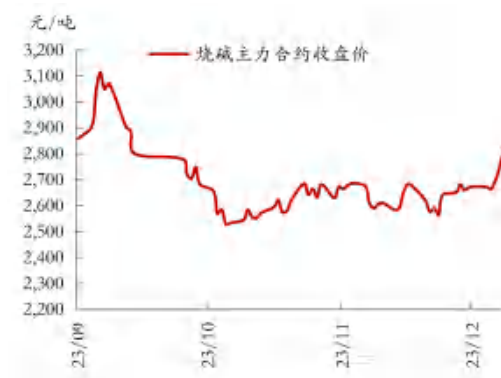
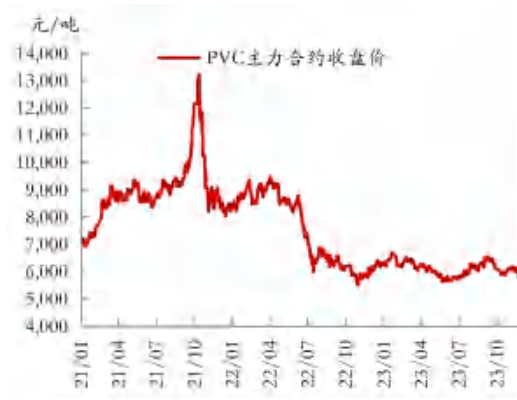




杨泉 化工首席分析师
从业资格号: F3034536
投资咨询号: Z0014525
Tel: 8621-63325888-1591
Email: xiao.yang@orientfutures.com

主力合约行情走势图



PVC：霜重鼓寒，烧碱：水波不兴

走势评级: PVC: 震荡/烧碱: 震荡
报告日期: 2023 年 12 月 28 日

★PVC: 2024 年或仍是产能过剩的局面

2023 年 PVC 在产能过剩的背景下，以高库存，低利润的姿态度过了艰难的一年。展望 2024，供应端仍有少量产能计划投放，产能增速预计在 4% 左右。需求端，地产恐仍将维持弱势，在此背景下，我们预计 2024 年需求增速或在 2% 左右。此外由于上游出口模式的改变，2024 年出口仍将处于高位，但单靠出口难以扭转乾坤，2024 年 PVC 或仍将面临产能过剩的局面。

★烧碱: 2024 年供需或相对平衡，产业链整体矛盾有限

在出口下滑的情况下，2023 年烧碱价格环比有明显的回落。展望 2024 年，供应端，在政策限制下仍然难有大的增长，预计产能增速在 4% 左右。需求端，氧化铝扩能放缓，预计产能增速 2%。而其余制浆造纸，印染纺织等需求，可能伴随宏观经济的改善略有好转，但也难大幅增长。2024 年的烧碱总需求增速预计在 3% 左右。此外在长协和海外矿物加工业持续发展的背景下，2024 年烧碱出口有望环比持平。整体来看，2024 年烧碱或仍是供需相对平衡的状态，产业链整体没有大的矛盾。

★投资建议

PVC: 2024 年 PVC 或继续维持产能过剩的格局。上半年，春节后历史最高的库存和 03 合约上大量的仓单注销可能会给 PVC 带来较大的下行压力。而下半年，若美联储如期降息带来海外需求回暖，则可能从消费端对 PVC 形成一定的提振，进而改善 PVC 估值。预计全年价格重心在 5500 元/吨-6500 元/吨。

烧碱: 2024 年烧碱供需或仍维持一个基本平衡的格局。全年价格重心折盘面或在 2300 元/吨-3000 元/吨。但需要提醒投资者注意的是，由于烧碱尚未交割，且作为液体化工交割难度较大，因此 2405 合约首次交割可能会带来巨大的价格波动风险。

★风险提示

中国地产走势强于预期，海外需求回暖超预期。

重要事项: 本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。
有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目录

PVC：霜重鼓寒声不起.....	5
1、2023 年：产能过剩下的负重前行.....	5
2、2024 年 PVC 产能或仍有增长.....	7
3、地产承压下，2024 年 PVC 需求或仍低速增长.....	8
4、高出口或将常态化，但仅靠出口难以力挽狂澜.....	10
5、氯碱跷跷板效应明显，关注可能的套利机会.....	12
6、BDO 扩能高峰来临，2024 年电石供需或小有改善.....	13
烧碱：微风徐来，水波不兴.....	15
7、2023 年：出口下滑带动价格重心下移.....	15
8、政策限制下，烧碱产能难有高增长.....	16
9、需求过于分散导致弹性偏弱.....	18
10、出口回落或已结束，2024 年烧碱出口环比有望持平.....	19
11、投资建议.....	20
12、风险提示.....	20

图表目录

图表 1 : 2023 年 PVC 价格窄幅震荡.....	5
图表 2 : 中国 PVC 企业库存处于偏高水平.....	5
图表 3 : 中国 PVC 社会库存处于严重偏高水平.....	6
图表 4 : 双吨价差显示 2023 年 PVC 行业利润较低.....	6
图表 5 : 从去年下半年至今已长停了 127 万吨/年的装置.....	6
图表 6 : 从去年四季度至今已新增 210 万吨/年的新产能.....	7
图表 7 : 中国 PVC 周度开工率.....	7
图表 8 : 中国 PVC 月度产量.....	7
图表 9 : PVC 后续计划新增产能情况.....	8
图表 10 : 2023 年部分一线城市放松政策一览.....	9
图表 11 : 1-11 月中国商品房销售面积累计同比下滑.....	9
图表 12 : 1-11 月中国房屋新开工面积累计同比下滑.....	9
图表 13 : 2023 年 1-11 月中国 PVC 需求小幅正增长.....	10
图表 14 : 1-11 月中国社会消费品零售总额正增长.....	10
图表 15 : 中国 PVC 月度出口数据.....	11
图表 16 : 中国 PVC 月度进口数据.....	11
图表 17 : 2023 年中国 PVC 出口利润并不算高.....	11
图表 18 : 2023 年中国对印度出口占比大幅上升.....	11
图表 19 : 全球 PVC 贸易流向.....	12
图表 20 : 印度 PVC 年度进口情况.....	12
图表 21 : 2023 年 9 月烧碱价格出现了一波快速拉升.....	13
图表 22 : 2023 年 9 月下旬开始 PVC 明显回落.....	13
图表 23 : 2024 年中国计划投产的 BDO 产能.....	13
图表 24 : BDO 的两种生产工艺流程简图.....	14
图表 25 : BDO 迎来扩能潮.....	14
图表 26 : 2023 年中国烧碱价格环比明显下滑.....	15
图表 27 : 海外天然气价格急涨急跌.....	15
图表 28 : 中国烧碱月度出口数据.....	16
图表 29 : 烧碱产能增速较低.....	17
图表 30 : 政策限制了烧碱行业未来产能扩张.....	17
图表 31 : 2024 年中国计划投产的烧碱产能.....	17
图表 32 : 烧碱下游需求占比.....	18
图表 33 : 国内氧化铝企业新增产能情况.....	19

图表 34：中国氧化铝建成产能.....	19
图表 35：中国机制纸及纸板产量.....	19
图表 36：部分印尼和澳大利亚的矿物加工业投产情况.....	20

PVC：霜重鼓寒声不起

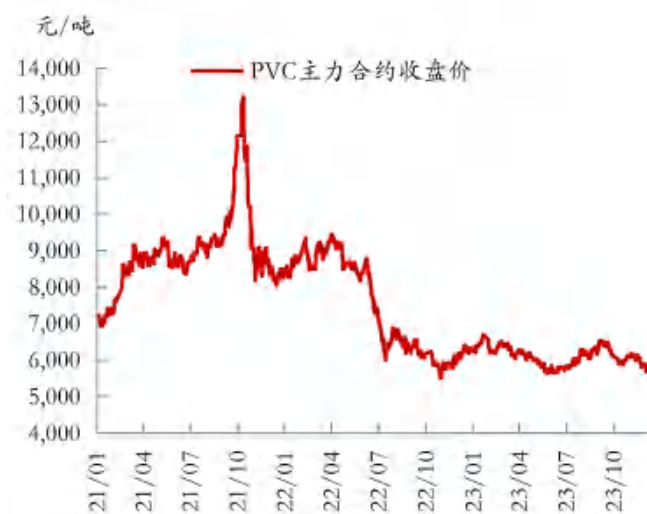
1、2023 年：产能过剩下的负重前行

2023 年 PVC 波动率急速下滑，行情整体在 5500 元/吨-6500 元/吨的区间中窄幅震荡，再也不复当年一日千点的盛况。而这背后的核心原因在于其产能过剩的情况愈发明显。

首先今年 PVC 产业链几乎全年维持着高库存，尤其是中游的社会库存几乎没有去化。上游库存虽有去化，但相比往年仍处于偏高水平。而下游原料库存据我们草根调研了解也是长期高于往年同期。

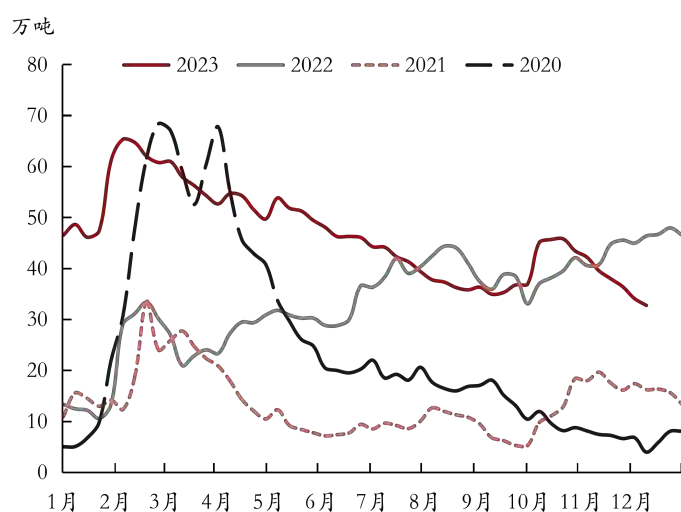
其次长时间的高库存使得 PVC 估值被压得极低，边际产能几乎一直处于亏损状态。从双吨价差去看，全年除个别时段，PVC 双吨价差都低于 3200 元/吨。而从历史数据分析，当双吨价差在 3200 元/吨以下时，山东、东北、西南等地的高成本产能基本就处于亏损状态了。

图表 1：2023 年 PVC 价格窄幅震荡



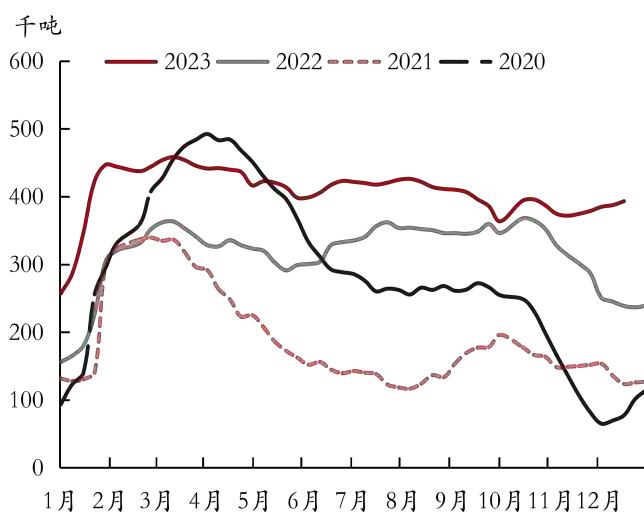
资料来源：iFind

图表 2：中国 PVC 企业库存处于偏高水平



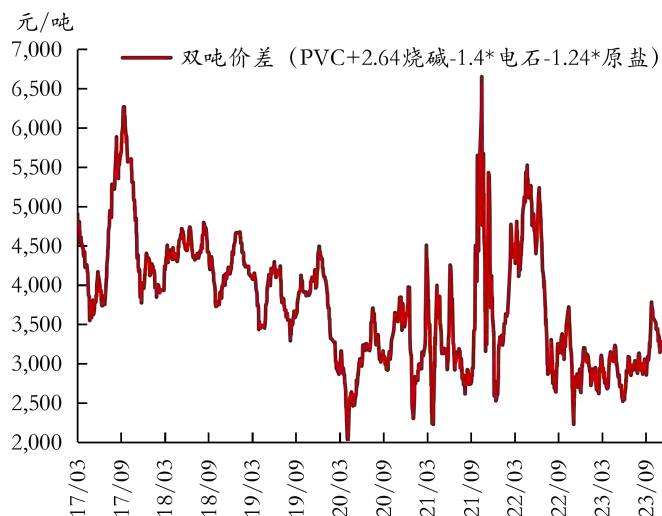
资料来源：隆众资讯

图表 3：中国 PVC 社会库存处于严重偏高水平



资料来源：卓创资讯

图表 4：双吨价差显示 2023 年 PVC 行业利润较低



资料来源：iFind，百川资讯，东证衍生品研究院

最后，长时间的低利润，造成 PVC 行业开工意愿低于往年。一方面，我们观察到从去年下半年至今，已有 127 万吨/年的装置停车时间已超过一个季度，其中 67 万吨/年的装置停车时间更是已超过半年。考虑到化工装置长停之后开车难度较大，可以认为这部分装置由于激烈的行业竞争已暂时退出市场。另一方面，虽然从去年四季度至今，PVC 新增了 210 万吨/年的新装置，产能增速达到了 7% 左右，但今年 1-11 月中国 PVC 产量仅仅只增加了 3.5%。由此也能看出行业开工率意愿不高。

图表 5：从去年下半年至今已长停了 127 万吨/年的装置

区域	生产企业	工艺	检修产能（万吨/年）	停车情况
华中	河南神马	电石法	20	2022 年 8 月 15 日停车检修，开车时间不定
华北	泰汶盐化	电石法	10	2022 年 9 月 30 日开始检修，开车时间不定
西北	内蒙晨宏力	电石法	3	2022 年 10 月 8 日停车，开车时间不定
华中	衡阳建滔	电石法	22	1 月 14 日停车检修，开车时间不定
华北	山东东岳	电石法	12	3 月 25 日开始检修，开车时间不定
西北	甘肃金川新融	电石法	20	7 月 13 日停车检修，开车时间不定
西北	乌海化工	电石法	40	7 月 22 日临时停车，开车时间不定
合计			127	

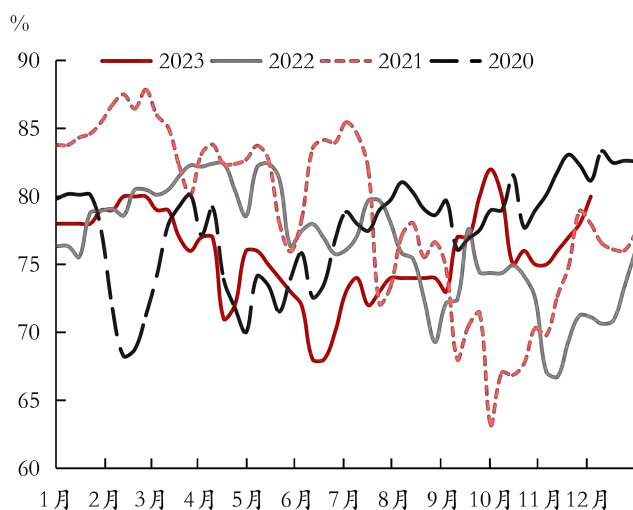
资料来源：卓创资讯

图表 6: 从去年四季度至今已新增 210 万吨/年的新产能

企业名称	新增产能 (万吨/年)	粉/糊	生产工艺	投产时间
天津大沽	20	粉	乙烯法	计划 2022 年初投产 (产能置换)
青岛海晶	20	粉	乙烯法	2022 年 10 月投产
聚隆化工	40	粉	乙烯法	2022 年 11 月试车
山东信发	40	粉	电石法	2022 年 11 月试车
广西华谊	40	粉	乙烯法	2022 年 12 月试车
德州实华	10	粉	姜钟法	2023 年 2 月试车
万华福建	40	粉	乙烯法	2023 年 5 月试车
合计	210			

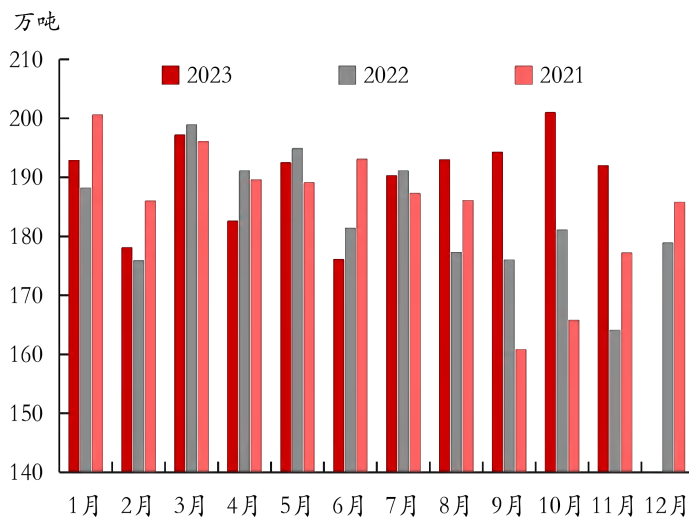
资料来源: 公开资料整理, 东证衍生品研究院

图表 7: 中国 PVC 周度开工率



资料来源: 卓创资讯

图表 8: 中国 PVC 月度产量



资料来源: 卓创资讯

整体来看, 2023 年的 PVC 是在产能过剩的背景下, 背负着高库存, 低利润, 低开工这三座大山艰难前行。

2、2024 年 PVC 产能或仍有增长

虽然在当前产能过剩的背景下, 2024 年 PVC 产量的增长将更多取决于生产利润的多寡。但考虑到新增产能普遍成本更低, 投产后低负荷甚至不运行的概率偏低。因此新产能的投产情况仍将对明年的供应造成影响。

据我们初步统计, 目前 2024 年拟投产的 PVC 产能仍有 160 万吨/年, 其中乙烯法 90 万吨/年的装置由于仍具有一定的成本优势预计投产概率较大。而电石法中, 陕西金泰 30

万吨/年的装置据悉已基本建设完毕，预计明年投产的概率也较大。其余装置则存在一定的不确定性。总的看来，我们预计 2024 年 PVC 新增有效产能 120 万吨/年左右，产能增速 4% 左右。

图表 9：PVC 后续计划新增产能情况

企业名称	新增产能（万吨/年）	粉/糊	生产工艺	投产时间
镇洋发展	30	粉	乙烯法	计划 2024 年一季度
陕西金泰	30	粉	电石法	计划 2024 年上半年
德州实华	10	粉	EDC	计划 2024 年投产
甘肃耀望	30	粉	电石法	计划 2024 年投产
天津大沽	40	粉	乙烯法	计划 2024 年投产
青岛海晶	20	粉	乙烯法	计划 2024 年投产
合计（2024）	160			
新浦化学	50	粉	乙烯法	计划 2025 年或以后投产
神木信发	80	粉	电石法	计划 2025 年或以后投产
陕西金泰	30	粉	电石法	计划 2025 年或以后投产
卫星化学	80	粉	乙烯法	计划 2025 年或以后投产
宁波万华	40	粉	乙烯法	计划 2025 年或以后投产
合计（2025 或以后）	280			

资料来源：公开资料整理，东证衍生品研究院

3、地产承压下，2024 年 PVC 需求或仍低速增长

虽然 2023 年政府在之前的基础上进一步放松了相关的地产政策，包括但不限于一线城市认房不认贷，进一步降低首付比例和房贷利率等。但从结果来看，房地产市场降幅虽有收窄但仍然较为疲软。

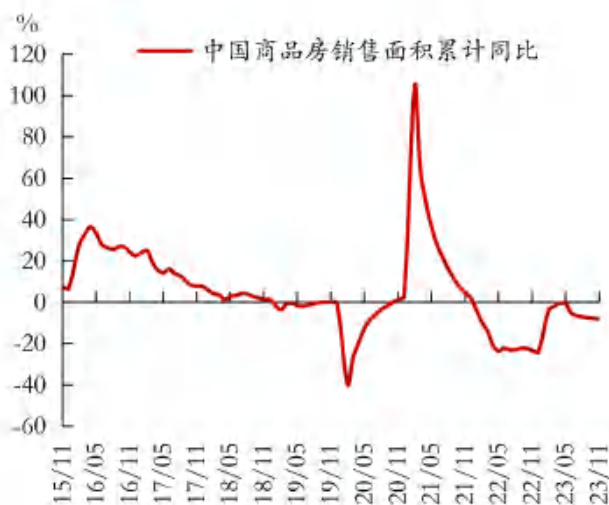
1-11 月我国商品房销售面积累计同比下滑了 8%，房屋新开工累计同比下滑了 21.2%。展望 2024 年，我们认为房地产市场的疲态或仍难有效改善，预计商品房销售面积可能处于个位数的小幅负增长，房屋新开工受制于拿地的持续下滑，预计会弱于商品房销售，预计在 -10% 左右。

图表 10: 2023 年部分一线城市放松政策一览

地点	时间	政策主要内容
广州、深圳	2023 年 8 月 30 日	居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女）申请贷款购买商品住房时，家庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。
上海、北京	2023 年 9 月 1 日	居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女）申请贷款购买商品住房时，家庭成员在深圳市名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。
上海、北京	2023 年 12 月 14 日	北京降低首付比例，首套房最低首付比例由之前的普宅不低于 35%，非普宅不低于 40%，统一下调至不低于 30%；二套房最低首付比例由之前的普宅不低于 60%，非普不低于 80%，下调为城六区首付不低于 50%，非城六区不低于 40%；上海降低首付比例，首套房最低首付比例由不低于 35%，下调至不低于 30%，二套房首付比例由普宅的 50% 和非普的 70%，下调至不低于 50%，自贸区临港新片区以及嘉定、青浦、松江、奉贤、宝山、金山 6 个行政区全域二套房最低首付比例不低于 40%。

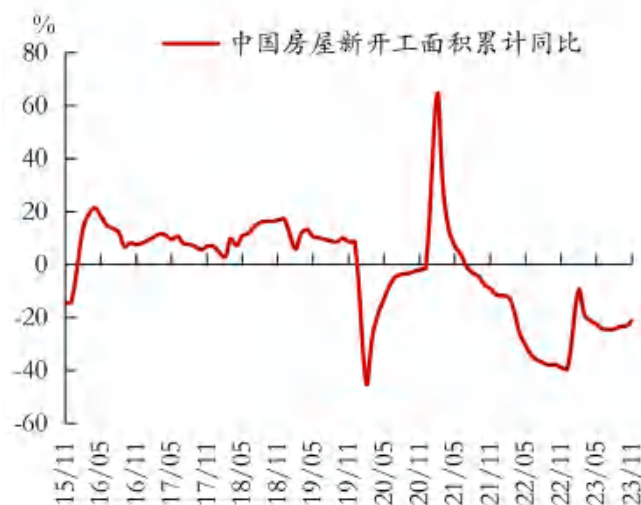
资料来源：公开资讯整理，东证衍生品研究院

图表 11: 1-11 月中国商品房销售面积累计同比下滑



资料来源：iFind

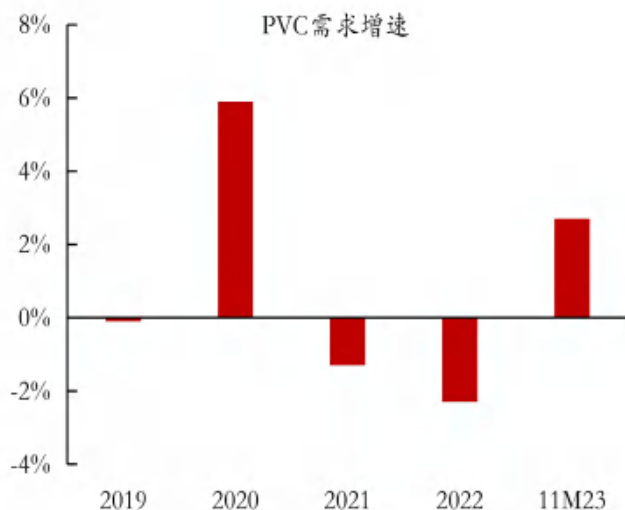
图表 12: 1-11 月中国房屋新开工面积累计同比下滑



资料来源：iFind

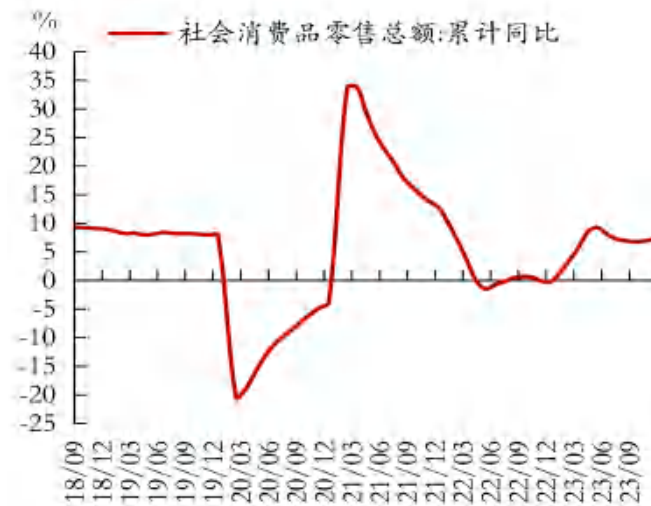
据我们统计 2023 年 1-11 月中国 PVC 需求同比增长大致在 3%，显然总需求的增长不会来自于地产相关需求，更大可能是消费品相关需求的增长。这点从社会消费品零售总额的增长上也能看出。1-11 月中国社会消费品零售总额累计同比增长 7.2%。展望 2024 年，从 12 月的中央经济工作会议内容来看，扩内需仍是政策主线。但考虑到疫情消费修复的提振已经消失，预计 2024 年消费端需求增速或将下降。

图表 13: 2023 年 1-11 月中国 PVC 需求小幅正增长



资料来源: 卓创资讯, 东证衍生品研究院

图表 14: 1-11 月中国社会消费品零售总额正增长



资料来源: iFind

整体来看, 我们预计 2024 年地产端 PVC 需求或仍有小幅的下滑, 但消费端需求会随着整个宏观经济增长而增长, 总需求增速预计在 2% 左右。

4、高出口或将常态化, 但仅靠出口难以力挽狂澜

2023 年 1-11 月中国累计出口 PVC 粉 210 万吨, 同比增长了 14%, 占 1-11 月中国 PVC 粉总产量的 10%。大量的出口对缓解中国 PVC 供应压力提供了有效支持。因此 2024 年中国 PVC 的出口会是什么情况就同样值得投资者关注。

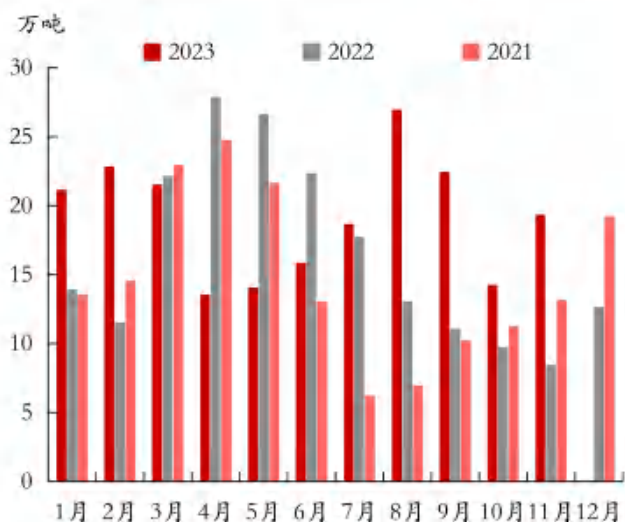
从 2023 年的情况来看, 我们发现中国的 PVC 出口开始出现了一些根本性的变化。其中最核心的变化是部分上游的出口模式从之前的利润导向转为了市场导向。在前两年国内 PVC 供需平衡甚至供不应求的情况下, 上游 PVC 出口往往是利润导向: 出口有利润就多出口, 出口利润低就少出口。但从今年开始我们观察到即便是在出口利润不好的情况下, 上游仍保持了一定的出口规模。这本质上是因为国内激烈的行业竞争使得上游希望稳定海外市场来缓解国内销售的压力。因此持续出口确保海外客户的稳定就替代了出口利润成为了上游出口的第一考量因素。而这种变化将使得中国的 PVC 高出口成为常态。

除此之外, 今年 PVC 出口还有一个明显的特征是印度占比大幅上升。由于印度在 2022 年取消了对中国 PVC 的反倾销使得中国企业加大了对印度的出口。而且印度今年经济增长强劲也使得其进口需求明显增长。因此市场上也一度出现了一种观点, 认为中国 PVC 行业可以依赖出口来改变当前供需过剩的格局。

但我们认为这或许过于乐观。核心在于印度市场与中国市场体量差距过大。2022 年全年印度消费 PVC 接近 400 万吨, 其中有接近 190 万吨依赖进口。而中国 2022 年全年 PVC 消费量达到了 2040 万吨, 是印度的 5 倍。巨大的体量差距决定了即便印度市场持续高

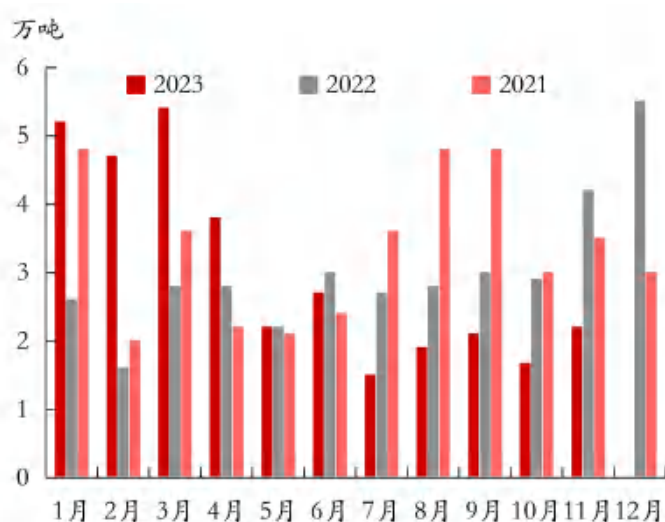
增长，但也很难从根本上解决中国 PVC 产能过剩的问题。因此我们认为对于当前 PVC 而言，核心的矛盾仍在国内，指望通过出口来力挽狂澜，未免有点过于乐观。

图表 15: 中国 PVC 月度出口数据



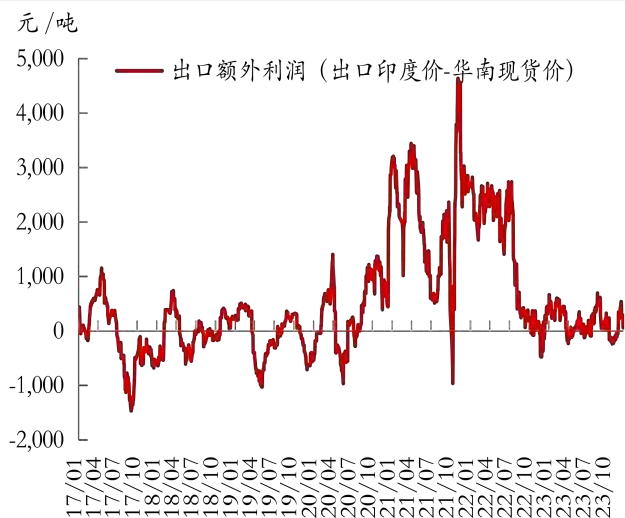
资料来源: 海关总署

图表 16: 中国 PVC 月度进口数据



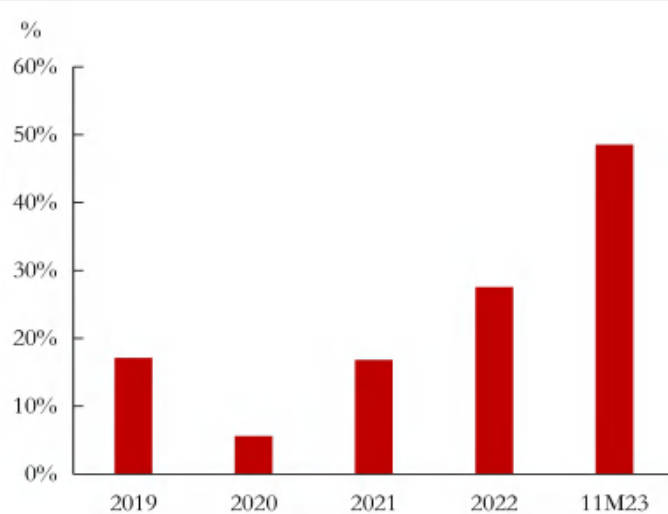
资料来源: 海关总署

图表 17: 2023 年中国 PVC 出口利润并不算高



资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

图表 18: 2023 年中国对印度出口占比大幅上升



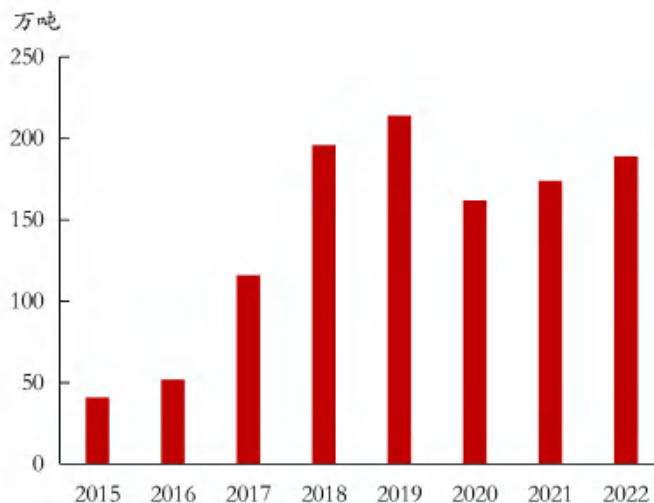
资料来源: 海关总署, 东证衍生品研究院

图表 19: 全球 PVC 贸易流向



资料来源：中国氯碱行业协会

图表 20: 印度 PVC 年度进口情况



资料来源：彭博

5、氯碱跷跷板效应明显，关注可能的套利机会

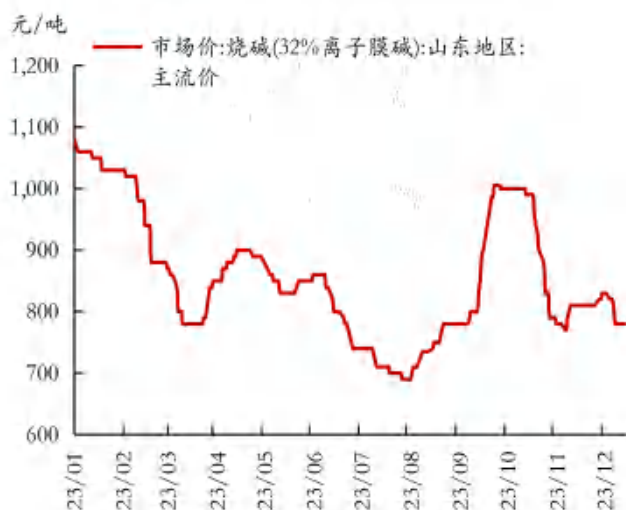
PVC 企业产出 1 吨 PVC 的同时会副产出 0.75 吨的烧碱。因此对于 PVC 企业而言真正影响其开工的应该综合利润，即同时考虑 PVC 和烧碱两种业务之后的利润。

前文我们已经讲过，当前 PVC 行业估值偏低，企业普遍生产利润不佳。这种情况下，氯碱的跷跷板效应会愈发明显。以 2023 年 9 月的行情为例，当时烧碱价格在见底之后继续上涨，带动氯碱企业生产利润不断扩张，PVC 双吨价差开始创出年内新高。利润的改善带来了供应的修复，PVC 开工率也随之提升。但由于终端需求不佳，供应增加后，价格明显承压。导致后期 PVC 出现了一波明显的回撤。氯碱的跷跷板效应显露无疑。

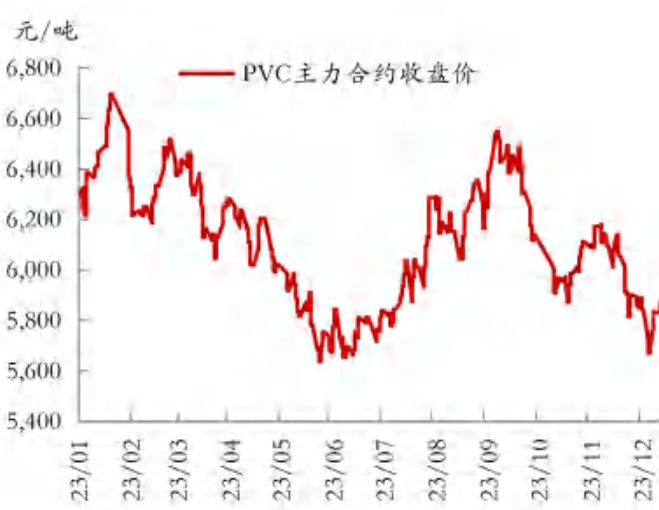
2023 年 10 月烧碱期货的上市为氯碱之间的套利提供了便利，建议投资者关注后期氯碱跷跷板效应带来的套利机会。（烧碱相关内容我们放在后文烧碱部分做详细叙述。）

图表 21: 2023 年 9 月烧碱价格出现了一波快速拉升

图表 22: 2023 年 9 月下旬开始 PVC 明显回落



资料来源: iFind



资料来源: iFind

6、BDO 扩能高峰来临，2024 年电石供需或小有改善

2023 年不仅是 PVC 环节生产利润惨淡，电石环节同样哀嚎一片。由于 80% 的电石用于 PVC 的生产，而当前因亏损而停车或者降负荷的装置主要也是一些外购电石的 PVC 装置。因此这造成了商品电石需求的下降。同时由于部分大型 BDO 装置的电石配套已经建成但相应的 BDO 装置仍在建设，因此也会增加商品电石的供应。在供增需减的背景下，2023 年对电石行业而言同样是艰难的一年。

展望 2024 年，BDO 的扩能即将迎来高峰，据我们不完全统计明年计划投产的电石炔醛法 BDO 装置已高达 334 万吨/年。其中不少大型装置如内蒙君正，三维股份，中泰金辉等装置的投产将使得其电石外售终止，进而减少商品电石的供应。同时部分小产能并无电石配套，其投产也会增加商品电石的需求。因此我们预计 2024 年电石供需或小有改善。

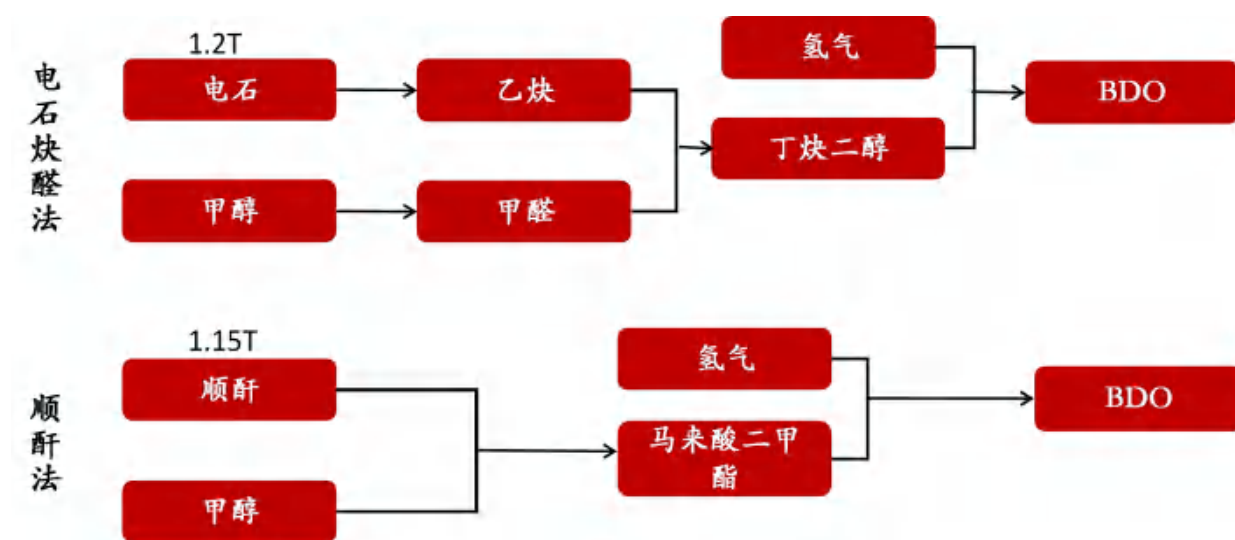
图表 23: 2024 年中国计划投产的 BDO 产能

企业名称	计划投产产能 (万吨/年)	工艺	计划投产时间
内蒙古三维新能源(集团)	30	电石炔醛法	2023 年 12 月试车
山西同德化工股份有限公司	24	电石炔醛法	2024 年二季度
内蒙古君正化工有限责任公司	30	电石炔醛法	2024 年二季度
五恒化学 (宁夏)	7	电石炔醛法	2024 年
新疆中泰金晖科技有限公司	30	电石炔醛法	2024 年
华鲁恒升 (荆州)	20	电石炔醛法	2024 年
内蒙古兴泰新材料有限公司 (久泰子公司)	30	电石炔醛法	2024 年
华塑股份	10	电石炔醛法	2024 年

宁夏冠能新材料科技有限公司	20	电石炔醛法	2024 年
宁夏滨河永泰化学有限公司	30	电石炔醛法	2024 年
荏平信发华兴化工有限公司（信发集团）	30	电石炔醛法	2024 年
陕煤化集团陕化公司 玉门新能源	36	电石炔醛法	2024 年
宁夏宁东泰和新材有限公司	12.5	电石炔醛法	2024 年
新疆新业能源化工有限责任公司	14	电石炔醛法	2024 年
合计	323.5		

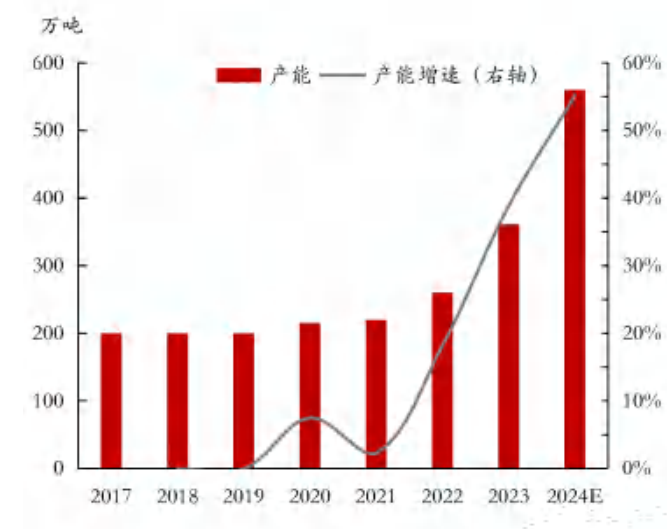
资料来源：卓创资讯，东证衍生品研究院

图表 24：BDO 的两种生产工艺流程简图



资料来源：公开资料整理，东证衍生品研究院

图表 25：BDO 迎来扩能潮



资料来源：卓创资讯，东证衍生品研究院

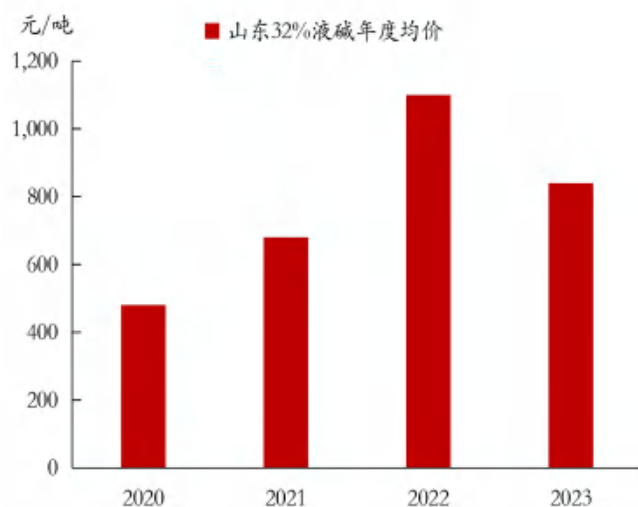
烧碱：微风徐来，水波不兴

7、2023 年：出口下滑带动价格重心下移

2023 年烧碱全年价格走势大体呈现出一个 V 字型结构，年度均价 840 元/吨环比大幅下滑 24%。而这背后的核心原因，主要还是烧碱出口明显下滑所致。

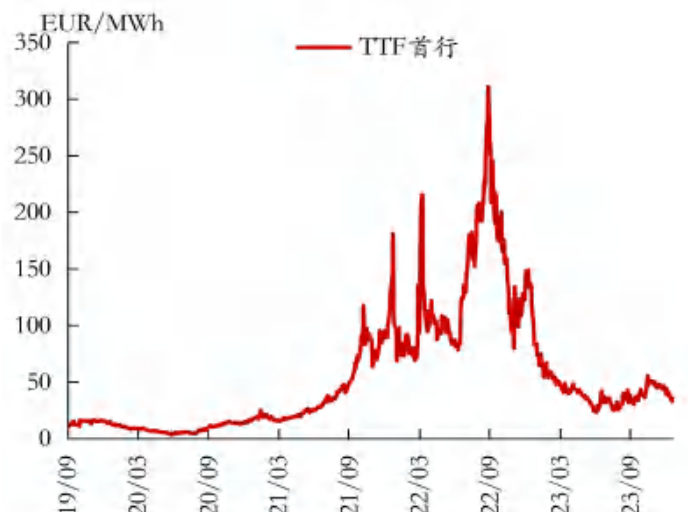
2022 年由于海外天然气价格暴涨，导致海外氯碱开工率明显下滑，尤其是欧洲地区。这使得中国得以大量出口烧碱。2022 年全年中国烧碱出口增速高达 119%。但随着 2023 年海外天然气价格大幅回落，中国烧碱出口也随之下滑，1-11 月中国烧碱出口累计同比下滑 22%。这使得中国烧碱价格也明显下滑。

图表 26：2023 年中国烧碱价格环比明显下滑



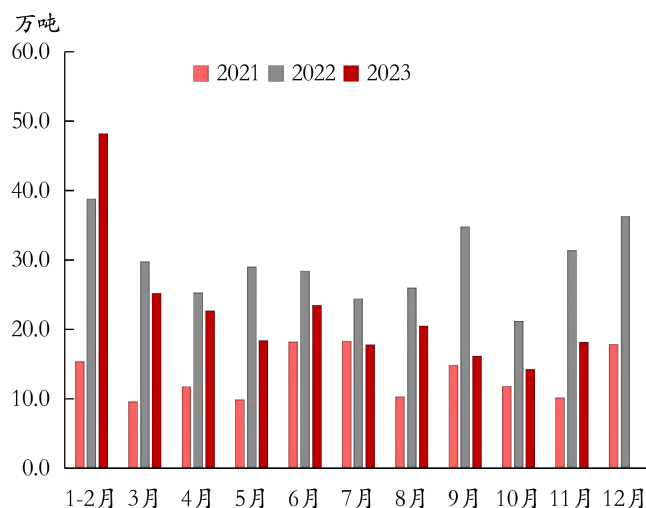
资料来源：iFind

图表 27：海外天然气价格急涨急跌



资料来源：iFind

图表 28：中国烧碱月度出口数据



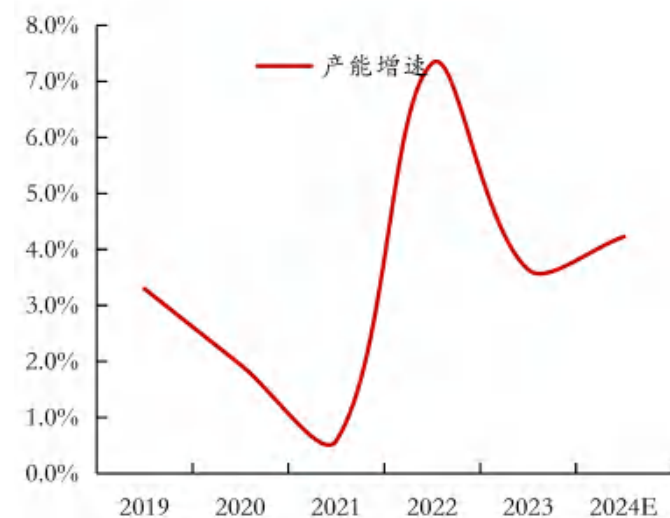
资料来源：iFind

8、政策限制下，烧碱产能难有高增长

中国烧碱行业产能增速较低，近五年年均产能增速仅 3.3%。而造成这一现象的原因主要还是政策端的限制。国务院办公厅于 2016 年颁布了《关于石化产业调结构促转型增效益的指导意见》。在该文件里明确规定，严控烧碱行业新建产能，对符合政策要求的先进工艺改造提升项目应实行等量或减量置换。这就从政策层面直接关闭了烧碱长期产能扩张的通道。后续落地的新增产能大多数都是使用的之前审批的指标。此外自从 2020 年碳中和的远景目标被提出后，高能耗行业受到了更进一步的政策限制，烧碱作为典型的两高行业也在限制之列。比如 2021 年 11 月山东省生态环境厅发布了《山东省高耗能高排放建设项目碳排放减量替代办法（试行）》明确提出：“六大高耗能行业”中烧碱、电石、等 16 个行业上游初加工、高耗能高排放环节新建投资项目，需要进行碳排放减量替代，替代源碳排放削减量未落实的，建设项目不得投产。”同样是在 2021 年 11 月内蒙古人民政府办公厅发布了《内蒙古自治区“十四五”应对气候变化规划》明确提出：“十四五”时期，自治区不再审批焦炭（兰炭）、电石、聚氯乙烯（PVC）、烧碱等新增产能项目。

在此背景下，2023 年烧碱产能增速也仅有 3.6%。展望 2024 年，据我们统计计划投产的烧碱产能达到了 340 万吨/年，但不少项目计划是于 2024 年年底投产，因此推迟的概率偏高。总得来说，我们预计 2024 年烧碱产能增速或在 4% 左右，继续维持较低水平。

图表 29：烧碱产能增速较低



资料来源：卓创资讯，东证衍生品研究院

图表 30：政策限制了烧碱行业未来产能扩张

政策名称	出台机构	时间	政策内容
《关于石化产业调结构促转型增效益的指导意见》	国务院	2016 年 8 月	严控 PVC 和烧碱行业新建产能，对符合政策要求的先进工艺改造提升项目应实行等量或减量置换。
山东省高耗能高排放建设项目碳排放减量替代办法（试行）	山东省生态环境厅	2021 年 11 月	“六大高耗能行业”中烧碱、电石、等 16 个行业上游初加工、高耗能高排放环节新建投资项目，需要进行碳排放减量替代，替代源碳排放削减量未落实的，建设项目不得投产。
内蒙古自治区“十四五”应对气候变化规划	内蒙古自治区人民政府办公厅	2021 年 11 月	“十四五”时期，自治区不再审批焦炭（兰炭）、电石、聚氯乙烯（PVC）、烧碱等新增产能项目。

资料来源：公开资料整理，东证衍生品研究院

图表 31：2024 年中国计划投产的烧碱产能

企业	产能（万吨/年）	地区	计划投产时间
陕西金泰化工	60	陕西	2024 年
氢力新材料	15	山东	2024 年
山东民祥化工	15	山东	2024 年
山东日科化学	20	山东	2024 年
安徽八一化工	15	安徽	2024 年

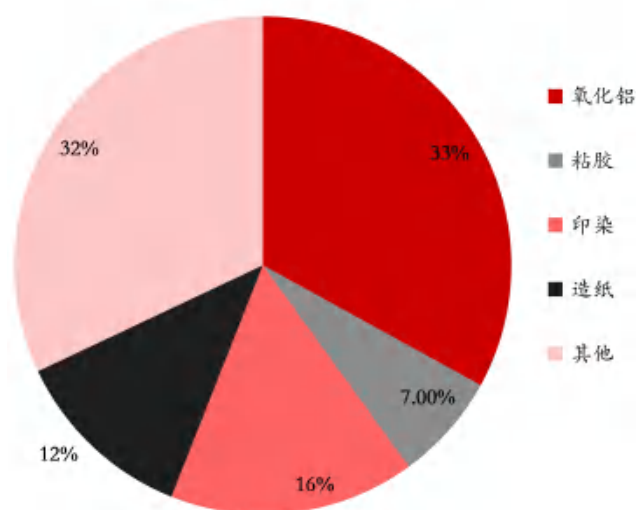
福建东南电化	30	福建	2024 年
河北吉诚新材料	15	河北	2024 年
宁夏华御化工	9	宁夏	2024 年
湖北葛化华祥	20	湖北	2024 年
渤化化工	35	天津	2024 年年底
甘肃耀望化工	30	甘肃	2024 年年底
重庆市映天辉氯碱	20	重庆	2024 年年底
江西九二盐业	6	江西	2024 年年底
山东华洋新材料	10	山东	2024 年年底
陕西北元	40	陕西	2024 年年底
合计	340		

资料来源：卓创资讯，东证衍生品研究院

9、需求过于分散导致弹性偏弱

烧碱作为一种具有强腐蚀性的强碱可作为酸中和剂、配合掩蔽剂、沉淀剂、沉淀掩蔽剂、显色剂、皂化剂、去皮剂、洗涤剂等等来使用，因此在工业上用途非常广泛，涉及冶金制造、印染纺织、制浆造纸等多个领域。最大的下游应用氧化铝占比也不过 33%。这就造成烧碱需求弹性偏弱。比如向上去看，近些年新能源汽车迅猛发展使得三元锂电池产量大涨，而三元锂电池的生产和回收均会使用到烧碱。因此这带动了烧碱的需求，但由于新能源行业本身在烧碱需求中占比不足 5%，因此即便维持高增速仍难以大幅拉动烧碱总需求向上。再比如向下去看随着近些年纺织服装向东南亚做产业转移，国内印染行业整体承压难有增长。随之而来的就是行业耗碱总量的下降。但由于其也只占烧碱总需求的 16%。因此也未造成烧碱需求的整体萎缩。

图表 32：烧碱下游需求占比



资料来源：iFind

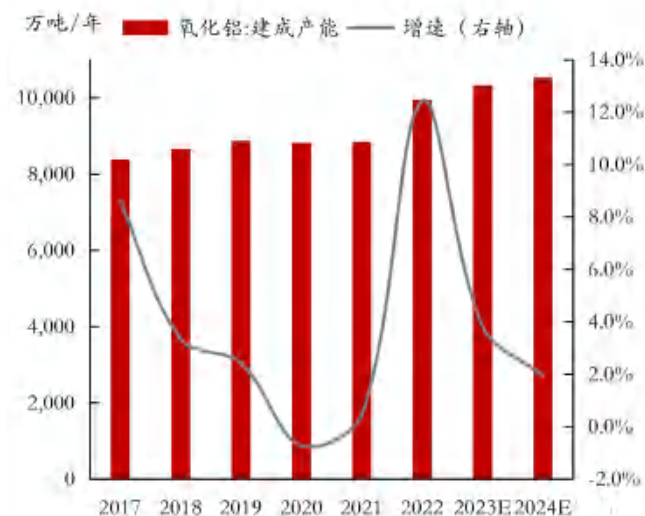
展望 2024 年，氧化铝行业经历了最近两年的明显扩能之后再度沉寂，预计新增产能仅 200 万吨/年左右，产能增速 2% 左右。而其余如印染纺织，制浆造纸等行业，在国内宏观经济承压的背景下，我们预计可能仅维持低速正增长。2024 年预计烧碱总需求增速在 3% 左右。

图表 33：国内氧化铝企业新增产能情况

省份	企业名称	2023	2024	2025
广西	广西锦鑫化工	240		
广西	广投北海一期		200	200
广西	广西华晟		200	
广西	北海东方希望		240	240
河北	河北文丰	120		
山西	山西奥凯达	40		
山东	鲁北海生生物	100		
内蒙古	赤峰启辉铝业		260	
重庆	庆市九龙万博新材料		50	
合计	单位：万吨	500	900	440

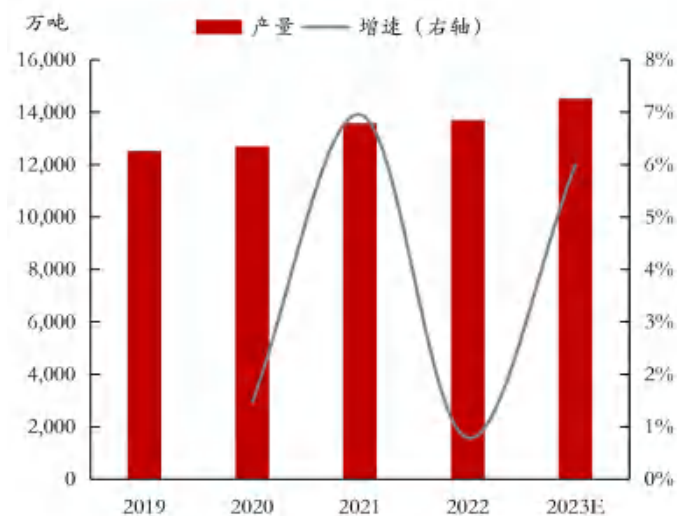
资料来源：爱择咨询，安泰科，SMM，东证衍生品研究院

图表 34：中国氧化铝建成产能



资料来源：iFind，东证衍生品研究院

图表 35：中国机制纸及纸板产量



资料来源：iFind，东证衍生品研究院

10、出口回落或已结束，2024 年烧碱出口环比有望持平

前文我们讲过造成 2023 年烧碱价格环比下滑的一个重要原因是出口的明显下降。展望 2024 年，据我们天然气分析师研究，24 年天然气价格或继续底部震荡。这意味着海外

烧碱价格难以大幅上涨进而拉动中国烧碱出口。但考虑到长协的存在，以及印尼和澳大利亚当地矿物加工业的持续发展，我们预计 2024 年中国烧碱出口环比或有望持平。

图表 36：部分印尼和澳大利亚的矿物加工业投产情况

项目	国家	产品	产能	预计投产时间
PT.Gebe	印尼	MHP	1.2	2023 已投产
青山振石项目	印尼	MHP	3	2023 已投产
华飞镍钴	印尼	MHP	12	2023 年已投产
力勤 OBI 项目三期	印尼	MHP	6	2024
PT.Ceria	印尼	MHP	4	2023-2024
Alcoa-Kwinana	澳大利亚	氧化铝	40	2023 年已投产
Inalum、Antam- SGAR	澳大利亚	氧化铝	100	2024-2025

资料来源：公开资料整理，东证衍生品研究院（注：MHP 单位：万金属吨，氧化铝单位：万吨/年）

11、投资建议

PVC：对于 PVC 行业而言，2023 年显然是艰难的一年。高库存、低利润几乎贯穿了全年。展望 2024 年，供应端预计仍将有 4%左右的产能增速。而产量的增长将更多取决于行业利润的情况。需求端，考虑到地产疲软的概率偏大，我们认为 2024 年需求增速或在 2%左右。整体来看，PVC2024 年或继续维持产能过剩的格局。上半年，春节后 PVC 或面临历史最高的库存和 03 合约上大量仓单注销的压力，届时 PVC 有可能承受较大的下行压力。而下半年，若美联储如期降息带来海外需求回暖，则可能从消费端对 PVC 形成一定的提振，进而改善 PVC 估值。预计全年价格重心在 5500 元/吨-6500 元/吨。

烧碱：对于烧碱行业而言，虽然受出口下滑的拖累，全年价格环比有明显的下降，但由于品种本身供需基本平衡，因此从生产利润去看，基本仍维持着全年盈利。展望 2024 年，供应端我们预计产能增速在 4%左右，需求增速大致在 3%，整体上仍有望维持一个供需基本平衡的格局。全年价格重心折盘面或者 2300 元/吨-3000 元/吨。但需要提醒投资者注意的是，由于烧碱尚未交割，且作为液体化工交割难度较大，因此 2405 合约首次交割可能会带来巨大的价格波动风险。

12、风险提示

中国地产走势强于预期，海外需求回暖超预期

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 2 号楼 21 楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com