

估值偏低&预期摇摆，盘面或先扬后抑

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号

报告要点

短期海内外预期均有修正，市场风险偏好改善。国内政治局会议前，市场的政策博弈将增强，盘面或可谨慎乐观，反弹高度或受氯碱综合成本压制，警惕预期证伪或者美国制造业 PMI、就业延续走弱引导市场转向悲观。中长期盘面谨慎偏弱，一是临近交割，基本面定价权重将上升；二是地产暂难进入正循环，PVC 产能仍将出清。考虑氯碱综合成本偏高、企业亏损扩大，盘面下行空间亦偏谨慎。



摘要

2024Q3 回顾——弱预期弱现实，价格重心下移

Q3 PVC 盘面明显走弱，价格重心由 6300 元/吨下移至 5300 元/吨，跌幅达 15.8%。流畅下行的主要压力在于 1) 国内地产政策效果有限，海外经济预期由软着陆转向衰退，市场情绪较为悲观；2) 夏季电力扰动未兑现，Q3 煤价、电石价格偏弱运行，叠加 8-9 月烧碱涨价，PVC 综合成本重心下移；3) BIS 延期前印度买盘谨慎，中国出口疲软；4) 9 月国内需求改善不明显，下游以消化成品库存为主；5) PVC 产量居高不下。

2024Q4 展望——估值偏低&预期摇摆，盘面或先扬后抑

宏观视角，国内地产延续弱势，政策预期调整；海外美国经济预期或修正，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，或预示国内政策转向，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。首付比例和贷款利率的下调对房地产销售有托底作用，不过房价同比仍在持续回落的背景下，居民购房意愿大概偏弱，房地产市场难以进入正反馈机制。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，PVC 过剩格局延续，表现为下游主动去化成品库存、仅低价投机，印度补库或近尾声，而上游开工维持高位。需求层面，9 月需求旺季不旺较为明显，Q4 淡季下游开工仍将下行；从投机来看，中下游均为买跌不买涨。印度 11 月由淡季转入旺季以及 12 月底 BIS 认证可能生效，10 月或是印度最后的补库时间窗口，出口扰动为 Q4 印度反倾销落地。供应层面，产能扩张速率不高，但存量装置供应仍过剩。

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供参考之用，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的相关推荐，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。

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

观察利润持续处于低位区间，PVC 存量装置是否降负。预计地产修复前，PVC 将经历利润压缩-库存去化-产能清出的过程。

Q4 国内煤价或易涨难跌，兰炭价格坚挺。9-10 月煤价下行压力不大，主要是非电需求的边际提升、大秦线秋检、北方等地区备货补库等支撑对冲了淡季火电需求走弱的压力；临近冬季，供热供暖需求的季节性回归将给予煤炭价格支撑。电石价格或呈现窄幅震荡，表现为成本小幅上移以及现货利润收窄。烧碱供需将由偏紧转向过剩，9 月现货价格见顶，Q4 或高位回落。综上，电石或转入震荡市，烧碱价格回落，PVC 氯碱综合成本居高不下，大概处于 5600 元/吨以上。

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，盘面或可谨慎乐观，反弹高度或受氯碱综合成本压制，警惕政策预期证伪或者美国制造业 PMI、就业延续走弱引导市场再次转向悲观。中长期盘面谨慎偏弱，一是临近 01 合约交割，基本面定价权重将上升；二是地产暂难进入正循环机制，PVC 仍面临产能出清压力。考虑氯碱综合成本偏高、企业亏损扩大，盘面下行空间亦偏谨慎。

单边策略：短期谨慎乐观，中长期偏空对待。

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；（3）能源价格波动

目 录

摘要

一、 2024Q3 回顾——弱预期弱现实，价格重心下移	5
二、 2024Q4 PVC 供需展望——市场情绪修正，基本面仍承压	6
（一）宏观中观——经济表现疲软，预期扰动市场情绪	6
（二）内需——PVC 下游主动去库，刚需疲软&低价投机	8
（三）净出口——印度补库近尾声，美国弱补库结束	9
（四）供应——产能出清周期较长，低利润将持续	11
三、 2024Q4 上游成本分析——电石震荡&烧碱回落，氯碱综合成本偏上移	13
（一）兰炭——煤价偏强运行，兰炭价格跟随	13
（二）电石——利润已修复，价格或窄幅波动	14
（三）烧碱——供增需弱，现货高位回落	14
四、 观点总结	16
免责声明	17

图表目录

图表 1: PVC 价格与基差 单位: 元/吨.....	5
图表 2: PVC 总库存 单位: 万吨.....	5
图表 3: 山东外购电石氯碱综合利润 单位: 元/吨.....	5
图表 4: PVC 平均开工率 单位: %.....	5
图表 5: 地产新开工、施工与竣工 单位: %.....	7
图表 6: 30 大中城市:商品房成交面积:当周值 单位: 万平方米.....	7
图表 7: 房企资金来源 单位: %.....	7
图表 8: 新开工对竣工领先性 单位: %.....	7
图表 9: 新开工及投资增速 单位: %.....	7
图表 10: 狭义基础设施建设投资 单位: %.....	7
图表 11: PVC 表需及表需同比 单位: %.....	8
图表 12: 新开工、竣工与 PVC 表需累计同比 单位: %.....	8
图表 13: 下游开工 单位: %.....	8
图表 14: 管材开工 单位: %.....	8
图表 15: 上游预售 单位: 万吨.....	9
图表 16: 贸易商成交量 单位: 万吨.....	9
图表 17: PVC 出口量 (中国) 单位: 万吨.....	10
图表 18: 印度 PVC 进口量 单位: 万吨.....	10
图表 19: 印度政府支出-当月及同比 单位: %.....	10
图表 20: 美国:批发商:木材及其他建材:零售额、库存同比 单位: %.....	10
图表 21: PVC 出口量 (北美) 单位: 万吨.....	10
图表 22: PVC 地板出口量 单位: 万吨.....	10
图表 23: PVC 平均开工率 单位: %.....	11
图表 24: 周度产量预测 单位: 万吨.....	11
图表 25: PVC 总库存 单位: 万吨.....	11
图表 26: PVC 社会库存 单位: 万吨.....	11
图表 27: 山东外购电石氯碱综合利润 单位: 元/吨.....	12
图表 28: 西北一体化氯碱综合利润 (自备电石) 单位: 元/吨.....	12
图表 29: 乙烯法利润 (东北亚乙烯) 单位: 元/吨.....	12
图表 30: PVC 新增投产 单位: 万吨.....	12
图表 31: 2024 年 PVC 供需平衡表 单位: 万吨.....	12
图表 32: 环渤海港口总库存 单位: 万吨.....	13
图表 33: 二十五省电厂库存合计 单位: 万吨.....	13
图表 34: 煤炭价格 单位: 元/吨.....	13
图表 35: 兰炭利润 单位: 元/吨.....	13
图表 36: 电石开工 单位: 万吨、%.....	14
图表 37: 电石利润 单位: 元/吨.....	14
图表 38: 氧化铝运行产能 单位: 万吨.....	15
图表 39: 边际企业生产利润 单位: 万吨.....	15
图表 40: 江浙印染开机 单位: %.....	15
图表 41: 烧碱周产量 (百川) 单位: 万吨.....	15

一、2024Q3 回顾——弱预期弱现实，价格重心下移

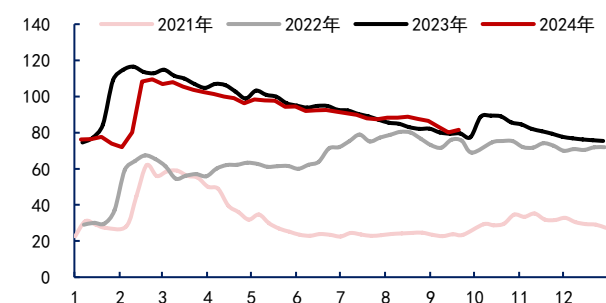
Q3 PVC 盘面明显走弱，价格重心由 6300 元/吨下移至 5300 元/吨，跌幅达 15.8%。流畅下行的主要压力在于 1) 国内地产政策效果有限，节能降碳方案对企业生产无明显影响，海外经济预期由软着陆转向衰退，因此市场情绪较为悲观；2) 夏季电力扰动未兑现，Q3 煤价、电石价格偏弱运行，叠加 8-9 月烧碱涨价，PVC 综合成本重心下移；3) 8 月底印度 BIS 将公布是否延期，在此之前印度买盘谨慎，中国出口表现疲软；4) 9 月国内需求改善不明显，下游开工维稳，旺季以消化成品库存为主；5) 短周期检修高峰结束，PVC 产量呈提升趋势，供应压力无法缓解。

图表 1：PVC 价格与基差 单位：元/吨



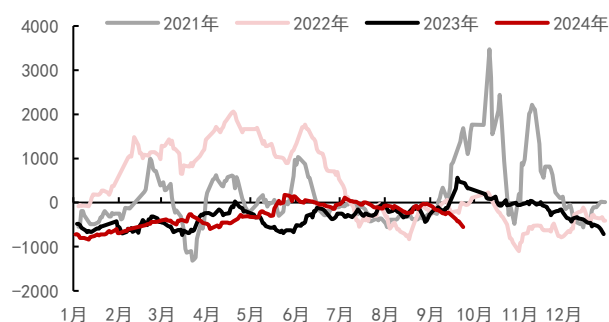
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 2：PVC 总库存 单位：万吨



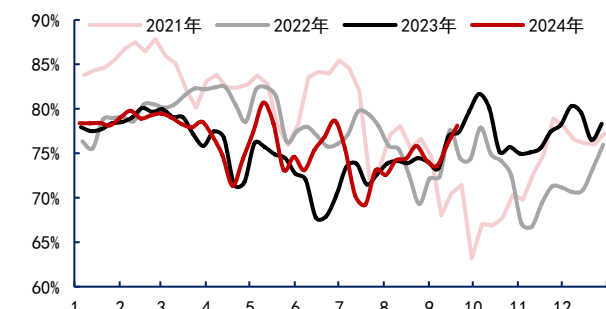
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 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：PVC 平均开工率 单位：%



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

二、2024Q4 PVC 供需展望——市场情绪修正，基本面仍承压

宏观视角，国内地产延续弱势，政策预期调整；海外美国经济预期或修正，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，或预示国内政策转向，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。首付比例和贷款利率的下调对房地产销售有托底作用，不过房价同比仍在持续回落的背景下，居民购房意愿大概偏弱，房地产市场难以进入正反馈机制。海外层面，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。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，PVC 过剩格局延续，表现为下游主动去化成品库存、仅低价投机，印度补库或近尾声，而上游开工维持高位。需求层面，9 月需求旺季不旺较为明显，Q4 淡季下游开工仍将下行；从投机来看，中下游均为买跌不买涨。印度 11 月由淡季转入旺季以及 12 月底 BIS 认证可能生效，10 月或是印度最后的补库时间窗口，出口扰动为 Q4 印度反倾销落地。供应层面，产能扩张速率不高，但存量装置供应仍过剩。观察利润持续处于低位区间，PVC 存量装置是否降负。预计地产修复前，PVC 将经历利润压缩-库存去化-产能清出的过程。

（一）宏观中观——经济表现疲软，预期扰动市场情绪

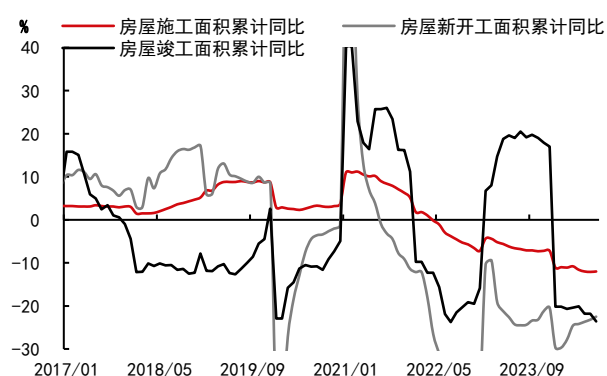
国内地产基本面，地产放松政策推动销售改善的过程可能较长，主要原因在于居民对房企信心偏弱以及未来收入预期偏差仍制约市场修复弹性。从市场表现来看，地产数据仍未触底，1-8 月全国新建商品房销售面积同比下降 18.0%，新建商品房销售额同比下降 23.6%，房屋新开工面积同比下降 22.5%，房屋竣工面积同比下降 23.6%。地产企稳前，去库存政策仍可能加码，以提升居民加杠杆意愿，促使商品房销售面积同比降幅收窄。在销售面积筑底期间，房价上涨的概率较低，新开工、竣工大概率延续负增长。

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可能下

调，政策落地有助于降低居民债务负担、提振消费。

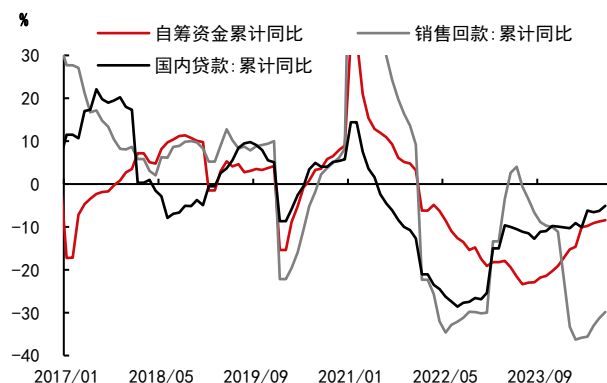
海外经济层面，美国经济预期或修正，中美贸易摩擦可能加剧。市场在美国“软着陆交易”和“衰退交易”之间摇摆，美联储 9 月 FOMC 会议预防式降息 50bp，衰退预期可能向软着陆预期修正。我们倾向于此次为预防式降息，主要是美国消费韧性较强，美国居民资产负债表健康以及实际薪资增长均对消费形成支撑。美国金融条件和信贷条件偏松，伴随降息周期开启，经济下行风险在可控范围内。需要警惕的是，美国制造业 PMI 下滑、就业延续走弱引导市场预期再次转向悲观。

图表 5：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 7：房企资金来源 单位：%

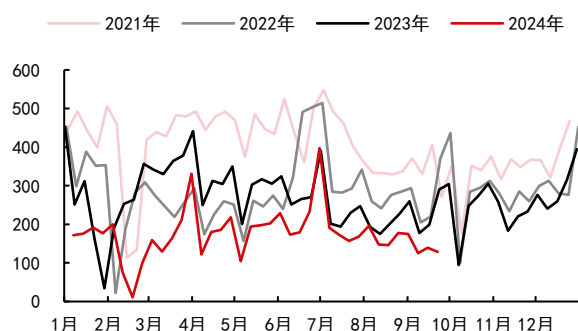


资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 9：新开工及投资增速 单位：%

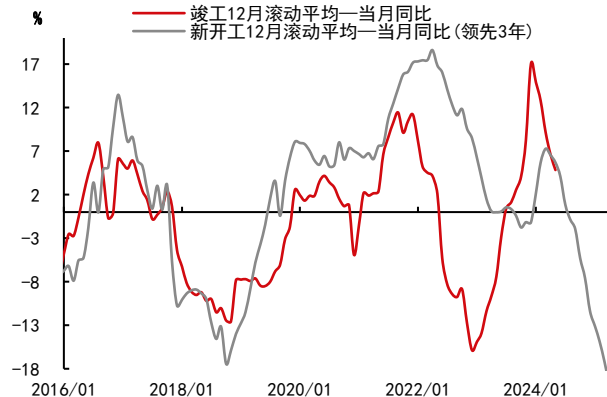


图表 6：30 大中城市：商品房成交面积：当周值 单位：万平方米



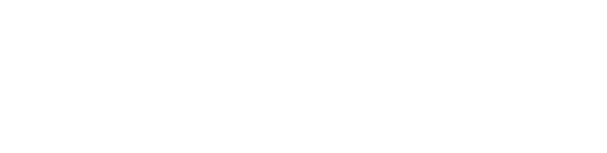
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 8：新开工对竣工领先性 单位：%



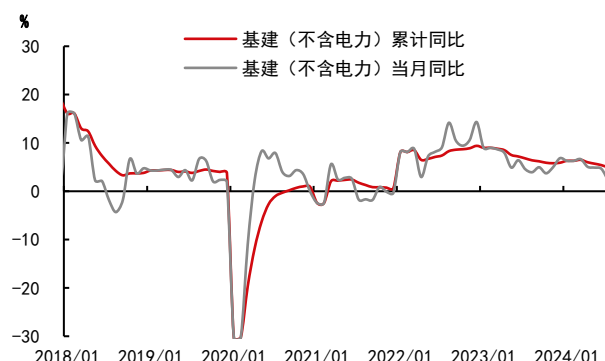
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 10：狭义基础设施建设投资 单位：%





资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所



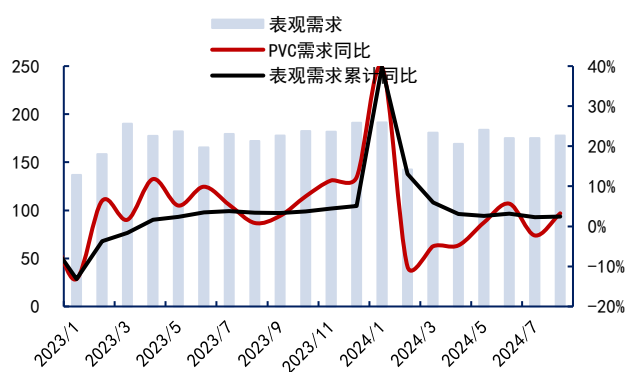
资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

(二) 内需——PVC 下游主动去库，刚需疲软&低价投机

2024 年 1-8 月 PVC 表需累计同比 2.5%，内需表现无亮点，主要是国内地产仍在探底、化债拖累基建项目。

Q4 PVC 内需大概率延续疲软，一是房地产负反馈机制难打破（房价与销售未企稳，新开工、竣工仍为负增长），二是化债之下基建进程偏慢。从刚需来看，下游主动消化成品库存，9 月旺季不旺较为明显，Q4 淡季下游开工仍将下行；从投机来看，中下游均为买跌不买涨。

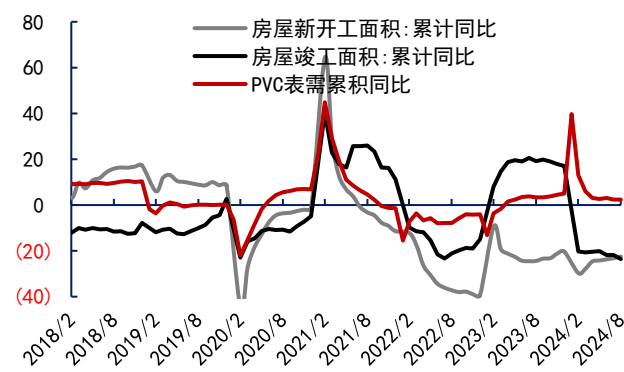
图表 11: PVC 表需及表需同比 单位: %



资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

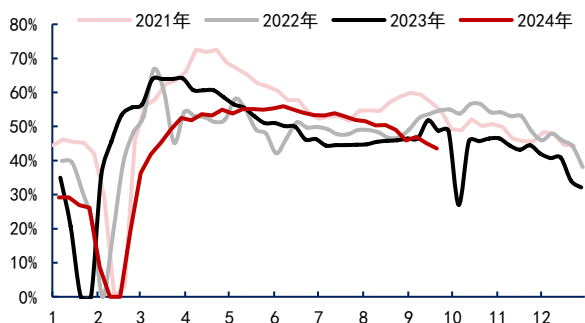
图 13: 下游开工 单位: %

图表 12: 新开工、竣工与 PVC 表需累计同比 单位: %



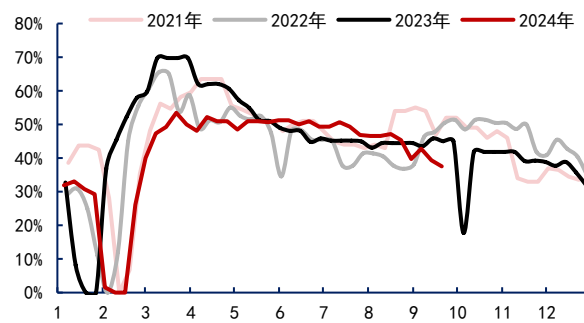
资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图 14: 管材开工 单位: %



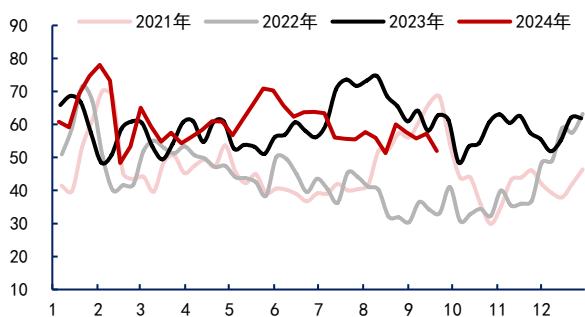
资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 15: 上游预售 单位: 万吨

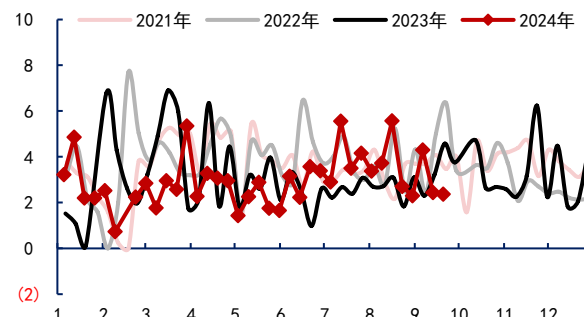


资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 16: 贸易商成交量 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

(三) 净出口——印度补库近尾声，美国弱补库结束

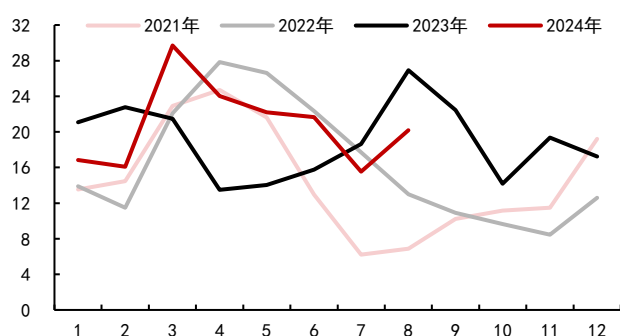
粉料出口表现或回归平淡，关注印度 BIS 与反倾销税落地情况。

印度 BIS 认证由 8 月 24 号推迟至 12 月 24 号，印度低价采购中国 PVC，8 月中旬至 9 月初中国新签出口订单放量。考虑印度 11 月由淡季转入旺季以及 12 月底 BIS 认证可能生效，10 月或是印度最后的补库时间窗口。7 月 23 日莫迪政府提交的首次中央财政预算案将 2024/2025 财年的财政赤字目标定为 4.9%，此前 4 月提交的临时预算为 5.1%。其中，基建投资仍是莫迪政府的重要方向，本次预算案延续了 4 月提出的 11.11 万亿卢比支出预算。考虑印度财政较为克制，印度 PVC 需求难以表现出更大弹性，10 月补库力度大概率弱于 8 月中旬至 9 月初时段。

印度抽查三家中国 PVC 企业进行反倾销调查，调查结果最快于 9 月公布。印度相关部门将根据调查结果对中国出口企业作出税收调整，反倾销税最高可达 600 美元/吨。若落地时，其他出口国家反倾销税低于中国，中国 PVC 将失去低价出口优势。

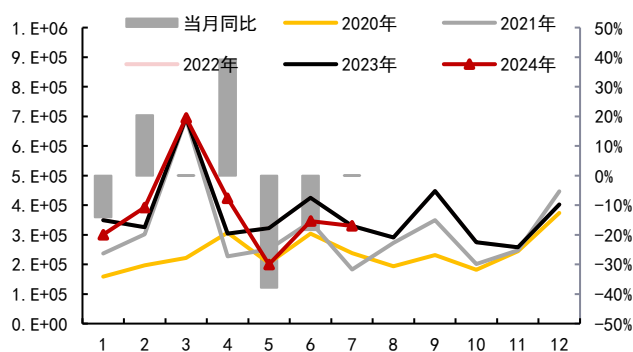
美国主动补库接近尾声，关注大选对中国出口影响。美国主动补库近尾声，一方面 7 月美国批发商木材及其他建材库存同比 1.9%，已连续 8 个月回升，且斜率出现放缓；另一方面，美国制造业 PMI 连续 5 个月处于荣枯线以下，7-8 月数据明显走弱。从降息传导至需求改善存在时滞，Q4 美国需求力度仍偏弱，建材尚难进入被动补库周期。9 月 11 日，美国广播公司举办了哈里斯和特朗普的总统辩论。从民调支持率来看，哈里斯以 1.4% 的差距小幅领先特朗普。哈里斯在关税政策上的态度比特朗普更加谨慎，且不少中国企业已经在通过转口贸易或海外建厂来缓释现有的关税影响。相比之下，特朗普提出的关税对华冲击将更为明显。对国内市场而言，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，“内需对冲+自主可控”或是对国内市场的主要映射。

图表 17: PVC 出口量 (中国) 单位: 万吨



资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

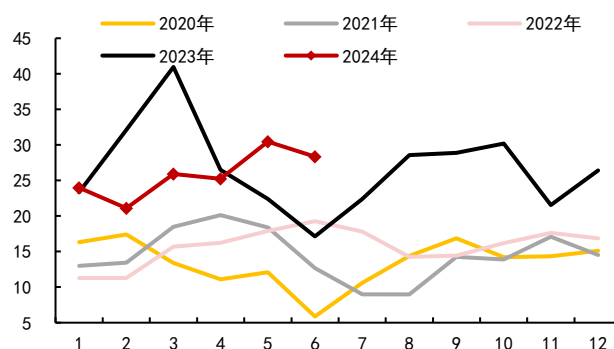
图表 19: 印度政府支出-当月及同比 单位: %



资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

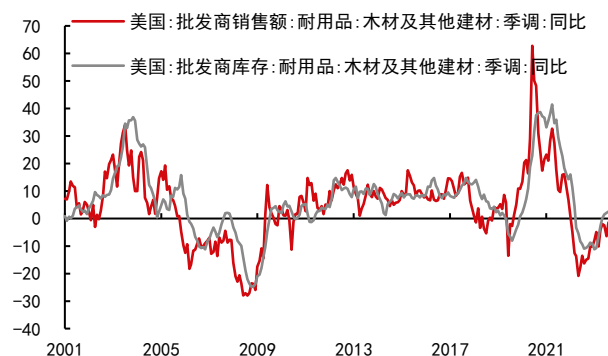
图表 21: PVC 出口量 (北美) 单位: 万吨

图表 18: 印度 PVC 进口量 单位: 万吨



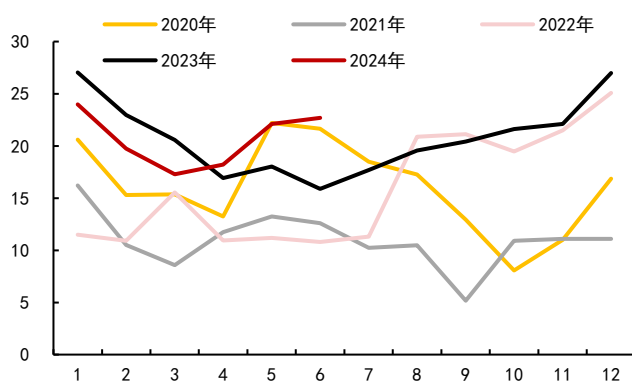
资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 20: 美国: 批发商: 木材及其他建材: 零售额、库存同比 单位: %

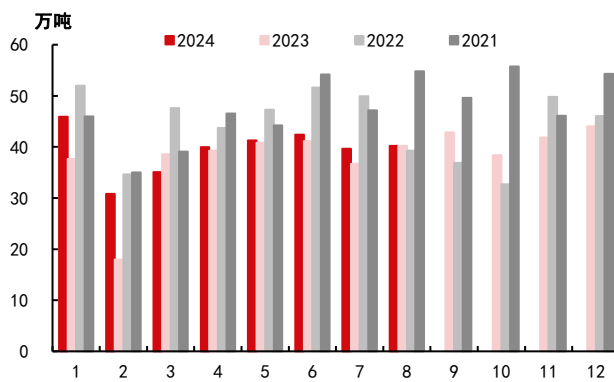


资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 22: PVC 地板出口量 单位: 万吨



资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所



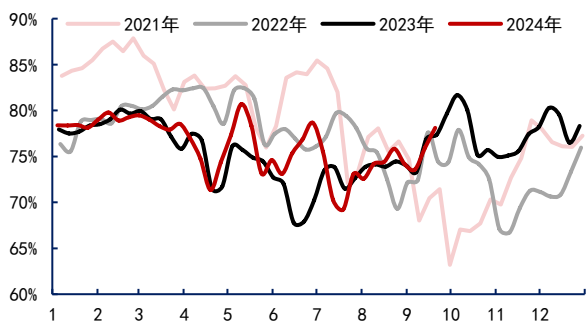
资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

(四) 供应——产能出清周期较长，低利润将持续

2024Q1-Q3 PVC 产能增速仅 2.1%，新增投产包括镇洋发展、陕西金泰一期各 30 万吨 PVC。Q4 规划投产装置如金泰二期、新浦化学产能投放概率较高；其他装置如甘肃耀望、天津大沽等仍在建设，年内投产概率较低，或集中于 2024 年底-2025 年初释放。

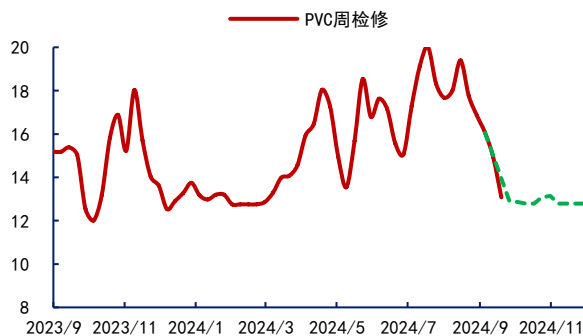
行业产能仍过剩，低利润压制供应弹性。9 月以来，山东氯碱综合利润由-100 元/吨走弱至-550 元/吨，已进入[-1000, -500]元/吨的利润低位区间。西北一体化装置处于盈亏平衡附近，是近几年利润极低位。西北外购电石的氯碱装置、乙烯法 PVC 均盈利，但盈利能力也降至历史低位区间。当前低利润持续时间不足一个月，企业主动降负意愿暂偏低。若利润持续处于低位区间，观察 PVC 存量装置是否降负。类似 2014-2015 年地产修复前，PVC 将经历利润压缩-库存去化-产能清出的过程。

图表 23: PVC 平均开工率 单位: %



资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

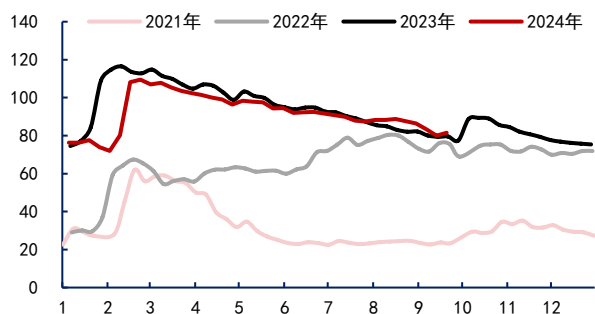
图表 24: 周度产量预测 单位: 万吨



资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

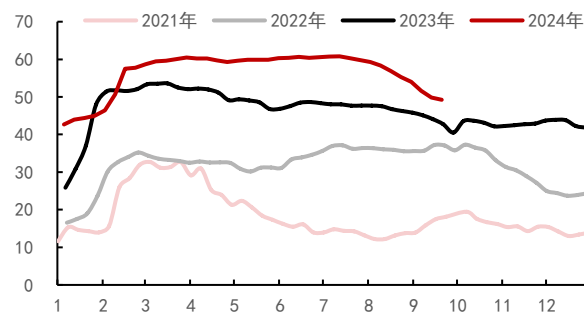
图表 25: PVC 总库存 单位: 万吨

图表 26: PVC 社会库存 单位: 万吨



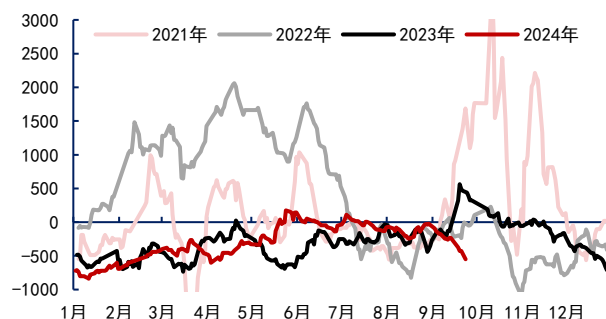
资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 27: 山东外购电石氯碱综合利润 单位: 元/吨



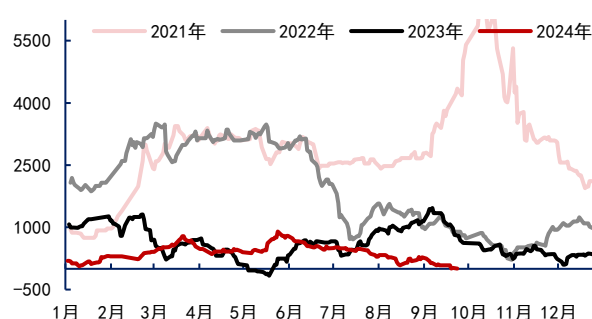
资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 28: 西北一体化氯碱综合利润 (自备电石) 单位: 元/吨



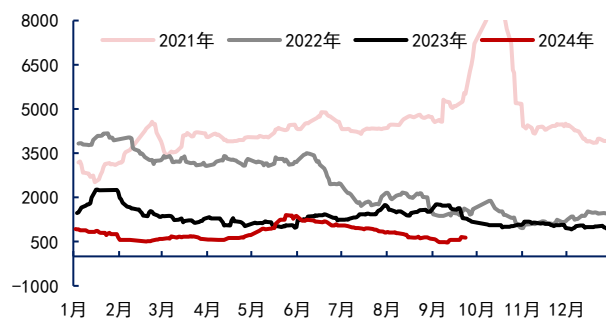
资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 29: 乙烯法利润 (东北亚乙烯) 单位: 元/吨



资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 30: PVC 新增投产 单位: 万吨



资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 31: 2024 年 PVC 供需平衡表 单位: 万吨

2024年PVC计划新增产能列表				
区域	企业名称	工艺	新增产能	投产进度
浙江	镇洋发展	乙烯法	30	已投产
陕西	陕西金泰	电石法	60	5月投产30万,
江苏	新浦化学	乙烯法	40	2024年底
福建	天津大沽	乙烯法	40	2024年底-2025年初
陕西	甘肃耀望	电石法	30	2024年底-2025年初

资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
国内产量	203	192	203	186	201	192	186	194	199	206	200	207
进口	2.3	1.3	2.7	2.2	2.2	1.8	1.7	2.1	2.5	2.5	2.5	2.5
出口	16.8	16.1	29.7	24.0	22.2	21.7	15.5	20.2	23.0	24.0	19.0	16.0
净进口	(15)	(15)	(27)	(22)	(20)	(20)	(14)	(18)	(21)	(22)	(17)	(14)
全部供应	188	177	176	164	181	172	172	176	179	185	183	193
表观需求	191	142	181	169	184	175	175	178	184	186	184	192
库存变化	-3.1	34.8	-5.2	-4.6	-3.1	-3.0	-3.4	-2.0	-5.3	-1.2	-0.4	1.0

资料来源：中信期货研究所

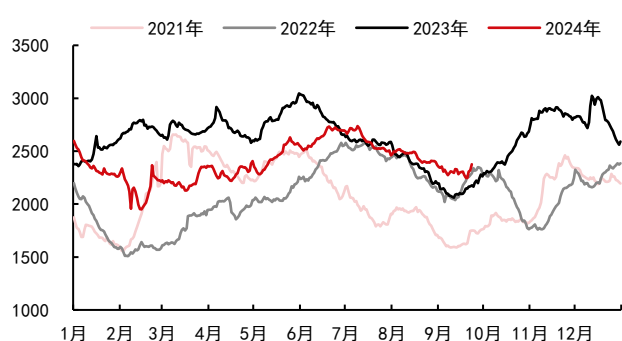
三、 2024Q4 上游成本分析——电石震荡&烧碱回落，氯碱综合成本偏上移

Q4 国内煤价或易涨难跌，兰炭价格坚挺。9-10 月煤价下行压力不大，主要是非电需求的边际提升、大秦线秋检、北方等地区备货补库等支撑对冲了淡季火电需求走弱的压力；临近冬季，供热供暖需求的季节性回归将给予煤炭价格支撑。电石价格或呈现窄幅震荡，表现为成本小幅上移以及现货利润收窄。烧碱供需将由偏紧转向过剩，9 月现货价格见顶，Q4 或高位回落。综上，电石或转入震荡市，烧碱价格回落，PVC 氯碱综合成本居高不下，大概处于 5600 元/吨以上。

(一) 兰炭——煤价偏强运行，兰炭价格跟随

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。兰炭产能过剩，利润窄幅波动，兰炭价格以跟随煤价波动为主。

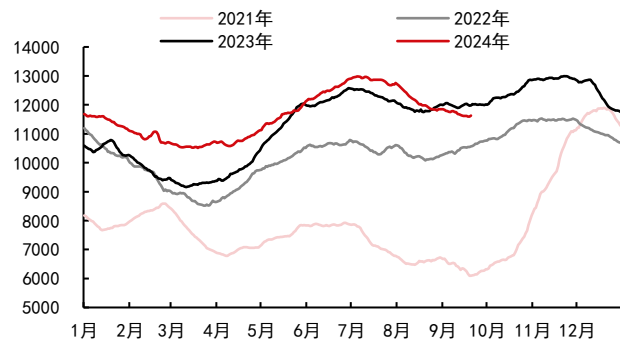
图表 32：环渤海港口总库存 单位：万吨



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

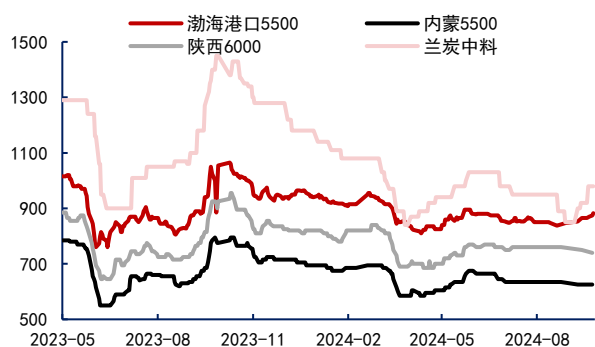
图表 34：煤炭价格 单位：元/吨

图表 33：二十五省电厂库存合计 单位：万吨

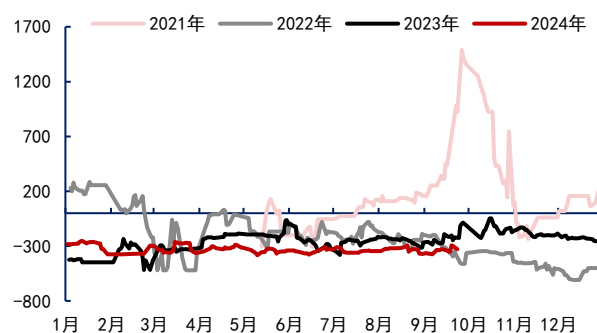


资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 35：兰炭利润 单位：元/吨



资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所



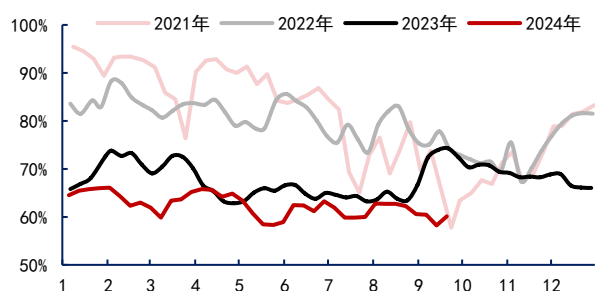
资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

(二) 电石——利润已修复，价格或窄幅波动

Q3 内蒙电石价格呈现宽幅震荡，7-8 月电石重心由 2600 跌至 2350 元/吨，9 月内蒙电石报价抬升至 2750 元/吨。价格先跌后涨的主要原因为 7-8 月电石成本塌陷（煤价、兰炭价格走弱），且电石过剩施压行业利润，电石价格持续走低；前期低利润使得 9 月电石检修增多，兰炭价格呈小幅反弹，因此在成本上移与利润修复的双重推动之下，电石价格明显走强。

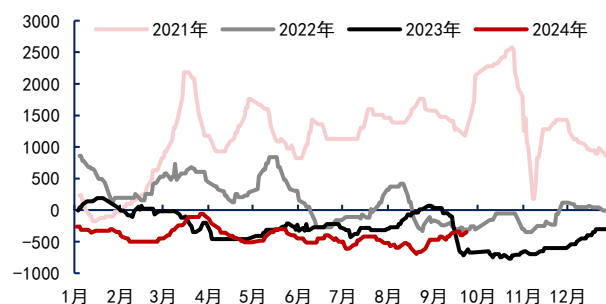
展望 Q4，电石价格或呈现窄幅震荡，表现为成本小幅上移以及现货利润收窄。截止 9 月下旬，电石利润已修复至-350 元/吨，处于近年中性水平。利润修复将提振电石企业开工积极性，电石或由供需紧张再次转向供需平衡甚至过剩格局，电石利润再次承压。Q4 煤价或小幅走强，成本上移一定程度挤压电石利润，电石过剩导致的现货价格走弱空间或有限。

图表 36：电石开工 单位：万吨、%



资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 37：电石利润 单位：元/吨



资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

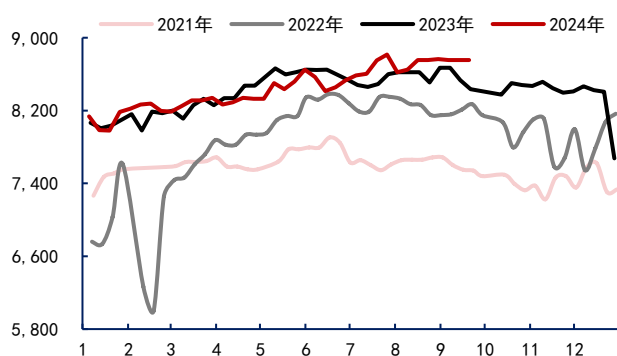
(三) 烧碱——供增需弱，现货高位回落

烧碱供需将由偏紧转向过剩，9 月现货价格见顶，Q4 或高位回落。

从供应来看，虽然烧碱新增待投产装置高达 170 万吨，但投产兑现的可能性较低。产能扩张压力相对有限，存量装置开工渐至高位。7-8 月烧碱上游检修偏多，9 月检修陆续结束，烧碱产量呈增加趋势。国庆节后，烧碱将迎来小规模检修，供应压力仅暂时缓解。中长期视角，产量仍将处于历史高位，烧碱供应承压。

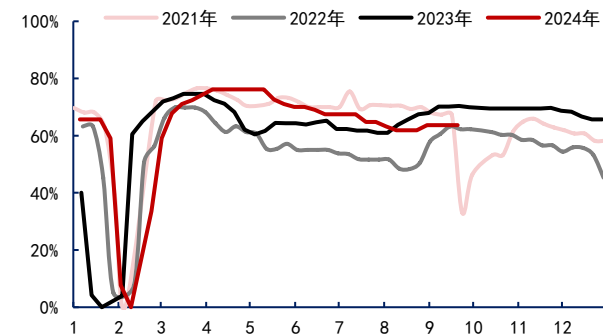
从需求来看，9 月烧碱需求释放推动现货价格反弹，表现为非铝下游开工提升、魏桥积极为新厂备货、其它下游中秋国庆前也有一定补库。国产铝土矿复产遥遥无期，且氧化铝运行产能已至高位，Q4 氧化铝难以为烧碱提供需求增量（警惕冬季氧化铝环保限产影响烧碱需求）。其他下游需求将由旺季转向淡季，节前备货亦不复存在，烧碱需求将逐步下滑。烧碱供需转向过剩，价格或高位回落。9 月山东 32%碱市场均价 830 元/吨，参考生产成本（2500 元/吨）以及年内价格低位（2280 元/吨），淡季烧碱现货或走弱至 760 元/吨左右。[详见烧碱 2024 年四季度策略报告]

图表 38：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

图表 40：江浙印染开机 单位：%



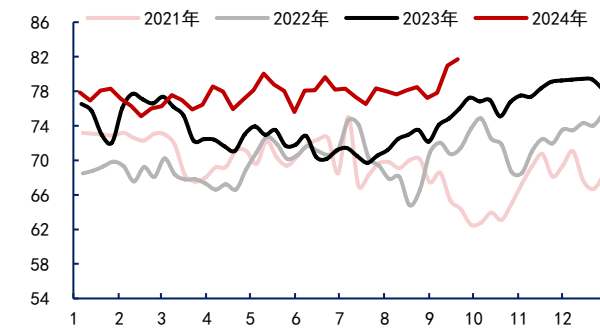
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 39：边际企业生产利润 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：万吨



资料来源：Wind 百川 隆众 中信期货研究所

四、观点总结

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，盘面或可谨慎乐观，反弹高度或受氯碱综合成本压制，警惕政策预期证伪或者美国制造业 PMI、就业延续走弱引导市场再次转向悲观。中长期盘面谨慎偏弱，一是临近 01 合约交割，基本面定价权重将上升；二是地产暂难进入正循环机制，PVC 仍面临产能出清压力。考虑氯碱综合成本偏高、企业亏损扩大，盘面下行空间亦偏谨慎。

单边策略：短期谨慎乐观，中长期偏空对待。

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；（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>