



紫金天风期货

立足产业 研究驱动

V：无尽震荡；SH：欲扬先抑

氯碱半年报 2025/06/27

作者：朱晓宇

从业资格证号：F03093900

交易咨询证号：Z0020848

审核：肖兰兰

邮箱：zhuxiaoyu@thanf.com

交易咨询证号：Z0013951

我公司依法已获取期货交易咨询业务资格



【上半年回顾】

供应端：存量装置一季度供应较为平稳，二季度检修扰动供应。整体开工约77%。上半年产量约1191万吨，同比增0.85%；期间新浦投产。存量装置苏州华苏（13万吨）停车。

需求端：上半年内需约1002万吨，同比降3.06%，1-5月出口170万吨，增61万吨。整体看，内需较弱，外需缓解部分国内压力。

库存端：春节后上游及社会库存因出口及检修持续去化，近期随着供应回升转为累库。

盘面：上半年震荡下跌。阶段性因检修宏观等因素反弹。

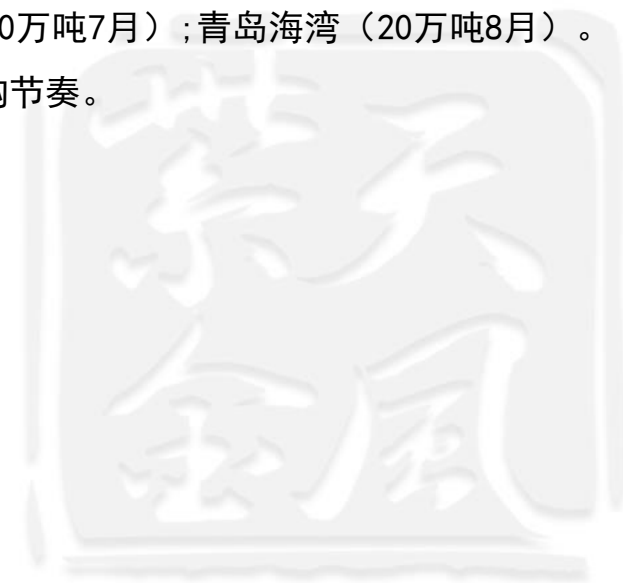
【下半年展望】

供应端，从检修计划来看7-8月检修减少，下半年预计有170万吨投产计划：福建万华（50万吨7月）；大沽（40万吨7月）；青岛海湾（20万吨8月）。

需求端，地产前端需求恐难有起色、基建相对平稳。下半年出口依然有潜力，重点关注印度、越南等地的采购节奏。

【策略】

单边：偏震荡格局；月差：9-1正套，1-5、3-5反套；卖权：关注09的虚值put；01的虚值call。



【基本面】

供应端，烧碱上半年产量约2097万吨，同比增0.02%。期间青岛海湾6月投产。下半年计划投产186.5万吨，下半年重点关注产能兑现情况及可能的亏损降负。

需求端，上半年需求1897万吨，同比降3.42%。氧化铝需求年前兑现后，今年上半年需求较为平淡，非铝中规中矩，关税放松后并无很多抢出口。1-5月烧碱出口增51.3%，主要为澳洲及印尼贡献。

【盘面】

年后高位下跌，二季度继续走弱，5月阶段性反弹，但主力合约提前交易淡季预期。近端震荡反弹。

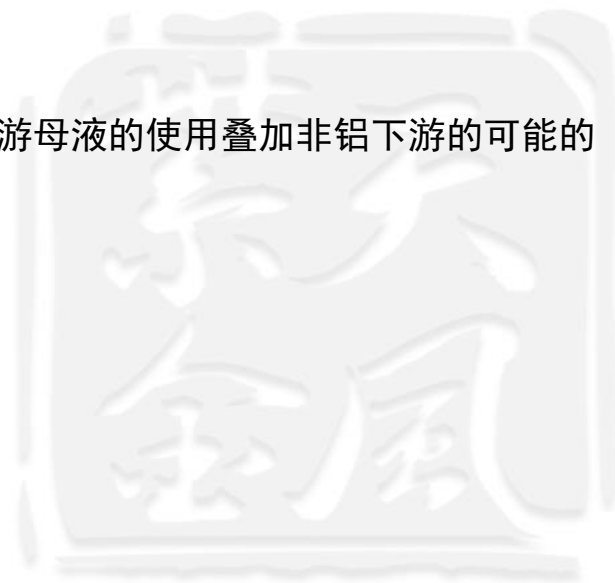
【策略】

单边：1) 现货压力依然未释放完毕，表现为供增需减过剩格局。供应端检修恢复叠加新投产，需求端下游母液的使用叠加非铝下游的可能的检修对需求存在拖累。2) 淡季布局今年&明年旺季合约。

月间：低位9-1正套，高位1-5反套。跨品种套利关注氧化铝、电解铝与烧碱之间的套利机会。

【注意】

液氯补贴下，氯碱双弱可能的降负荷。



PVC行情回顾

主题

PVC行情回顾

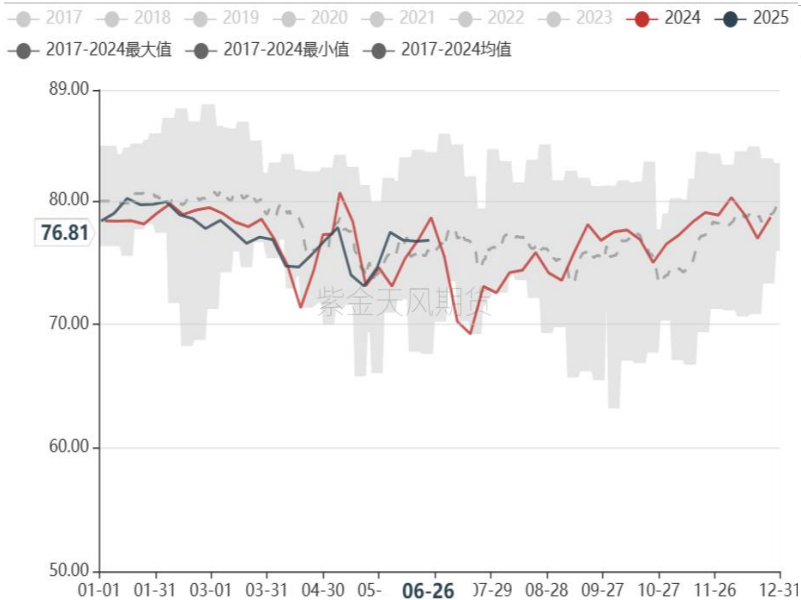
日线 PVC2509 均线 MA5:4885↑ MA10:4861↑ MA20:4823↑ MA30:4859↑ MA60:4956↓



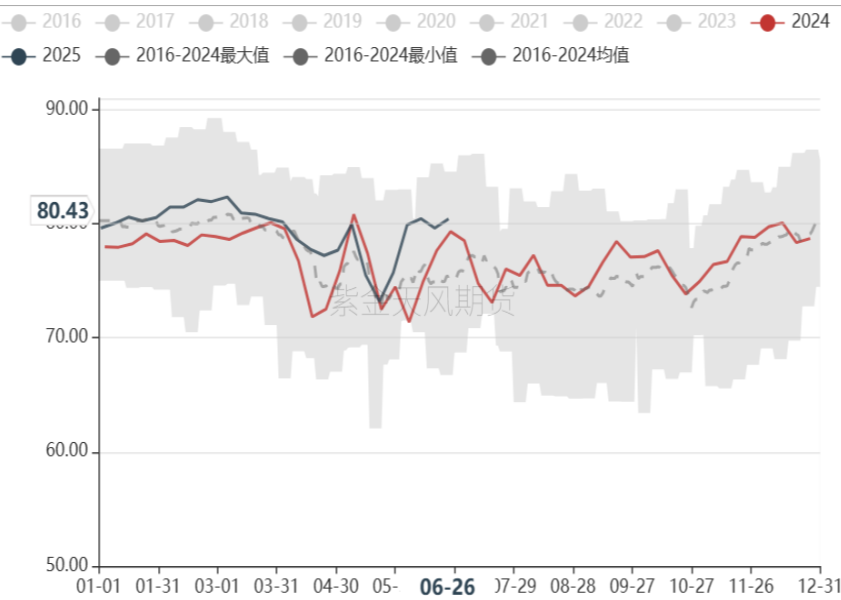
上半年供需回顾

主题

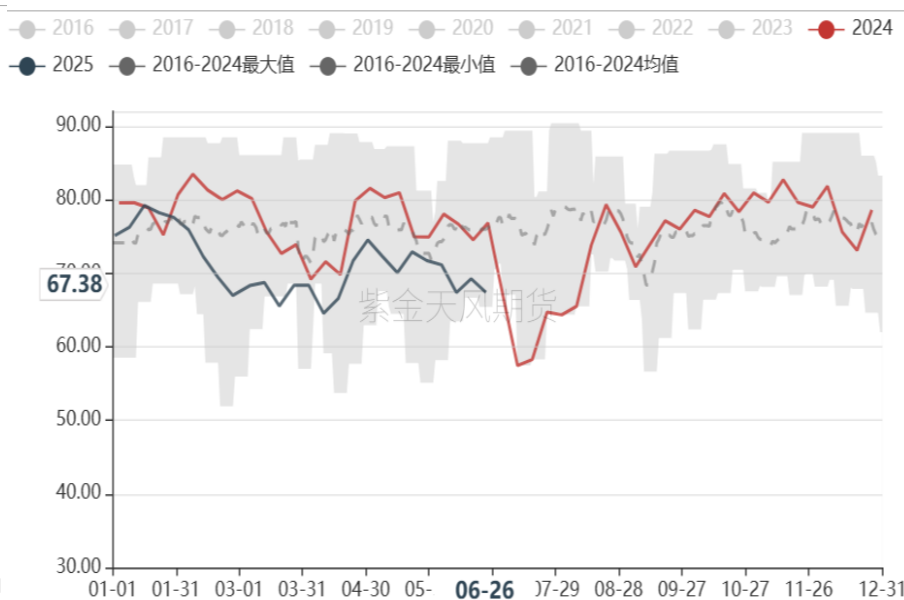
PVC整体开工季节性（卓创）



【V】电石法PVC粉开工率季节性



【V】乙烯法PVC粉开工率季节性

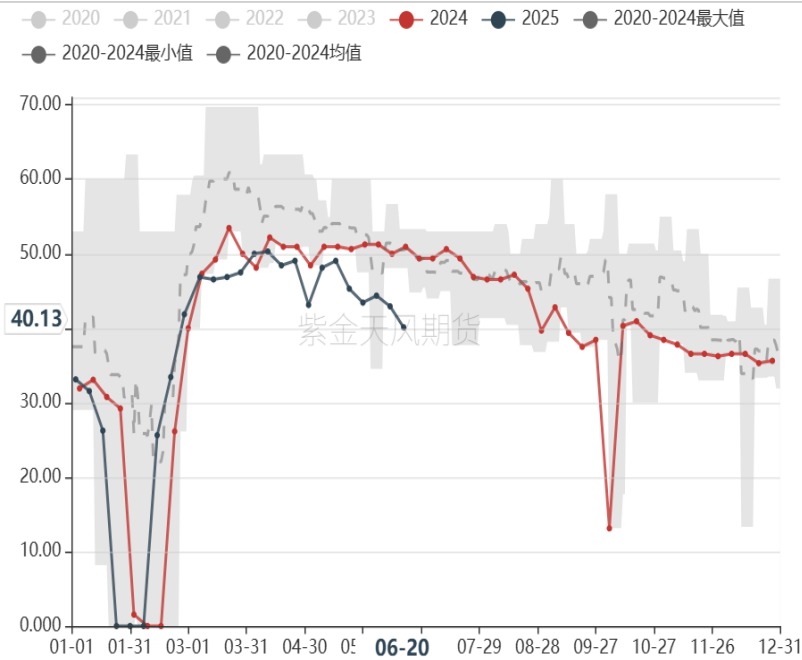


- 2025年一季度开工较为平稳，二季度开工受检修影响大，季度内呈现W型。上半年平均开工77%。
- 上半年总产量约1191万吨，同比增0.85%。

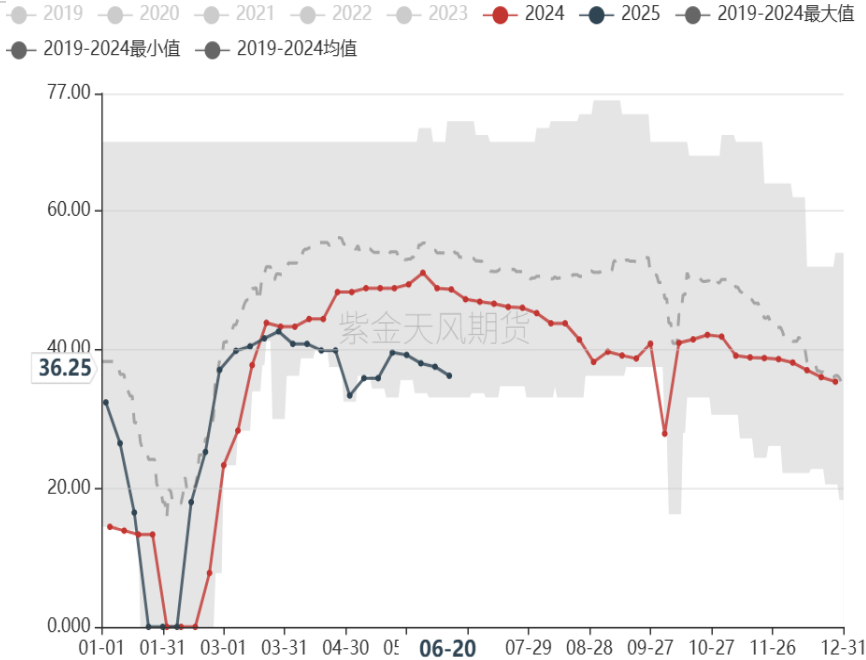


下游内需表现较弱

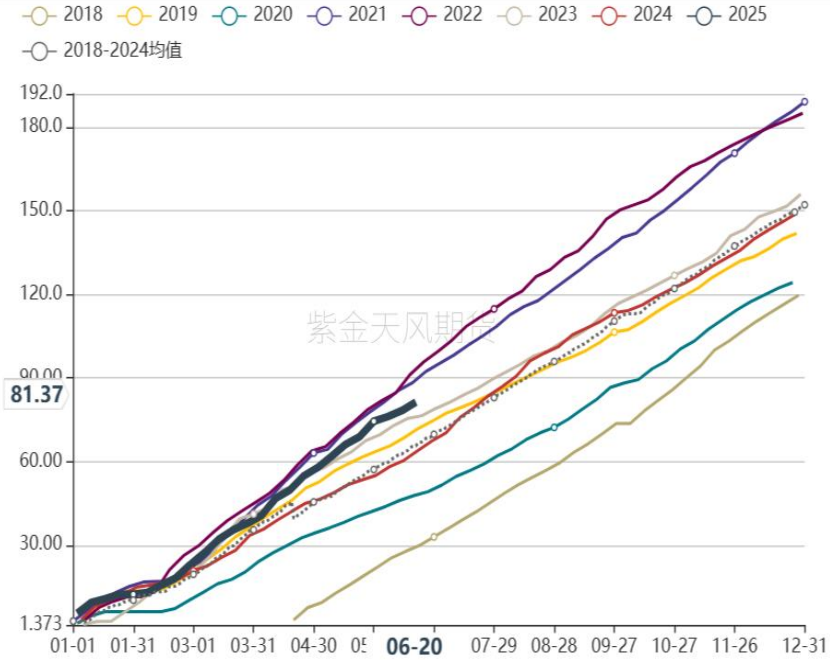
【V】PVC管材：开工率：中国（周）



【V】PVC型材开工率季节性



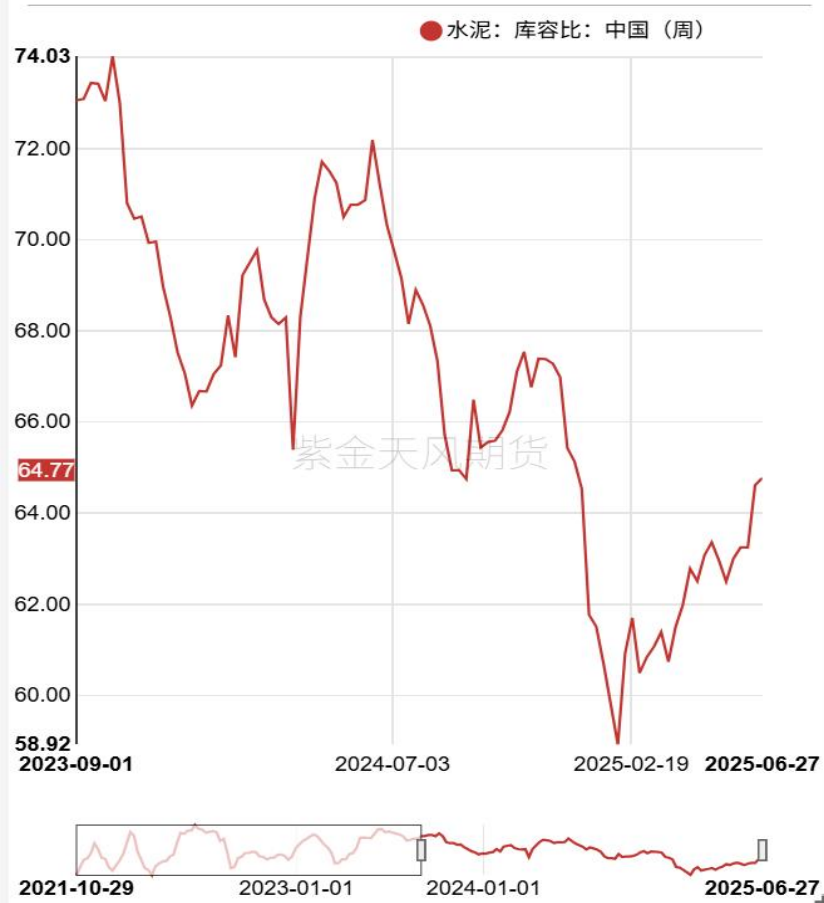
【V】PVC成交累计



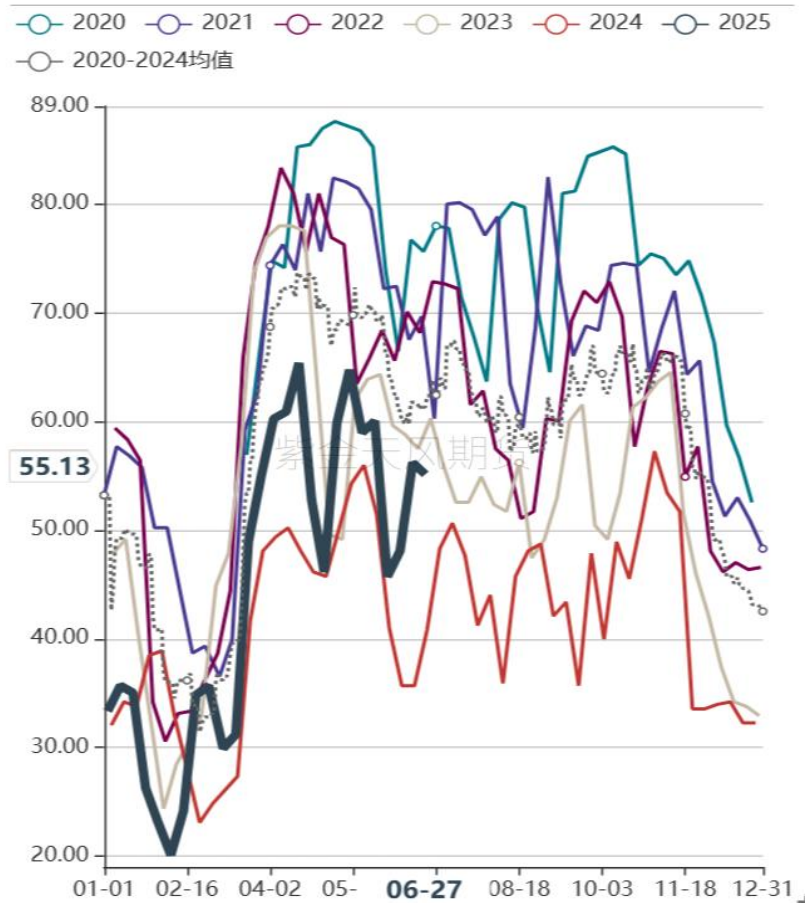
- 上半年表需下滑。2025年上半年表需约1002万吨，去年同期1045万吨，二季度出口表现较好。
- 终端需求偏弱。上半年管材、型材整体开工低于去年同期水平。整体开工负荷及订单天数低于去年。
- 投机需求。二季度成交相较于一季度并没有较大改善。

水泥表现偏弱

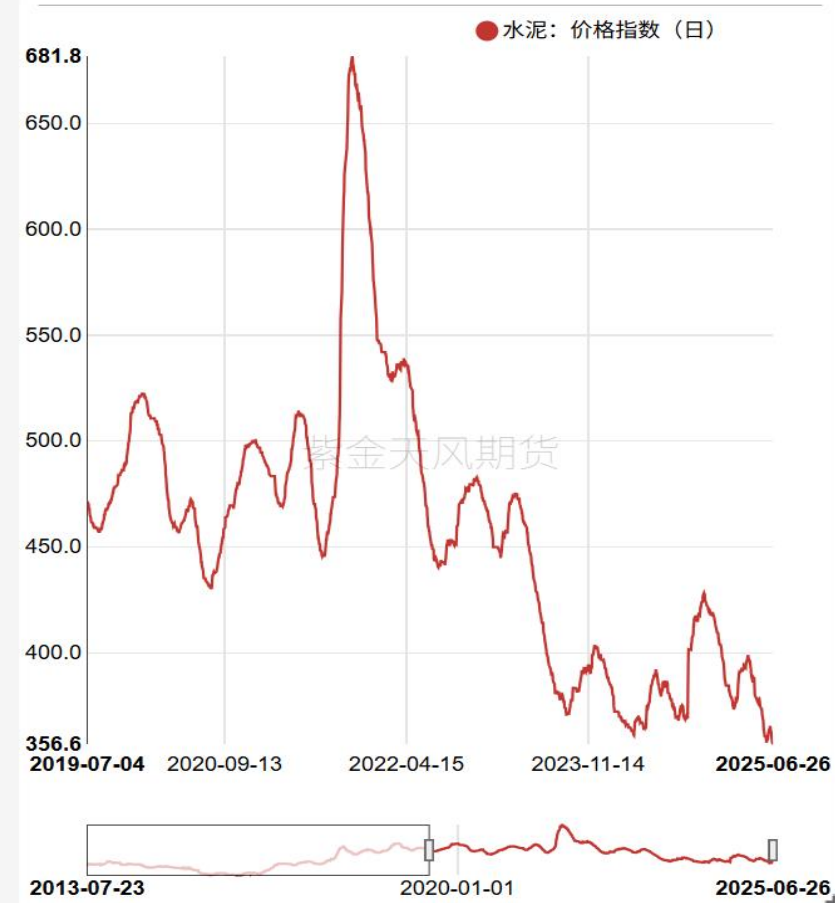
水泥：库容比：中国（周）



水泥熟料：窑线运转率：中国（周）



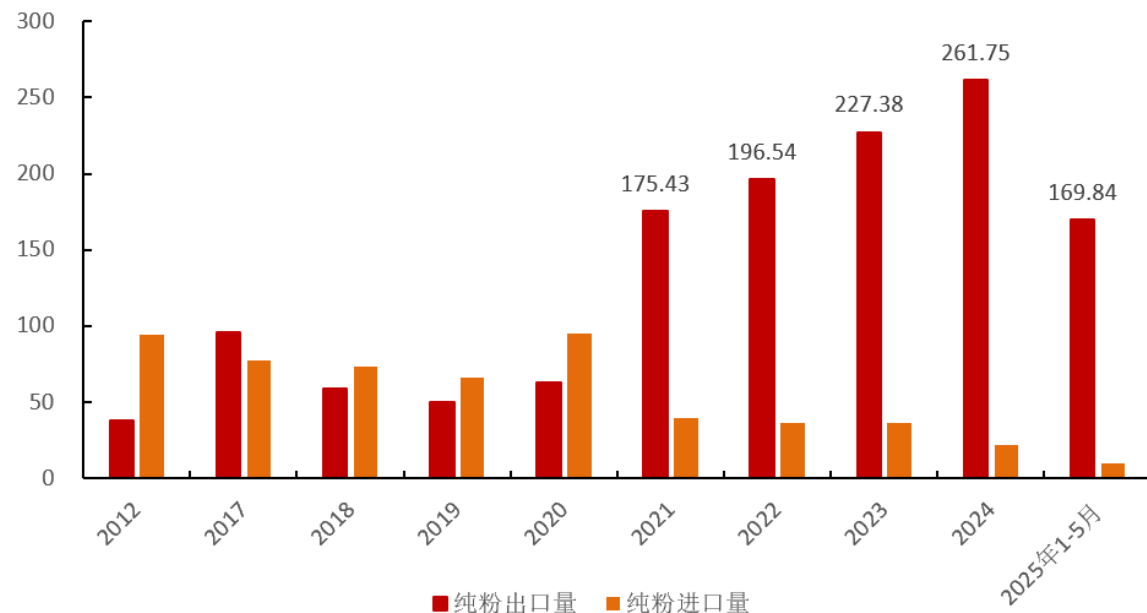
水泥：价格指数（日）



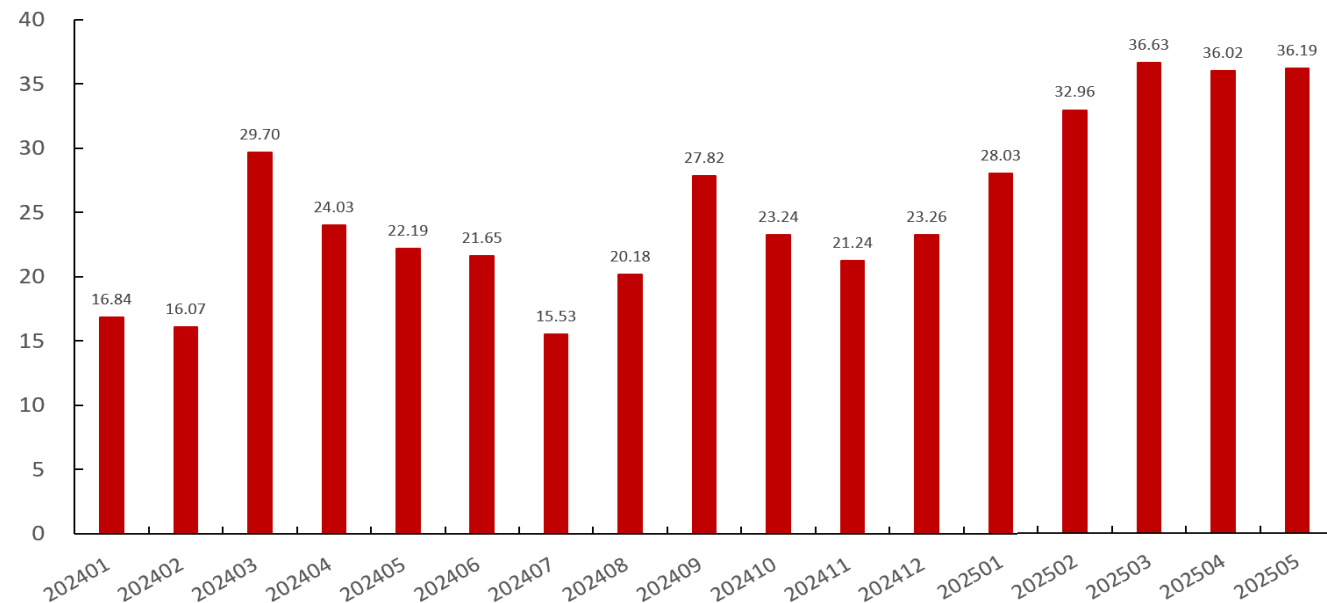
■ 2024年上半年，水泥库容比逐步提高，开机率低位，价格较弱。

上半年出口较好

PVC年度进出口量（万吨）



PVC粉月度出口量（万吨）

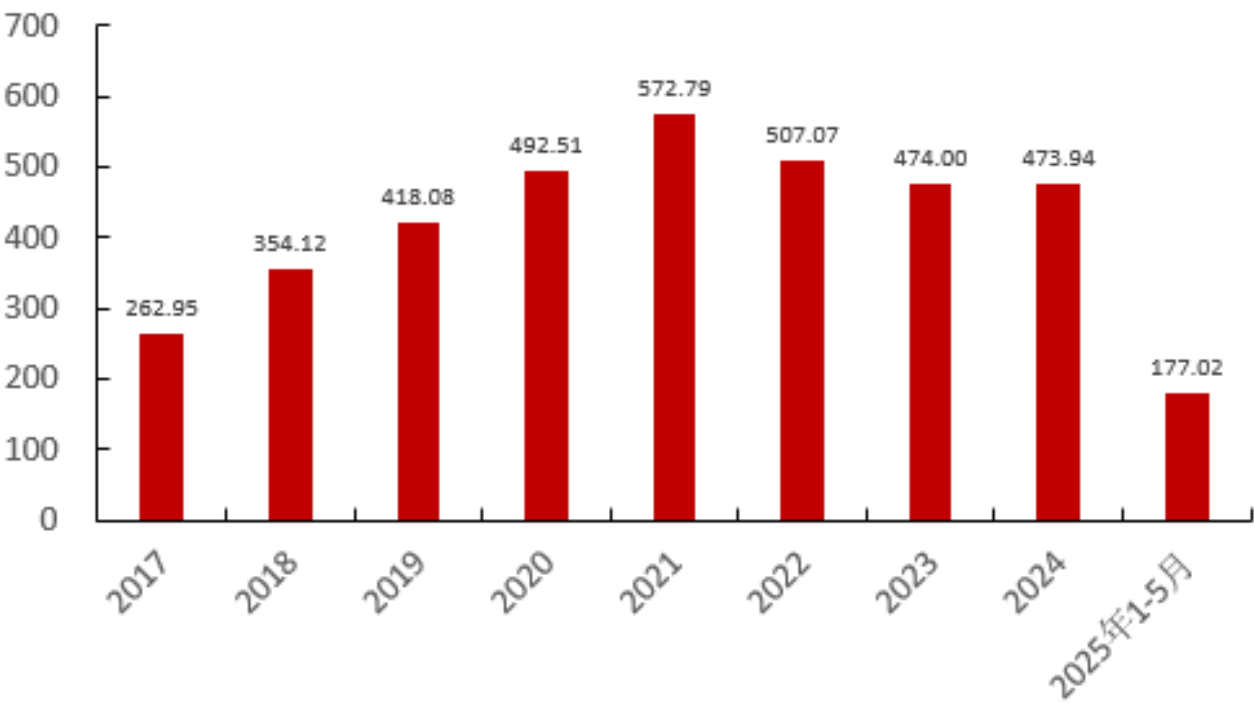


■ 1-5月出口同比走强。

- 1-5月PVC粉出口量170万吨，同比增61万吨（+55.96%）。
- 1-5月PVC粉进口量为10.02万吨，基本持平去年。

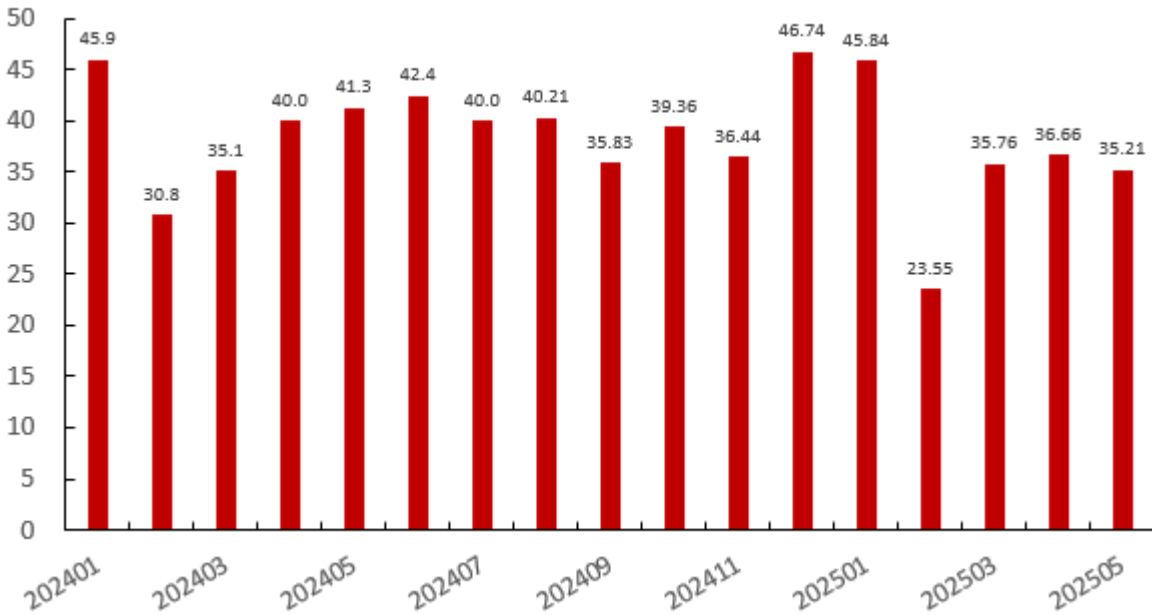
地板出口下滑

PVC地板出口量（万吨）



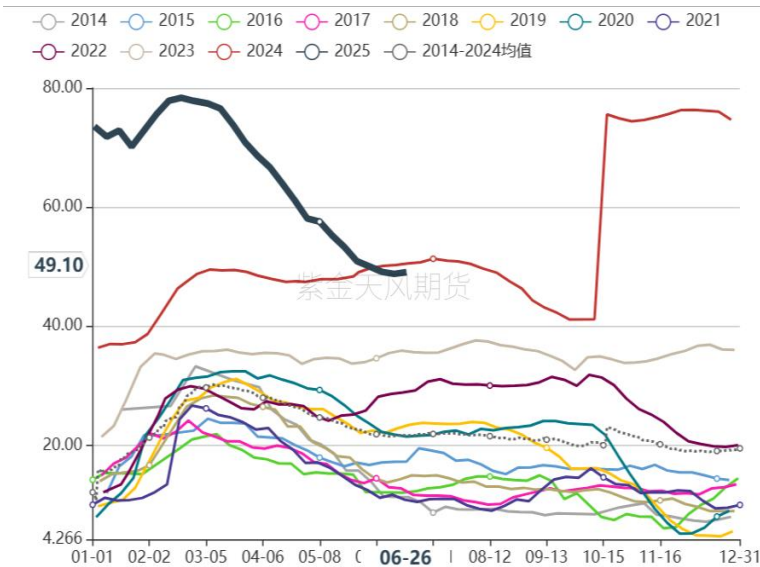
■ 1-5月地板累计出口177万吨，同比降8.3%。

PVC地板月度出口量（万吨）

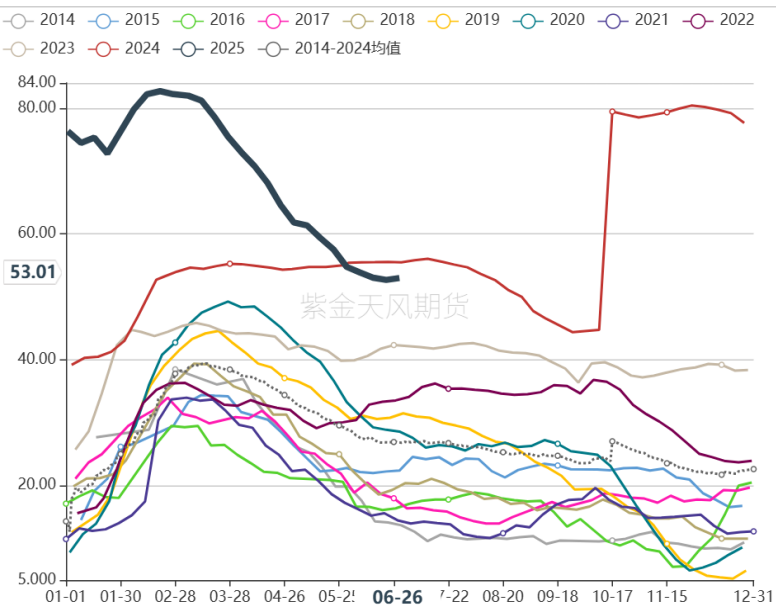


大库存、大仓单成为常态

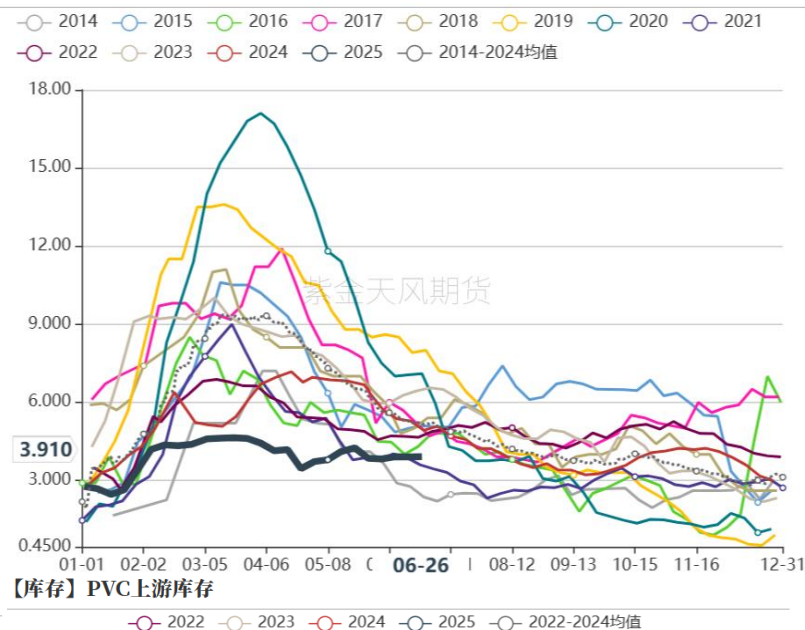
华东社会库存季节性 (万吨)



社会库存季节性 (万吨)



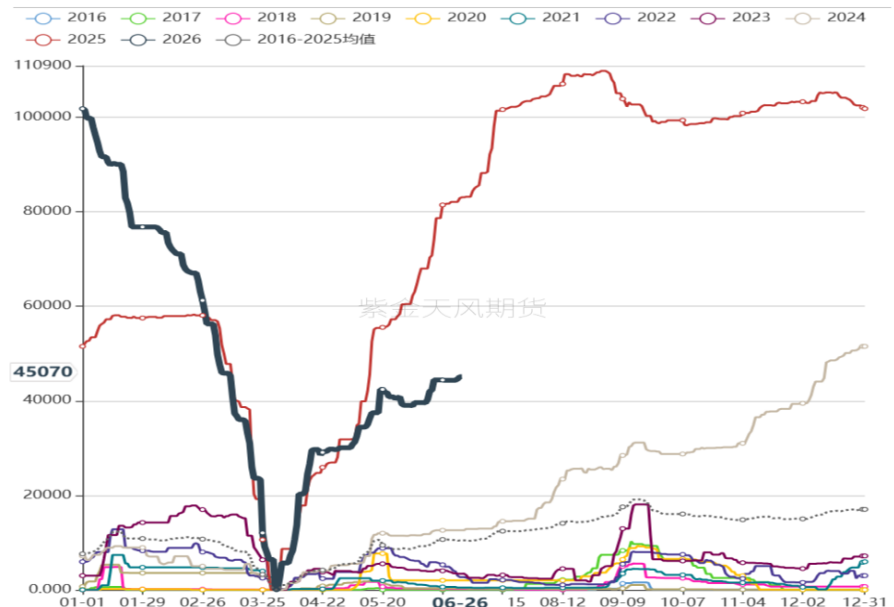
华南社会库存季节性 (万吨)



【库存】PVC上游库存



注册仓单量



■ 上游：Q2以来持续去库，近期或转向。

■ 直销、出口叠加检修上游持续去库。

■ 社会库存库容较满，影响库存周转。

■ 中游：3月开始持续去库。

■ 出口及下游投机需求。

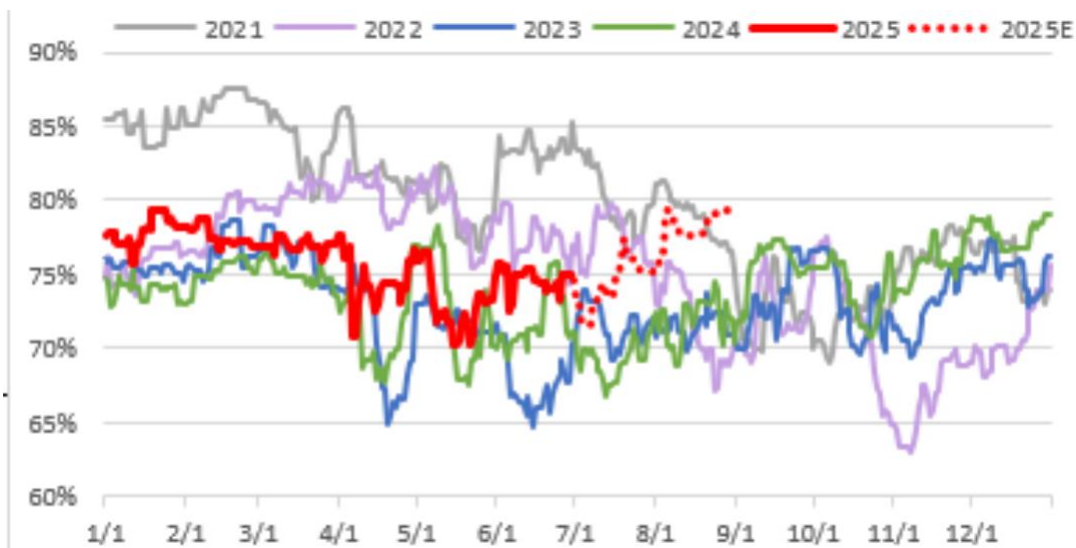
■ 仓单持续增加。截至6月26日，仓单量45070张。

下半年供给展望

主题

PVC存量装置开工预测及长停装置

PVC开工预测



注：预测数据主要看趋势

■ 从目前公布的检修计划来看，Q3开工逐步增加。

长时间停车检修产能

区域	企业名称	供应	产能 (万吨)	备注
华北	泰汶盐化	电石法	10	2022年9月30日停车，开车时间不定
西北	内蒙晨宏力	电石法	3	2022年10月8日停车，开车时间不定
华北	山东东岳	电石法	12	2023年3月25日停车，开车时间不定
西北	甘肃金川新融	电石法	20	2023年7月13日停车，开车时间不定
西北	乌海化工	电石法	40	2023年7月22日停车，开车时间不定
华北	德州实华	EDC法	10	2023年12月5日停车，开车时间不定
西北	内蒙亿利	电石法	25	2024年5月15日停车，计划下半年开车
华北	聚隆化工	乙烯法	40	2024年9月20日起停车检修，开车时间未定
华北	聚隆化工	乙烯法	14	2025年1月26日停车，预计8-9月装置重启
华东	苏州华苏	乙烯法	13	4月29日停车，开车时间未定

- 存量装置存在产能退出可能。
 - 2022年以来，一些装置因效益等问题长时间停车、检修的产能187万吨，约占总产能的6.3%。一方面，PVC存在主动降产能的可能性；另一方面，如果效益好转，存量供应有回升潜力。

2025下半年供应展望

2025投产计划

地点	企业名称	产能 (万吨)	工艺	投产计划	备注
江苏	新浦化学	50	乙烯法	25年2月投完	
天津	天津大沽	40	乙烯法	7月	
甘肃	甘肃耀望	30	电石法	7月	
青岛	青岛海湾	20	乙烯法	8月	原计划6月
福建	福建万华	50	乙烯法	7月下旬	原计划5月
浙江	嘉化能源	30	乙烯法	2025年底	不确定
合计		220			

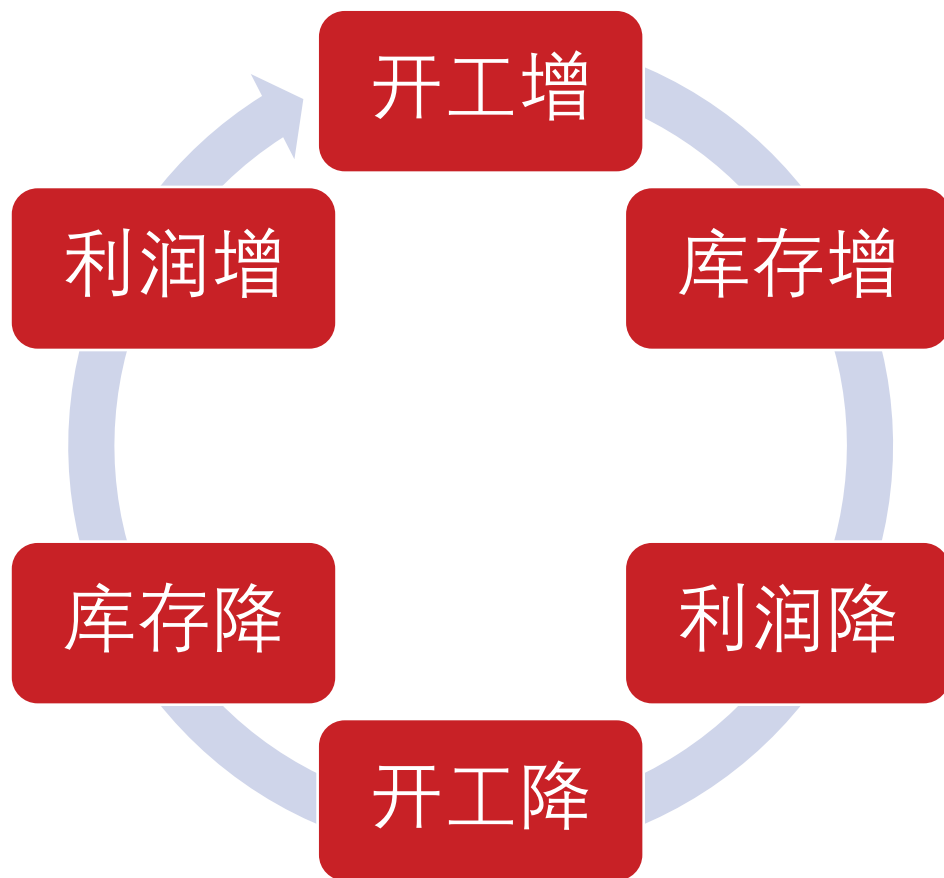
合约	期间投产	累计
09合约	140万吨	140万吨
01合约	30万吨	170万吨

- 2025年上半年新浦化学投产。
- 下半年剩余计划投产170万吨，集中在7-8月份。



利润、开工和库存的循环

利润、开工、库存简易模型



■ 三者相互影响，互为因果。

- PVC的开停成本并不是很高，故装置的利润敏感度偏强。
- 在每一个段特定的时间内去顺势交易当下的故事。



下半年需求展望

主题

地产、基建需求下滑

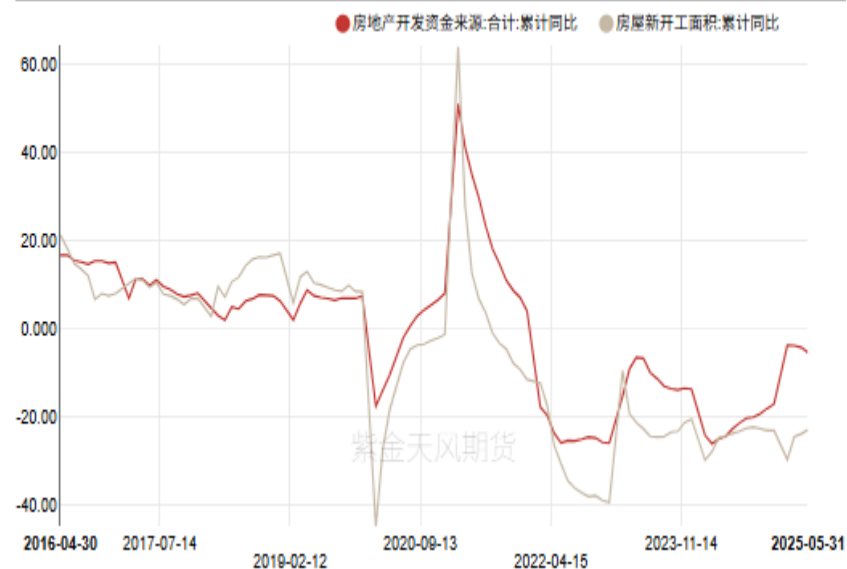


紫金天风期货

立足产业 研究驱动

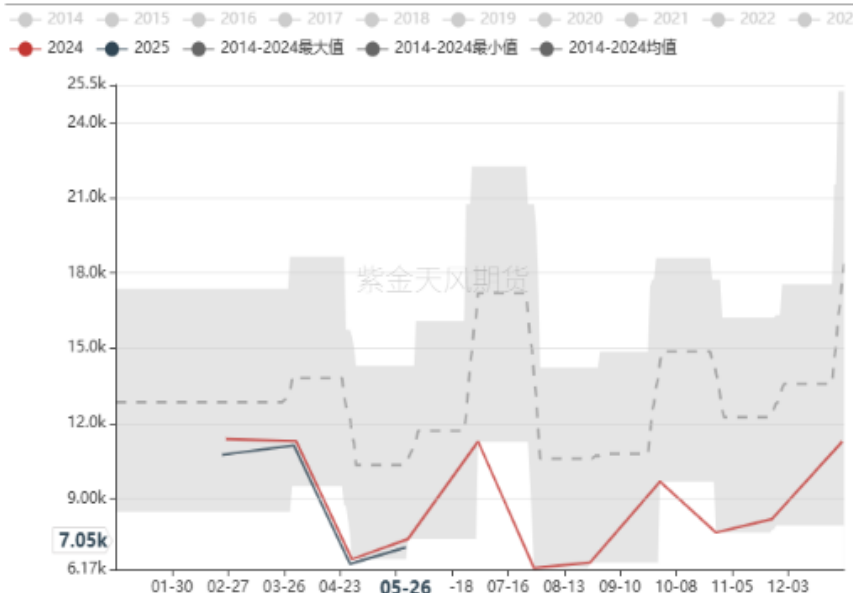
【V】地产开发资金来源及累计同比

✚ ☷ ↺ ⏏ ⚙



【V】全国商品房销售面积当月值 (万平)

✚ ☷ ↺ ⏏ ⚙



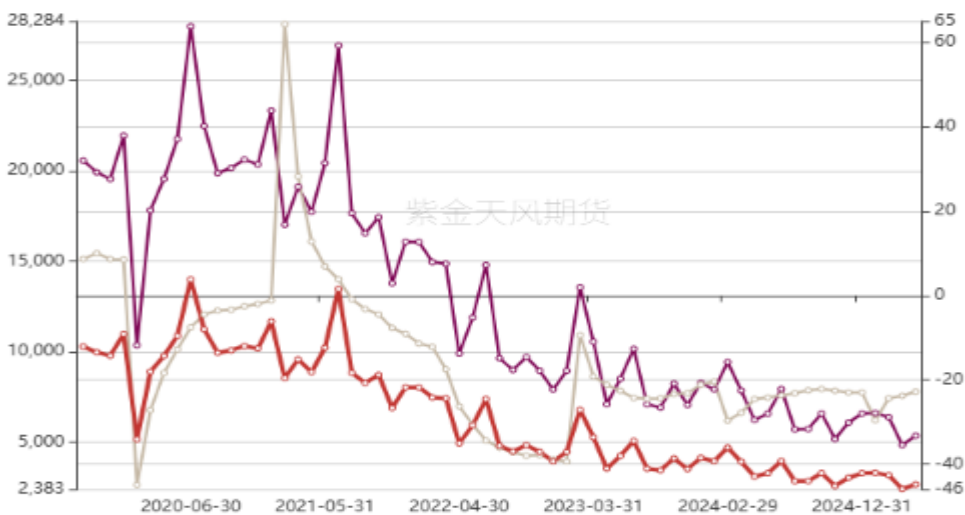
【V】房地产开发投资完成额当月值 (亿元)

○ 房地产开发投资完成额:当月值 ○ 房地产开发投资完成额:累计同比(右) ○ 均值



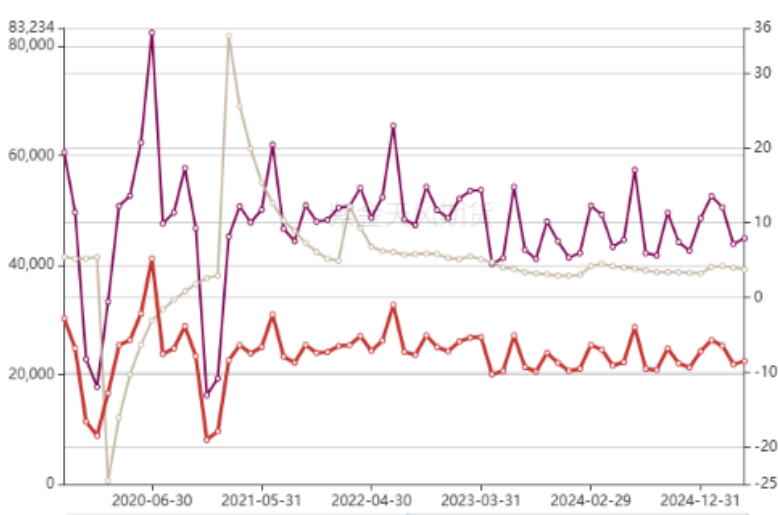
【V】房屋新开工面积当月值 (万平)

○ 房屋新开工面积:当月值 ○ 房屋新开工面积:累计同比(右) ○ 均值



【V】固定资产投资完成额当月值 (亿元)

○ 固定资产投资完成额:当月值 ○ 固定资产投资完成额:累计同比(右) ○ 均值



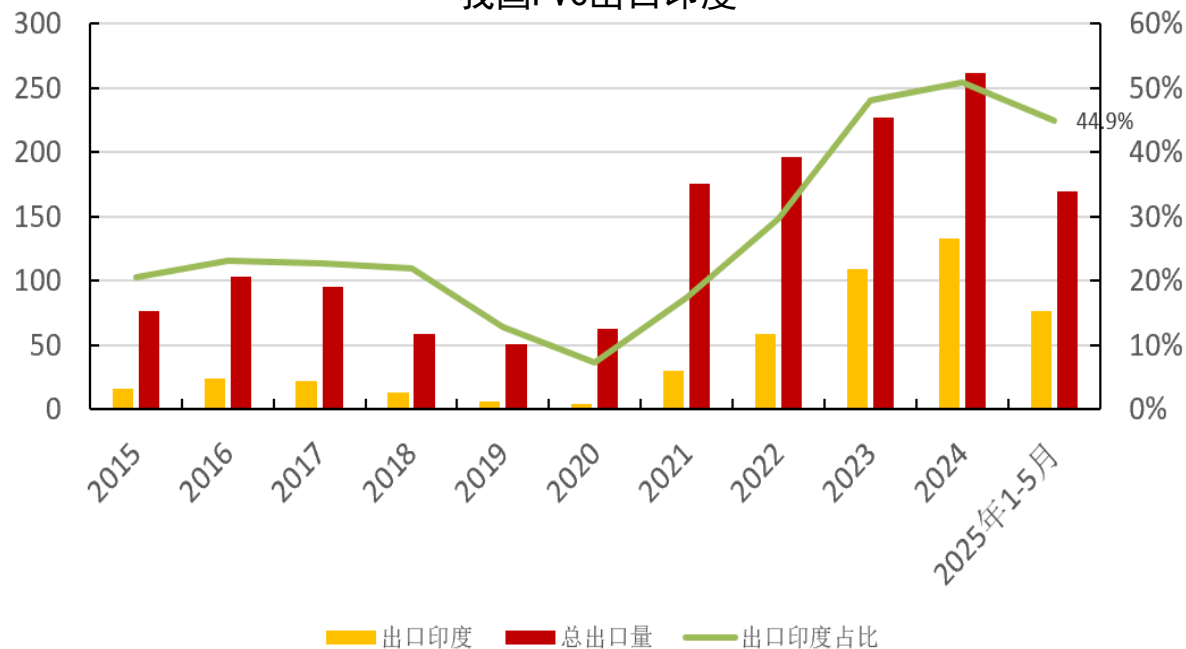
数据来源: 克而瑞, 紫金天风期货

出口：依然是关键抓手

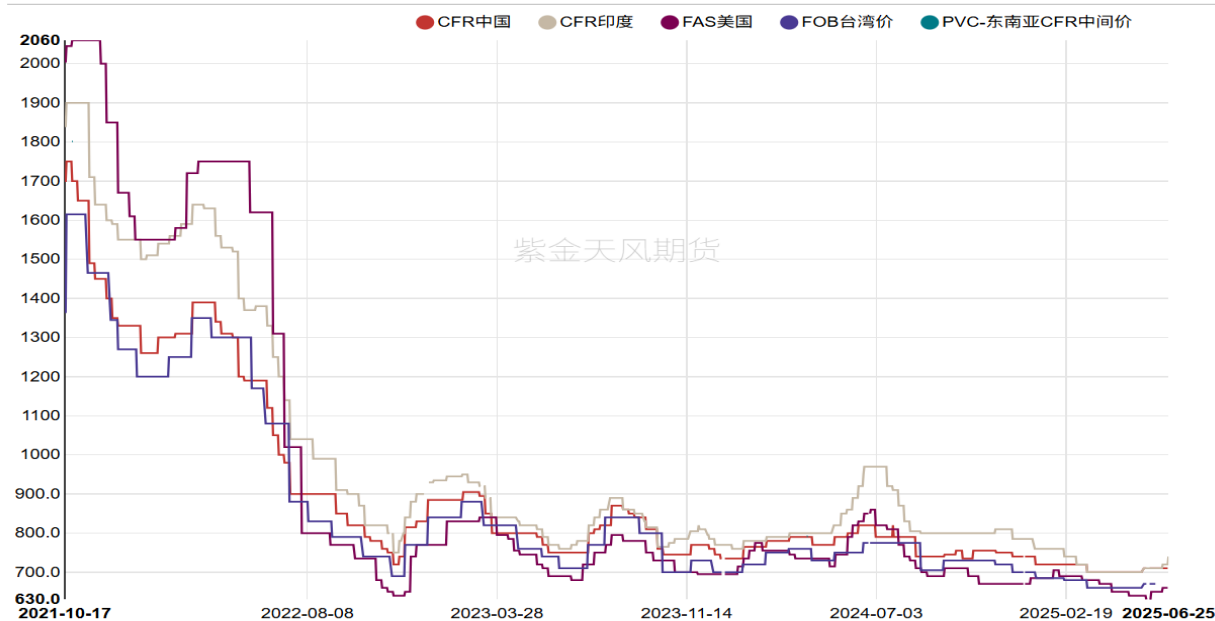
主题

出口：关注印度需求

我国PVC出口印度



【V】PVC外盘价格



■ 印度需求强劲。

- 24年出口印度占比50.9%。成为我国主要出口地。
- BIS认证继续推迟。BIS延期到年底；反倾销税7月中上旬或有结果。

PVC平衡

主题

PVC年度平衡表

PVC品种	月度平衡表推算 (单位: 万吨)												版本: 2024/06/21	
分项\时间	2023/11	2023/12	2024/1	2024/2	2024/3	2024/4	2024/5	2024/6	2024/7	2024/8	2024/9	2024/10	2024/11	2024/12
总产量	192.0	204.0	202.8	192.0	202.6	186.3	200.6	197.0	196.0	194.0	195.0	198.0	200.0	202.0
总需求	173.3	189.2	183.2	167.2	174.4	166.8	179.6	174.0	175.0	175.0	176.0	175.0	178.0	180.0
进口	2.2	2.1	2.3	1.3	2.7	2.5	2.2	2.5	2.0	2.0	3.0	2.0	2.0	2.0
出口	19.3	17.3	16.8	16.1	29.7	23.0	22.2	22.0	20.0	22.0	21.0	20.0	20.0	19.0
过剩量	1.5	-0.4	5.0	10.0	1.2	-1.0	1.0	3.5	3.0	-1.0	1.0	5.0	4.0	5.0
产量同比	18.90%	8.38%	5.63%	7.87%	2.84%	2.08%	4.26%	11.93%	3.16%	0.52%	2.63%	-1.43%	2.56%	4.12%
需求同比	8.43%	5.95%	15.88%	6.56%	-4.23%	-4.85%	-1.54%	7.14%	1.21%	3.24%	0.46%	-6.62%	-1.11%	1.12%
产量累计同比	3.38%	3.78%	5.63%	6.70%	5.36%	4.56%	4.50%	5.67%	5.31%	4.69%	4.46%	3.83%	3.71%	3.75%
需求累计同比	2.77%	3.03%	15.88%	11.24%	5.57%	2.86%	1.92%	2.75%	2.53%	2.62%	2.37%	1.39%	1.16%	1.15%

本期平衡表调整内容														
分项\时间	2023/11	2023/12	2024/1	2024/2	2024/3	2024/4	2024/5	2024/6	2024/7	2024/8	2024/9	2024/10	2024/11	2024/12
总产量														
进口														
出口														
总需求														
过剩量														

下半年交易策略

主题

- 策略一：单边区间操作。PVC大的格局依旧是过剩，且退出缓慢。但低估值下烧碱价格下跌，对V形成支撑。
- 策略二：期权策略。
 - V09价格相对低点，卖V2509的虚值put；
 - 01价格反弹后，卖V2601的虚值call。
- 策略三：月差策略。
 - 9-1逢低正套；
 - 1-5、3-5逢高反套。



烧碱行情回顾

主题

烧碱现货行情回顾



紫金天风期货

立足产业 研究驱动

【SH】32%碱主流现货价格

● 液碱：32%：离子膜法：出厂价：山东：东...
○ 液碱：32%：离子膜法：市场主流价：山东...
● 液碱：32%：离子膜法：市场主流价：江苏...
○ 液碱：32%：离子膜法：市场主流价：浙江...
○ 液碱：32%：离子膜法：市场主流价：西北...

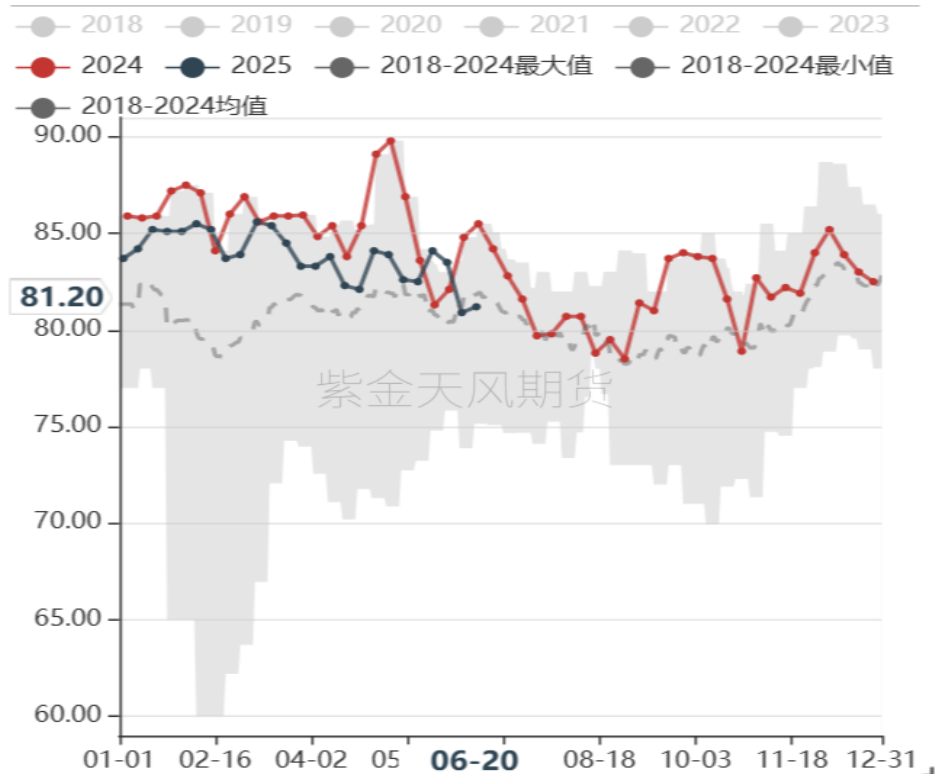


烧碱期货行情回顾：持续回落

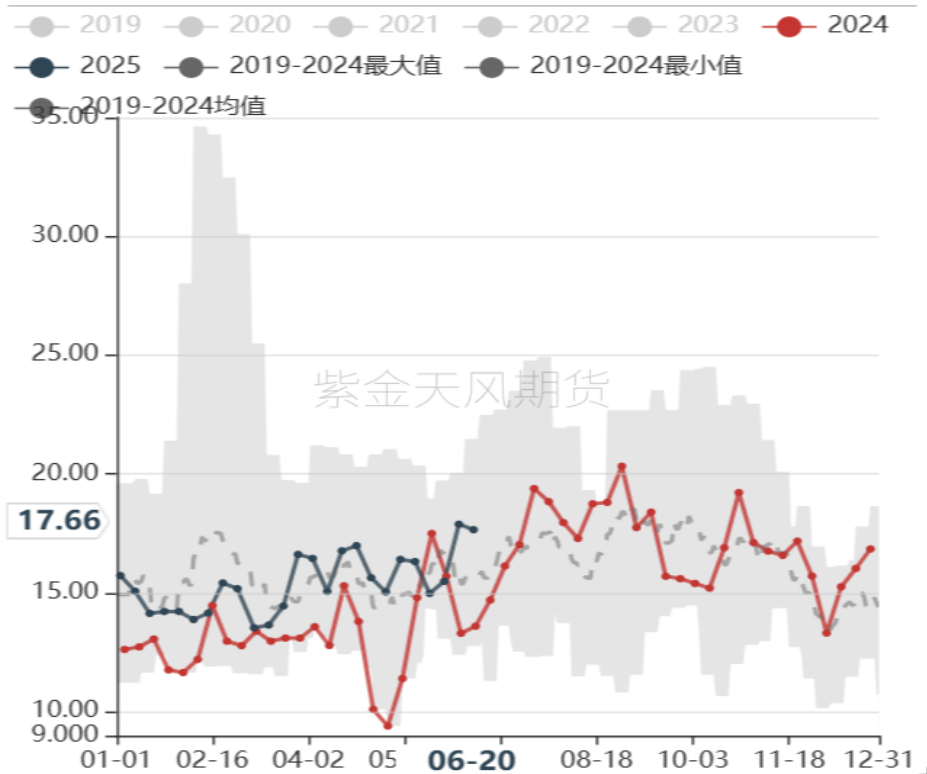
日线 烧碱2509 均线 MA5:2274↓ MA10:2278↓ MA20:2327↓ MA30:2392↓ MA60:2462↓



【SH】烧碱产能利用率（周度 隆众）



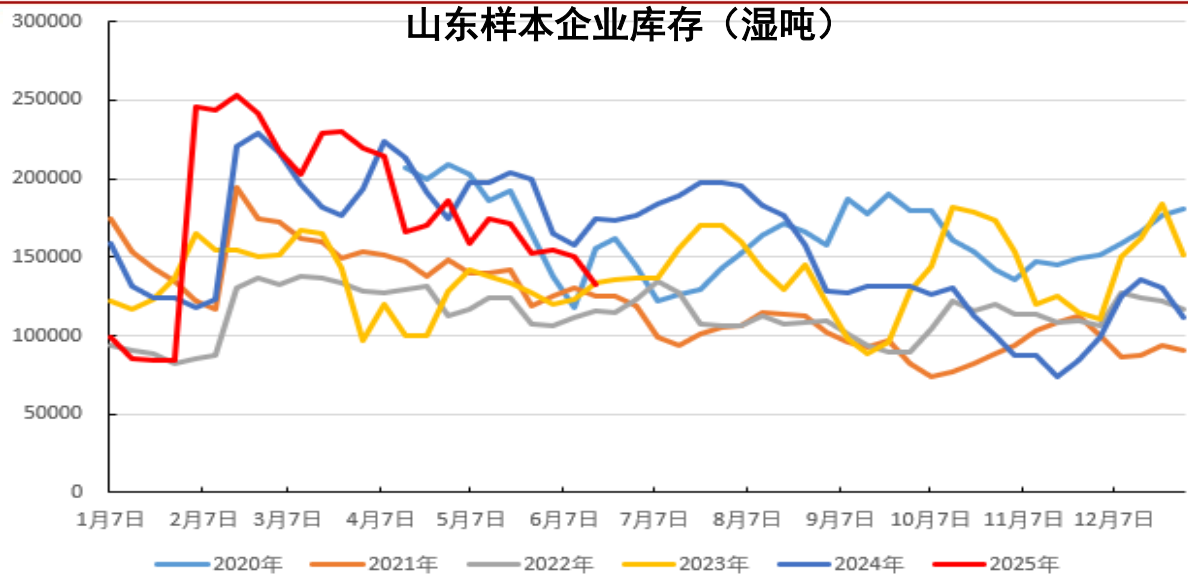
【SH】烧碱装置损失量（万吨）



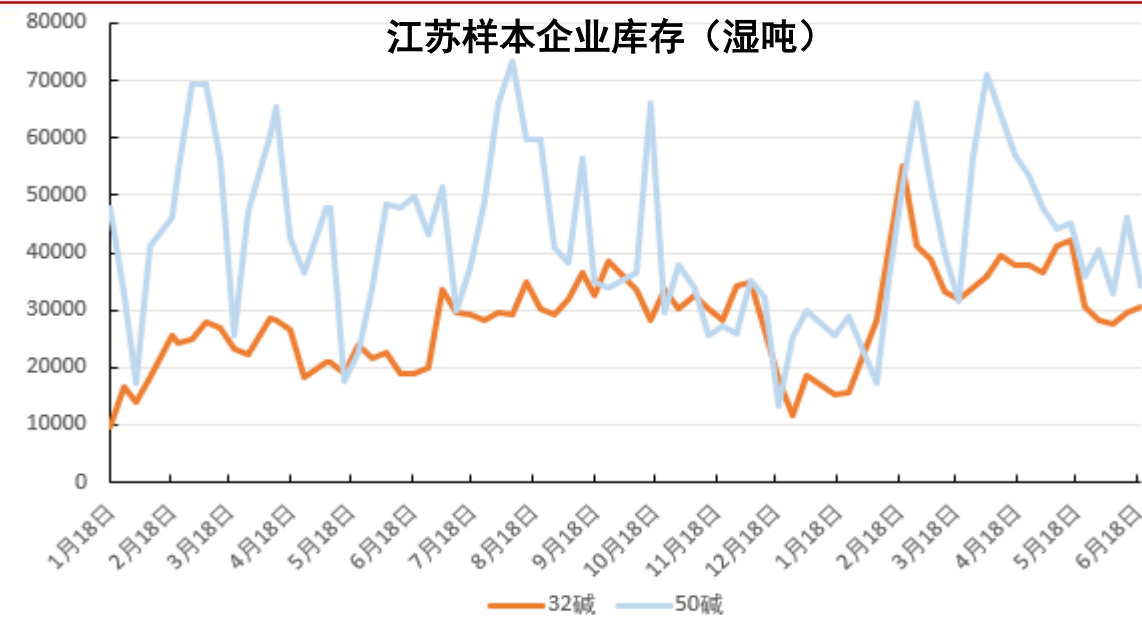
- 产量基本持平。同期高位。上半年产量约2096.8万吨，同比增0.02%。
- 新投产产能。青岛海湾6月投产。

烧碱库存

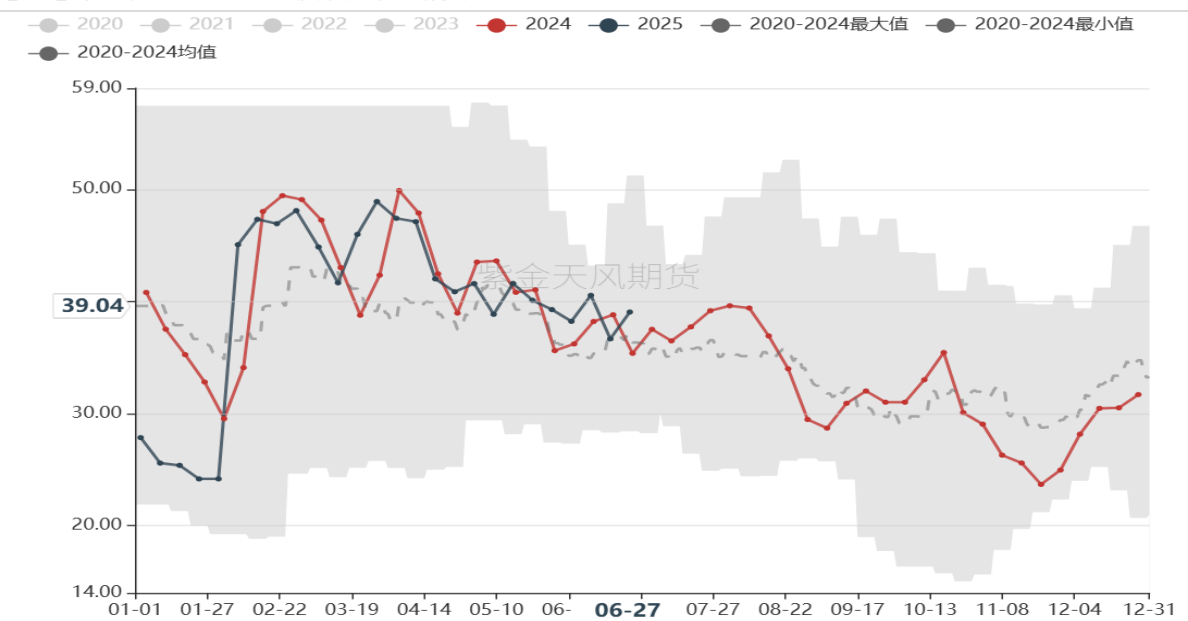
山东样本企业库存（湿吨）



江苏样本企业库存（湿吨）



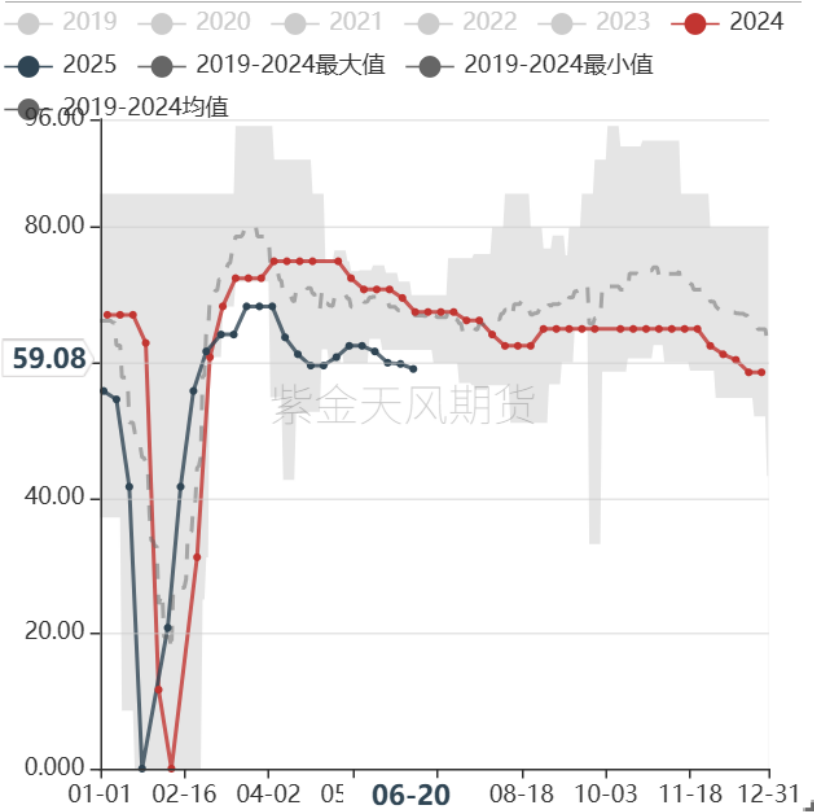
【SH】液碱厂库（20万吨及以上液碱样本企业）隆众



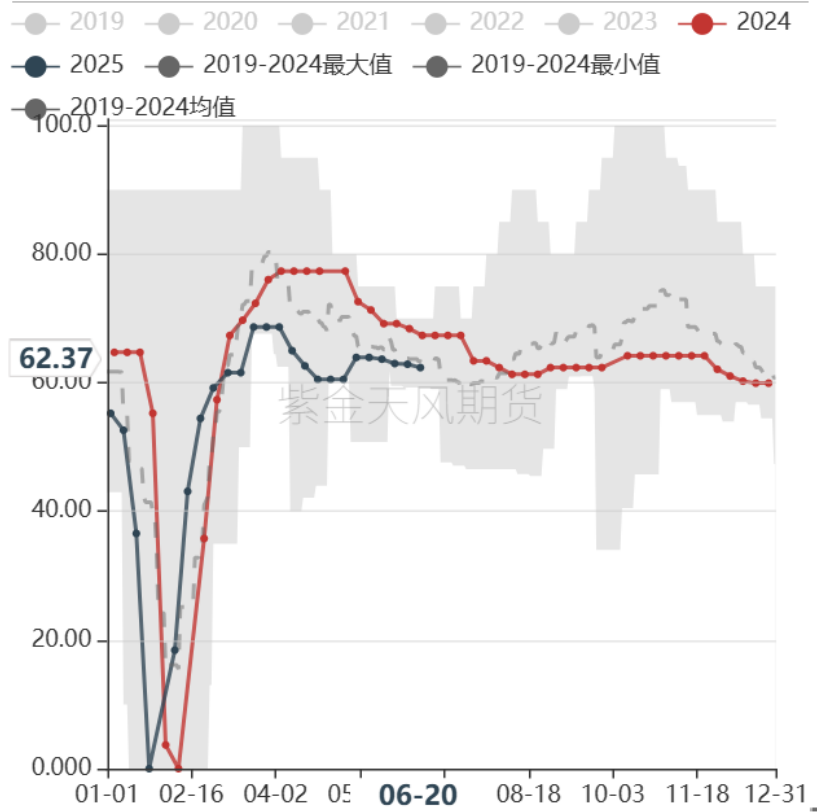
■ Q2，全国、山东、江苏库存持续去化。下游大厂先去库后累库。

Q2非铝需求走弱

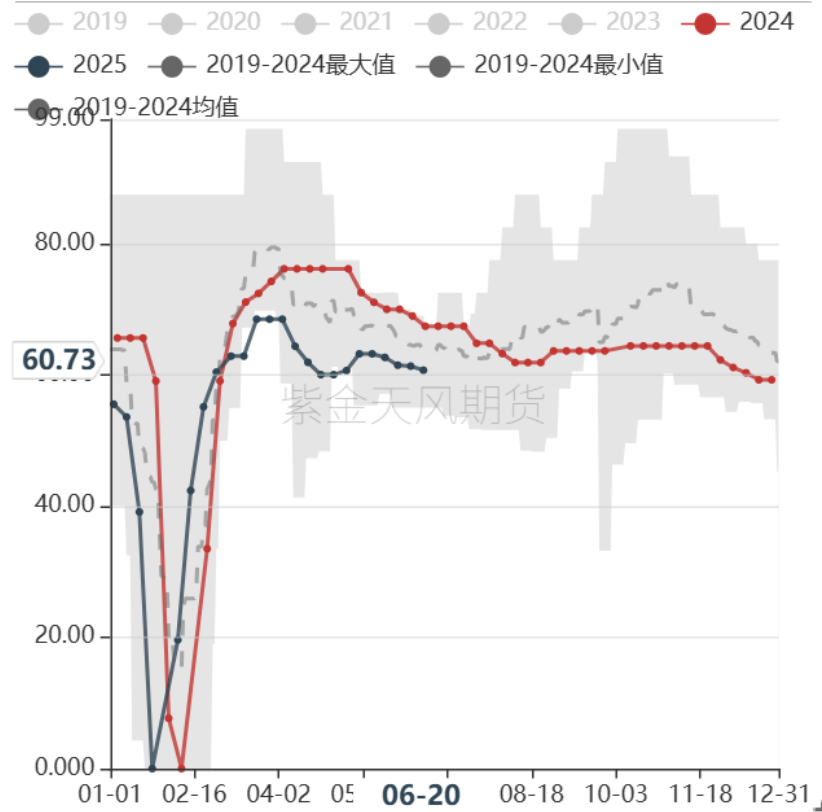
【SH】印染厂：开机率：浙江（周）



【SH】印染厂：开机率：江苏（周）

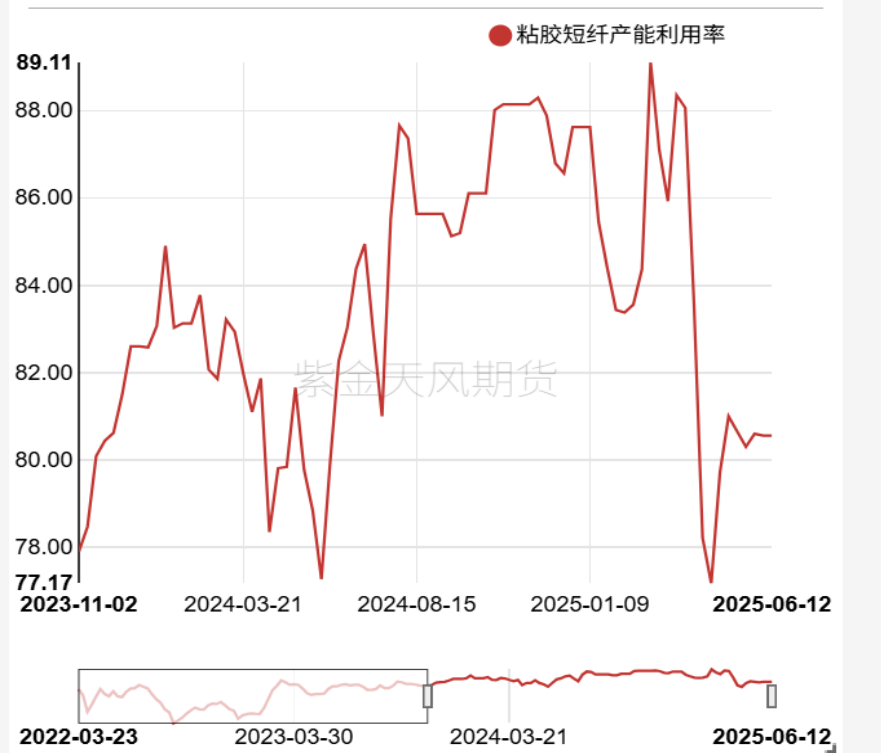


【SH】印染厂：开机率：华东地区（周）

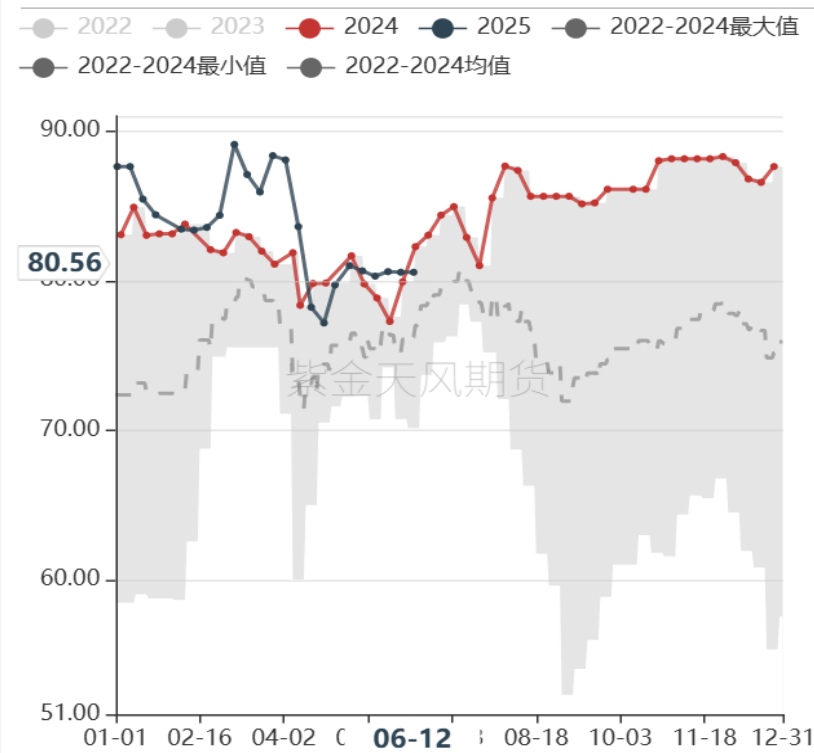


Q2非铝需求走弱

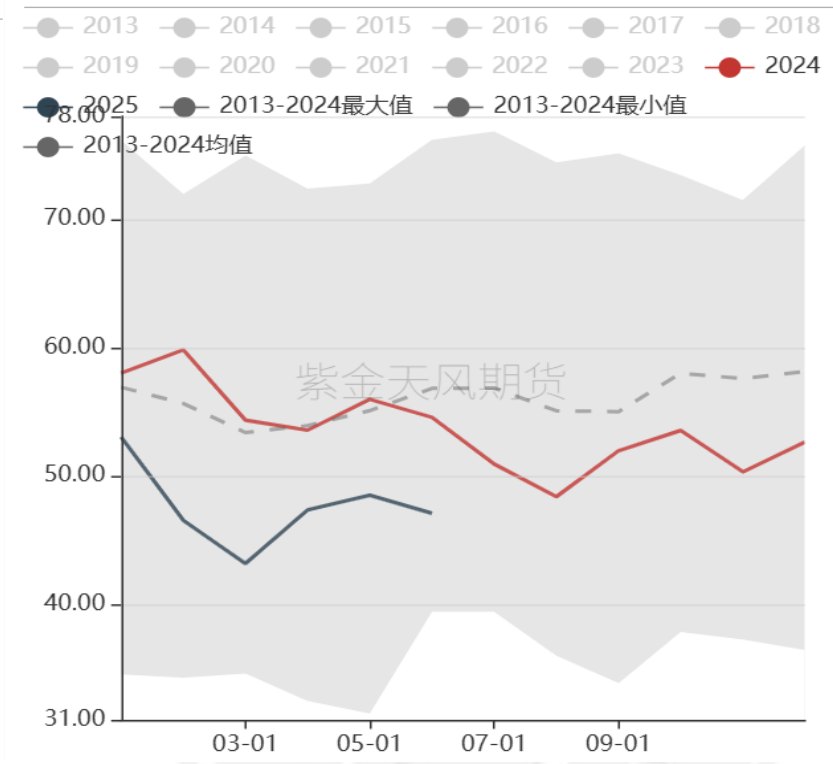
【SH】粘胶短纤产能利用率



【SH】粘胶短纤开工率



【SH】地炼常减压开工率



非铝节后恢复较慢，目前季节性回归



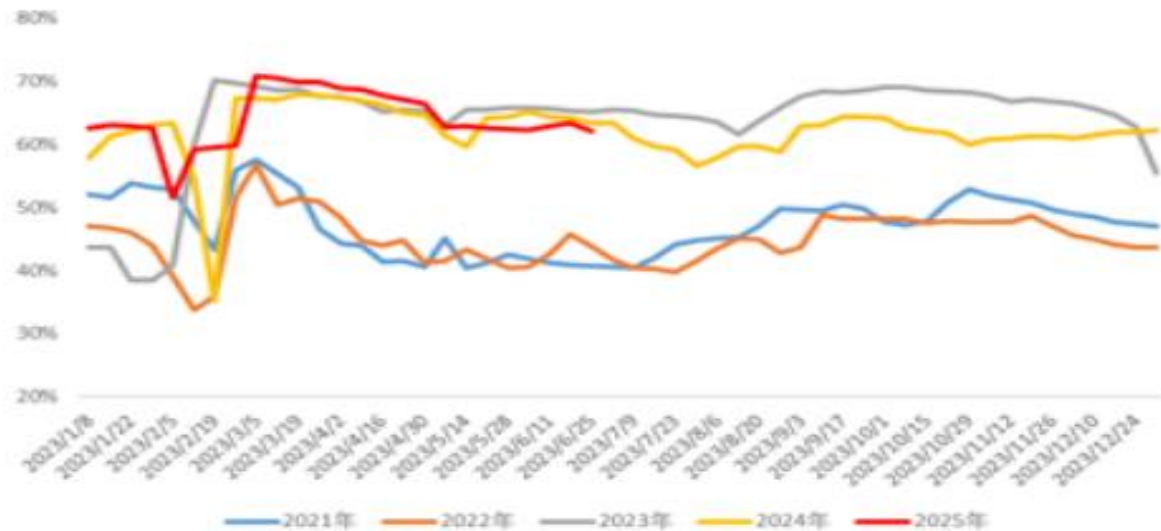
紫金天风期货

立足产业 研究驱动

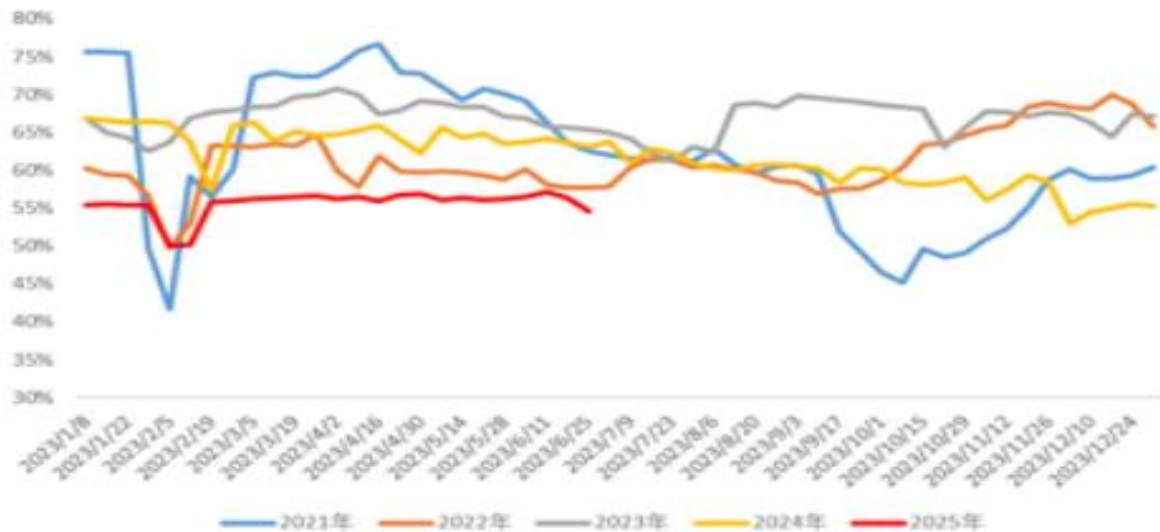
白卡纸开工率



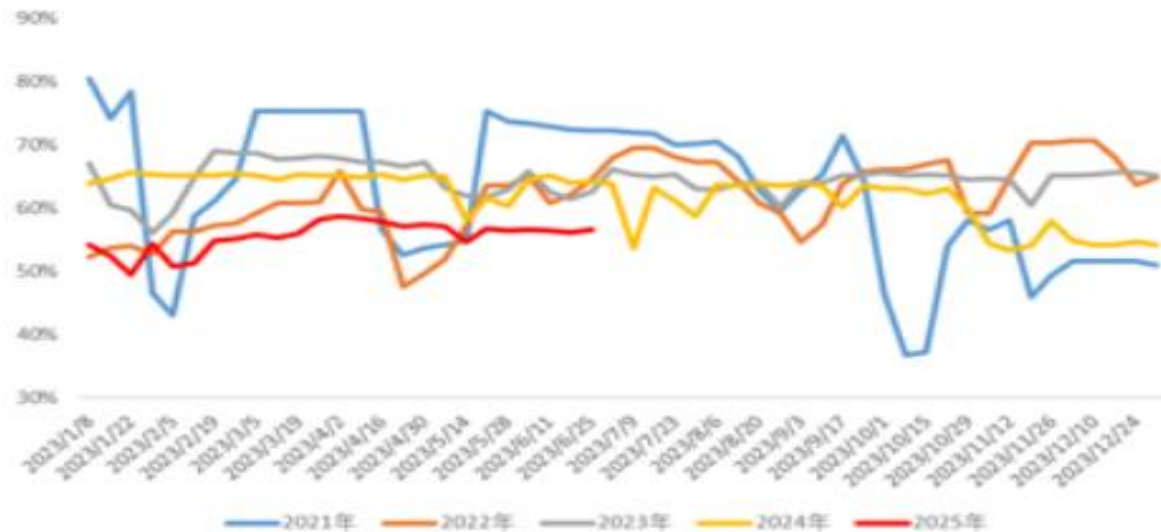
生活纸开工率



双胶纸开工率

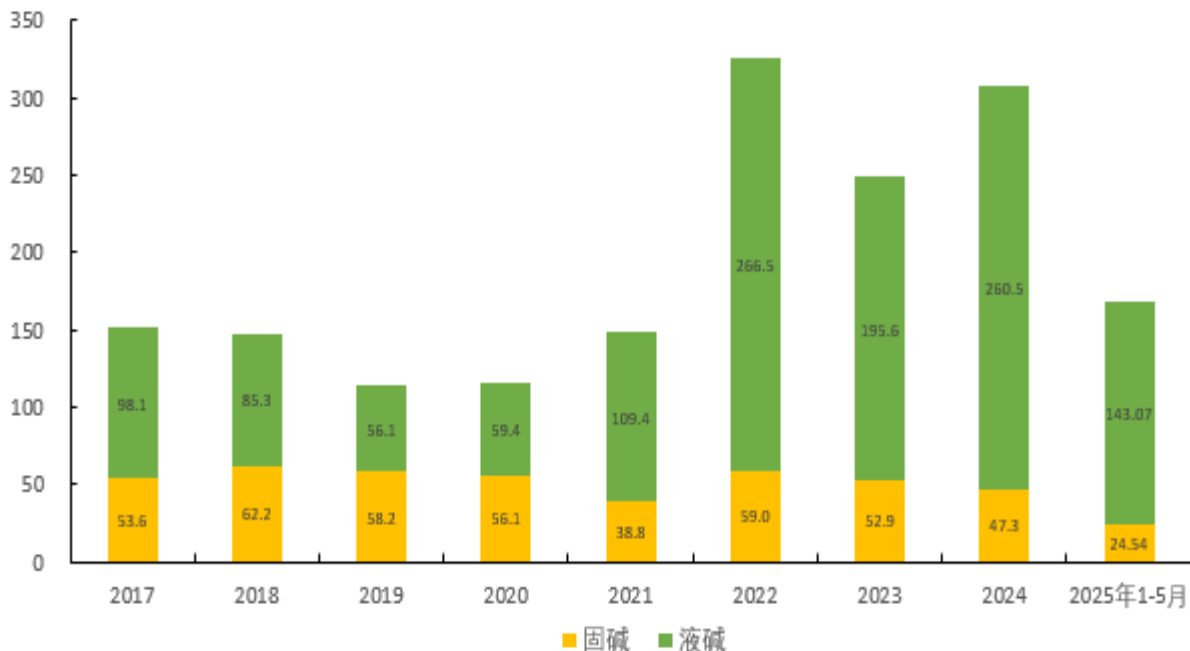


铜版纸开工率

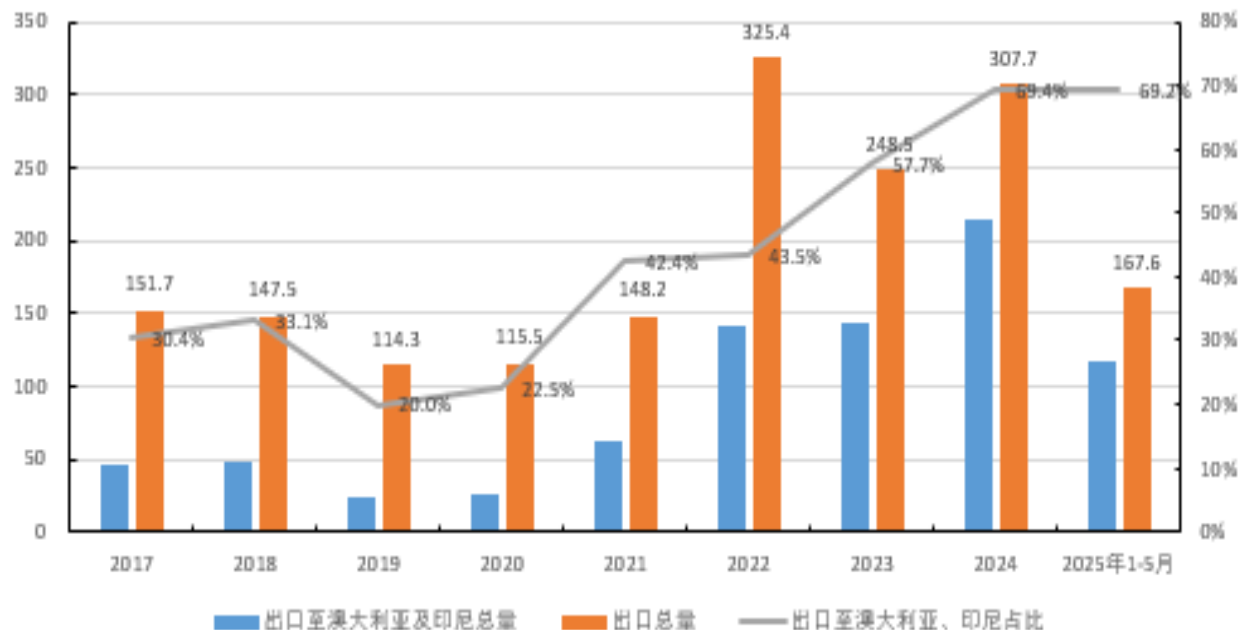


烧碱出口

烧碱年度出口量（万吨）



烧碱出口至澳大利亚及印尼



- 2024年全年出口307.7万吨，同比增23.8%。出口澳洲、印尼占69.4%。
- 2025年1-5月出口167.6万吨，同比增51.3%。出口贡献主要来自澳洲、印尼，两地出口共占69.2%。

烧碱供需展望

主题

烧碱计划投产产能

地点	企业名称	产能 (万吨)	投产计划	备注
江苏	东南电化	20	1月	已投
青岛	青岛海湾	20	6月	未开满
甘肃	甘肃耀望	30	7月	
河北	河北临港	15	7月	原计划6月
天津	大沽	30	7月底	原计划5月
贵州	贵州瓮福	30	8月	不确定
湖北	湖北可赛	10	11月	
唐山	唐山三友	10	12月	
重庆	重庆嘉利合	30	12月	
浙江	嘉化	11.5	12月	废盐项目
浙江	镇洋	20	12月	废盐项目
合计		226.5		

合约	期间投产	累计
09合约	105万吨	105万吨
01合约	81.5万吨	186.5万吨

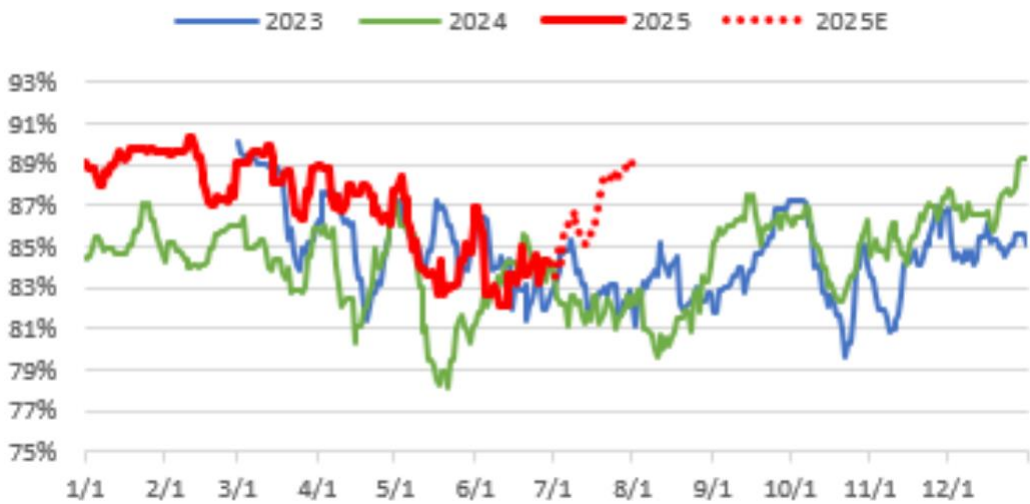
- 烧碱投产达标率5-6成。环保、液氯处理。氯碱平衡问题、废盐利用趋严均可能影响正常投产。
- 关注Q3投产达成情况。

Q3计划内检修较少

烧碱检修计划

区域	企业名称	烧碱产能	检修情况
西北	英力特	21	计划6月30日起半负荷检修7天
西北	鄂尔多斯氯碱	65	计划老厂7月2日至7月16日检修，新厂检修时间未定
华北	山西榆社	35	计划7月4日开始检修4天
西北	青海盐湖海纳	20	计划7月5日开始检修15天
西北	内蒙古东兴	32	计划7月12日停车检修半个月
华中	湖北兴瑞	30	计划7月中旬降负荷技改一个月左右
华北	东明石化	10	初步计划7月中旬停车检修，具体时间未定
华北	新疆中泰	60	阜康厂区计划7月24日至8月4日轮修
西北	中盐内蒙古	36	计划7月25日至8月2日停车检修，8月3日恢复
华北	山东海化	30	计划7月检修，具体时间未定
华东	新浦化学	75	初步预计8月中旬轮修，具体时间未定
西北	中谷矿业	30	计划8月份检修10天左右
西北	内蒙古君正	55	乌达厂区计划8月份检修，具体时间未定
华北	烟台万华	70	初步计划8月份检修，具体时间未定

烧碱开工预测



注：根据检修计划，不代表实际情况

氧化铝计划投产产能

2025年国内氧化铝投产计划

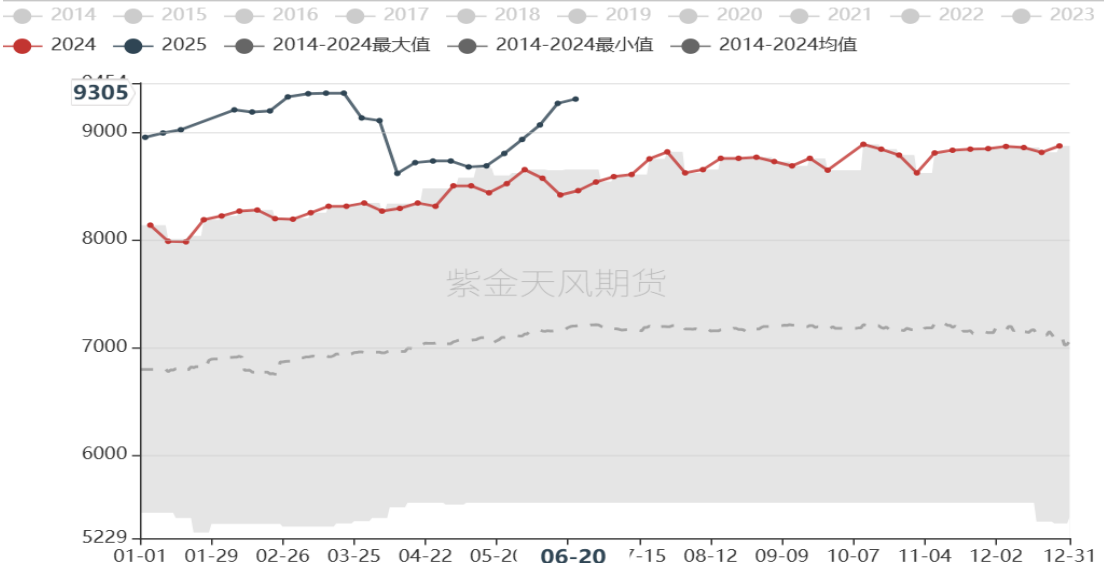
省份	企业	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
山东	创源	100											
山东	魏桥			-150	-100	100	100						
河北	文丰				160		160	160					
广西	华昇	100		100									
广西	北海							100	100				

■ 新投产备货基本完成。

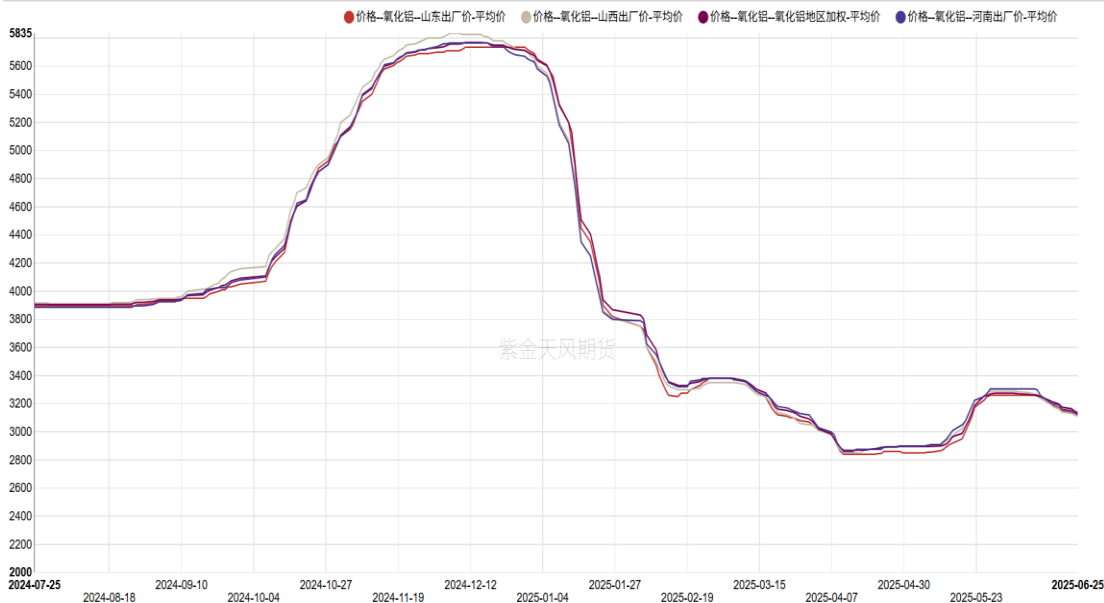


存量氧化铝供应回升

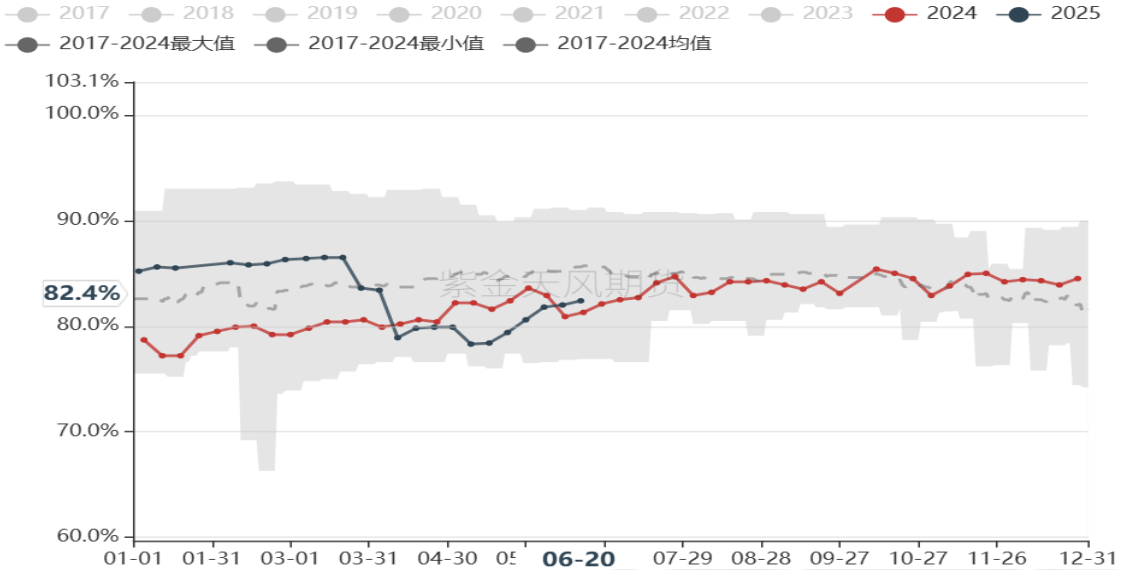
【SH】阿拉丁氧化铝运行产能（万吨）



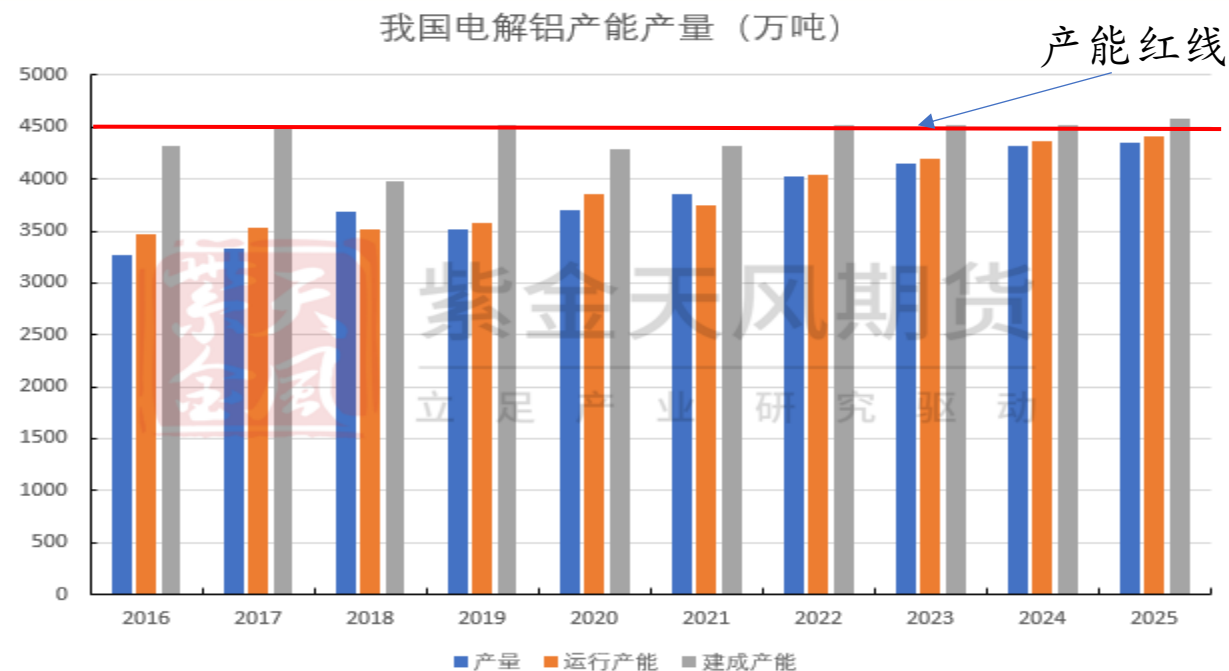
【SH】氧化铝价格（元/吨）



阿拉丁氧化铝开工率



氧化铝需求受限于电解铝产能红线



- **产能红线**（不排除放开的可能性）。我国电解铝产能红线为4500万吨，折算成氧化铝产量红线为8662.5万吨，对应耗碱量1386万吨。
- **高耗能产业**。1吨电解铝耗电量13500度，高度依赖水力发电的地区可能会有限产问题。

电解铝天花板对应耗碱量天花板

电解铝 产能红线	对应氧化铝 产量红线	氧化铝 已建成产能	氧化铝 运行产能	耗碱量 上限
4500 万吨	8662.5 万吨	10822 万吨	9360 万吨	1386 万吨

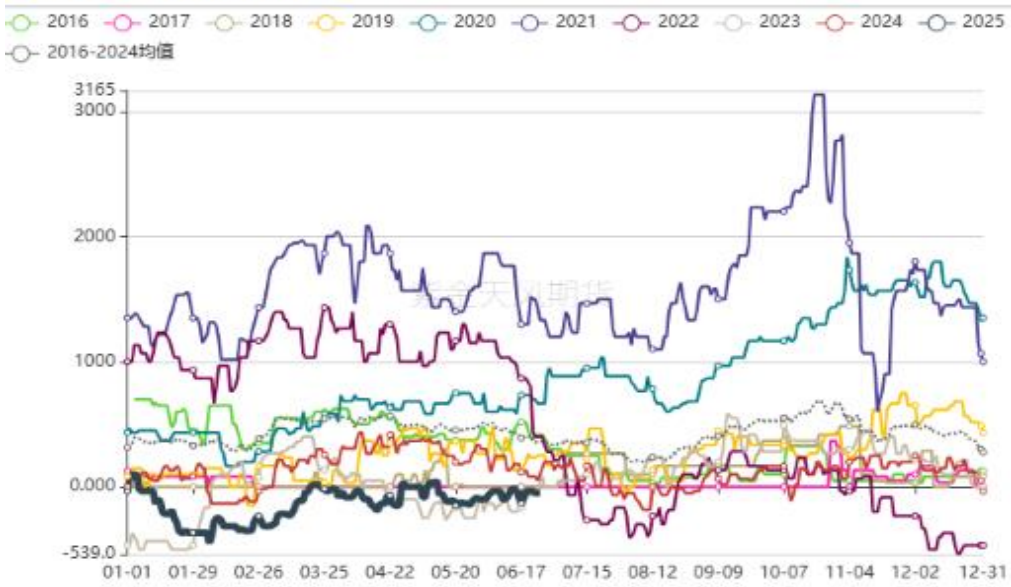
注：电解铝单耗按1.925计算；氧化铝单耗按0.16计算。

关注点：氯碱亏损下的负反馈

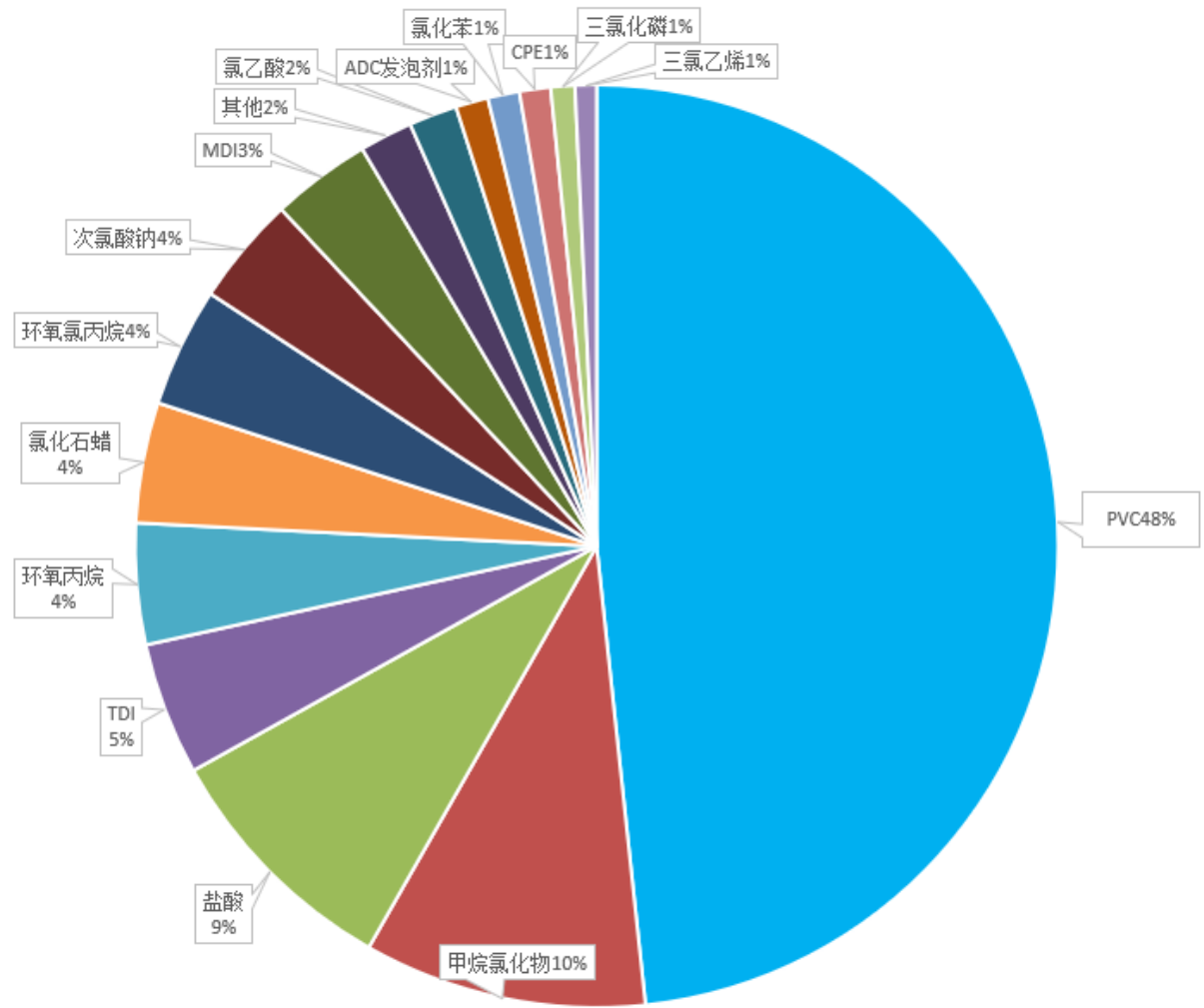
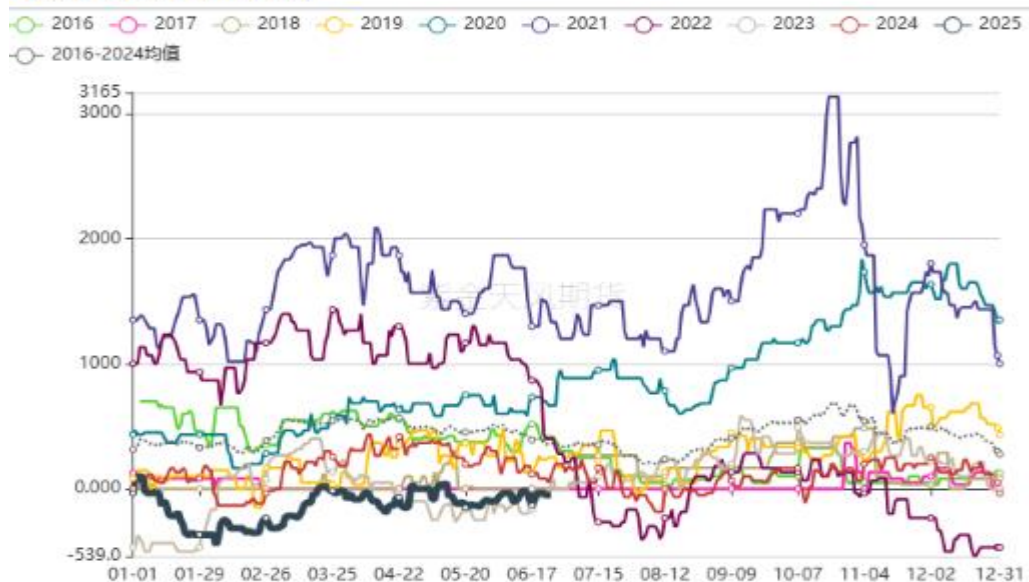
主题

液氯与烧碱的动态平衡

【SH】山东液氯价格季节性



【SH】山东液氯价格季节性



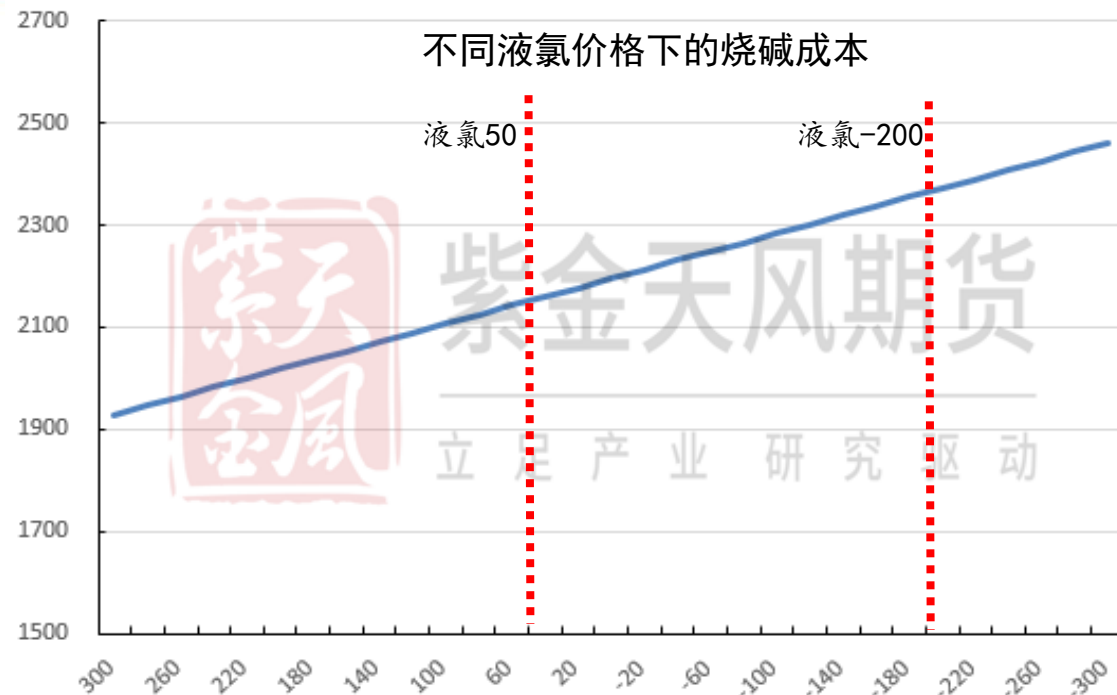
液氯与烧碱的动态平衡，寻找安全边界

【SH】烧碱VS液氯



2024年-至今相关系数-0.37

- 液氯、液碱价格呈现负相关性，2024年-至今相关系数-0.37；
- 氯碱装置利润调节供应便捷性，自主性。
- 锚成本的意义：液氯&液碱的下跌，**是否影响到边际产能的负荷** ⇒ 稳价 ⇒ 刺激需求。（改变平衡）



注：不同地区&企业成本有差异

■ 策略建议：

■ 单边

- 近端偏弱。（供增需减&潜在仓单）
- 低买旺季合约。（淡季布局旺季合约）

■ 套利（基于供需季节性）

- 旺季对淡季的正套（eg. 10-1正套套）；
- 淡季对旺季的反套（eg. 1-5反套）；
- 近端对次近端、近端对远端的正反套。

■ 产业链跨品种套利。

- 烧碱与氧化铝。氧化铝负反馈，低成本、低碱耗替换高成本的氧化铝可考虑ao-sh；当烧碱负反馈可考虑sh-ao
- 烧碱与电解铝。关注AL - SH

目前电解铝供应高位，倘若水电影响云南等地电解铝供应，可关注多铝空烧碱。

平衡展望

SH品种	月度平衡表推算（单位：万吨）										版本：2025/6/25	
分项\时间	2025/1	2025/2	2025/3	2025/4	2025/5	2025/6	2025/7	2025/8	2025/9	2025/10	2025/11	2025/12
总产量	362.4	324.9	358.9	342.5	358.0	350.0	360.0	362.0	358.0	360.0	360.0	365.0
总需求	332.3	282.1	329.7	306.7	326.0	320.0	326.0	324.0	328.0	333.0	332.0	325.0
进口	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
出口	33.0	33.8	29.0	38.7	33.0	30.0	30.0	32.0	30.0	28.0	28.0	30.0
过剩量	-2.8	9.1	0.3	-2.8	-0.9	0.1	4.1	6.1	0.1	-0.9	0.1	10.1
产量同比	1.65%	-2.13%	1.77%	-0.76%	-0.01%	-0.57%	6.19%	11.38%	6.87%	8.11%	6.29%	3.22%
需求同比	-2.67%	-3.62%	-2.20%	-8.06%	-1.45%	-2.56%	3.99%	0.62%	0.74%	2.46%	2.47%	0.62%
产量累计同比	1.65%	-0.17%	0.48%	0.17%	0.14%	0.02%	0.88%	2.11%	2.63%	3.16%	3.44%	3.42%
需求累计同比	-2.67%	-3.11%	-2.79%	-4.14%	-3.60%	-3.42%	-2.40%	-2.03%	-1.72%	-1.30%	-0.96%	-0.83%
本期平衡表调整内容												
分项\时间	2024/1	2024/2	2024/3	2024/4	2024/5	2024/6	2024/7	2024/8	2024/9	2024/10	2024/11	2024/12
总产量												
进口												
出口												
总需求												
过剩量												

免责声明

本报告的著作权属于紫金天风期货股份有限公司。未经紫金天风期货股份有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、翻版、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。如引用、刊发，须注明出处为紫金天风期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告基于紫金天风期货股份有限公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但紫金天风期货股份有限公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且紫金天风期货股份有限公司不保证这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，紫金天风期货股份有限公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者根据本报告作出的任何投资决策与紫金天风期货股份有限公司及本报告作者无关。





紫金天风期货

立足产业 研究驱动

感谢！

THANKS FOR YOUR ATTENTION

