

烧碱逢低做多套保。2025 年烧碱上游新投产产能名义增速或达 3%左右，实际新增产能或将不足 3%。下游氧化铝新投产产能预计达到 10%左右，而氧化铝占烧碱下游需求达三分之一，因此，2025 年烧碱下游新投产产能或将大于上游新投产产能增速，预计 2025 年烧碱下游需求支撑较强，或将带来烧碱库存的去化。

# 烧碱下游扩产，PVC 上游产能压力回升

## 化工板块研究 Chemical Research



### 本期分析研究员

**梁宗泰**从业资格号：F3056198  
投资咨询号：Z0015616**陈莉**从业资格号：F0233775  
投资咨询号：Z0000421

### 联系人

**吴硕琼**从业资格号：  
F03119179**杨露露**从业资格号：  
F03128371

# 烧碱下游扩产

## PVC 上游产能压力回升

研究院 化工组

研究员

梁宗泰

电话: 020-83901031  
邮箱: liangzongtai@htfc.com  
从业资格号: F3056198  
投资咨询号: Z0015616

陈莉

电话: 020-83901030  
邮箱: cl@htfc.com  
从业资格号: F0233775  
投资咨询号: Z0000421

联系人

吴硕琮

电话: 020-83901158  
邮箱: wushucong@htfc.com  
从业资格号: F03119179

杨露露

电话: 020-83901158  
邮箱: yanglulu@htfc.com  
从业资格号: F03128371

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

### 策略摘要

烧碱: 逢低做多套保。2025 年烧碱上游新投产能名义增速或达 4%左右, 实际新增产能或将不足 3%。下游氧化铝新投产能预计达到 10%左右, 而氧化铝占烧碱下游需求达三分之一, 因此, 2025 年烧碱下游新投产能或将大于上游新投产能增速, 预计 2025 年烧碱下游需求支撑较强, 或将带来烧碱库存的去化。

PVC: 中性。据隆众的统计数据, 2024 年 PVC 上游新投产能增速 3%左右, 2025 年预计上游新投产能 180 万吨左右, 全部如期投产的话, 新投产能增速或达 6.3%, 因此 2025 年 PVC 上游供应仍有压力, 而下游需求受房地产恢复缓慢影响, 预计 2025 年下游需求仍难以回升, 因此, 2025 年 PVC 社会库存仍面临小幅累积风险。

价差: 基于氯碱两个品种 2025 年呈现不同的供需格局, 我们建议重点关注多烧碱空 PVC 的套利策略。

### 核心观点

#### ■ 市场分析

2025 年预计 PVC 上游新投产能 180 万吨, 产能增速将达到 6.3%左右, 而 2024 年新投产能增速为 3%左右。2024 年烧碱新投产能 96 万吨, 产能增速为 2%左右。2025 年预计新投产能 200 万吨, 产能增速将达到 4%左右。

国内房地产仍处于下行周期, 9 月国内房屋施工面积累计同比-12%, 尚未改善迹象。今年 9.24 国内推出多项房地产支持政策, 房地产销售面积累计同比出现环比改善, 但同比仍是负的, 且从销售传导到施工还需要一年到一年半的时间, 因此, 即使在国内房地产支持政策频繁出台下, 预计仍不能出现明年 PVC 的实际需求回升, 预计 2025 年 PVC 需求维持偏弱局面。

对于烧碱 2025 年需求的判断, 主要在氧化铝领域, 目前国内计划新投氧化铝产能较多, 预计同比回升到 10%左右, 则对于烧碱有 3%左右的贡献, 下游氧化铝投产增幅大, 将利好 2025 年的烧碱需求。

#### ■ 策略

烧碱：逢低做多套保。2025 年烧碱上游新投产产能名义增速或达 4%左右，实际新增产能或将不足 3%。下游氧化铝新投产产能预计达到 10%左右，而氧化铝占烧碱下游需求达三分之一，因此，2025 年烧碱下游新投产产能或将大于上游新投产产能增速，预计 2025 年烧碱下游需求支撑较强，或将带来烧碱库存的去化。

PVC：中性。据隆众的统计数据，2024 年 PVC 上游新投产产能增速 3%左右，2025 年预计上游新投产产能 180 万吨左右，全部如期投产的话，新投产产能增速或达 6.3%左右，因此 2025 年 PVC 上游供应仍有压力，而下游需求受房地产恢复较长的影响，预计 2025 年下游需求仍难以回升，因此，2025 年 PVC 社会库存仍面临小幅累积风险。

价差：基于氯碱两个品种 2025 年呈现不同的供需格局，我们建议重点关于多烧碱空 PVC 的套利策略。

## ■ 风险

烧碱下游氧化铝新投产产能的兑现程度，以及氯碱上游新投产产能的兑现程度；海外需求变化则将影响出口端变化。

## 目录

策略摘要.....	2
核心观点.....	2
年度走势回顾 .....	7
氯碱新增产能情况 .....	8
PVC 新投产能回升，烧碱新投产压力有限 .....	8
氯碱供应及生产利润.....	9
PVC 国内供应与生产利润分析 .....	9
烧碱国内供应与生产利润分析 .....	11
PVC 及烧碱基差走势及后市判断 .....	13
氯碱进出口分析 .....	14
PVC 进出口分析 .....	14
烧碱进出口分析 .....	16
氯碱需求现状及展望 .....	17
氯碱库存现状及展望 .....	21

## 图表

表 1:2025 年中国 PVC 装置投产表   单位：万吨 .....	8
表 2:2025 年中国烧碱装置投产表   单位：万吨.....	8
图 1:PVC 产能及增速 单位：万吨 % .....	9
图 2: 烧碱产能及增速 单位：万吨 % .....	9
图 3: PVC 产量 单位：万吨 .....	10
图 4: PVC 开工率 单位：% .....	10
图 5: PVC 电石法开工率 单位：%.....	10
图 6: PVC 开工率 单位：% .....	10
图 7: PVC 检修损失量   单位：万吨 .....	10
图 8: 山东氯碱综合利润（1 吨 PVC+1 吨烧碱）   单位：元/吨 .....	10
图 9: 西北自有电石 PVC 成本   单位：元/吨 .....	11
图 10: 山东外购电石 PVC 利润   单位：元/吨 .....	11

图 11: 烧碱产量   单位: 万吨	12
图 12: 烧碱开工率   单位: %	12
图 13: 山东烧碱开工率   单位: %	12
图 14: 江苏烧碱开工率   单位: %	12
图 15: 内蒙烧碱开工率   单位: %	12
图 16: 浙江烧碱开工率   单位: %	12
图 17: 山东烧碱生产利润   单位: 元/吨	13
图 18: 山东氯碱综合利润 (1 吨烧碱+0.8 吨液氯)   单位: 元/吨	13
图 19: PVC 华东基差   单位: 元/吨	14
图 20: PVC 华南基差   单位: 元/吨	14
图 21: SH 基差(32%)   单位: 元/吨	14
图 22: SH 基差(50%)   单位: 元/吨	14
图 23: PVC 进口利润   单位: 元/吨	15
图 24: PVC 出口利润   单位: 美元/吨	15
图 25: PVC 进口量   单位: 万吨	15
图 26: PVC 出口量   单位: 万吨	15
图 27: PVC 粉出口至印度   单位: 万吨	16
图 28: PVC 粉出口至越南   单位: 万吨	16
图 29: 烧碱出口量   单位: 万吨	16
图 30: 烧碱华东出口利润   单位: 元/吨	16
图 31: 液碱出口量   单位: 万吨	17
图 32: 液碱进口量   单位: 万吨	17
图 33: 固碱出口量   单位: 万吨	17
图 34: 固碱进口量   单位: 万吨	17
图 35: 中国房地产数据   单位: %	18
图 36: 中国纺织服装消费及出口累计同比   单位: %	19
图 37: 中国汽车产量   单位: 万辆	19
图 38: PVC 华北下游开工率   单位: %	19
图 39: PVC 华南下游开工率   单位: %	19
图 40: PVC 华东下游开工率   单位: %	19
图 41: PVC 铺地制品出口   单位: 万吨	19
图 42: PVC 企业预售库存   单位: 万吨	20

图 43: PVC 出口企业签单量   单位: 吨 .....	20
图 44: 氧化铝建成产能   单位: 万吨 .....	20
图 45: 氧化铝周度开工率   单位: % .....	20
图 46: 氧化铝港口库存   单位: 万吨 .....	20
图 47: 阔叶浆开工率   单位: % .....	20
图 48: 粘胶短纤周度开工率   单位: % .....	21
图 49: 印染行业周度开工率   单位: % .....	21
图 50: PVC 社会库存 (卓创)   单位: 万吨 .....	22
图 51: PVC 社会库存 (V 风)   单位: 万吨 .....	22
图 52: PVC 上游库存   单位: 万吨 .....	22
图 53: PVC 华北及华南下游库存   单位: 万吨 .....	22
图 54: PVC 上游企业在库库存   单位: 万吨 .....	22
图 55: 烧碱上游库存   单位: 万吨 .....	22



## 年度走势回顾

受绝对库存高位的抑制，PVC2024 年期货价格总体表现偏弱，仅 5 月下旬走了一波仓单博弈的上涨行情，全年价格处于 5200-6600 元/吨区间运行。PVC 走势总体分为三段，第一段是年初到 5 月上旬，价格区间运行。因上游生产利润并没有压到亏损线，导致 PVC 上游供应一直不减，季节性检修也没有超预期表现，下游房地产需求持续疲弱导致 PVC 社会库存持续增加，现货价格一直受压制，且今年持续负基差的格局，反映现实需求的弱势。而到了 5 月中旬，在国内房地产支持政策持续推出下，市场情绪转暖，叠加低估值状态，PVC 期货价格迎来另一波快速上涨行情。该行情主要归结为市场情绪转暖背景下仓单博弈逻辑。因当时国内 PVC 社会库存仍在持续累积，但库存压力主要在中间端，而期间因现货贴水格局，导致期货套利仓单持续增加，导致交易所各个交割库处于库容饱和的状态。新仓单难以注册下，交割博弈逻辑驱使下，期货价格快速上行。因现实需求没有改善，出口改善有限以及上游供应并没有出现额外减产，PVC 现实基本面仍宽松，随着市场氛围转淡，6 月开始，期货价格重新回归基本面，在下游需求迟迟未恢复以及出口利好有限下，上游供应没有明显减少，社会库存去化艰难，价格继续向下寻求新的平衡。即使在 9.24 国内推出一系列房地产支撑政策，但 PVC 反弹幅度有限，价格延续弱势震荡。

2024 年烧碱全年价格重心下移，总体呈现震荡下行走势。具体而言，年初至 3 月下旬的震荡下跌，其中现货价格表现较为坚挺，而期货价格因升水现货的格局维持了较长时间，在 3 月下旬迎来了基差回归行情，导致期货价格明显回落，烧碱基差已经从之前的负基差格局转为正基差格局。3 月出口环比改善以及需求季节性回升对现货价格有所支撑，但上游开工率持续回升使得上游工厂库存同比高位，使得现货价格也开始迎来高位回落走势。直到 4 月上旬，迎来一轮上涨行情，烧碱期货价格重心上涨，主要因上游检修装置较多，导致供应小幅下降，同时，国内出口小幅改善叠加下游需求预期好转共同推动烧碱期货价格上行。期间上游原盐受环保检修影响，短期产出受限带来内蒙原盐价格上涨，烧碱成本支撑叠加上游检修增加，价格呈现偏强运行。6 月开始，烧碱期货在市场氛围拖累下重新回落。下游氧化铝因后期铝土矿减少的担忧，拖累烧碱需求，价格持续下行到 9 月中旬。9 月底开启了新一波上涨行情，主要是在下游氧化铝价格持续创新高带动下，导致下游氧化铝企业对烧碱的采购持续提升，叠加上游仍有部分装置检修的支撑，烧碱

价格开始了新一轮的上涨走势。

## 氯碱新增产能情况

### PVC 新投产能回升，烧碱新投产压力有限

截止目前，2024 年 PVC 新投产能 90 万吨，分别是今年 4 月镇洋发展新投了一套 30 万吨的产能，5 月及 7 月金泰各投新投一套 30 万吨的产能。其中预计今年投产的新浦化学 50 万吨装置推迟到 2025 年。因此，2024 年新投产能压力偏小，但因下游需求示弱，国内社会库存去化缓慢。2025 年预计 PVC 上游新投产能 180 万吨，产能增速将达到 6.3% 左右，而 2024 年新投产能增速为 3% 左右。具体新投产能计划见下表 1。

表 1:2025 年中国 PVC 装置投产表 | 单位：万吨

现投产时间	装置	产能（万吨/年）
2024 年 12 月（后延）	青岛海湾化学	50
2025 年 5 月	新浦化学	40
2025 年 5 月	天津渤化化工	40
2025 年 8 月	万华化学	30
2025 年 12 月	浙江嘉佳兴成材料	20

资料来源：隆众资讯 华泰期货研究院

截止目前，2024 年烧碱新投产能 96 万吨，产能增速为 2% 左右。2025 年预计新投产能 200 万吨，产能增速将达到 4% 左右。具体新投产能计划见下表 2。

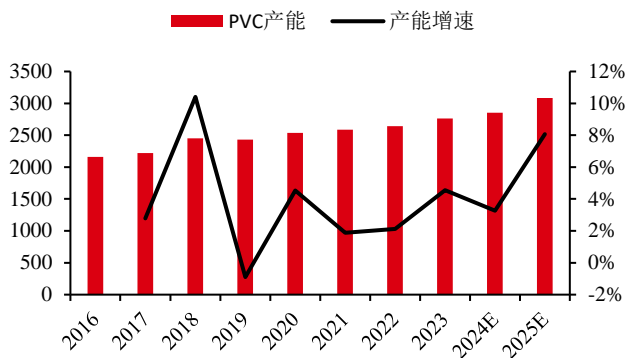
表 2:2025 年中国烧碱装置投产表 | 单位：万吨

现投产时间	装置	产能（万吨/年）
2025 年	滨化股份有限公司（海明项目）	20
2025 年	氢力新材料（山东）有限公司	15
2025 年	唐山三友氯碱有限责任公司	10
2025 年	江苏瑞恒新材料科技有限公司（扬农）	15
2025 年	浙江巨化股份有限公司	20
2025 年	河南永银化工实业有限公司	10
2025 年	湖北民腾新材料科技有限公司	60
2025 年	福建坤彩材料科技股份有限公司	30
2025 年	福建湄洲湾氯碱工业有限公司	20

资料来源：隆众资讯 华泰期货研究院

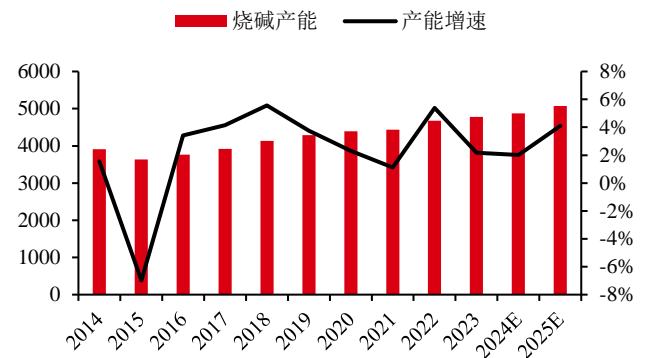


图 1: PVC 产能及增速|单位: 万吨 %



数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 2: 烧碱产能及增速|单位: 万吨 %



数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

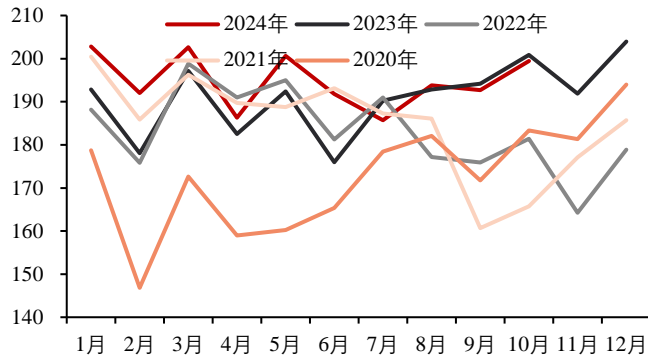
## 氯碱供应及生产利润

### PVC 国内供应与生产利润分析

截止 10 月, 2024 年 PVC 累计产量 1948 万吨, 较去年同期增加 51 万吨, 累计同比增加 2.69%。节奏上来看, 今年上半年上游产量仍保持一定的增量, 同时春检并没有额外放量, 供应同比回升。而到了 7 月, 因上游生产利润低迷, 上游迎来集中检修, 检修损失量超过了 4 月春检的量。带来 PVC7 月产量由前期同比增加转为同比下降。2024 年总体在上游新增产能压力减少下, 供应压力不大。

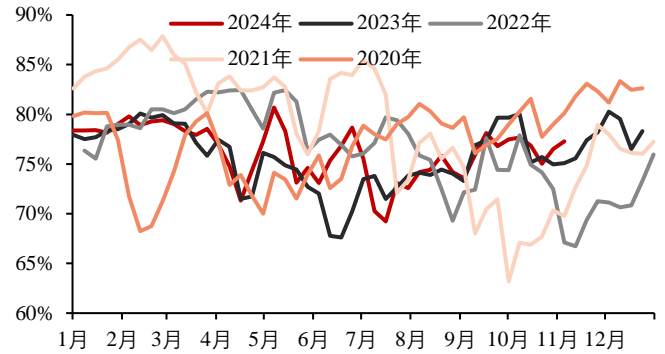
上游生产利润来看, 今年大部分时间上游生产利润绝对价格仍处于低位, 但同比有所改善, 尤其上半年, PVC 单吨利润有所修复, 但因烧碱端利润持续被压缩, 上游综合利润表现仍一般, 但总体好于去年同期, 带来今年上半年国内 PVC 产量仍保持一定的增速, 且在 PVC 绝对价格偏低下, 春检并没有放量, 主要是上游综合生产利润同比仍有改善。7 月上游迎来检修, 一方面是上游生产利润的下滑, 另一方面则是对后期需求的进一步悲观, 上游担心后期有累库压力, 而开始集中检修, 带来利润的重新修复, 目前上游生产利润已经处于同比略偏高的水平。

图 3: PVC 产量|单位: 万吨



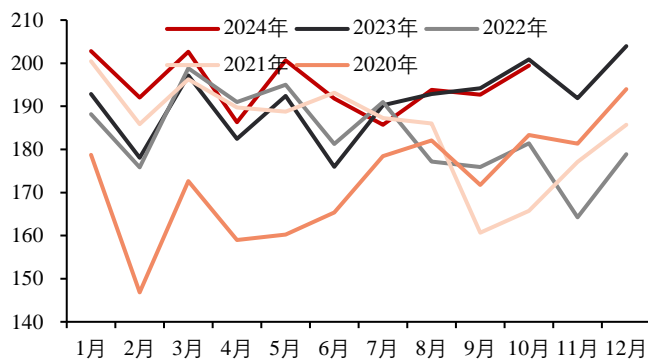
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 4: PVC 开工率|单位: %



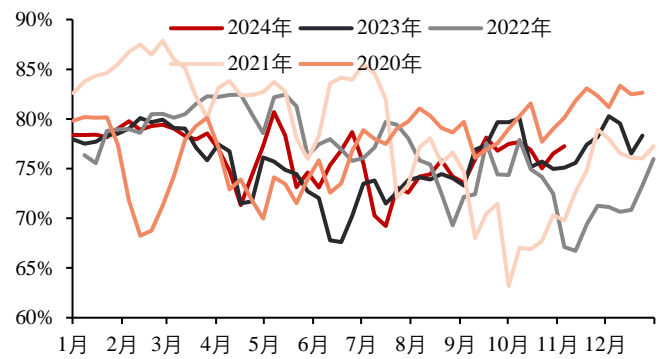
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 5: PVC 电石法开工率|单位: %



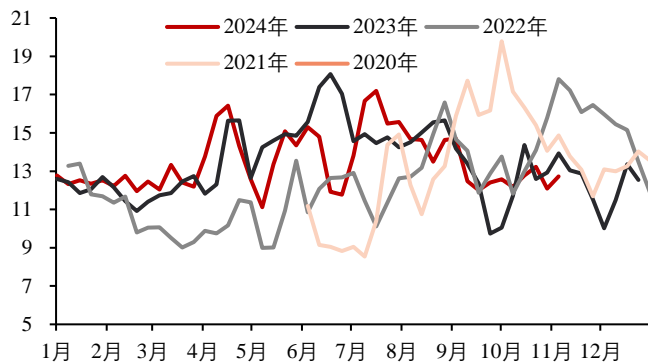
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 6: PVC 开工率|单位: %



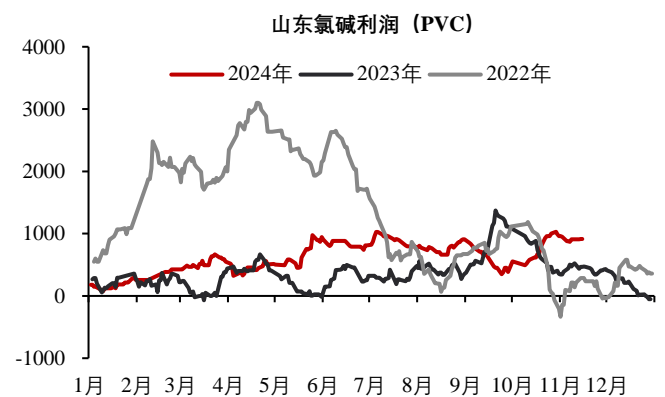
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 7: PVC 检修损失量 | 单位: 万吨



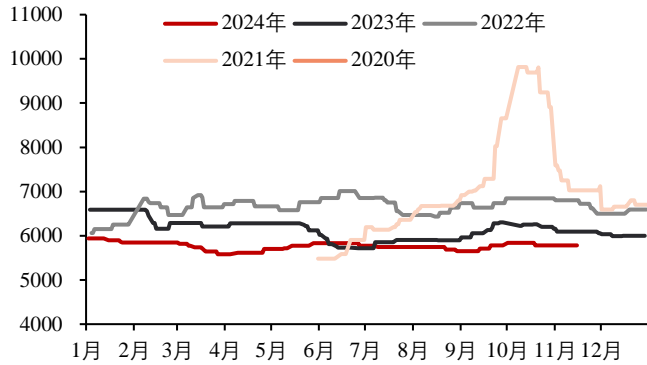
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 8: 山东氯碱综合利润(1 吨 PVC+1 吨烧碱) | 单位: 元/吨



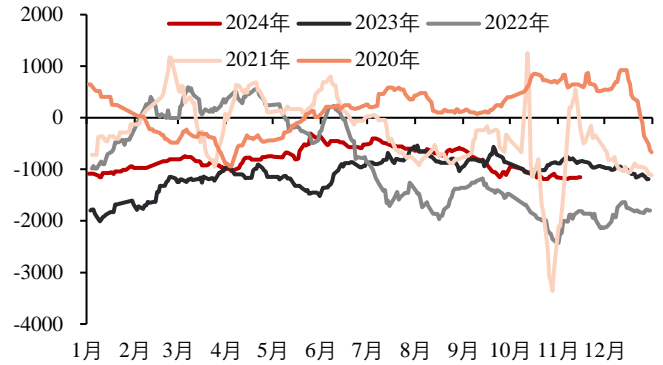
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 9: 西北自有电石 PVC 成本 | 单位: 元/吨



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 10: 山东外购电石 PVC 利润 | 单位: 元/吨



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

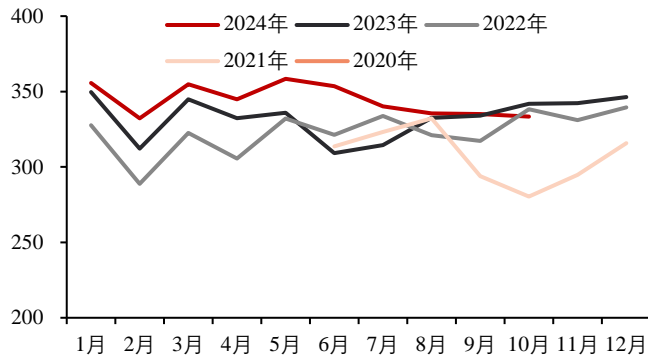
### 烧碱国内供应与生产利润分析

据隆众统计, 截止 10 月, 2024 年烧碱累计产量 3444 万吨, 较去年同期增加 137 万吨, 累计同比增加 4.14%。

尽管今年烧碱生产利润持续被压缩, 因上游仍处于有利润的状态, 导致烧碱开工率并没有下行, 产量累计同比继续增加。7 月份上游产量因上游装置集中检修, 产量增速开始下滑。

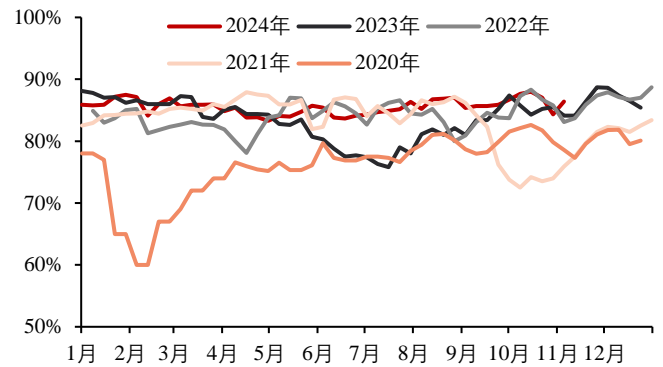
上游生产利润来看, 受供应端压制以及需求没有亮点, 尤其氧化铝受到铝土矿限制开工率偏弱影响下, 烧碱需求表现偏差, 带来今年上游烧碱生产利润同比持续偏低。直到今年 10 月, 在下游氧化铝价格持续走高下, 氧化铝生产利润持续走好, 促使氧化铝企业生产愿意提升, 开工率走高, 导致山东地区下游氧化铝企业加大烧碱的采购且提高采购价格, 带来烧碱价格的反弹。与此同时, 在下游生产利润回升带动下, 液氯价格也开始反弹, 共同带来烧碱生产利润的快速修复。

图 11: 烧碱产量 | 单位: 万吨



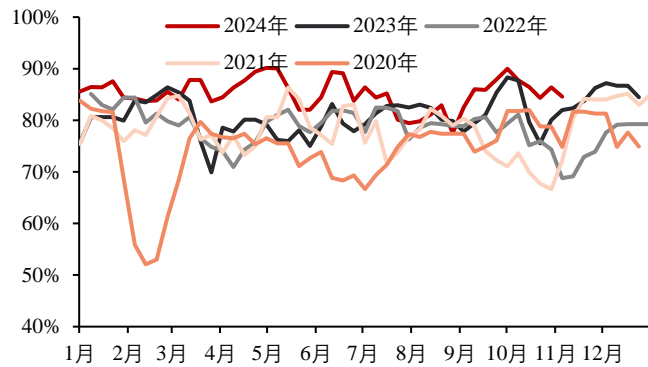
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 12: 烧碱开工率 | 单位: %



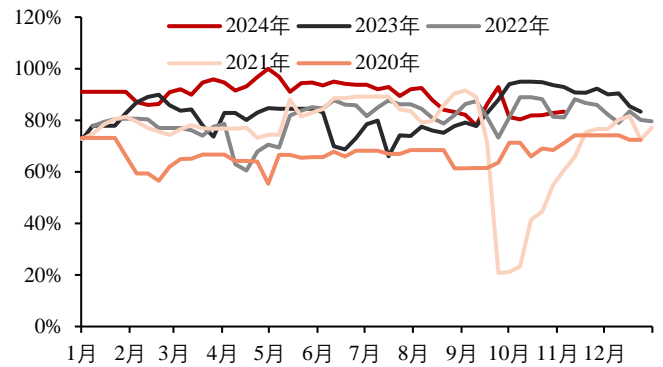
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 13: 山东烧碱开工率 | 单位: %



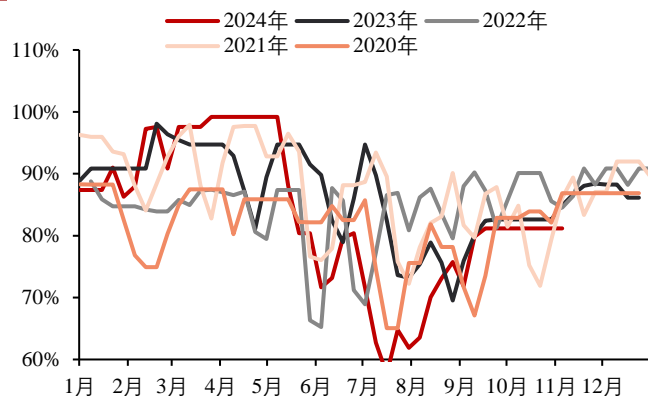
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 14: 江苏烧碱开工率 | 单位: %



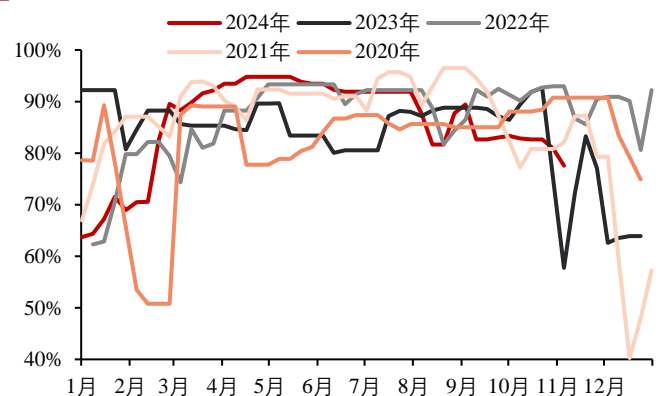
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 15: 内蒙烧碱开工率 | 单位: %



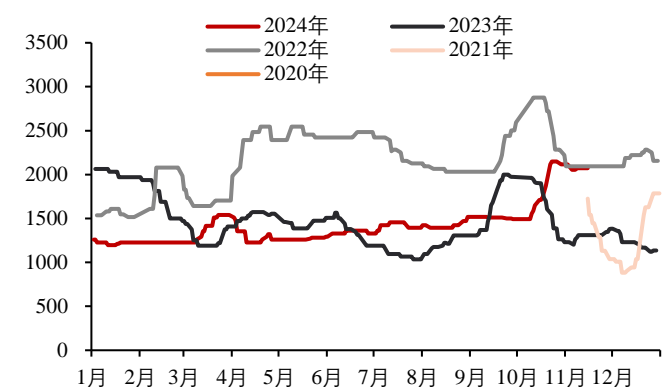
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 16: 浙江烧碱开工率 | 单位: %



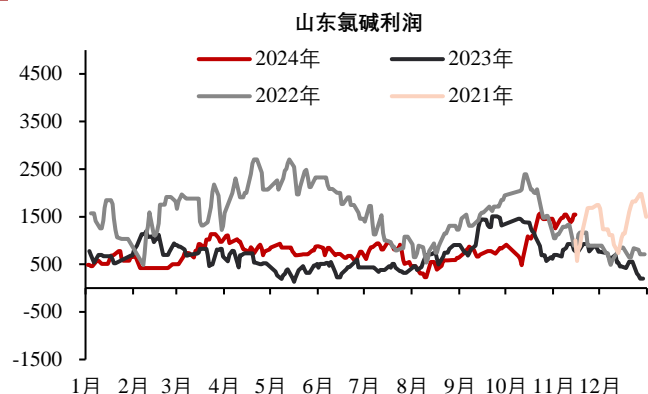
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 17: 山东烧碱生产利润 | 单位: 元/吨



数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 18: 山东氯碱综合利润(1吨烧碱+0.8吨液氯) | 单位: 元/吨



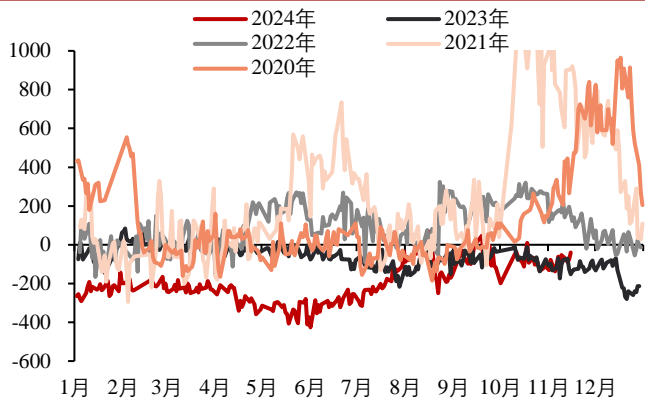
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

## PVC 及烧碱基差走势及后市判断

今年因社会库存的持续累积, PVC 持续呈现负基差格局, 6 月下旬一直到 8 月下旬, 在上游检修集中下迎来基差小幅走强的格局, 其他时间基差一直呈现偏弱运行, 在国内 9.24 释放较多的房地产支持政策导致需求预期好转, 但现实需求仍弱下, 基差重新走弱。目前交易所交割库容均处于饱和状态, 这是导致今年基差一直偏弱的主要原因, 2025 年仍须重点关注交割库容的变化情况, 如果库容不增加的情况下, 预计全年将维持当前的深度负基差的状态。

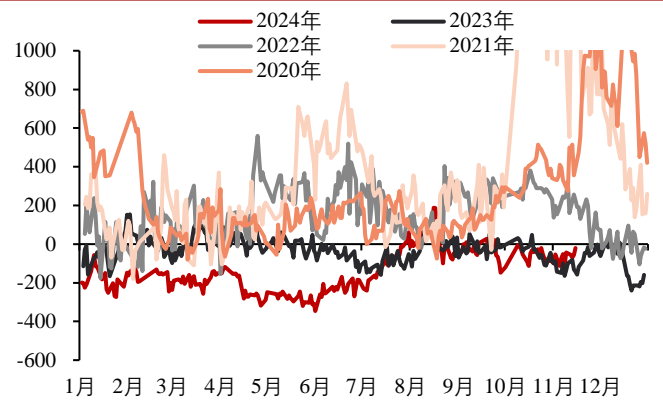
烧碱基差波动频繁, 主要因上半年供应压力不大, 绝对库存压力有限, 总体在需求变化下带来的基差波动, 而 10 月因下游氧化铝价格强势的带动, 烧碱基差快速走强。今年 4 月下旬, 仓单集中注册下, 基差开始快速从负基差格局转为正基差, 说明烧碱的基差受仓单的变化会出现明显波动, 因此 2025 年预计基差波动仍较大, 同时需要关注山东地区的仓单注册情况对于基差的影响。

图 19: PVC 华东基差 | 单位: 元/吨



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 20: PVC 华南基差 | 单位: 元/吨



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 21: SH 基差(32%) | 单位: 元/吨



数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 22: SH 基差(50%) | 单位: 元/吨



数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

## 氯碱进出口分析

### PVC 进出口分析

据海关统计, 2024 年 1-9 月份国内 PVC 出口量 194 万吨, 较去年同期 176.5 万吨增加 17.5 万吨, 累计同比增加 10%。从出口利润的角度来看, 今年出口利润总体改善并不明显, 尤其在二季度, 出口利润持续处于盈亏平衡线或以下, 导致期间的出口量持续下滑。但国内 8-9 月份出口改善明显, 主要基于印度需求的回升。

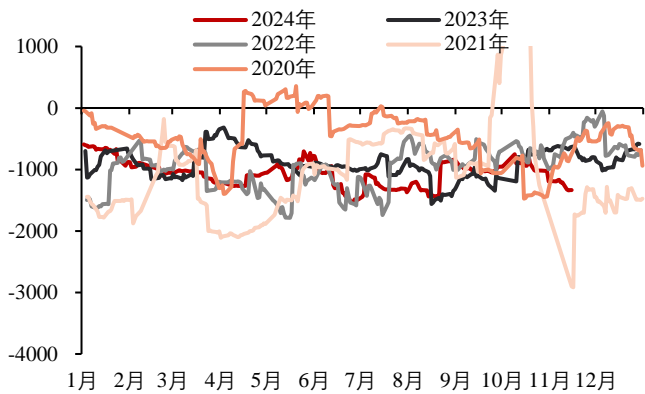
分国别来看, 国内 PVC 粉主要出口到印度, 占国内出口总量 80%左右, 剩余出口量分布在其他国家, 体量都较小, 其中越南是近几年国内 PVC 粉在其他出口国家中出口相对较多的, 因此我们主要看国内出口到印度的量。5-7 月是印度的斋月加雨季, PVC 需求呈现季节性淡季, 下半年因国内出口窗口



继续打开，7月雨季结束之后出口到印度的量开始回升，出口至越南的量同比也有回升。

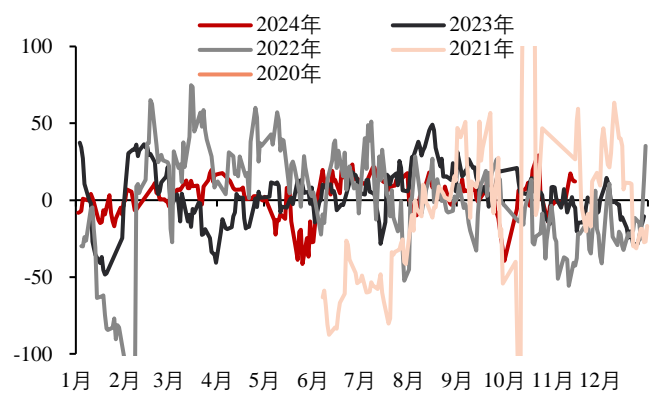
对于明年国内PVC出口的判断，主要看内外价差的变化，以及印度进口需求的季节性波动等。随着印度PVC装置的投产预期，预计将抑制国内PVC的出口量。

图 23: PVC 进口利润 | 单位: 元/吨



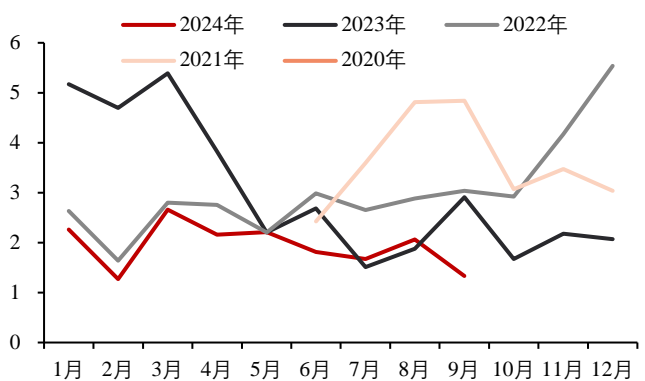
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 24: PVC 出口利润 | 单位: 美元/吨



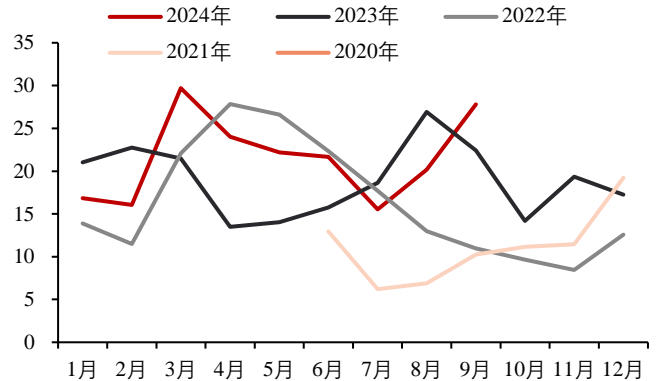
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 25: PVC 进口量 | 单位: 万吨



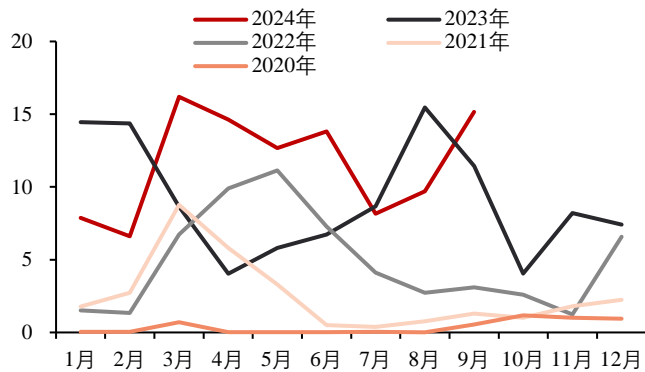
数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

图 26: PVC 出口量 | 单位: 万吨



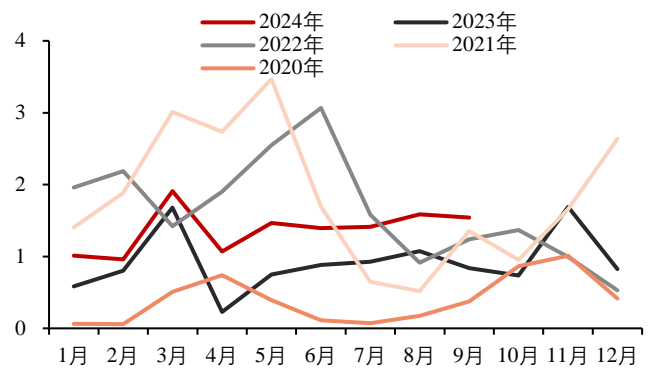
数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

图 27: PVC 粉出口至印度 | 单位: 万吨



数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

图 28: PVC 粉出口至越南 | 单位: 万吨



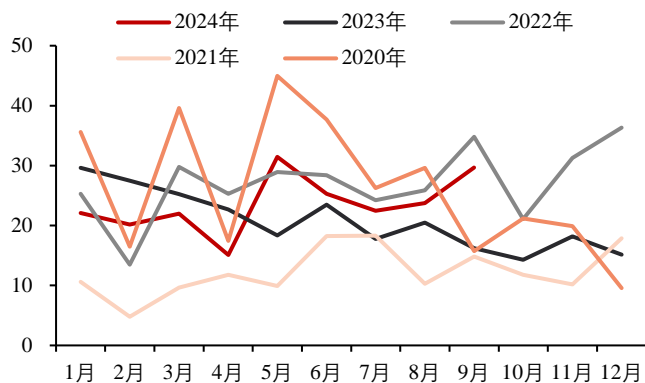
数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

### 烧碱进出口分析

据海关统计, 2024 年 1-9 月份国内烧碱累计出口量 212 万吨, 较去年同期 201 万吨增加 11 万吨。今年国内上半年烧碱出口不理想, 一方面跟海外运费价格高有关, 因海运费暴涨导致国内出口至南美洲和非洲的烧碱出口量大幅下滑; 同时因运费成本占比大, 导致国内运力被其他货值高的化工品挤占。另一方面, 则是国内上半年现货价格偏弱, 导致国内出口利润差, 出口商积极性受抑制。5 月开始, 国内烧碱出口开始明显回升, 但国内烧碱出口利润依然偏弱, 尤其 9 月份开始, 出现持续亏损的局面。

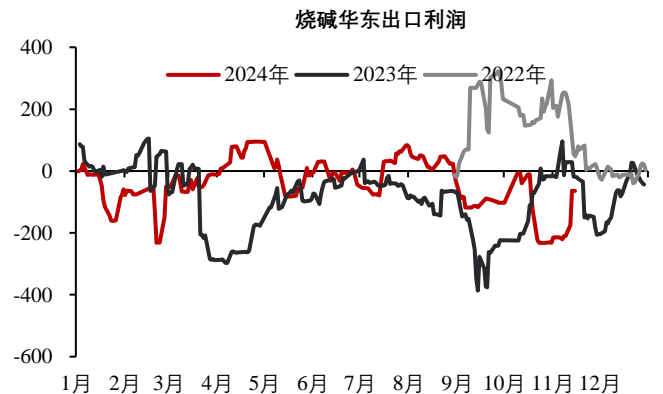
对于明年烧碱出口需求的判断, 仍需要关注内外价差的变化, 以及海外烧碱需求的变动, 海外需求没有亮点下, 我们预计明年国内烧碱出口需求难以回升。

图 29: 烧碱出口量 | 单位: 万吨



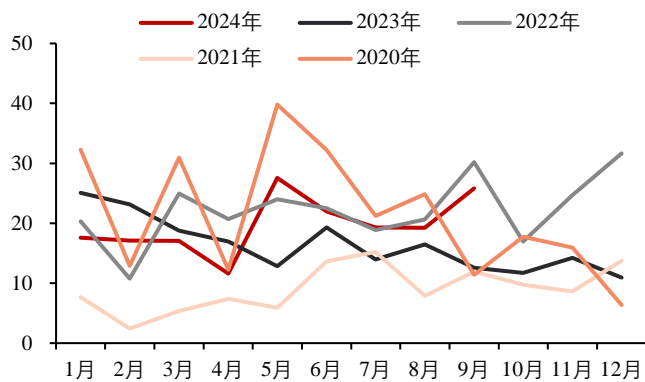
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 30: 烧碱华东出口利润 | 单位: 元/吨



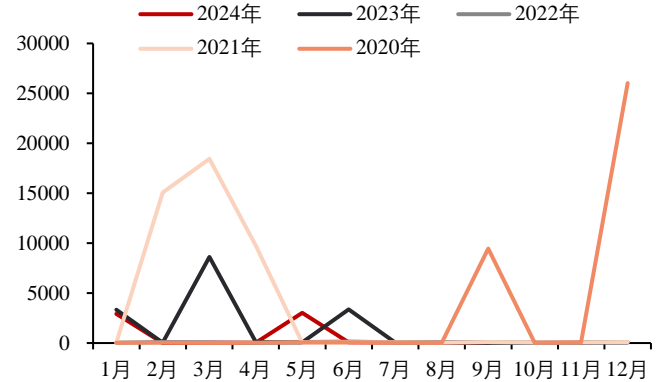
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 31: 液碱出口量 | 单位: 万吨



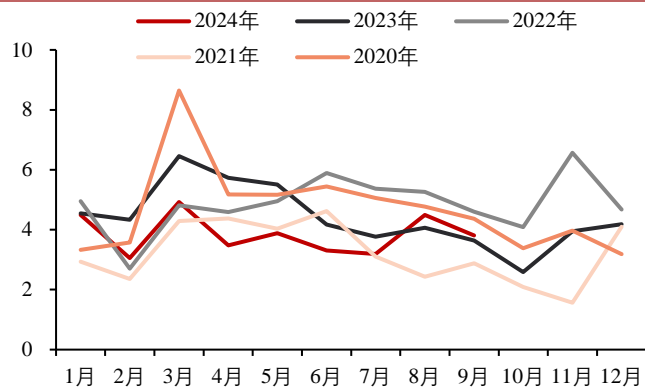
数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

图 32: 液碱进口量 | 单位: 万吨



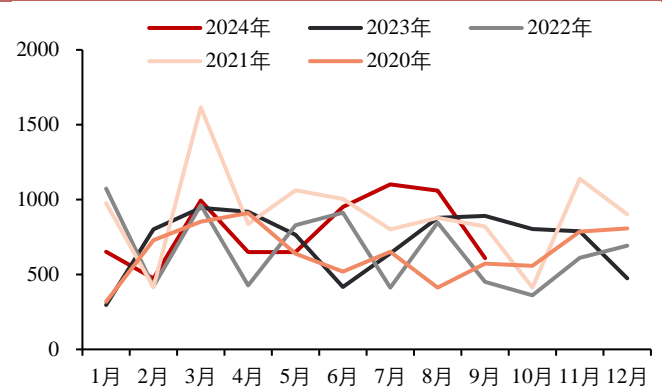
数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

图 33: 固碱出口量 | 单位: 万吨



数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

图 34: 固碱进口量 | 单位: 万吨



数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

## 氯碱需求现状及展望

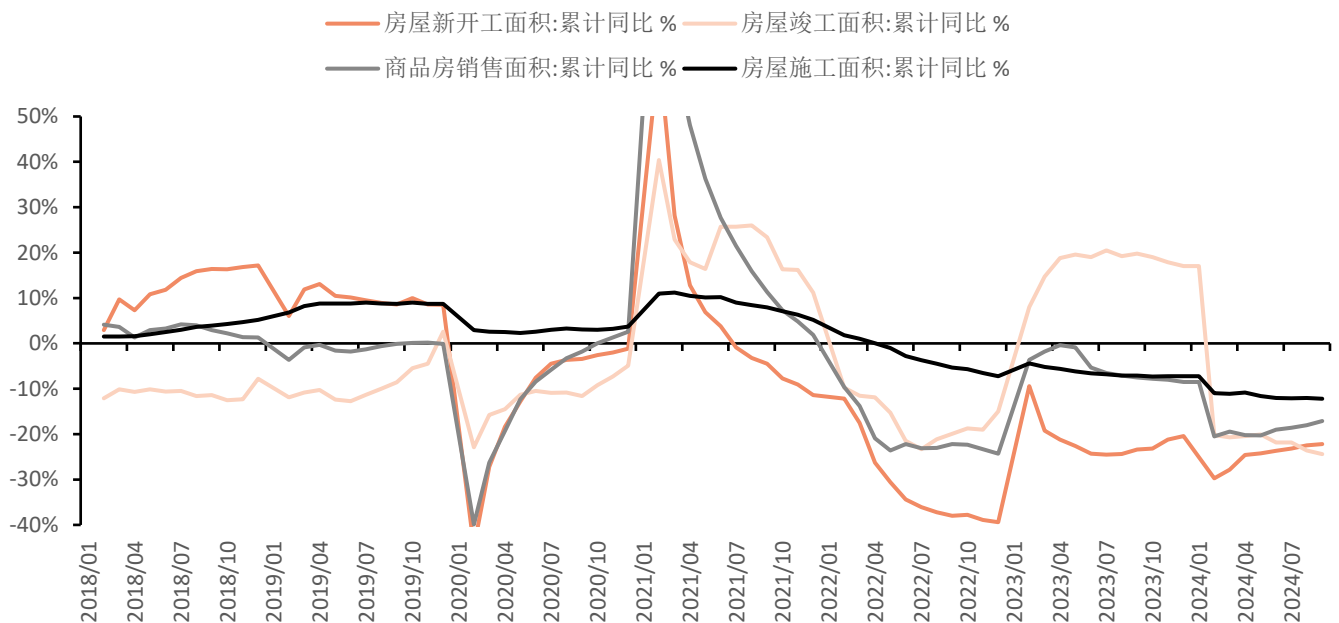
PVC 需求主要跟国内房地产中后端相关, 直接挂钩的是房地产施工数据。从今年的数据来看, 国内房地产仍处于下行周期, 9 月国内房屋施工面积累计同比-12%, 尚未出现改善迹象。今年 9.24 国内推出多项房地产支持政策以来, 房地产销售面积累计同比出现环比改善, 但同比仍是负的, 且从销售传导到施工还需要一年到一年半的时间, 因此, 即使在国内房地产支持政策频繁出台下, 预计仍不能出现明年 PVC 的实际需求回升, 预计 2025 年 PVC 需求维持偏弱局面。

烧碱下游主要分布在氧化铝、造纸以及印染、粘胶短纤等。这几块领域主要跟国内房地产、交通以及纺织服装等相关。其中氧化铝的需求占比达到 30%, 是国内烧碱下游最主要的需求领域。氧化铝的下游主要是电解铝, 电

解铝跟国内的交通建筑及电子消费相关。2024 年因国内房地产需求的示弱，总体拖累氧化铝下游电解铝的需求，但国内汽车产量仍处于高景气度周期，对于电解铝的支撑仍较强。而从纺织服装的数据可以看出国内需求偏弱，海外相对偏强，但下半年海外需求也在逐步回落。

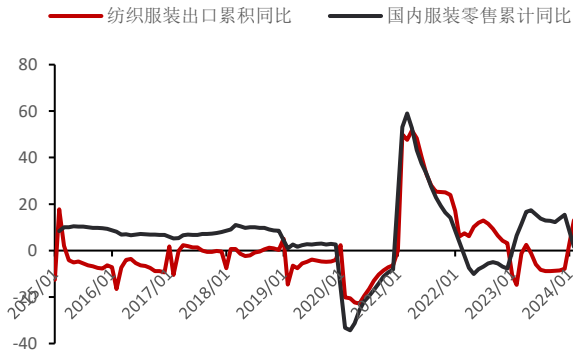
今年上半年烧碱下游需求表现偏弱，尤其在 3-4 月份的季节性旺季呈现出旺季不旺的局面。今年下游氧化铝一季度主要因国内铝土矿受限制以及进口铝土矿减少的影响，氧化铝开工率表现一般。但氧化铝上游利润较好下，二季度开始，促使氧化铝开工率逐步攀升，叠加氧化铝因国内供应不足以及几内亚部分企业出口受阻下，氧化铝价格大幅上行，带动山东氧化铝企业加大对烧碱的采购并提升采购价格，带来烧碱现货价格的走强。对于烧碱 2025 年需求的判断，主要在氧化铝领域，目前国内计划新投氧化铝产能较多，预计同比回升到 10%左右，则对于烧碱有 3%左右的贡献，下游氧化铝投产增幅大，或将利好 2025 年的烧碱需求。

图 35:中国房地产数据|单位：%



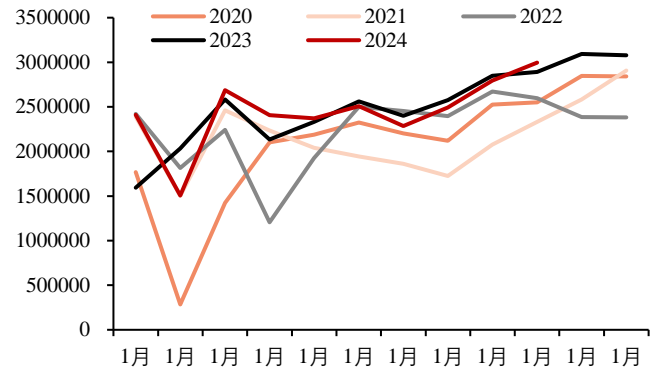
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 36: 中国纺织服装消费及出口累计同比 | 单位: %



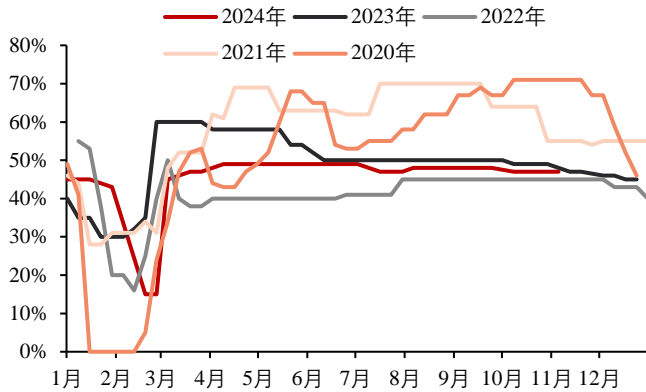
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 37: 中国汽车产量 | 单位: 万辆



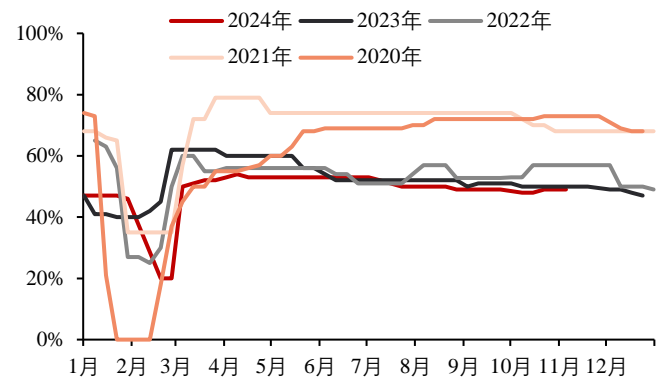
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 38: PVC 华北下游开工率 | 单位: %



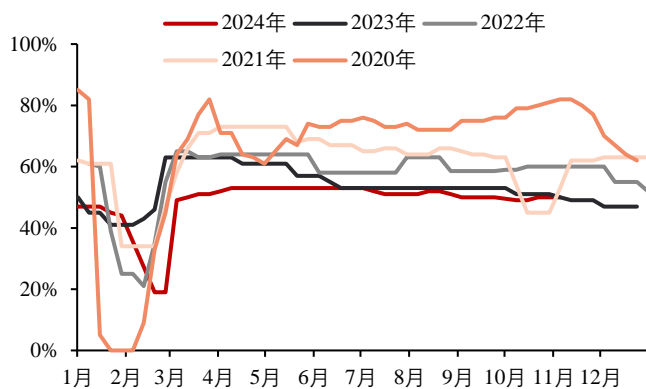
数据来源: V 风 华泰期货研究院

图 39: PVC 华南下游开工率 | 单位: %



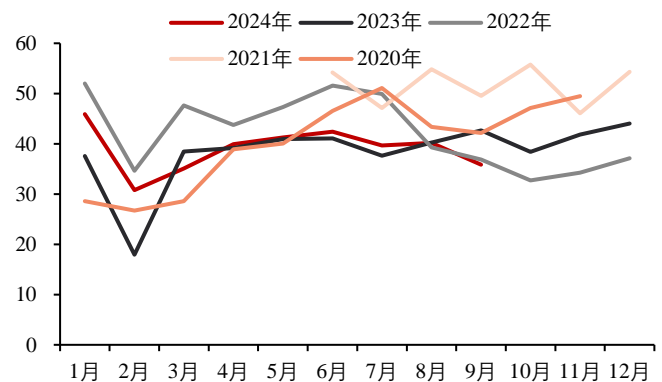
数据来源: V 风 华泰期货研究院

图 40: PVC 华东下游开工率 | 单位: %



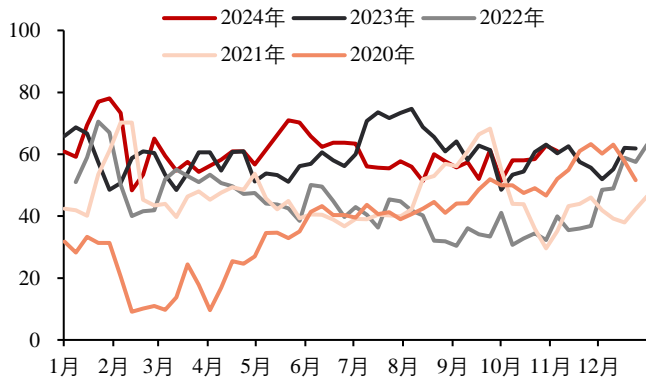
数据来源: V 风 华泰期货研究院

图 41: PVC 铺地制品出口 | 单位: 万吨



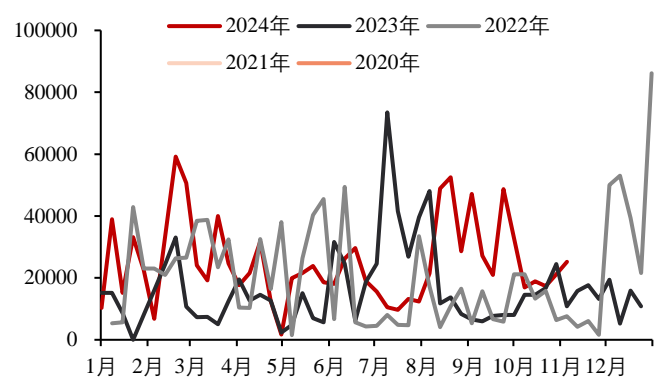
数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

图 42: PVC 企业预售库存 | 单位: 万吨



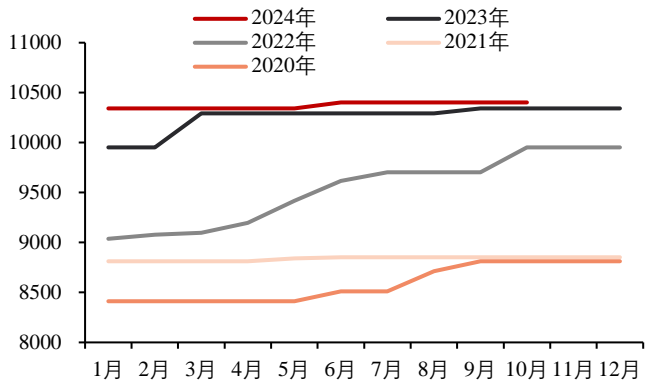
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 43: PVC 出口企业签单量 | 单位: 吨



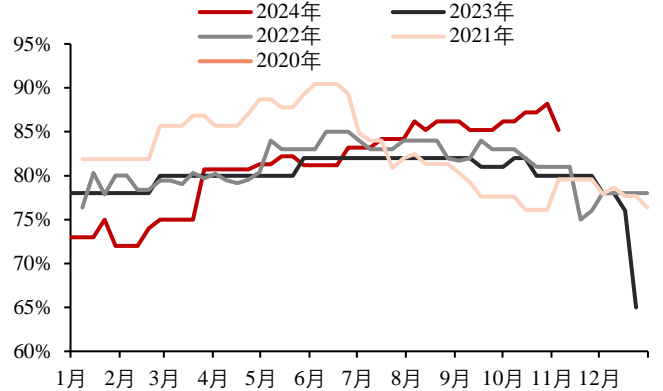
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 44: 氧化铝建成产能 | 单位: 万吨



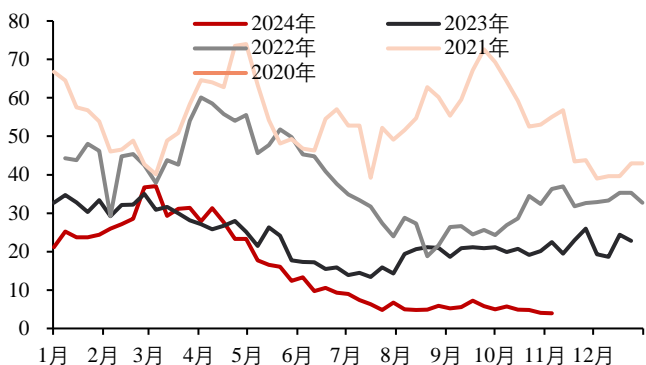
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 45: 氧化铝周度开工率 | 单位: %



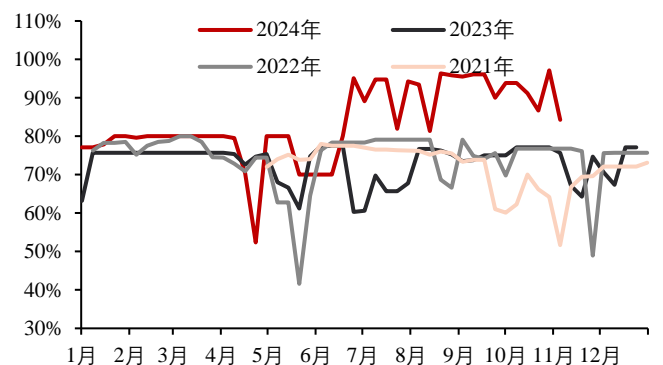
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 46: 氧化铝港口库存 | 单位: 万吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

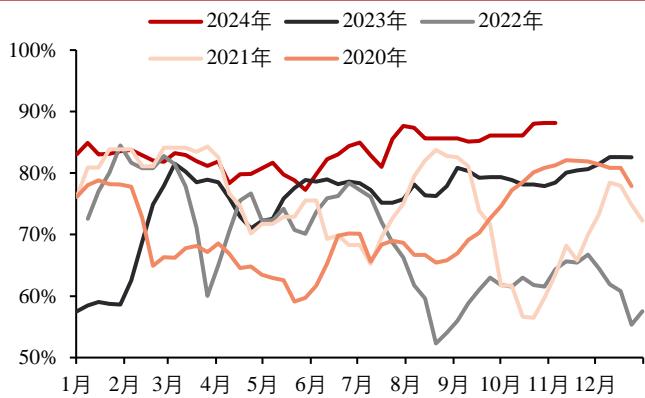
图 47: 阔叶浆开工率 | 单位: %



数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

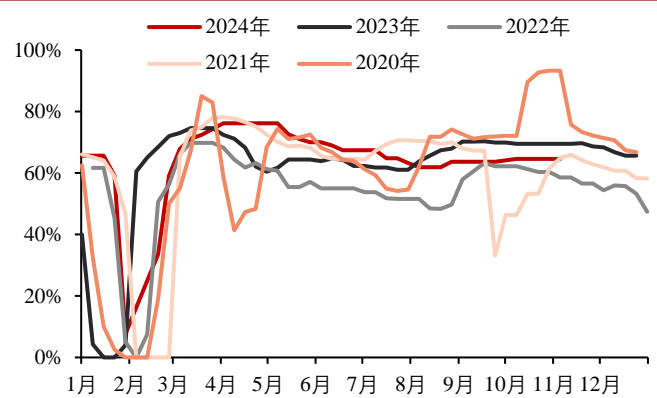


图 48: 粘胶短纤周度开工率 | 单位: %



数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 49: 印染行业周度开工率 | 单位: %



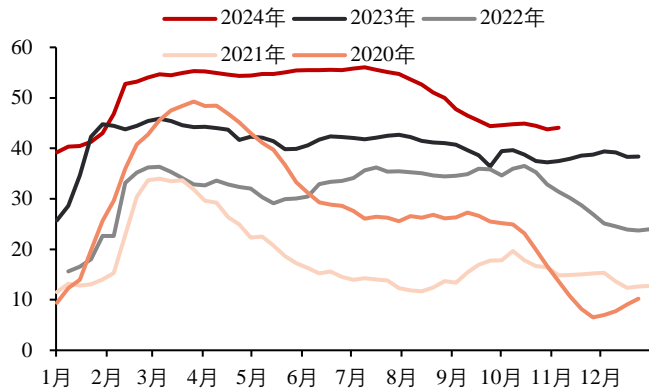
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

## 氯碱库存现状及展望

2024 年 PVC 社会库存同比仍呈现小幅累库格局。年初到 7 月一直处于累库状态。春节假期前后迎来库存明显回升的时间点, 但今年同比回升幅度更大, 主要跟下游需求弱势有关。尽管上游生产利润持续低迷, 但在冬天气温回升之前, 上游开工率负荷必须保证一定的水平, 导致今年 2 月累库幅度偏高。而今年春检并没有额外放量以及下游需求的持续弱势, 出口改善有限下, 社会库存持续小幅回升, 7 月达到年内高点。而后在上游集中检修以及出口需求改善下, 社会库存迎来持续小幅去化, 但同比仍处于高位, 对 PVC 价格上行始终有压制。基于 2025 年上游新投产产能继续增加, 供应压力有增无减, 而下游需求因国内竣工等房地产数据仍处于同比下降的周期, 对 PVC 需求没有支撑, 或将导致 2025 年 PVC 仍有累库压力, 重点关注出口需求变化对于社会库存变化的影响。

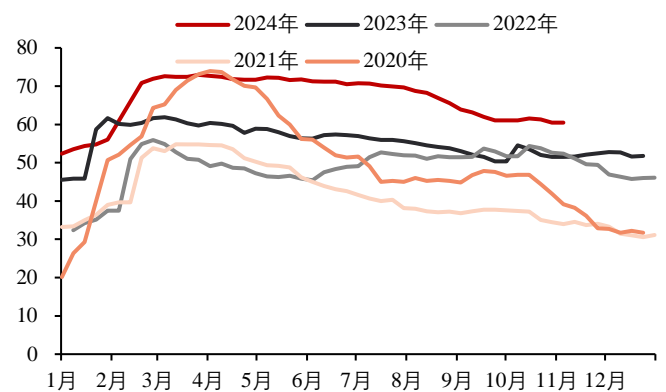
供应端的压力以及需求表现一般导致烧碱上半年上游库存同比持续回升。上游生产仍有利润下, 上游开工率延续, 产能同比继续增加, 叠加海运费的上涨带来国内出口需求减弱, 供应端呈现充裕状态。下半年伴随着上游装置检修增加以及出口改善, 供应压力减缓, 叠加下游氧化铝价格的持续上涨, 提振烧碱需求, 烧碱库存开始迎来回落。对于 2025 年烧碱库存的展望, 主要基于上游新投产产能回升, 但下游氧化铝新投产产能较大下, 预计将带来库存的去化。

图 50: PVC 社会库存 (卓创) | 单位: 万吨



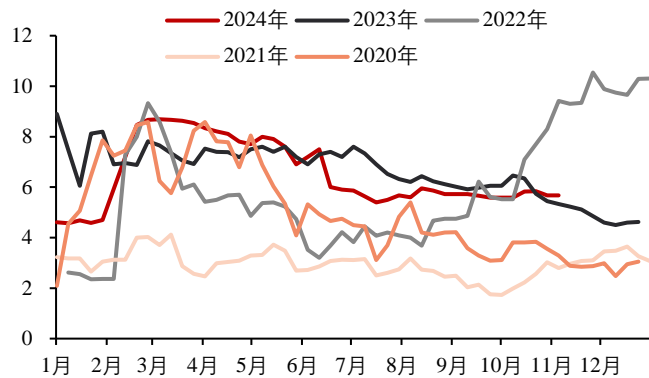
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 51: PVC 社会库存 (V 风) | 单位: 万吨



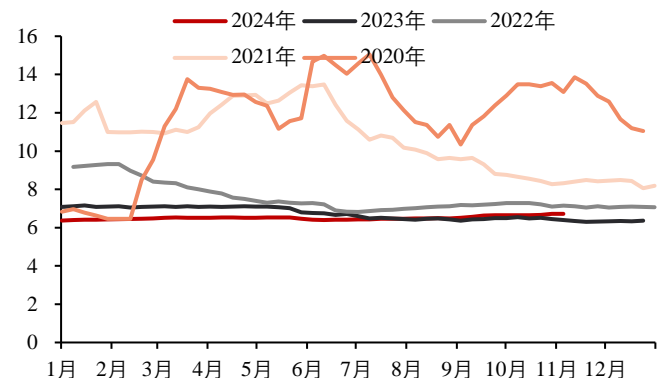
数据来源: V 风 华泰期货研究院

图 52: PVC 上游库存 | 单位: 万吨



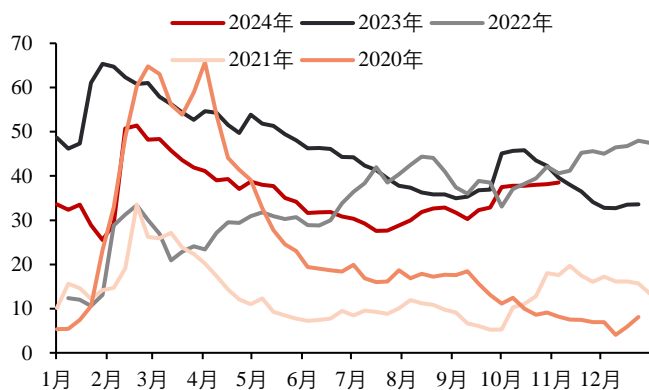
数据来源: V 风 华泰期货研究院

图 53: PVC 华北及华南下游库存 | 单位: 万吨



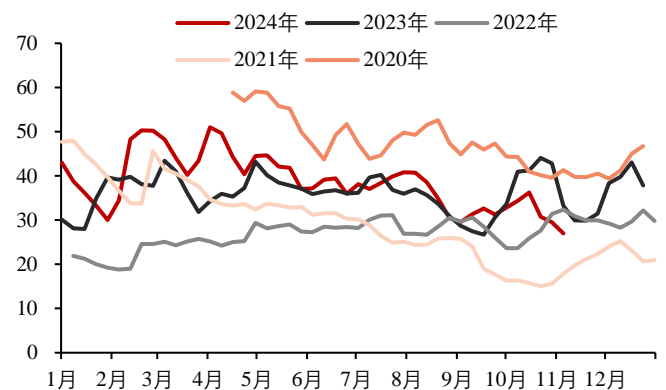
数据来源: V 风 华泰期货研究院

图 54: PVC 上游企业在库库存 | 单位: 万吨



数据来源: 忠朴资讯 华泰期货研究院

图 55: 烧碱上游库存 | 单位: 万吨



数据来源: 郑州商品交易所华泰期货研究院

## 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

## 公司总部

广州市天河区临江大道 1 号之一 2101-2106 单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com



客服热线：400-628-0888

官方网址：[www.htfc.com](http://www.htfc.com)

公司总部：广州市南沙区横沥镇明珠三街 1 号 10 层 1001-1004、1011-1016 房