

# 估值低位，重点关注供应端的摆动

## 研究院化工组

### 研究员

梁宗泰

☎020-83901031

✉liangzongtai@htfc.com

从业资格号：F3056198

投资咨询号：Z0015616

### 陈莉

☎020-83901135

✉cl@htfc.com

从业资格号：F0233775

投资咨询号：Z0000421

### 联系人

杨露露

☎0755-82790795

✉yanglulu@htfc.com

从业资格号：F03128371

吴硕琮

☎020-83901158

✉wushucong@htfc.com

从业资格号：F03119179

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

## 摘要

上游氯碱综合利润仍低迷，氯碱价格总体估值略偏低，叠加需求预期好转下，价格下方受支撑，关注上游新投产压力。

## 核心观点

### ■ 市场分析

#### 烧碱分析：

烧碱截止目前已投 80 万吨新产能，下半年预计还有 170 万吨的新投产能，所有装置如期投产的话，则将使得下半年供应压力仍较大。

对于下半年烧碱需求的判断，主要还是看下游氧化铝的开工率。目前氧化铝港口库存低位，生产利润偏高将有利于后期开工率的回升。在排除海外运力紧张以及国内环保政策的干扰下，国内铝土矿后续将继续恢复供应的背景下，预计下半年国内氧化铝开工率环比继续回升。上半年国内氧化铝因国内铝土矿的紧张以及海外季节性雨季导致国内进口铝土矿下降带来国内氧化铝开工率同比下降 2% 左右，下半年氧化铝开工率预计将重新回升到去年同期水平，环比或回升 2% 左右，基本持平去年下半年的开工率水平。同时，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，预计下半年平稳为主，因此我们认为下半年氧化铝开工率提升空间有限下，烧碱需求环比改善受限。

#### PVC 分析：

2024 年 PVC 新投产能环比减少，今年 4 月镇洋发展新投了一套 30 万吨的产能，5 月金泰新投一套 30 万吨，预计 7 月金泰再开 30 万吨，以及 10 月份还有一套 30 万吨的新投产能，因此，PVC 下半年新投产能压力环比持平。从新投产的角度来看，叠加当前上游生产利润低迷的背景，PVC 下半年供应压力或有所缓解。预计下半年上游生产利润也将逐步低位小幅回升。

PVC 需求主要跟国内房地产中后端相关，即跟国内施工面积及竣工面积挂钩。国内 6 月份公布的房地产数据依旧偏弱，反映出国内房地产的低迷，对于 PVC 需求持续产生拖累。但 5 月 17 日房地产政策进一步加码使得市场对于需求预期明显转暖，但从房地产新开工及竣工数据来看，预计下半年现实需求仍难以改善。

### ■ 策略

烧碱：谨慎做空套保。下半年供需两旺，供应方面因新投产能下半年环比继续增加，

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

叠加随着上半年检修旺季过去，下半年供应压力将继续回升。下游方面，因上半年受产能限制，氧化铝生产受抑制，导致目前氧化铝库存低位且生产利润较好，有较强的生产意愿，下半年预计国内铝土矿缓解下，氧化铝需求环比改善，但改善空间受限。上游库存偏高下，仍面临价格压力。

PVC：谨慎做多套保。下半年因新投产产能环比减少，供应压力不大，叠加上游生产利润持续低迷，开工率提升意愿不足。供应端保持下，下游需求回升预期叠加出口仍有改善预期，PVC 下半年价格重心或上移。

### ■ 风险

烧碱：出口明显改善；需求恢复进度加快；利润转差导致上游检修增加。

PVC：下游出口增加；上游检修计划增加；需求恢复力度增强。

## 目录

摘要 .....	1
核心观点 .....	1
上半年走势回顾 .....	5
氯碱新增产能情况 .....	5
烧碱下半年新投产产能压力回升，PVC 供应或减缓 .....	5
氯碱供应及生产利润 .....	7
PVC 国内供应与生产利润分析 .....	7
烧碱国内供应与生产利润分析 .....	9
PVC 及烧碱基差走势及后续判断 .....	11
氯碱进出口分析 .....	12
PVC 进出口分析 .....	12
烧碱进出口分析 .....	13
PVC 与烧碱的需求现状及展望 .....	14
氯碱库存现状与展望 .....	18

## 图表

表 1: 2024 年中国 PVC 装置投产表 单位：万吨/年 .....	6
表 2: 2024 年中国烧碱装置投产表 单位：万吨/年 .....	6
图 1:PVC 产能及增速   单位：万吨% .....	7
图 2:烧碱产能及增速   单位：万吨% .....	7
图 3:PVC 产量   单位：万吨 .....	8
图 4:PVC 开工率   单位：% .....	8
图 5:电石法开工率   单位：% .....	8
图 6:乙烯法开工率   单位：% .....	8
图 7:PVC 检修损失量   单位：万吨 .....	8
图 8:山东氯碱综合利润   单位：元/吨 .....	8
图 9:西北自有电石 PVC 成本   单位：元/吨 .....	9
图 10:山东外购电石 PVC 利润   单位：元/吨 .....	9
图 11:烧碱产量   单位：万吨 .....	10
图 12:烧碱开工率   单位：% .....	10
图 13:山东烧碱开工率   单位：% .....	10
图 14:江苏烧碱开工率   单位：% .....	10
图 15:内蒙烧碱开工率   单位：% .....	10
图 16:浙江烧碱开工率   单位：% .....	10
图 17:山东烧碱生产利润   单位：元/吨 .....	11
图 18:西北氯碱综合利润   单位：元/吨 .....	11

图 17:PVC 华东基差   单位: 元/吨.....	11
图 18:PVC 华南基差   单位: 元/吨.....	11
图 17:SH 基差(32%)   单位: 元/吨.....	12
图 18:SH 基差(50%)   单位: 元/吨.....	12
图 19:PVC 进口利润   单位: 元/吨.....	12
图 20:PVC 出口利润   单位: 元/吨.....	12
图 21:PVC 进口量   单位: 万吨.....	13
图 22:PVC 出口量   单位: 万吨.....	13
图 23: 烧碱出口量   单位: 万吨.....	14
图 24: 烧碱华东出口利润   单位: 元/吨.....	14
图 25: 液碱出口量   单位: 万吨.....	14
图 26: 液碱进口量   单位: 吨.....	14
图 27:固碱出口量   单位: 万吨.....	14
图 28:固碱进口量   单位: 吨.....	14
图 1: 中国房地产数据   单位: %.....	16
图 29:中国纺织服装消费及出口累计同比   单位: %.....	16
图 30:中国汽车产量   单位: 万辆.....	16
图 29:PVC 华北下游开工率   单位: %.....	17
图 30:PVC 华南下游开工率   单位: %.....	17
图 31:PVC 华东下游开工率   单位: %.....	17
图 32:PVC 铺地制品出口   单位: 万吨.....	17
图 33:PVC 企业预售库存   单位: 万吨.....	17
图 34:PVC 出口企业签单量   单位: 吨.....	17
图 35:氧化铝建成产能   单位: 万吨.....	18
图 36:氧化铝周度开工率   单位: %.....	18
图 37:氧化铝港口库存   单位: 万吨.....	18
图 38:阔叶浆开工率   单位: %.....	18
图 39:粘胶短纤周度开工率   单位: %.....	18
图 40:印染行业周度开工率   单位: %.....	18
图 41:PVC 社会库存 (卓创)   单位: 万吨.....	19
图 42:PVC 社会库存 (V 风)   单位: 万吨.....	19
图 43:PVC 上游库存   单位: 万吨.....	19
图 44:PVC 华北及华南下库存   单位: 万吨.....	19
图 45:PVC 上游企业在库库存   单位: 万吨.....	20
图 46:烧碱上游库存   单位: 万吨.....	20

## 上半年走势回顾

上半年 PVC 走势总体分为三段，第一段是年初一直到 5 月上旬，价格区间运行。供应端一直不减而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，在国内房地产支撑政策持续推出下，市场情绪转暖，叠加低估值的状态，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，而期间因现货贴水的格局，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。新的仓单难以注册下，交割博弈逻辑，导致期货价格快速上行。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，随着市场氛围的转淡，期货价格重新回落。

上半年烧碱期货价格区间运行为主，主要分为三段。第一段是年初至 3 月上旬的区间震荡走势，供需矛盾不大。第二段是 3 月下旬的下跌，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。第三段是 5 月上旬的上涨，5 月烧碱期货价格重心上涨，主要因上游检修装置仍较多，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的好转共同推动 5 月烧碱期货价格重心上行。总体价格呈现先扬后抑的走势，上半月主要是在上游原盐受环保检修的影响，短期产出受限带来内蒙原盐价格上涨，烧碱成本支撑下叠加上游检修增加，价格呈现偏强运行。5 月下旬则主要是下游氧化铝因后期铝土矿减少的担忧，拖累烧碱需求，带来烧碱价格的重新回落，6 月在市场氛围拖累下，价格进一步下移。

## 氯碱新增产能情况

### 烧碱下半年新投产产能压力回升，PVC 供应或减缓

2024 年 PVC 新投产产能环比减少，今年 4 月镇洋发展新投了一套 30 万吨的产能，5 月金泰新投一套 30 万吨，预计 7 月及 10 月份预计还各有一套 30 万吨的产能新投产，因此，PVC 下半年新投产产能压力环比持平。

表 1：2024 年中国 PVC 装置投产表|单位：万吨/年

状态	投产日期	省份	企业	工艺	产能（万吨/年）
已投	2024 年 3 月	浙江	宁波镇洋	乙烯法	30
已投	2024 年 5 月	陕西	金泰化学	电石法	30
未投	2024 年 7 月	陕西	金泰化学	电石法	30
未投	2024 年 10 月	甘肃	甘肃耀望	电石法	30

数据来源：隆众资讯 华泰期货研究院

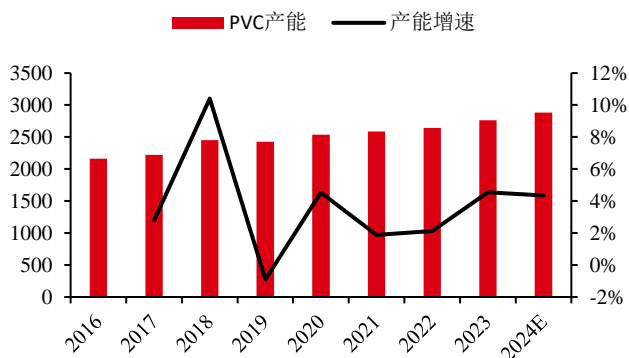
今年 4 月份烧碱上游已投 80 万吨产能，下半年预计还有 170 万吨的新投产能，所有装置如期投产的话，则将使得下半年供应压力仍较大。

表 2：2024 年中国烧碱装置投产表|单位：万吨/年

状态	投产日期	省份	企业	产能（万吨/年）
已投	2024 年 4 月	山东	日科化学	20
已投	2024 年 4 月	陕西	陕西金泰	60
未投	2024 年 6 月	山东	民洋化工	15
未投	2024 年 6 月	广西	东风荣泰化工	4
未投	2024 年 6 月	河北	临港化工	15
未投	2024 年 6 月	福建	东南电化	30
未投	2024 年 6 月	江西	九二盐业	6
未投	2024 年 6 月	安徽	金轩科技	6
未投	2024 年 8 月	四川	鑫盛源化工	5
未投	2024 年 12 月	宁夏	华御化工	9
未投	2024 年 12 月	河南	永银化工	10
未投	2024 年 12 月	天津	渤化化工	30
未投	2024 年 12 月	湖北	葛化华祥	20
未投	2024 年 12 月	福建	湄洲湾氯碱	20

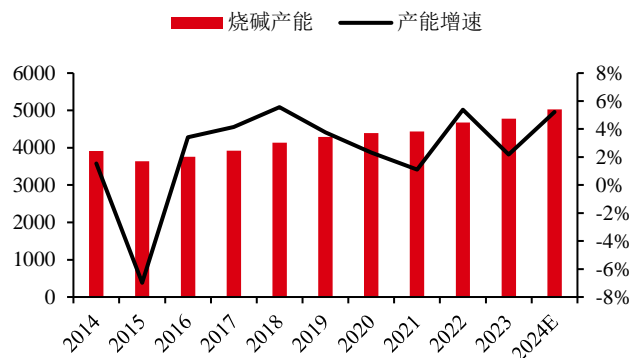
数据来源：隆众资讯 华泰期货研究院

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

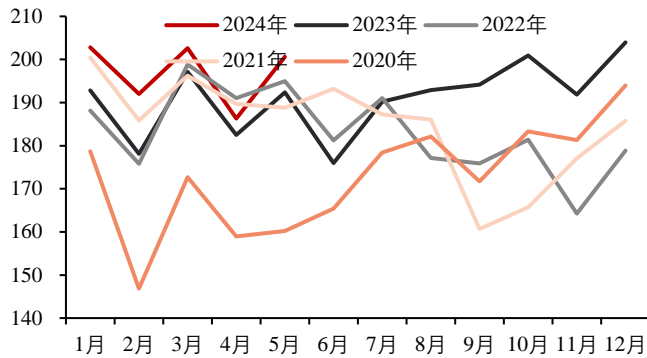
### PVC 国内供应与生产利润分析

据卓创统计, 2024 年 1-5 月份国内 PVC 累计产量 984 万吨, 较去年同期 943 万吨增加 41 万吨, 主要原因在于今年上半年上游仍有新投产, 导致国内 PVC 总产能继续增加。与此同时, 今年上游部分装置检修规模弱于去年同期。今年上游氯碱综合利润持续低迷, 在去年下半年利润较高背景下, 上游产量跟随回升, 但今年上半年利润的低迷却没有使得上游产出减少, 且季节性春检阶段, 上游 PVC 装置也没有出现额外增加检修的情况, 导致今年上半年 PVC 供应压力较大。从新投产的角度来看, 叠加当前上游生产利润低迷的背景, 下半年供应压力将有所缓解。

上游生产利润来看, 今年山东综合氯碱利润持续在盈亏平衡线附近, 甚至部分时间处于亏损状态, 导致今年上半年生产利润低迷, 基本跟去年同期水平差不多。主要的影响还是在于国内房地产下行周期下, 去年开始, 随着保交楼需求的结束之后, 国内 PVC 需求持续弱势且处于近些年的低位, 导致国内库存持续累积, 现货价格承压下, 上游生产利润受到较大影响。下半年上游生产利润预计在 PVC 供需格局改善下有小幅修复可能, 但因上游煤炭供需偏紧以及库存低位支撑下, 预计电石价格较为坚挺, 限制上游生产利润的回升空间。按照当下 PVC 现货价格测算的山东氯碱综合利润压缩到盈亏平衡附近, PVC 的成本线在 5500 元/吨左右。

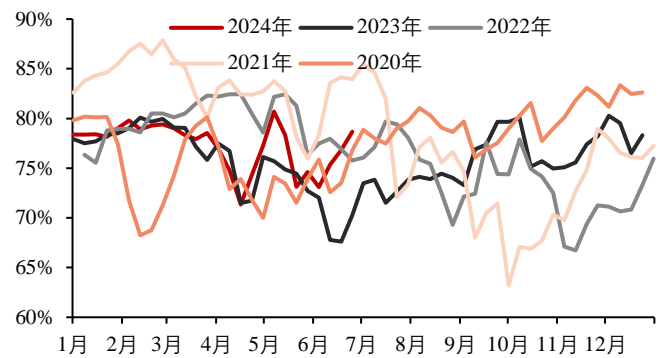


图 3:PVC 产量 | 单位: 万吨



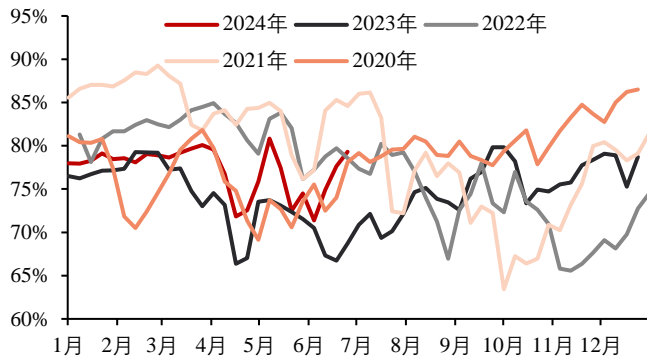
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 4:PVC 开工率 | 单位: %



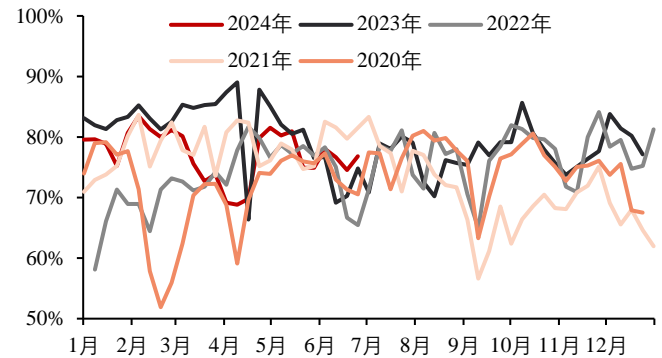
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 5:电石法开工率 | 单位: %



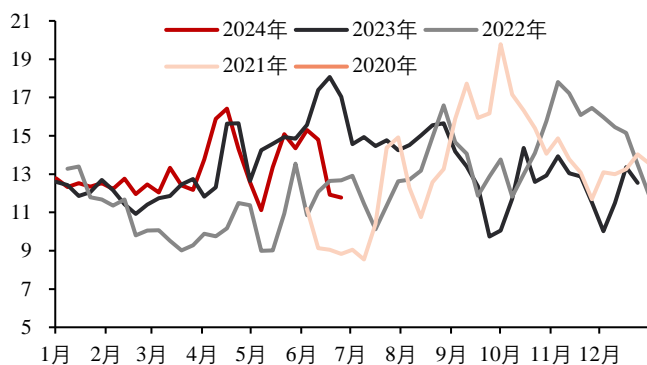
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 6:乙烯法开工率 | 单位: %



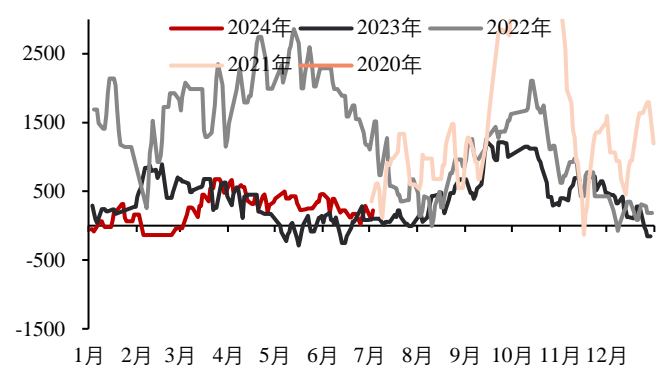
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

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

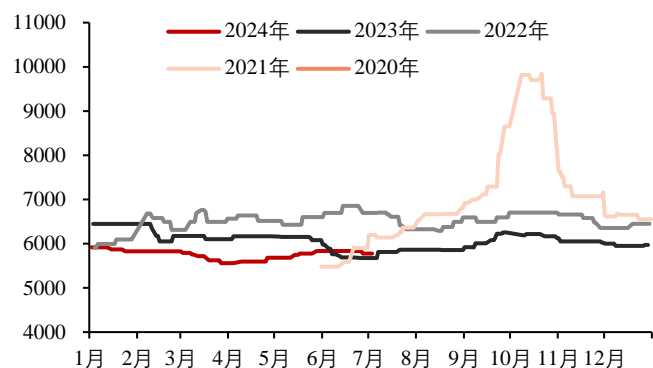
图 8:山东氯碱综合利润 | 单位: 元/吨



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

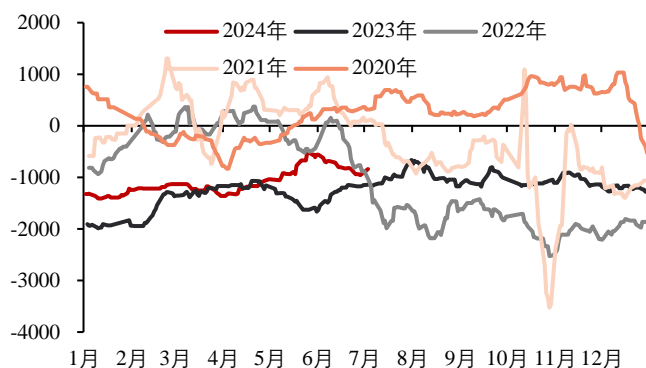


图 9: 西北自有电石 PVC 成本 | 单位: 元/吨



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

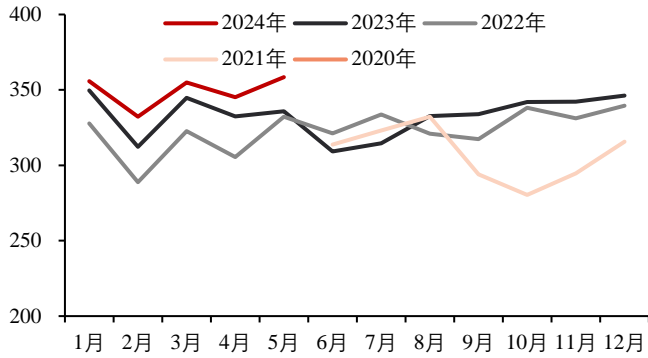
## 烧碱国内供应与生产利润分析

据隆众统计, 2024 年 1-5 月份国内烧碱累计产量 193 万吨, 较去年同期 174 万吨增加 19 万吨。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。下半年因新投产能继续增加, 预计烧碱供应压力将继续增加。

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。下半年预计上游生产利润还有继续压缩的可能, 因上游原料价格波动较为有限, 成本端或维持稳定为主。因此, 烧碱生产利润或更多跟成品价格相关, 而在新增产能投放压力较大下, 预计烧碱价格承压较大, 将促使上游生产利润进一步被压缩。按照当下烧碱现货价格测算的氯碱综合利润压缩到盈亏平衡线附近, 烧碱的山东 32%液碱成本线在 2200 元/吨左右。

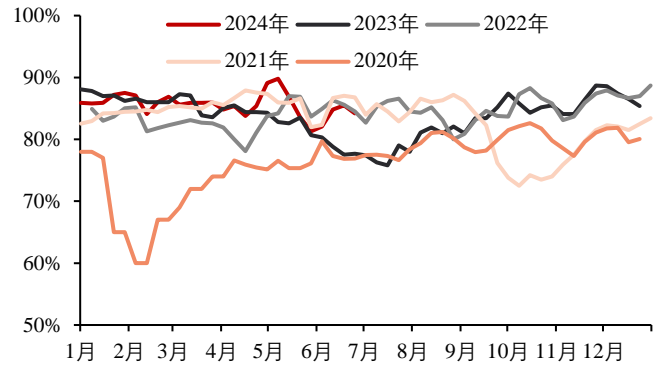


图 11:烧碱产量 | 单位: 万吨



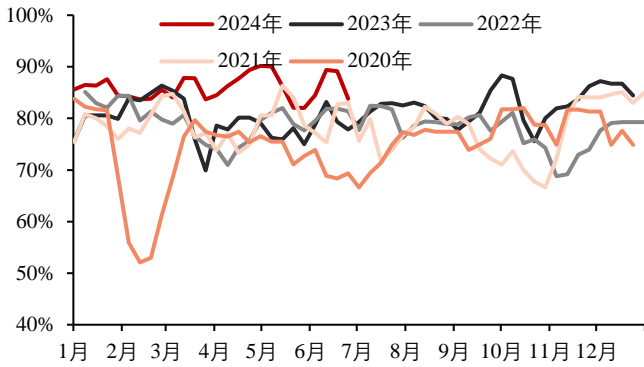
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 12:烧碱开工率 | 单位: %



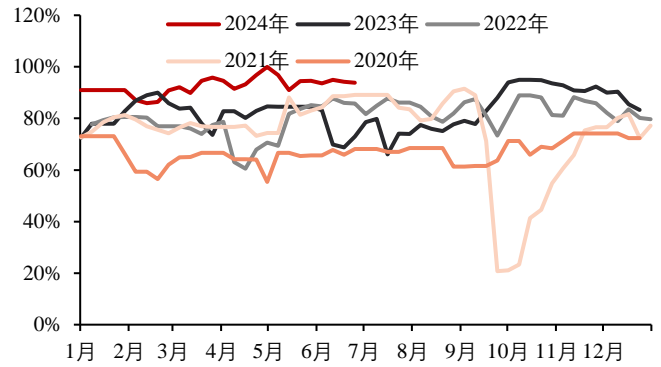
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 13:山东烧碱开工率 | 单位: %



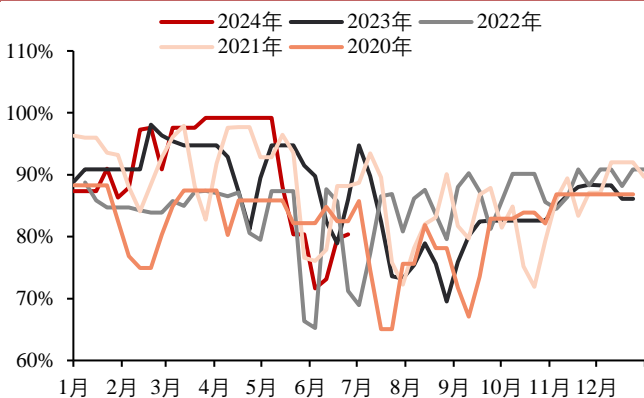
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 14:江苏烧碱开工率 | 单位: %



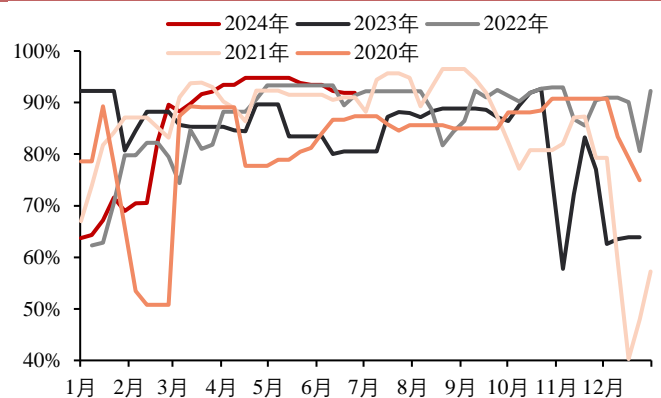
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 15:内蒙烧碱开工率 | 单位: %



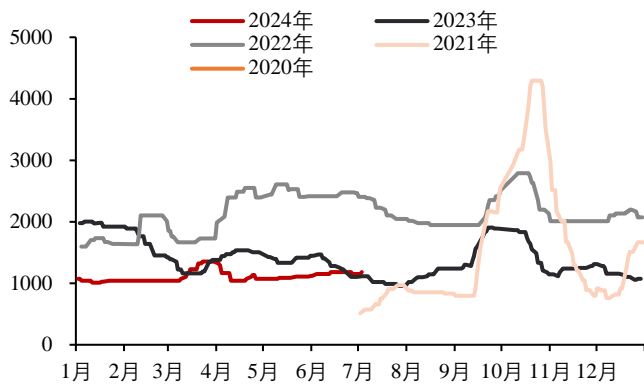
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 16:浙江烧碱开工率 | 单位: %



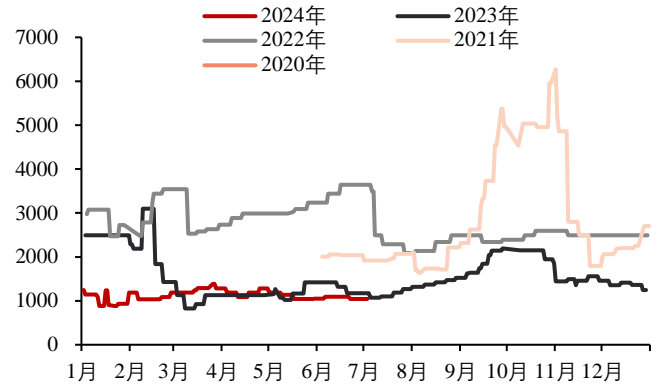
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

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: 西北氯碱综合利润 | 单位: 元/吨



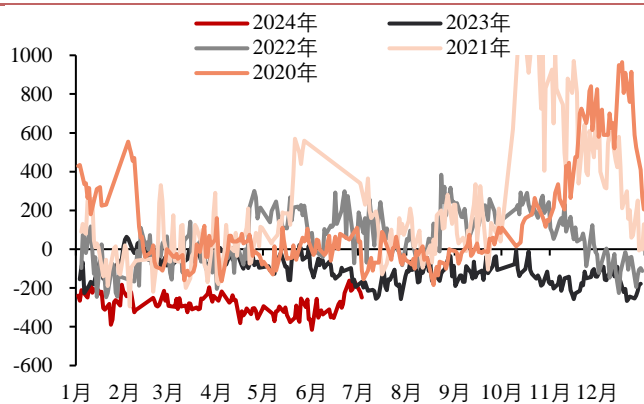
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

## PVC 及烧碱基差走势及后续判断

今年因社会库存的持续累积, PVC 持续呈现负基差的格局, 6 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。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, 下半年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。届时需要关注 2503 合约面临仓单注销规则下的价格大幅波动可能。

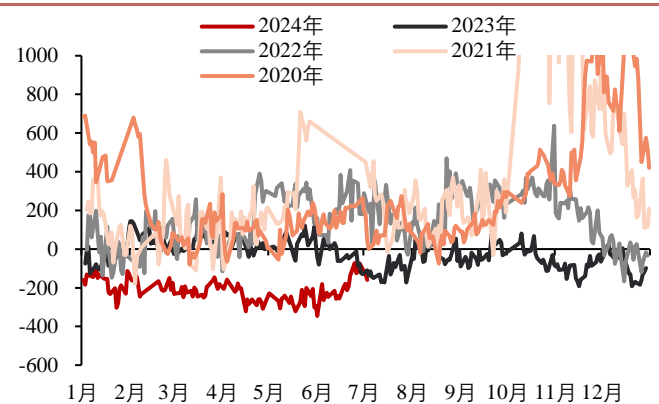
上半年烧碱基差波动频繁, 主要因上半年供应压力不大, 绝对库存压力有限, 总体在需求变化下带来的基差波动。今年 4 月份下旬, 仓单集中注册下, 基差开始快速从负基差格局转为正基差, 说明烧碱的基差受仓单的变化会出现明显波动, 因此下半年预计基差波动仍较大, 同时需要关注山东地区的仓单注册情况对于基差的影响。

图 19: PVC 华东基差 | 单位: 元/吨



数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 20: PVC 华南基差 | 单位: 元/吨



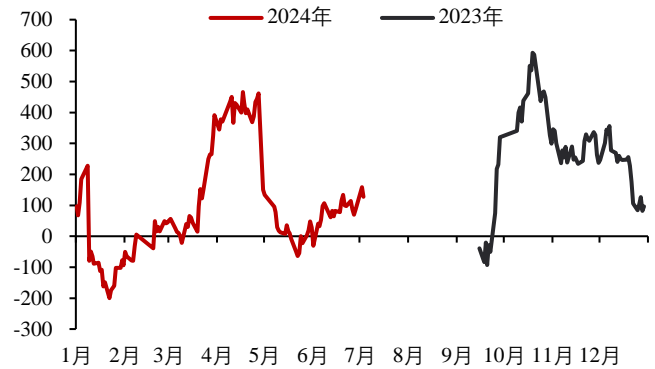
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

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

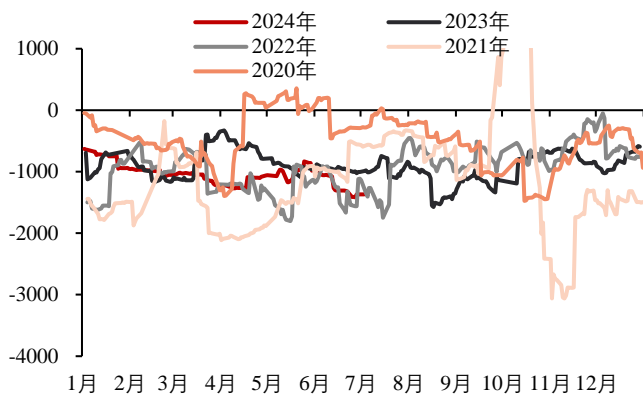
## 氯碱进出口分析

### PVC 进出口分析

据海关统计, 2024 年 1-5 月份国内 PVC 出口量 109 万吨, 较去年同期 93 万吨增加 16 万吨。主要因今年一季度末至今出口利润同比继续回升。今年上半年国内 PVC 价格持续低迷, 导致出口窗口持续打开, 对于国内 PVC 出口有一定的提振作用。

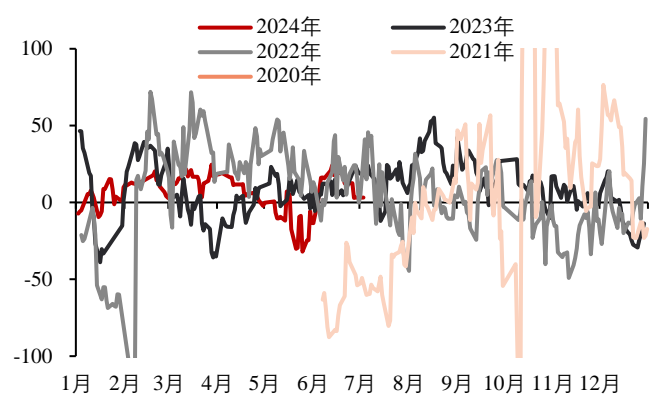
分国别来看, 国内 PVC 粉主要出口到印度, 占国内出口总量 80%左右, 剩余出口量分布其他国家, 体量都较小, 其中越南是近几年国内 PVC 粉在其他出口国家中出口相对较多的, 因此我们主要看国内出口到印度的量。5-7 月是印度的斋月加雨季, PVC 需求呈现季节性淡季, 下半年因国内出口窗口继续打开, 7 月雨季结束之后出口到印度的量或仍有回升。

图 23:PVC 进口利润 | 单位: 元/吨



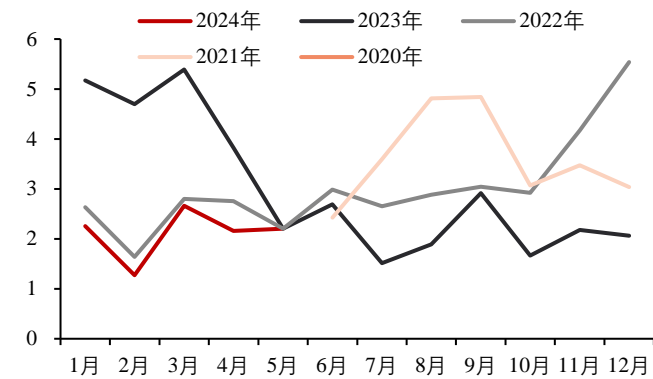
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 24:PVC 出口利润 | 单位: 美元/吨



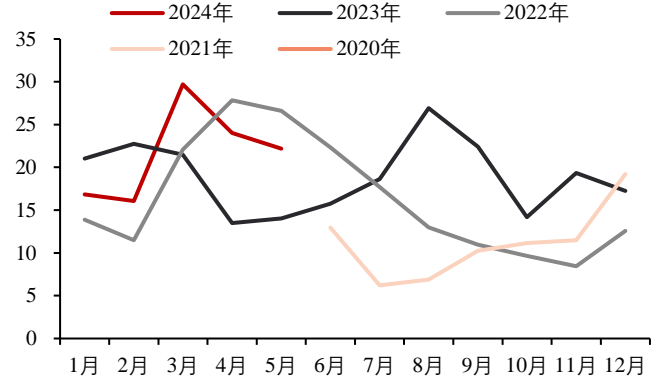
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 25:PVC 进口量 | 单位: 万吨



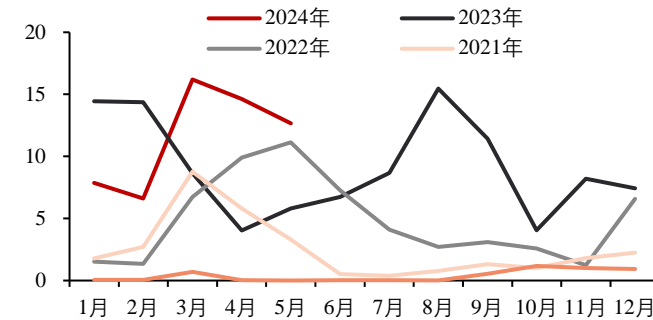
数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

图 26:PVC 出口量 | 单位: 万吨



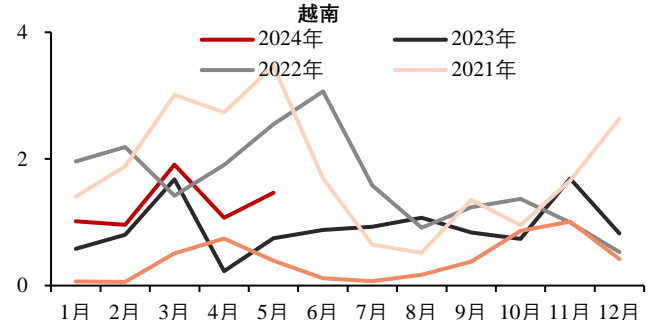
数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

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



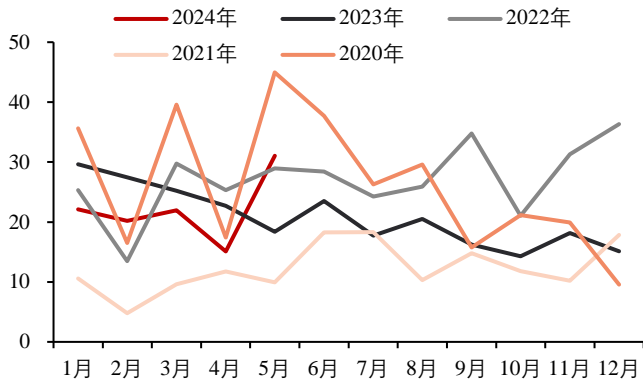
数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

## 烧碱进出口分析

据海关统计, 2024 年 1-5 月份国内烧碱累计出口量 110 万吨, 较去年同期 123 万吨减少 13 万吨。今年国内上半年出口不理想, 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。

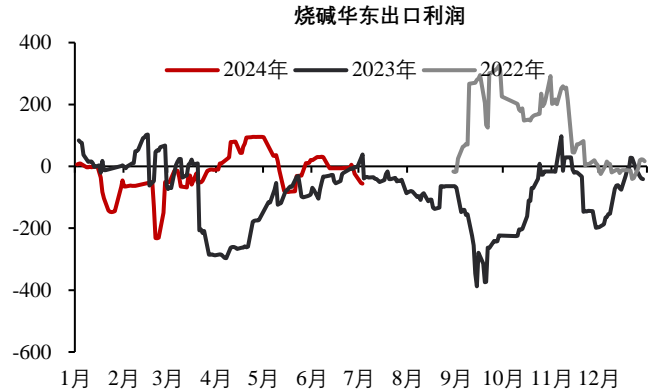
上半年的出口数据或说明今年海外需求不及去年, 仅从出口利润来看, 去年同期出口利润更差, 但去年上半年出口好于今年。对于下半年烧碱出口的判断, 取决于海外需求的变化, 海外烧碱需求以化工类为主, 预计可以维持。

图 29：烧碱出口量 | 单位：万吨



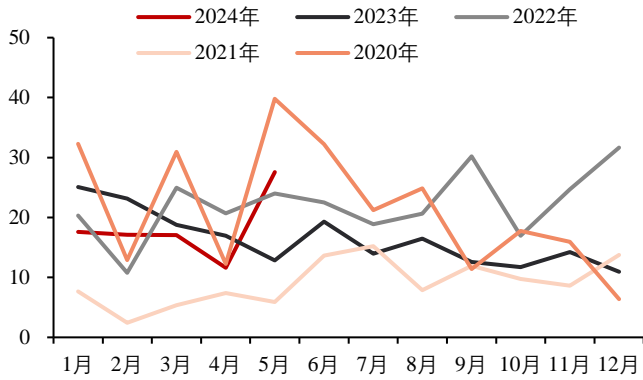
数据来源：中国海关 华泰期货研究院

图 30：烧碱华东出口利润 | 单位：元/吨



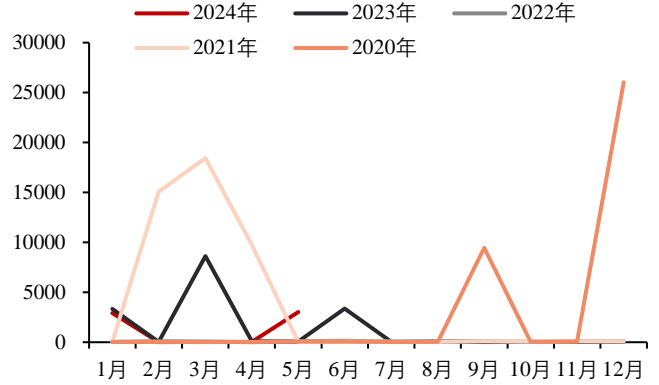
数据来源：中国海关 华泰期货研究院

图 31：液碱出口量 | 单位：万吨



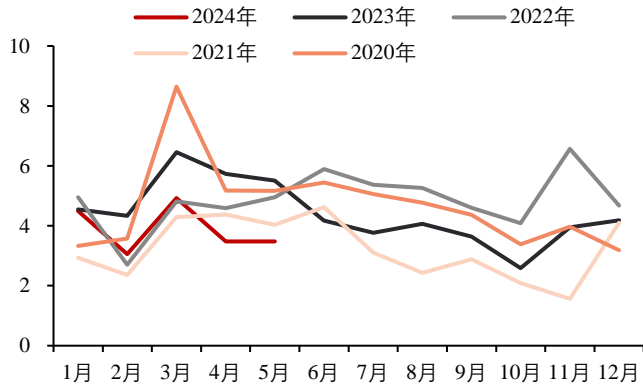
数据来源：中国海关 华泰期货研究院

图 32：液碱进口量 | 单位：吨



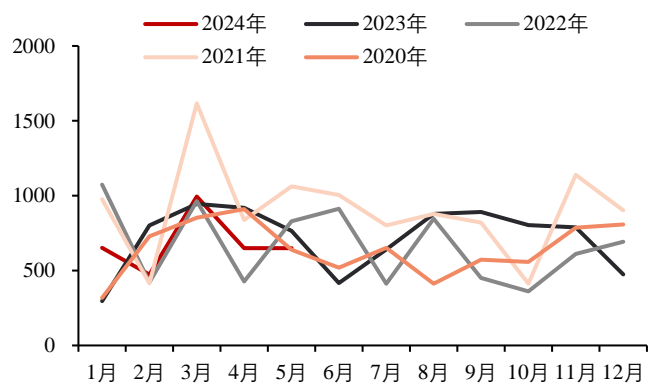
数据来源：中国海关 华泰期货研究院

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：吨



数据来源：中国海关 华泰期货研究院

## PVC 与烧碱的需求现状及展望

PVC 需求主要跟国内房地产中后端相关，即跟国内施工面积及竣工面积挂钩。国内 6

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

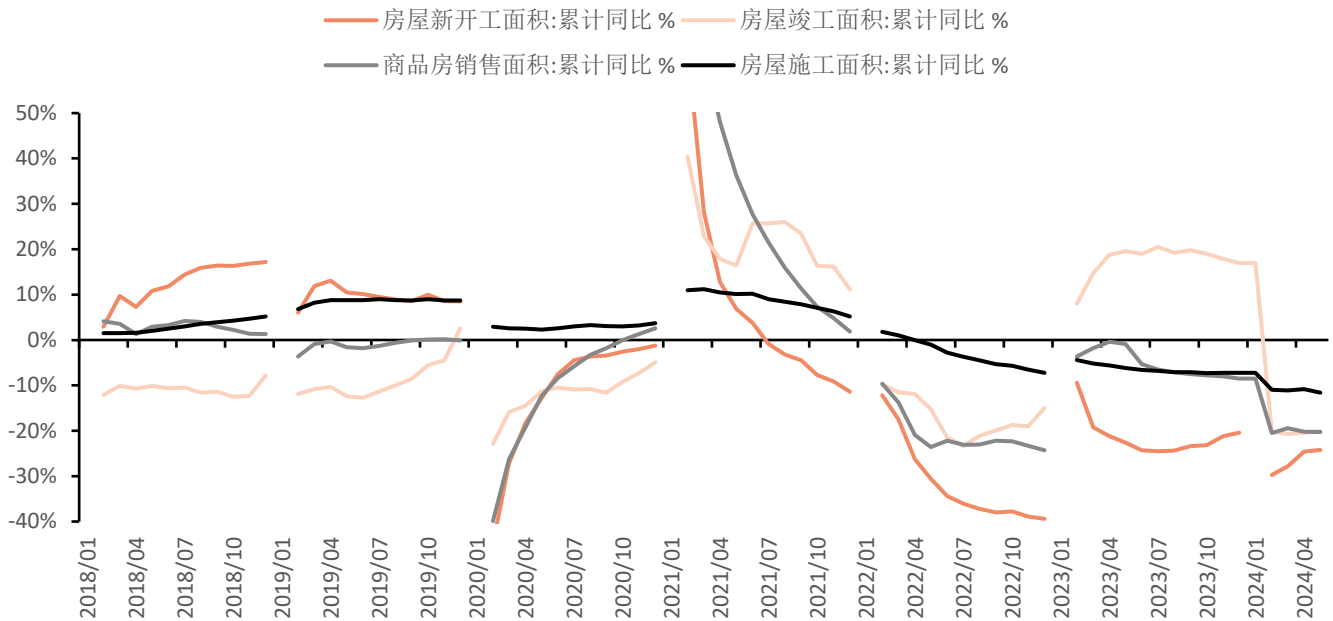
月份公布的房地产数据依旧偏弱，反映出国内房地产的低迷，对于 PVC 需求持续产生拖累。但 5 月 17 日房地产政策进一步加码使得市场对于需求预期明显转暖，但从房地产新开工及竣工数据来看，预计下半年现实需求仍难以改善。PVC 下半年实际需求提升难度较大。

对于烧碱的下游，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。因国内房地产需求的示弱，将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，对于电解铝的支撑较强，因此预计下半年电解铝消费持稳为主。而从纺织服装的数据可以看出国内需求偏弱，海外略偏强，但近期海外需求也在逐步回落，预计下半年印染、粘胶短纤的需求将偏弱运行为主。总体宏观指引下半年烧碱需求或仍偏弱。

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。尤其氧化铝今年上半年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。而非铝需求领域，上半年主要是纸浆的开工率明显偏弱，拖累烧碱需求。对于下半年烧碱需求的判断，主要还是看下游氧化铝的开工率。目前氧化铝港口库存低位，生产利润偏高将有利于后期开工率的回升。在排除海外运力紧张以及国内环保政策的干扰下，国内铝土矿后续将继续恢复供应的背景下，预计下半年国内氧化铝开工率环比继续回升。上半年国内氧化铝因国内铝土矿的紧张以及海外季节性雨季导致国内进口铝土矿下降带来国内氧化铝开工率同比下降 2% 左右，下半年氧化铝开工率预计将重新回升到去年同期水平，环比或回升 2% 左右，基本持平去年下半年的开工率水平。同时，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，预计下半年平稳为主，因此我们认为下半年氧化铝开工率提升空间有限下，烧碱需求环比改善受限。

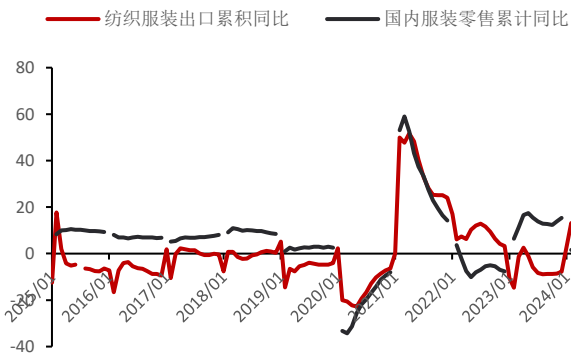


图 35：中国房地产数据 | 单位：%



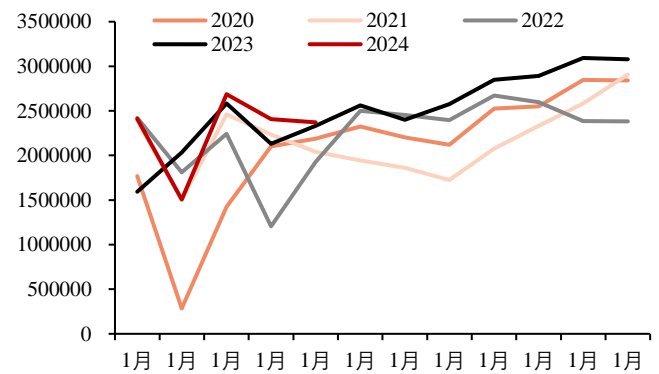
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 36：中国纺织服装消费及出口累计同比 | 单位：%



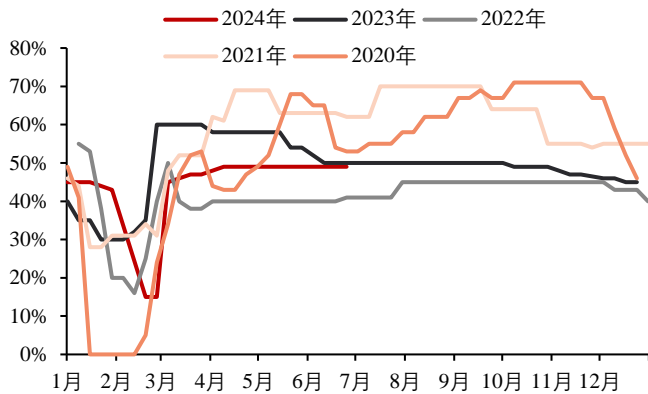
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 37：中国汽车产量 | 单位：万辆



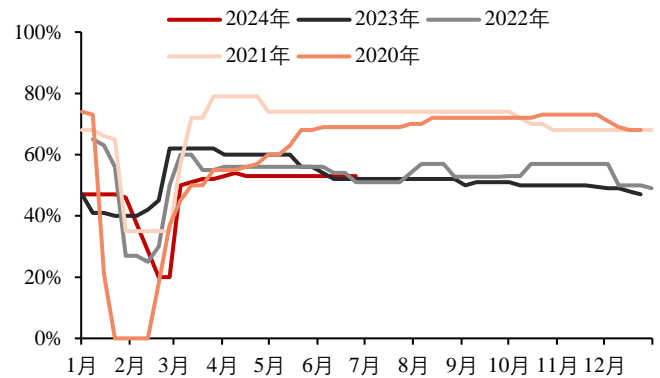
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 38:PVC 华北下游开工率 | 单位: %



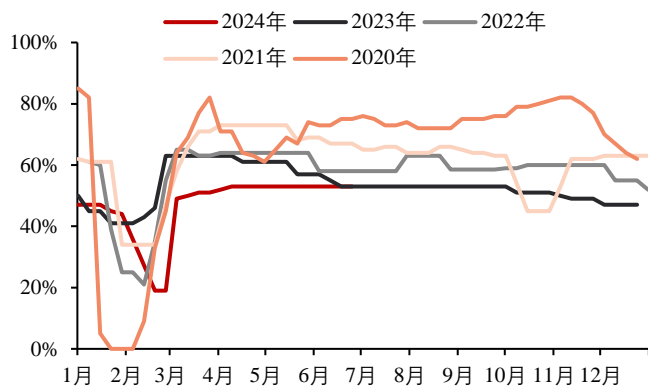
数据来源: V 风 华泰期货研究院

图 39:PVC 华南下游开工率 | 单位: %



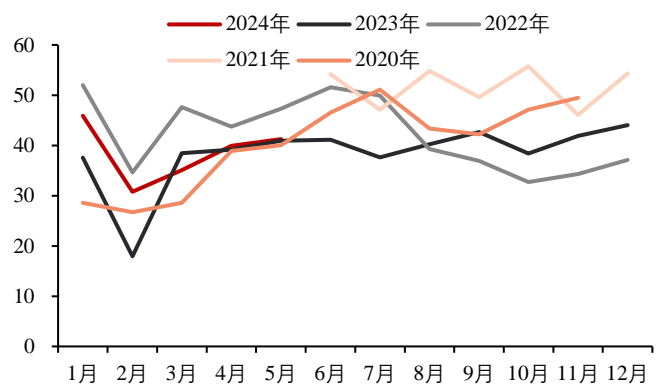
数据来源: V 风 华泰期货研究院

图 40:PVC 华东下游开工率 | 单位: %



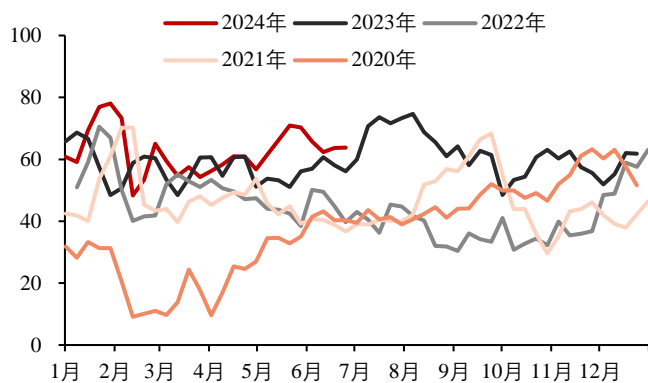
数据来源: V 风 华泰期货研究院

图 41:PVC 铺地制品出口 | 单位: 万吨



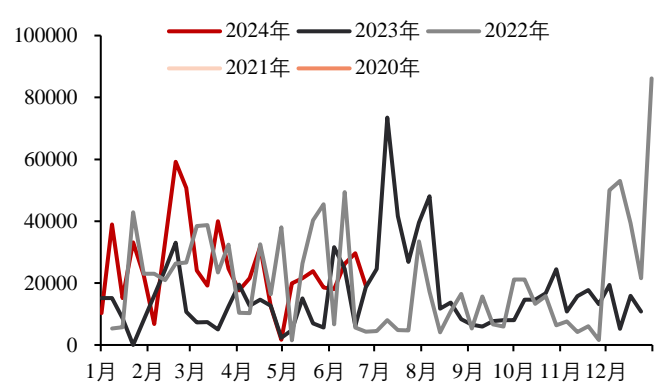
数据来源: 文华财经 华泰期货研究院

图 42:PVC 企业预售库存 | 单位: 万吨



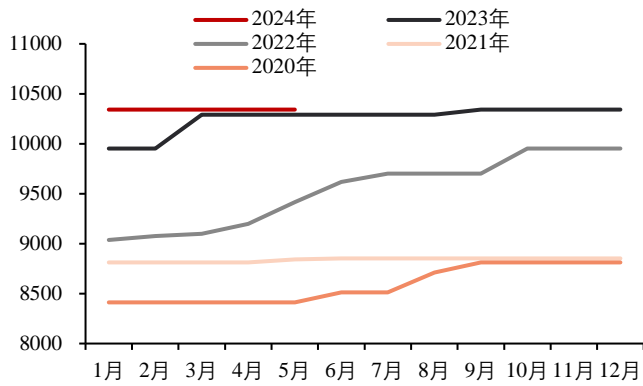
数据来源: V 风 华泰期货研究院

图 43:PVC 出口企业签单量 | 单位: 吨



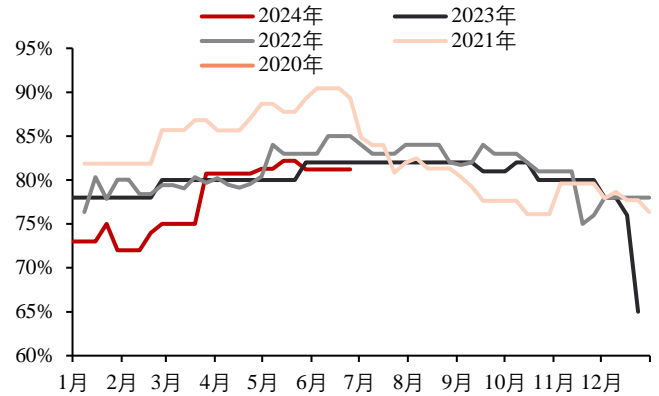
数据来源: 文华财经 华泰期货研究院

图 44:氧化铝建成产能 | 单位: 万吨



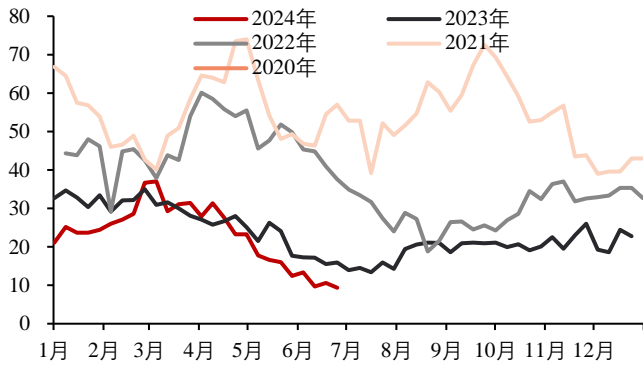
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 45:氧化铝周度开工率 | 单位: %



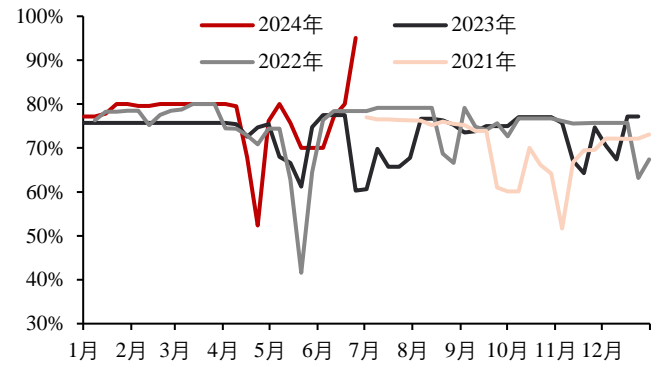
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 46:氧化铝港口库存 | 单位: 万吨



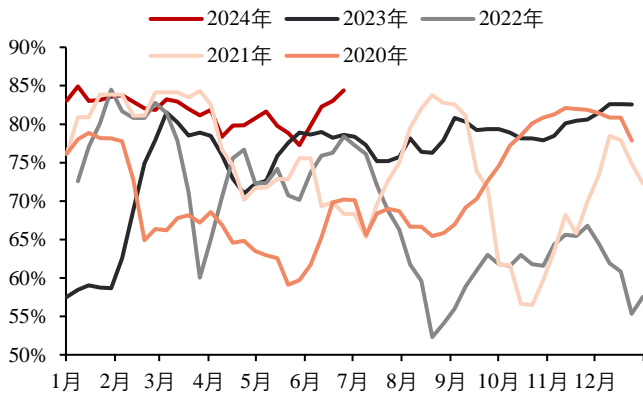
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 47:阔叶浆开工率 | 单位: %



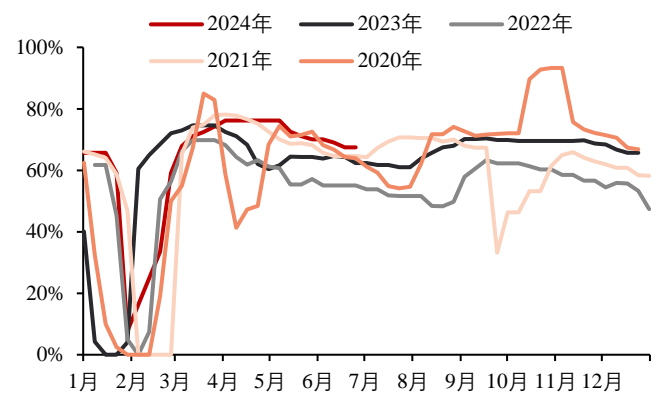
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

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

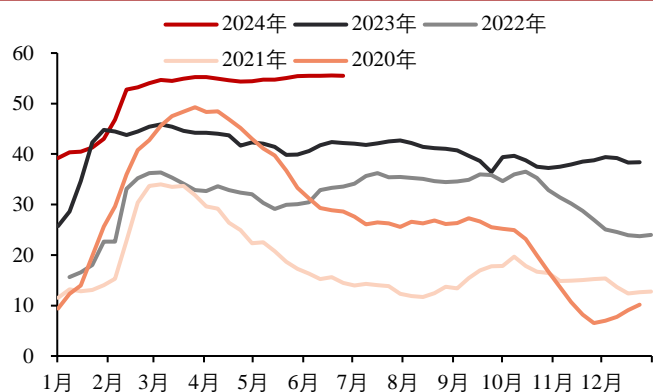
## 氯碱库存现状与展望

上半年 PVC 社会库一直处于累库周期中, 春节假期前后迎来库存明显回升的时间点,

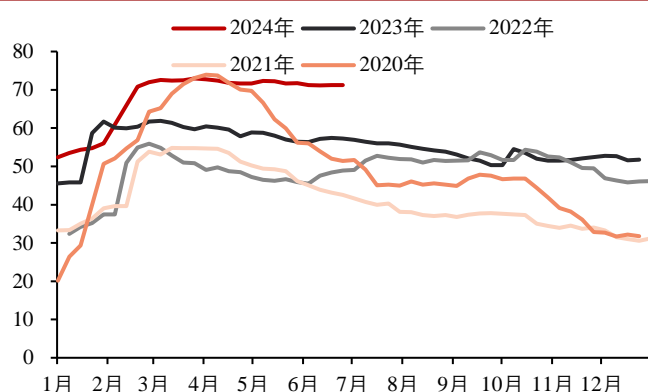
请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

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。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。根据当下房地产新开工及竣工数据，预计下半年PVC需求仍难以回升，因此，上游负荷的变化以及出口的波动成为后期库存的走向，低估值下，我们预计下半年有望迎来库存小幅去化。

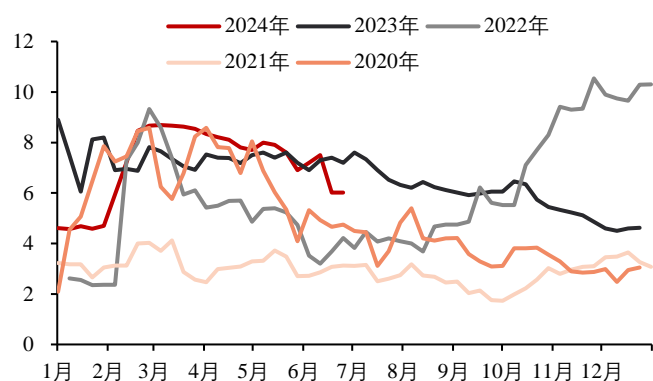
供应端的压力以及需求表现一般导致烧碱上半年上游库存同比持续回升。上游生产仍有利润下，上游开工率延续，产能同比继续增加，叠加海运费的上涨带来国内出口需求减弱，供应端呈现充裕状态。烧碱下游则因氧化铝开工率环比回升有限，需求环比改善幅度较小。而下半年因新投产产能仍较多，预计供应压力较大，库存或继续累积。

**图 50:PVC 社会库存（卓创） | 单位：万吨**


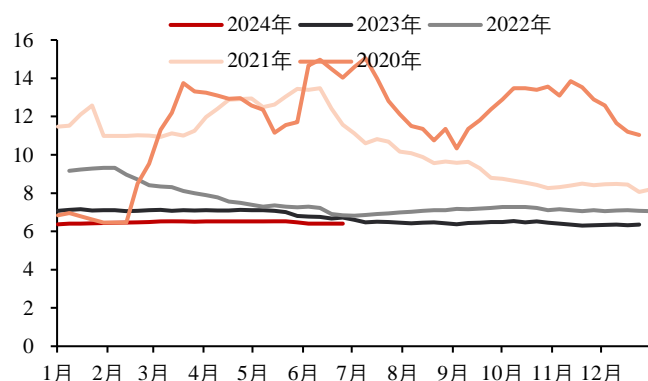
数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

**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

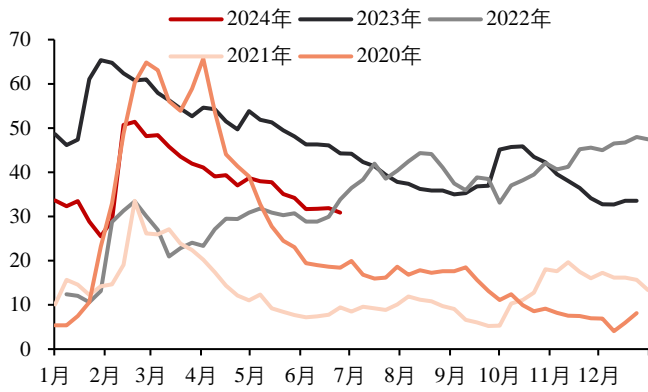
**图 52:PVC 上游库存 | 单位：万吨**


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**


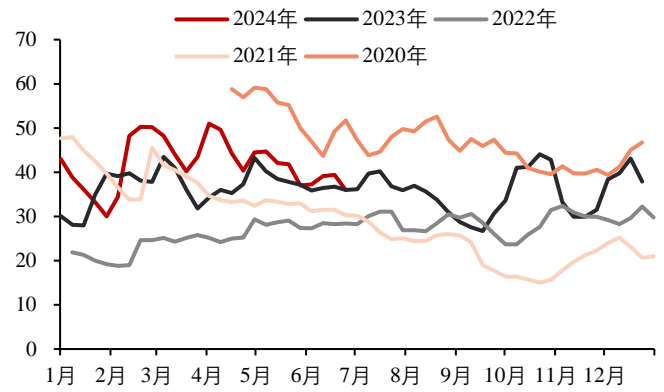
数据来源：V 风 华泰期货研究院

图 54:PVC 上游企业在库库存 | 单位: 万吨



数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 55:烧碱上游库存 | 单位: 万吨



数据来源: 隆众资讯 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利。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