

把握原料大投产周期下的波段性机会

——2025 年合成橡胶行情展望

报告导读

对于合成橡胶 2025 年的行情展望，我们认为依旧需要围绕成本端丁二烯的供需矛盾来展开。对于顺丁橡胶自身而言，终端需求的表现相对较为稳定，供给侧虽弹性较大，但本质上是受顺丁橡胶生产利润变动而进行调节，这造就了顺丁胶价跟随丁二烯价格走动。

研究顺丁橡胶的核心在于研究丁二烯的供需矛盾，对于 2025 年丁二烯的研判，可分为以下三个方面来进行阐述：

(1) 长期视角下的供需驱动：即丁二烯及其下游的投产节奏，上下游投产的不匹配会造成年度视角下价格中枢的上下移动。不同于 24 年的投产节奏错配剧烈，25 年较为匹配的上下游投产节奏不足以支撑如 24 年一样走出异常强势行情，年度价格中枢或偏低；

(2) 季节性视角下的供需驱动：丁二烯 25 年的季节性趋势预期继续维持，一二季度国内外检修对丁二烯形成利多，四季度海外裂解装置轻转重对丁二烯形成利空；

(3) 隐含的风险性因素：乙烯裂解利润始终承压带来的风险扰动。

投资要点

□ 原料供给侧研判

考虑乙烯裂解利润差的大背景难以改变，那么，即便是裂解产能大投放的周期，利润差叠加乙烯链终端需求有限造成开工率必然会下降，整体的产量提升就相对有限了，此时作为副产的丁二烯就不会有巨幅放量。因此可能会发生 24 年四季度的情况，即在供给增量被高估后很容易形成价格超跌以此产生做多机会。

□ 季节性机会

二季度多为检修季，利多丁二烯供给；四季度丁二烯供给易存压，中期可围绕季节性因素寻求波段机会以及进行相应风险规避。

□ 操作建议

2025 年的长期矛盾并不显著，全年的价格中枢或低于 2024 年，但做空风险偏大，可考虑季节性因素于上半年逢低做多，BR 主力合约参考入场价位区间【12500，13000】。

风险提示

丁二烯上下游装置投产意外；净进口量短期扰动；乙烯裂解利润修复；宏观意外风险以及相关胶种扰动等。

分析师：沈凡超

中央编号：BTT231

联系电话：852-4623 5564

邮箱：hector@cnzsqh.hk

相关报告

正文目录

1. 投资逻辑与操作建议	4
1.1. 投资逻辑	4
1.2. 操作建议与风险提示	6
2. 行情回顾与主线逻辑	7
2.1. 合成橡胶行情回顾	7
2.2. 主线逻辑	9
3. 成本丁二烯供需回顾与展望	10
3.1. 丁二烯供给端	10
3.1.1. 乙烯端	10
3.1.2. 丁二烯国内生产端	12
3.1.3. 丁二烯进出口端	13
3.2. 丁二烯需求端	14
3.2.1. 顺丁橡胶	14
3.2.2. 丁苯橡胶	15
3.2.3. ABS	15
3.2.4. SBS/SEBS	16
3.2.5. 合成胶乳	17
3.2.6. 其他下游	18
3.3. 丁二烯库存	19
3.4. 丁二烯供需平衡	19
4. 顺丁橡胶供需展望	20
4.1. 供给端	20
4.2. 需求端	21
4.2.1. 轮胎行业整体概况	21
4.2.2. 配套市场	22
4.2.3. 替换市场	23
4.2.4. 出口市场	24
4.3. 顺丁橡胶库存	25
5. 行情展望	25

图表目录

图表 1：中国石脑油裂解制乙烯生产情况	4
图表 2：中国石脑油裂解制乙烯利润情况	4
图表 3：2024—2025 年丁二烯上下游投产对比	5
图表 4：丁二烯产量季节性	6
图表 5：丁二烯净进口季节性	6
图表 6：合成橡胶盘面回顾	7
图表 7：合成橡胶价格联动关系	8
图表 8：合成橡胶近期主线逻辑	9
图表 9：丁二烯生产利润	10
图表 10：丁二烯开工与乙烯裂解开工	11
图表 11：乙烯裂解生产	11
图表 12：乙烯裂解理论	12
图表 13：丁二烯近年产能投放一览	12
图表 14：丁二烯近年生产情况	13
图表 15：丁二烯近年进出口情况	14
图表 16：BR 近年生产情况	15
图表 17：SBR 近年生产情况	15
图表 18：ABS 近年生产情况	16
图表 19：SBS 近年生产情况	16
图表 20：SEBS 近年生产情况	17
图表 21：丁苯胶乳近年生产情况	17
图表 22：丁腈胶乳/丁吡胶乳近年生产情况	18
图表 23：丁腈橡胶近年生产情况	18
图表 24：丁二烯库存情况	19
图表 25：丁二烯供需缺口	19
图表 26：丁二烯上下游投产情况	20
图表 27：顺丁橡胶生产情况	20
图表 28：顺丁橡胶进出口情况	21
图表 28：轮胎生产情况	22
图表 29：轮胎库存情况	22
图表 30：汽车产销情况	23
图表 31：物流情况	23
图表 32：轮胎出口情况	24
图表 33：轮胎出口国家	24
图表 34：顺丁橡胶库存情况	25

1. 投资逻辑与操作建议

1.1. 投资逻辑

合成橡胶分析核心逻辑：围绕丁二烯供需以及季节性展开，下面将分别讨论丁二烯的供需问题以及季节性。

【供给端】：

供给侧的核心还是在于乙烯裂解利润差的大背景难以改变，那么，即便是裂解产能大投放的周期，利润差叠加乙烯链终端需求有限造成开工率必然会下降，整体的产量提升就相对有限了。在乙烯终端需求没有明显提升的背景下，供需最终会回归到新的平衡，此时作为副产的丁二烯就不会有巨幅放量。因此可能会发生 2024 年四季度的情况，即在供给增量被高估的情况下，很容易形成价格超跌以此产生做多机会。

此外，裂解利润偏差更多的是一个隐性的东西，不会作为直观驱动因素，只会作为一个支撑因素。然而，裂解利润偏差在经过长时间积累下很可能会产生比较剧烈的矛盾。从国内目前情况来看，乙烯裂解开工仍然维持偏高位置，而从全球视角来看，不论是韩国还是台湾地区，均有在 2025 年关闭部分乙烯裂解装置的计划，即在裂解利润差这个客观背景下做空丁二烯存在着偏高的风险，倘若国内因为长时间的利润承压导致部分裂解装置停车检修，则势必会造成丁二烯供给减量并驱动其价格上行，这种潜在的可能性对做空丁二烯会产生极高的风险。

图表 1：中国石脑油裂解制乙烯生产情况

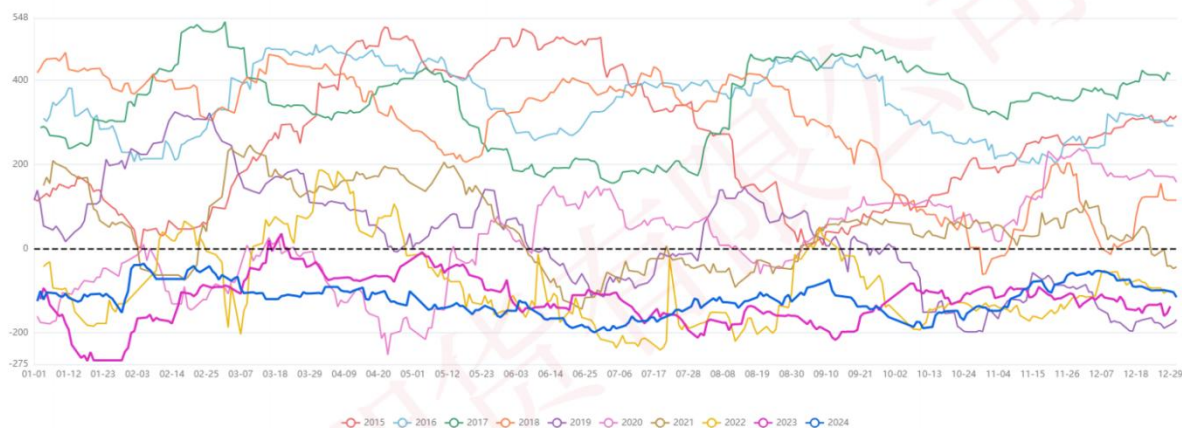
乙烯石脑油裂解产量：中国（周） 2025-01-10 乙烯石脑油裂解负荷：中国（周） 2025-01-10



资料来源：钢联，浙商国际

图表 2：中国石脑油裂解制乙烯利润情况

乙烯：石脑油裂解：生产毛利：中国（日） 2024-12-31



资料来源：钢联，浙商国际

【需求端】：

考虑丁二烯的需求侧，首先来讨论丁二烯下游的投产，在 2024 年高价丁二烯的背景下，其下游投产是远低于预期的，相当一部分的产能投放被延期到 2025 年了。而根据 2025 年的投产计划来看，丁二烯下游投放产能折算至对丁二烯的消耗并不低于丁二烯投放产能，另外不同于 2024 年的高价格局也是有利于下游新产能投放的，此为其一；其二在于丁二烯下游开工仍然存在放量空间，仍然参考 2024 年四季度的走势，在丁二烯走跌后，诸多下游有着明显的负荷提升现象。在 2024 年高价丁二烯的大背景下，诸多下游承压已经把负荷压制在低位了，相较于 2024 年的价格中枢，2025 年价格中枢预期偏低，那么会更倾向于形成其下调整体的负荷增量，以此形成对其价格的支撑。总的来说，丁二烯的下游投产与负荷提升空间为丁二烯价格提供了高于 2024 年的驱动，尤其是在丁二烯价格降至低位后会形成显著的支撑。

注意到，我们在上文中描述到“相较于 2024 年的价格中枢，2025 年价格中枢预期偏低”，这是由于在 2024 年丁二烯特殊的投产背景下，前三季度无投产而形成的高价导致了全年的平均价格偏高，这部分导致价格拉升的矛盾在 2025 年将得到大幅缓解，那么 2025 年的全年均价比 2024 年低便在情理之中了。

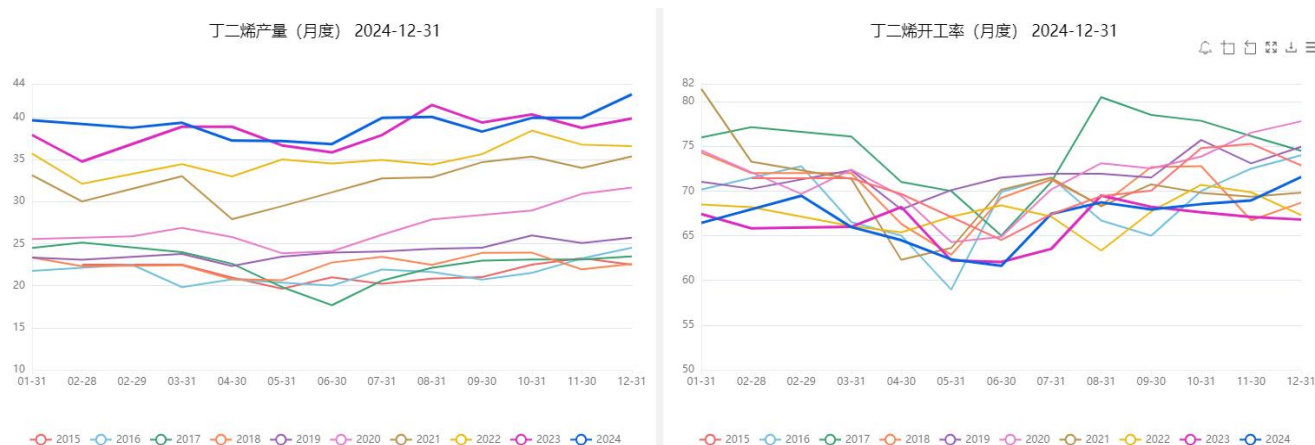
图表 3：2024—2025 年丁二烯上下游投产对比

2024~2025 丁二烯上下游投产概况		
丁二烯下游	新增产能	折丁二烯
BR	42	42.84
SBR	23	17.25
ABS	383	57.45
SBS	22	16.06
SEBS	15	10.5
丁腈橡胶	1	0.65
胶乳	80	20
己二腈	5	3
下游合计		167.75
丁二烯		140

资料来源：浙商国际，浙商期货

【季节性】：

2025 年的季节性趋势预期继续维持，一方面是开工的季节性，国内的传统检修季在二季度，丁二烯供应相对减量；另一方面是丁二烯进出口，出口方面由于东北亚传统检修季，往往在 3 月份打开出口套利窗口，进口方面则主要由于四季度海外部分裂解原料轻转重，丁二烯出率提高形成供给放量。综合来说，季节性上二季度利多四季度利空，中期可围绕季节性因素进行相应风险规避。

图表 4：丁二烯产量季节性


资料来源：浙商国际，浙商期货

图表 5：丁二烯净进口季节性


资料来源：浙商国际，浙商期货

1.2. 操作建议与风险提示

【操作建议】

2025 年的长期矛盾并不显著，全年的价格中枢或低于 2024 年，但做空风险偏大，可考虑季节性因素于上半年逢低做多，BR 主力合约参考入场价位区间【12500，13000】；另外由于底部存在支撑，亦可选择卖出近月虚值看跌期权。

【风险提示】

丁二烯上下游装置投产意外；净进口量短期扰动；乙烯裂解利润修复；宏观意外风险以及相关胶种扰动等。

2. 行情回顾与主线逻辑

2.1. 合成橡胶行情回顾

纵观 2024 年全年，合成橡胶可谓是一波未平一波再起，却于年末归于沉寂。但若遥望去年底，合成胶价却仍是上涨两千有余，一如其成本端丁二烯的涨幅。从长期视角来看，2024 年驱动合成胶价走势的核心在于其原料丁二烯，而丁二烯的价格驱动在来自于同其下游投产的错配。2024 年前三季度丁二烯并无新增产能，这支撑着前三季度丁二烯价格中枢不断上移；四季度随着新装置投产落地，丁二烯价格应声下滑。而对于合成橡胶而言，其全年价格走势与丁二烯近乎一致，在其供需偏弱的背景下，依旧延续成本定价逻辑。

图表 6：合成橡胶盘面回顾



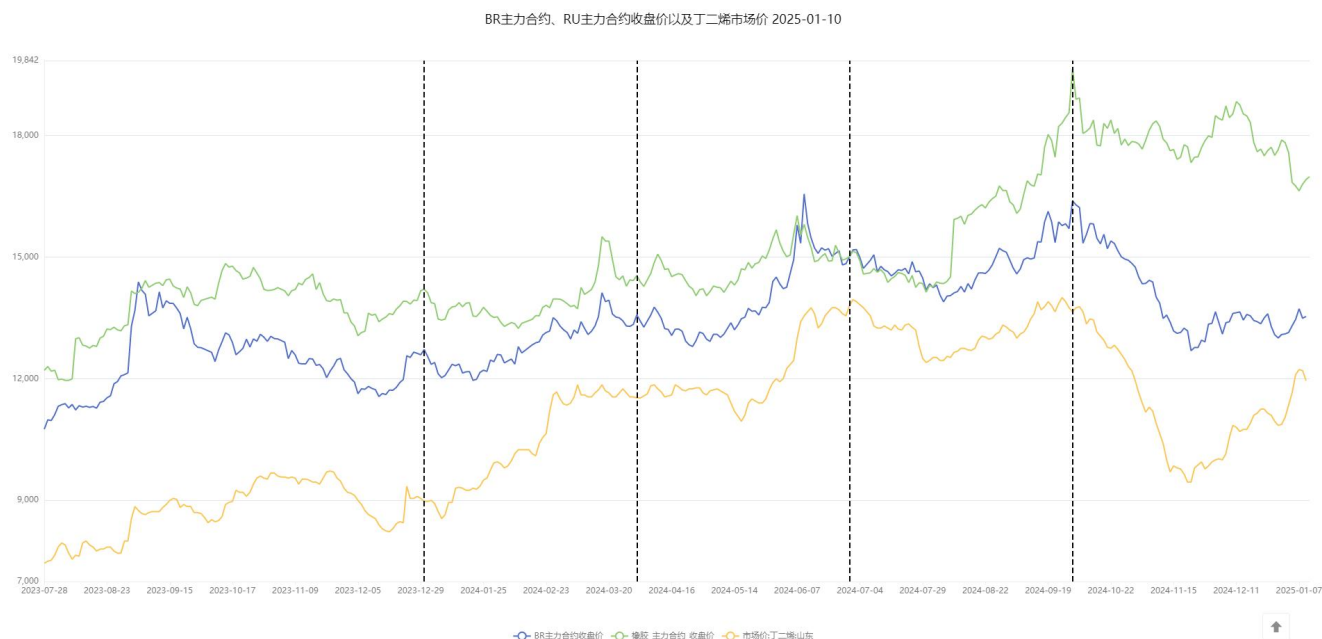
资料来源：浙商国际，浙商期货

细分来看，按照季度将 2024 年的行情划分为以下四段：

① 去年底，在齐鲁石化烯烃厂突发意外的影响下，盘面价格迅速拉涨，打响了 2024 年上涨行情的第一枪。一季度，在原料端偏强支撑下，顺丁胶价不断走高，盘面亦跟随走强。原料的端的偏强驱动来源其供需偏紧的格局，在 2024 年前三季度无新增投产的背景下，国内产量逼近峰值，且自 2 月后，东北亚装置检修偏多叠加红海冲突导致欧洲丁二烯出口下降，造成东北亚价格先行上涨，国内出口套利窗口打开，净进口量迅速收窄，3、4 两月一度转负，国内供需偏强指引丁二烯价格不断攀升，带动合成胶价走强。

② 对于二季度而言，则需按月细分讨论。4 月，丁二烯价格企稳，此时的丁二烯供需趋于被动性平衡，即供给受限后价格上涨导致了下游被动降负，以此达成的供需平衡。然而二季度作为丁二烯传统检修季，5 月，供给偏强指引下丁二烯乃至顺丁价格不断攀升，临近 5 月末，由于合成橡胶的仓单需于六月底集中注销老胶，基本面强势支撑投机情绪发酵，原料、胶价双双冲高，合成胶价甚至一度升水天然橡胶。6 月，由于原料丁二烯价格大幅上扬造成出口减量，净进口相较 5 月增近 2 万吨，对国内市场偏紧供需有所缓解。在失去原料端强势支撑后，顺丁橡胶看涨情绪消退，胶价逐渐回吐前期涨幅，盘面上呈现出了急涨急跌的行情。

如果说，上半年是在原料端强势的背景下，合成橡胶跟随天然橡胶同步震荡式上涨，价格中枢亦同步上移。那么下半年，合成橡胶则更倾向于走出了自己的独立行情。我们在半年报中对于丁二烯下半年供需的研判为三季度延续偏紧的态势，四季度由于新增产能落地将转松，从结果上来看，这一研判是相对准确的。

图表 7：合成橡胶价格联动关系


资料来源：浙商国际，浙商期货

③ 对于三季度而言，合成橡胶可谓是波涛汹涌，一时风光无限但背后却无力支撑。对于7月份而言，随着前期丁二烯检修的恢复，国内丁二烯产量上量，较上月增长月3万吨。此时的交易矛盾主要在于丁二烯紧供需修复对丁二烯高位价格的压制，丁二烯价格逐步回落至六月初的水平。与此同时，合成橡胶在无天胶的强势拉扯下，价格同步回落。

步入8月，随着国内产量增后企稳，市场对进出口方面的关注度便有所提高了。8、9月份丁二烯外贸进口活跃，然而由于台风季影响，8月份货源到港偏低引发市场对进口货源增量怀疑。另一方面。随着前期丁二烯价格下跌后让利于下游，以及“金九银十”临近，市场亦把丁二烯需求端纳入视角。对于丁二烯需求端而言，比较瞩目的便是ABS，8月份对丁二烯消耗较上月约增1.3万吨，就其原因在于9月份道改预期偏好，主要是9月份后国内多数地区雨水结束，道改项目施工条件转好，除此之外，部分区域项目启动，尤其是川渝及新疆等地区启动较快，整体需求增量引发ABS开工提升。8月份在供需的双重影响下，丁二烯价格走强，并带动顺丁胶价走强。

9月作为2024年最为关键的月份，可谓是一纸繁华终是梦。在“金九银十”与宏观情绪的双重刺激下，天然橡胶开启了一波轰轰烈烈的大涨行情，牵扯顺丁胶价不断走强。然丁二烯市场对进口增量的担忧偏甚，价格于九月中旬止步不前，唯剩顺丁胶跟随天胶不断上冲，一度臻至六月初高点。然其内驱不足，RU-BR价差不断走扩，其原料既已止步不前，顺丁胶弃离丁二烯的单方面上涨只成泡影。

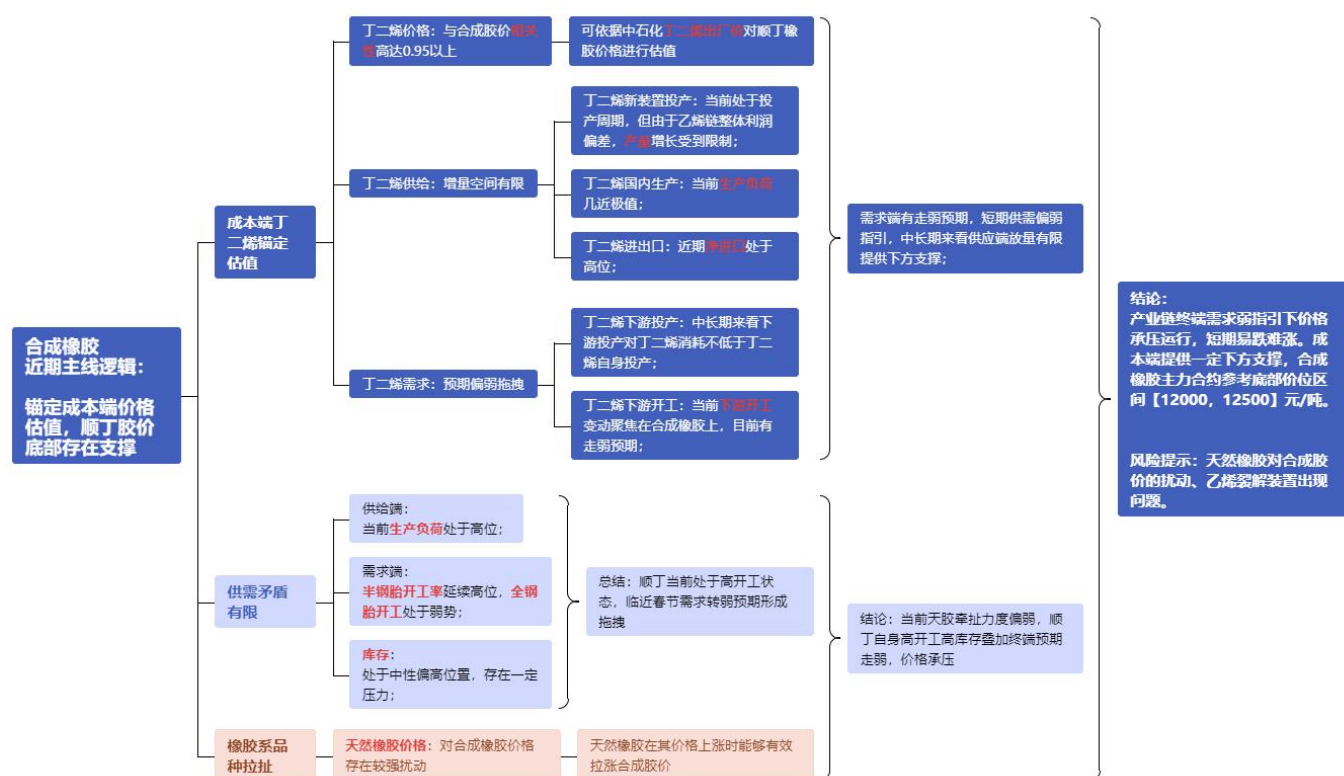
④对于四季度而言，丁二烯以及顺丁橡胶走出了流畅的单边下跌行情，恰是一朝入梦终不醒，繁华落尽一场空。本轮下跌行情中，直观的核心利空来源于两点，一是自九月份开始进口货源出现增量，并于十月份出现净进口历史新高量，二是丁二烯在四季度乃至2025年有较多的投产预期。其中国内的投产预期形成的利空比较明朗，在2024年前三季度没有任何新增产能以及生产负荷高至临界的背景下，新产能的落地能够直接的带来进一步的供给增量，对丁二烯价格形成利空。而对于丁二烯的进口增量，更多的出于季节性因素。随着冬季来临，轻质化原料价格走强，海外乙烯裂解轻转重，丁二烯产量放量形成偏空指引，进口增量则是海外价格对国内价格冲击的直观体现。在两大利空的刺激下，又逢丁二烯前期价格高位，便形成持续近两个月的流畅下跌。

12月，在经历前期丁二烯下跌对于下游的生产刺激后，丁二烯供需渐趋平衡。在供给增量有限的情况下，下游尤其是合成橡胶的生产负荷不断走高，以致形成丁二烯供需趋紧，牵动丁二烯价格止跌反弹，并为顺丁橡胶提供偏强指引，驱动盘面震荡上行。

2.2. 主线逻辑

回顾 2024 年整年，顺丁橡胶定价受到三方面的驱动，其核心在于成本端丁二烯的驱动，其次是相关胶种的扰动，最后便是其自身供需的驱动了。就其影响因素而言，2024 年上半年受到丁二烯与天然橡胶的共同影响，而下半年则更倾向于完全围绕丁二烯走动了。对于 2025 年的顺丁橡胶的走势，我们认为依然受以上三大因素影响，且其核心更向丁二烯趋紧。那么，对于丁二烯的研究依旧是重中之重。下面是我们针对合成橡胶行情研判的近期主线逻辑，核心结论依旧还是在下方存在支撑的基础上逢低做多。

图表 8：合成橡胶近期主线逻辑



资料来源：浙商国际，浙商期货

3. 成本丁二烯供需回顾与展望

对于丁二烯的供需而言，我们在前文投资逻辑中分别针对了供需两侧进行了探讨，下面我们依旧围绕供需进行展开。

3.1. 丁二烯供给端

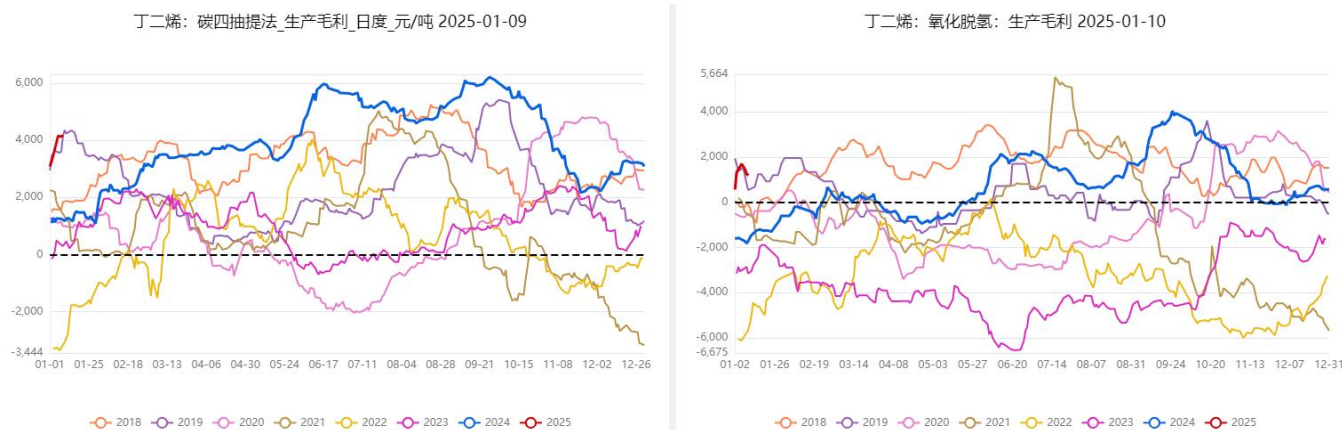
对于丁二烯供给侧的分析，我们将分为以下三个方面进行：

- 1. 乙烯端：**作为丁二烯生产的源头，乙烯裂解利润差是隐性的伏笔，是对丁二烯价格底部的支撑，并起到一定的风险扰动，但通常不具备直观的上涨驱动力；
- 2. 国内生产端：**2024 年国内丁二烯生产负荷受到压制，且 2025 年或受到进一步压制。2025 年产量增量来源于新增产能，实际增量预期低于理论预期，该部分增量与丁二烯下游产量增量的错配是驱动丁二烯 2025 年价格中枢移动的核心动力；另一方面则需关注二季度检修季负荷下降造成的供给减量；
- 3. 进出口端：**丁二烯进出口端亦存一定季节性，净进口量整体呈现二季度减量四季度增量的格局。

3.1.1. 乙烯端

在开始我们对丁二烯供给侧的分析之前，首先对其源头进行简单介绍。目前全球丁二烯的来源主要有两种：一种是 C4 抽提法（萃取精馏法），即从乙烯裂解装置副产的裂解碳四馏分中抽提得到，这种方法价格低廉，经济上占优势，是丁二烯的主要来源，产能占比维持在 95% 以上；另一种是从炼油厂碳四馏分脱氢得到（丁烯氧化脱氢），但氧化脱氢工艺的运行成本比较高，经济性较差，以该生产工艺的全球产能占比始终较小。

图表 9：丁二烯生产利润

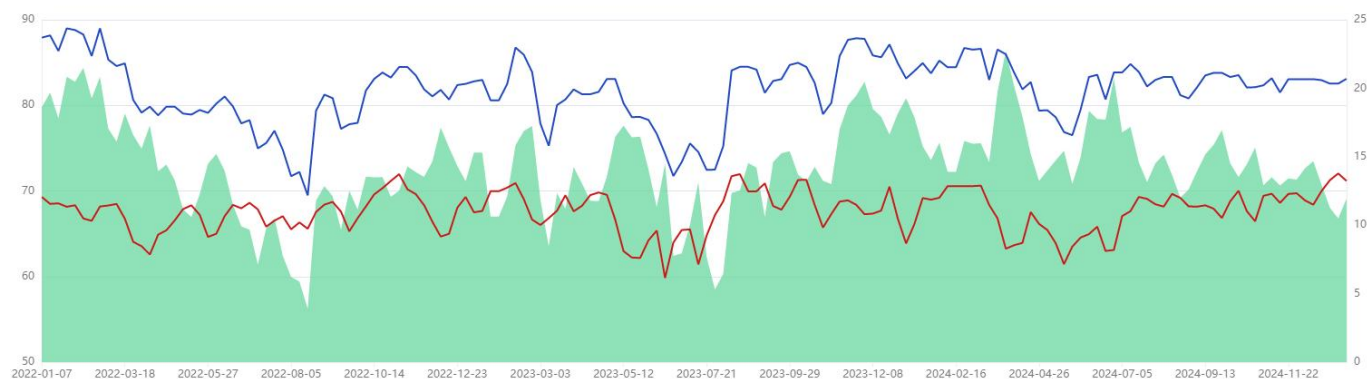


资料来源：浙商国际，浙商期货

对于我国而言，丁二烯制备主要来源于石脑油裂解制乙烯产生的裂解碳四，使用轻烃裂解的产能占比约为 7%。另外一种生产工艺则是氧化脱氢工艺，产能占比约为 7.6%，但由于生产工艺落后成本较高，大部分装置均已长期停车，市场实际运行产能极小。因此，丁二烯装置的开工几乎被乙烯裂解装置开工所主导，其自身的生产利润对负荷的反馈是偏小的。

图表 10：丁二烯开工与乙烯裂解开工

乙烯裂解/丁二烯抽提开工对比 2025-01-10



资料来源：浙商国际，浙商期货

对于乙烯裂解而言，自去年起裂解利润始终承压，虽然丁二烯生产利润较好，但其开工却始终受到压制，这或是因为整体利润不佳又或是因为乙烯链其他产品出现问题。作为乙烯链的副产，乙烯裂解利润差对于丁二烯而言更多是一种隐性的伏笔，是对丁二烯价格底部的支撑。乙烯裂解利润差表明了乙烯链终端需求不足以形成驱动，那么乙烯裂解的产量将始终受到限制，同时丁二烯的产量便存在上限了，这对丁二烯价格提供了底部支撑。在 2025 年乙烯裂解大投产的背景下，裂解负荷的下降或许是必然的，这将导致 2025 年丁二烯的实际产量增量显著低于理论产量增量。

此外，裂解利润偏差在经过长时间积累下很可能会产生比较剧烈的矛盾。从国内来看目前乙烯裂解开工仍然维持偏高位置，而从全球视角来看，不论是韩国还是台湾地区，均有在 2025 年关闭部分乙烯裂解装置的计划，即在裂解利润差这个客观背景下做空丁二烯存在着偏高的风险，倘若国内因为长时间的利润承压导致部分裂解装置停车检修，则势必会造成丁二烯供给减量并驱动其价格上行。然而，在出现这种风险性事件之前，并不会直观的驱动丁二烯价格上行。

图表 11：乙烯裂解生产

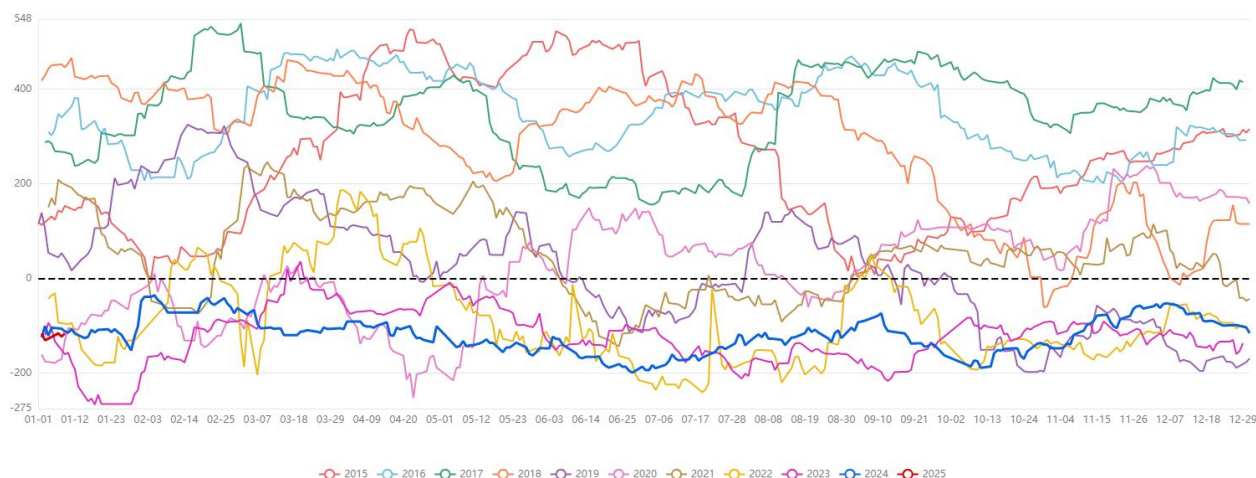
乙烯石脑油裂解产量：中国（周） 2025-01-10 乙烯石脑油裂解负荷：中国（周） 2025-01-10



资料来源：浙商国际，浙商期货

图表 12: 乙烯裂解理论

乙烯: 石脑油裂解: 生产毛利: 中国 (日) 2025-01-09



资料来源：浙商国际，浙商期货

3.1.2. 丁二烯国内生产端

由于部分氧化脱氢装置长期停车以及乙烯裂解利润承压的双重作用下，2024 年丁二烯国内生产负荷受到压制，国内生产量增量仅能来源于新增产能。就 2024 年而言，由于前三季度仅有卫星技改增加 1 万吨/年产能，四季度则有 36 万吨/年的产能投放。对于 2025 年而言，则是有 103 万吨/年的产能增量，若算上 2024 年 12 月的裕龙岛石化，则共有 118 万吨的产能投放，整体投放节奏较为平均。

图表 13：丁二烯近年产能投放一览

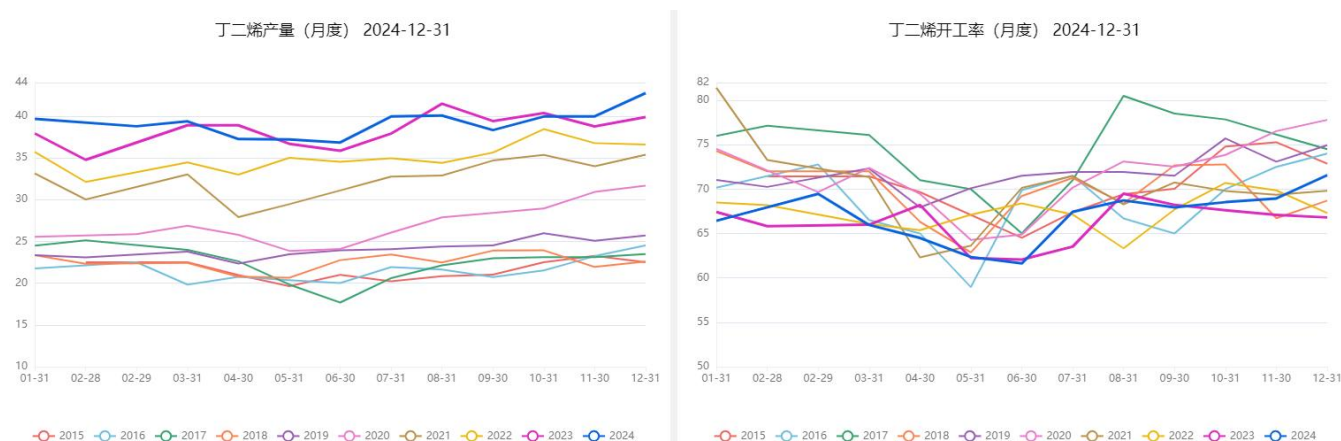
2024+2025 中国丁二烯规划新增产能						配套折丁二烯
年度	厂家	新增产能	投产时间	工艺路线	配套丁二烯下游装置	配套折丁二烯
2023	盛虹炼化	20	2023 年 1 月	抽提法		
	中油广东石化	11	2023 年 2 月	抽提法		
	海南炼化	13	2023 年 2 月	抽提法		
	东明石化	5	2023 年 3 月	抽提法		
	三江化工	8	2023 年 5 月	抽提法		
	合计	57				
2024	卫星化学股份有限公司	1（7→8）	2024年6月	抽提法	/	0
	金诚石化	6	未知	抽提法	/	0
	天津南港	15	2024年11月	抽提法	30万吨/年ABS	4.5
	裕龙岛石化1	15	2024年12月	抽提法	15万吨/年BR+6万吨/年SSBR	19.8
	合计	37				24.3
2025	万华化学二期	20	2025Q1	抽提法	/	0
	埃克森美孚惠州	20	2025Q2	抽提法	/	0
	裕龙岛石化2	20	2025Q3	抽提法	60万吨/年ABS	9
	吉林石化	20	2025Q3	抽提法	60万吨/年ABS+5万吨/年BR	14.1
	丰海高新材料	5	2025Q4	抽提法	/	0
	广西石化	18	2025Q4	抽提法	12万吨/年SSBR（8万吨/年SBS）	9
	合计	103				32.1
数据来源：隆众资讯、卓创、浙商期货研究中心						

资料来源：浙商国际，浙商期货

对于丁二烯的开工而言，2024 年的年度生产负荷延续走低。对比来看国内乙烯裂解利润的近年情况，即从 2022 年乙烯裂解利润开始承压，相应的国内丁二烯开工率增速于 2022 年出现拐点，随后开始逐年下滑，这恰好验证了我们在前文中对于乙烯裂解利润差会对丁二烯开工产生压制的判断。那么对于 2025 年而言，由于对乙烯裂解 2025 年的开工预期进一步走低，相应的丁二烯生产负荷亦进一步受到压制同样延续走低。相较于大幅增长的乙烯裂解产能，我们选择保守的对丁二烯开工下降速度进行预期，即延续 2024 年的下降幅度，并以此对 2025 年的丁二烯产量进行推断。需要注意的是，由于丁二烯新产能落地可能存在的延后性以及开工率出现更大幅度下滑的可能性，以此推断出的丁二烯产量是大概率高于实际生产的。我们的目的在于给出丁二烯下方更加鲁棒性的支撑，那么选择这种保守的推断也是必要的。

结合 2024 年四季度的情况来看，对丁二烯供给增量的超估易于存在且实际的发生，市场对丁二烯供给增量超估从而导致丁二烯价格超跌将会给出做多机会。相较于大乙烯链的投产，丁二烯下游的投产似乎是更加“微不足道”且“不必在意”的，而恰是这种目光聚焦的失衡，往往存在着更加保险的机会。我们希望给出一个更倾向于低风险的策略，那么选择一个更加鲁棒性的丁二烯产量推断，并以此研判 2025 年的供需缺口，似乎是更加有效的。

图表 14：丁二烯近年生产情况



资料来源：浙商国际，浙商期货

最后一方面，根据历史规律与现实情况分析可得，二季度作为传统检修季，丁二烯产量相对较少，那么作为一季度转向二季度的三月份，或许便是丁二烯弱转强的契机所在。

3.1.3. 丁二烯进出口端

对于丁二烯的全球产能分布而言，与炼化一体化的产能分布重叠度较高，其中亚洲是最主要的丁二烯产区。环球来看，中国与北美是丁二烯的主要需求地，西北欧、中东、印度、东南亚、南美均是净流出区域。

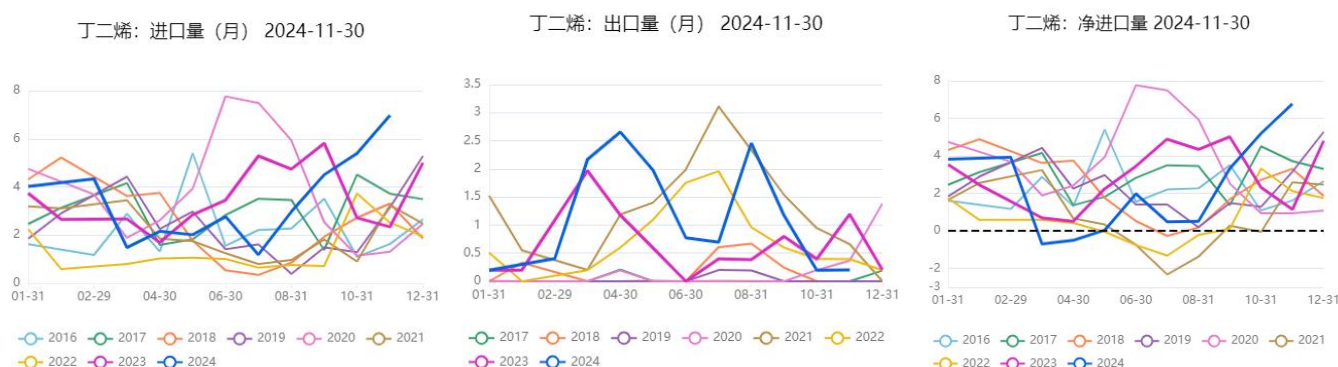
对于中国而言，作为净进口国家，丁二烯进口来自于诸多区域，出口则是主要针对韩国与台湾。就进出口对丁二烯供给侧的影响可以分为以下两方面讨论：

首先考虑出口方面，核心主要在于出口增量所造成的净进口由正转负。此时进出口端形成丁二烯供应减量，往往会给予丁二烯供需偏强指引。净进口由正转负的核心在于对东北亚出口套利窗口打开，根据对东北亚的出口利润可以看到，套利窗口多发生在 3 月份附近，对应于东北亚乙烯裂解的传统检修季。此时对韩台出口放量造成国内丁二烯供给紧张，叠加与国内本身检修季重叠，通常会对丁二烯价格形成偏强指引。

其次考虑丁二烯的进口方面，丁二烯是裂解制乙烯的副产，而乙烯可通过石脑油裂解制得亦可通过轻烃裂解获得。不同于国内多采用石脑油裂解制乙烯，海外存在大量轻烃裂解装置，而石脑油裂解对丁二烯的出率约为 4.56%，丙烷

裂解对丁二烯的出率约为 3.01%。四季度因取暖需求丙烷价格相对石脑油价格提高，会增多石脑油裂解的使用，利于丁二烯供给放量，利于国内丁二烯进口增量。

图表 15：丁二烯近年进出口情况



资料来源：浙商国际，浙商期货

3.2. 丁二烯需求端

丁二烯主要下游是合成橡胶行业，其中顺丁橡胶（BR）是丁二烯最大的下游消费领域，丁苯橡胶（SBR）位居第二位，苯乙烯热塑性弹性体（SBS、SEBS）和丙烯腈—丁二烯—苯乙烯共聚物（ABS）也是丁二烯主要下游。其次则是用来生产丁腈橡胶、丁苯胶乳、丁腈胶乳、丁吡胶乳以及己二腈等。

对于丁二烯需求端，我们将针对每个品种进行概述分析，我们的重点将放在这些下游品种的生产数据以及产能投放上，本质上是研究它们的生产在丁二烯需求侧的驱动。在 2024 年丁二烯稀缺的背景下，这些下游品种的生产利润受到挤压导致开工承压产量偏低，而 2025 年一系列丁二烯新产能的投放将有利于下游的开工，倾向于形成下游整体的生产增量，以此产生对丁二烯价格的支撑。这种情况在 2024 年四季度有所体现了，丁二烯下游产量的迅速提升有效的带动丁二烯价格止跌反弹，那么如今丁二烯价格偏低的格局下，再去寻求低位做多机会未免不是一种机会。

对于这些下游品种的产能投放而言，由于 2024 年丁二烯的稀缺与高价，下游产能投放远不及预期，部分投产计划被延后至 2025 年。纵观 2025 年丁二烯下游的产能投放计划，折算至对丁二烯的消耗并不低于丁二烯所投放的产能，这在某种程度上有效的对冲了 2025 年丁二烯的投产利空。

总的来说，丁二烯的下游投产预期与产量提升空间为丁二烯价格提供了高于 2024 年的驱动，尤其是在丁二烯价格降至低位后会形成显著的支撑。

3.2.1. 顺丁橡胶

顺丁的终端应用场景主要为轮胎，其中更多的应用到全钢胎中，其他应用场景包含鞋材、管道等。

2025 年顺丁橡胶新增产能计划 15 万吨/年，加上 2024 年 12 月投产的 15 万吨/年，则新增产能共 30 万吨/年。就近年产能增长来看，顺丁胶维持着较为稳定的增长速度，产能逐年小幅增加。

从开工上来看，2024 年顺丁橡胶开工率处于历年低位，上方存在放量空间。

图表 16: BR 近年生产情况

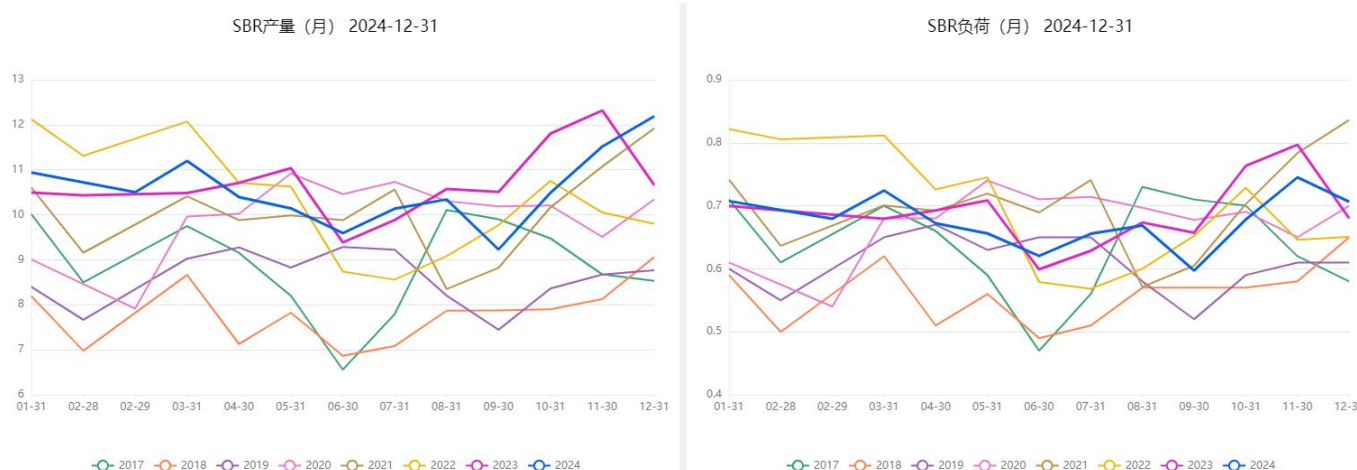

资料来源: 浙商国际, 浙商期货

3.2.2. 丁苯橡胶

丁苯橡胶同样为丁二烯主要下游之一，是最大的通用合成橡胶品种。其终端应用场景与顺丁同为轮胎，与顺丁不同的是，丁苯在轮胎中的应用更为广泛。其他应用场景则是鞋材、胶带、胶管、电线电缆等。

2025 年丁苯橡胶新增产能计划 26 万吨/年，其中申华为原装置拆除后扩建，其他为上游丁二烯配套装置。

从开工上来看，由于新能源汽车发展势头较好，轮胎开工始终处于高位，需求侧对丁苯形成一定驱动。就 2025 年来看，终端需求仍然提供偏强指引，且开工上方仍然存在放量空间。

图表 17: SBR 近年生产情况


资料来源: 浙商国际, 浙商期货

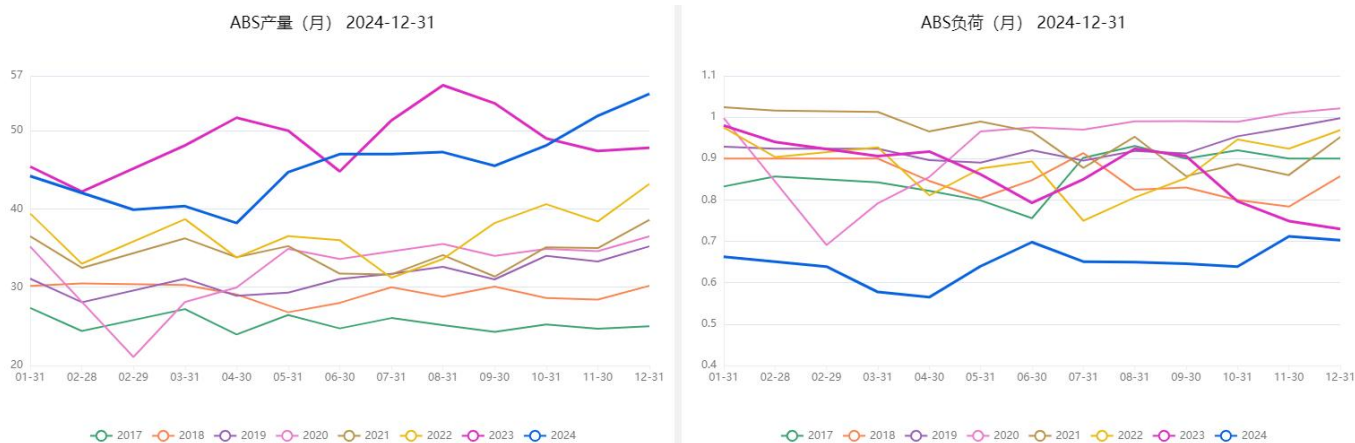
3.2.3. ABS

ABS 树脂是以丁二烯、苯乙烯、丙烯腈为原料制得，对丁二烯的消耗系数相对较低，但由于其自身产量较大，对丁二烯的消耗同样不容小觑。ABS 适用于家用电器制品，其中主要以白色家电为主，另外 ABS 在汽车方面大幅使用，ABS 及其复合材料的用量接近汽车塑料总用量的 8%。

近年来 ABS 产能增加迅速，今明两年共计约有 383 万吨的新增产能投放，但过快的产能投放造成 ABS 开工大幅下滑。

从 ABS 生产上来看，过去两年产量居于高位，2024 年由于产能投放叠加高价丁二烯造成的利润承压，开工处于近年低位。对于 2025 年 ABS 的终端需求来看，内需面在“以旧换新”政策的延续下有望继续保持向好发展，外需在新兴海外市场的拓展下有望保持高景气度发展。综合来说，对 ABS2025 年的全年产量预期增量，但在高投产的背景下，预期全年开工率进一步大幅下滑。

图表 18：ABS 近年生产情况



资料来源：浙商国际，浙商期货

3.2.4. SBS/SEBS

SBS 是以苯乙烯、丁二烯为单体的三嵌段共聚物，是世界产量最大、与橡胶性能最为相似的一种热塑性弹性体。SBS 终端应用主要为橡胶制品、树脂改性剂、粘合剂和沥青改性剂四大领域，其中沥青改性和鞋材是 SBS 最为主要的终端应用。

近年来 SBS 投产放缓，产量负荷双双下降，尤其 2024 年在高价丁二烯的压制下开工居于历史低位。SBS 用作沥青改性的干胶利润较好，但受限干基础设施建设速度的放缓，未能给 SBS 生产带来显著驱动。就 2024 年而言，SBS 在二季度生产明显承压，临近 9 月开工有所恢复后才重新形成产量上量。SBS 对丁二烯的需求侧驱动较为明显，2024 年受制于成本端压力全年产量下滑，预期 2025 年能够有所恢复。

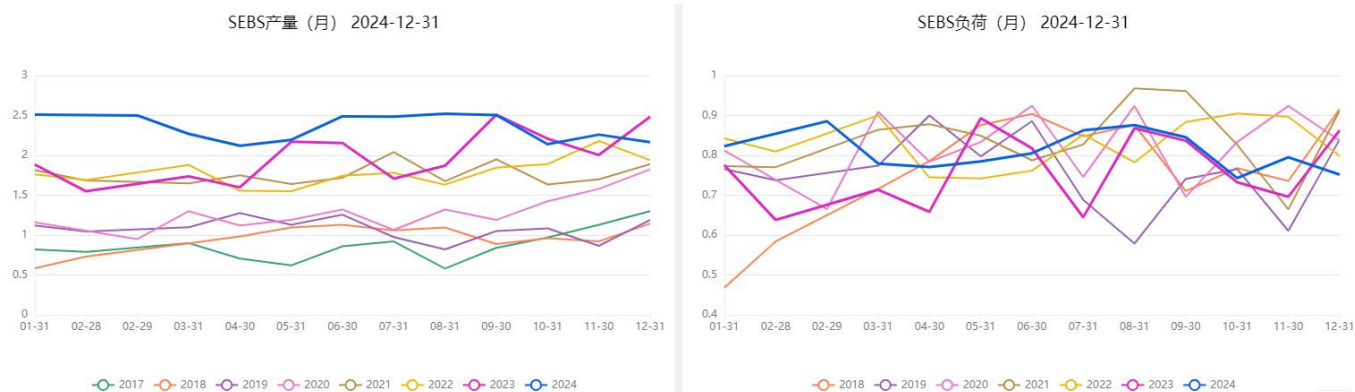
SEBS 作为 SBS 的高端氢化产品，广泛用于汽车行业，主要用于汽车外观件、内饰件和密封件等方面。其中，汽车密封件是占据 SEBS 行业应用最大的领域之一，特别是在汽车电气化、轻量化和隔音方面。

近年来 SEBS 投产、产量保持稳定增长，2025 年投产偏多，预期产量仍有增量空间。

图表 19：SBS 近年生产情况



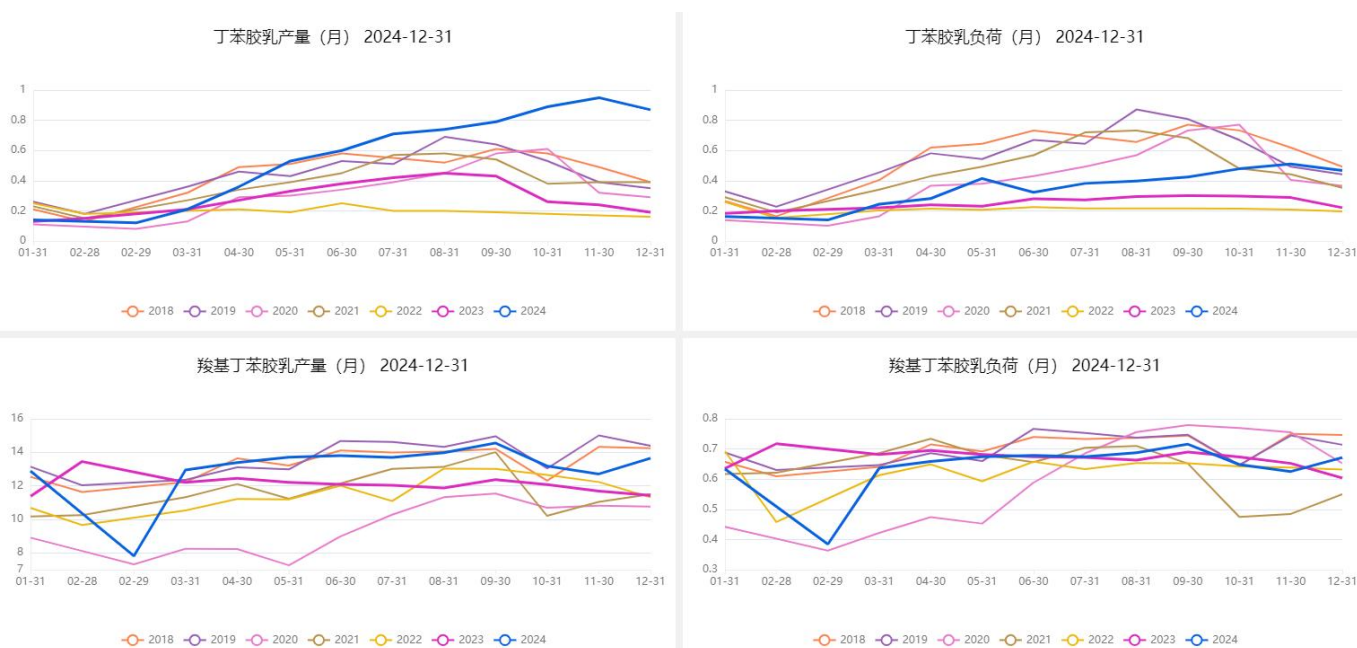
资料来源：浙商国际，浙商期货

图表 20：SEBS 近年生产情况


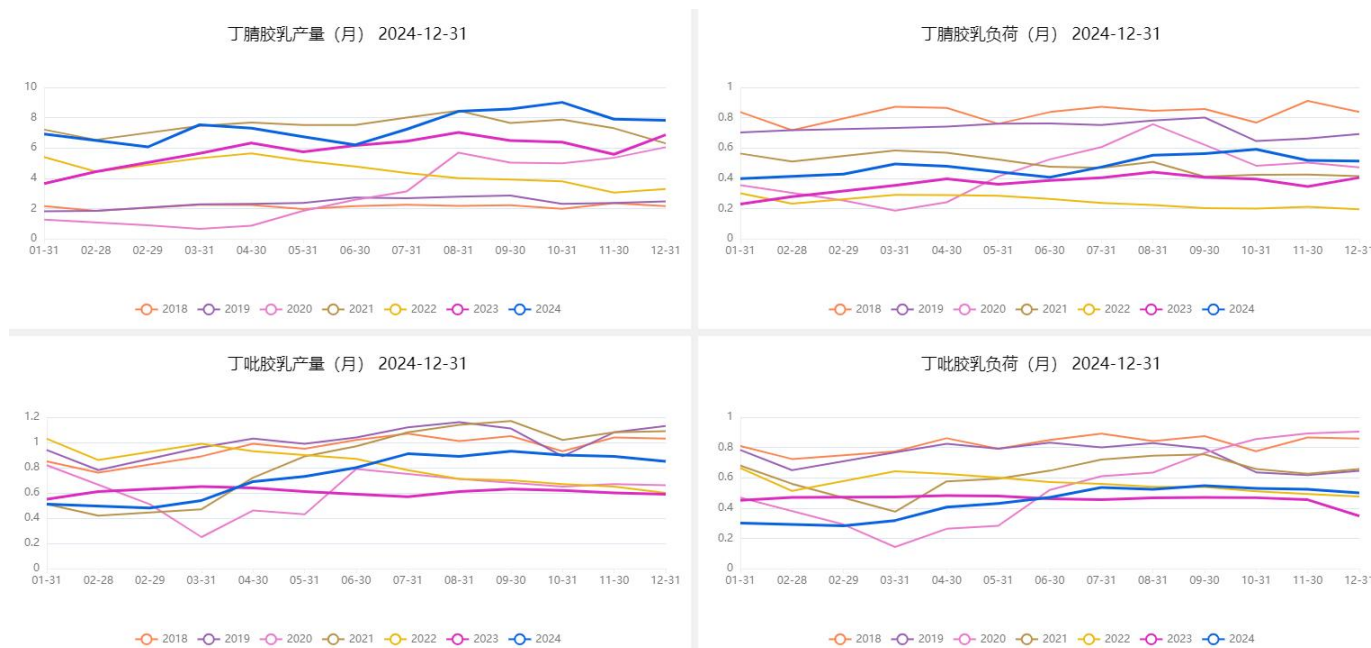
资料来源：浙商国际，浙商期货

3.2.5. 合成胶乳

2024 年，合成胶乳行业的消费增长速度较快，相较于其他丁二烯下游，胶乳产量有着较高的增量，展望未来或将在丁二烯的下游中占据愈发重要的位置。就终端需求而言，丁苯胶乳主要应用于造纸、人造草坪、地毯、涂料等领域；丁腈胶乳主要应用于医用手套；丁吡胶乳主要用作浸渍织物或帘线，如浸渍各种轮胎、胶带胶管的骨架材料，以提高材料与橡胶间的粘结力。

图表 21：丁苯胶乳近年生产情况


资料来源：浙商国际，浙商期货

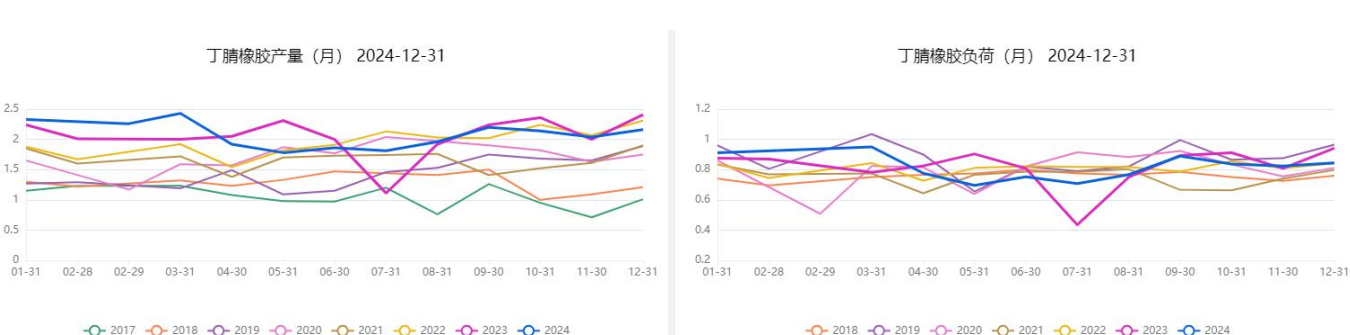
图表 22：丁腈胶乳/丁吡胶乳近年生产情况


资料来源：浙商国际，浙商期货

3.2.6. 其他下游

抛开前文所述的丁二烯下游产品，还有丁腈橡胶、己二腈等值得注意，其中丁腈橡胶属于高性能橡胶，在航空航天、汽车制造、轨道交通、油田开采等重要领域扮演独特角色，属于国家战略物资。己二腈主要用于生产尼龙 66，其可用作工程塑料，机械附件等产品。

虽然部分下游产品相对于丁二烯主流下游产量偏低，但综合全面的考虑丁二烯全下游产品，有助于理清丁二烯供需平衡，研判供需缺口，对丁二烯价格的推断有重要意义。

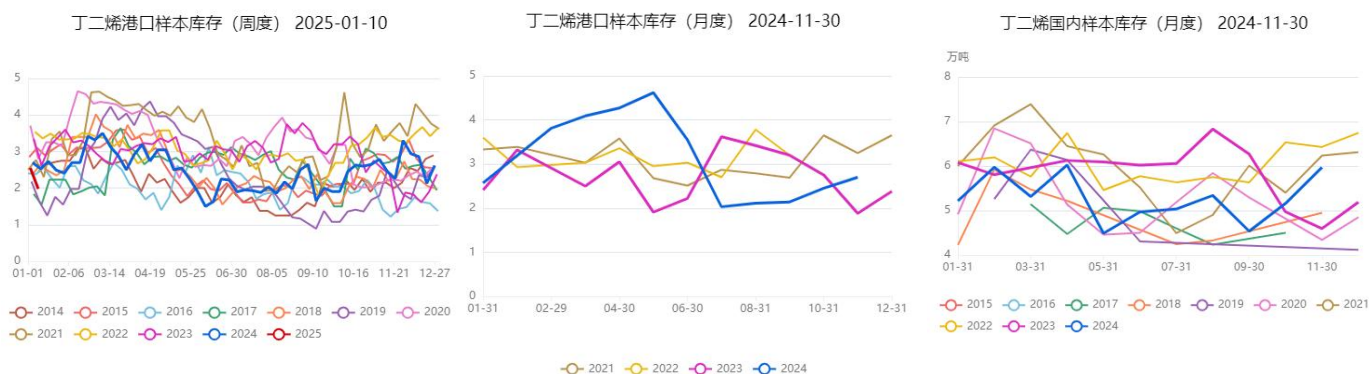
图表 23：丁腈橡胶近年生产情况


资料来源：浙商国际，浙商期货

3.3. 丁二烯库存

由于丁二烯保质期较短，丁二烯在累库时很容易出现库存压力，并形成对价格的负反馈。相应的，丁二烯厂家、下游企业以及贸易商对丁二烯亦不存在囤货惜售情形，下游企业多随采随用。

图表 24：丁二烯库存情况



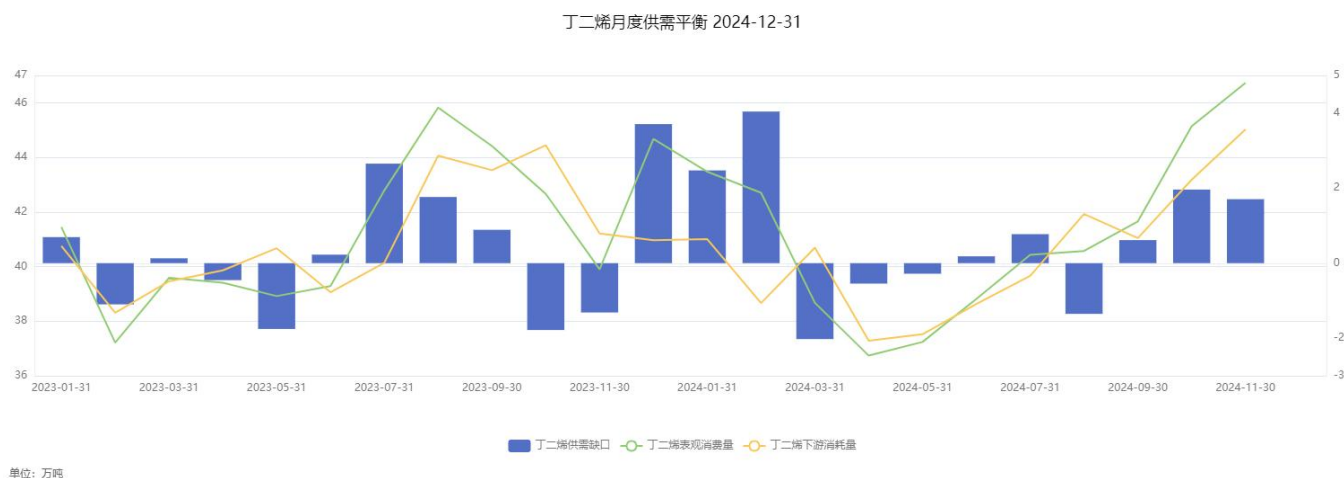
资料来源：浙商国际，浙商期货

3.4. 丁二烯供需平衡

丁二烯的产量负荷与其下游产量负荷之间的错配是分析丁二烯中期价格变动的核心，丁二烯作为乙烯裂解的副产物，其价格更多受到自身供需矛盾影响而非成本影响。

综合丁二烯上下游的投产，可以对丁二烯 2025 年的投产节奏进行初步的判断了。我们将分别罗列 2025 年丁二烯上下游的投产计划，以此对照各个季度投产计划的相匹配性。需要注意的是，我们将裕龙岛于 2024 年 12 月份投产的相关产能计入至 2025 年的新增产能当中，以此更好的研判 2025 年的整体情况。另外，考虑到 2024 年的特殊投产节奏，我们还将这两年的投产一并罗列，以更加清晰的展示丁二烯上下游投产的相匹配情况。可以看到的是，2025 年丁二烯的投产略低于其下游投产折丁二烯，但产能增速略高于下游。综合这两年来看的话，丁二烯投产依旧是低于下游折丁二烯的，以上是对我们认为丁二烯下方存在支撑的有力证明。

图表 25：丁二烯供需缺口



资料来源：浙商国际，浙商期货

图表 26：丁二烯上下游投产情况

2025年丁二烯下游计划新增产能（万吨/年）													
	Q1		Q2		Q3		Q4		总计		2024年		2025年产能
丁二烯下游	新增产能	折丁二烯	新增产能	折丁二烯	新增产能	折丁二烯	新增产能	折丁二烯	产能	折丁二烯	产能	折丁二烯	增速
BR	15	15.3			15	15.3			30	30.6	203.20	207.26	233.20 14.76%
SBR	11	8.25					12	9	23	17.25	185.50	139.13	208.50 12.40%
ABS	141	21.15	37.5	5.625	80	12	42.5	6.375	301	45.15	882.50	132.38	1183.50 34.11%
SBS	8	5.84	14	10.22					22	16.06	161.50	117.90	183.50 13.62%
SEBS	7.5	5.25	5	3.5					12.5	8.75	34.50	24.15	47.00 36.23%
丁腈橡胶	1	0.65							1	0.65	27.50	17.88	28.50 3.64%
胶乳			5	1.25	20	5	20	5	45	11.25	466.00	116.50	511.00 9.66%
己二腈	5	3							5	3	60.00	36.00	65.00 8.33%
合计		59.44		20.595		32.3		20.375		132.71		791.184	16.77%
丁二烯		35		20		40		23		118		662.2	17.82%

2024~2025丁二烯上下游投产概况		
丁二烯下游	新增产能	折丁二烯
BR	42	42.84
SBR	23	17.25
ABS	383	57.45
SBS	22	16.06
SEBS	15	10.5
丁腈橡胶	1	0.65
胶乳	80	20
己二腈	5	3
下游合计		167.75
丁二烯		140

资料来源：浙商国际，浙商期货

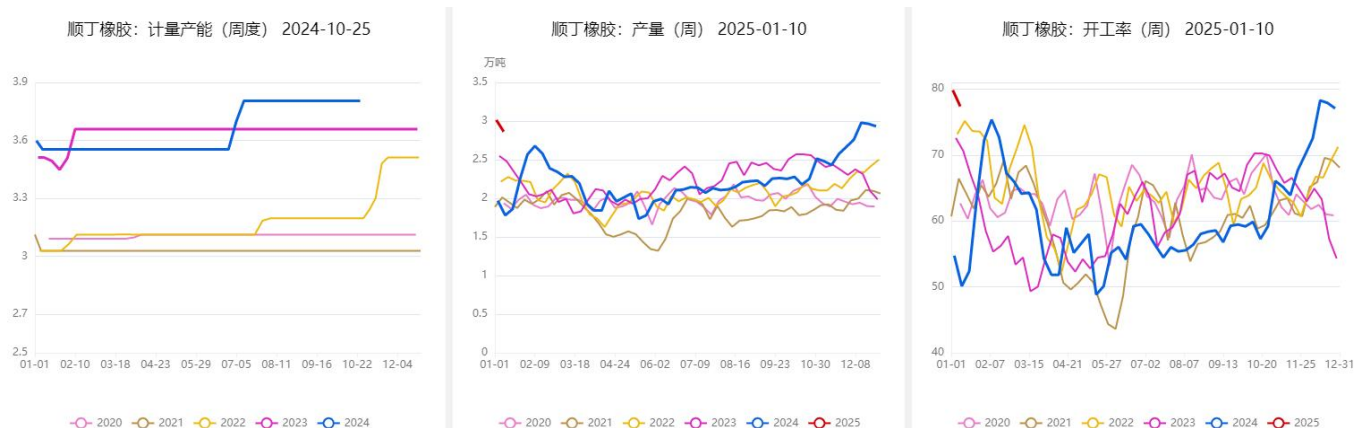
4. 顺丁橡胶供需展望

由于 2025 年丁二烯全年价格中枢较 2024 年预期有所下移，利于顺丁产量放量，预期 2025 年顺丁橡胶开工有所回暖；需求方面，主流下游轮胎行业波动相对较小，预期同 2024 年相似难以对顺丁产生明显的价格指引。整体而言，顺丁橡胶自身供需预期对价格的指引终将有限，顺丁橡胶 2025 年仍将维持成本定价逻辑。

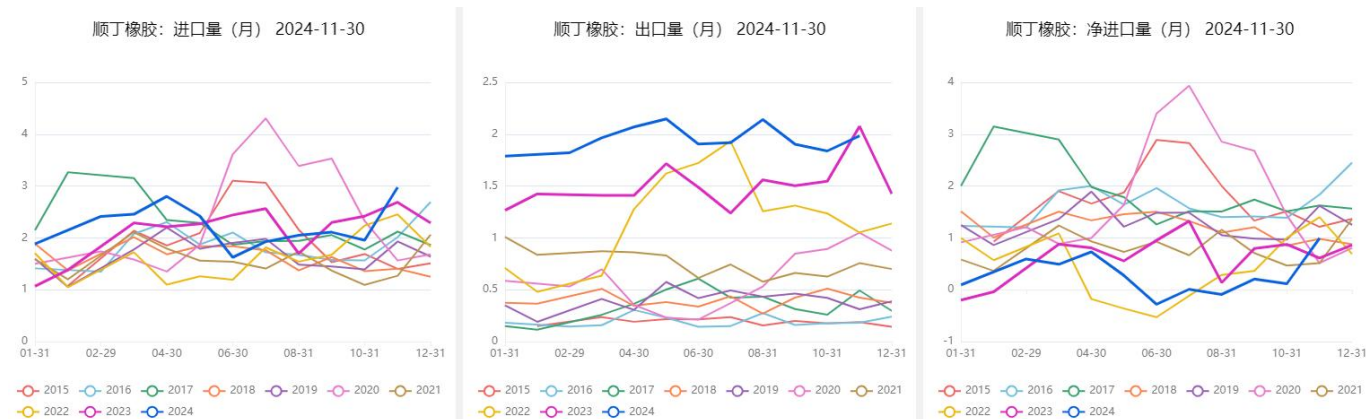
4.1. 供给端

对于 2025 年顺丁橡胶自身供给而言，我们预期顺丁橡胶行业或仍维持供应端的高弹性。原因有二，其一，顺丁民营工厂的开工工成本较低，因此工厂可以根据生产利润情况快速对排产进行调节。其二，由于丁二烯的价格弹性强，顺丁行业的生产利润或难以维持稳定的状态。在高利润格局下，顺丁行业开工率将快速攀升。但在盈亏平衡线以下的时间段，民营顺丁企业将阶段性减产。

进出口方面，则更趋向于震荡维稳，净进口量相较产量在供给侧占比较低，对顺丁供给影响并无显著。

图表 27：顺丁橡胶生产情况


资料来源：浙商国际，浙商期货

图表 28：顺丁橡胶进出口情况


资料来源：浙商国际，海关

4.2. 需求端

中国丁二烯橡胶绝大多数用于制造轮胎, 其次用于包括高抗冲聚苯乙烯 (HIPS) 和 ABS 树脂等塑料改性、胶管胶带、制鞋等行业。其他还包括火箭推进器的装用粘接剂、高尔夫球芯、专业密封剂、防水膜、专业粘合剂等方面。

近几年, 中国丁二烯下游消费结构变化很小。在中国丁二烯橡胶消费结构中, 轮胎制造行业依然是最大的下游消费领域, 占丁二烯橡胶总消费量的比重高达 70%; 其次是高抗冲聚苯乙烯 (HIPS) 以及 ABS 树脂等塑料改性方面, 大约占总消费量的 13% 左右; 制鞋领域约占总消费量的 6% 左右; 胶管胶带领域占总消费量的 7% 左右; 其它方面需求量约占总消费量的 4% 左右。

值得一提的是, 高顺丁二烯橡胶主要应用于轮胎、胶鞋、胶管胶带等行业, 低顺丁二烯橡胶主要应用于 ABS 与 HIPS 等塑料改性方面。对于顺丁橡胶的需求端而言, 我们以下主要围绕轮胎行业的展开, 结合具体细分的配套、替换、出口市场进行研判。

4.2.1. 轮胎行业整体概况

2024 年内轮胎行业整体呈现两个特点, 第一个是整体运行平稳, 另一个是半钢胎与全钢胎运行分化。

1. 整体运行平稳: 年内合成橡胶主力下游工业轮胎的生产运行相对平稳, 其中半钢胎全年开工率维持在高位水平运行, 而全钢胎受终端的地产基建等市场的偏弱运行, 整体呈现弱稳, 但这一情况也多在市场年初的预期内, 而国内外政策的边际变化对轮胎开工表现的影响有限, 因而年内工业轮胎市场整体运行平稳, 在行情表现上, 市场的关注重心也多在供应端, 并未转向下游需求端。

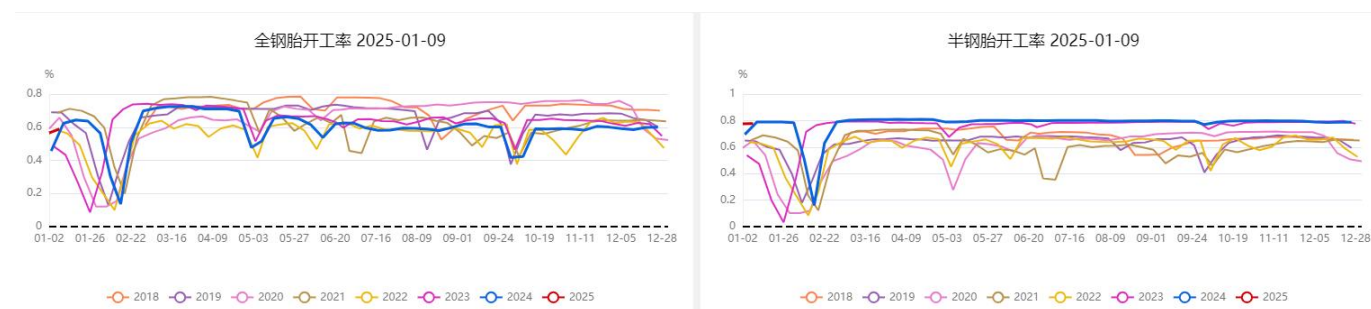
2. 胎种表现分化: 半钢胎全年开工表现均在高位运行, 且库存水平表现也相对健康, 主要受海外订单支撑, 整体运行相对健康; 而全钢胎方面, 仅年初春节后开工率迅速回升, 后随时间推移开工表现逐步走弱, 工厂成品库存也逐步累积, 进入二三季度后, 全钢胎生产企业多通过灵活排产的形式控制企业库存, 主要是受全钢胎终端的地产基建市场运行偏弱拖累。

对于 2025 年，我们预期内外市场强弱格局将延续 2024 年的情形，即内需仍维持偏弱表现，而轮胎出口将为下游需求提供支撑：

1. 内需偏弱：从 2020 年后，顺丁橡胶的国内内需表现就处于偏弱态势，主要原因包括有疫情的影响和房地产施工面积的下滑有关，终端的地产基建场景偏弱，导致了对货物运输需求的持续走弱，这一情况将在 2025 年延续。但需要注意的是，由于新能源车的迅速发展，对于高性能合成橡胶的需求在稳步提升，传统顺丁橡胶在其中使用比例较少，需求侧提振相对有限。

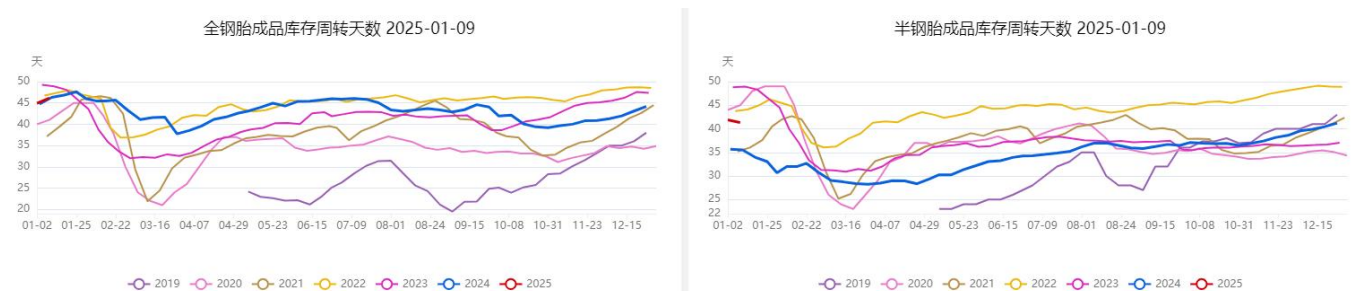
2. 出口维持：轮胎出口市场自 2023 年维持高景气度，对合成橡胶下游需求提供了一定支撑，主要靠国内轮胎的成本优势，在海外宏观经济下行背景下提供了消费降级的替代场景，对 2025 年的出口市场，我们认为仍将维持增长，但增速将一定程度放缓，主要受海外东南亚产区的挤占。此外，我们预期各国政策的变化对出口市场的影响在 2025 年也将对行情演化产生明显影响，诸如美国的关税政策、欧盟的反倾销制裁等，对于政策口的边际变化，我们将在后市的报告中及时跟踪，在当前时点，我们对出口市场仍维持增速预期。

图表 28：轮胎生产情况



资料来源：浙商国际，隆众

图表 29：轮胎库存情况



资料来源：浙商国际，隆众

4.2.2. 配套市场

配套市场方面，我国 2024 年 1-11 月汽车累计产销数据分别为 2790.3 万辆和 2794.0 万辆，累计同比+2.90%和+3.70%。其中，乘用车累计产销数据分别为 2445.9 万辆和 2443.5 万辆，累计同比+4.30%和+5.00%；商用车累计产销数据分别为 344.4 万辆和 350.5 万辆，累计同比-6.20%和-4.40%。

从数据表现上，国内配套市场总体呈现稳步增长态势。而乘用车和商用车表现分化，其中：

乘用车市场主要受车企价格战、以旧换新补贴、出口市场支撑等多方面因素的提振，表现较好；而商用车市场受国内地产基建等终端市场需求疲弱，货运市场难言乐观，下游车队竞争激烈等因素影响，表现偏弱。

根据 2024 年底中央经济工作会议中对“两新”、“两重”的表述，我们预期在 2025 年，汽车产销数据仍将受到政府以旧换新政策的支撑。综合乘用车、商用车的终端市场表现和政策预期，我们对汽车配套市场总体预期维持温和增速预期，预期增速在+3%左右。

图表 30：汽车产销情况

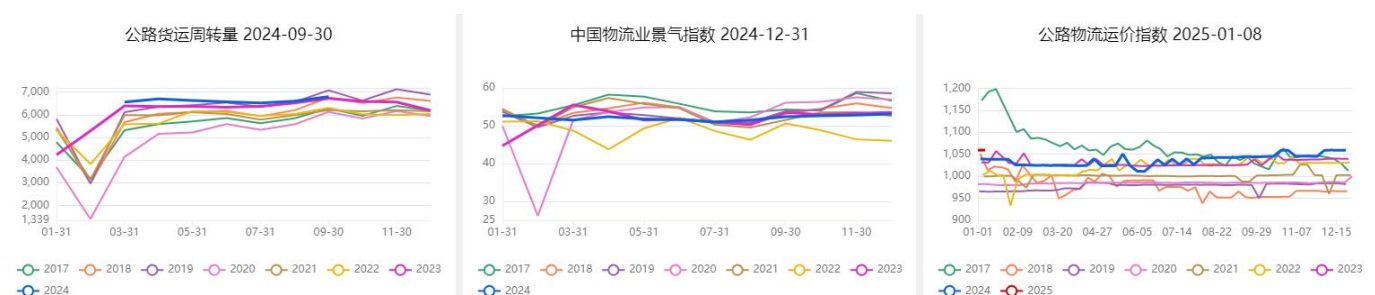


资料来源：浙商国际，隆众

4.2.3. 替换市场

替换市场方面，天然橡胶下游替换市场主要以货物运输为主，客运影响较小，而货物运输同地产与基建关系较高，就所跟踪指数来看，国内货运市场 2024 年总体呈现弱稳，终端地产基建应用场景的疲弱表现拖累了国内货运市场，我们预期这一情况将在 2025 年延续，终端市场的弱势表现将拖累国内工业轮胎下游的替换市场。

图表 31：物流情况



资料来源：浙商国际，国家统计局，中国物流与采购联合会

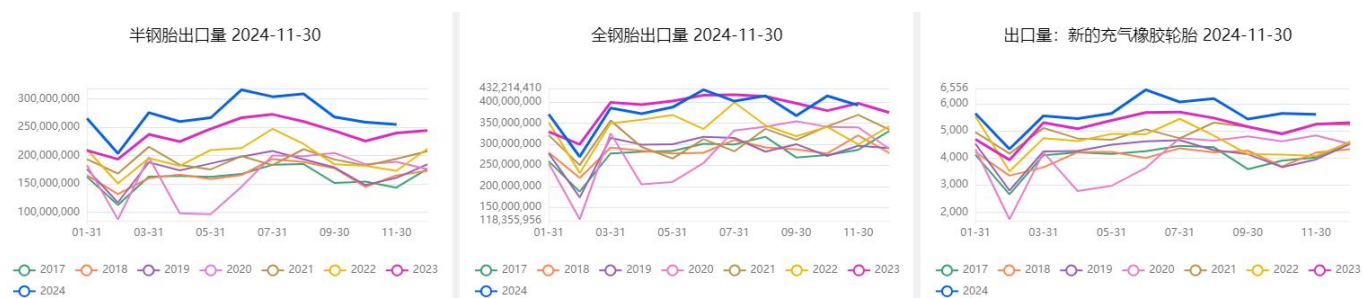
4.2.4. 出口市场

轮胎出口市场 2024 年内延续 2023 年偏强表现，在内需偏弱的背景下，出口市场的偏强表现对天然橡胶的下游消费提供了偏强支撑。2024 年 10 月，中国轮胎出口量在 70.07 万吨，环比+6.00%，同比+12.28%，1-10 月中国轮胎累计出口 679.38 万吨，累计同比+5.19%。其中，小客车轮胎出口量为 25.91 万吨，环比-3.31%，同比+15.45%，1-10 月小客车轮胎累计出口量 272.88 万吨，累计同比+14.69%；卡客车轮胎出口量为 41.45 万吨，环比+12.70%，同比+9.86%，1-10 月卡客车轮胎累计出口量 381.54 万吨，累计同比+0.79%。

参考 2023 年的出口情况，2024 年轮胎出口基本延续 2023 年的高景气度表现，在出口目的地上，除俄罗斯外，出口目的地的分布格局基本同 2023 年一致，其中欧洲和南美洲国家为轮胎出口提供了主要提振，预期在 2025 年这一格局仍将延续，即国产轮胎依靠成本优势在经济下行周期的消费降级场景下提振轮胎出口需求。

需要注意的方面主要在政策端可能对轮胎出口带来的影响，其中美国大选落地后可能带来的关税政策变化，或对出口市场造成影响，但在川普的上一任期，中国直接出口向美国的轮胎数量已经下降了一个台阶，进一步的关税政策对打压中国直接出口向美国的轮胎需求影响有限，需要关注的是通过其他国家间接出口向美国的轮胎是否会受到关税政策变化的不利影响。在尚无确切制裁政策的背景下，我们对 2025 年的轮胎出口市场持有乐观预期。

图表 32：轮胎出口情况



资料来源：浙商国际，海关总署

图表 33：轮胎出口国家



资料来源：浙商国际，海关总署

总的来说，我们对 2025 年合成橡胶需求端的表现预期延续 2024 年格局，即外强内弱，但政策端风险相较 2024 年将有所增加。

外需受国产轮胎成本优势支撑，将在衰退背景下的消费降级场景延续较好需求表现。

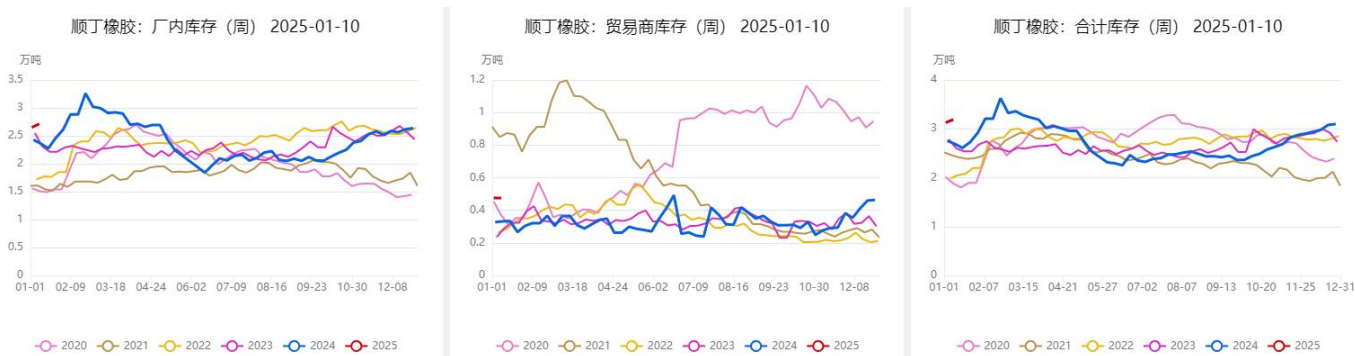
而内需方面，配套需求受国内以旧换新政策将延续较好表现，但我们认为 2024 年已经释放了一部分以旧换新的消费潜力，对于 2025 年不宜采用线性外推的增速预期；而替换需求方面，受终端应用场景退拽，国内替换需求仍将维持偏弱状态运行

4.3. 顺丁橡胶库存

对于顺丁橡胶的库存而言，前三季度高价丁二烯导致顺丁利润倒挂，开工偏低，顺丁库存一度处于低位。步入四季度，在给出较高开工利润以及前期低库存的背景下，工厂生产积极性较高，以致近期顺丁胶开工率有较大幅度的提升。就顺丁库存变化情况来看，库存并未形成大量积累，表明顺丁库存在短期开工大幅提升下具备一定抗性，形成库存压力并负反馈传导至生产端所需的时间较久。

对于顺丁供需偏弱的格局而言，在给出生产利润的条件下，关注顺丁库存压力出现时间点与顺丁生产降负时间点的先后顺序能够很好的帮助对顺丁价格走势进行判断。

图表 34：顺丁橡胶库存情况



资料来源：浙商国际，钢联

5. 行情展望

对于合成橡胶 2025 年的行情展望，我们认为依旧需要围绕成本端丁二烯的供需矛盾来展开。对于顺丁橡胶自身而言，终端需求的表现相对较为稳定，供给侧虽弹性较大，但本质上是对顺丁橡胶生产利润的调节，造就了顺丁胶价跟随丁二烯价格变动。

研究顺丁橡胶的核心在于研究丁二烯的供需矛盾，对于 2025 年丁二烯的研判，可分为以下三个方面来进行阐述：

（1）长期视角下的供需驱动：丁二烯及其下游的投产节奏，上下游投产的不匹配会造成年度视角下价格中枢的上下移动。不同于 2024 年的投产节奏错配剧烈，2025 年较为匹配的上下游投产节奏不足以支撑如 2024 年一样走势异常强势行情，年度价格中枢将有所回落。但是考虑乙烯裂解利润差的大背景难以改变，那么，即便是裂解产能大投放的周期，利润差叠加乙烯链终端需求有限造成开工率必然会下降，整体的产量提升就相对有限了，此时作为副产的丁二烯就不会有巨幅放量。因此可能会发生 24 年四季度的情况，即在供给增量被高估后很容易形成价格超跌以此产生做多机会。

（2）季节性视角下的供需驱动：丁二烯 2025 年的季节性趋势预期继续维持。国内的传统检修季在二季度，丁二烯供应相对减量；另一方面是丁二烯进出口，出口方面由于东北亚传统检修季，往往在 3 月份打开出口套利窗口，进口方面则主要由于四季度海外部分裂解原料轻转重，丁二烯出率提高形成供给放量。综合来说，季节性上二季度利多四季度利空，中期可围绕季节性因素进行相应风险规避。

（3）隐含的风险性因素：乙烯裂解利润始终承压带来的风险扰动。裂解利润偏差更多的是一个隐性的东西，不会作为直观驱动因素，只会作为一个支撑因素。然而，裂解利润偏差在经过长时间积累下很可能会产生比较剧烈的矛盾。从国内目前情况来看，乙烯裂解开工仍然维持偏高位置，而从全球视角来看，不论是韩国还是台湾地区，均有在 2025 年关闭部分乙烯裂解装置的计划，即在裂解利润差这个客观背景下做空丁二烯存在着偏高的风险，倘若国内因为长时间的利润承压导致部分裂解装置停车检修，则势必会造成丁二烯供给减量并驱动其价格上行，这种潜在的可能性对做空丁二烯会产生极高的风险。

综上，我们认为 2025 年的长期矛盾或许并不显著，全年的价格中枢或低于 2024 年，但做空风险偏大，可考虑季节性因素于上半年逢低做多，BR 主力合约参考入场价位区间【12500，13000】。

风险披露及免责声明

负责撰写本报告的分析员是浙商国际金融控股有限公司（“浙商国际”）的持牌代表及证监会持牌人士（沈凡超，中央编号：BTT231），该(等)分析员及其有联系人士没有在有关香港上市公司内任职高级人员、没有持有有关证券的任何权益、没有在发表此报告 30 日前处置或买卖有关证券及不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖有关证券。

本报告所包含的内容及其他资料乃从可靠来源搜集，这些分析和信息并未经独立核实及浙商国际并不保证其绝对准确和可靠，且不会承担因任何不准确或遗漏而引起的任何损失或损害的责任。

本报告的版权为浙商国际及其关联机构所有，仅供浙商国际及其关联机构在符合其司法管辖区的注册或发牌条件下使用，并禁止任何人士在没有得到浙商国际的书面同意下透过任何媒介或方式复制、转发、分发、出版或作任何用途，否则可能触犯相关法规。

投资涉及风险，投资者需注意投资项目之价值可升可跌，而过往表现并不反映将来之表现。本报告只供一般参考，不应视为作出任何投资或业务决策的基础，亦不应视为邀约、招揽、邀请、意见或建议购买、出售或以其他方式买卖任何投资工具或产品。浙商国际建议投资者在进行投资前寻求独立的专业意见。任何人士因本报告之资料及内容而蒙受的任何直接或间接损失，浙商国际均不承担任何法律责任。

浙商国际金融控股有限公司

地址：香港上环德辅道中 199 号无限极广场 17 楼 1703-1706 室

客服热线：+852-2180 6499

传真：+852-2180 6598

电邮：cs@cnzsqh.hk

官网：www.cnzsqh.hk