

## 强预期弱现实，盘面先强后弱

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669 号

### 报告要点

近期海内外预期均有修正，市场风险偏好改善。国内 10 月政治局会议前，市场的政策预期博弈将增强。考虑现货走弱时点或在 10 月中下旬、期货大幅贴水现货，中短期盘面可偏乐观对待。长期来看，即便国内政策出台，经济企稳回升也需一定时间，市场乐观情绪可能修正；另外，烧碱现货将走弱且 01 合约多头接货成本较高，盘面下行压力将增大。



### 化工品研究团队

研究员：

黄谦

从业资格号：F3063512

投资咨询号：Z0014611

杨家明

从业资格号：F3046931

投资咨询号：Z0015448

杨晓宇

从业资格号：F03086737

投资咨询号：Z0020561

张紫南

从业资格号：F03097101

投资咨询号：Z0020714

### 摘要

#### 2024Q3 表现回顾——预期悲观&交割压制，盘面重心下移

Q3 烧碱盘面明显走弱，价格重心由 2700 元/吨跌至 2300 元/吨，跌幅达 14.8%。盘面下跌的主要推动在于市场预期悲观、烧碱现货涨幅有限，以及交割对多头不利。表现为 1) 国内政策发力较为保守，海外经济预期由软着陆转向衰退，市场风险偏好大幅走低；2) 夏季电力扰动未兑现，烧碱产量同比偏高；3) Q3 需求表现不佳，氧化铝开工维持高位，非铝下游开工走弱；4) 经历 05/06 合约交割，多头接货亏损，参与者心态转变，多头接货至少需要盘面贴水现货 100 元/吨。

#### 2024Q4 展望——强预期弱现实，盘面先强后弱

宏观视角，国内地产延续弱势，政策预期调整；海外美国经济预期修正，中美贸易摩擦可能加剧。国内层面，9 月 24 号国务院新闻办公室举行的新闻发布会，央行公布了一系列政策，预示国内政策转向，提振市场风险偏好。10 月政治局会议前，商品市场的政策预期博弈将增强。海外层面，美联储 9 月 FOMC 会议预防式降息 50bp，衰退预期向软着陆预期修正。警惕美国制造业 PMI 下滑、就业延续走弱引导市场预期再次转向悲观。

供需视角，烧碱供应维持高位，需求存下滑风险，现货价格或回落。从需求来看，9 月烧碱需求释放推动现货价格反弹，表现为非铝下游开工提升、魏桥积极为新厂备货、其它下游中秋国庆前也有一定补库。中长期国产铝土矿复产遥遥无期，且氧化铝运行产能已至高位，氧化铝难以为烧碱提供需求增量（警惕冬季氧化铝环保限产影响烧碱需求）；其他下游需求将由旺季转向淡季，节前备货亦不复存

**重要提示：**本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

在，烧碱内需将逐步下滑。10 月上游工厂出口待发量较多，烧碱高出口或可维持。不过海外制造业 PMI 表现疲软，烧碱需求释放潜力不足，11-12 月烧碱出口存走弱风险。从供应来看，2024 年 1-8 月烧碱产量同比增长 5.37%，Q4 产量仍可能增长。虽然烧碱新增投产兑现的可能性较低，但冬季工厂检修明显少于春/秋季，Q4 烧碱存量装置开工将维持历史高位。

成本视角，电价上行，烧碱成本提升。随着冬季临近、补库需求释放，叠加各种结构性问题，预计现货煤价整体高位震荡运行。冬季“拉尼娜”大概率回归，可能带来阶段性的强降温天气，对电力供应有较大考验，电价存在季节性回升预期。

策略分析：近期海内外预期均有修正，市场风险偏好改善。国内 10 月政治局会议前，市场的政策预期博弈将增强。考虑现货走弱时间点或在 10 月中下旬、盘面大幅贴水现货，中短期盘面可偏乐观对待。长期来看，即便国内政策出台，经济企稳回升也需一定时间，市场乐观情绪可能修正；另外，烧碱现货将走弱且 01 合约多头接货成本较高，盘面下行压力将增大。

单边策略：中短期谨慎乐观，长期偏空对待。

套利策略：1-5 逢高反套。

风险提示：（1）宏观预期变化、需求弹性；（2）上游供应扰动；

## 目 录

### 摘要

一、 2024Q3 表现回顾——预期悲观&交割压制，盘面重心下移 .....	6
二、 2024Q4 烧碱基本面展望——需求弹性有限，供应压力较大 .....	7
（一）中观——经济表现疲软，预期扰动市场情绪 .....	7
（二）内需——主力下游开工维持高位，非铝下游或走弱 .....	10
（三）净出口——9 月签单明显改善，出口放量持续性存疑 .....	13
（四）供应——新增投产不多，存量装置高开工 .....	14
三、 2024Q4 成本分析——煤价高位震荡，电价偏反弹 .....	16
（一）煤价——总量与结构性博弈，Q4 煤价或震荡偏强 .....	16
（二）电价——燃料成本整体高位震荡，电价存在季节性回升预期 .....	17
四、 风险提示 .....	18
免责声明 .....	19

## 图表目录

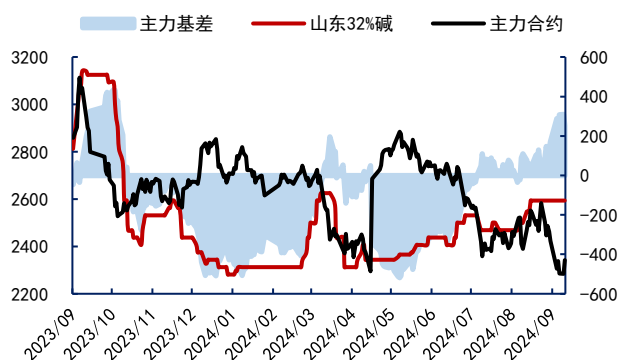
图表 1: 烧碱价格价差 单位: 元/吨.....	6
图表 2: 烧碱开工 单位: %.....	6
图表 3: 山东外购电石氯碱综合利润 单位: 元/吨.....	6
图表 4: 山东 32%碱利润（含液氯） 单位: 元/吨.....	6
图表 5: 液碱厂库（百川） 单位: 万吨.....	7
图表 6: 片碱厂库（百川） 单位: 万吨.....	7
图表 7: 地产新开工、施工与竣工 单位: %.....	8
图表 8: 房企资金来源 单位: %.....	8
图表 9: 新开工对竣工领先性 单位: %.....	8
图表 10: 新开工及投资增速 单位: %.....	8
图表 11: 零售额:服装鞋帽、针、纺织品类:当月值 单位: 亿元.....	9
图表 12: 美国纺织服装库存周期 单位: %.....	9
图表 13: 中国狭义乘用车零售销量 单位: 万辆.....	9
图表 14: 中国新能源车零售销量 单位: 万辆.....	9
图表 15: 截止 9.14 日以旧换新申请量超 100 万辆 单位: 万辆.....	10
图表 16: 中国新能源乘用车出口 单位: 万辆.....	10
图表 17: 美国新能源车渗透率 单位: %.....	10
图表 18: 欧洲新能源车销量增速 单位: %.....	10
图表 19: 中国铝土矿产量 单位: 万吨.....	11
图表 20: 国内铝土矿新投产产能 单位: 万吨.....	11
图表 21: 边际企业生产利润 单位: 元/吨.....	11
图表 22: 氧化铝运行产能 单位: 万吨.....	11
图表 23: 国内外氧化铝新建产能 单位: 万吨.....	12
图表 24: 江浙印染开机 单位: %.....	12
图表 25: 江浙织机开机 单位: %.....	12
图表 26: 粘胶开工 单位: %.....	12
图表 27: 粘胶库存 单位: 万吨.....	12
图表 28: 国产阔叶浆产量 单位: 万吨.....	13
图表 29: 国内纸浆进口量 单位: 万吨.....	13
图表 30: 烧碱出口量 单位: 万吨.....	14
图表 31: 烧碱进口量 单位: 万吨.....	14
图表 32: 东南亚-中国出口价差 单位: 美元/吨.....	14
图表 33: 全球烧碱价格 单位: 美元/吨.....	14
图表 34: 烧碱开工 单位: %.....	15
图表 35: 外卖液氯&烧碱企业利润 单位: 元/吨.....	15
图表 36: 外购电石氯碱综合利润单位: 元/吨.....	15
图表 37: PO&烧碱企业利润 单位: 元/吨.....	15
图表 38: 山东甲烷氯化物&烧碱企业利润 单位: 元/吨.....	15
图表 39: 山东 32%碱利润（不含液氯） 单位: 元/吨.....	15
图表 40: 烧碱检修及检修预测 单位: 万吨.....	16
图表 41: 烧碱周产量（百川） 单位: 元/吨.....	16

图表 42：烧碱计划投产列表 单位：万吨.....	16
图表 43：环渤海港口总库存 单位：万吨.....	17
图表 44：二十五省电厂库存合计 单位：万吨.....	17
图表 45：煤炭价格 单位：元/吨.....	17
图表 46：全国原煤产量 单位：万吨.....	17
图表 47：全社会用电量 单位：亿千瓦时.....	18
图表 48：全国代理购电价格平均值 单位：元/兆瓦时.....	18

## 一、2024Q3 表现回顾——预期悲观&交割压制，盘面重心下移

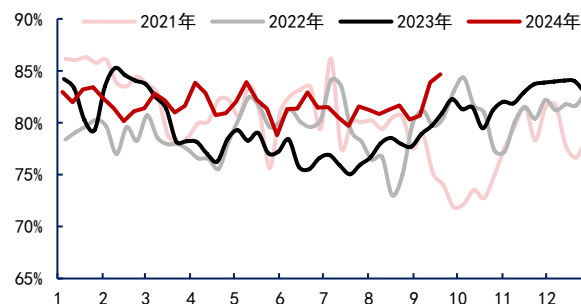
Q3 烧碱盘面明显走弱，价格重心由 2700 元/吨跌至 2300 元/吨，跌幅达 14.8%。盘面下跌的主要推动在于市场预期悲观、烧碱现货涨幅有限，以及交割对多头不利。表现为 1) 国内地产政策效果有限，后续政策发力较为保守，加之海外经济预期由软着陆转向衰退，市场风险偏好大幅走低；2) 夏季电力扰动未兑现，烧碱产量同比偏高；3) Q3 需求表现不佳，氧化铝开工维持高位，非铝下游开工走弱，烧碱供需双弱，现货涨幅有限；4) 经历 05/06 合约交割，多头接货亏损，参与者心态转变，多头接货至少需要盘面贴水现货 100 元/吨。

图表 1：烧碱价格价差 单位：元/吨



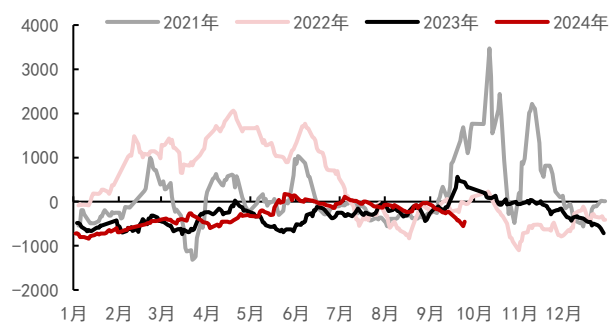
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 2：烧碱开工 单位：%



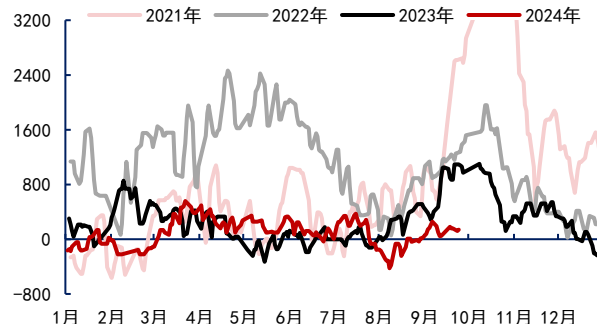
资料来源：Wind 卓创 隆众 百川 中信期货研究所

图表 3：山东外购电石氯碱综合利润 单位：元/吨



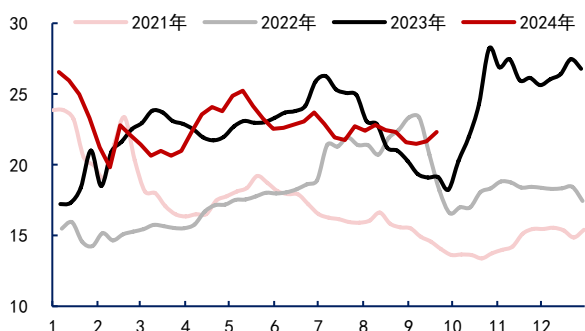
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 4：山东 32%碱利润（含液氯） 单位：元/吨



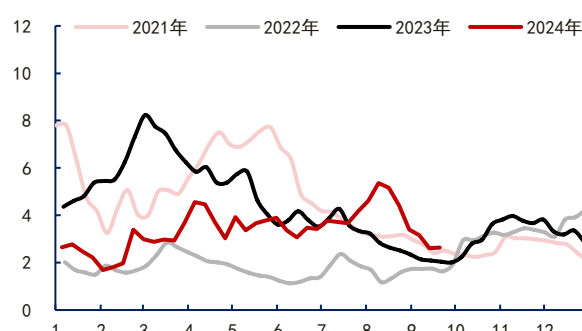
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 5：液碱厂库（百川） 单位：万吨



资料来源：Wind 卓创 隆众 百川 中信期货研究所

图表 6：片碱厂库（百川） 单位：万吨



资料来源：Wind 卓创 隆众 百川 中信期货研究所

## 二、2024Q4 烧碱基本面展望——需求弹性有限，供应压力较大

### （一）中观——经济表现疲软，预期扰动市场情绪

国内地产基本面，地产放松政策推动销售改善的过程可能较长，主要原因在于居民对房企信心偏弱以及未来收入预期偏差仍制约市场修复弹性。从市场表现来看，地产数据仍未触底，1-8 月全国新建商品房销售面积同比下降 18.0%，新建商品房销售额同比下降 23.6%，房屋新开工面积同比下降 22.5%，房屋竣工面积同比下降 23.6%。地产企稳前，去库存政策仍可能加码，以提升居民加杠杆意愿，促使商品房销售面积同比降幅收窄。在销售面积筑底期间，房价上涨的概率较低，新开工、竣工大概率延续负增长。

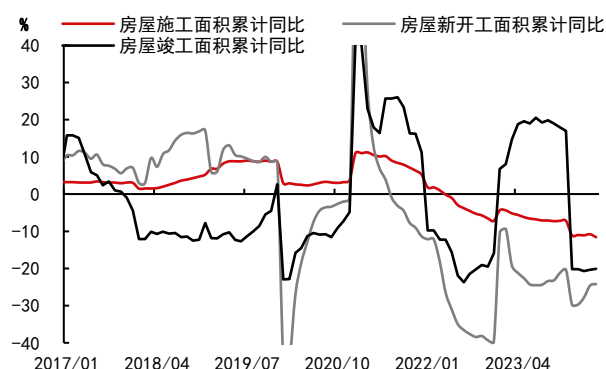
国内政策层面，投资和出口均走弱，国内政策发力的必要性提升，关注扩内需、财政和地产等政策能否落地。投资视角，化债相关政策约束了基建实物工作量的形成，狭义基建投资增速下滑也反映经济表现较弱；出口视角，美国经济疲软、中美关系紧张将拖累我国未来出口表现。当前财政发行已再次加快，后续仍可能提速。5 月专项债发行加速，6/7 月发行速度再次放缓，8 月发行 7965 亿元，9 月下旬专项债发行进度再次加快。截止 9 月 26 号，9 月专项债发行共计 8555 亿元，高于 8 月水平。地产政策方面，存量个人住房贷款利率下调、降低二手房首付等政策落地有助于降低居民债务负担、提振消费，但难以推动地产销售趋势性改善。

海外经济层面，美国经济预期或修正，中美贸易摩擦可能加剧。市场在美国“软着陆交易”和“衰退交易”之间摇摆，美联储 9 月 FOMC 会议预防式降息 50bp，衰退预期可能向软着陆预期修正。我们倾向于此次为预防式降息，主要是美国消费韧性较强，美国居民资产负债表健康以及实际薪资增长均对消费形



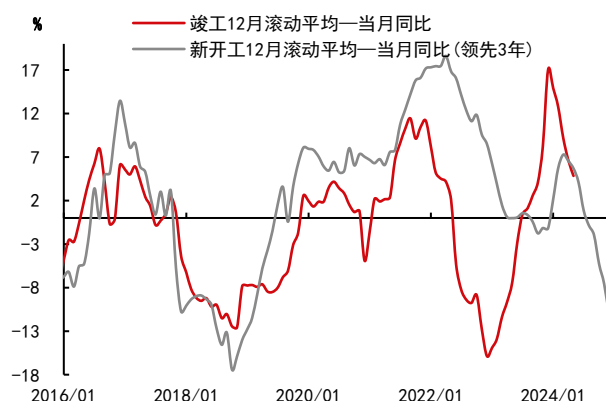
成支撑。美国金融条件和信贷条件偏松，伴随降息周期开启，经济下行风险在可控范围内。需要警惕的是，美国制造业 PMI 下滑、就业延续走弱引导市场预期再次转向悲观。

图表 7：地产新开工、施工与竣工 单位：%



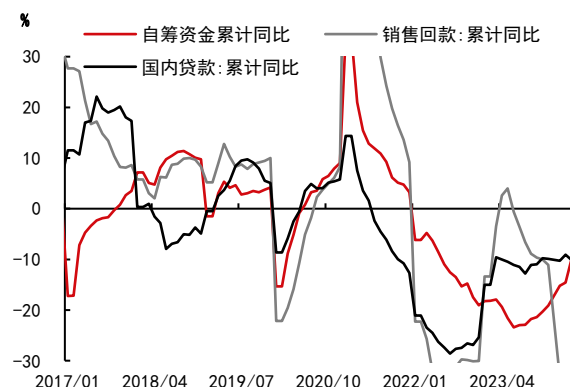
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 9：新开工对竣工领先性 单位：%



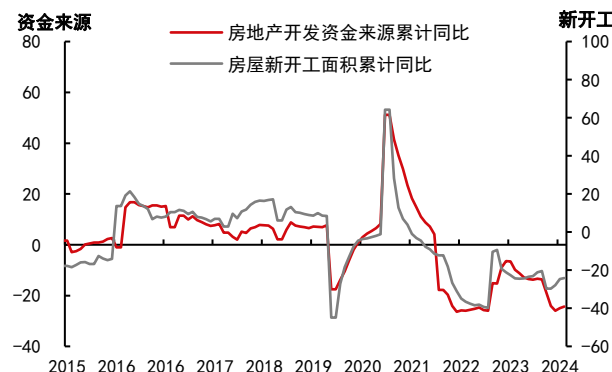
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 8：房企资金来源 单位：%



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 10：新开工及投资增速 单位：%



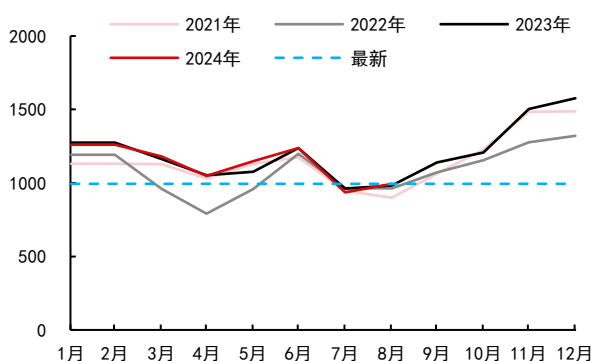
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

国内纺服消费复苏缓慢，美国主动补库或接近尾声，关注大选对中国出口影响。2024 年 1-8 月社会消费品零售总额 31.2 万亿元，同比+3.4%。其中，服装鞋帽、针纺织品类零售额同比+0.3%。这表明国内消费复苏仍然存在一定压力，居民消费逐渐理性化。美国纺织服装由被动转向主动补库，一方面 7 月美国批发商服装及服装面料同比 3.68%，已连续 4 个月回升；另一方面，美国居民资产负债表健康，消费韧性较强。美联储降息与需求回暖间存在时滞，Q4 美国纺织服装或延续弱补库，2025 年有望进入强补库周期。美国大选方面，哈里斯在关税政策上的态度比特朗普更加谨慎，且不少中国企业已经在通过转口贸易或海外建厂来缓释现有的关税影响。相比之下，特朗普提出的关税对华冲击将更为明



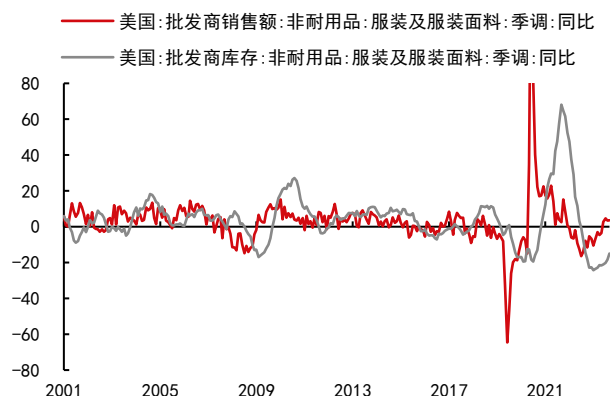
显。若哈里斯胜选，中国企业出海或有更广阔的机遇；若特朗普胜选，出口将面临更大的挑战，中国将增强国内大循环内生动力。

图表 11：零售额：服装鞋帽、针、纺织品类：当月值 单位：亿元



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 12：美国纺织服装库存周期 单位：%



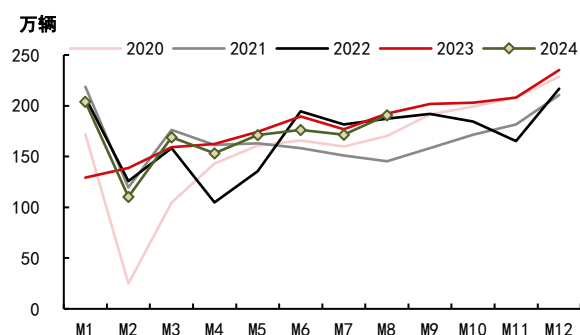
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

国内新能源汽车需求仍有韧性，出口维持高增速。7 月 25 日发改委和财政部联合发布《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》的通知，在原先标准中补贴新能源车 2 万元（+1 万）、燃油车 1.5 万元（+0.8 万），补贴力度明显上浮。2024 年 1-8 月狭义乘用车零售销量为 1346 万辆（同比+2%），新能源乘用车零售量为 601 万辆（同比+35%），政策效果初步显现。出口关税影响逐步淡化，前 8 个月乘用车出口量为 287 万辆（同比+31%），延续良好增长态势。

海外汽车需求表现平稳，新能源销售不及预期。具体来看，1）美国：前 8 月轻型车销量为 1050 万辆（同比+2%）；电车销量 104 万辆（同比+9%），新能源渗透率维持 10%，中长期行业走势依赖大选结果。2）欧洲：前 8 月欧洲汽车销量为 803 万辆（同比+2%），新能源车 175 万辆（同比-4%），车市增长动能趋弱。3）亚洲其他：日韩总量消费不及预期，电动化慢步向前；印度车市需求符合预期（H1 同比+6%）。

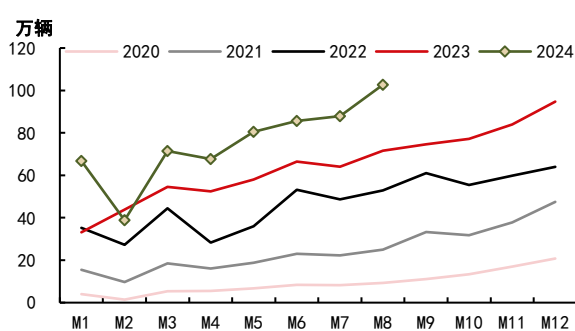
图表 13：中国狭义乘用车零售销量 单位：万辆

图表 14：中国新能源车零售销量 单位：万辆



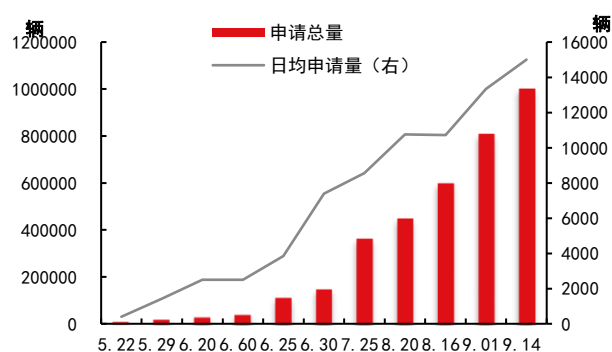
资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 15: 截止 9.14 日以旧换新申请量超 100 万辆 单位: 万辆



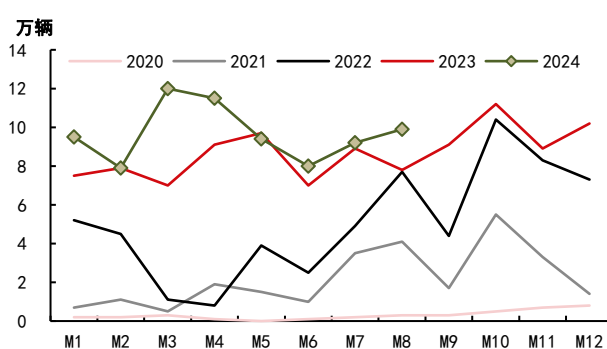
资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 16: 中国新能源乘用车出口 单位: 万辆



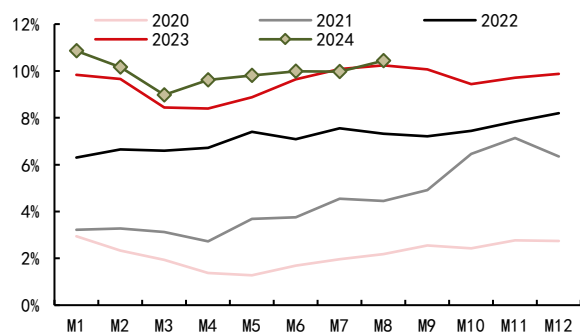
资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 17: 美国新能源车渗透率 单位: %

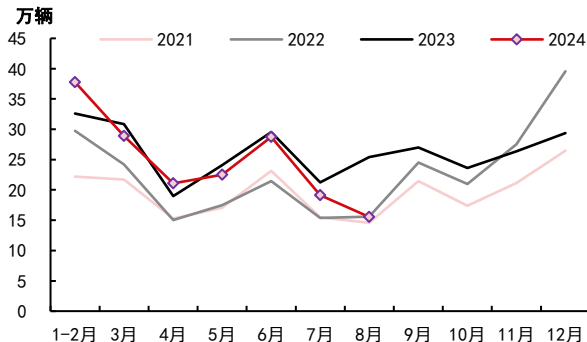


资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 18: 欧洲新能源车销量增速 单位: %



资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所



资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

## （二）内需——主力下游开工维持高位，非铝下游或走弱

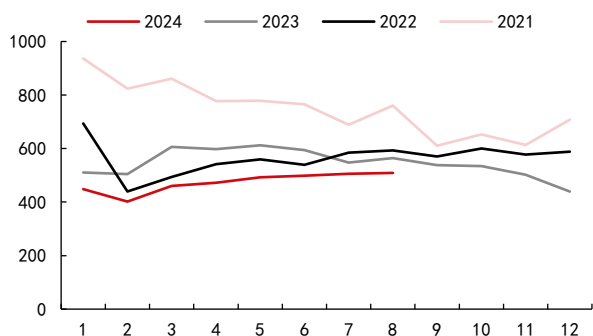
对于铝土矿，国产矿产量依旧未有起色。2024 年 8 月我国铝土矿产量 508.9 万吨，环比+0.6%，同比-9.9%。1-8 月累计产量 3789.5 万吨，同比-16.5%。国内铝土矿预计在 9 月后投产 670 万吨，但这些产能预计投产时间从 2023 年就一直延期，能否在 2024 年内顺利投产存疑。2024 年国产矿产量的回升主要还是

靠减停产产能的复产，但当前国产矿山复产的审批单位级别变高，审批链条变长，且 2025 年或有更多的小矿整顿情况出现，预计国产矿山的复产将是一个长期且缓慢的过程。

进口矿仍可能增加。2024 年 8 月我国铝土矿进口 1554.6 万吨，环比+3.6%，同比+34.2%，1-8 月份累计进口 10797.5 万吨，累计同比+11.9%。1-8 月我国矿石对外依赖度 74%，相比 2023 年增加 6%。Q3 几内亚矿石发运受季节性雨季的影响有所波动，Q4 几内亚雨季影响基本结束，中国到港量预计持续回升。同时，印尼新总统 10 月正式就职，之后印尼禁矿政策的变化仍待观察。

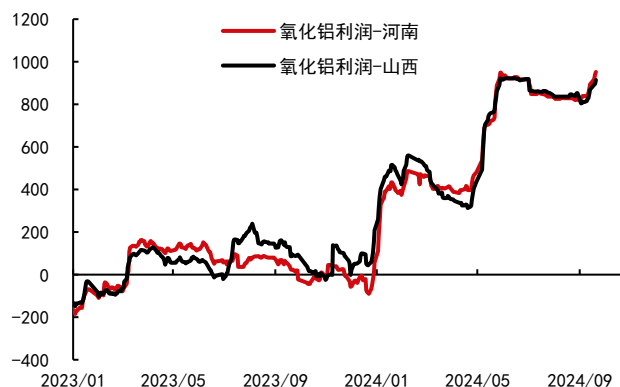
对于氧化铝，Q3 国内运行产能升至历史高位，但受制于矿石供应和出品质量的稳定性，Q4 氧化铝开工提升空间不大。根据阿拉丁数据，2024 年 1-8 月中国冶金级氧化铝产量 5363 万吨，同比增长 1.8%。氧化铝生产利润丰厚，企业已最大限度提升开工，Q4 存量装置产能提升的空间有限，警惕冬季环保限产、工厂检修导致产量下滑。Q4 国内待投产装置为山东魏桥 200 万吨氧化铝置换产能、中铝华昇的 100 万吨产能。假设新投产企业采用进口铝土矿、烧碱单耗为 0.06，则氧化铝投产将带动烧碱需求增加 1.5 万吨/月。

图表 19：中国铝土矿产量 单位：万吨



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 21：边际企业生产利润 单位：元/吨

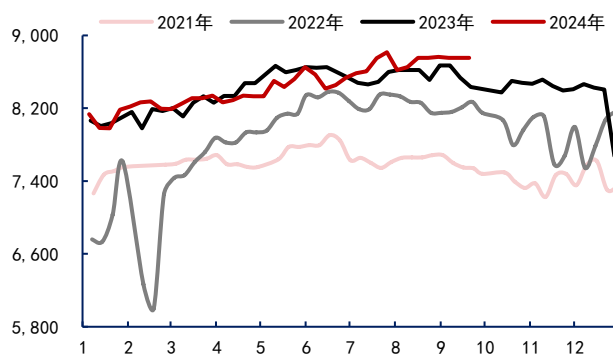


图表 20：国内铝土矿新投产产能 单位：万吨

区域	企业	新建产能	预计投产时间
贵州	遵义市播州区石老公铝土矿有限责任公司	20	2024-11
贵州	贵州汇金海矿业有限公司	200	2024-11
广西	广西信发铝电有限公司	150	2024-11
山西	孟县兆丰西林江铝矾土有限公司	100	2024-9
河南	中铝矿业有限公司	50	2024-9
河南	中铝矿业有限公司巩义分公司大峪沟矿	150	2024-9
2024 合计		670	

资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 22：氧化铝运行产能 单位：万吨



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

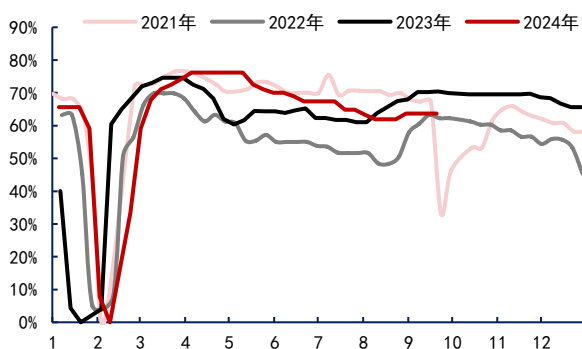
图表 23：国内外氧化铝新建产能 单位：万吨

区域	企业	新建产能	预计投产时间
广西	中铝	200	2024 年预计投产 100 万吨，2025 年全部投产
山东	魏桥	400	2024Q4 投产 200 万吨，2025 年全部投产
广西	东方希望	480	2025 年预计投产 200 万吨
广西	特变电工	240	2025 年
广西	广投	400	2025 年预计投产 200 万吨
山东	创新集团	150	2025 年
印度	-	150	2024Q2 已投产
印度	-	100	2025 年
印尼	-	100	即将投产
2024 年国内合计		300	
2024 年国外合计		250	

资料来源：百川盈孚 SMM 阿拉丁 中信期货研究所

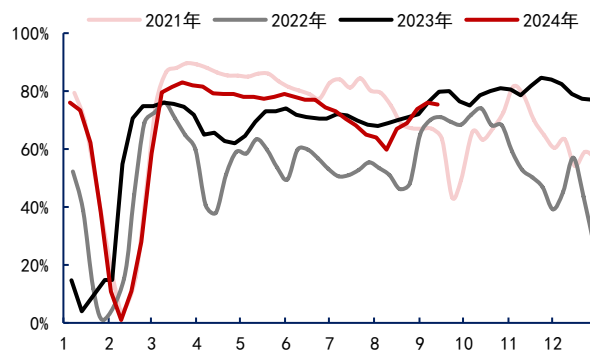
国内纺织服装消费改善较慢，居民消费行为偏谨慎，Q4 纺织印染开工走弱概率较高。从旺季表现来看，9 月浙江地区印染企业订单较 8 月小幅增加，但较去年同期仍有较大差距；江浙印染平均开机率为 65%，同比不及往年同期（-4%）。往后去看，Q4 纺织印染将步入淡季，开工或趋势性下行。粘胶短纤行业景气度较高，在低库存支撑下，粘胶短纤供应有望维持高位。

图表 24：江浙印染开机 单位：%



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

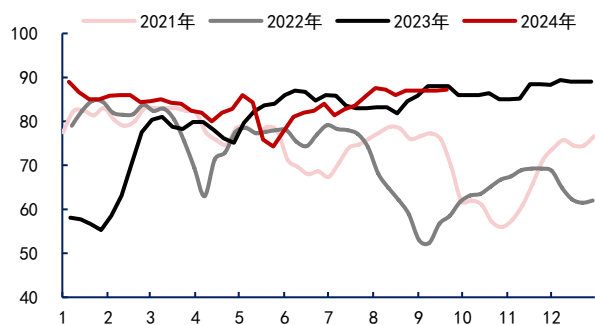
图表 25：江浙织机开机 单位：%



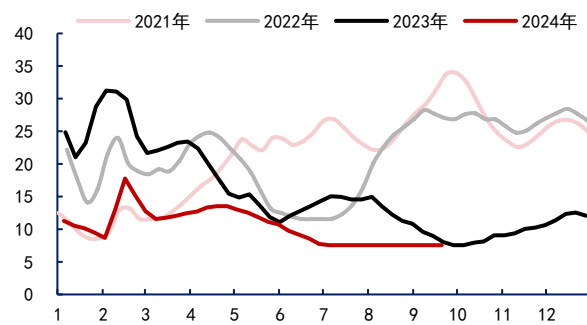
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 26：粘胶开工 单位：%

图表 27：粘胶库存 单位：万吨



资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

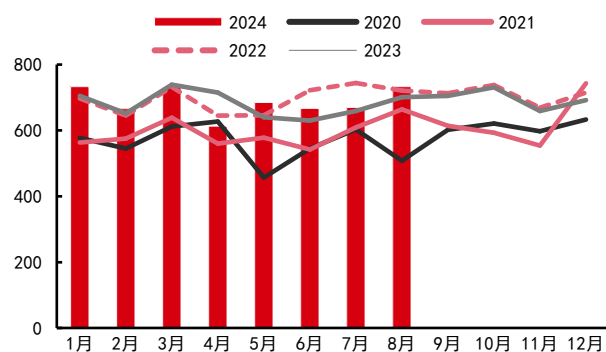


资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

造纸方面，预计 Q4 国产木浆产量持续提升。在利润驱动下，今年国产阔叶浆产量高位运行。8 月国内阔叶浆产量达到 73.3 万吨，同比+5%，达到近五年最高水平。除福建联盛 150 万吨阔叶浆产能投产之外，9 月还有广西仙鹤与北海玖龙投产，前者化学浆产能约为 40 万吨/年，后者化机浆产能约为 60 万吨，国产木浆的产量继续走高，拉动烧碱需求。

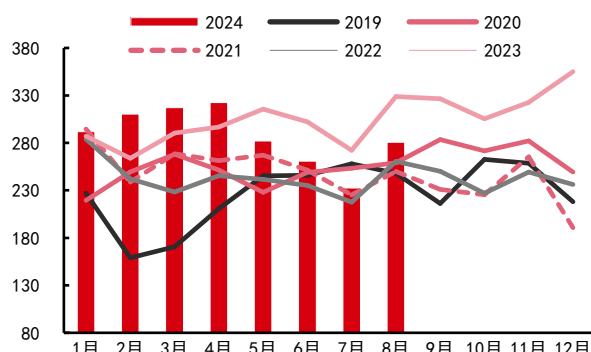
国内纸浆进口压力不大。受欧洲纸浆消费复苏影响，今年国内纸浆进口数量整体偏低，呈现出明显缩量。2024 年 8 月，国内纸浆进口量为 280 万吨，同比-14.6%。其中，针叶浆进口量为 68.3 万吨，同比-13.1%，阔叶浆进口量为 127.5 万吨，同比-23.7%。

图表 28：国产阔叶浆产量 单位：万吨



资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 29：国内纸浆进口量 单位：万吨



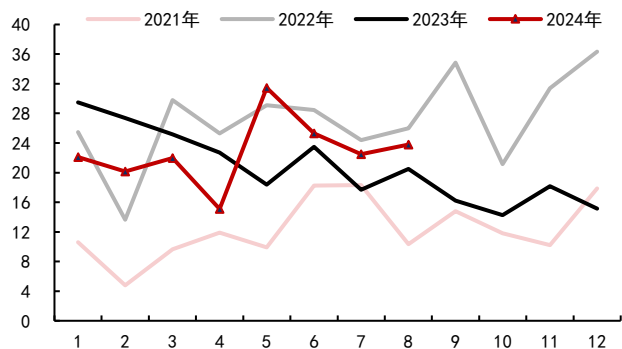
资料来源: ifind PPPC 中信期货研究所

### （三）净出口——9 月签单明显改善，出口放量持续性存疑

2024 年 1-8 月中国烧碱出口累计 182.3 万吨，较去年同期降 1.3%。5 月之后，中国烧碱出口明显改善，主要流向为东南亚与澳大利亚。

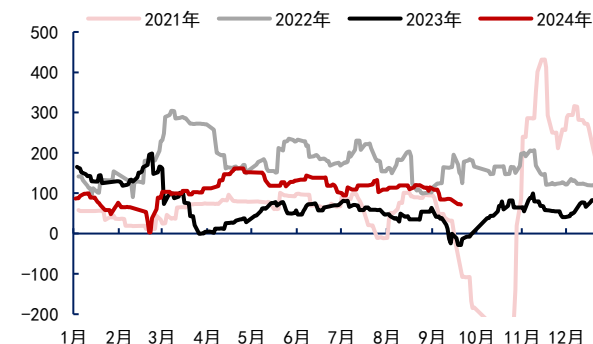
9 月外商补库，烧碱出口签单回暖，东北亚烧碱 FOB 环比上涨 30 美元/吨。  
10 月上游工厂出口待发量较多，烧碱高出口或可维持。2024H2 海外氧化铝新增仅印度 150 万吨、印尼 100 万吨，烧碱需求增量相对有限。不过海外制造业 PMI 表现疲软，烧碱需求释放潜力不足，11-12 月烧碱出口存走弱风险。

图表 30：烧碱出口量 单位：万吨



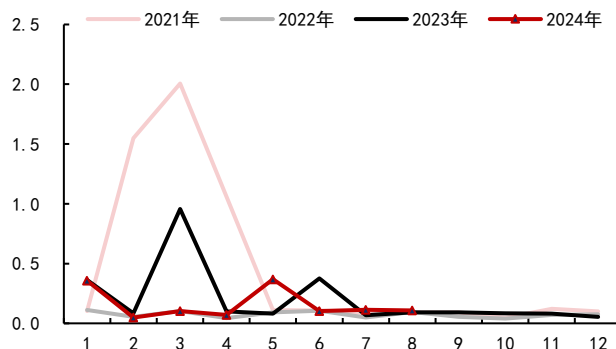
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 32：东南亚-中国出口价差 单位：美元/吨



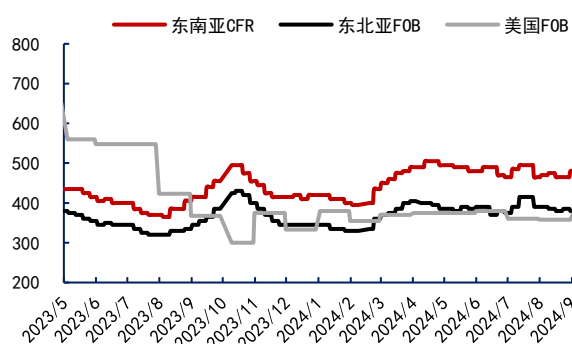
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 31：烧碱进口量 单位：万吨



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 33：全球烧碱价格 单位：美元/吨



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

#### （四）供应——新增投产不多，存量装置高开工

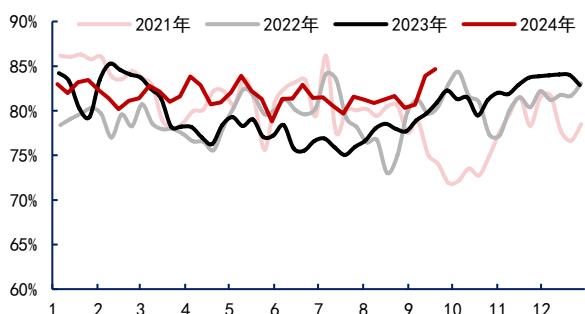
2024 年前三季度烧碱新增投产 116 万吨，拆分来看 Q1、Q2、Q3 分别投产 10、76、30 万吨，合计产能增速 2.42%。其中，金泰 60 万产能于 Q2-Q3 投产，装置维持 2-3 成低负荷运行。Q4 计划投产装置能否落地较为不确定性，很大可能会延后至 2025 年。

统计局数据显示，2024 年 1-8 月烧碱产量同比增长 5.37%，Q4 产量仍可能增长。尽管 Q4 新装置投产偏少，但我国进入拉尼娜现象、冷冬出现概率大，氯碱

装置需要维持高负荷运转。除此之外，冬季工厂检修明显少于春/秋季，烧碱产量将维持历史高位，全年产量增速或超 6%。

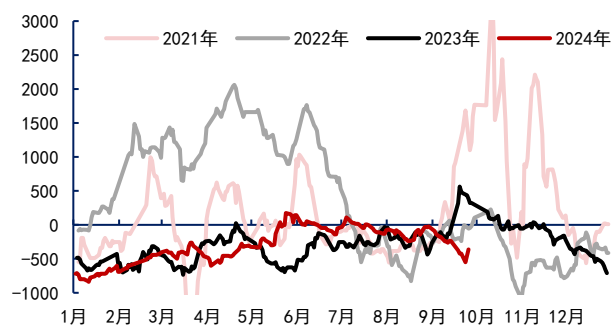
供应过剩之下，关注氯碱综合利润对开工的引导。9 月下旬烧碱&液氯利润 185 元/吨，烧碱&PVC 利润-364 元/吨，烧碱&PO 利润 499 元/吨，烧碱&甲烷氯化物利润 462 元/吨。氯碱利润尚可，上游开工积极性较高。若 Q4 氯碱综合利润承压（尤其是外卖液氯&烧碱装置利润走弱），烧碱供应压力有望缓解。

图表 34：烧碱开工 单位：%



资料来源：Wind 卓创 隆众 百川 中信期货研究所

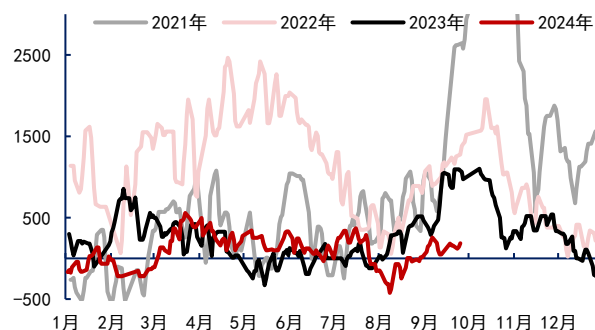
图表 36：外购电石氯碱综合利润单位：元/吨



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

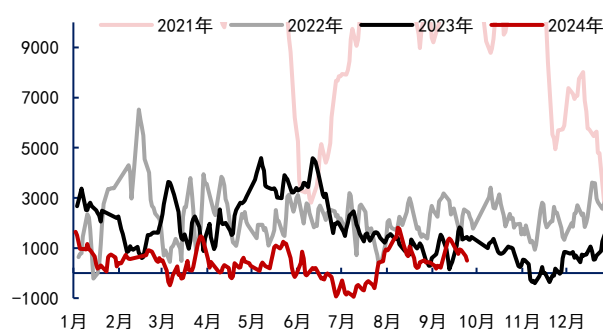
图表 38：山东甲烷氯化物&烧碱企业利润 单位：元/吨

图表 35：外卖液氯&烧碱企业利润 单位：元/吨



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

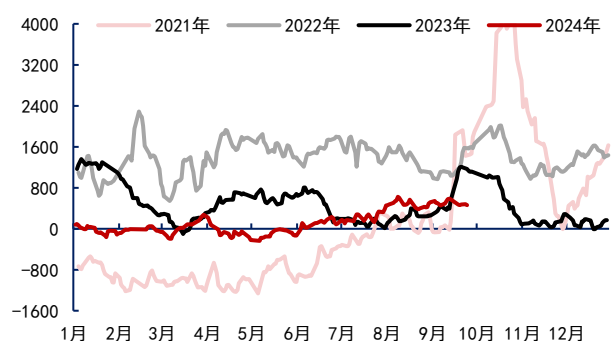
图表 37：PO&烧碱企业利润 单位：元/吨



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

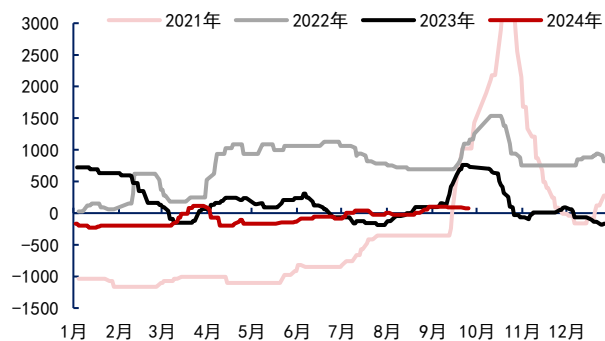
图表 39：山东 32%碱利润（不含液氯） 单位：元/吨





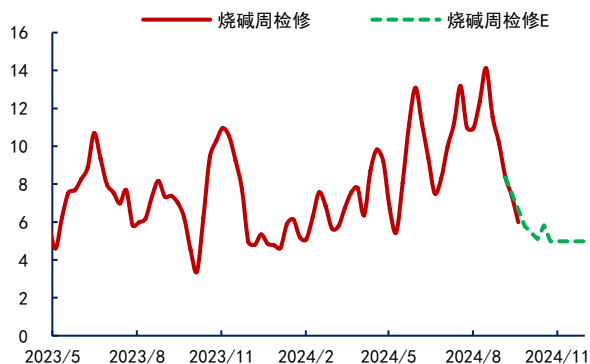
资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 40: 烧碱检修及检修预测 单位: 万吨



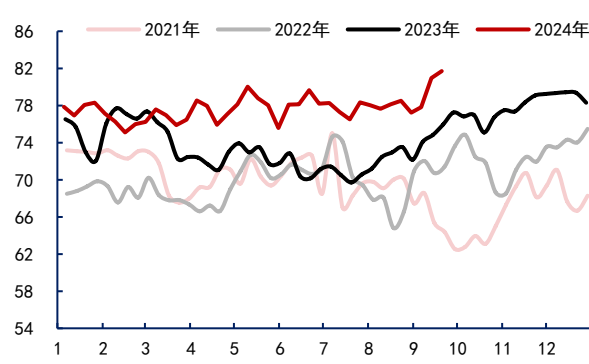
资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 41: 烧碱周产量（百川） 单位: 元/吨



资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 42: 烧碱计划投产列表 单位: 万吨



资料来源: Wind 卓创 隆众 百川 中信期货研究所

区域	企业名称	烧碱产能	投产进度
山东	山东日科	20	2024年3-4月
陕西	陕西金泰	60	2024年4月
新疆	合盛硅业	10	2024年5月
新疆	其亚硅业	5	2024年5月
新疆	金轩科技	6	2024年5月
山东	山东民祥	15	2024年8月
江西	九二盐业	6	2024年Q4
河北	临港化工	15	2024年Q4
江西	九江九宏	15	2024年Q4
四川	鑫盛源化工	5	2024年Q4
总计		157	

资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

### 三、2024Q4 成本分析——煤价高位震荡，电价偏反弹

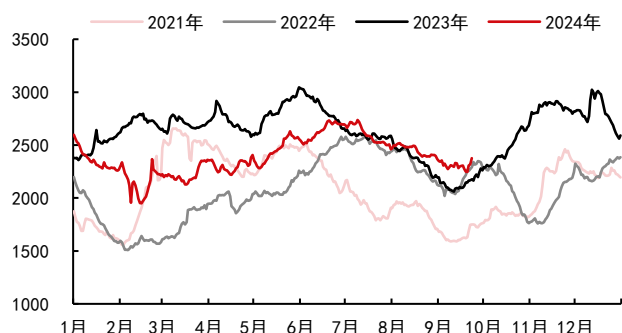
#### （一）煤价——总量与结构性博弈，Q4 煤价或震荡偏强

Q3 高温天气与水电减弱共同刺激火电需求，双节前夕补库需求增加，煤炭

社会库存明显消化。高比例长协市场中，流通环节的结构性问题常态化，使得需求旺季煤价易涨难跌。

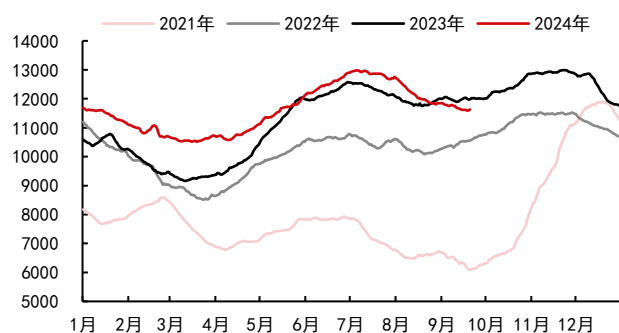
展望 Q4，国内煤价或更易高位震荡，非电需求的边际提升、大秦线秋检等因素支撑仍在，叠加北方等地区备货补库，煤价下行压力不大；临近冬季，供热供暖需求的季节性回归也将给予煤炭价格支撑。

图表 43：环渤海港口总库存 单位：万吨



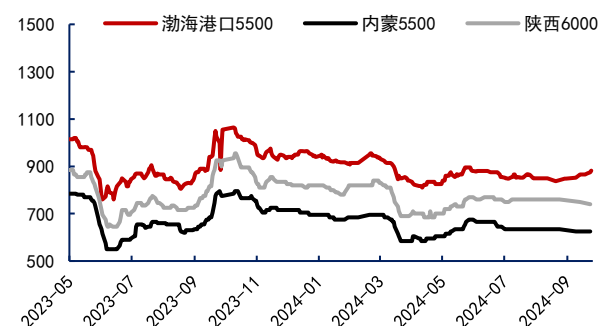
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 44：二十五省电厂库存合计 单位：万吨



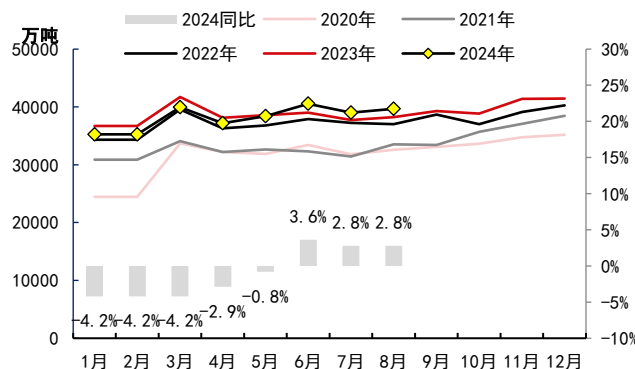
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 45：煤炭价格 单位：元/吨



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 46：全国原煤产量 单位：万吨



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

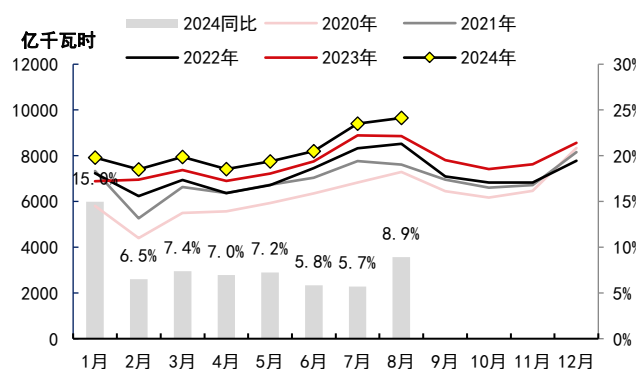
## （二）电价——燃料成本整体高位震荡，电价存在季节性回升预期

1-8 月用电量增长 7.9%，预计全年增速在 6% 以上。1-8 月，全社会用电量累计同比增长 8.9%。从分产业增速，一产+7%、二产+6.3%、三产+11%、城乡居民+10.9%。根据中电联预测，2024 年全社会用电量将到达 9.8 万亿千瓦时，比 2023 年增长 6% 左右，预计 2024 年全国统调最高用电负荷 14.5 亿千瓦，比 2023 年增加 1 亿千瓦左右。国网能源研究院预测，综合考虑经济、气温等因素，预计 2024 年全国全社会用电量为 9.82 万亿千瓦时，比上年增长 6.5% 左右，预计三次产业和居民生活用电增速分别为 10%、5.2%、10.3%、7.3%，对用电量增长的贡

献率分别为 2.1%、52.6%、28.7%、16.5%。

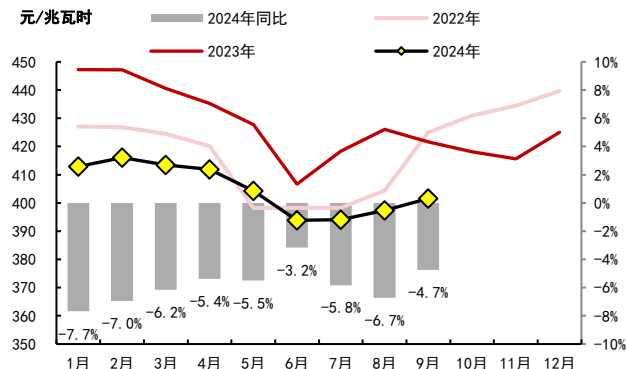
预计四季度国内燃料供应整体充裕，但现货价格或高位震荡运行，电价存在季节性回升预期。预计 2024 年全社会煤炭库存处于偏高水平，三季度煤炭全社会去库后，随着冬季临近、补库需求释放，叠加各种结构性问题，预计现货煤价整体高位震荡运行。冬季“拉尼娜”大概率回归，可能带来阶段性的强降温天气，对电力供应有较大考验，电价存在季节性回升预期。

图表 47：全社会用电量 单位：亿千瓦时



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 48：全国代理购电价格平均值 单位：元/兆瓦时



资料来源：国家统计局 中信期货研究所

## 四、风险提示

近期海内外预期均有修正，市场风险偏好改善。国内 10 月政治局会议前，市场的政策预期博弈将增强。考虑现货走弱时间点或在 10 月中下旬、盘面大幅贴水现货，中短期盘面可偏乐观对待。长期来看，即便国内政策出台，经济企稳回升也需一定时间，市场乐观情绪可能修正；另外，烧碱现货将走弱且 01 合约多头接货成本较高，盘面下行压力将增大。

单边策略：中短期谨慎乐观，长期偏空对待。

套利策略：1-5 逢高反套。

风险因素：

- (1) 宏观预期变化、需求弹性；
- (2) 上游供应扰动。
- (3) 能源价格波动。

## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部 地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>