

弱现实延续，预期主导价格

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号

报告要点

H2 是宏观边际转暖，弱现实暂延续的时间段。强预期与弱现实博弈，低估值且有炒作题材的 PVC 更容易受预期影响，Q3 盘面以逢低买入为主，警惕现实疲软、宏观预期调整导致的价格回落。值得注意的是，01 合约仓单压力比 05/09 都大，弱现实的影响将增强，盘面上行高度受限。若 Q4 中美关系紧张、美联储降息预期下修，01 预期支撑也将弱化，盘面下行压力增大。

摘要

2024H1 回顾——强预期弱现实，价格重心上移

Q1 PVC 盘面在 5750–6200 元/吨区间震荡，上行驱动为宏观乐观预期、PVC 出口改善；下行压力来自行业高供应、高库存。Q2 盘面先强后弱，强预期推动价格反弹，表现为 1) 国内社融降幅超预期，政策发力可能性增强；2) 超长期特别国债提振市场信心；3) 地产政策力度超预期；4) 节能降碳行动助推高能耗品种看涨情绪。然而，现实角度，PVC 基本面未出现明显改善，情绪降温后，盘面快速回落。

2024H2 展望——弱现实延续，预期主导价格

内需弹性不足，韧性偏强。地产量价持续走弱的背景下，国内政策思路由“防守”转向“进攻”，围绕去库存的政策周期已启动。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。在地产销售面积筑底期间，新开工、竣工大概率延续负增长，PVC 内需弹性不足，难以开启补库周期。基建方面，H2 财政有望加快发行，地下管网更新、城中村改造等项目建设速度或加快，PVC 内需边际支撑增强。

PVC 出口延续增长，关注节奏变化。政治博弈可能会牵制印度经济改革，H2 印度 PVC 需求大概率偏平淡。中国 PVC 粉出口放量的机会来自印度补库，财政政策、BIS 政策以及海运费等因素将影响印度补库节奏。若美联储开启降息周期，美国地产链商品补库力度增强，北美 PVC 粉出口压力将缓解，出口价或走出全球洼地。另外，出于对特朗普上台的担忧，美国批发商补库周期或前置，此举将提振 Q3 中国 PVC 地板出口。

产能低速扩张，低利润仍压制供应弹性，天气或对供应形成扰动。PVC 边际装置已亏损两年，大部分边际企业是肩负着地方就业、税收重任的国企，停产概率较小。



化工品研究团队

研究员：

胡佳鹏

从业资格号：F3039655

投资咨询号：Z0013196

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

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。

西北氯碱生产成本低，近两年装置为盈利状态，不会主动停车。由此可见，低利润仅压制 PVC 的供应弹性，并不足以迫使大量装置清出。今年夏季全国大部地区气温仍以偏高为主，电力扰动能否兑现仍值得关注。

氯碱综合成本走势或呈现 V 型，冬夏氯碱综合成本高，秋季氯碱综合成本低。电石产能过剩，下游需求疲软，电石利润承压为常态。从节奏来看，7-8 月电石易涨难跌，9-10 月电石或高位回落。夏季电石价格反弹驱动来自煤价、电价上涨以及电力扰动。随夏季结束，9-10 月煤价、电价回落，电石法 PVC 成本转入下行通道。警惕夏季高温、电力扰动不及预期，PVC 成本走强兑现的高度下移。烧碱供需双增，8-9 月现货价格偏强，10-12 月现货偏弱。需根据节奏判断，电石与烧碱涨跌幅对综合成本的影响。

策略分析：H2 是宏观边际转暖，弱现实暂延续的时间段，较为确定的是 1) 在不发生电力扰动以及 V 出口温和改善的背景下，PVC 总库存去化斜率较低；2) 海外逐步转入降息周期；3) 国内去库存政策托底地产。不确定的是国内政策力度及节奏、美联储降息节点、夏季电力缺口、印度补库节奏、Q4 美国大选对中国的打压。我们认为，对于 09 合约，8 月前盘面仍为强预期与弱现实博弈，低估值且有炒作题材的 PVC 更容易受预期影响，盘面以逢低买入为主，警惕现实疲软、宏观预期调整导致的价格回落。对于 01 合约，上述强预期与弱现实的干扰仍存在，值得注意的是 01 合约仓单压力比 05/09 都大，弱现实的影响将增强，盘面上行高度或受限。若 Q4 中美关系紧张、美联储降息预期下修，01 预期支撑将会弱化，盘面下行压力增大。

单边策略：Q3 逢低买入，Q4 逢高空。

套利策略：9-1 正套，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、 2024H1 回顾——强预期弱现实，价格重心上移 5

二、 2024H2 PVC 供需展望——过剩难逆转，弱现实延续..... 6

 （一）地产、基建——去库存政策托底，财政发行待加快 6

 （二）内需——地产仍处调整阶段，基建推升边际需求 8

 （三）净出口——印度阶段性补库，美国地产链商品需求改善 10

 （四）供应——产能缓慢增长，低利润压制供应弹性 12

三、 2024H2 上游成本分析——煤价季节性波动，烧碱先强后弱 14

 （一）兰炭——煤价季节性波动，兰炭价格跟随 15

 （二）电石——供需偏宽松，关注电力扰动 16

 （三）烧碱——供需双增，价格或先强后弱 17

四、 观点总结 18

免责声明..... 19

图表目录

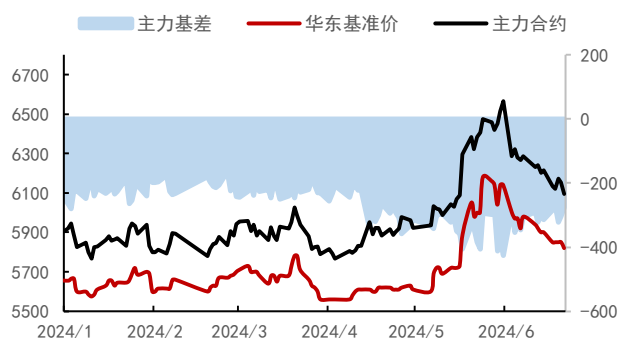
图表 1: PVC 价格与基差 单位: 元/吨.....	5
图表 2: PVC 总库存 单位: 万吨.....	5
图表 3: 山东外购电石氯碱综合利润 单位: 元/吨.....	6
图表 4: PVC 平均开工率 单位: %.....	6
图表 5: 地产新开工、施工与竣工 单位: %.....	7
图表 6: 30 大中城市: 商品房成交面积: 当周值 单位: 万平方米.....	7
图表 7: 房企资金来源 单位: %.....	8
图表 8: 新开工对竣工领先性 单位: %.....	8
图表 9: 新开工及投资增速 单位: %.....	8
图表 10: 广义基础设施建设投资 单位: %.....	8
图表 11: PVC 表需及表需同比 单位: %.....	9
图表 12: 新开工、竣工与 PVC 表需累计同比 单位: %.....	9
图表 13: 下游开工 单位: %.....	9
图表 14: 管材开工 单位: %.....	9
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.....	11
图表 18: 印度 PVC 进口量 单位: 万吨.....	11
图表 19: 印度政府支出-当月及同比 单位: %.....	11
图表 20: 美国新建住房与北美 PVC 表需 单位: 千万套/万吨.....	11
图表 21: PVC 出口量 (北美) 单位: 万吨.....	11
图表 22: PVC 地板出口量 单位: 万吨.....	11
图表 23: PVC 平均开工率 单位: %.....	13
图表 24: 周度检修量 单位: 万吨.....	13
图表 25: PVC 总库存 单位: 万吨.....	13
图表 26: PVC 社会库存 单位: 万吨.....	13
图表 27: 山东外购电石氯碱综合利润 单位: 元/吨.....	13
图表 28: 西北一体化氯碱综合利润 (自备电石) 单位: 元/吨.....	13
图表 29: 乙烯法利润 (东北亚乙烯) 单位: 元/吨.....	14
图表 30: PVC 新增投产 单位: 万吨.....	14
图表 31: 2024 年 PVC 供需平衡表 单位: 万吨.....	14
图表 32: 环渤海港口总库存 单位: 万吨.....	15
图表 33: 二十五省电厂库存合计 单位: 万吨.....	15
图表 34: 煤炭价格 单位: 元/吨.....	15
图表 35: 兰炭利润 单位: 元/吨.....	15
图表 36: 电石开工 单位: 万吨、%.....	16
图表 37: 电石利润 单位: 元/吨.....	16
图表 38: 氧化铝运行产能 单位: 万吨.....	17
图表 39: 边际企业生产利润 单位: 万吨.....	17
图表 40: 江浙印染开机 单位: %.....	17
图表 41: 烧碱周产量 (百川) 单位: 万吨.....	17

一、2024H1 回顾——强预期弱现实，价格重心上移

Q1 PVC 盘面在 5750-6200 元/吨区间震荡，上行驱动为宏观乐观预期、PVC 出口改善；下行压力来自行业高供应、高库存。1 月 PVC 处于 5800-6100 元/吨震荡区间，压力为美联储降息预期频频延后，推动为 PVC 出口放量以及国内降息传闻。2 月春节前后，盘面先涨后跌，整体波动较大，主要是节前国内需求预期乐观，但节后 PVC 累库幅度过高。3 月两会政策预期以及旺季需求预期偏强、台塑提高 PVC 出口报价、05 合约存交割库容不足风险等因素共同推动下，PVC 盘面反弹至 6200 元/吨。05 合约升水现货 250 元/吨，PVC 可交割货源增多，因此多头结束软逼仓，盘面快速走弱。

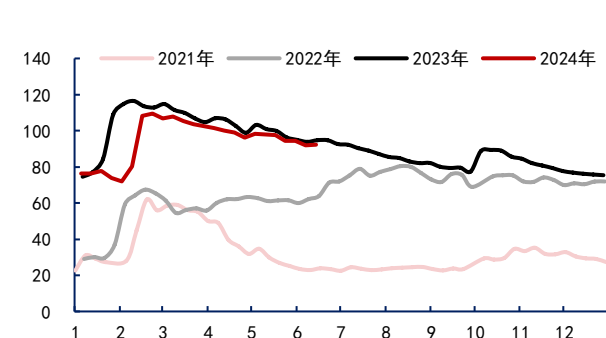
Q2 PVC 价格重心上移，表现为 4 月底部震荡，5 月盘面快速拉升后回落。4 月 PVC 旺季缓慢去库、出口仅脉冲式改善、综合成本持稳，基本面利多驱动不足，但盘面估值偏低，下行空间亦有限。5 月宏观预期改善，但 PVC 基本面未有跟进，09 合约先强后弱，预期层面依次表现为 1) 国内社融降幅超预期，政策发力可能性增强；2) 超长期特别国债提振市场信心；3) 地产政策力度超预期；4) 节能降碳行动助推高能耗品种看涨情绪。现实角度，PVC 基本面未出现明显改善，情绪降温后，盘面快速回落。

图表 1：PVC 价格与基差 单位：元/吨



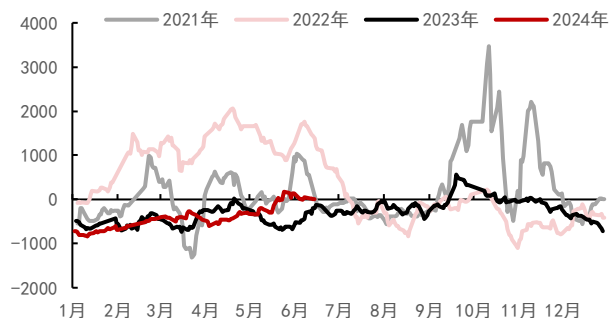
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 2：PVC 总库存 单位：万吨



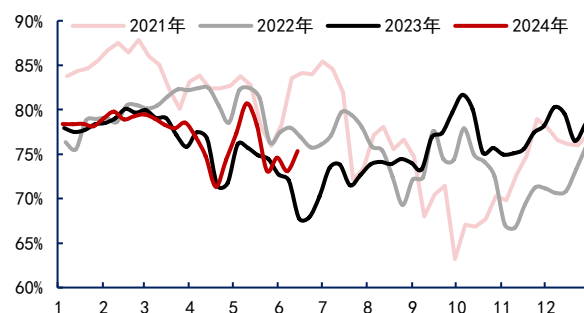
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

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、2024H2 PVC 供需展望——过剩难逆转，弱现实延续

国内视角，内需弹性不足，韧性偏强。地产量价持续走弱的背景下，国内政策思路由“防守”转向“进攻”，围绕去库存的政策周期已启动。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 H2 商品房销售面积同比降幅收窄。在销售面积筑底期间，新开工、竣工大概率延续负增长，PVC 内需弹性不足，难以开启补库周期。基建方面，H2 财政有望加快发行，地下管网更新、城中村改造等项目建设速度或加快，PVC 内需边际支撑增强。

出口视角，PVC 出口延续增长，关注节奏变化。政治博弈可能会牵制印度经济改革，H2 印度 PVC 需求大概率偏平淡。中国 PVC 粉出口放量的机会来自印度补库，财政政策、BIS 政策以及海运费等因素将影响印度补库节奏。若美联储开启降息周期，美国地产链商品补库力度增强，北美 PVC 粉出口压力将缓解，出口价或走出全球洼地。另外，出于对特朗普上台的担忧，美国批发商补库周期或前置，此举将提振 Q3 中国 PVC 地板出口。

供应视角，PVC 产能低速扩张，低利润仍压制供应弹性，天气或对供应形成扰动。PVC 边际装置已亏损两年，大部分边际企业是肩负着地方就业、税收重任的国企，停产概率较小。西北氯碱生产成本低，近两年装置为盈利状态，不会主动停车。由此可见，低利润仅压制 PVC 的供应弹性，并不足以迫使大量装置清出。今年夏季全国大部地区气温仍以偏高为主，电力扰动能否兑现仍值得关注。

（一）地产、基建——去库存政策托底，财政发行待加快

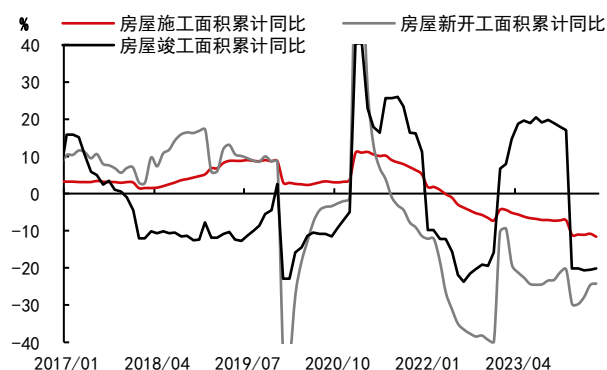
政策角度，地产量价持续走弱的背景下，政策思路由“防守”转向“进攻”，

围绕去库存的政策周期已启动。4 月 30 日政治局会议提出“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”，与去库存相关的以旧换新、房票安置等政策密集出台。5 月 17 日，中央多部委联合发布去库存的组合拳，重点城市高频落实信贷优化政策。6 月 7 日，国常会再次强调“继续研究储备新的去库存、稳市场政策措施”。参照 2014-2015 年经验，地产销售走出下行周期是政策修复居民信心，地产销售回暖，去化周期下行，最终传导至房价企稳的正反馈过程。在房价修复前，预计需求端政策仍将跟进，以提升居民购买力、推动房价企稳。

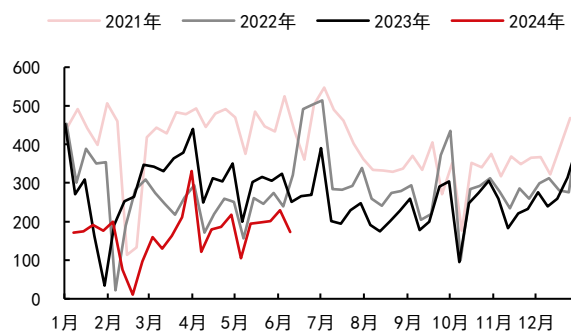
市场角度，本轮周期中，地产放松政策推动销售改善的过程可能较长，主要原因在于居民对房企信心偏弱以及未来收入预期偏差仍制约市场修复弹性。从市场表现来看，517 新政效果有限。除上海外，其他落实降首付、贷款利率下限政策的城市，商品房销售反弹不明显。央行的保障性住房再贷款、租赁住房贷款支持计划以收储存量住房（资金总体量 6000 亿元），存在的问题是，1）资金发放缓慢、收购商品房标准苛刻；2）收购存量房并未真正转化市场需求，仅缓解被收储开发商现金流压力、助力保交楼。地产企稳前，去库存政策仍可能加码，以提升居民加杠杆意愿，促使 H2 商品房销售面积同比降幅收窄（1-4 月商品房销售面积和销售额同比分别下降 20.2%和 28.3%）。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。

财政发行或加快，基建投资将持续加码。5 月国债、地方债净发行均大幅提升至近 7000 亿元，其中新增专项债发行近 4400 亿元，后续仍有 2.7 万亿元专项债额度待发行，超长期特别国债也将持续发行，支撑配套项目需求。旧基建方面，城中村是 2024 年市政建设的重点方向。2023 年 7 月 21 日，国常会审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》，城中村改造顶层设计方案落地。2024 年首批城中村改造专项借款至少已在 34 城落地，以国开行和农发行的城中村改造专项借款为抓手，各地银行累计授信额度已超 1 万亿元。截止 Q1 首批实际投放仅 360 亿，资金投放进度偏慢，城中村改造仍待加速。

图表 5：地产新开工、施工与竣工 单位：%

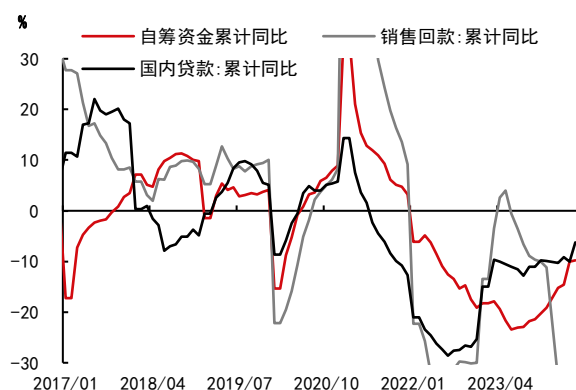


图表 6：30 大中城市：商品房成交面积：当周值 单位：万平方米



资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 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

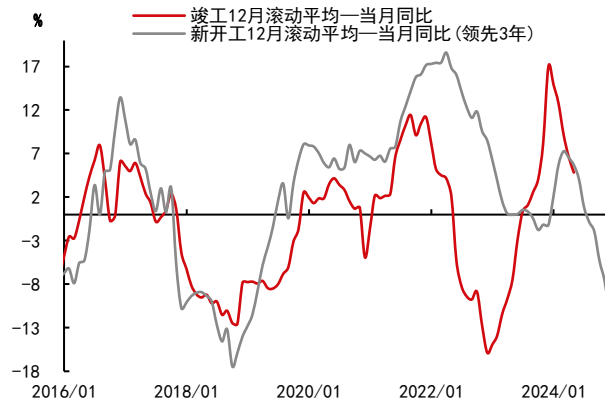
图表 9: 新开工及投资增速 单位: %



资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

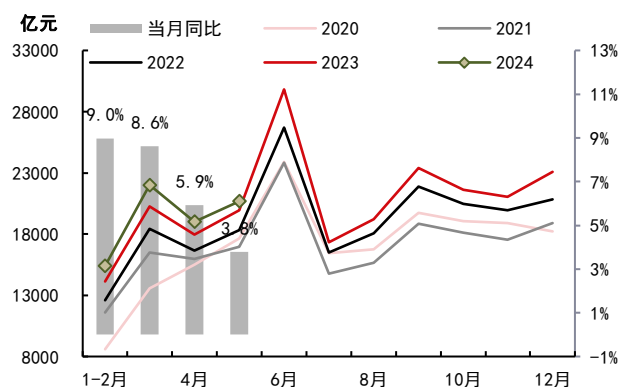
资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 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: 广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

(二) 内需——地产仍处调整阶段，基建推升边际需求

2024 年 1-4 月 PVC 表需累计同比 3.1%，拆分来看，2024 年春节相对于 2023 年延后，1 月表需同比高达 40%；然而，3、4 月表需同比均为-5%左右，PVC 内需旺季不旺，这也和下游开工同比偏低相对应，反映了年初国内地产基建项目建设进度缓慢。5 月 PVC 表需明显改善，环比正增长，一方面是基差大幅走弱，贸易商套保拿货增多；另一方面，发改委要求增发国债项目于 6 月底前全部开工建设，PVC 下游开工淡季表现尚可。

展望下半年，基建投资提速将增强 PVC 内需韧性，但地产疲软会拖累内需向上弹性，补库周期或难开启。

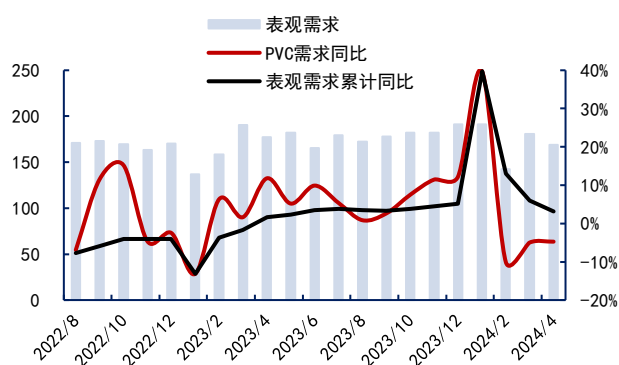
首先是基建方面，灌区建设、地下管网更新、城中村改造等基建项目建设速度或加快，PVC 需求边际支撑增强。2023 年老旧小区改造 5.3 万个，地下管网

改造约 10 万公里，2024 年住房和城乡建设部部长倪虹表示，“今年再改造 5 万个老旧小区，10 万公里以上地下管网”。从总量来看，2024 年地下管网、城中村改造规模与 2023 年相当。从节奏来看，2024 年 1-4 月地方债发行进度偏慢，仅完成新增额度的 16%，明显低于 2023 年的 28%。4 月政治局会议表示要及早发行超长期特别国债，加快专项债发行进度。5 月地方新增债券发行规模超 4300 亿元，超长期特别国债发行两批共计 800 亿元（剩余 9200 亿在 11 月前发行）。预计随财政政策加码，基建对 PVC 需求托底作用渐显现。

其次是地产方面，受益于去库存政策，地产下行速率放缓，新开工、竣工延续负增长但降幅收窄。H2 或难打破地产负反馈机制，PVC 内需改善潜力不足。

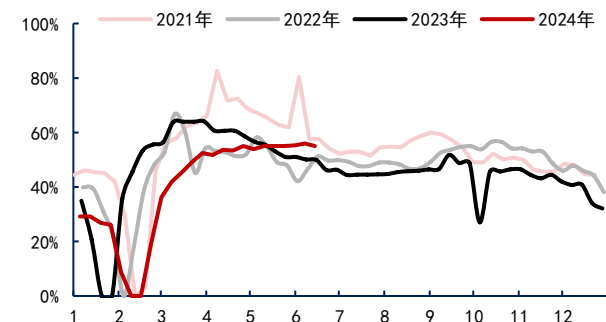
最后来看投机方面，下游仅低价刺激投机，高价追涨可能性较低，主动补库的开启或需等待地产进入上行周期。

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

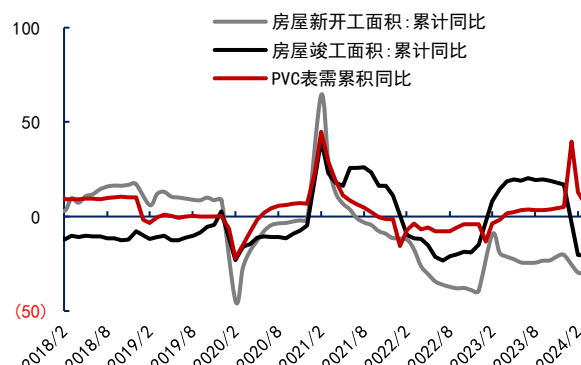
图表 13：下游开工 单位：%



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

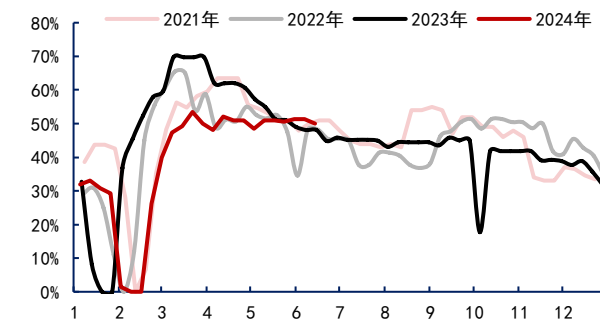
图表 15：上游预售 单位：万吨

图表 12：新开工、竣工与 PVC 表需累计同比 单位：%



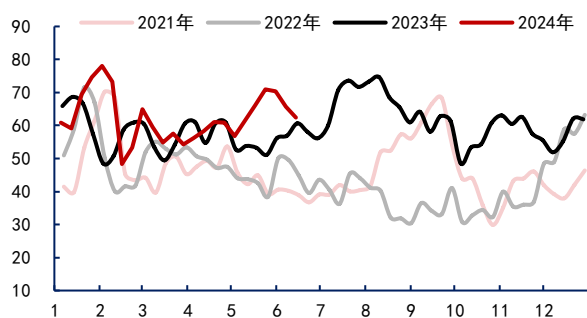
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 14：管材开工 单位：%

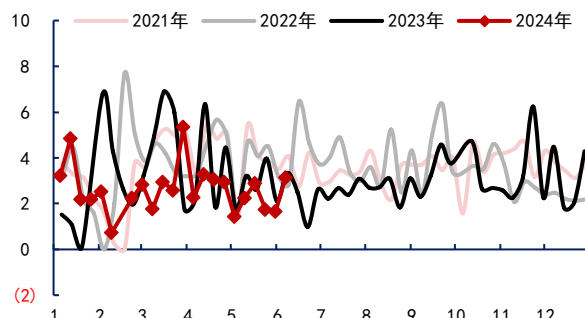


资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 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——印度阶段性补库，美国地产链商品需求改善

2024Q1 印度进口 PVC 累计 71 万吨，同比下滑 26.4%。印度需求疲软，可能有两方面原因，一是 2024 财年印度财政预算增速放缓至 11%，不及 2023 财年 33% 的增幅；二是 2024H1 印度财政聚焦于大选，基建、地产方面投资或延后。5 月以来，印度询单积极性提升，但对高价接受能力下降，表现出逢低采购、追涨谨慎的特点。

展望未来，中国 PVC 出口难以维持 10% 以上高增速，H2 出口增速或为 5%-10%，主要是政治博弈可能会牵制印度经济改革，H2 印度 PVC 需求大概率偏平淡。不过，印度可能会阶段性补库，中国获得出口放量机会，财政政策、BIS 政策以及海运费等因素将影响印度补库节奏。

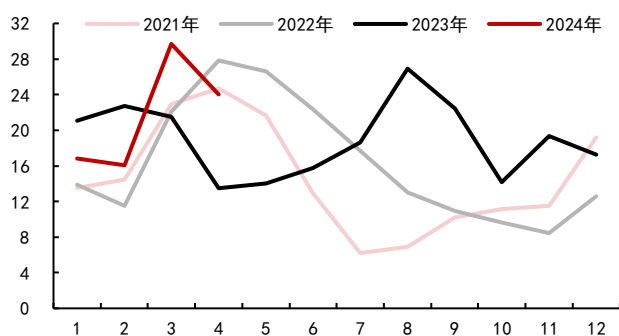
宏观层面，6 月印度大选落幕，莫迪成功连任，政策的连续性及政商关系稳定性得到保证。莫迪执政思路仍是基于“莫迪经济学”，包括“印度制造”、百万亿卢比基建计划、生产关联激励、自给自足计划和三位一体扶贫计划等，顺利推行以上政策需要大量财政支出和高度政府配合。然而，本次印人党未获半数以上席位，意味着莫迪执政将受制于其政治盟友，经济、社会改革或面临阻碍。大选后莫迪将依次完成组阁、提出“3.0 经济计划”等任务，财政发行节奏或后置，另外今年印度计划缩减赤字，宽财政的概率较小，因而 H2 PVC 需求环比 H1 改善幅度或有限。

微观层面，我们观察到 6 月印度信实接连两次提高 PVC 售价，最新报价 90000-91000 卢比/吨，环比 5 月报价上涨 9.7%，既反映了海运费走强以及印度贸易商对高价 PVC 的接受度提升，也侧面说明了印度 PVC 库存可能处于偏低水平。我们把 BIS 生效作为印度补库节点，全球获得 BIS 认证企业仅 4 家，难以满足印度进口需求，印度有必要在 9 月 1 号 BIS 认证生效前补库，根据船期推算，印度贸易商最晚要在 7 月中旬前下单。若 BIS 生效时间推迟，印度补库或后置以避免高额运费。2-6 月中国-印度海运费从 40 美元/吨暴涨至 160 美元/吨，涨幅高达 300%，高昂的运输成本也对印度补库形成压制。8 月后集运将由旺转淡，运

费下降有利于印度在 11 月内需旺季来临前备货，因此 9-10 月也是潜在的补库时段。

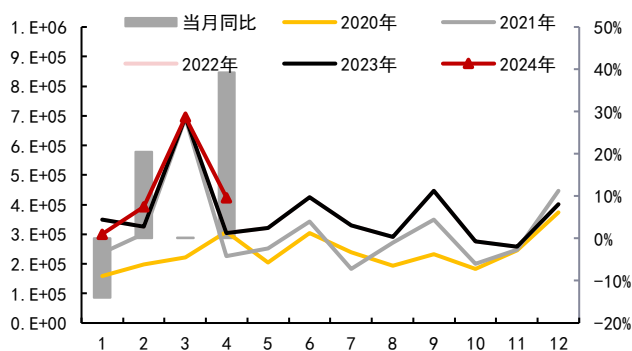
美国地产触底回升提振 PVC 内需，中国 PVC 地板出口延续改善。美联储加息周期终结与美国经济软着陆预期，意味着美国地产周期将迈入触底回升阶段。不过，美联储的货币政策与底部重启的美国地产在周期上出现了阶段性的对抗，构成了“美联储偏鹰→降息预期下修→地产需求走弱→住房通胀下行→美联储偏鸽→降息预期上修→地产需求走强→住房通胀上行→美联储偏鹰”的循环机制，本轮地产修复之路或更加曲折。若美联储开启降息周期，成屋供给将提升，居民购房需求有望释放，由此推动地产链商品补库，美国 PVC 内需改善潜力增强。从商品表现来看，北美 PVC 粉出口压力将缓解，出口价或走出全球洼地；出于对特朗普上台的担忧，美国批发商补库周期或前置，此举将提振 Q3 中国 PVC 地板出口。

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

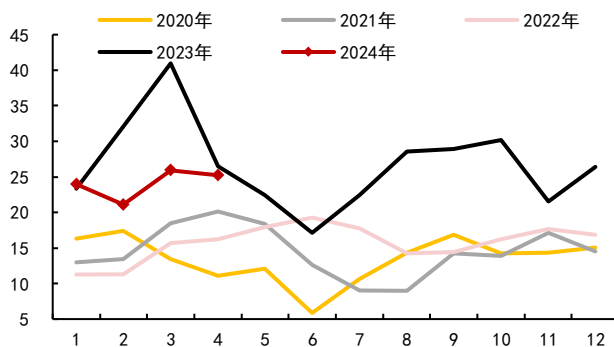
图表 19: 印度政府支出-当月及同比 单位: %



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



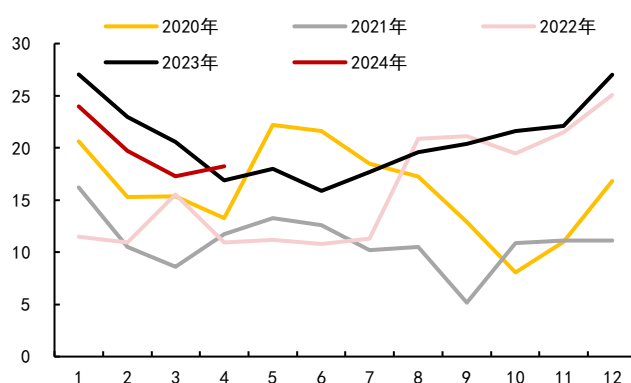
资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 20: 美国新建住房与北美 PVC 表需 单位: 千万套/万吨

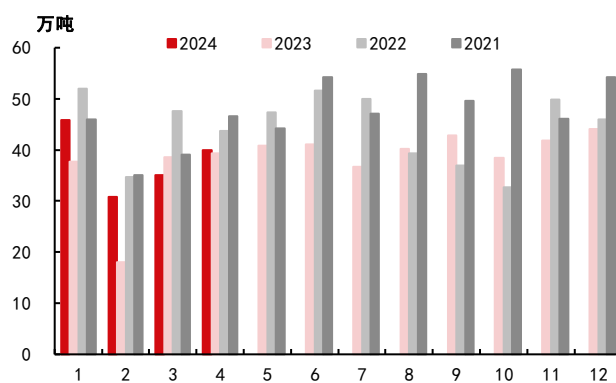


资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

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

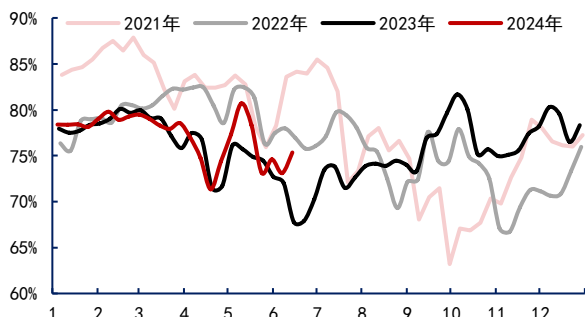
(四) 供应——产能缓慢增长，低利润压制供应弹性

2024H1 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。金泰二期 30 万吨 PVC 装置计划 7 月投产，其余规划投产装置如甘肃耀望、天津大沽等仍在建设，年内投产概率较低，产能或集中于 2024 年底-2025 年初释放。

低利润压制供应弹性，产能出清路漫漫。2022 年地产进入下行周期，氯碱行业利润急剧压缩，2022H2-2024H1 边际装置亏损成为常态。Q2 中泰、亿利被 st，现金流断裂导致亿利化学停产，市场开始担忧低利润下氯碱装置能否正常运行。首先，两家企业是财务管理出现问题，而本身生产端利润良好。其次分析行业盈利情况，按照工艺，电石法盈利能力不如乙烯法，再按照地域划分电石法装置，成本由高到低为山东>河南>山西/安徽>西北。大部分山东、河南边际企业是肩负着地方就业、税收重任的国企，通常生产降负以减少成本销售亏损，完全停产概率较小。得益于煤炭资源丰富，西北氯碱生产成本低，近两年装置为盈利状态，不会主动停车。由此可见，低利润仅压制 PVC 的供应弹性，并不足以迫使大量装置清出。考虑地产仍处周期底部，PVC 供应弹性大于需求弹性，行业利润仍难趋势性修复。

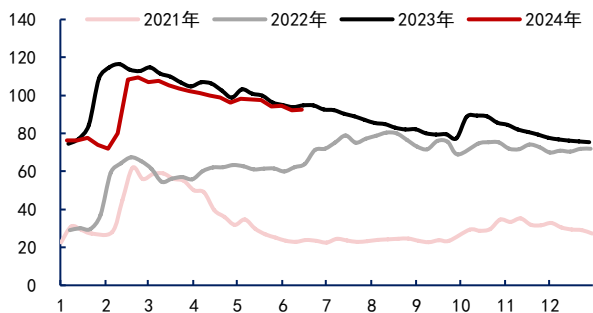
计划检修偏少，关注气温对开工扰动。Q3 检修量明显少于去年同期，仅 7 月检修环比增加，8-9 月检修暂为环比下滑。夏季是否会出现高位限电，氯碱供应能否被动减少仍具有不确定性。2023-2024 年助推全球气温升高和极端天气事件的厄尔尼诺现象已显示出结束迹象，我国可能在今夏后期出现拉尼娜现象。不过，厄尔尼诺影响有滞后性，夏季全国大部地区气温仍以偏高为主，电力扰动能否兑现仍值得关注。若 Q4 我国进入拉尼娜现象，冷冬出现概率大，氯碱装置开工率有可能偏高。

图表 23: PVC 平均开工率 单位: %



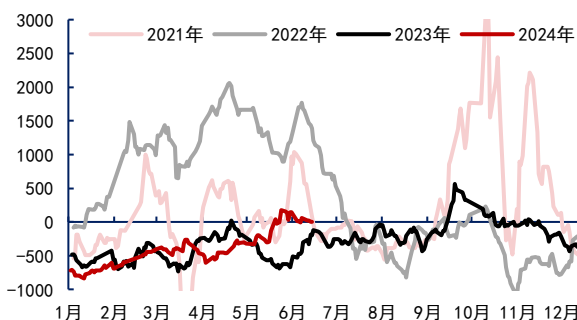
资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 25: PVC 总库存 单位: 万吨



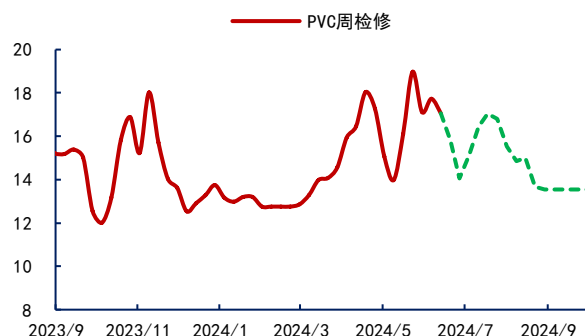
资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 27: 山东外购电石氯碱综合利润 单位: 元/吨



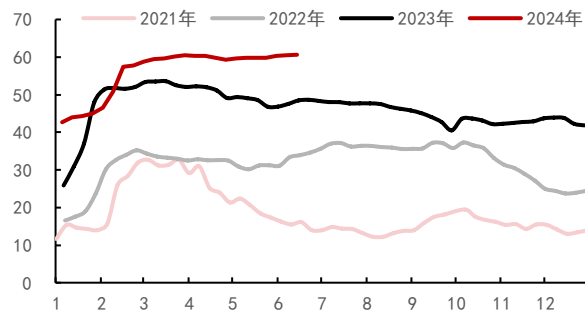
资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 24: 周度检修量 单位: 万吨



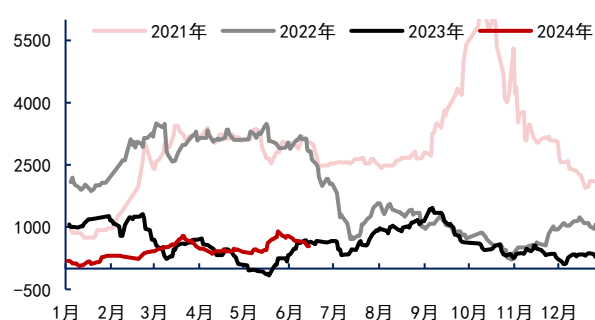
资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 26: PVC 社会库存 单位: 万吨



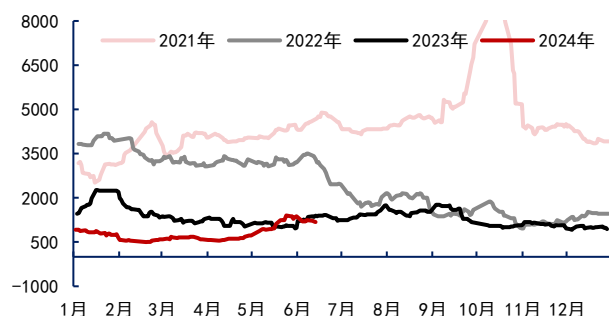
资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 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

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月试产30万
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

图表 31: 2024 年 PVC 供需平衡表 单位: 万吨

表1: 国内PVC 2024年月度供需平衡表预估 (假设印度7月前补库)

	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	189	194	196	199	202	199	202
进口	2.3	1.3	2.7	2.2	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
出口	16.8	16.1	29.7	24.0	20.0	22.0	26.0	20.0	15.0	16.0	18.0	16.0
净进口	(15)	(15)	(27)	(22)	(18)	(20)	(24)	(18)	(13)	(14)	(16)	(14)
全部供应	188	177	176	164	183	170	170	178	186	188	183	188
表观需求	191	142	181	169	186	169	179	176	187	190	184	192
库存变化	-3.1	34.8	-5.2	-4.6	-3.1	0.6	-9.0	1.9	-0.2	-1.3	-0.2	-3.6

表1: 国内PVC 2024年月度供需平衡表预估 (假设BIS推迟, 印度旺季前补库)

	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	189	194	196	199	202	199	202
进口	2.3	1.3	2.7	2.2	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
出口	16.8	16.1	29.7	24.0	20.0	21.0	19.0	15.0	20.0	25.0	18.0	15.0
净进口	(15)	(15)	(27)	(22)	(18)	(19)	(17)	(13)	(18)	(23)	(16)	(13)
全部供应	188	177	176	164	183	171	177	183	181	179	183	189
表观需求	191	142	181	169	186	169	179	176	187	190	184	192
库存变化	-3.1	34.8	-5.2	-4.6	-3.1	1.6	-2.0	6.9	-5.2	-10.3	-0.2	-2.6

资料来源: 中信期货研究所

三、2024H2 上游成本分析——煤价季节性波动, 烧碱先强后弱

H2 动力煤供需基本平衡, 价格以季节性波动为主。电石产能过剩, 下游需求疲软, 电石利润承压为常态。从节奏来看, 7-8 月电石易涨难跌, 9-10 月电石或高位回落。夏季电石价格反弹驱动来自煤价、电价上涨以及电力扰动。随夏季结束, 9-10 月煤价、电价回落, 电石法 PVC 成本转入下行通道。警惕夏季高温、电力扰动不及预期, PVC 成本走强兑现的高度下移。

烧碱供需双增, H2 价格或先强后弱。Q3 烧碱检修计划偏少, 价格反弹驱动来自下游刚需季节性改善, 旺季备货。若国产矿复产进度加快, 烧碱现货

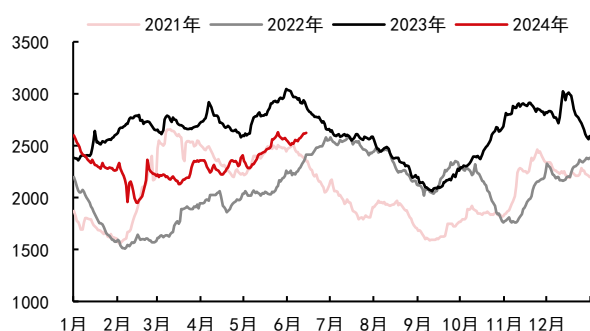
价格反弹空间将打开。Q4 需求由旺转淡，而烧碱产量大概处于高位，价格下行压力增大。

(一) 兰炭——煤价季节性波动，兰炭价格跟随

2024H1 港口煤在 820-960 元/吨区间窄幅波动，节奏为煤价重心先下后上。1-2 月动力煤需求支撑不足，港口库存回升，市场交投氛围冷清，港口贸易商报价持续下跌，坑口及进口跟随式降价。3 月煤炭市场悲观情绪仍在释放，低价未能刺激下游需求，煤价延续跌势。4 月在沿海港口电厂库存缓步回落、北港流动货源有限、进口倒挂的背景下，煤价渐企稳。5 月电厂日耗底部回升、部分非电需求阶段性好转，环保和安监扰动坑口生产等因素共同作用，推动煤炭市场情绪升温。

H2 动力煤供需基本平衡，煤价受边际供需、贸易商持货预期扰动，价格弹性收窄，波动或以季节性为主。6 月港口煤价僵持，供需未有明显改变，表现为 1) 安全生产月，强安监压制下煤矿复产增量偏少；2) 北方极端高温缓解，南方降雨仍偏多，叠加下游库存高企，煤炭需求弹性暂难释放，上涨行情仍需等待 7-8 月旺季需求进一步释放。若夏季未持续出现极端高温，港口 5500K 价格顶部压力或在 1000 元/吨。9-10 月动力煤需求进入淡季，11-12 月需求再次转为旺季，煤价或季节性波动，反弹高度受进口煤量、清洁能源发电、贸易商投机性等多因素影响。兰炭产能过剩，利润修复空间受限，兰炭价格以跟随煤价波动为主。

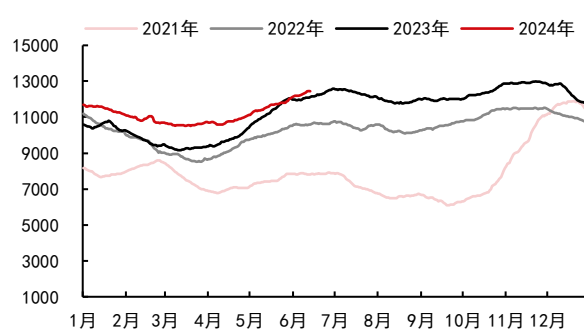
图表 32：环渤海港口总库存 单位：万吨



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

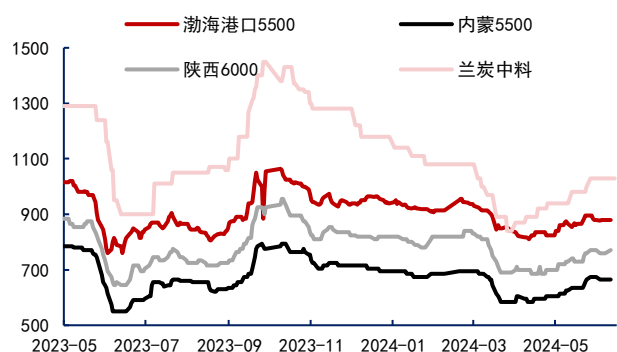
图表 34：煤炭价格 单位：元/吨

图表 33：二十五省电厂库存合计 单位：万吨

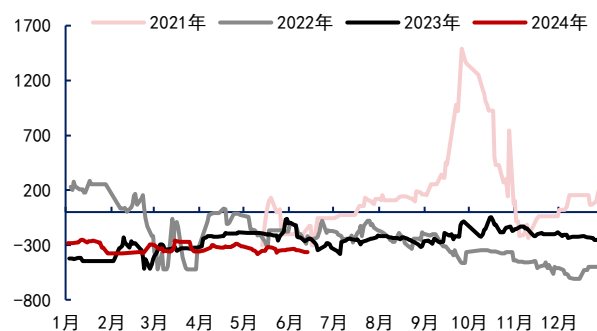


资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

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——供需偏宽松，关注电力扰动

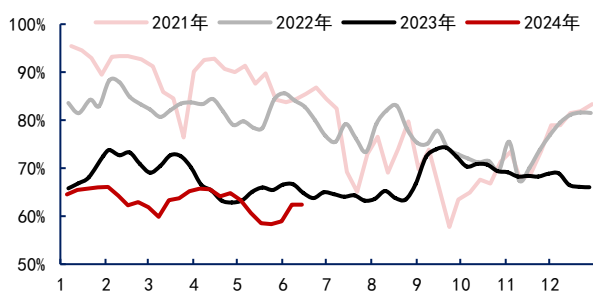
2024 年 1-2 月电石利润处于低位区间，部分企业主动降低开工，加之内蒙部分区域限电，电石供应压力缓解。3 月电石利润修复，电石开工积极性随之提升，而 4 月电石法 PVC 检修增多，电石需求疲软，电石利润再次受挤压。5-6 月电石上下游均有检修，利润变化不明显。

H2 供需仍过剩，利润承压。电石新增装置较少，内蒙三联计划投产 32.4 万吨电石，金泰电石炉跟随 PVC 投产。存量方面，电石产能过剩，下游需求疲软，电石利润承压为常态。我们观察到，2023 年以来电石利润波动空间收窄至[-500, 0]元/吨，若非限电、大型装置投产等冲击，电石利润将难出现大幅波动，盈利也难以突破上限 0 元/吨，下限-500 元/吨。

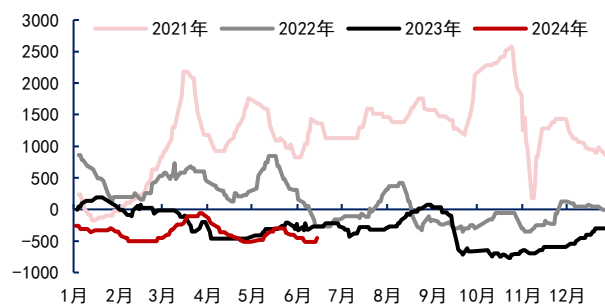
从节奏来看，7-8 月电石易涨难跌，9-10 月电石或高位回落。夏季电石价格反弹驱动，一是煤价旺季偏强运行；二是电改增大了夏季电价向上弹性；三是今年夏季可能和去年一样炎热，电力供应或紧缺，电石面临限电风险。由于各地电价千差万别，电价弹性也难以估量，我们仅计算煤炭端原料涨价推动的 7-8 月 PVC 成本上移幅度。以港口煤价 1000 元/吨，兰炭、电石、电石法 PVC 利润修复至盈亏平衡计算，电石法 PVC 成本将由静态 5850 元/吨，动态上移至 6700 元/吨。随夏季结束，9-10 月煤价、电价回落，电石法 PVC 成本转入下行通道。警惕夏季高温、电力扰动不及预期，PVC 成本走强兑现的高度下移。

图表 36: 电石开工 单位: 万吨、%

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

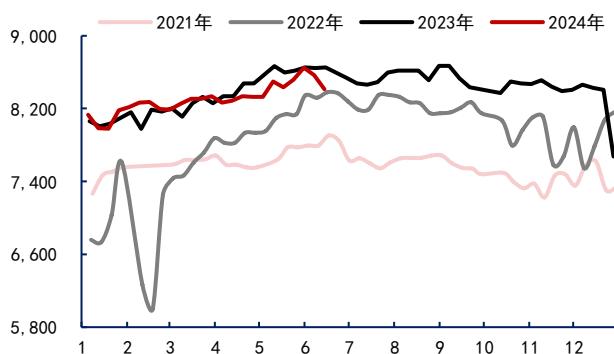


资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

（三）烧碱——供需双增，价格或先强后弱

烧碱供需双增，H2 价格或先强后弱。从供应来看，烧碱产能温和扩张，新增投产压力相对不大，产量波动主要受检修影响。H1 烧碱产能增速 2.01%，产量集中在 6 月前后释放。H2 烧碱规划投产 276 万吨，其中 Q3 投产约为 56 万吨，剩余装置全部在 2024 年底，有很大可能会延后至 2025 年。存量装置方面，7 月检修环比增加，8-9 月环比下降，关注电力扰动能否兑现。需求来看，Q3 需求由淡转旺（下游旺季提前备货，氧化铝运行产能仍有提升空间，非铝开工也会走强），若配合国产矿复产进度加快，烧碱需求弹性将释放，现货价格反弹驱动增强。Q4 需求由旺转淡，而烧碱产量大概处于高位，价格下行压力增大。[详见烧碱 2024 年半年度策略报告]

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

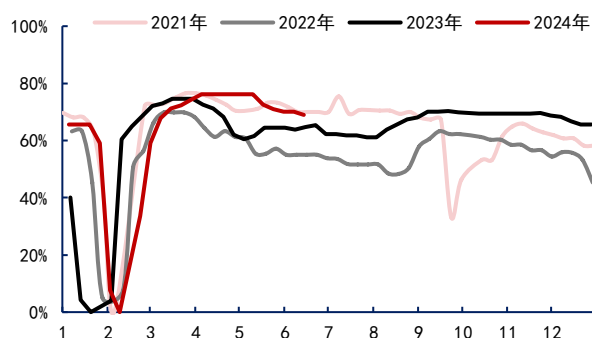
图表 39：边际企业生产利润 单位：万吨



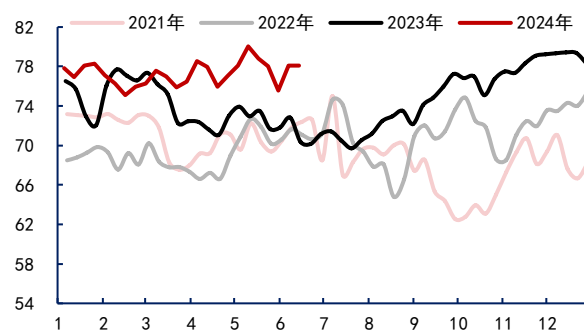
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 40：江浙印染开机 单位：%

图表 41：烧碱周产量（百川） 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 百川 隆众 中信期货研究所

四、观点总结

H2 是宏观边际转暖，弱现实暂延续的时间段，较为确定的是 1) 在不发生电力扰动以及 V 出口温和改善的背景下，PVC 总库存去化斜率较低；2) 海外逐步转入降息周期；3) 国内去库存政策托底地产。不确定的是国内政策力度及节奏、美联储降息节点、夏季电力缺口、印度补库节奏、Q4 美国大选对中国的打压。我们认为，对于 09 合约，8 月前盘面仍为强预期与弱现实博弈，低估值且有炒作题材的 PVC 更容易受预期影响，盘面以逢低买入为主，警惕现实未有跟进、宏观预期调整导致的价格回落。对于 01 合约，上述强预期与弱现实的干扰仍存在，值得注意的是 01 合约仓单压力比 05/09 都大，弱现实的影响将增强，盘面上行高度受限。若 Q4 中美关系紧张、美联储降息预期下修，01 预期支撑也将弱化。

单边策略：Q3 逢低买入，Q4 逢高空。

套利策略：9-1 正套，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>