



【BR：把握原料大投产周期下的波段性机会】2025年年度报告

一、综述

(一) 观点综述

观点综述

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，对于明年丁二烯的研判，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。不同于今年的投产节奏错配剧烈，明年较为匹配的上下游投产节奏不足以支撑如今年一样走势异常强势行情，年度价格中枢将有所回落；

(2) 季节性视角下的供需驱动：丁二烯明年的季节性趋势预期继续维持，二季度国内外检修对丁二烯形成利多，四季度海外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。

综上，我们认为明年的长期矛盾并不显著，全年的价格中枢或低于今年，但做空风险偏大，可考虑季节性因素于上半年逢低做多。

（一）观点综述

逻辑与操作建议

顺丁橡胶分析核心逻辑：围绕丁二烯供需以及季节性展开

【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（参考南港裂解，当前并未满负荷运行）。因此可能会发生今年四季度的情况，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，均有在明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。

【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，在今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明年了。而根据明年的投产计划来看，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，另外不同于今年的高价格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，仍然参考今年四季度的走势，在丁二烯走跌后，诸多下游有着明显的负荷提升现象。在今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，相较于今年的价格中枢，明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今年的驱动，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“相较于今年的价格中枢，明年价格中枢预期偏低”，这是由于在今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明年将得到大幅缓解，那么明年的全年均价比今年低便在情理之中了。

【季节性】：

明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。

【操作建议】

单边而言，春节后上半年可择机逢低入场，近期可参考12500-13000建立多单。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】

丁二烯上下游投产装置落地推迟；净进口量出现短期扰动；乙烯裂解利润修复；宏观意外风险冲击。

(二) 行情回顾

BR盘面行情回顾



(二) 行情回顾

BR主力合约、RU主力合约收盘价以及丁二烯市场价 2025-01-03



数据来源: ifind、浙商期货 更新频率: 日度

（二）行情回顾

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，今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。今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。

细分来看，按照季度将今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，打响了今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，在今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。

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月作为今年最为关键的月份，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。

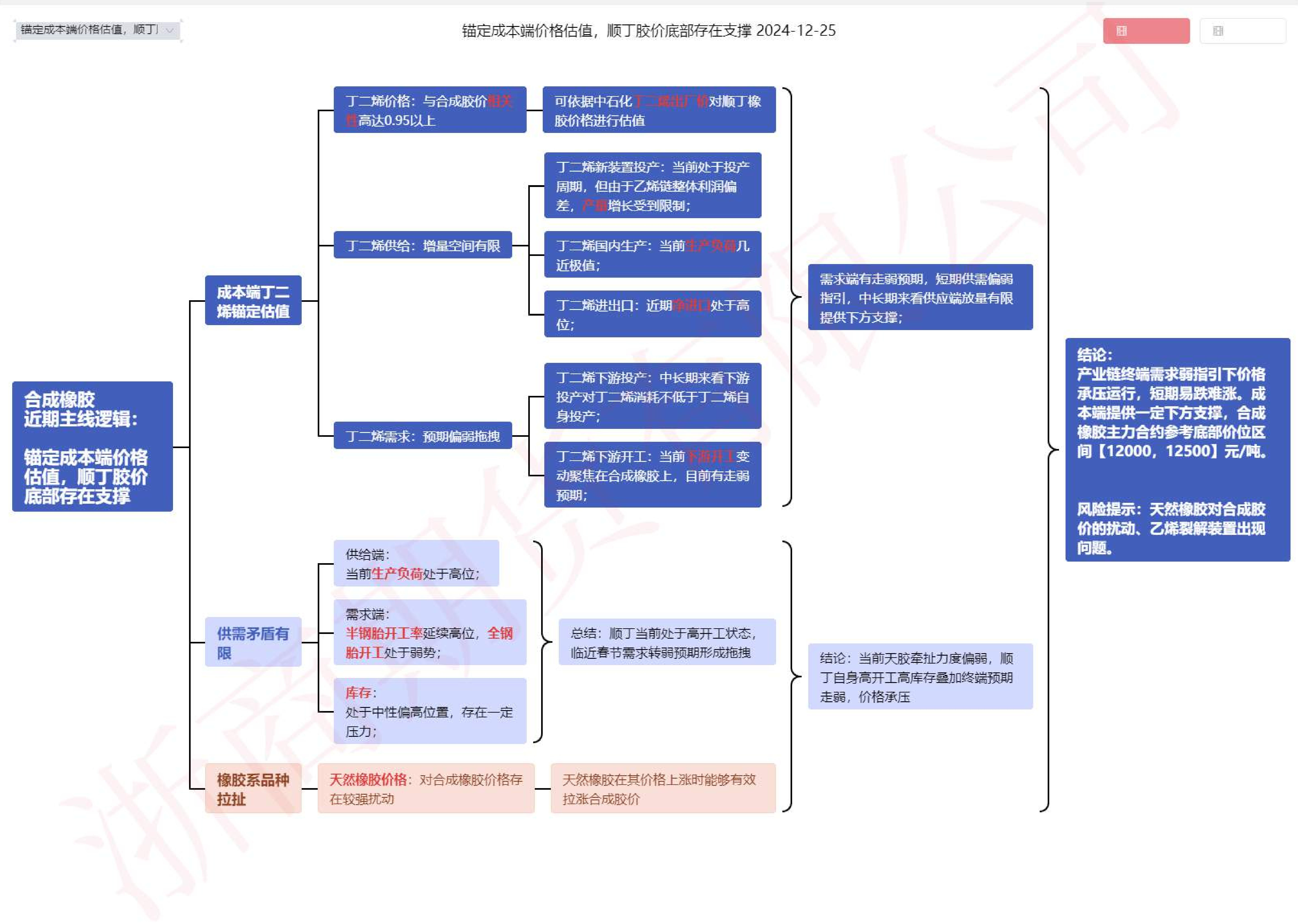
④对于四季度而言，丁二烯以及顺丁橡胶走出了流畅的单边下跌行情，恰是一朝入梦终不醒，繁华落尽一场空。本轮下跌行情中，直观的核心利空来源于两点，一是自九月份开始进口货源出现增量，并于十月份出现净进口历史高量，二是丁二烯在四季度乃至明年有较多的投产预期。其中国内的投产预期形成的利空比较明朗，在今年前三季度没有任何新增产能以及生产负荷高至临界的背景下，新产能的落地能够直接的带来进一步的供给增量，对丁二烯价格形成利空。而对于丁二烯的进口增量，更多的出于季节性因素。随着冬季来临，轻质化原料价格走强，海外乙烯裂解轻转重，丁二烯产量放量形成偏空指引，进口增量则是海外价格对国内价格冲击的直观体现。在两大利空的三重刺激下，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。

(三) 主线逻辑

概述

回顾今年整年，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，今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。对于明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。



二、成本端丁二烯供需回顾与展望

丁二烯供需综述

对于丁二烯的供需而言，我们区分供给侧与需求侧分开探讨。

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。因此可能会发生今年四季度的情况，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。

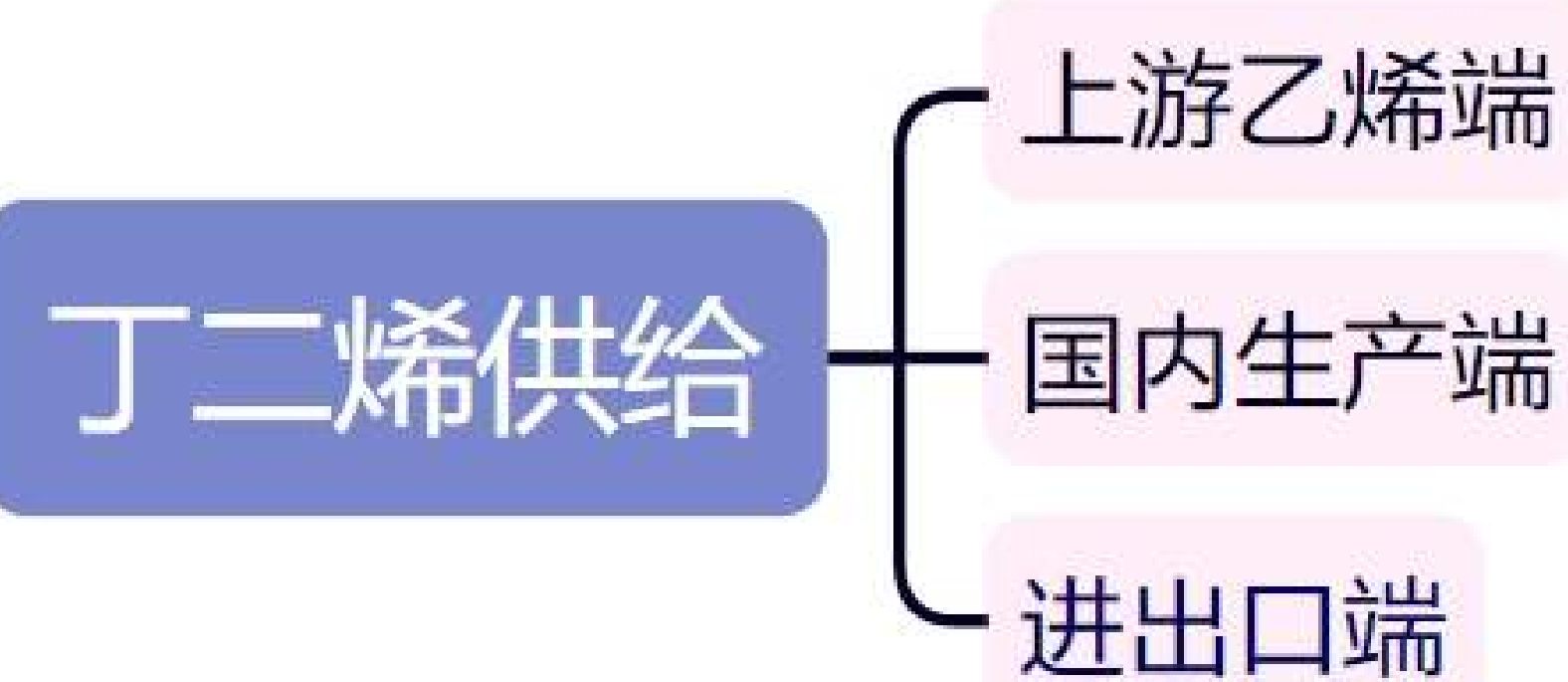
此外，裂解利润偏差在经过长时间积累下很可能会产生比较剧烈的矛盾。从国内目前情况来看，乙烯裂解开工仍然维持偏高位置，而从全球视角来看，不论是韩国还是台湾地区，均有在明年关闭部分乙烯裂解装置的计划，即在裂解利润差这个客观背景下做空丁二烯存在着偏高的风险，倘若国内因为长时间的利润承压导致部分裂解装置停车检修，则势必会造成丁二烯供给减量并驱动其价格上行，这种潜在的可能性对做空丁二烯会产生极高的风险。

另一方面则是考虑丁二烯的**需求侧**，首先来讨论丁二烯下游的投产，在今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明年了。而根据明年的投产计划来看，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，另外不同于今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，仍然参考今年四季度的走势，在丁二烯走跌后，诸多下游有着明显的负荷提升现象。在今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，相较于今年的价格中枢，明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今年的驱动，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“相较于今年的价格中枢，明年价格中枢预期偏低”，这是由于在今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明年将得到大幅缓解，那么明年的全年均价比今年低便在情理之中了。另外一方面，明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。

（一）丁二烯供给端

1. 丁二烯供给端介绍



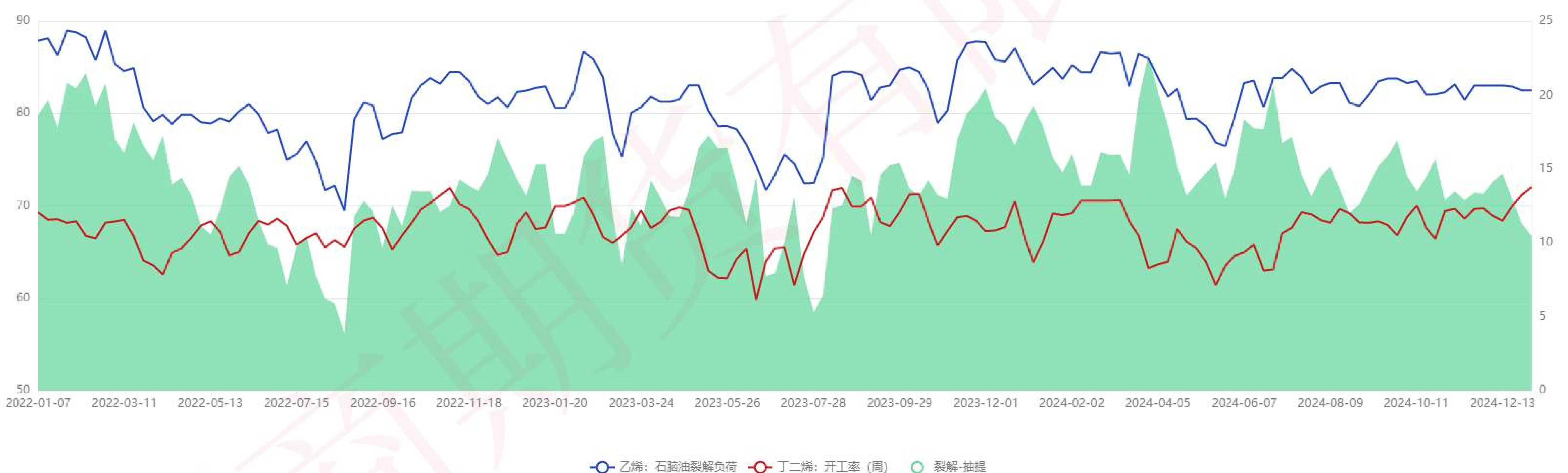
2. 乙烯端

(1) 乙烯端介绍

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。在明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，这将导致明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，均有在明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。

乙烯裂解/丁二烯抽提开工对比 2025-01-03



数据来源: 钢联 更新频率: 周度

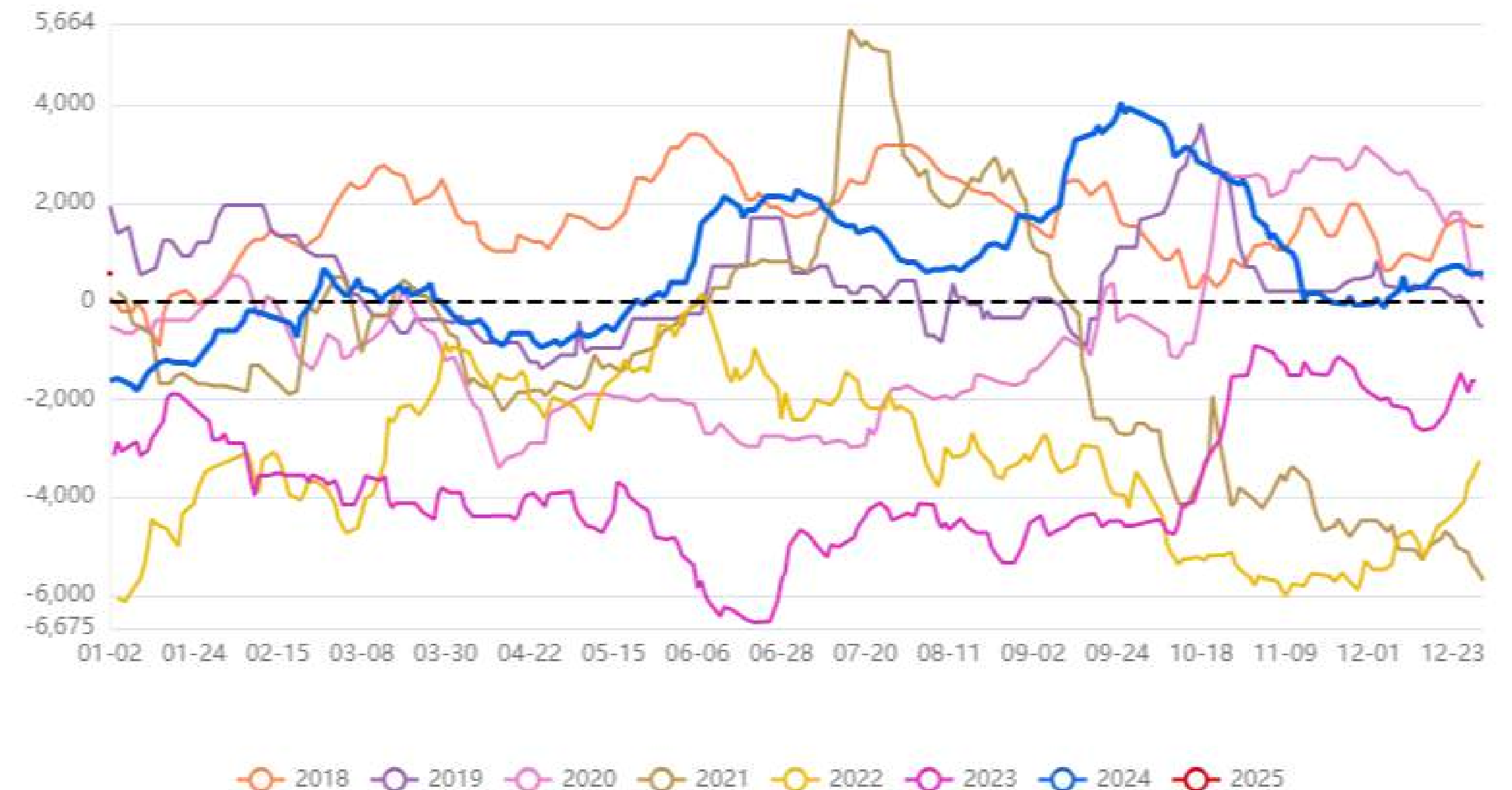
(2) 丁二烯生产利润

丁二烯: 碳四抽提法_生产毛利_日度_元/吨 2025-01-02



数据来源: 钢联 更新频率: 日度

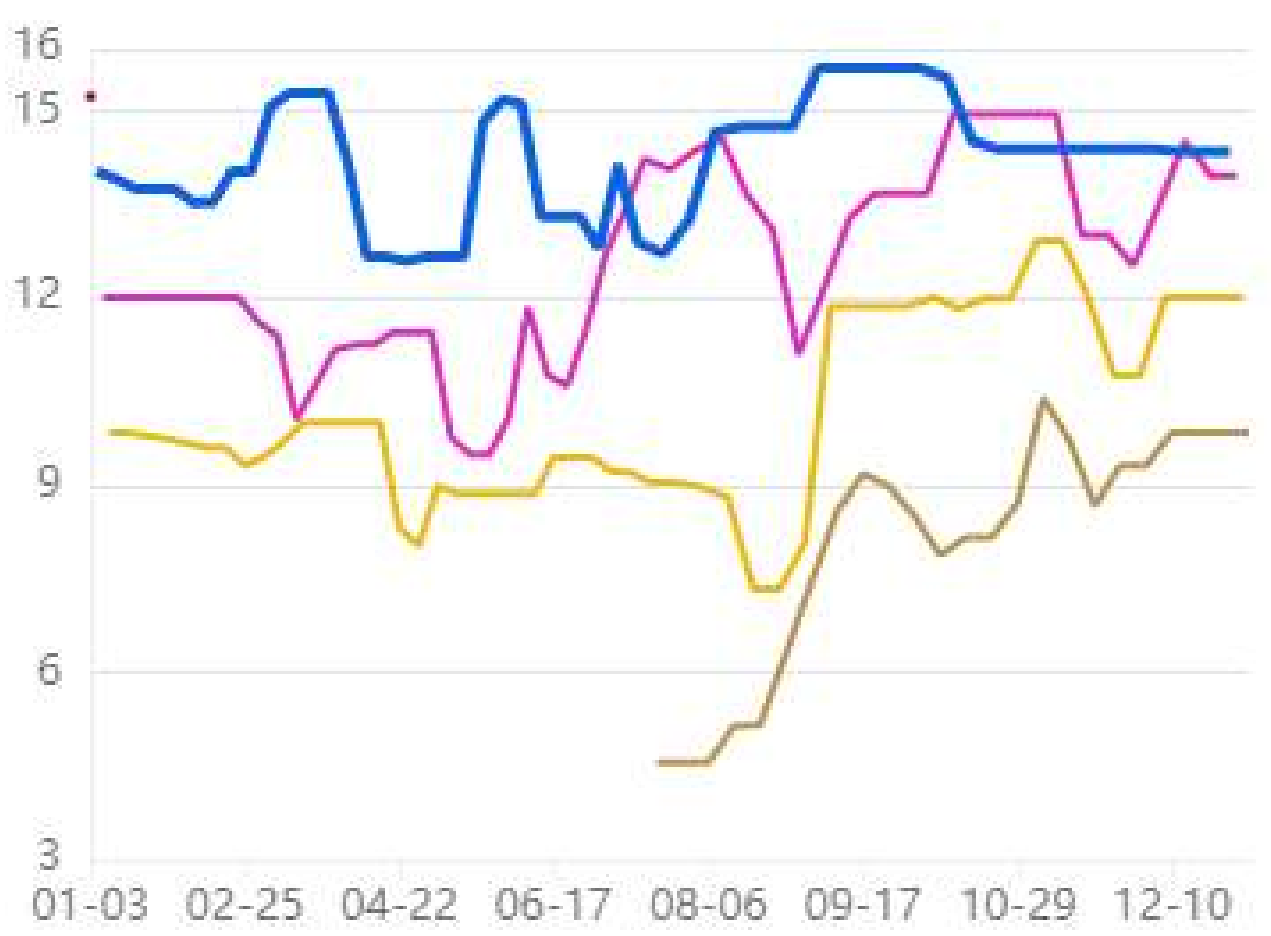
丁二烯: 氧化脱氢: 生产毛利 2025-01-02



数据来源: 钢联

(3) 乙烯裂解开工与利润

乙烯轻烃裂解产量：中国（周） 2025-01-03



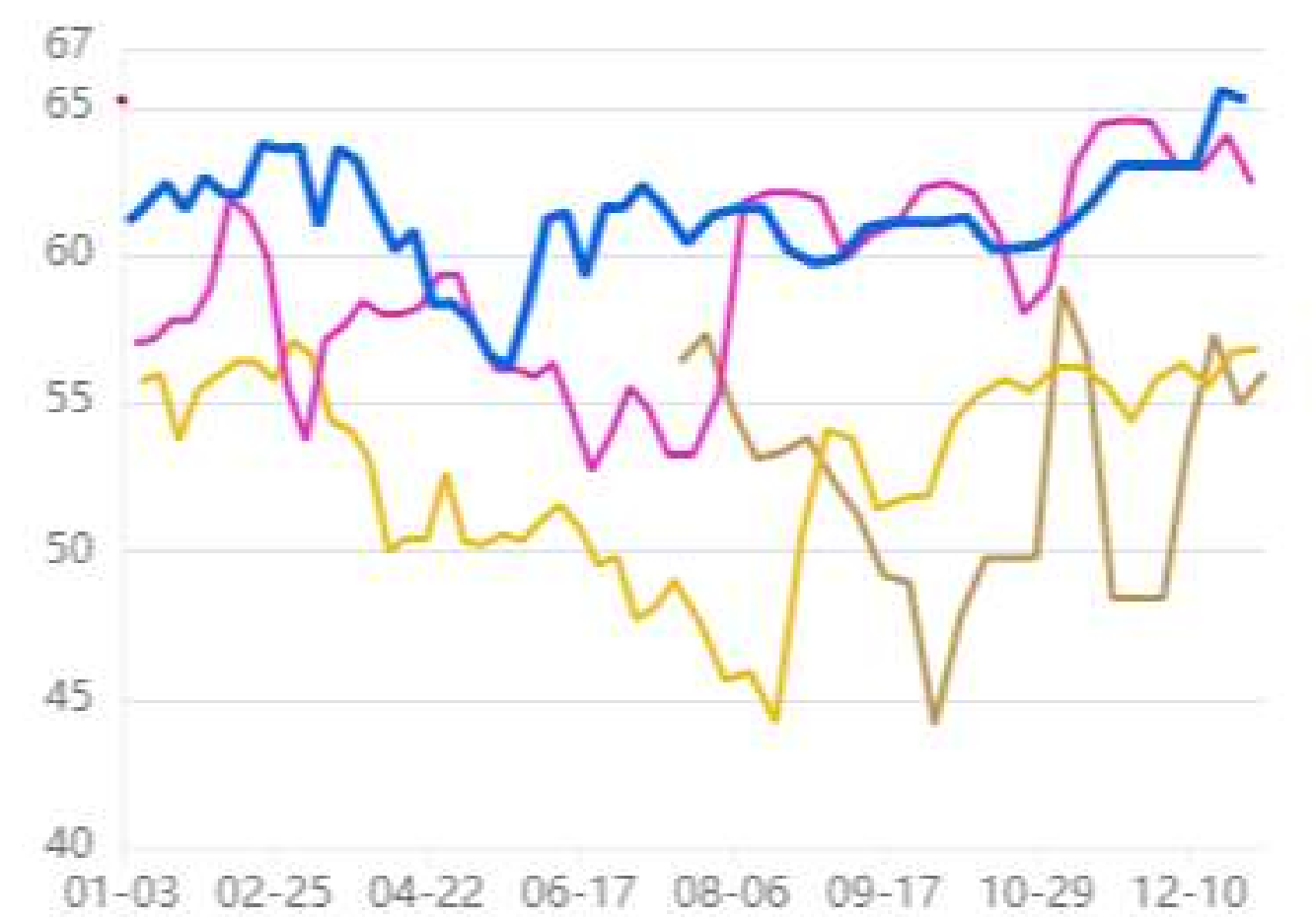
2021 2022 2023 2024 2025

乙烯轻烃裂解负荷：中国（周） 2025-01-03



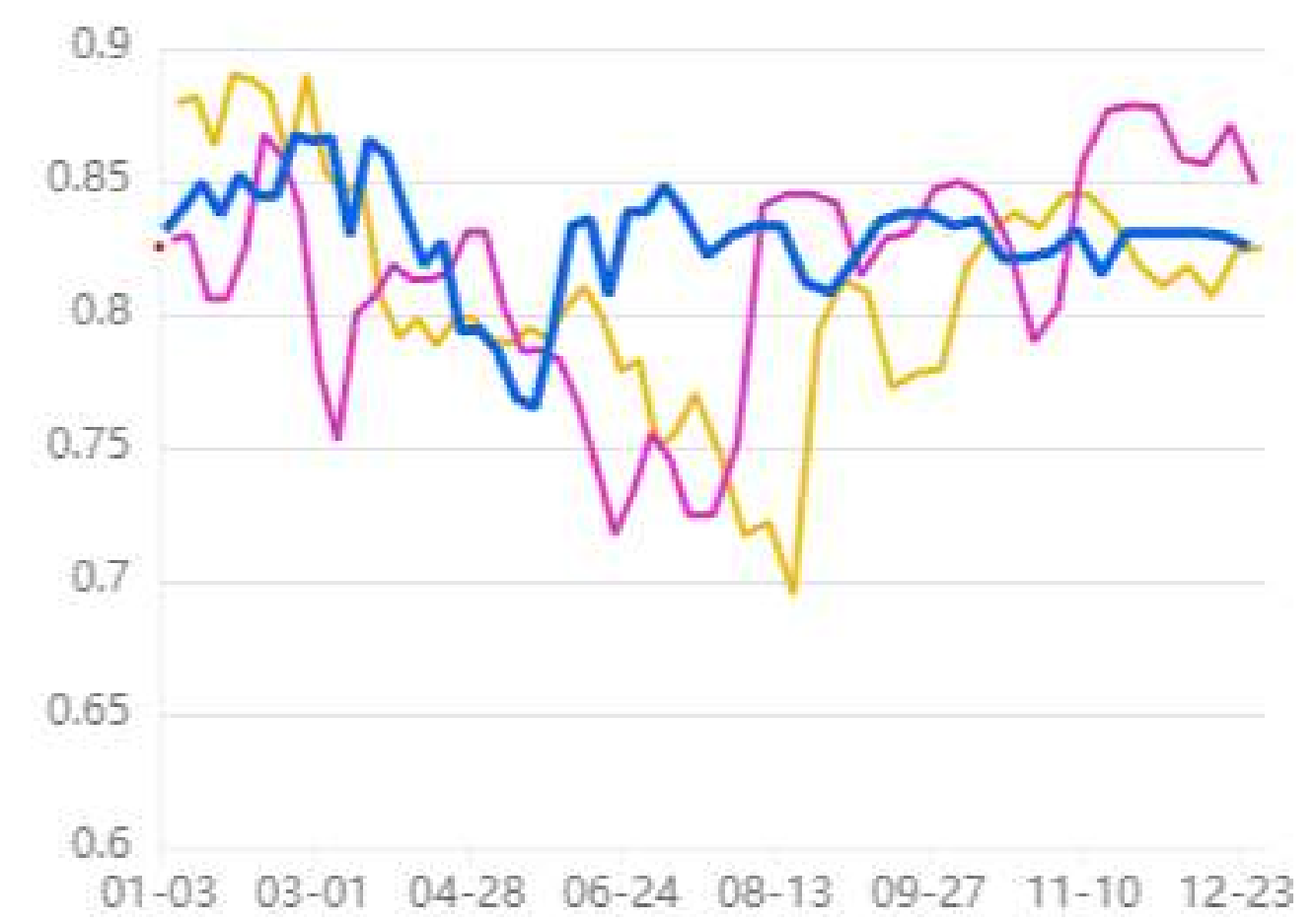
2021 2022 2023 2024 2025

乙烯石脑油裂解产量：中国（周） 2025-01-03



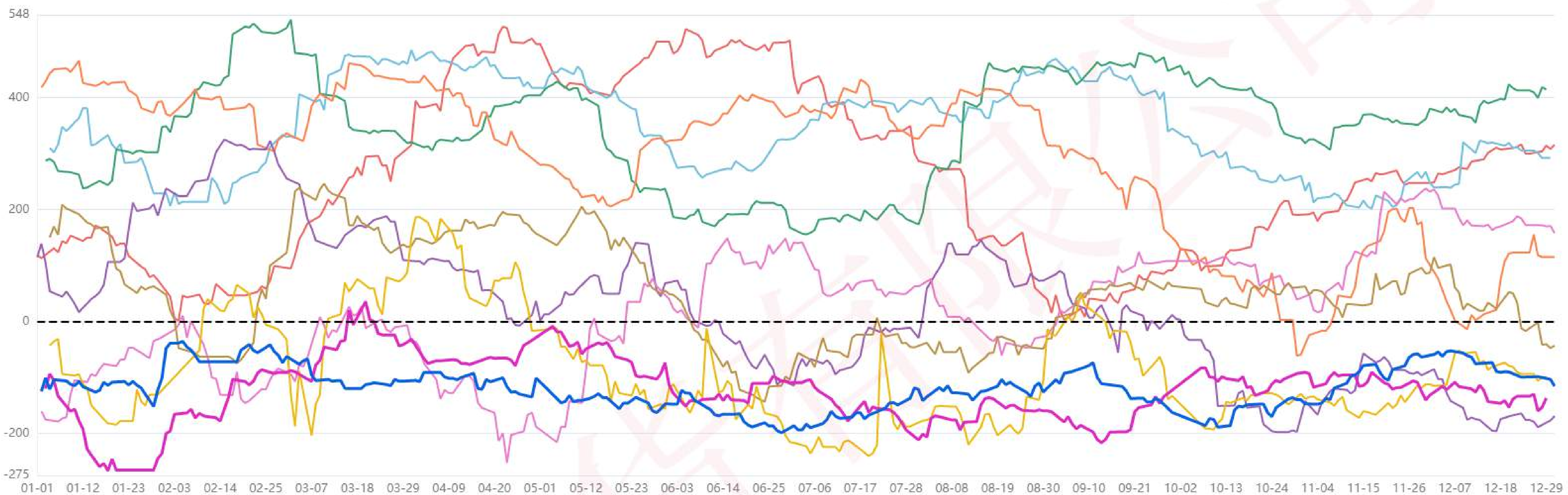
2021 2022 2023 2024 2025

乙烯石脑油裂解负荷：中国（周） 2025-01-03



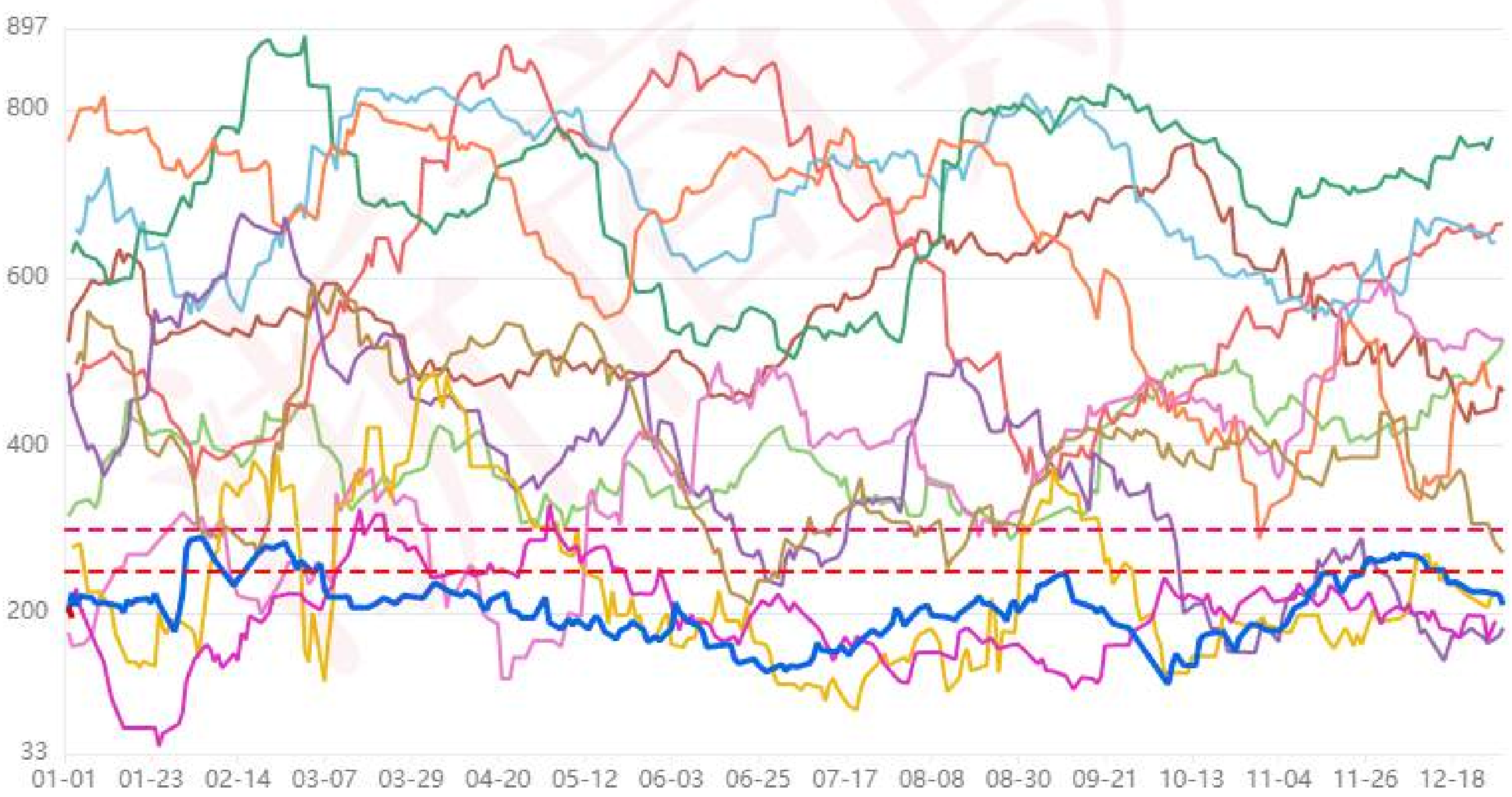
2021 2022 2023 2024 2025

乙烯：石脑油裂解：生产毛利：中国（日） 2024-12-31



2015 2016 2017 2018 2019 2020 2021 2022 2023 2024

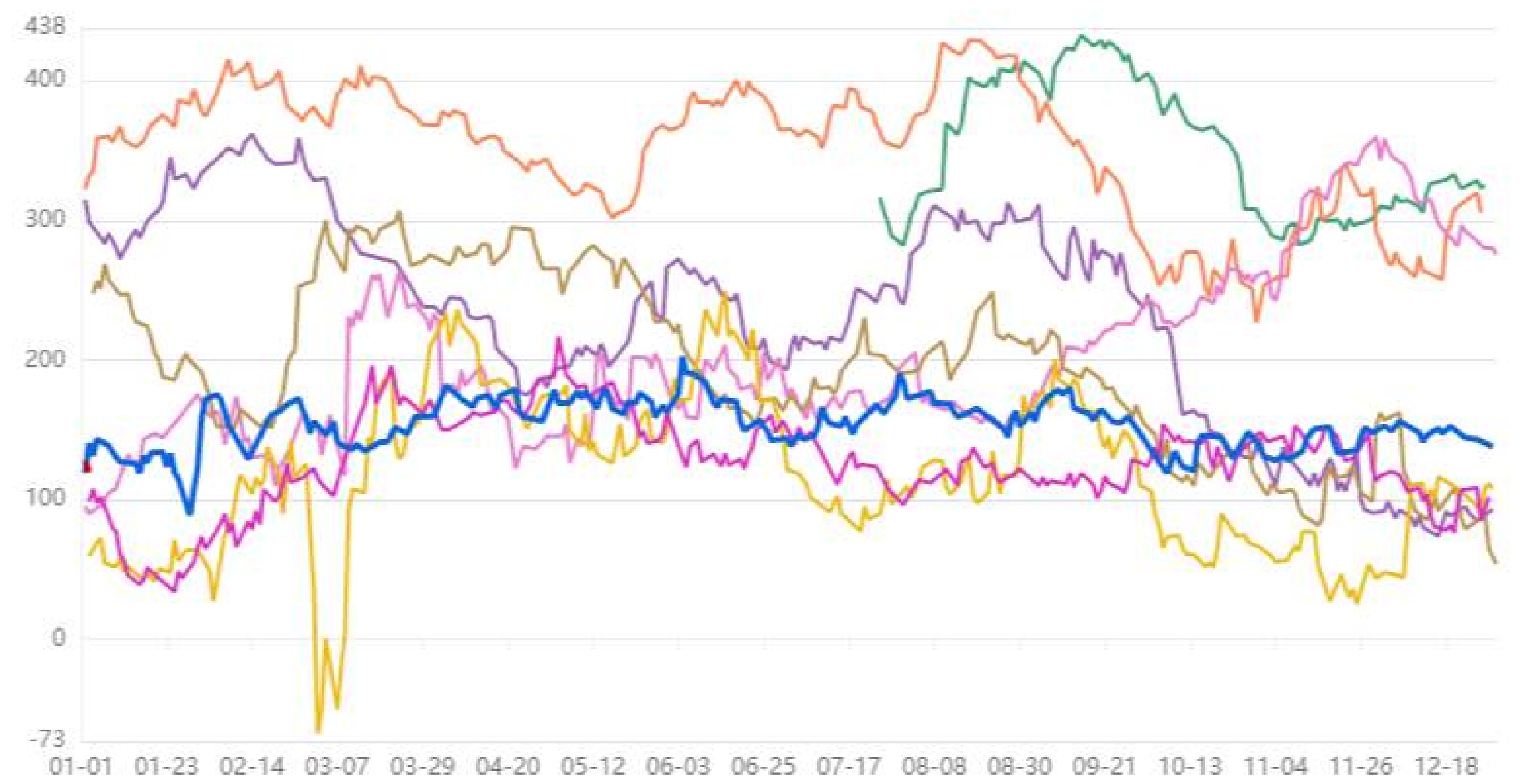
裂解乙烯价差（东北亚） 2025-01-03



2013 2014 2015 2016 2017 2018 2019 2020 2021 2022 2023 2024 2025 综合生产商盈亏平衡 非综合生产商盈亏平衡

裂解乙烯价差=CFR东北亚乙烯-CFR日本石脑油；单位：美元；

石脑油裂解制烯烃价差 2025-01-03



2017 2018 2019 2020 2021 2022 2023 2024 2025

裂解价差=（乙烯+0.0526丙烯+0.297*丁二烯+0.228*纯苯+0.289*PX+0.113*甲苯+0.794*新加坡_fo180-3.247*石脑油）/3.247；单位：美元

3. 丁二烯国内生产端

(1) 丁二烯国内生产端介绍

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，今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。就今年而言，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41万吨/年的产能投放。对于明年而言，则是有103万吨/年的产能增量，其中一季度较为集中，后三季度则相对较少且平均。

对于丁二烯的开工而言，今年的年度生产负荷延续走低，究其本质在于乙烯裂解利润承压。就此方面出发，由于明年对于乙烯裂解的开工预期进一步走低，相应的丁二烯生产负荷亦受到压制同样延续走低。因此，明年丁二烯实际的产量增量或低于理论值，该部分实际增量与丁二烯下游产量实际增量的错配将是驱动丁二烯明年价格中枢移动的核心动力。

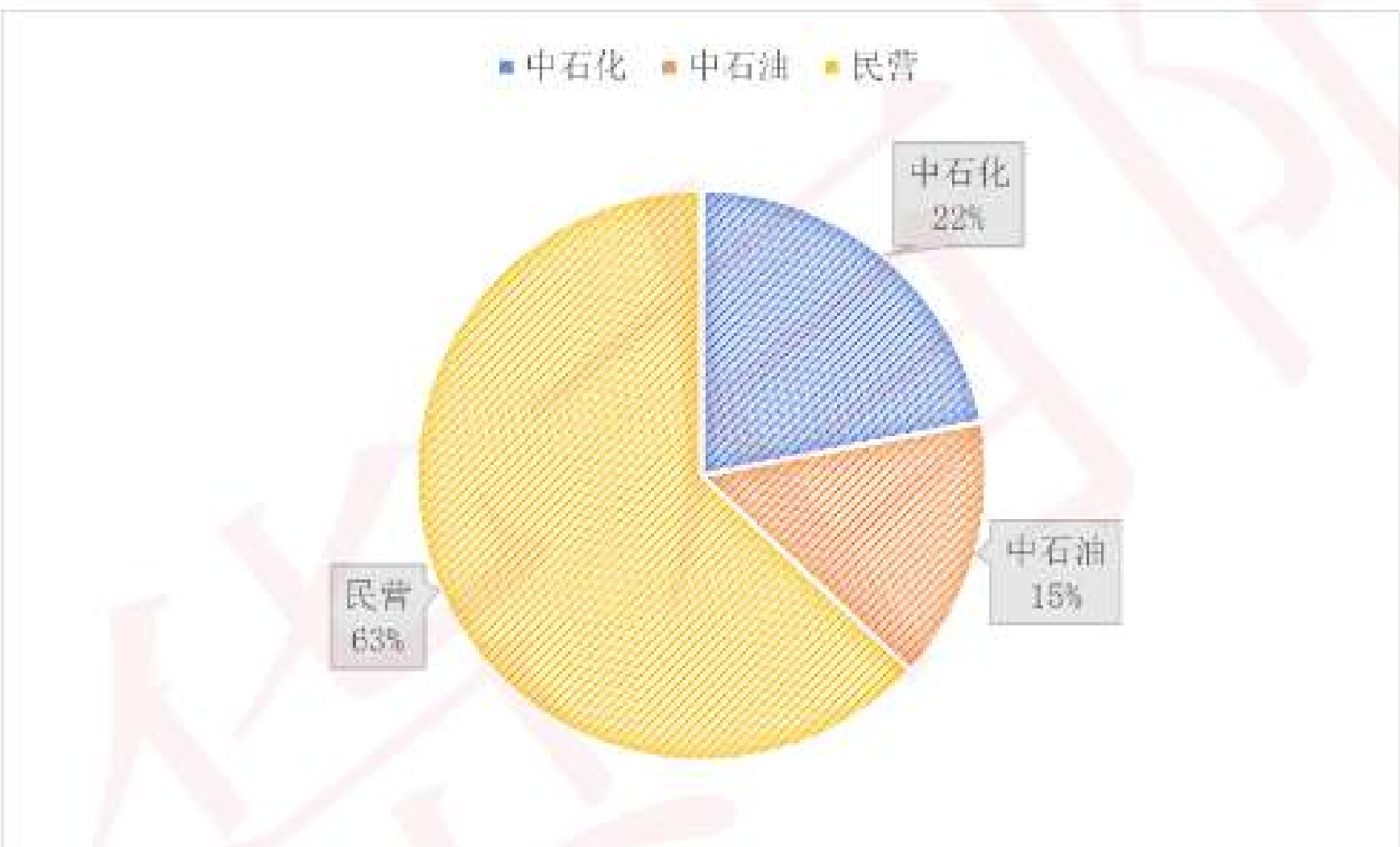
最后一方面，根据历史规律与现实情况分析可得，二季度作为传统检修季，丁二烯产量相对较少，可关注因此形成供需缺口而可能产生的阶段性机会。

(2) 丁二烯产能

丁二烯产能概况

丁二烯的产能集中度较高，其中两油的产能占比近40%。2020年前，丁二烯产能呈现高速扩张期，2020年后则是增速下降，尤其是今年产能扩张增速大幅下降。就今年而言，前三季度仅有卫星技改增加1万吨/年产能，四季度则有41万吨/年的产能投放，如此产能的不匹配投放对丁二烯价格形成了较为强烈的影响。对于明年而言，则是有103万吨/年的产能增量，其中一季度较为集中，计划新增40万吨/年产能，后三季度相对较少且平均，每季度约有20万吨/年的产能投放。

丁二烯产能分布（按企业类别）



丁二烯产能年度变化



丁二烯规划产能

2024+2025 中国丁二烯规划新增产能						
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
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	2024年12月	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	20	2024年12月	抽提法	15万吨/年BR+6万吨/年SSBR	19.8
	合计	42				24.3
2025	裕龙岛石化2	20	2025Q1	抽提法	60万吨/年ABS	9
	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
	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

(3) 丁二烯产量与开工

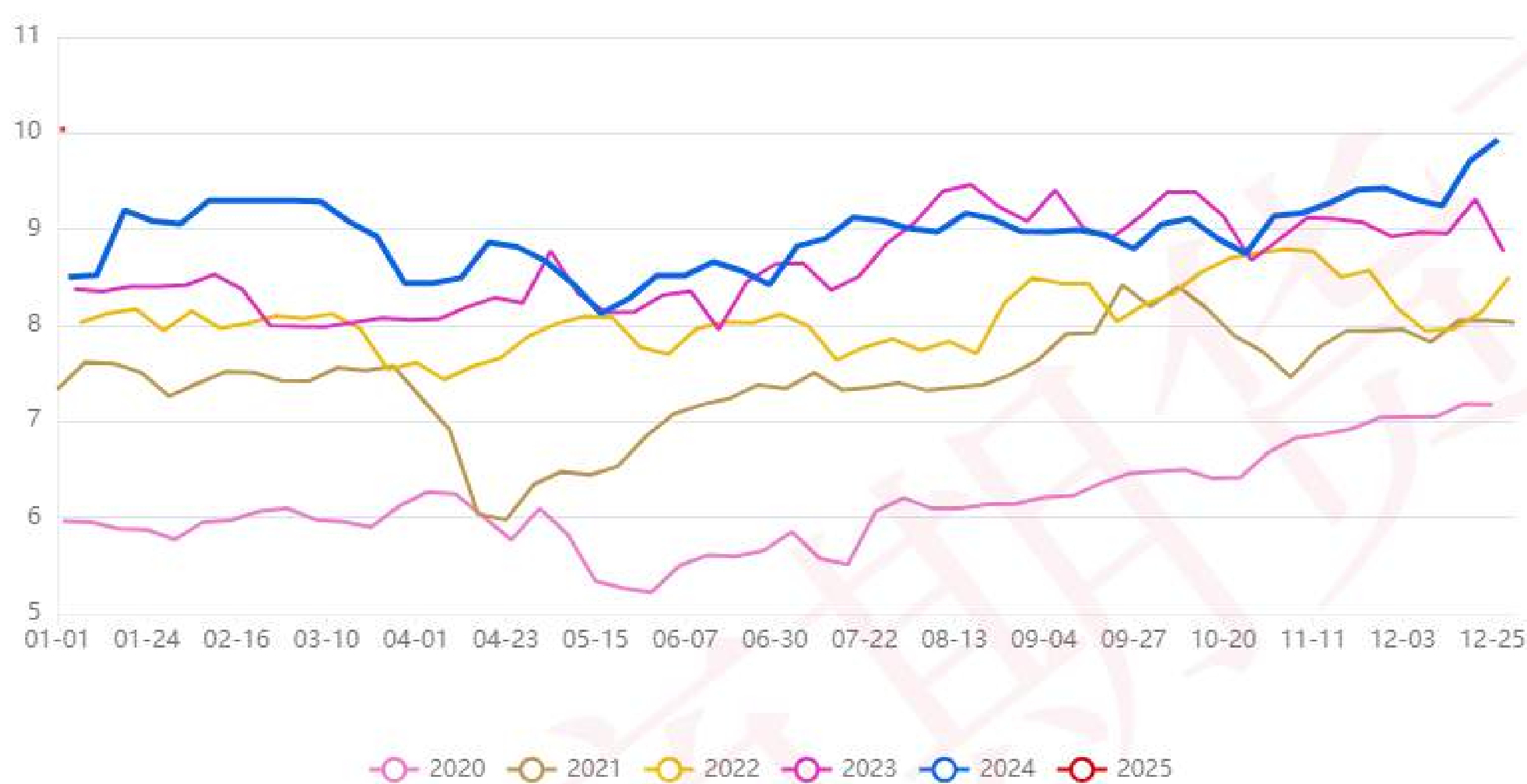
丁二烯国内供给数据说明

对于丁二烯的开工而言，今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。那么对于明年而言，由于对乙烯裂解明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，即延续今年的下降幅度，并以此对明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。

结合今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。正如我们在过去的报告中所描述的那样，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，并以此研判明年的供需缺口，似乎是更加有效的。

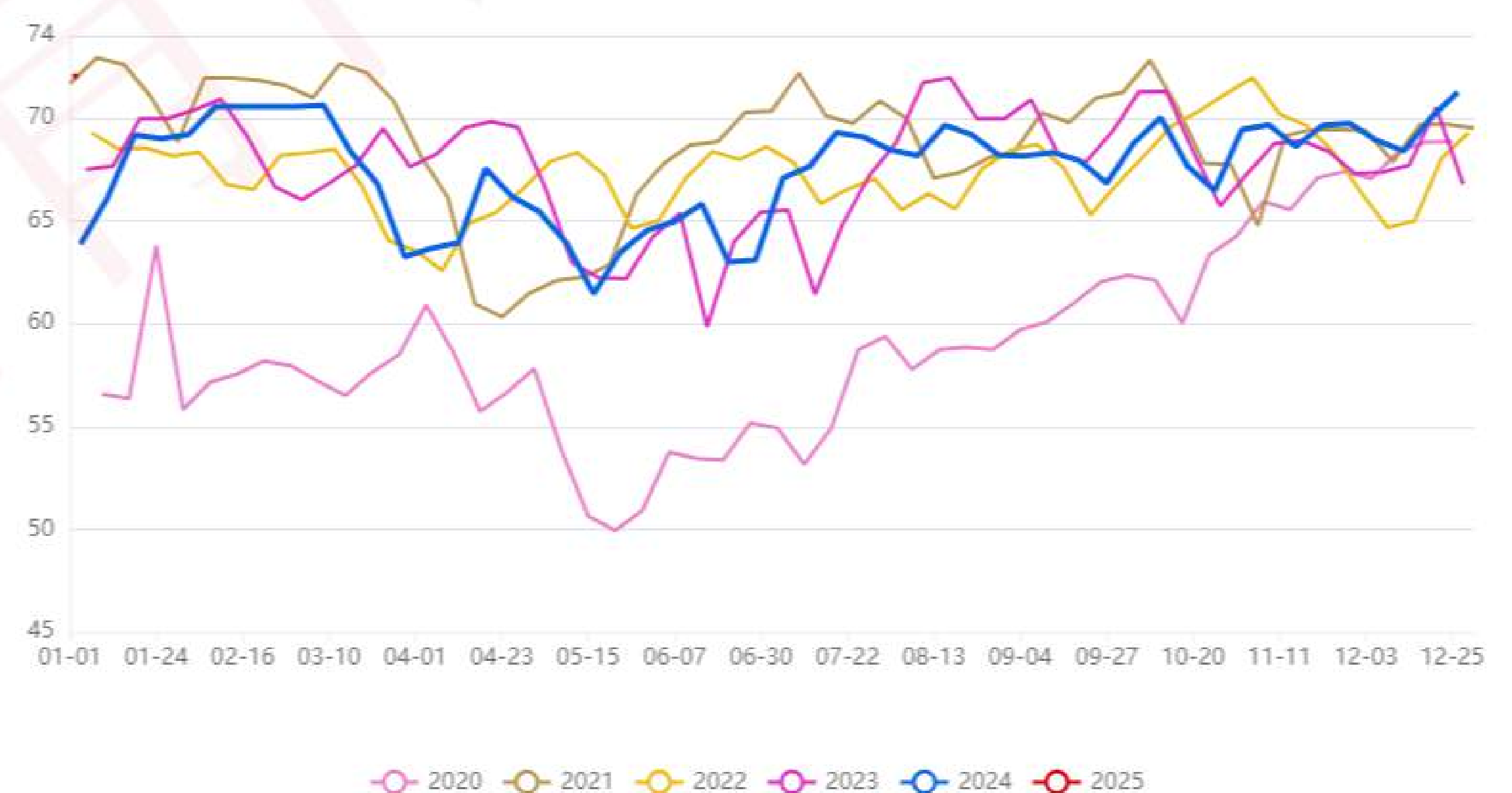
最后一方面，根据历史规律与现实情况分析可得，二季度作为传统检修季，丁二烯产量相对较少，那么作为一季度转向二季度的三月份，或许便是丁二烯弱转强的契机所在。

丁二烯：产量（周度） 2025-01-03



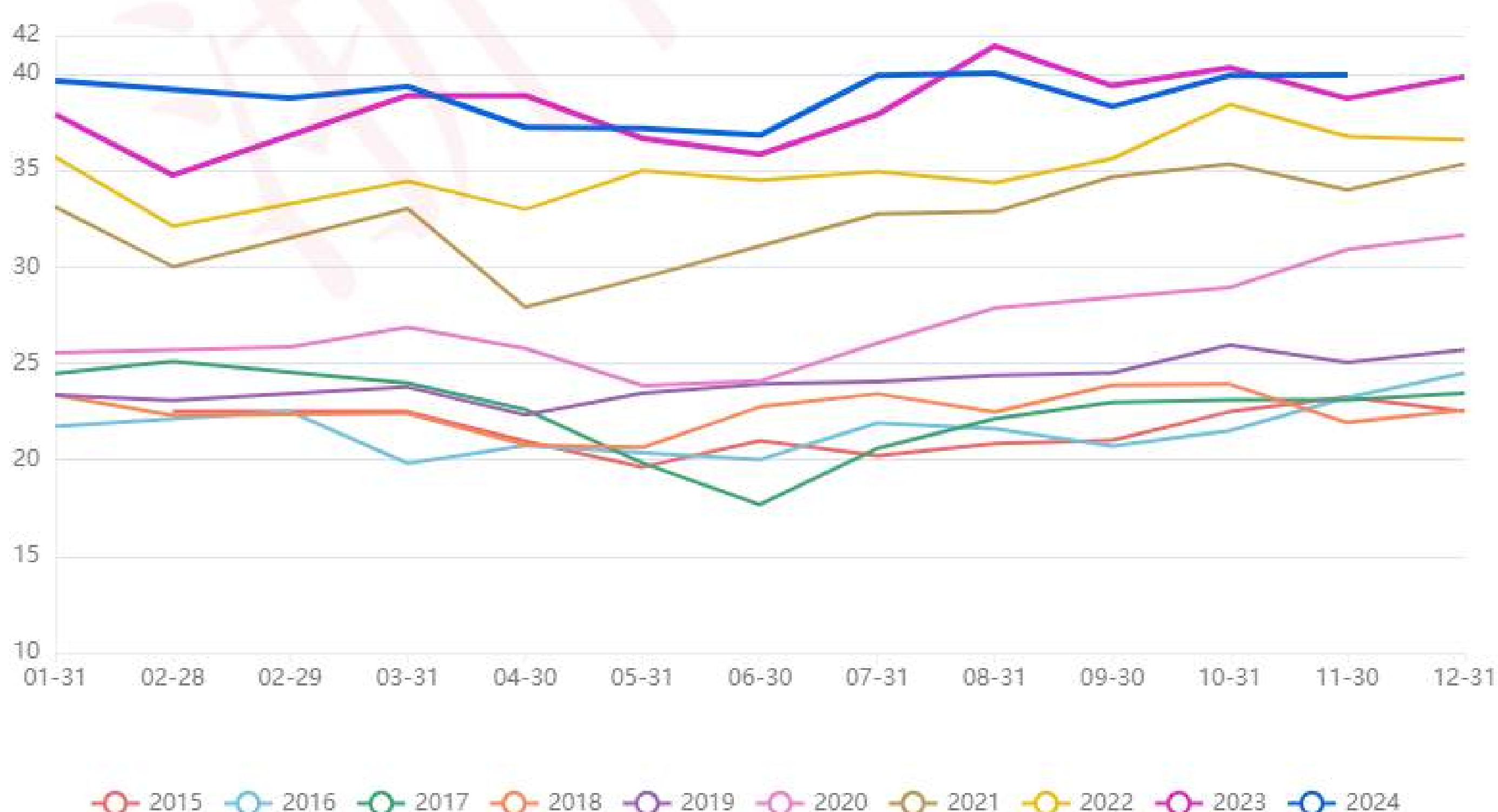
单位：万吨
数据来源：钢联 更新频率：周度

丁二烯：开工率（周度） 2025-01-03



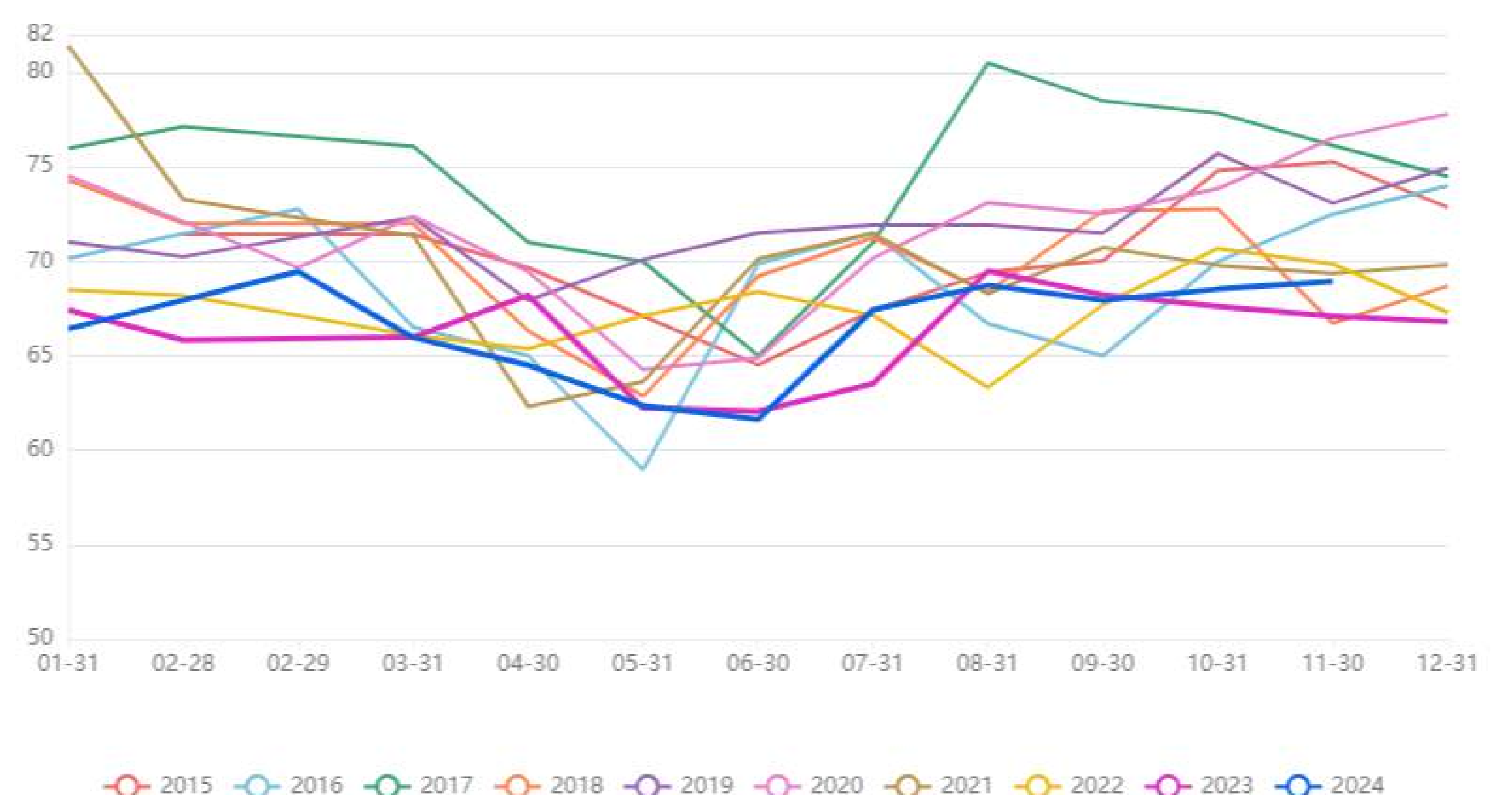
数据来源：钢联 更新频率：周度

丁二烯产量（月度） 2024-11-30



数据来源：钢联

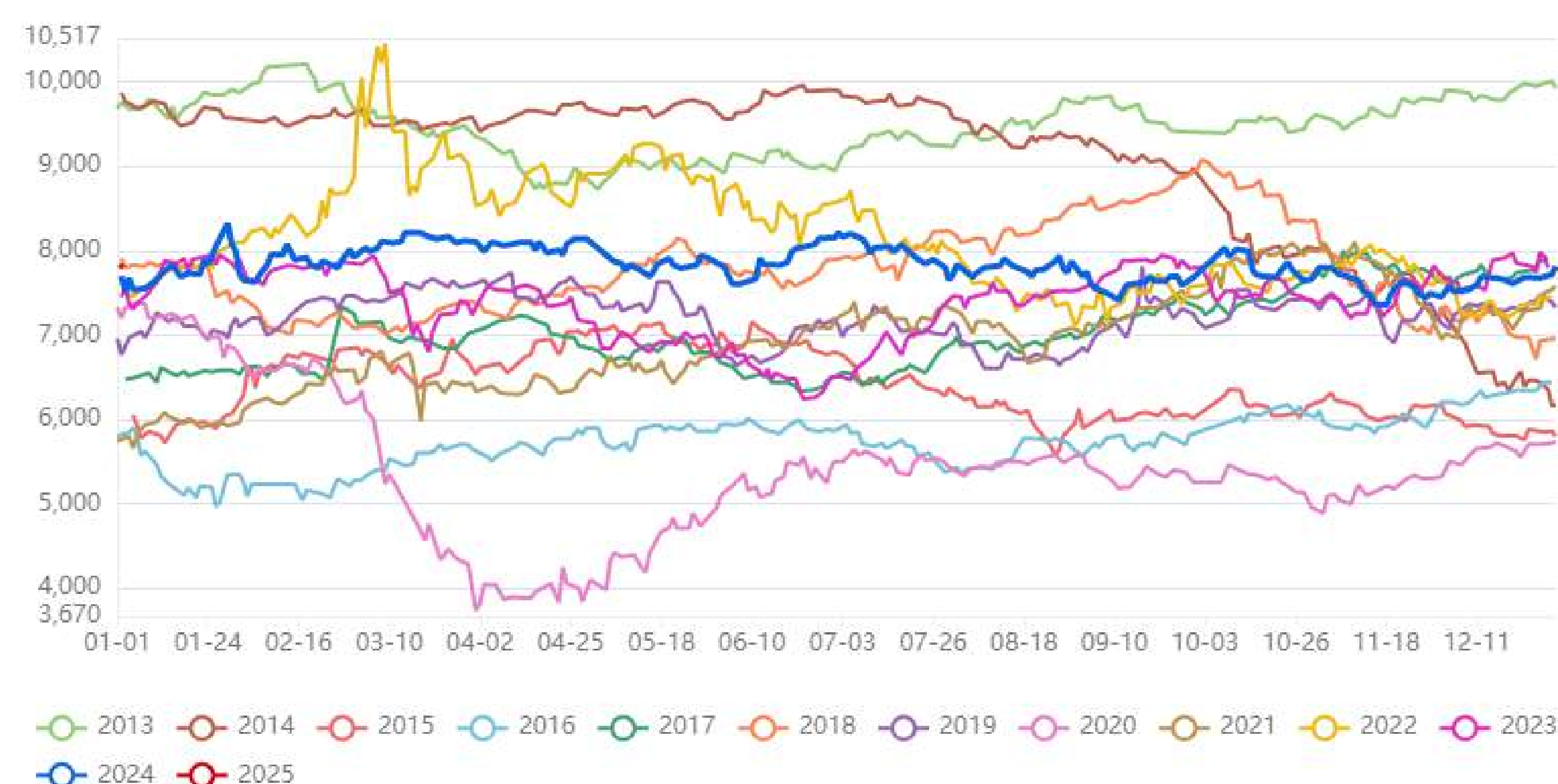
丁二烯开工率（月度） 2024-11-30



数据来源：钢联

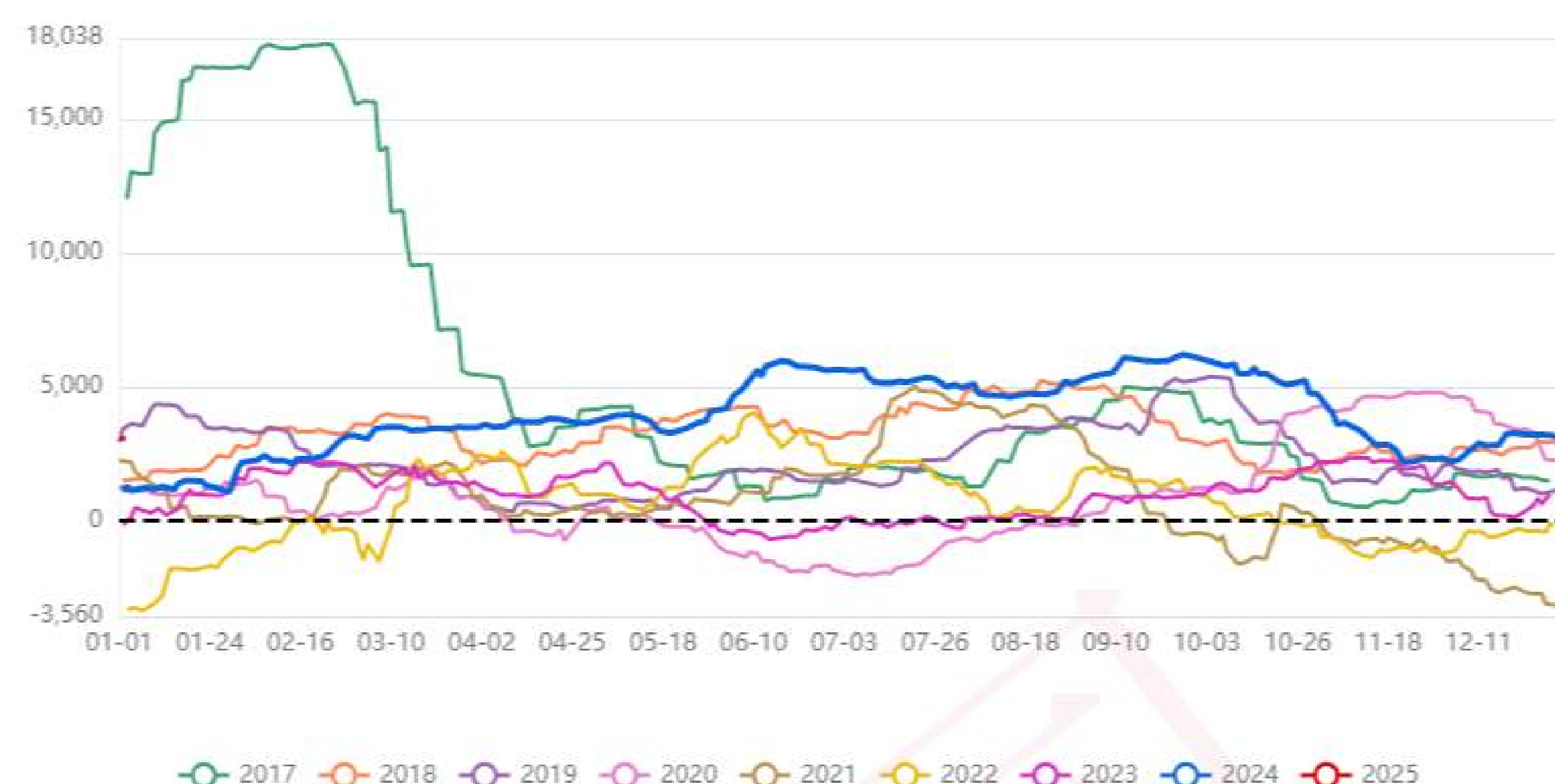
(3) 丁二烯产量与开工

丁二烯：C4抽提：生产成本 2025-01-02



数据来源：钢联 更新频率：日度

丁二烯：碳四抽提法_生产毛利_日度_元/吨 2025-01-02



数据来源：钢联 更新频率：日度

丁二烯：氧化脱氢：生产成本 2025-01-02



数据来源：钢联

丁二烯：氧化脱氢：生产毛利 2025-01-02



数据来源：钢联

4. 丁二烯进出口端

丁二烯进出口端介绍

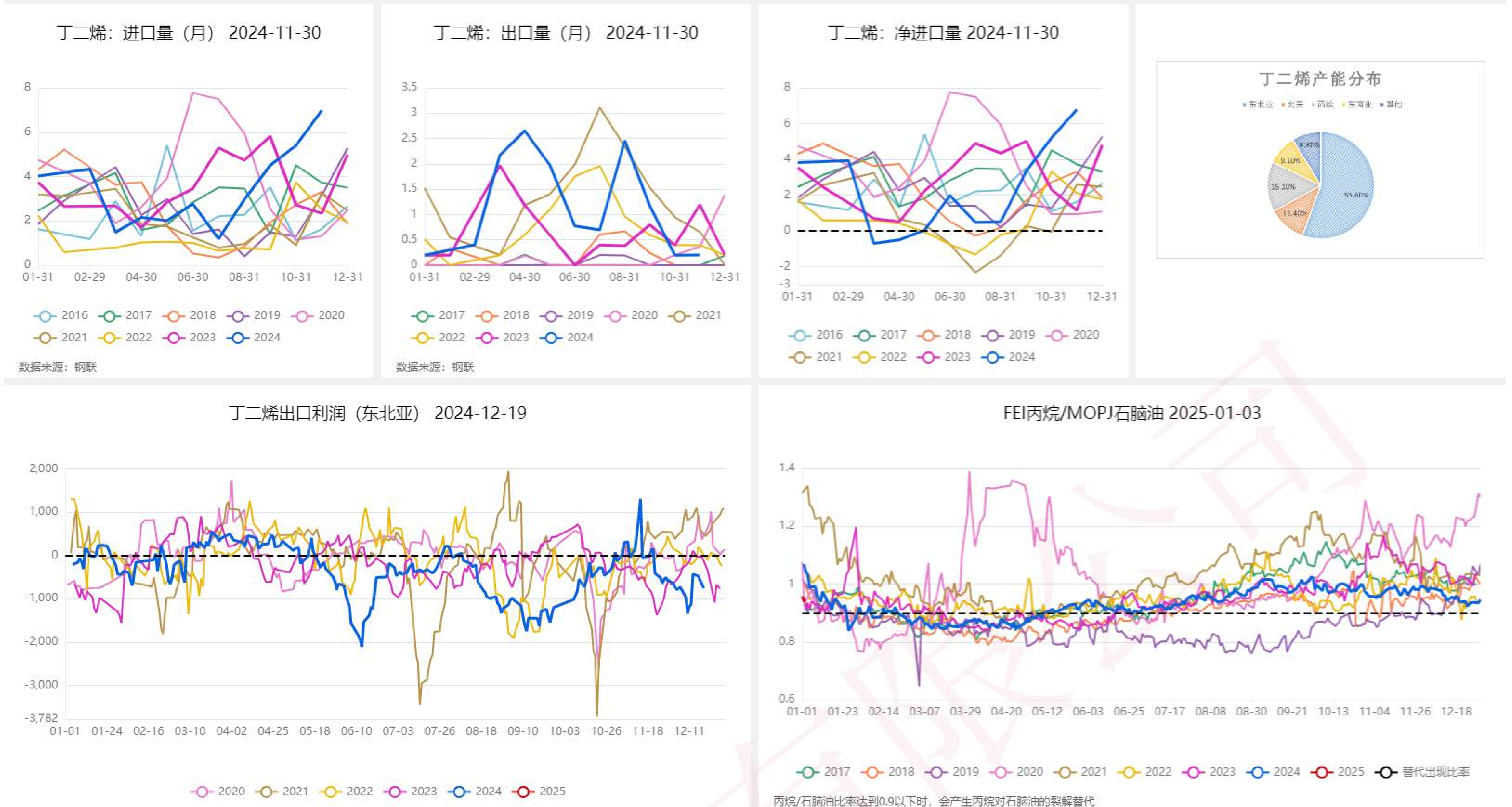
对于丁二烯的全球产能分布而言，与炼化一体化的产能分布重叠度较高，其中亚洲是最主要的丁二烯产区。环球来看，中国与北美是丁二烯的主要需求地，西北欧、中东、印度、东南亚、南美均是净流出区域。

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，叠加上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。

4. 丁二烯进出口端



(二) 丁二烯需求端

1. 丁二烯需求端介绍

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。

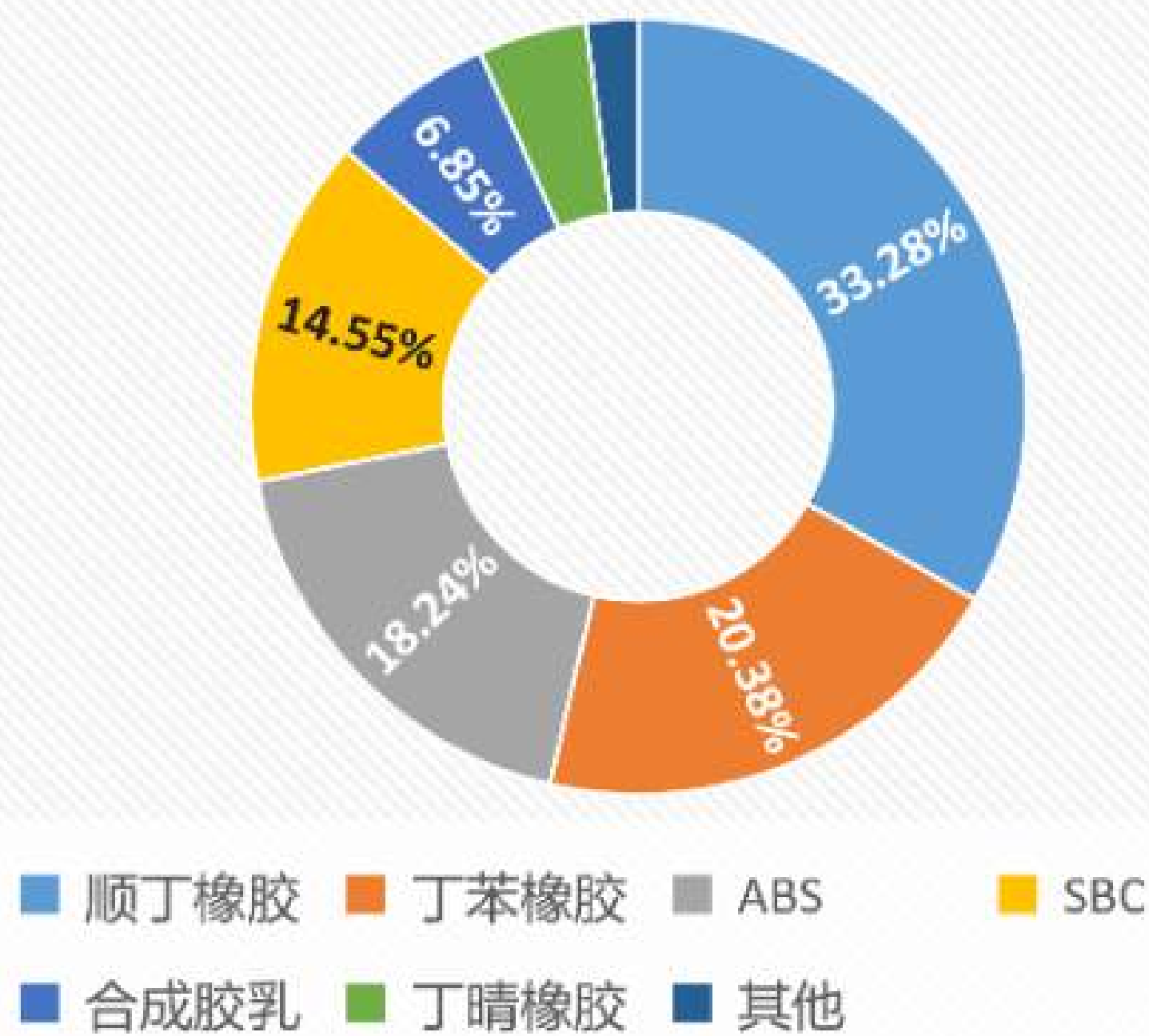
对于丁二烯需求端，我们将针对每个品种进行概述分析，我们的重点将放在这些下游品种的生产数据以及产能投放上，本质上是研究它们的生产在丁二烯需求侧的驱动。在今年丁二烯稀缺的背景下，这些下游品种的生产利润受到挤压导致开工承压产量偏低，而明年一系列丁二烯新产能的投放将有利于下游的开工，倾向于形成下游整体的生产增量，以此产生对丁二烯价格的支撑。这种情况在今年四季度有所体现了，丁二烯下游产量的迅速提升有效的带动丁二烯价格止跌反弹，那么如今丁二烯价格偏低的格局下，再去寻求低位做多机会未免不是一种机会。

对于这些下游品种的产能投放而言，由于今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明年。纵观明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明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今年的驱动，尤其是在丁二烯价格降至低位后会形成显著的支撑。

1. 丁二烯需求端介绍

丁二烯下游消费占比



丁二烯下游单耗系数

丁二烯下游	对丁二烯单耗系数
顺丁橡胶	1.02
丁苯橡胶	0.75
ABS	0.15
SBS	0.73
SEBS	0.7
丁腈橡胶	0.65
丁苯胶乳	0.25
丁腈胶乳	0.315
羧基丁苯胶乳	0.25
丁吡胶乳	0.23
己二腈	0.6

2. 丁二烯需求：顺丁橡胶

顺丁橡胶介绍

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。

明年顺丁橡胶新增产能计划15万吨/年，加上今年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，今年顺丁橡胶开工率处于历年低位，上方存在放量空间。

2024~2025 中国顺丁橡胶新增产能

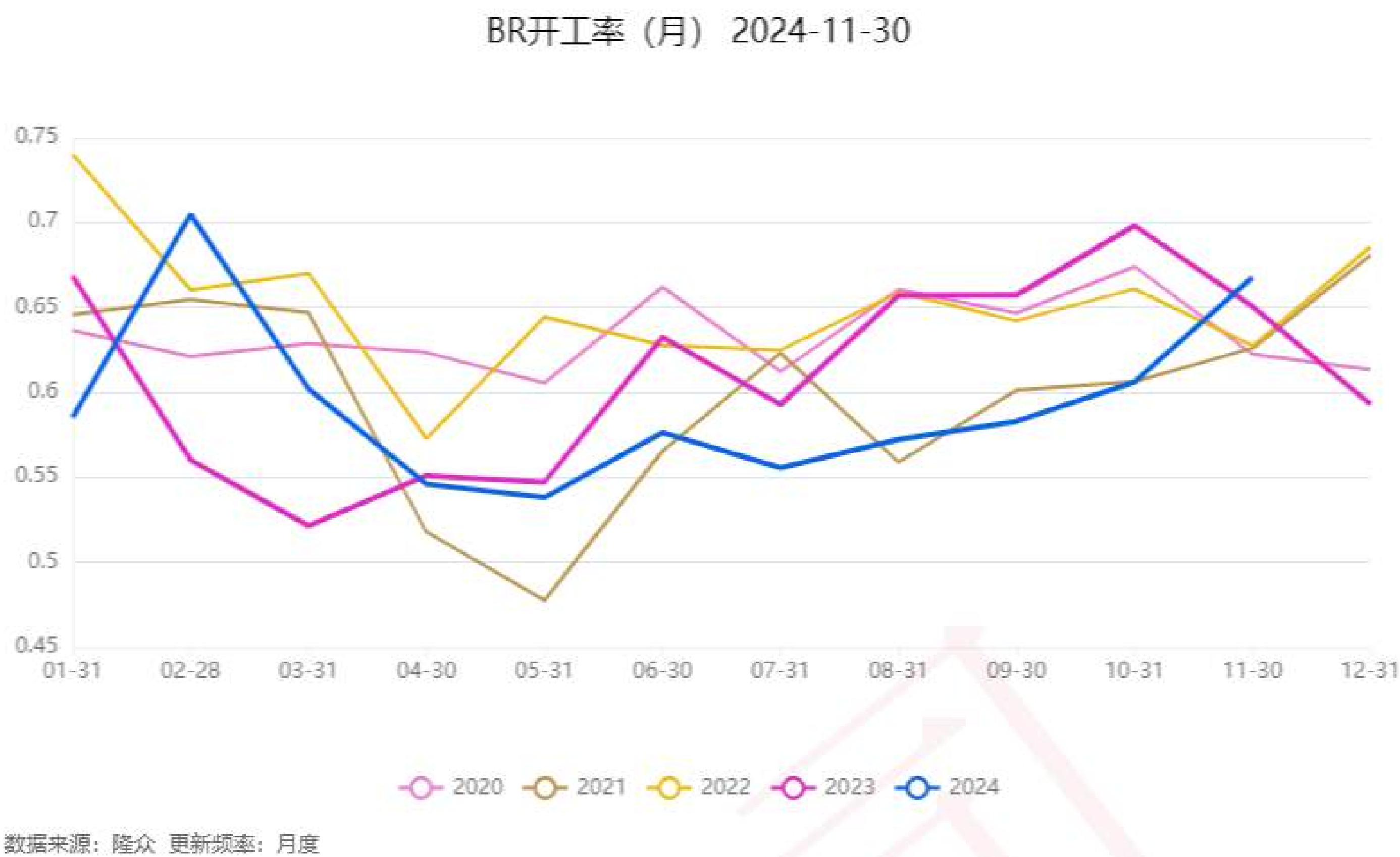
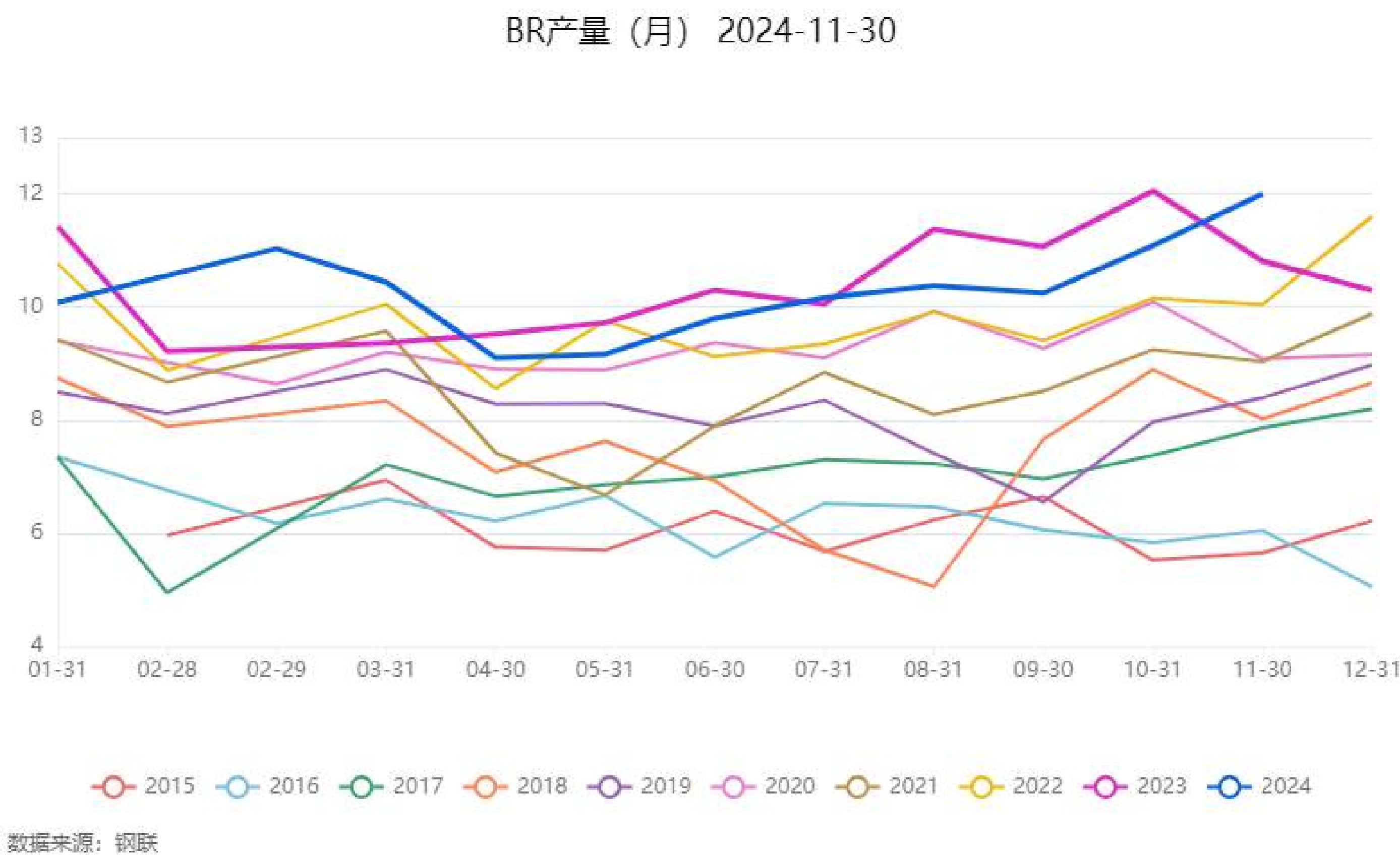
厂家	新增产能	投产时间	型号	配套上游
浙江传化	12	2024. 7	镍系+钨系	外采丁二烯
裕龙石化	15	2024. 12	镍系+钨系	上游丁二烯40万吨/年装置
中科炼化	10	2025Q3	锂系	-
吉林石化	5	2025Q3	锂系	上游丁二烯20万吨/年装置
合计	42			

数据来源：隆众资讯、卓创、浙商期货研究中心

顺丁橡胶产能



2. 丁二烯需求：顺丁橡胶



3. 丁二烯需求：丁苯橡胶

丁苯橡胶介绍

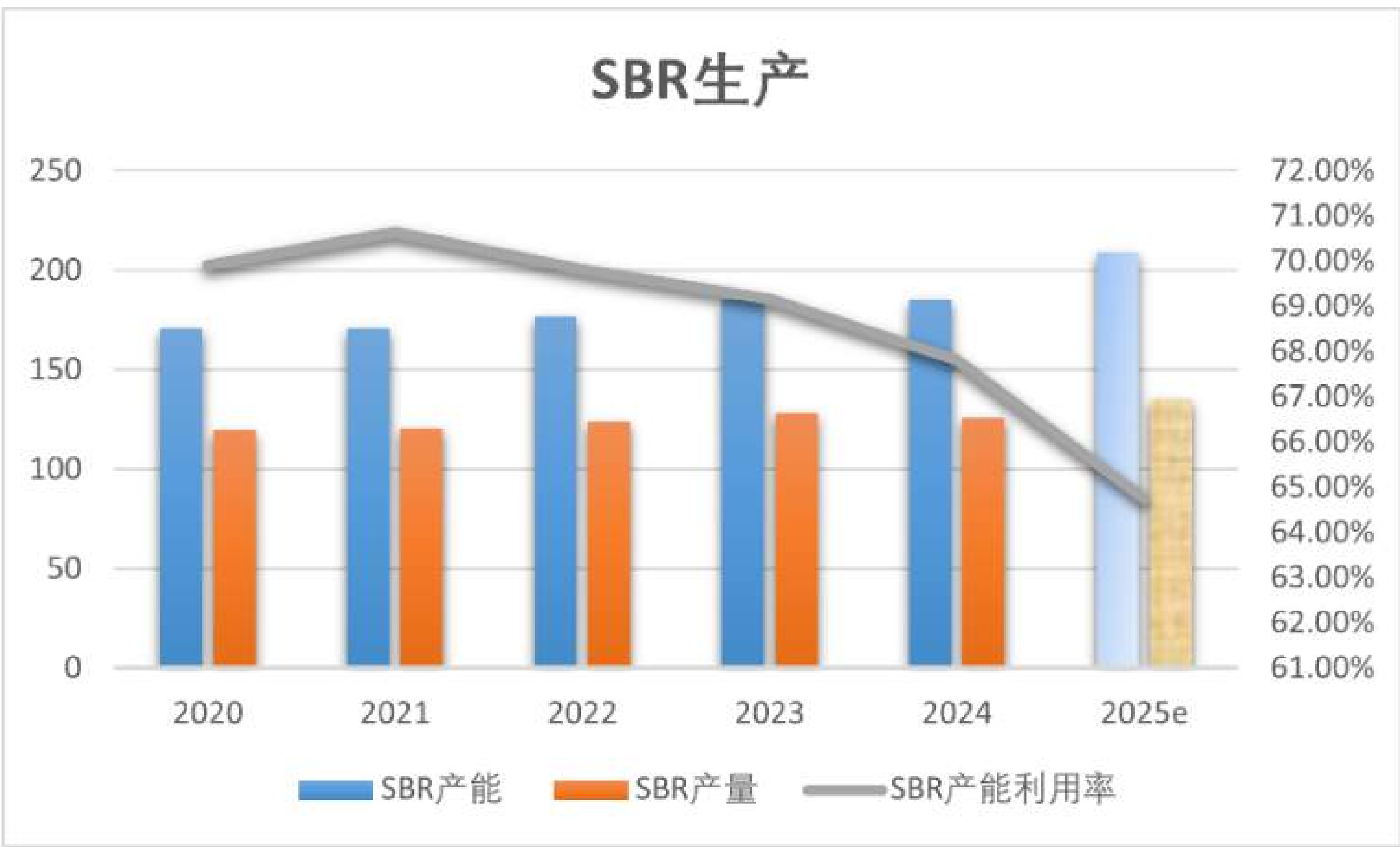
丁苯橡胶同样为丁二烯主要下游之一，是最大的通用合成橡胶品种。其终端应用场景与顺丁同为轮胎，与顺丁不同的是，丁苯在半钢胎中的应用更为广泛。其他应用场景则是鞋材、胶带、胶管、电线电缆等。

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

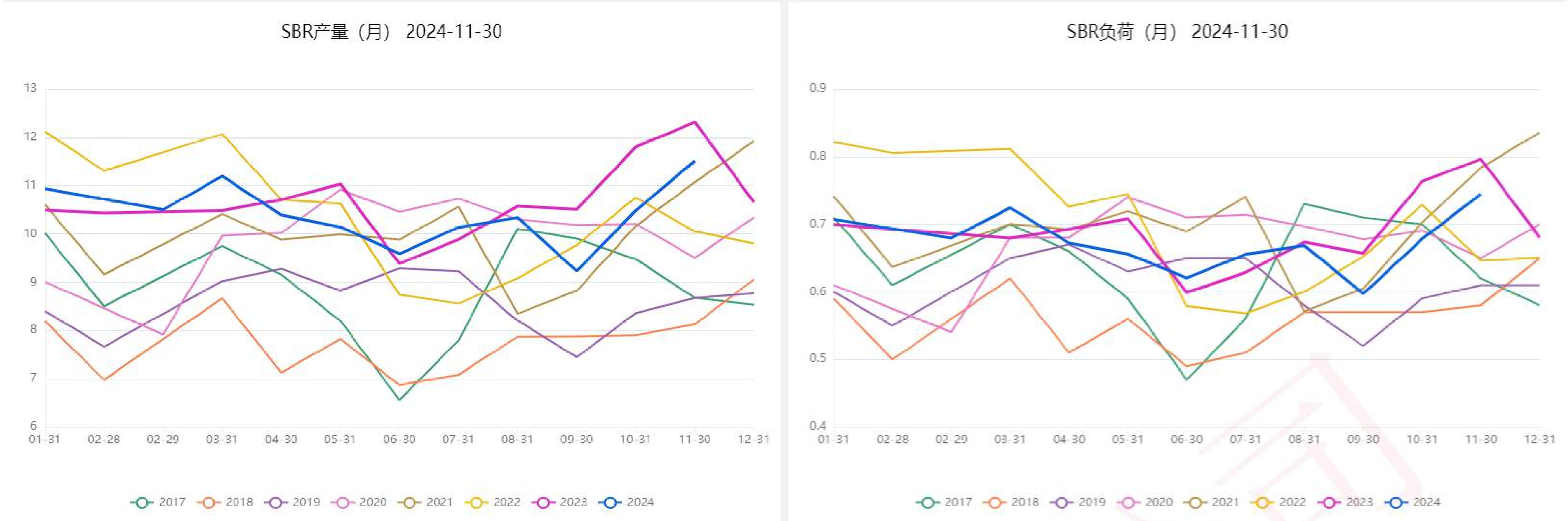
从开工上来看，由于新能源汽车发展势头较好，半钢胎开工始终处于高位，需求侧对丁苯形成一定驱动。就明年来看，终端需求仍然提供偏强指引，且开工上方仍然存在放量空间。

2024~2025 中国丁苯橡胶产能投放项目名单			
厂家	新增产能	投产时间	配套上游
中华化学工业有限公司	5	2025Q1	技改17-→22
山东裕龙石化有限公司	6	2025Q1	上游40万吨丁二烯装置
中石油广西石化	12	2025Q4	上游18万吨丁二烯装置
合计	23		

数据来源：隆众资讯、卓创、浙商期货研究中心



3. 丁二烯需求：丁苯橡胶



4. 丁二烯需求：ABS

ABS介绍

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，今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。对于明年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ABS明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。

2024~2025 中国ABS产能投放项目名单		
厂家	新增产能	投产时间
LG甬兴(技改)	5	2024. 4
吉林化学(技改)	2	2024. 4
漳州奇美	15	2024. 5
浙石化	30	2024. 6
恒力石化	30	2024. 9
天津南港	30	2024. 11
新浦化学	21	2024Q1
浙石化	60	2025Q1
裕龙岛	60	2025Q1
上海高桥	7. 5	2025Q2
吉林石化	60	2025Q3
大庆石化	20	2025Q3
广西长科	20	2025Q4
山东亿科	22. 5	2025Q4
合计	383	

数据来源：隆众资讯、卓创、浙商期货研究中心

