



成本紧缺叠加天胶方面利多刺激，合成胶大幅走强_20240918

观点综述

【观点】成本端丁二烯货源紧缺价格大幅上涨，天胶方面天气扰动推动合成胶价大幅上行

【逻辑】

【成本】（主线逻辑）：

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。近期，丁二烯国内供应格局偏紧状态持续。丁二烯生产负荷处于较高位置，产能利用率波动不大，装置检修亦较少，产量向上提升空间有限。而从其需求来看，主流下游产能利用率均处于低位。这种供应端难以放量，但需求端生产负荷处于低位的格局对丁二烯价格的上涨提供了持续有效的支撑。另一方面，进口货源到港缺乏连续性导致港口库存难有高位存量，这进一步提升了丁二烯货源稀缺度，厂家抬价竞卖，于是乎下游商品价格同步跟涨。在乙烯裂解利润短期难以改善的大背景下，丁二烯下半年将仍以高位运行为主。

【供需】（矛盾有限）：

受制于成本端丁二烯的价格支撑，贸易商普遍锚定丁二烯价格同步调涨。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。

【板块】（橡胶系板块一致性）

天然橡胶方面以供应端产区减产逻辑为主，整体维持偏多运行思路。近期受到天气端扰动影响，天然橡胶强势上涨，并带动合成胶价同步上升。

【操作建议】：

展望后市，九月份的下游偏旺需求对丁二烯价格形成了有效提振，但近期的高价丁二烯已濒至峰点，买方或更趋谨慎，需谨防高位回落。另一方面，九月底有第二波船货到港，近期中秋节前备货对下周需求形成有效抵御，接下来的核心博弈点更趋于对月底船货的订购态势。

后续来看，丁二烯价格整体依然以偏多为核心，合成胶价可选择锚定丁二烯价格以低多为主要操作思路；出于丁二烯供需偏紧的底层逻辑，合成胶价深跌的可能性极低，卖出近月虚值看跌期权不失为有效策略。

套利上来看，天然橡胶方面或存更强向上驱动力，RU-BR套利单可继续持有。

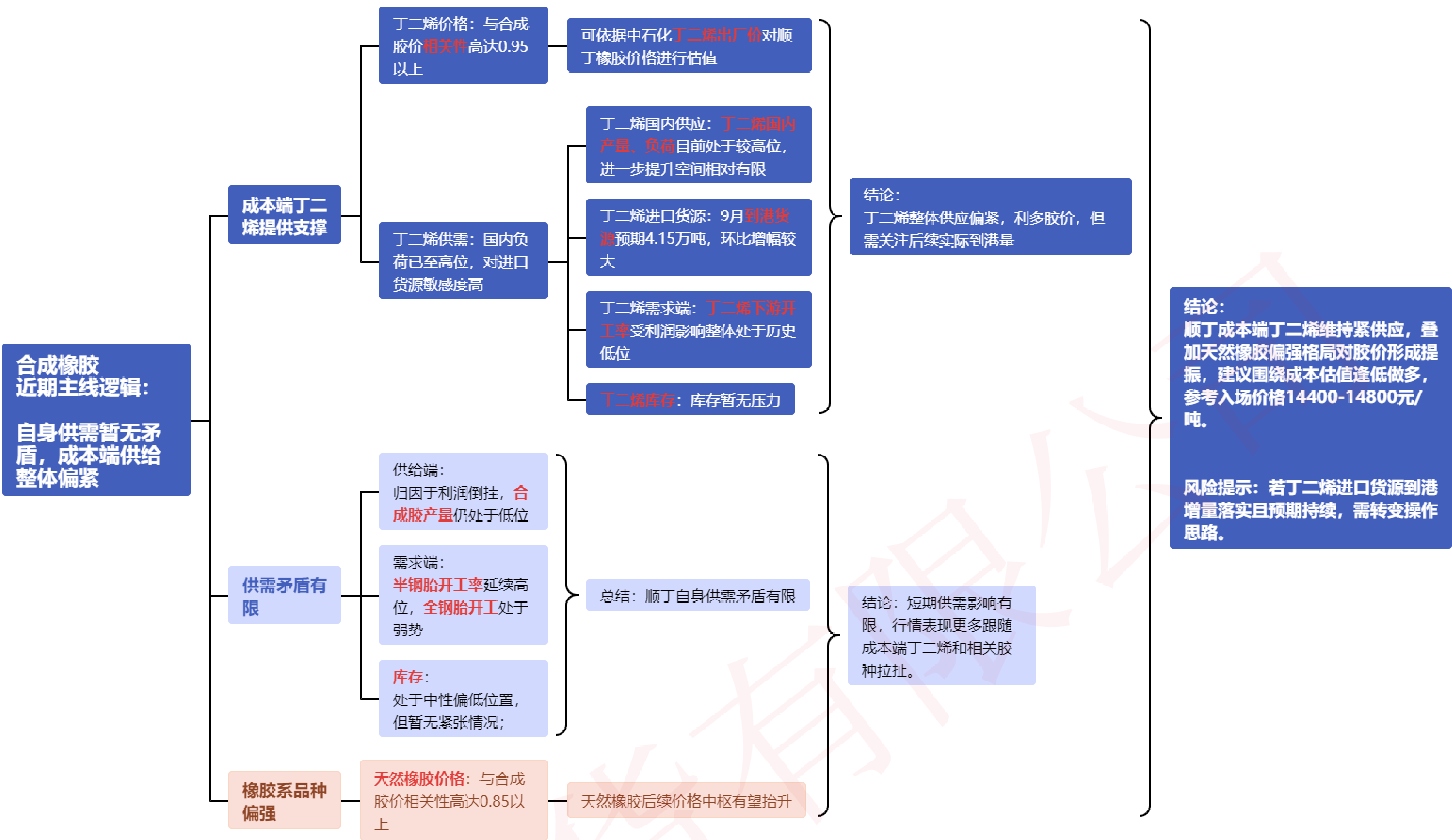
主线逻辑总览

自身供需暂无矛盾，成本端

自身供需暂无矛盾，成本端供给整体偏紧 2024-09-04

图

图



逻辑跟踪

2024-09-18 2024-09-12 2024-09-12 2024-09-10

强台风由泰国、海南逐渐转向云南、越南产区，持续性大雨扰动割胶工作及工厂生产运输，海内外供应跟进不足，9月18日早，海南胶水进全乳厂制全乳报价14500元/吨，较节前涨700元/吨，进全乳厂制浓乳报价16800元/吨，较节前涨1000元/吨。今日早盘开盘，橡胶系板块整体大涨，合成胶自身基本面偏强运行，但本轮更多受天胶拉扯跟随上涨。

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%。

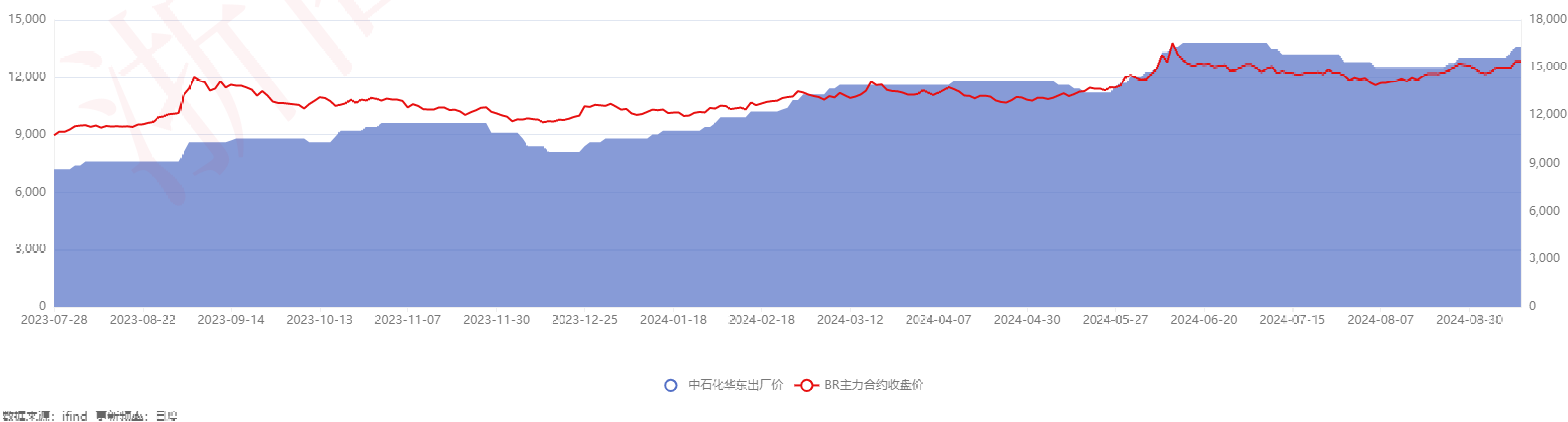
进一步的，将上市盘面价格数据与合成胶现货价格数据进行相关性分析，通过统计手段获得其pearson相关系数高达0.99以上，检验p值小于5%。此外，取上市之前的合成胶现货价格与丁二烯现货价格进行相关性分析，通过统计手段获得其pearson相关系数在0.8以上，检验p值小于5%。

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 2024-09-13



(二) 丁二烯供需

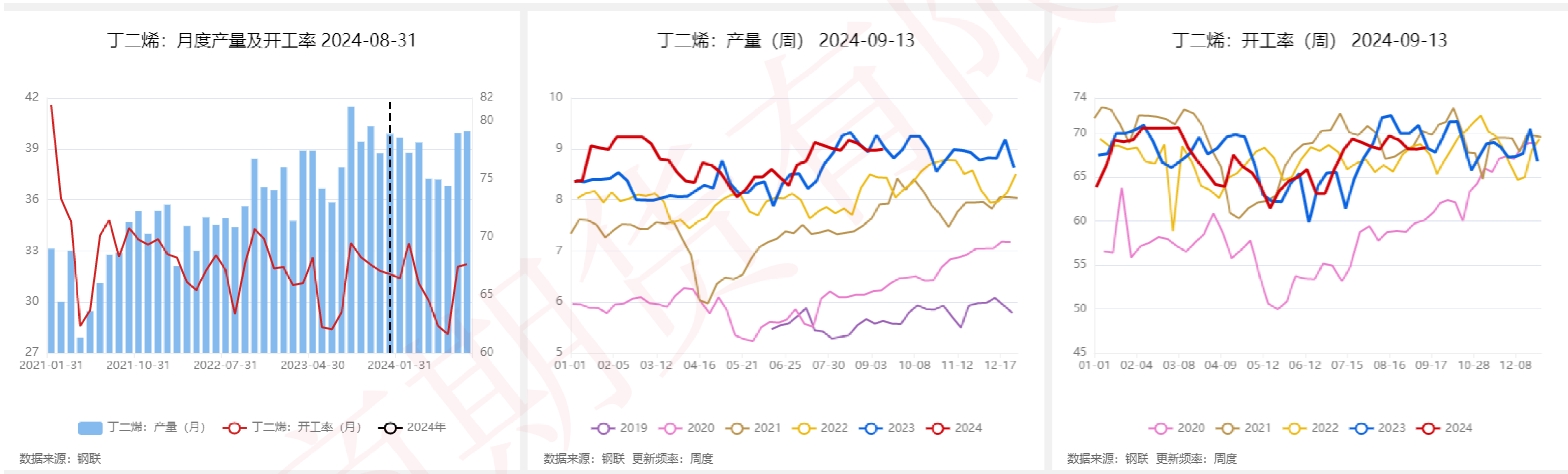
1. 丁二烯供给端

国内生产端

国内丁二烯产能不足，新产能难以落地

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40万吨/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。近期检修装置合计产能在50-60万吨/年附近波动，计算可得在产产能在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。一方面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。同样出于此，国内预期新增产能一再延后，例如裕龙岛石化以及埃克森美孚惠州等；另一方面，部分丁二烯厂家采用外采裂解碳四料而非一体化装置，这种采购的方式导致了丁二烯的生产负荷有一定的波动空间。此外，部分具备一体化装置的生产厂家也会选择外采丁二烯而非全程自供，以上均导致了距离丁二烯满负荷的缺口将始终存在。



进口端

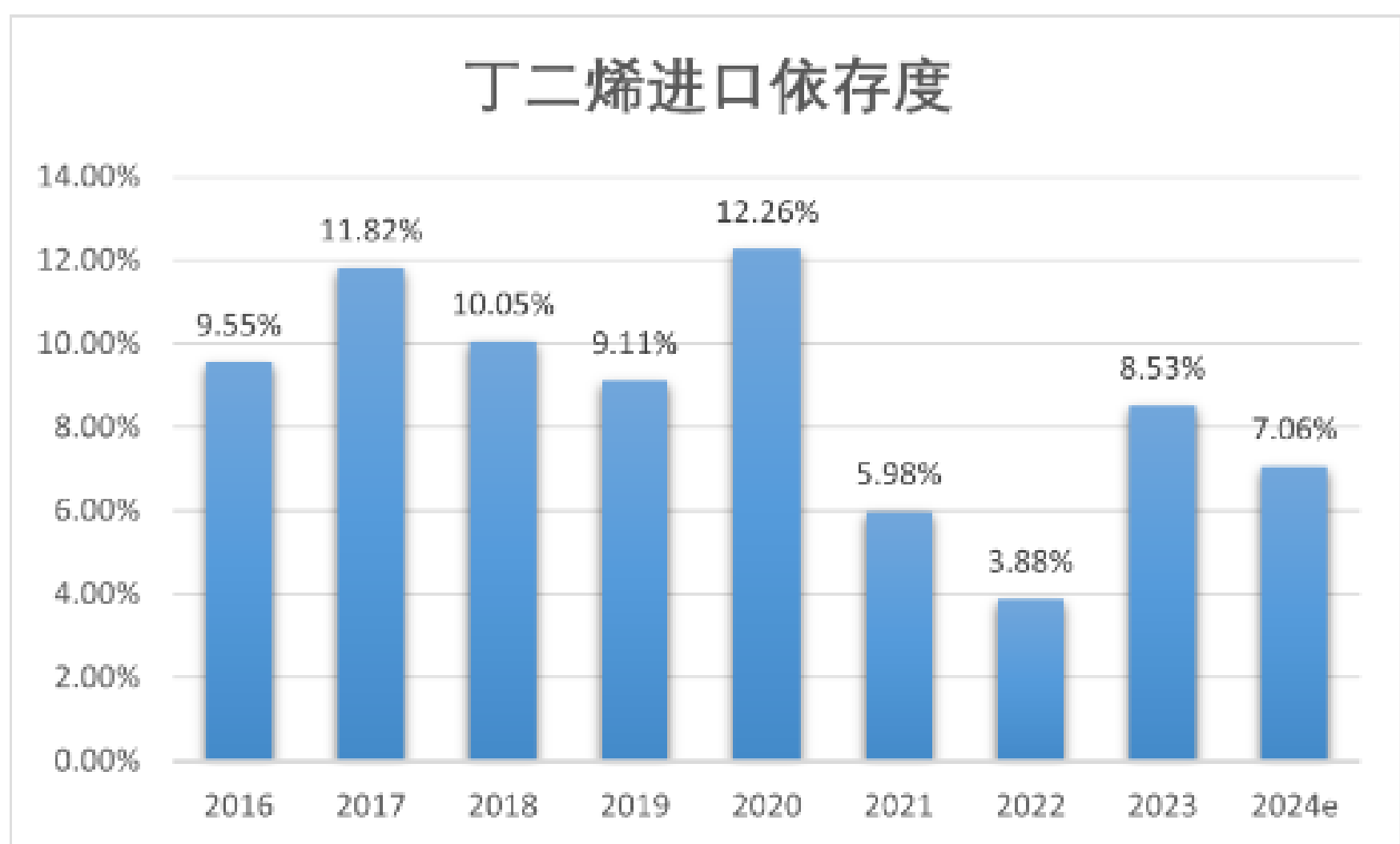
丁二烯对进口货源的敏感度较高，风险不确定性以及到港非连续性利多丁二烯价格

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。8月丁二烯进口货源延续偏少，仅有不到两万吨；9月船货到港预期约4.15万吨，但却仅有月初月末有船货到港，导致月中丁二烯产生稀缺性又进一步刺激其价格上涨。

1. 丁二烯供给端

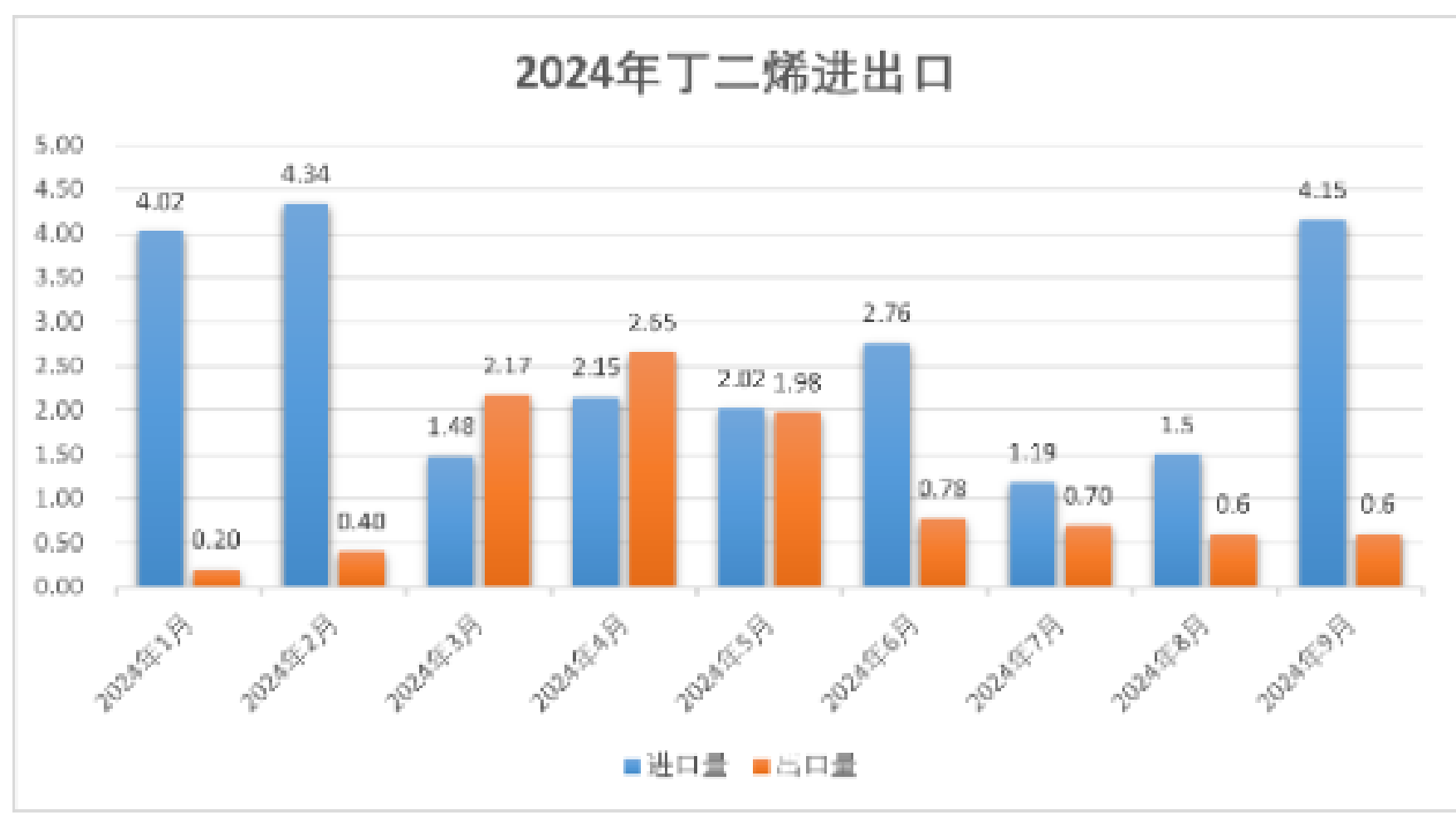
丁二烯进口依存度



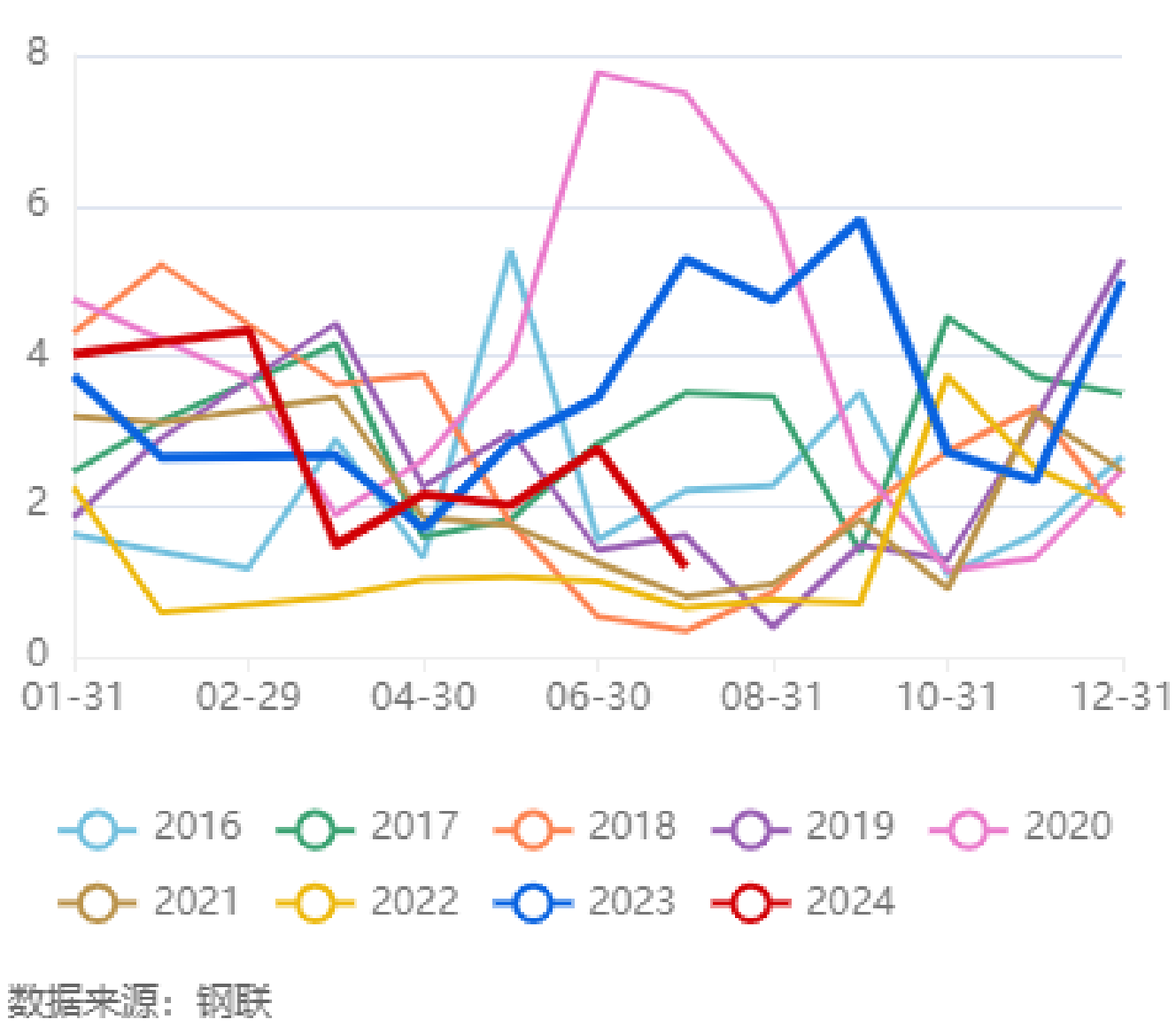
企业出厂价:丁二烯:中石化华东 2024-09-13



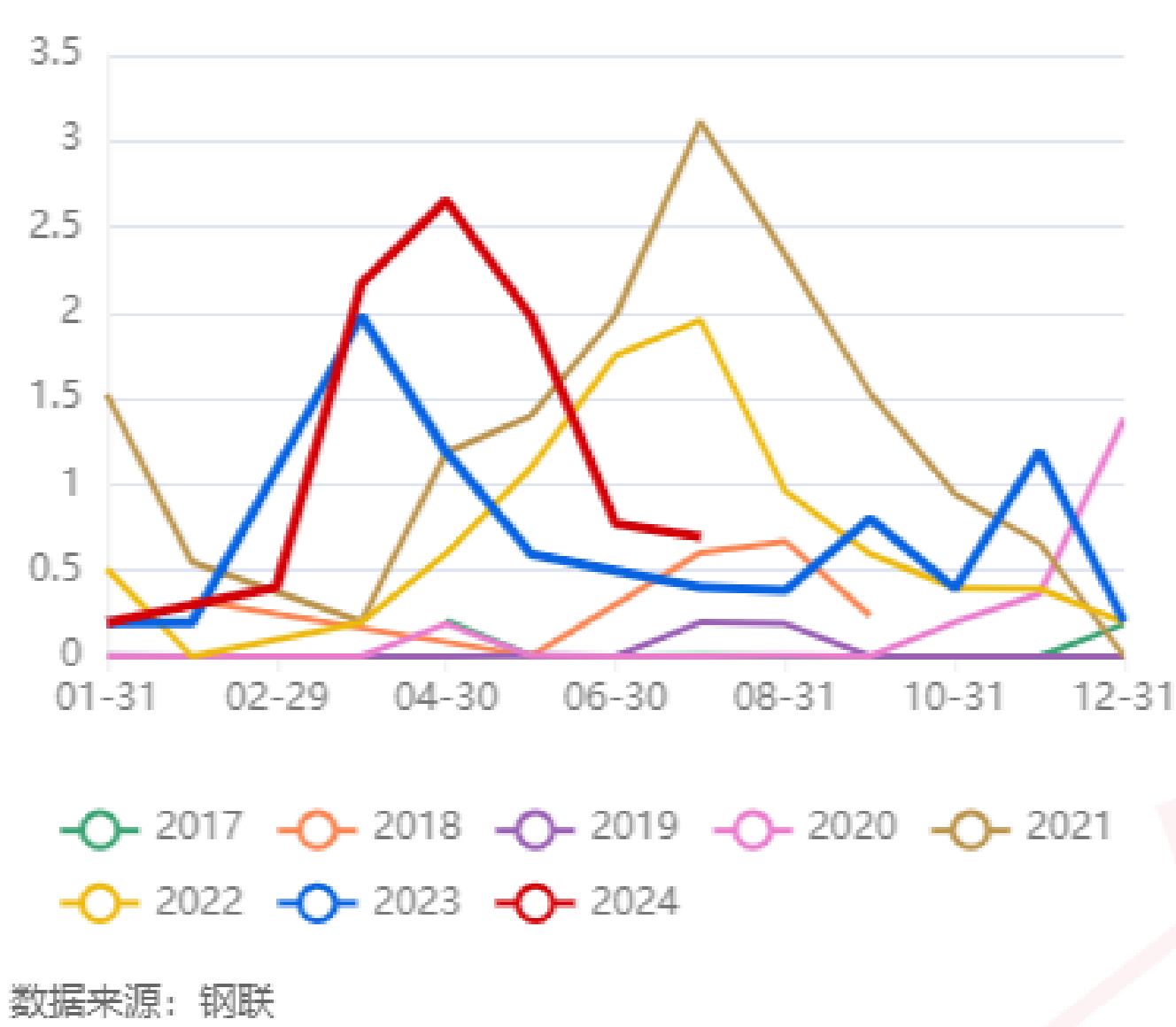
丁二烯进出口



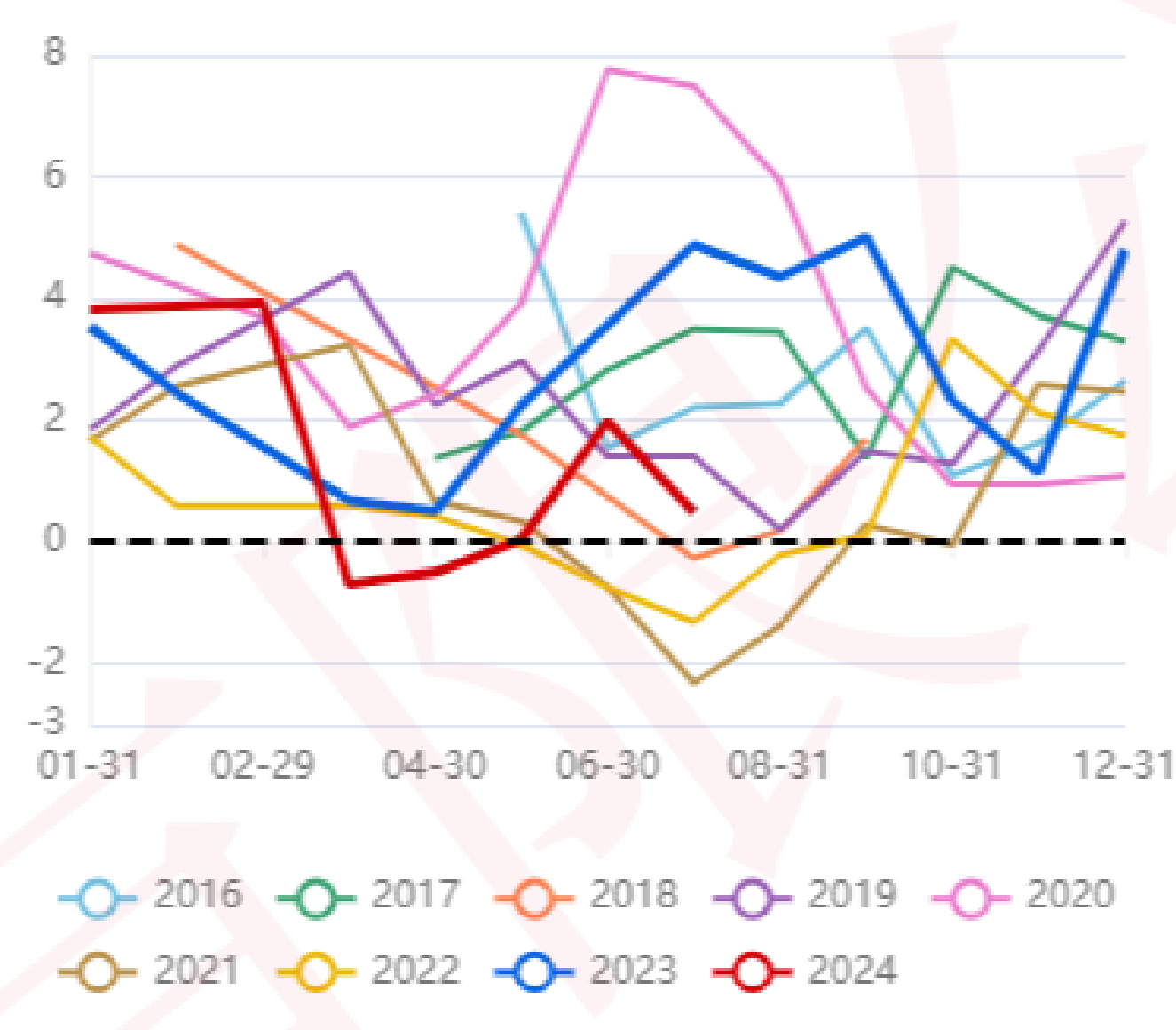
丁二烯: 进口量 (月) 2024-07-31



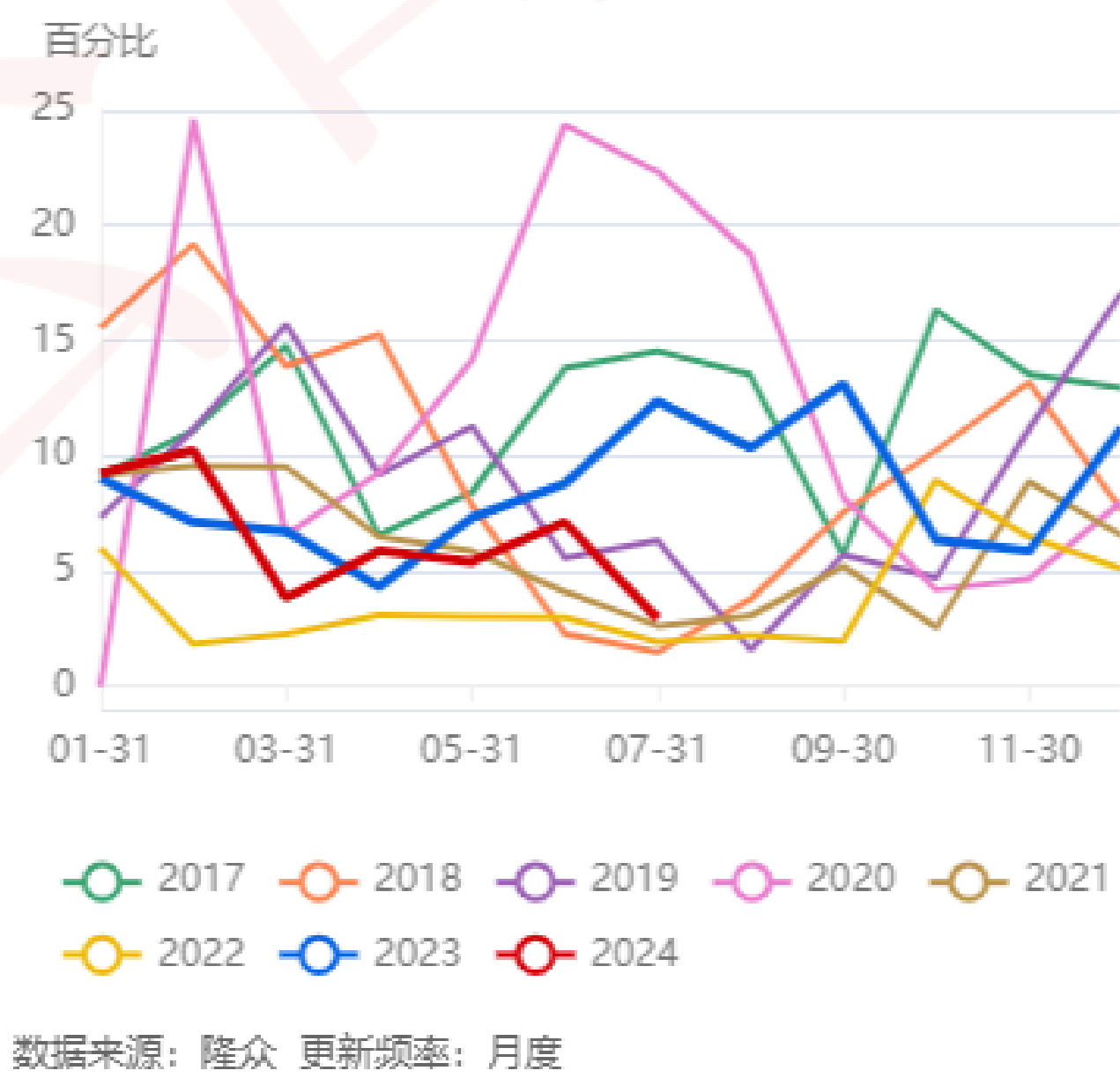
丁二烯: 出口量 (月) 2024-07-31



丁二烯: 净进口量 2024-07-31



丁二烯: 进口依存度 (月) 2024-07-31

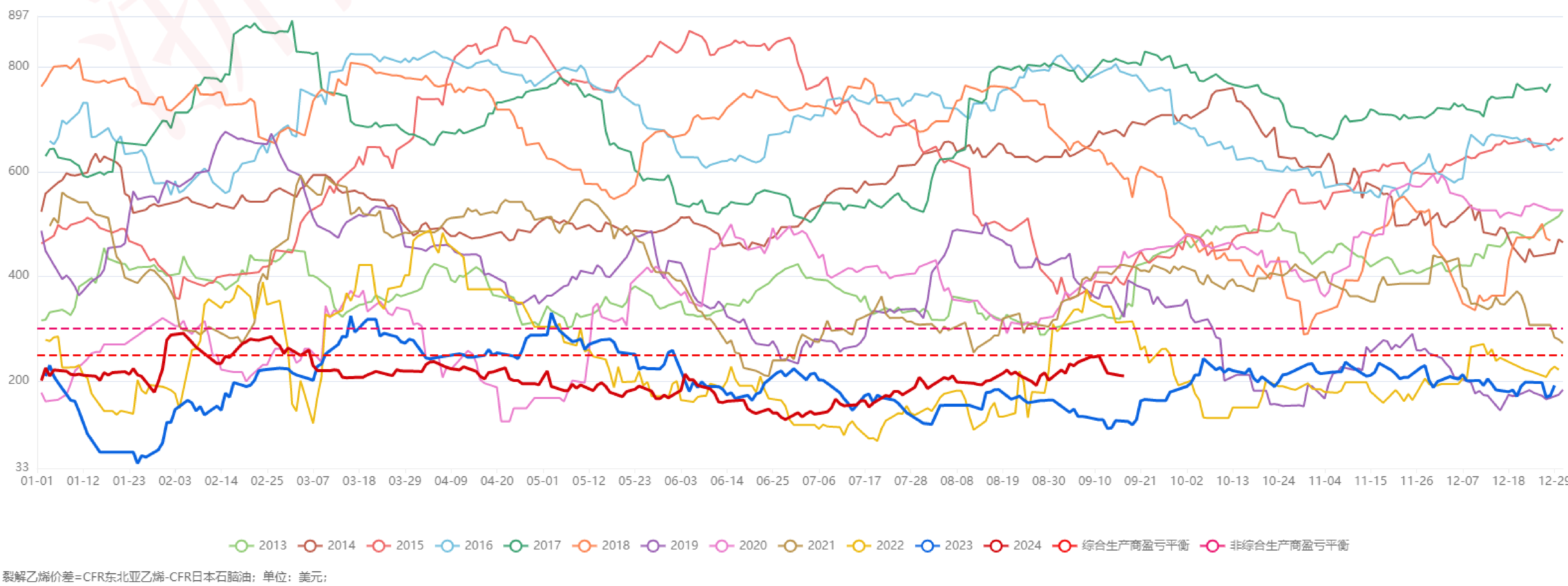


上游裂解利润

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，丁二烯的全球供应仍将处于偏紧的状态，这对我国丁二烯进出口产生了一定影响。

裂解乙烯价差 2024-09-17



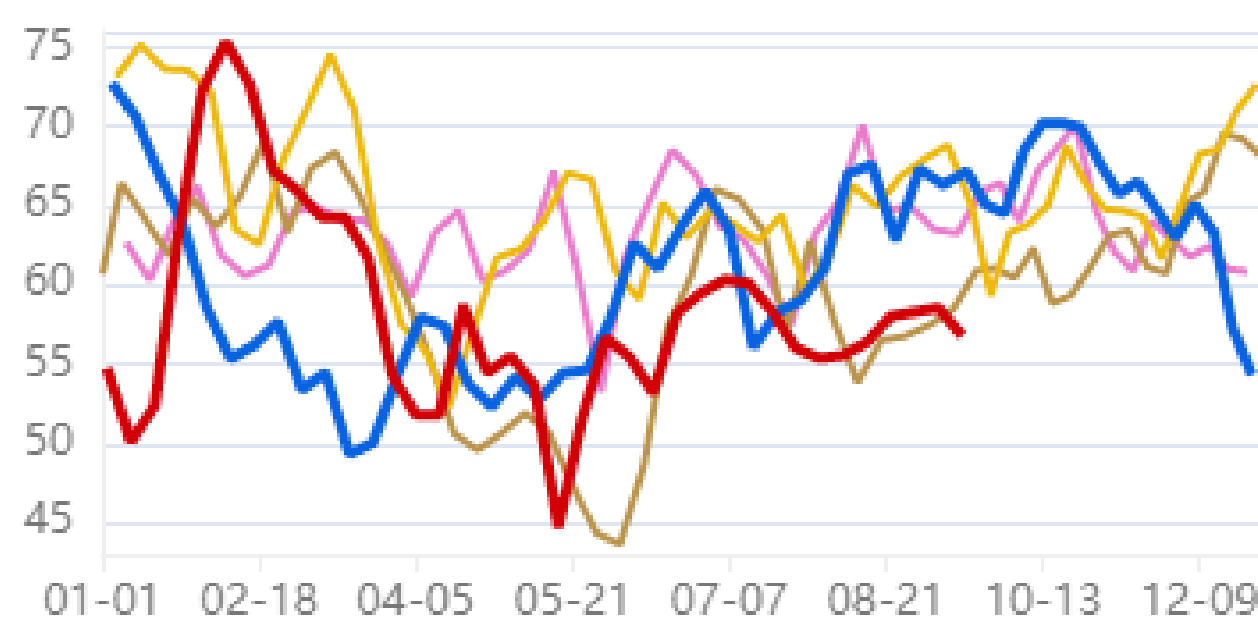
2. 丁二烯需求端

丁二烯需求概述

丁二烯主流下游近两月近两月总体生产量有一定提升，其中SBS提升较为显著，叠加合成胶乳行业需求提振，致使丁二烯货源进一步稀缺。自九月来丁二烯价格持续攀升的核心便是在供应受限的基础上，需求有所提升尤其是本周下游厂家存节前补货需求，加之丁二烯本月到港集中在第一、四周，市场上对中秋节后的丁二烯有紧缺预期。综合作用下，丁二烯价格持续冲高，9月13日，市场上存卫星石化报高价丁二烯13800元/吨，追平今年六月最高出厂价。

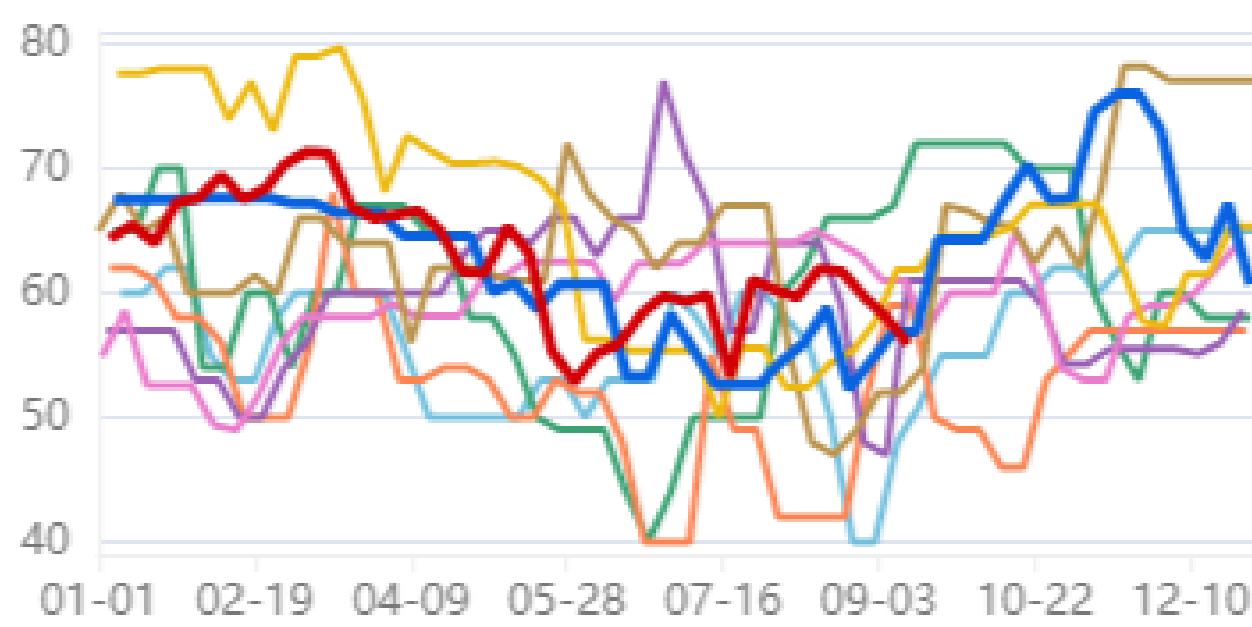
展望后市，丁二烯供应偏紧的态势短期内难以得到缓解，丁二烯下游的提振将形成显著性影响，而下游开工率的低位亦对丁二烯价格形成了有效支撑。

高顺顺丁橡胶：开工率（周） 2024-09-13



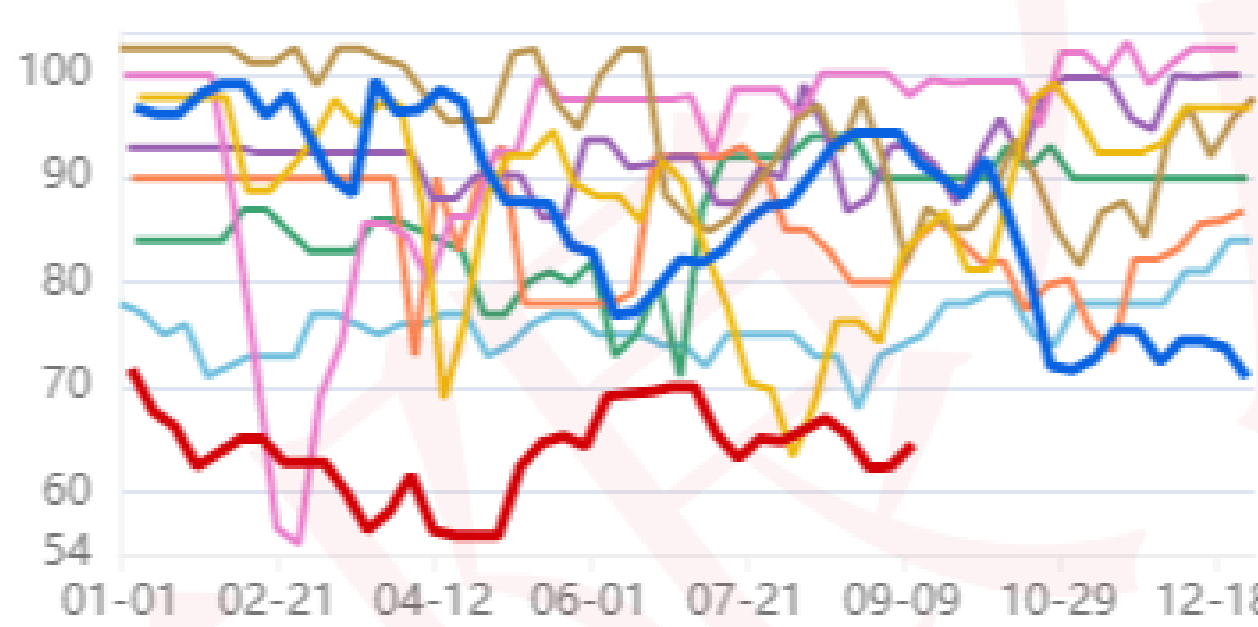
数据来源：钢联 更新频率：周度

丁苯橡胶：开工率（周） 2024-09-13



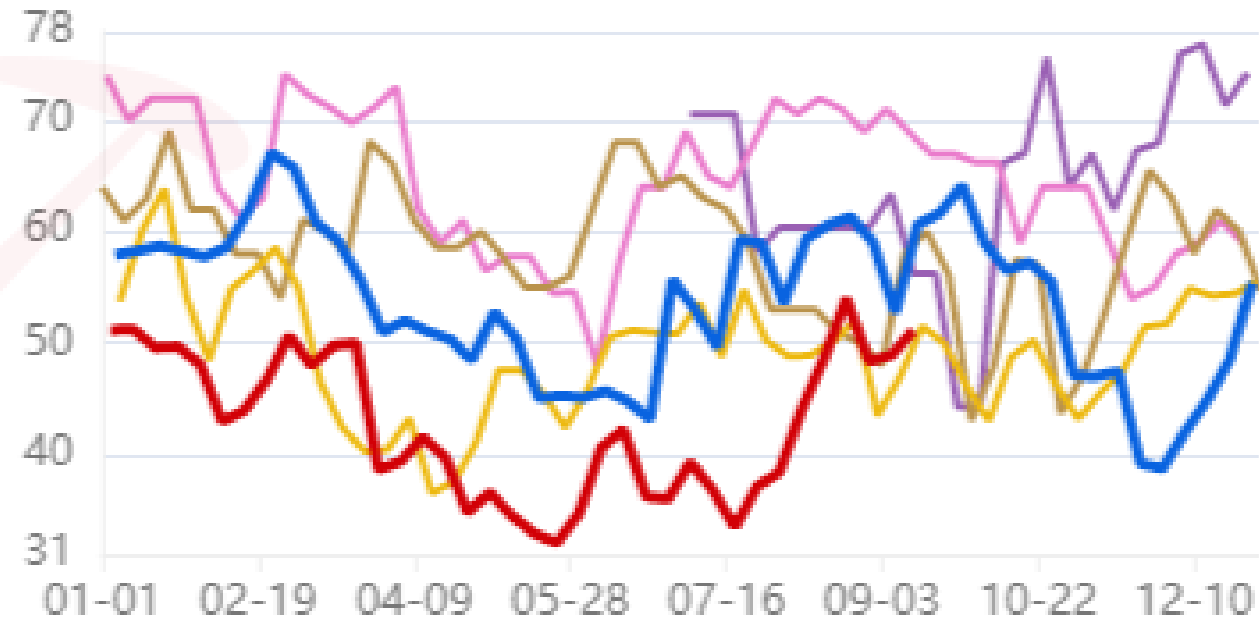
数据来源：钢联

ABS：开工率（周） 2024-09-13



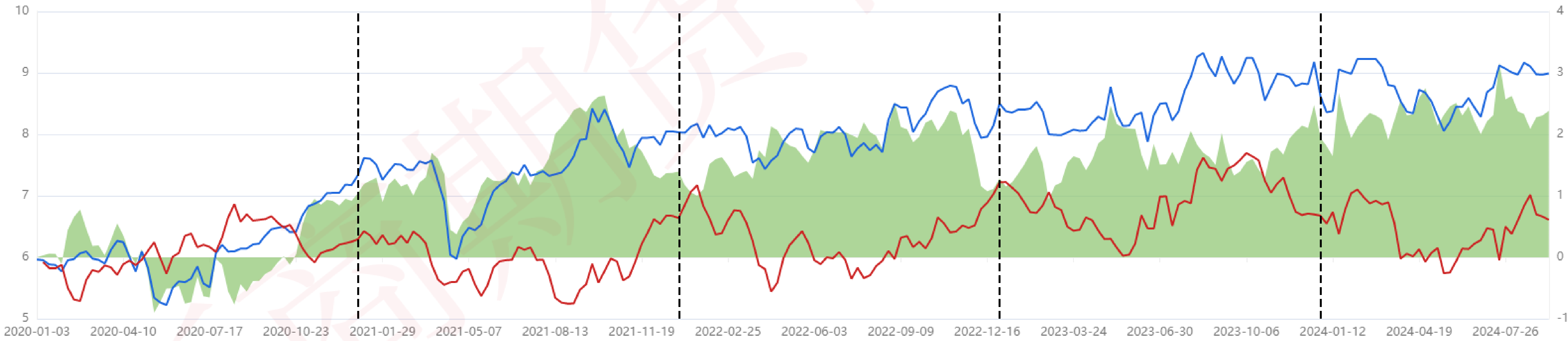
数据来源：钢联

SBS：开工率（周） 2024-09-13



数据来源：钢联

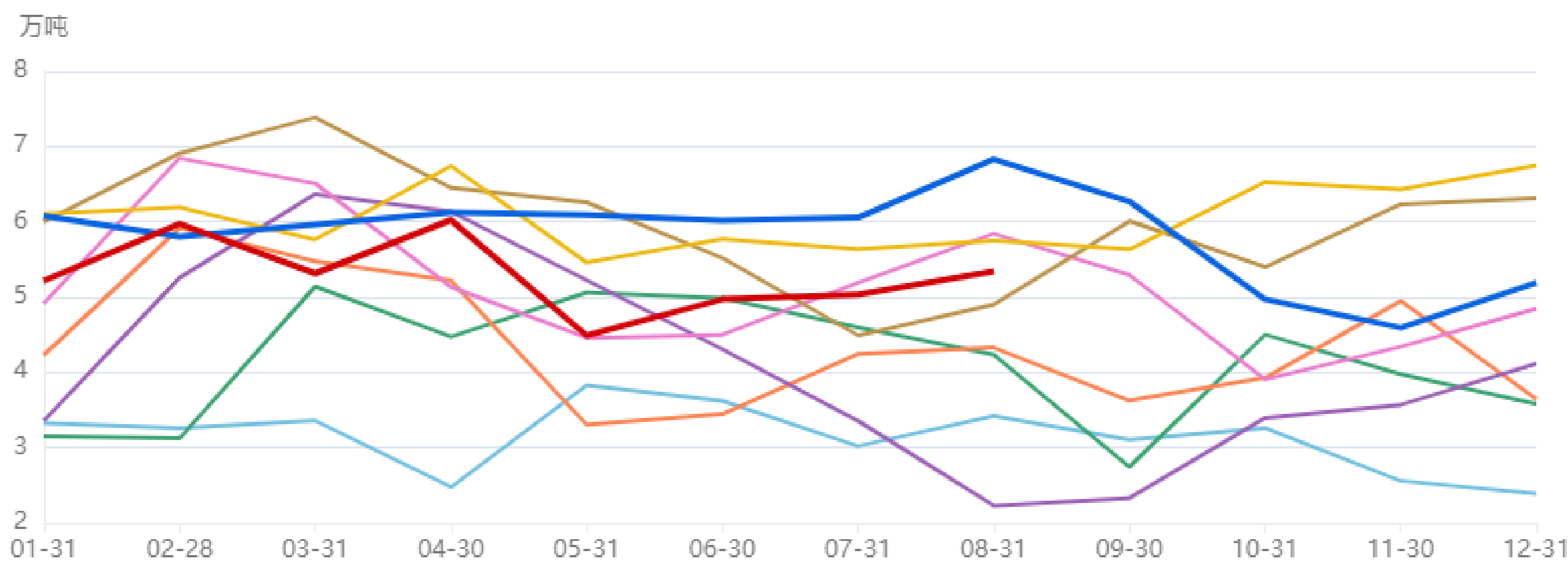
丁二烯产量与四大下游消耗（万吨） 2024-09-13



四大下游消耗量 = $BR \times 1.02 + SBR \times 0.75 + ABS \times 0.15 + SBS \times 0.73$
数据来源：钢联 更新频率：周度

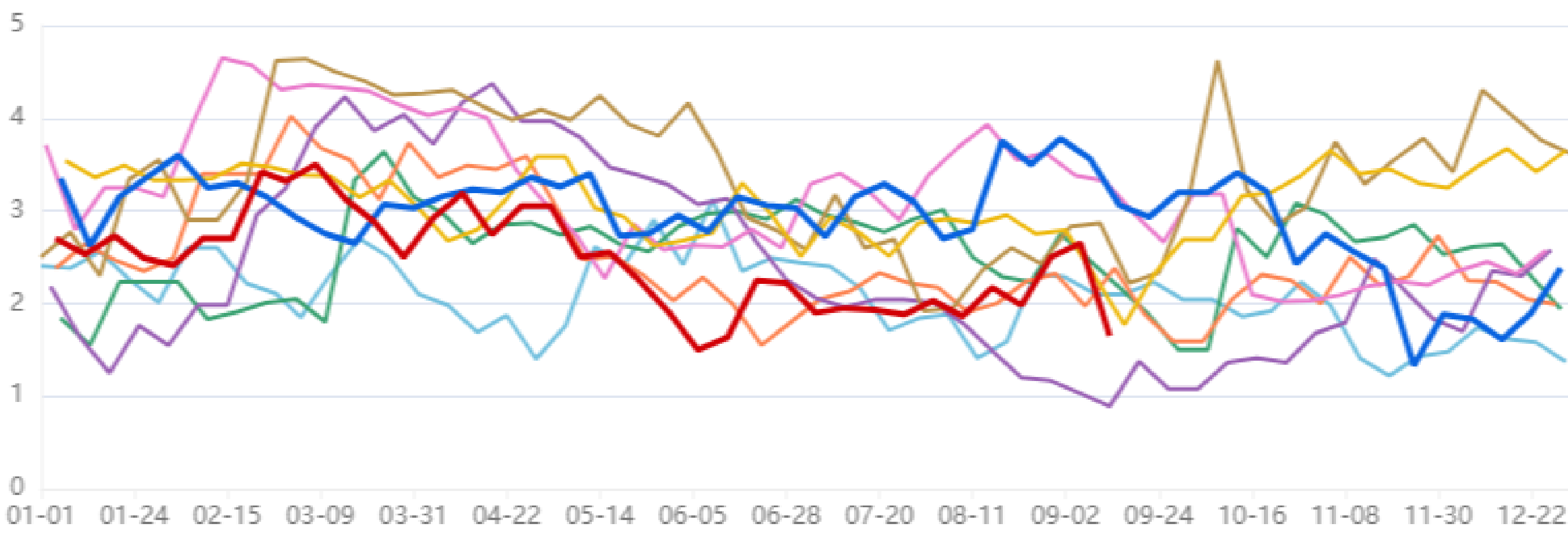
3. 丁二烯库存

丁二烯：国内库存（月） 2024-08-31



数据来源：隆众 更新频率：月度

丁二烯：港口库存（周） 2024-09-13



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

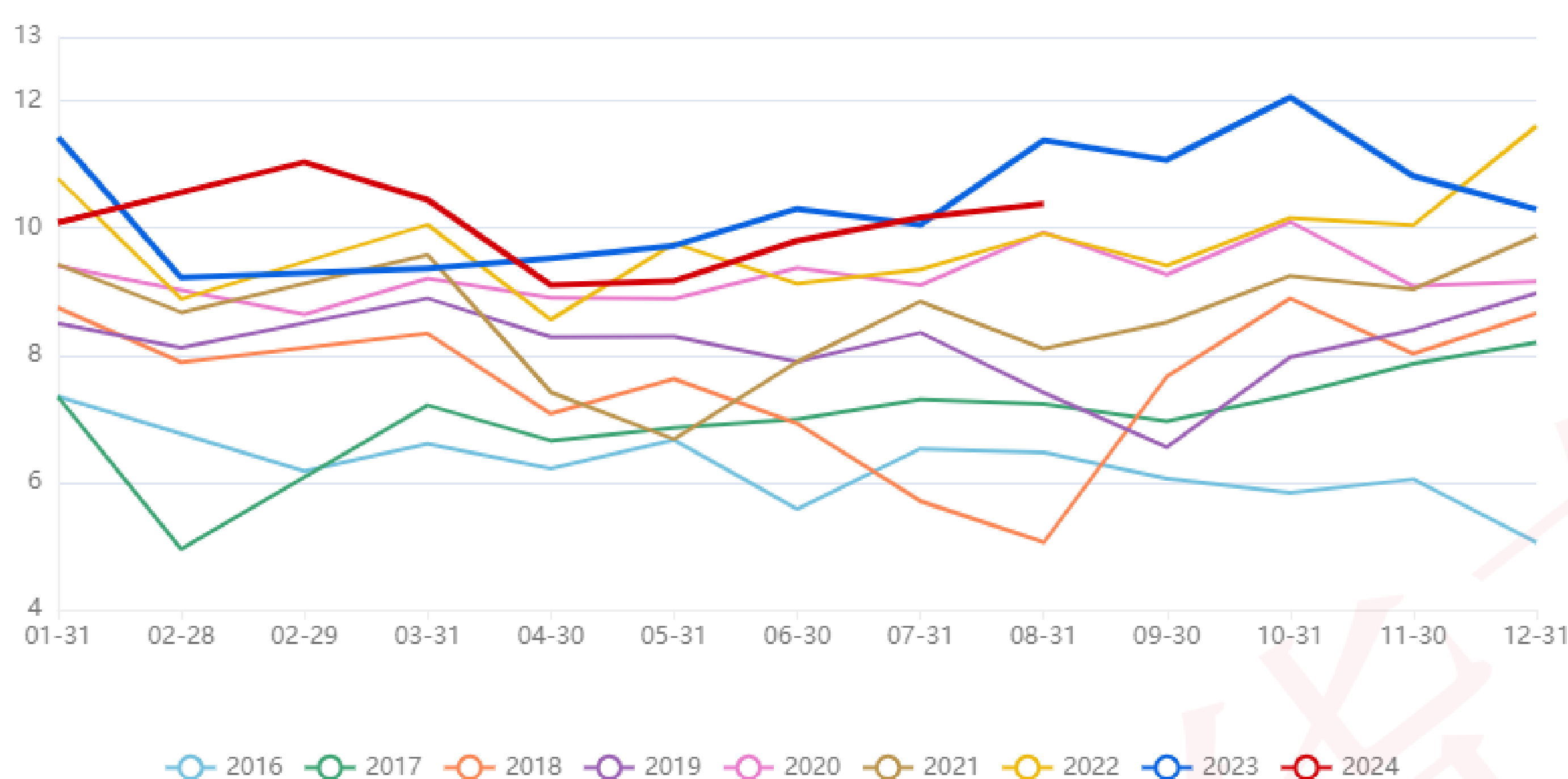
1. 概述

合成胶自身供需简述

受制于成本端丁二烯的价格支撑，贸易商普遍锚定丁二烯价格同步调涨。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，但受限于原料丁二烯的高价不得不提高供销价格，刚性需求下成交跟进。在上游涨价下游弱需的格局下，顺丁厂家不得不承担薄利甚至倒挂的代价，但从顺丁整体生产负荷走向来看，其问仍有可获利空间，这意味着原料丁二烯仍有进一步上涨的空间。

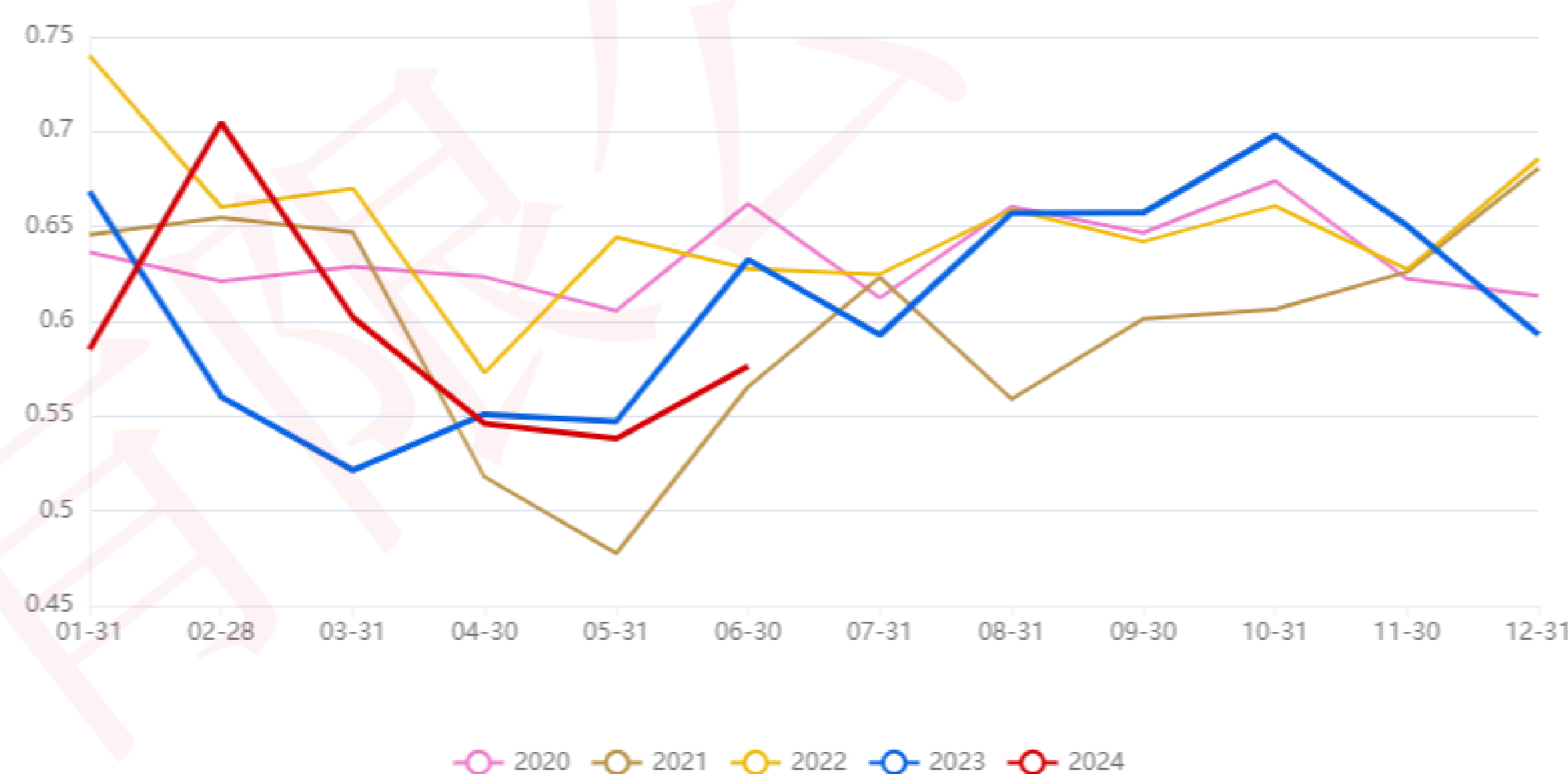
2. 合成胶供给

顺丁橡胶：产量（月） 2024-08-31



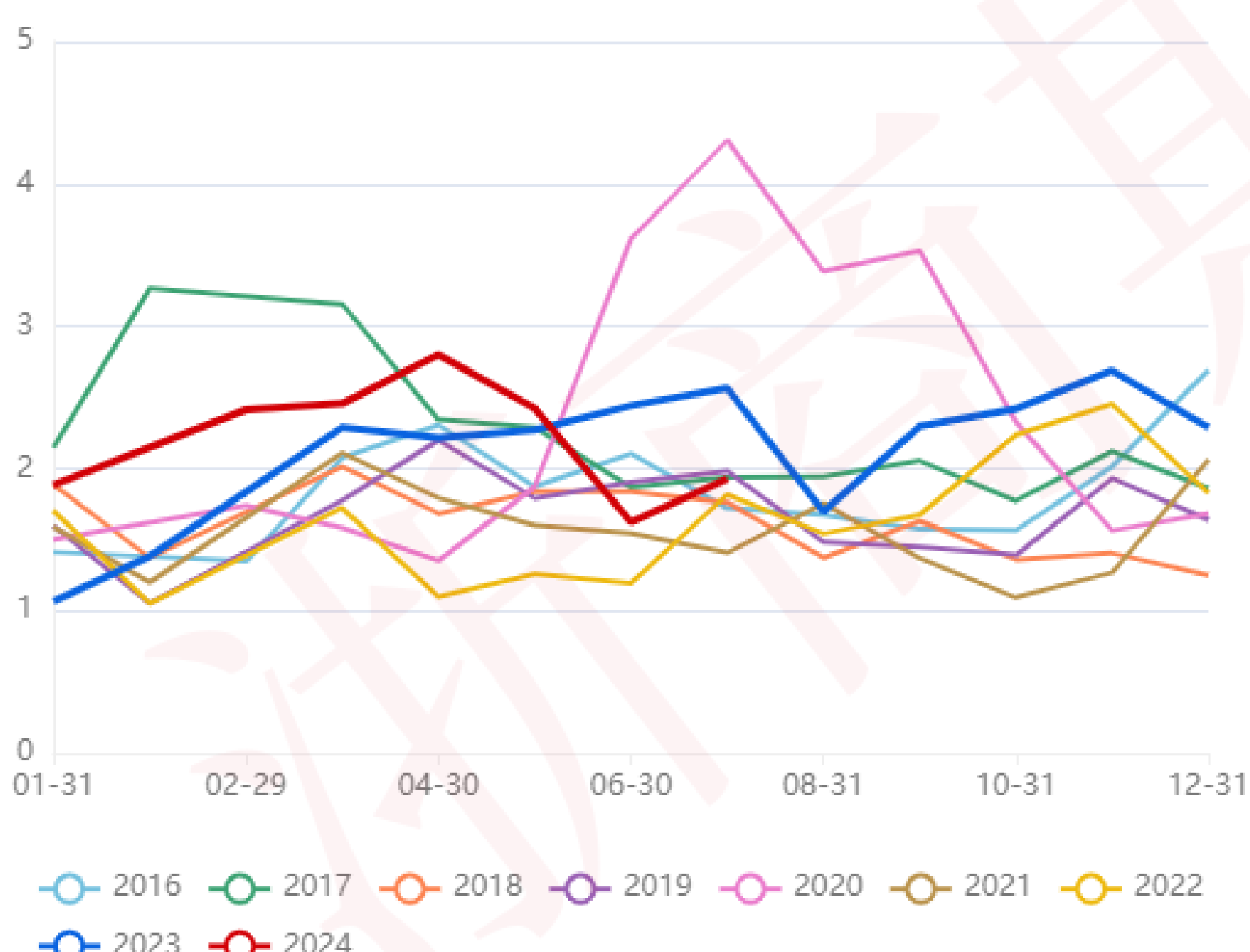
数据来源：钢联

顺丁橡胶：开工率（月） 2024-06-30



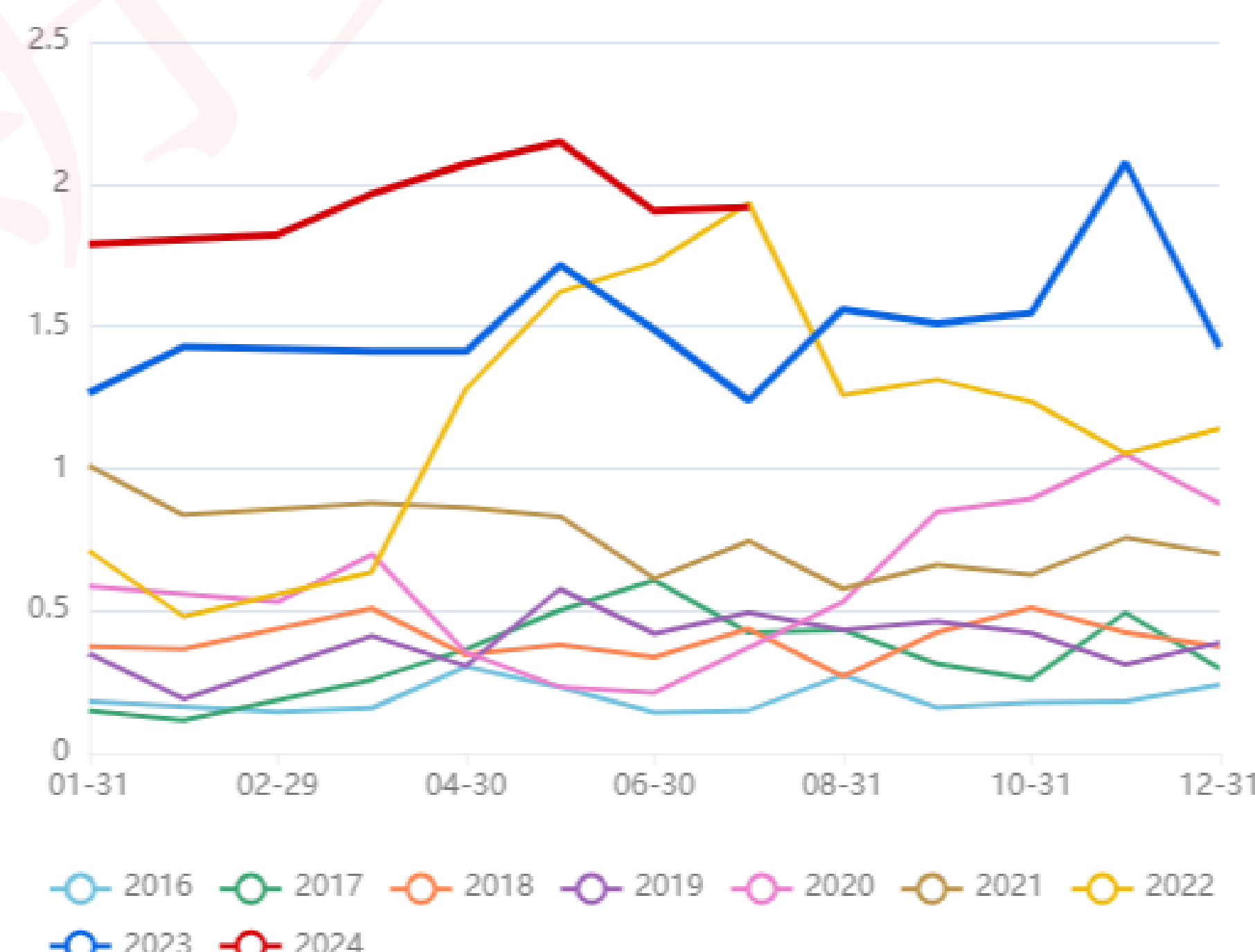
数据来源：隆众 更新频率：月度

顺丁橡胶：进口量（月） 2024-07-31



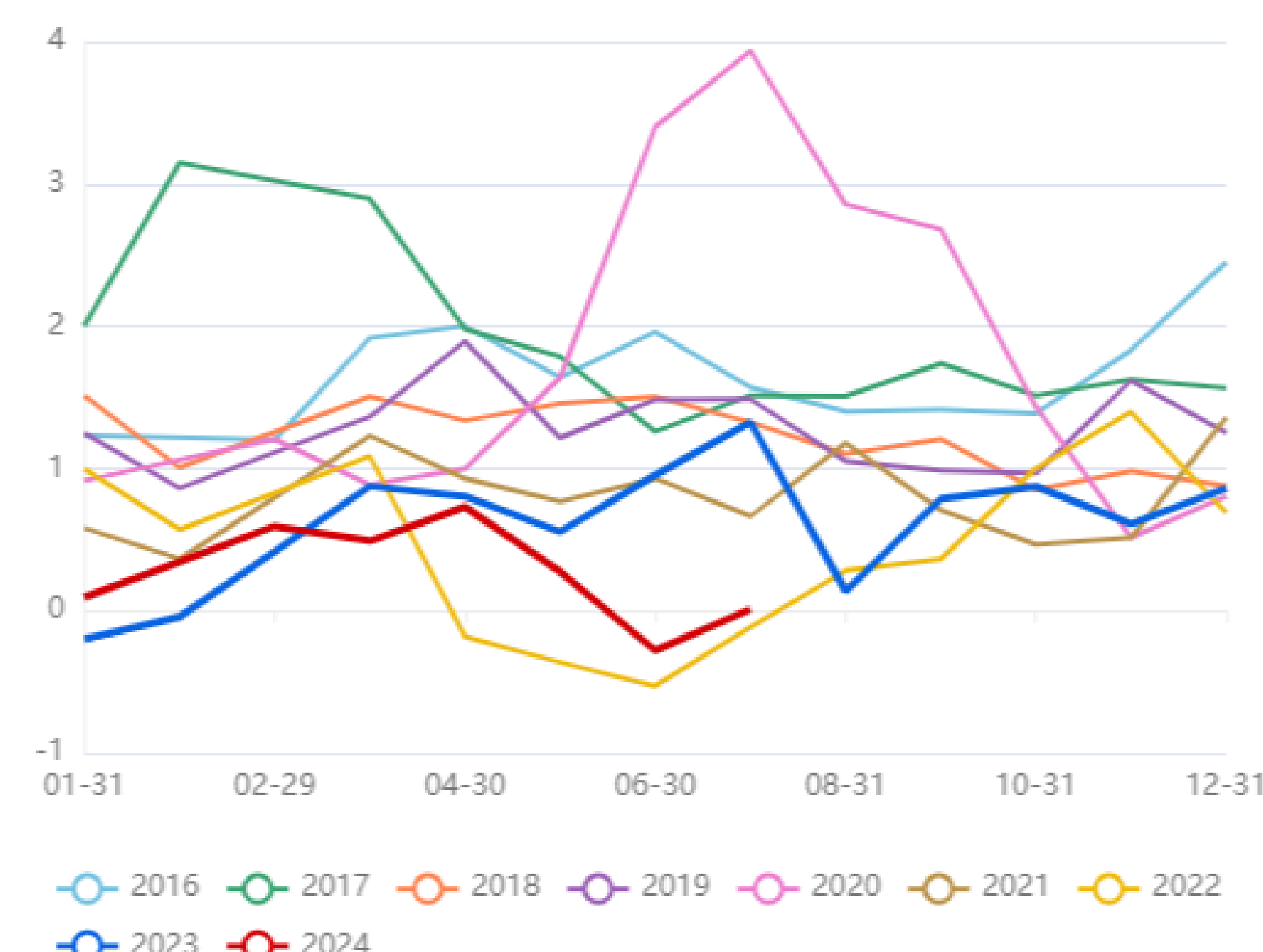
数据来源：海关

顺丁橡胶：出口量（月） 2024-07-31



数据来源：海关

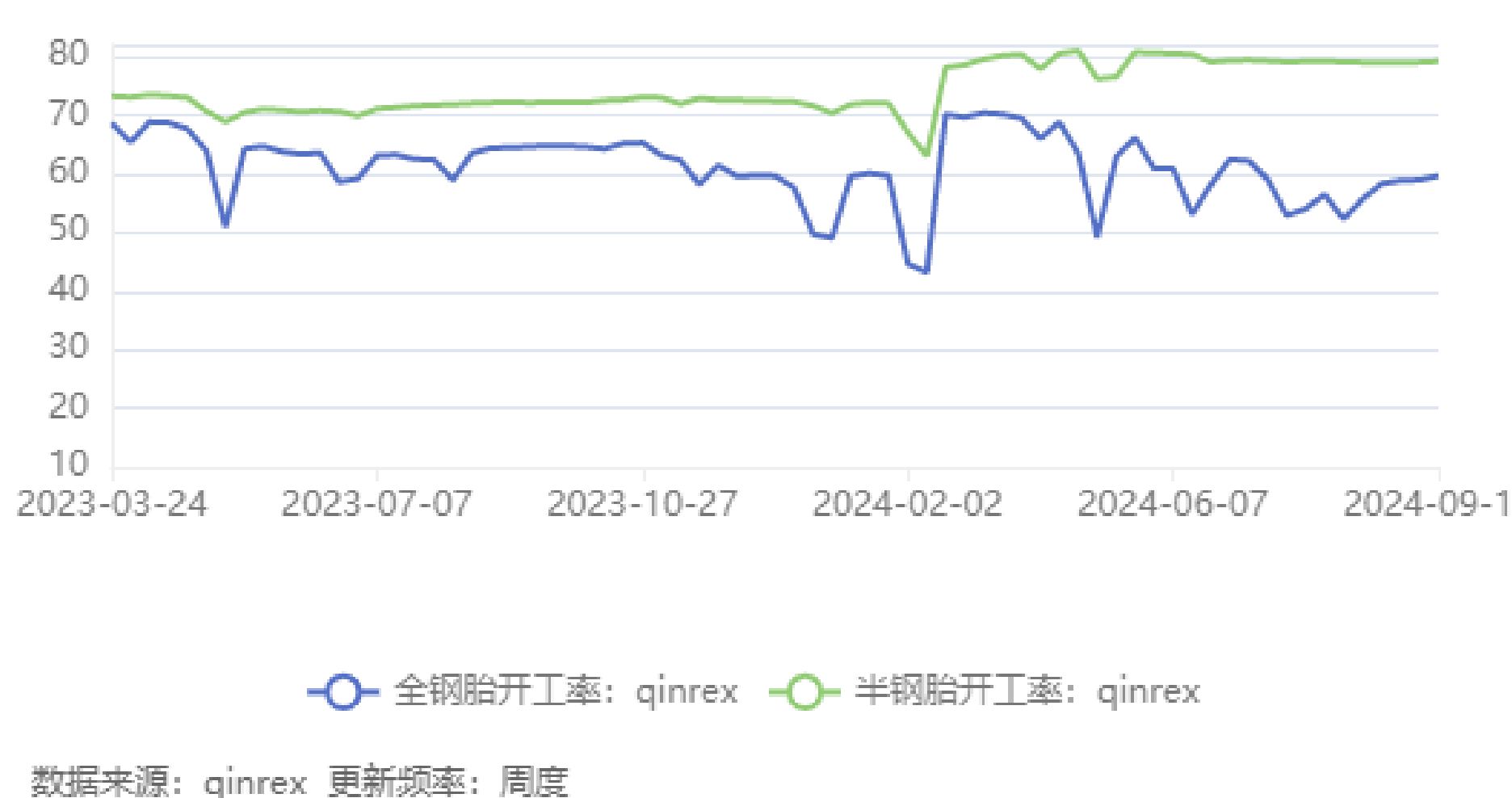
顺丁橡胶：净进口量（月） 2024-07-31



数据来源：海关

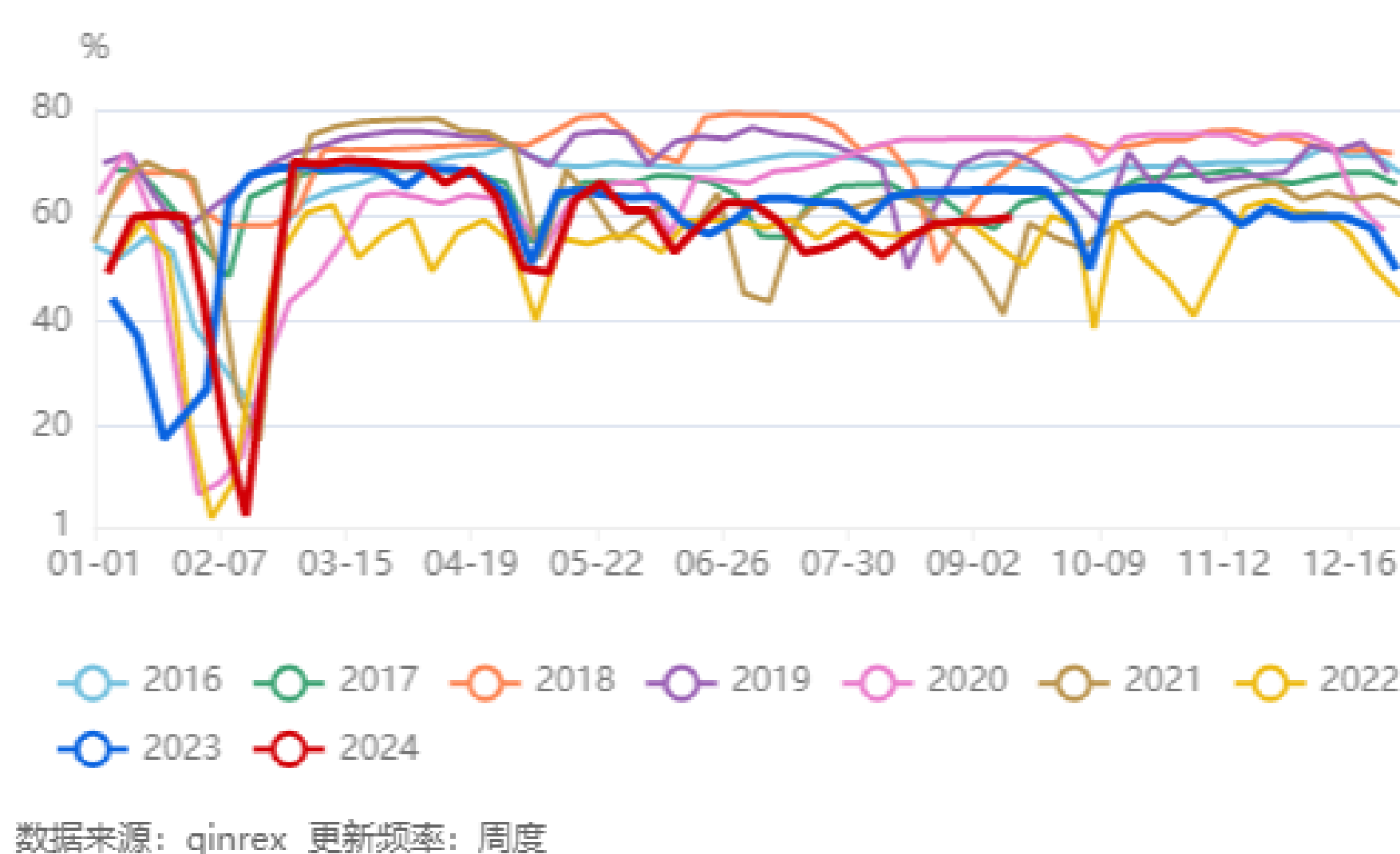
3. 合成胶需求

轮胎开工率:qinrex 2024-09-13



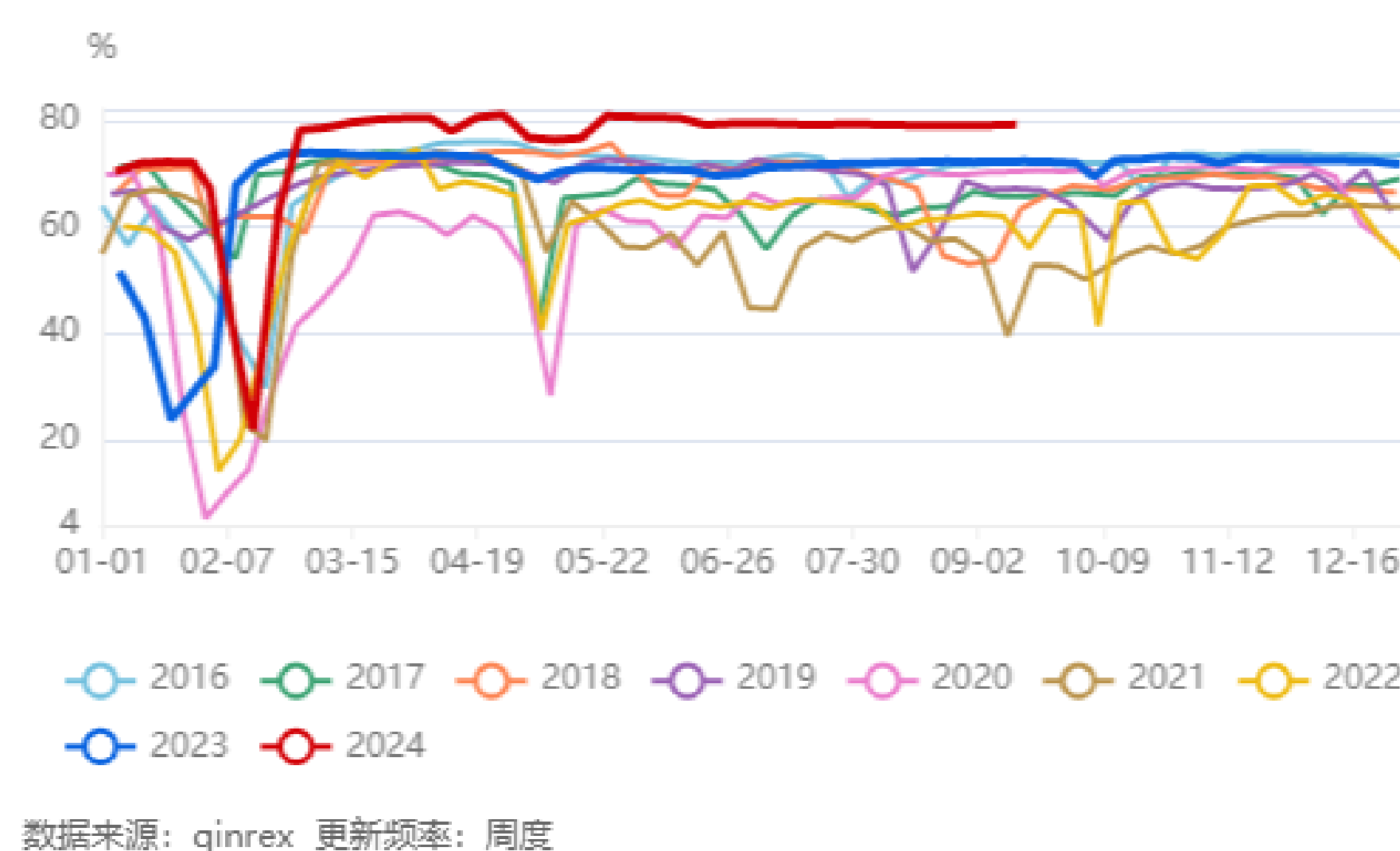
数据来源：qinrex 更新频率：周度

全钢胎开工率: qinrex 2024-09-13



数据来源：qinrex 更新频率：周度

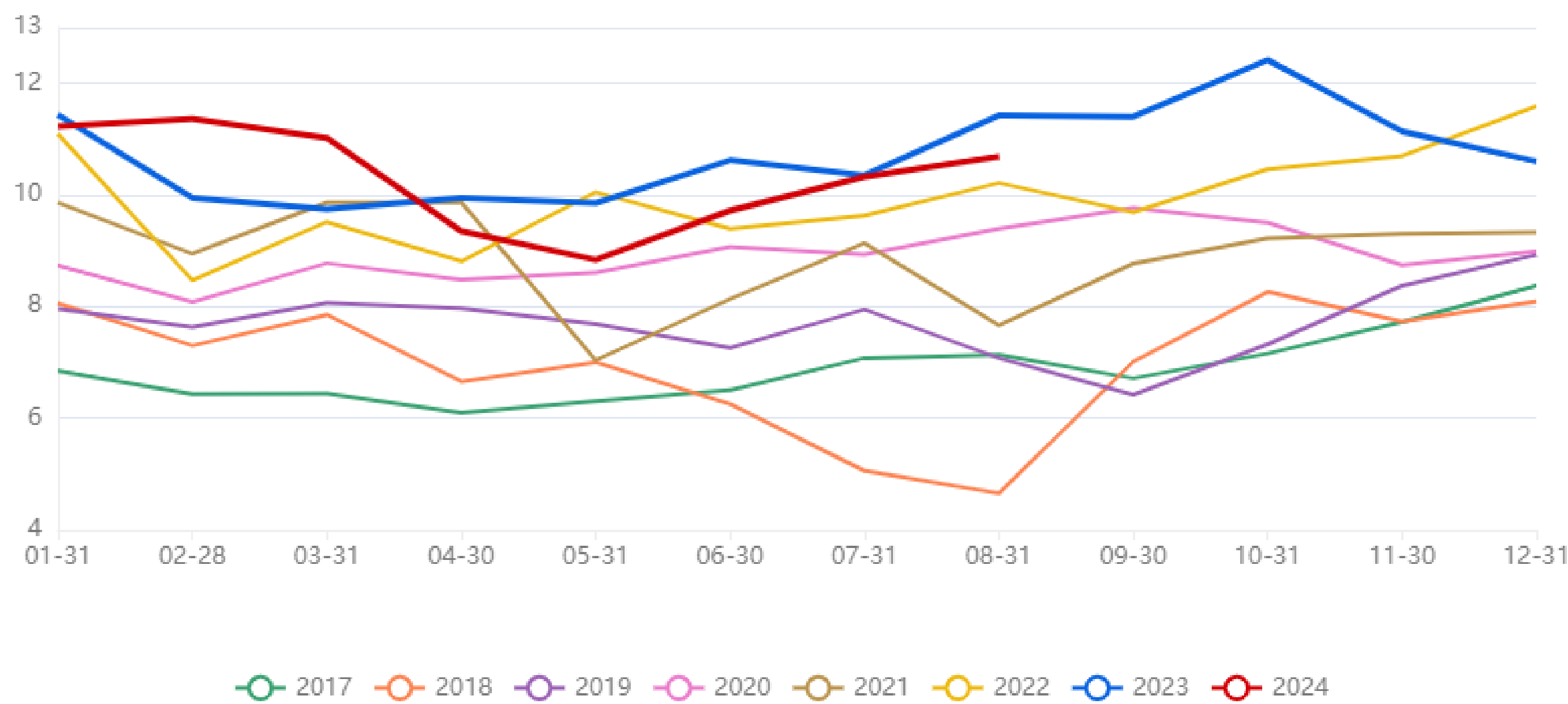
半钢胎开工率: qinrex 2024-09-13



数据来源：qinrex 更新频率：周度

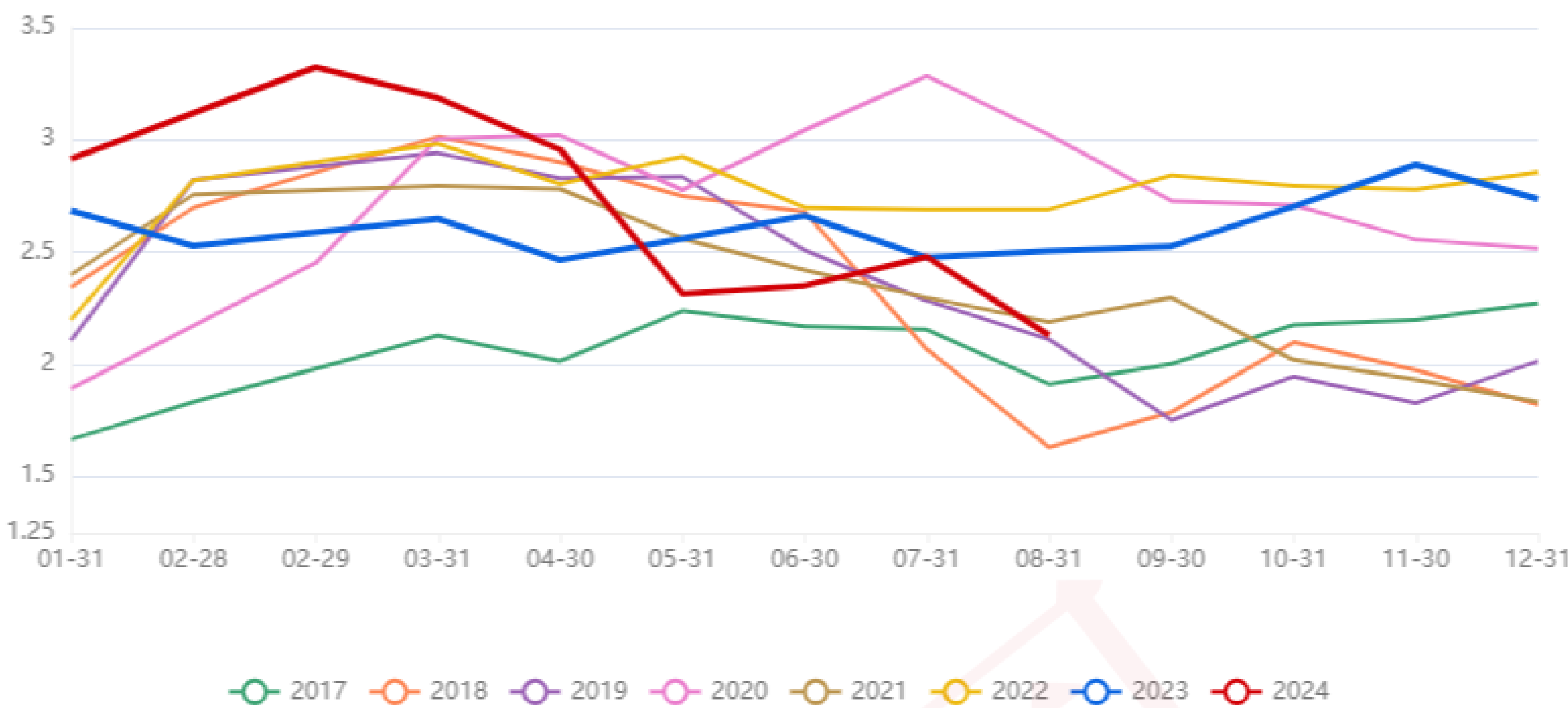
3. 合成胶需求

顺丁橡胶:消费量(月) 2024-08-31



数据来源: 隆众 更新频率: 月度

顺丁橡胶: 库存(月) 2024-08-31



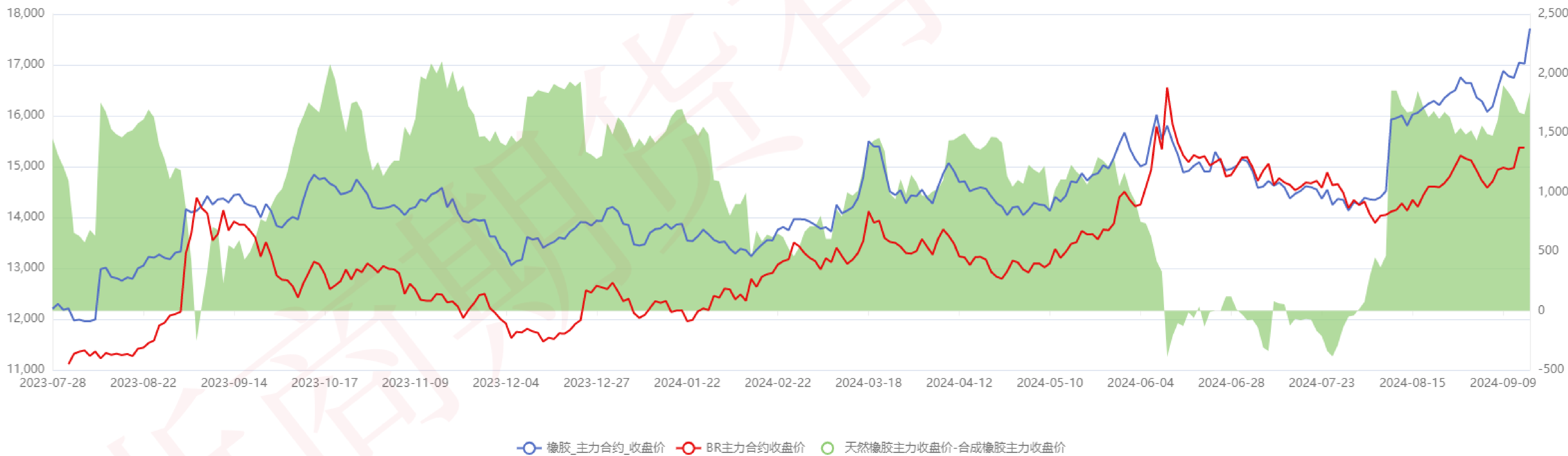
数据来源: 钢联

三、橡胶系板块的共振：协同上涨

橡胶系板块一致性

天然橡胶方面以供应端产区减产逻辑为主，整体维持偏多运行思路。近期受到天气扰动影响，天然橡胶强势上涨，并带动合成胶价同步上升，RU-BR价差有所走扩。

天然橡胶-合成橡胶盘面价差 2024-09-18



数据来源: ifind、浙商期货 更新频率: 日度

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。