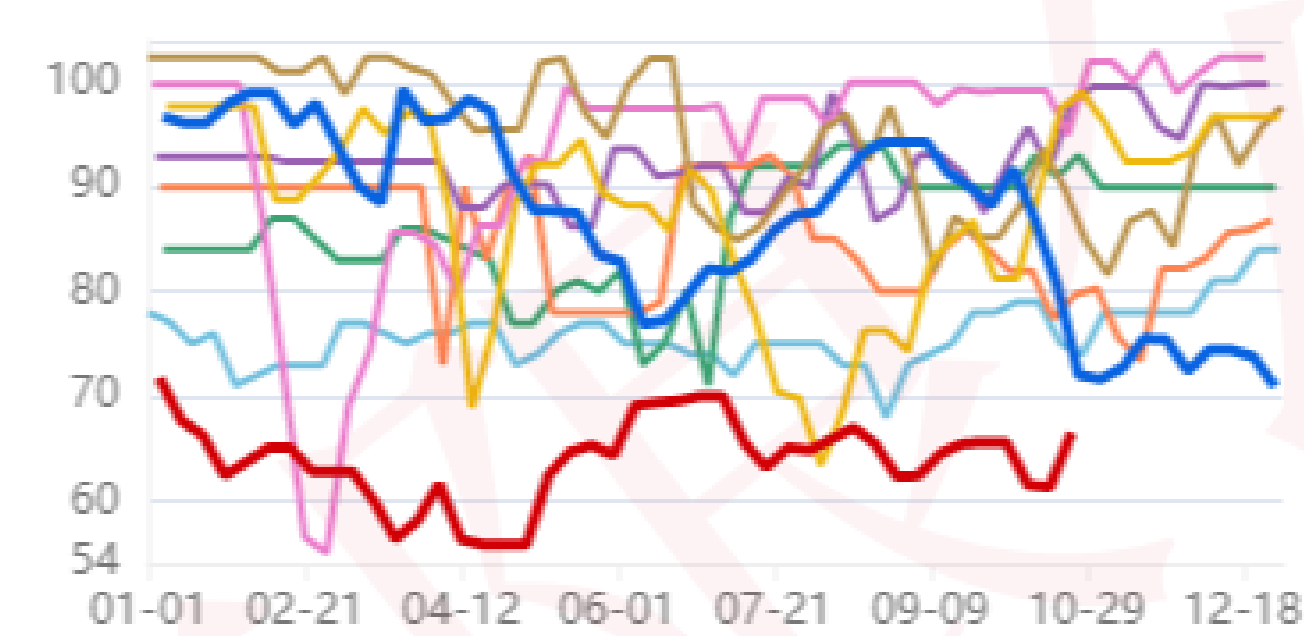
数据来源：钢联 更新频率：周度

丁苯橡胶：开工率（周） 2024-11-01



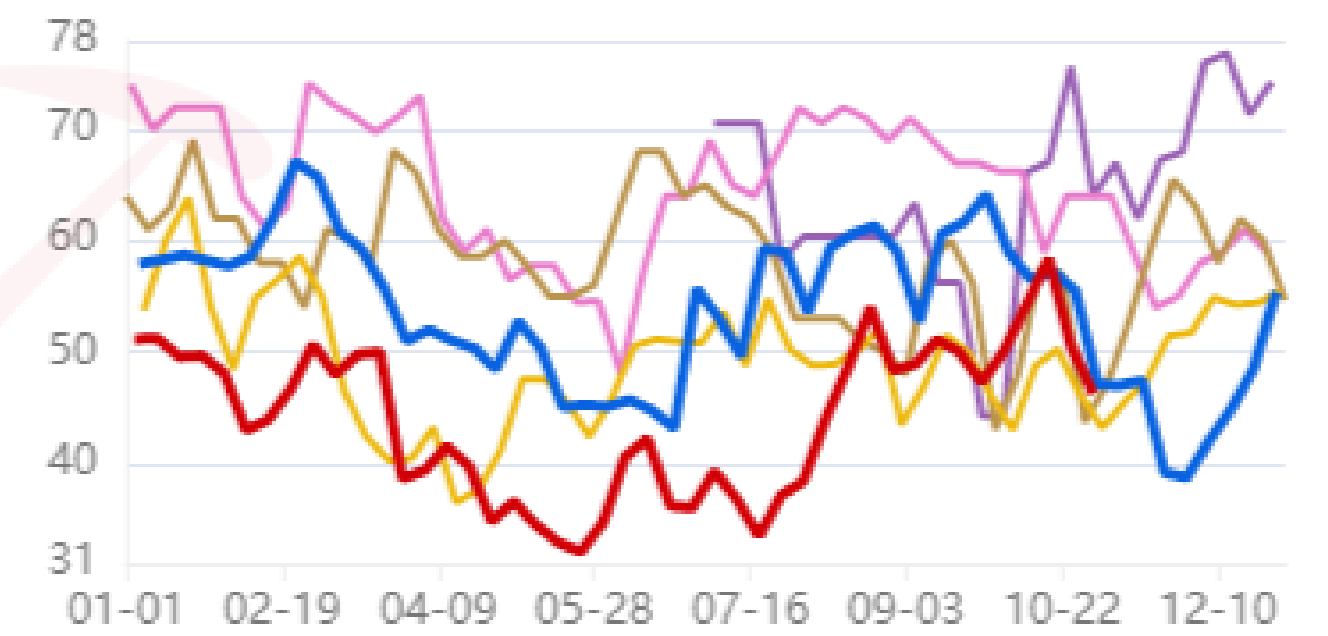
数据来源：钢联

ABS：开工率（周） 2024-10-25



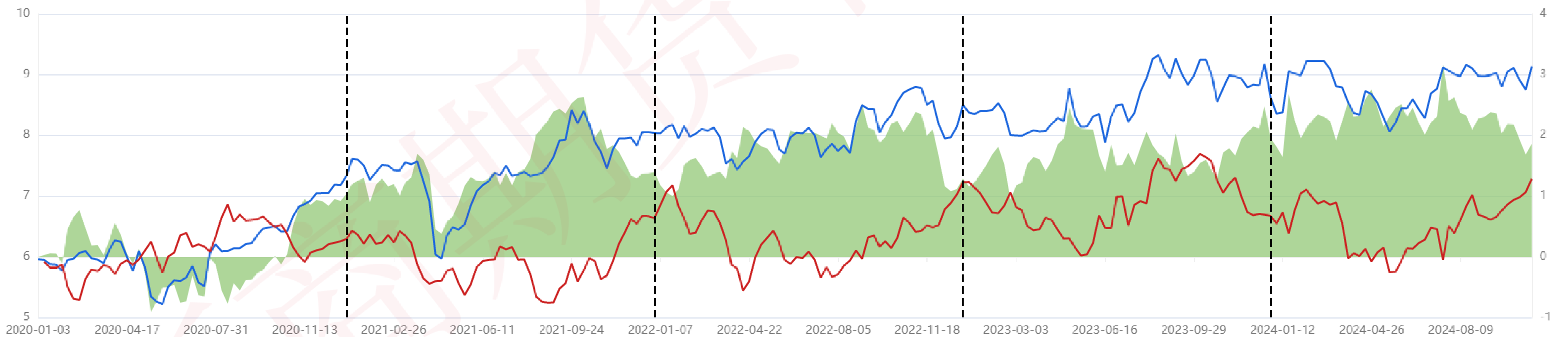
数据来源：钢联

SBS：开工率（周） 2024-11-01



数据来源：钢联

丁二烯产量与四大下游消耗（万吨） 2024-11-01



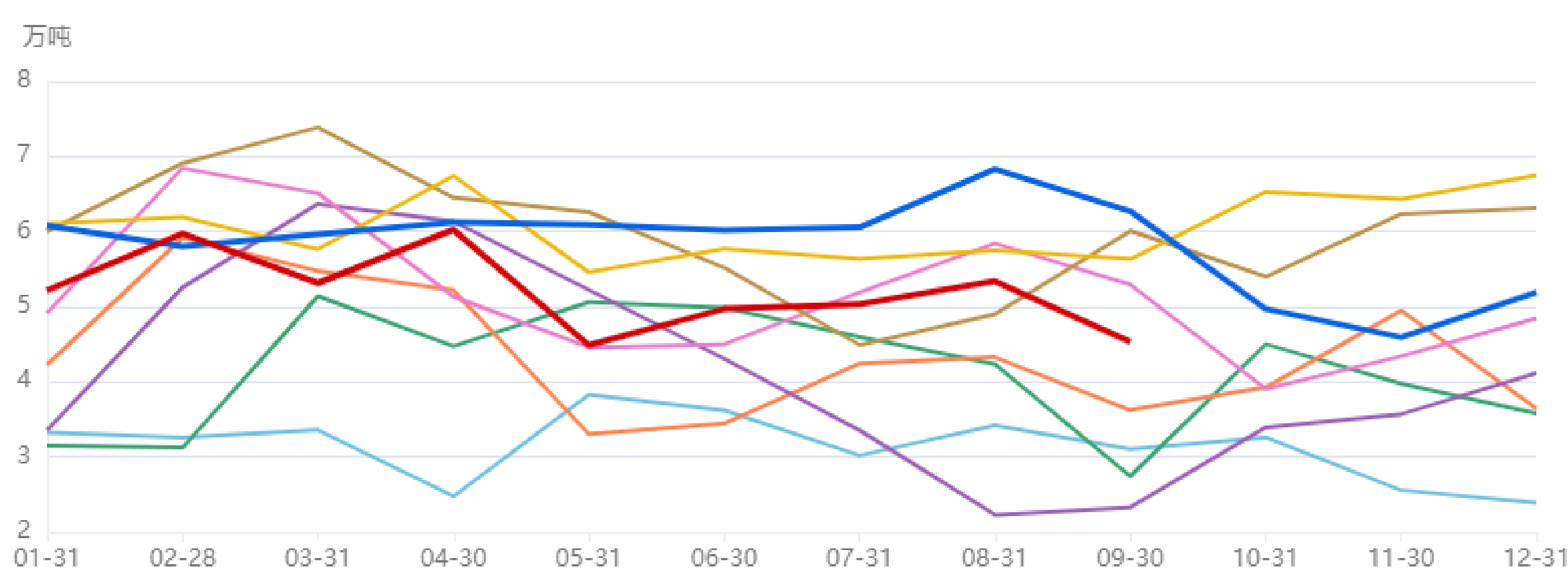
丁二烯：产量（周） 四大下游消耗量 丁二烯剩余量

四大下游消耗量 = BR*1.02 + SBR*0.75 + ABS*0.15 + SBS*0.73

数据来源：钢联 更新频率：周度

3. 丁二烯库存

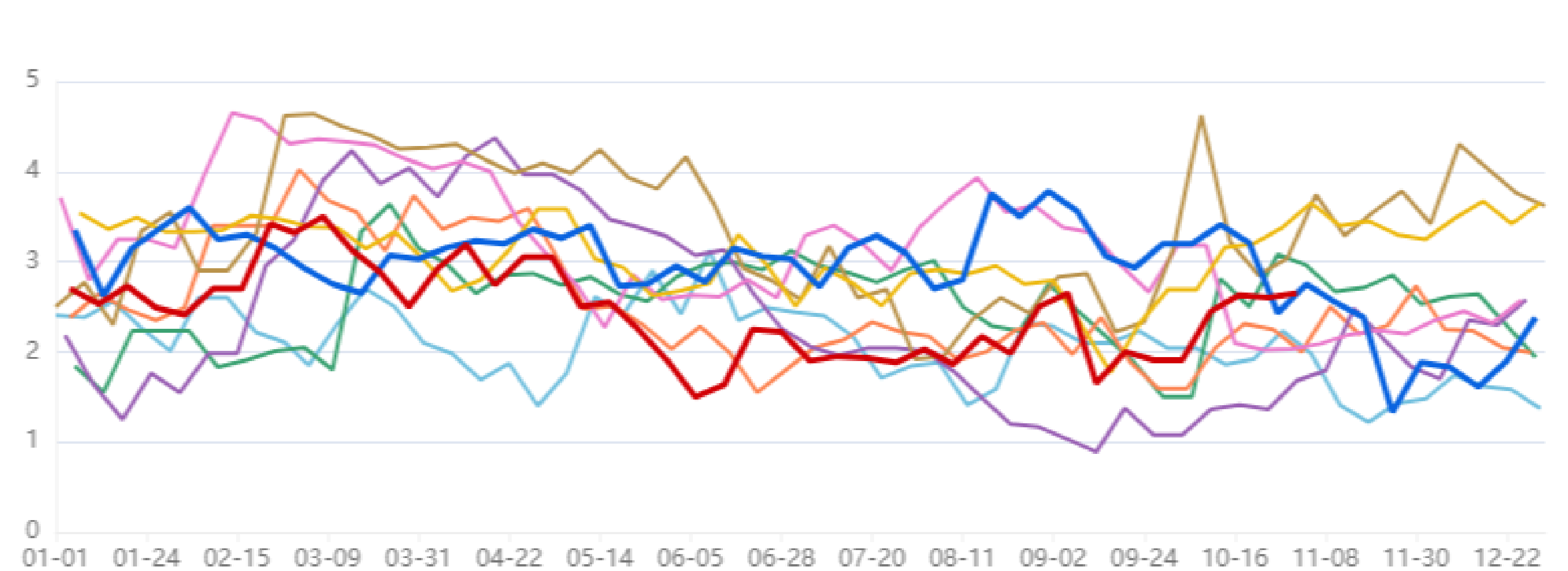
丁二烯：国内库存（月） 2024-09-30



2016 2017 2018 2019 2020 2021 2022 2023 2024

数据来源：隆众 更新频率：月度

丁二烯：港口库存（周） 2024-11-01



2016 2017 2018 2019 2020 2021 2022 2023 2024

数据来源：钢联 更新频率：周度

二、次要逻辑：合成胶供需矛盾有限

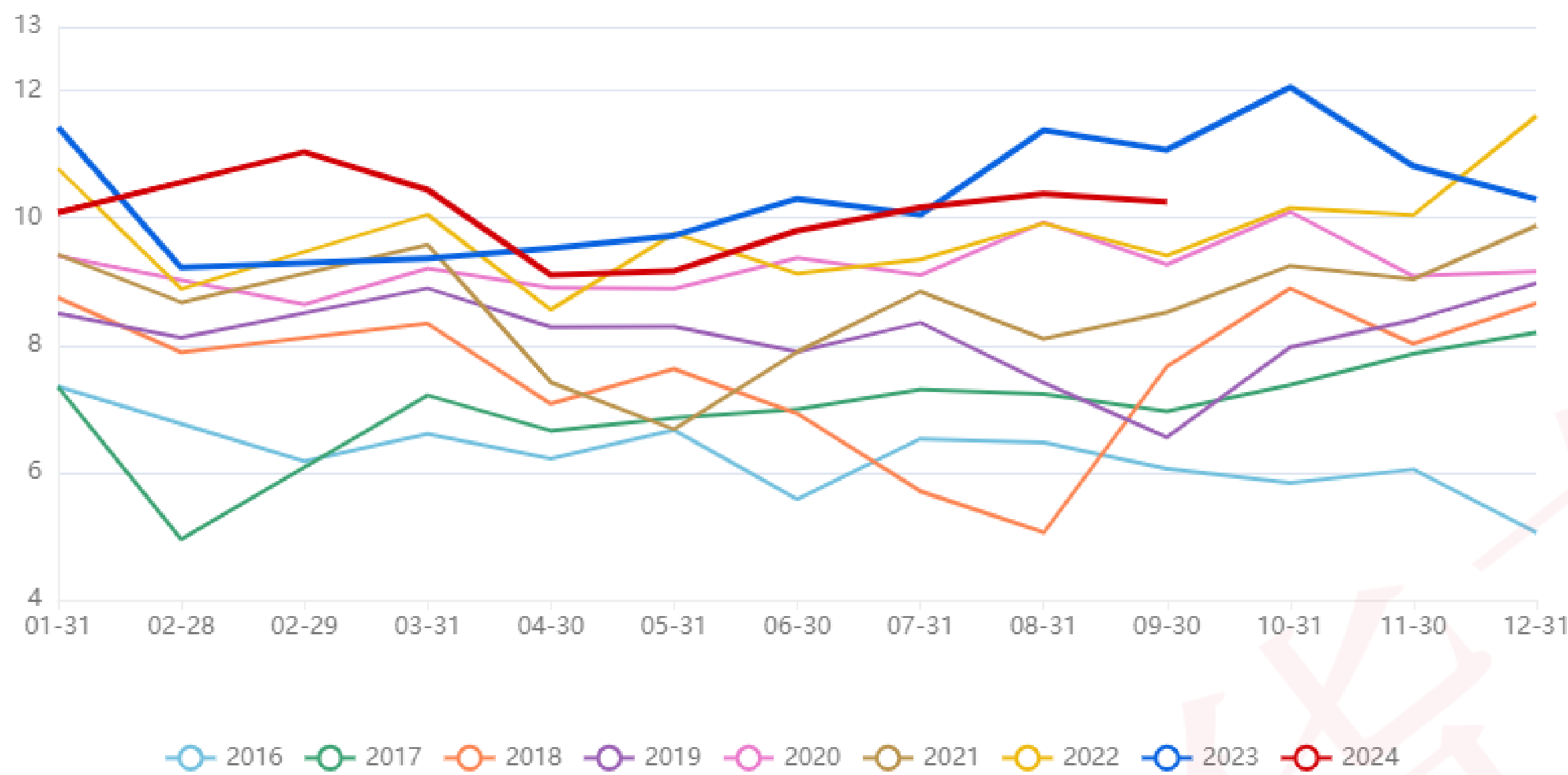
1. 概述

合成胶自身供需简述

由于成本端丁二烯的价格下滑，顺丁胶价同步下跌。顺丁橡胶自身供需方面则处于双弱格局，其供给、需求方面波动相对较小，对其胶价没有明显指引，且库存以维稳为主。顺丁主要下游为全钢胎，终端需求的弱势对顺丁胶价并无提振，因此在丁二烯价格下跌后，其价格迅速回落。

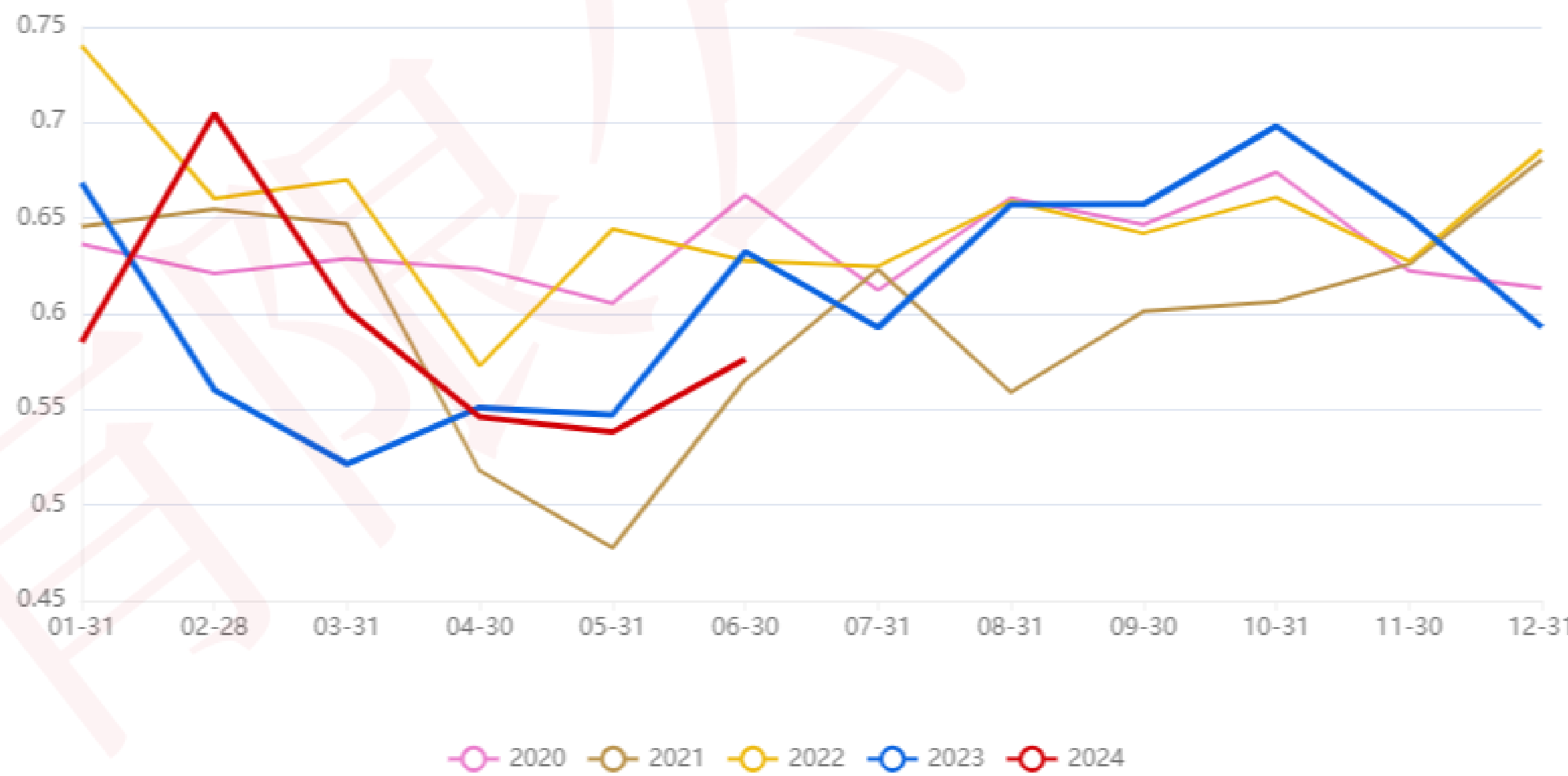
2. 合成胶供给

顺丁橡胶：产量（月） 2024-09-30



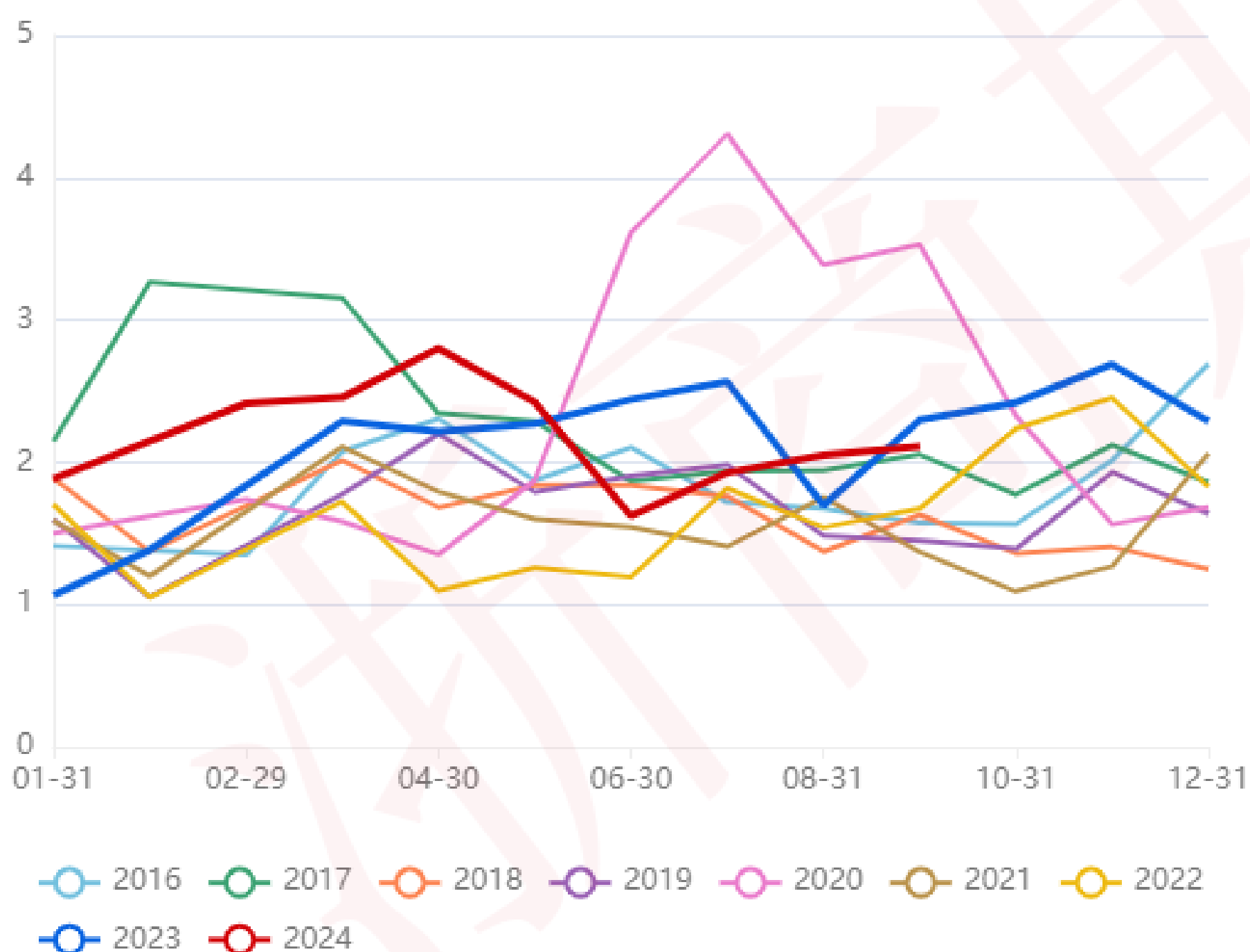
数据来源：钢联

顺丁橡胶：开工率（月） 2024-06-30



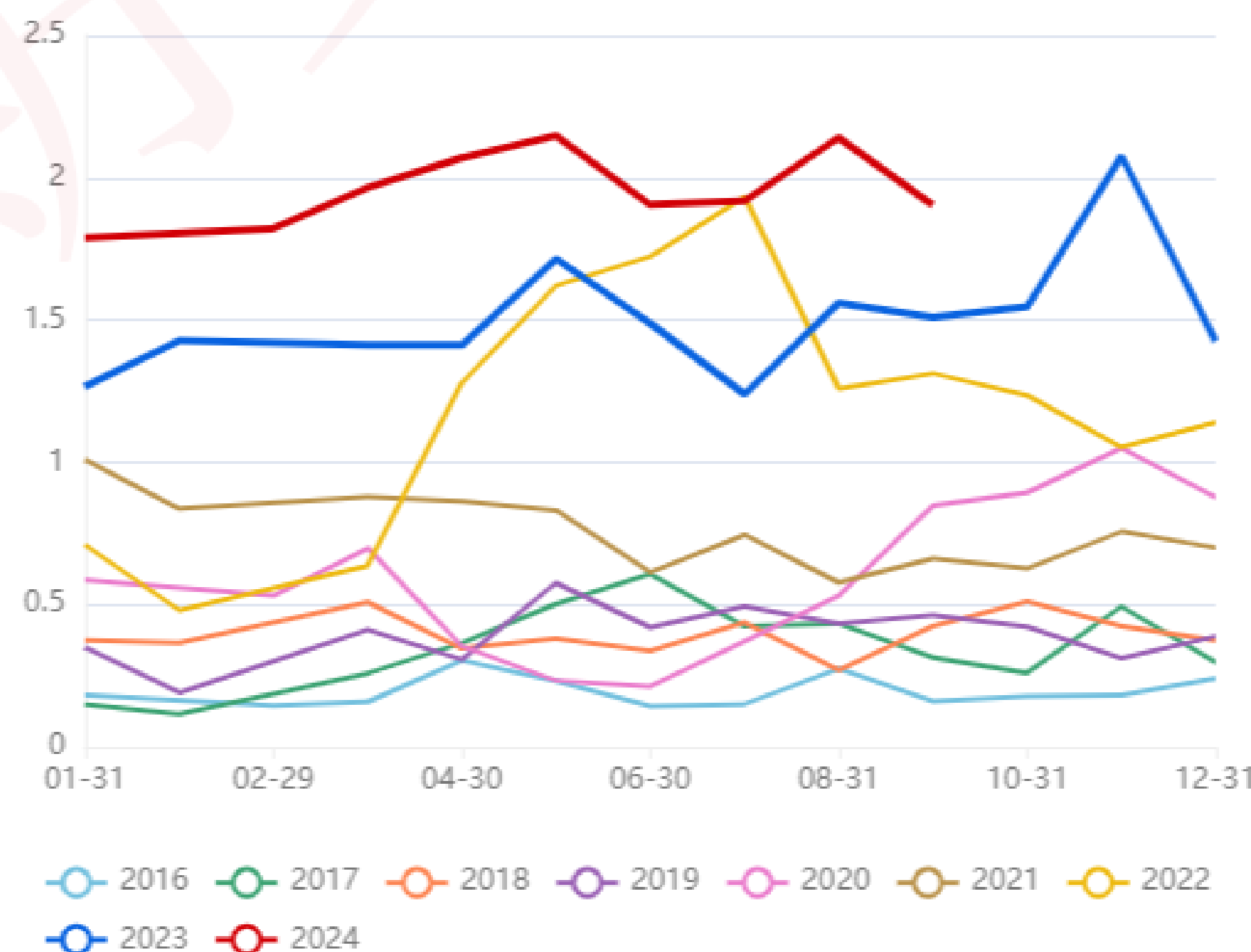
数据来源：隆众 更新频率：月度

顺丁橡胶：进口量（月） 2024-09-30



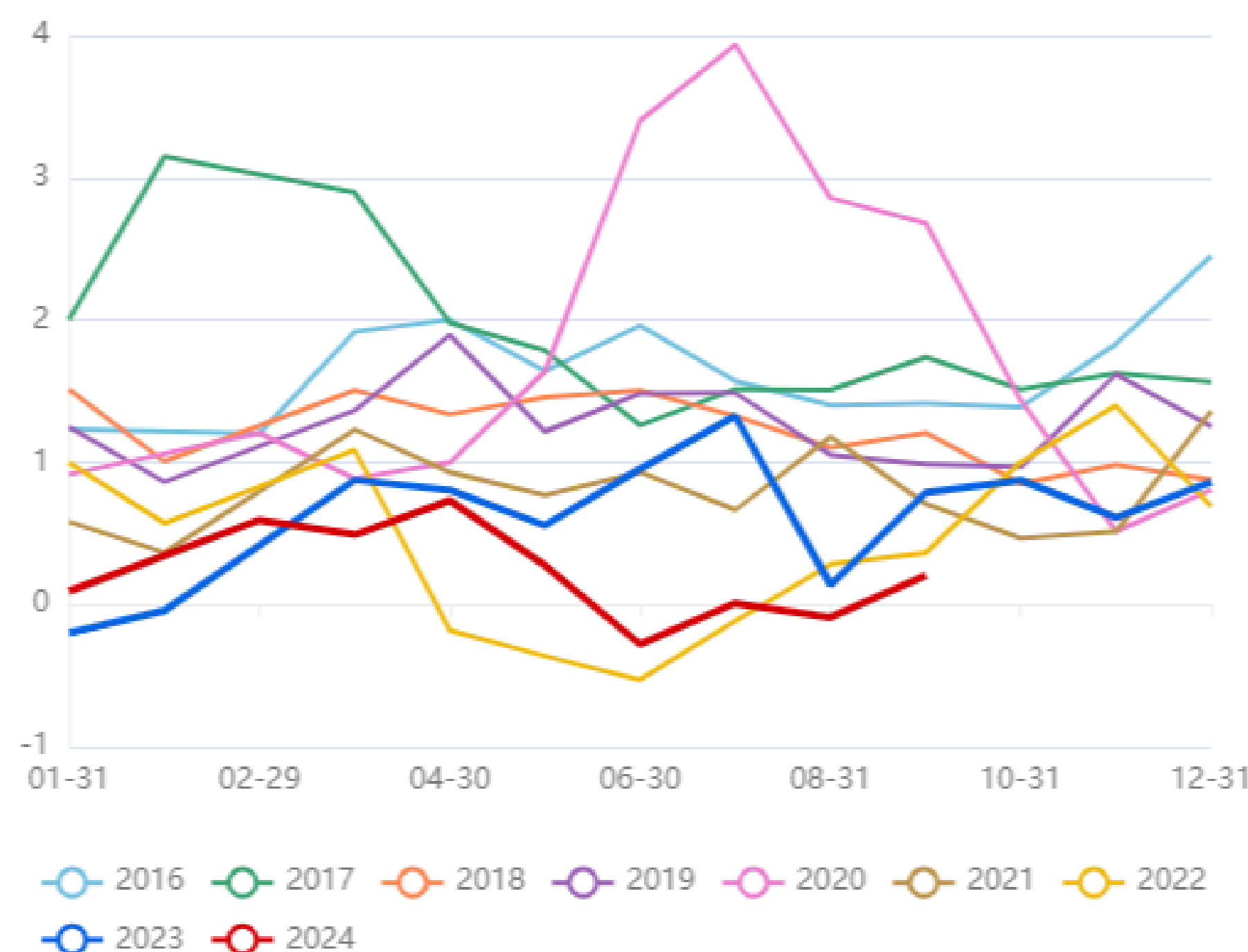
数据来源：海关

顺丁橡胶：出口量（月） 2024-09-30



数据来源：海关

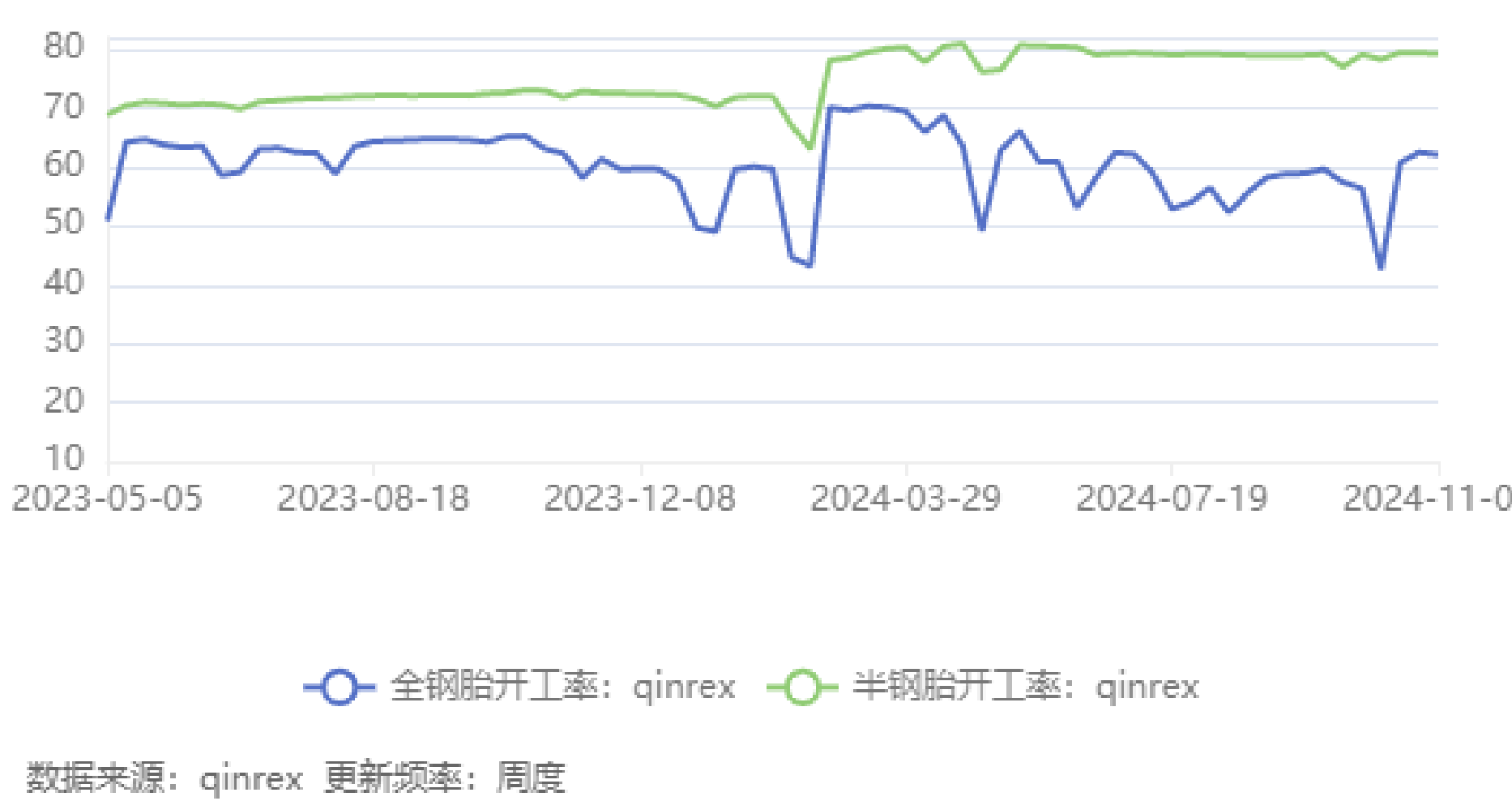
顺丁橡胶：净进口量（月） 2024-09-30



数据来源：海关

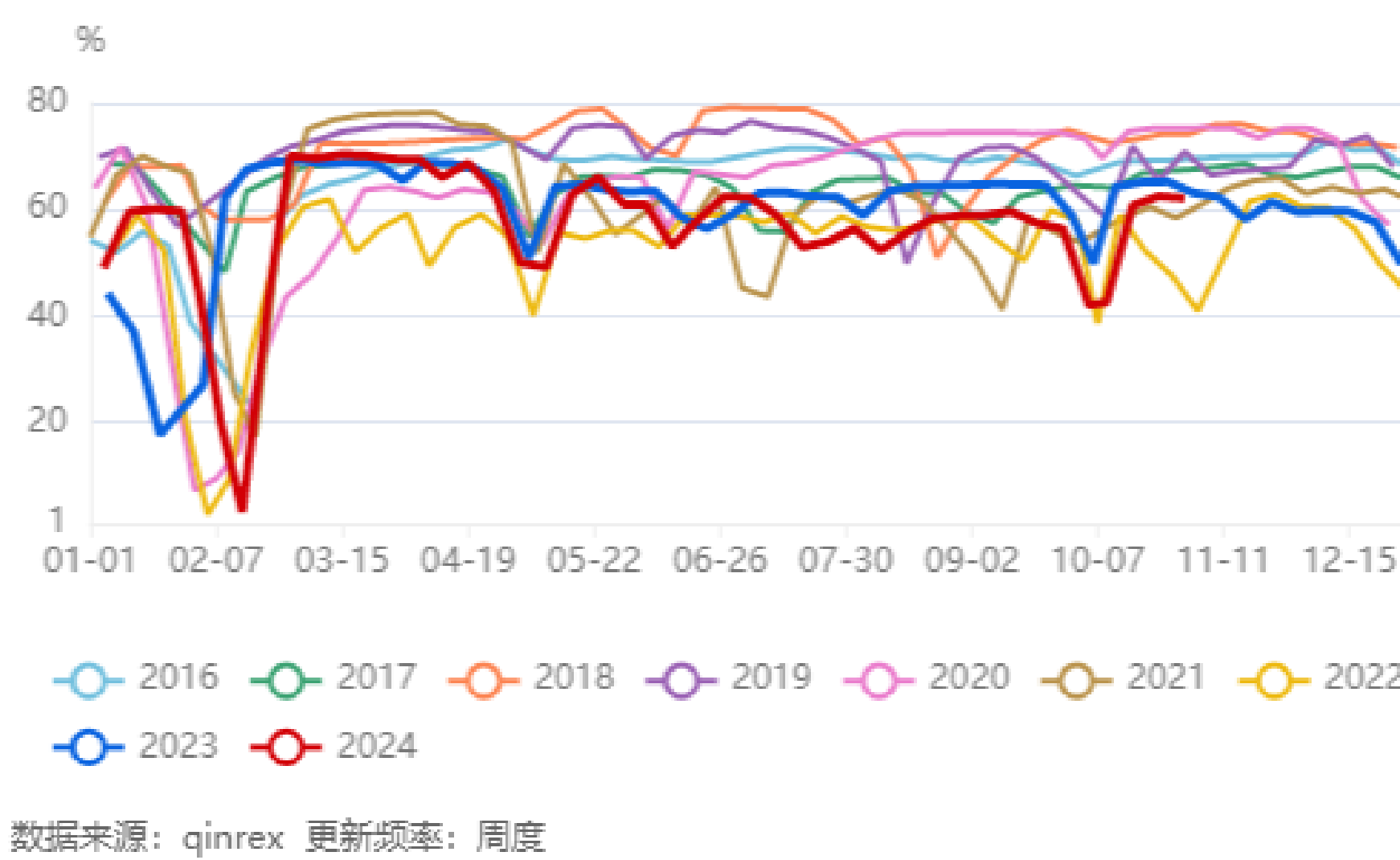
3. 合成胶需求

轮胎开工率:qinrex 2024-11-01



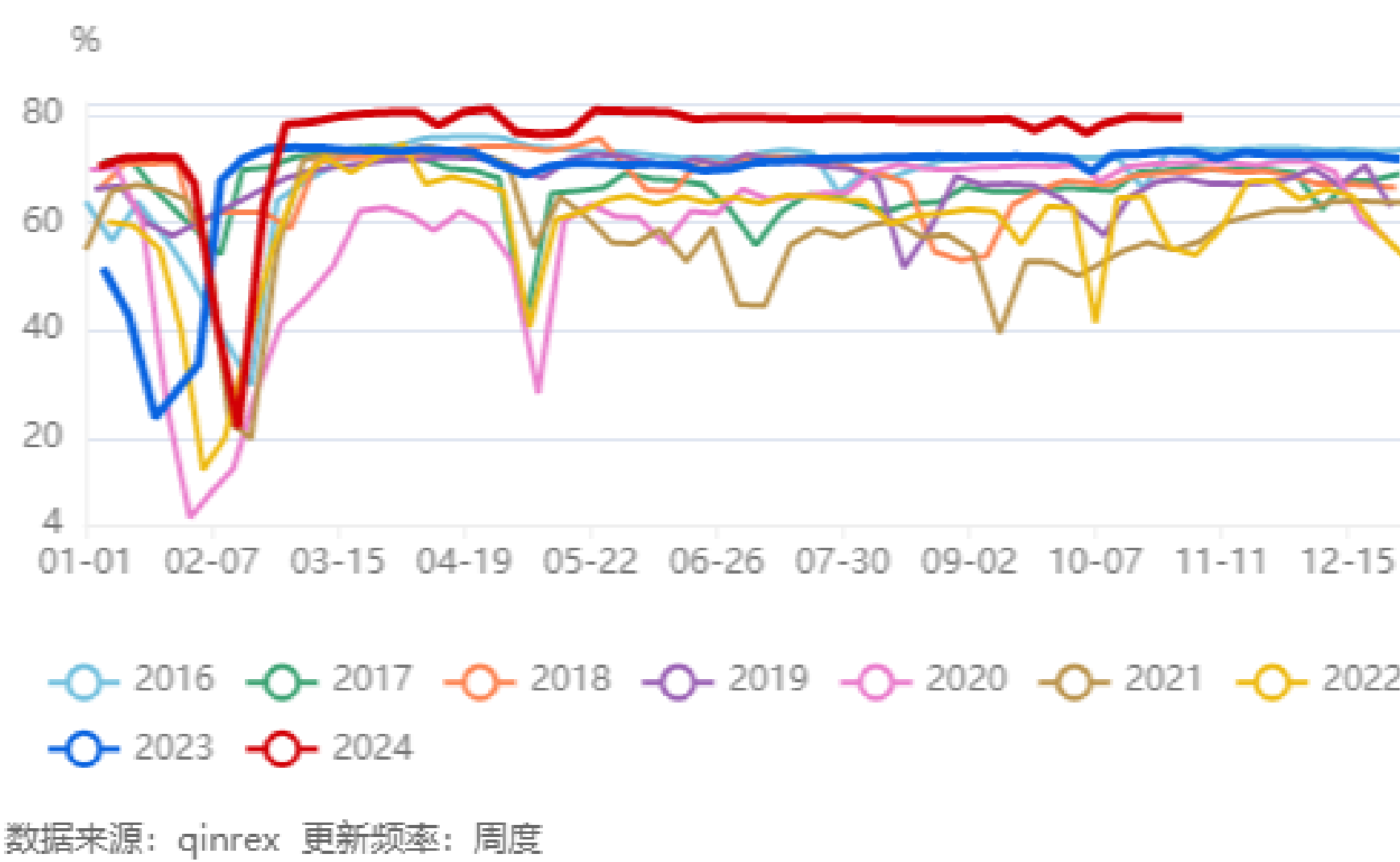
数据来源：qinrex 更新频率：周度

全钢胎开工率: qinrex 2024-11-01



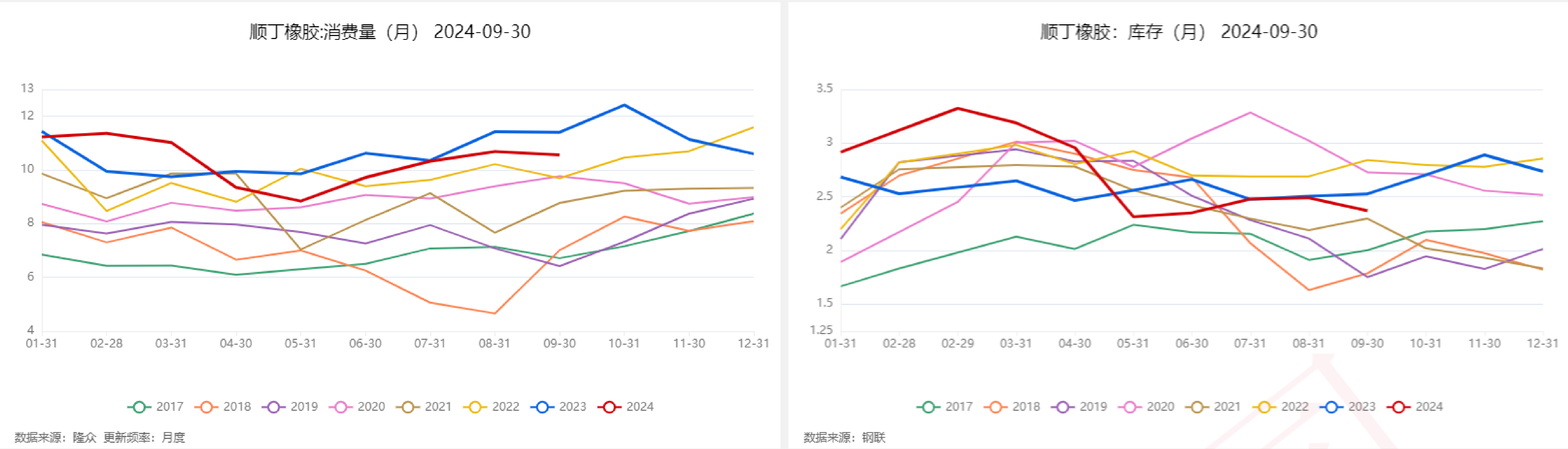
数据来源：qinrex 更新频率：周度

半钢胎开工率: qinrex 2024-11-01



数据来源：qinrex 更新频率：周度

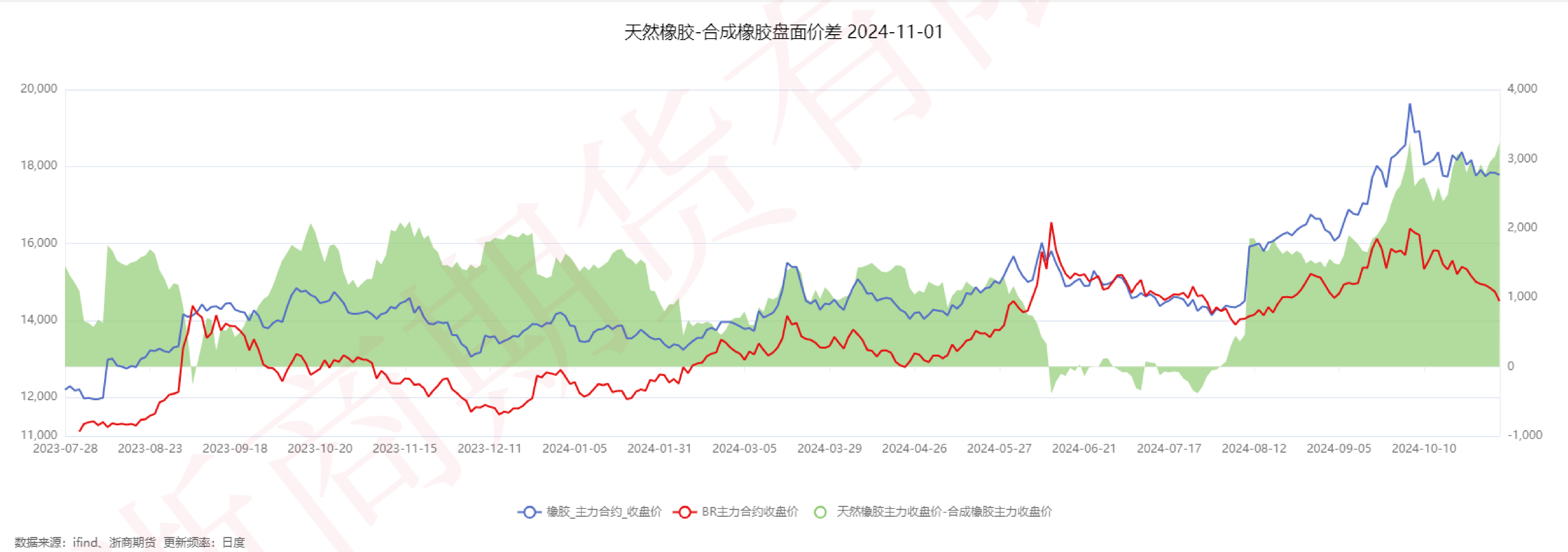
3. 合成胶需求



三、橡胶系板块的共振：协同上涨

橡胶系板块一致性

天然橡胶方面，由于国庆后EUDR延期落地敲定，天胶价格高位回落，对顺丁胶价支撑不在。近两月来看，天胶基本面始终强于合成胶，RU-BR价差震荡式走强。



免责声明

免责声明

本报告的版权归“浙商期货有限公司”所有，未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用，未经授权的转载本公司不承担任何责任。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“浙商期货有限公司”。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记，本公司保留一切权利。

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布前已使用或了解其中信息。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。