

荷尽已无擎雨盖，菊残犹有傲霜枝

——PVC 烧碱 2024 年年报

张丽

期货从业资格号：

F3025228

投资咨询从业证书号：

Z0013855

赵洪虎

期货从业资格号：

F0303315

投资咨询从业证书号：

Z0012132

报告制作时间：

20223 年 12 月 13 日

审核人：赵洪虎

一德期货投资咨询业
务资格：证监许可
【2012】38 号

■ 内容摘要

PVC 供需宽松，中性开工下已显过剩，下游华南、华东仓库至历史同比高位。当前盘面在 5900 成本线上下，根据历史数据来看，当前估值中性偏高；烧碱基本面尚可，总体呈现供需紧平衡状态，厂家常有挺价意愿，会主动根据市场情况调节开工，由于其液态危化品属性，价格对高低位库存的响应十分敏感，当前库存及开工预期下看，05 合约难给高利润，操作上高空利润为主，价差套利存难度，关注上方 2750 压力及 2500 支撑。

■ 核心观点

- ECU 成本支撑尚强，利润中性。
- PVC 和烧碱综合利润存支撑，PVC 利润低于烧碱利润较为合理。按照盘面烧碱 05 合约 2650 附近，PVC 05 合约 5900 附近计算，综合利润中性水平。
- PVC 供需宽松，中性开工下已显过剩，需求改善预期弱。
- 烧碱期货 05 合约相对较远，当前市场参与程度不高，预计 01 合约交割后持仓及交易量上升。期现贸易存难度，液态危化属性存门槛，盘面与现货联动较差。

目录

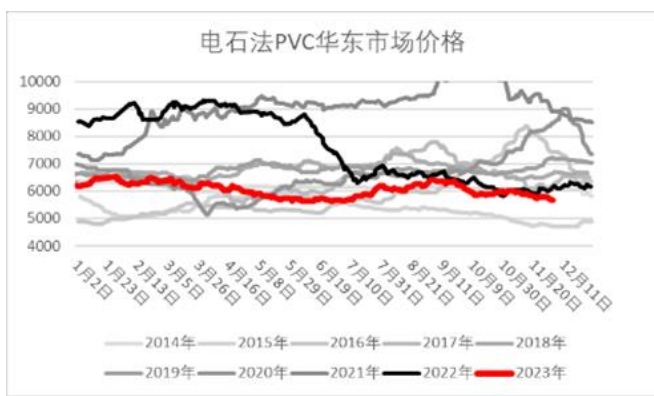
1. 行情回顾:	1
1.1 PVC2023 行情回顾.....	1
1.2 烧碱 2023 行情回顾.....	1
2. 基本面研判:	2
2.1 PVC 中性开工已显过剩, 需求改善预期弱, 库存压力较大.....	2
2.2 烧碱高开工, 库存压力尚可, 预估短期累库, 2024 年二季度去库	3
2.3 兰炭-电石-PVC 低利润格局.....	5
2.4 ECU 成本支撑尚强, PVC 和烧碱综合利润走弱	5
2.5 ECU 成本支撑尚强, PVC 和烧碱综合利润走弱	6
3. 展望与策略:	7
免责声明	8

1. 行情回顾:

1.1 PVC2023 行情回顾

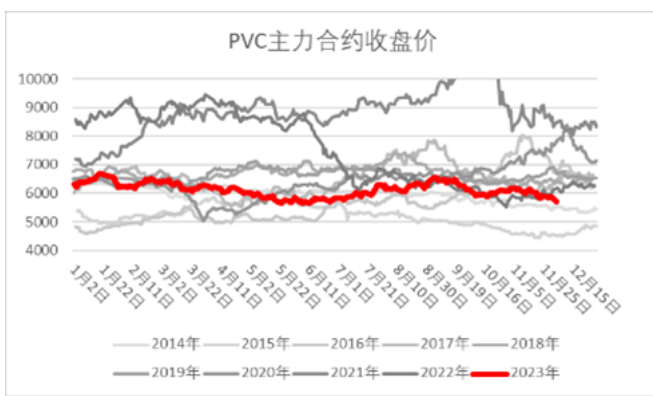
PVC 现货价格保持低位震荡，2023 年年中及年末价格触及成本，PVC 生产企业、贸易商以及下游制品企业盈利低迷，亏损时有发生，市场成交情况十分平淡。盘面价格也保持弱势震荡运行，同比处于历史低位，各合约 6000 上下，在成本附近。

图 1.1.1: 电石法 PVC 华东市场价格



资料来源: WIND, 一德能化

图 1.1.2: PVC 主力合约收盘价

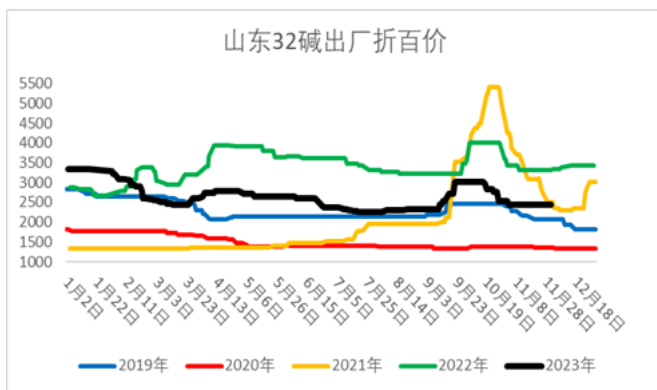


资料来源: WIND, 一德能化

1.2 烧碱 2023 行情回顾

烧碱期货合约自 2023 年 9 月 15 日上市，上市挂牌基准价为 2950 元/吨，期货价格估值偏高，上市后冲高回落，随后进入 2500-2750 区间内震荡。烧碱现货在 2023 年二季度企业开工持续低迷的情况下出现短暂的供需失衡，上下游库存紧张，八月初价格出现上涨，持续到九月末企稳回落，较往年的“金九银十”有所前置。当前 32%离子膜液碱现货价格涨跌互现，基本维持在 750-850 元/吨区间。

图 1.2.1: 山东区域 32 碱出厂折百价



资料来源: WIND, 一德能化

图 1.2.2: 烧碱主力合约收盘价



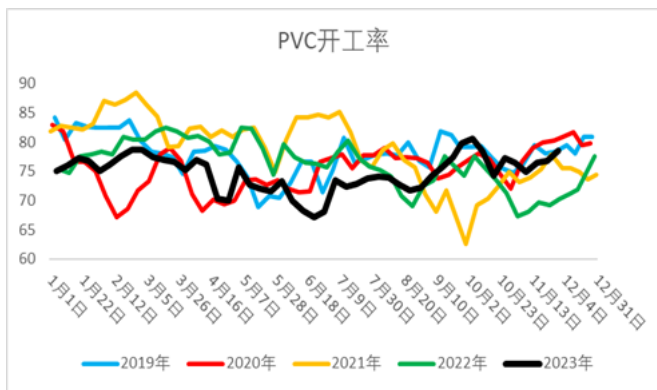
资料来源: WIND, 一德能化

2. 基本面研判:

2.1 PVC 中性开工已显过剩, 需求改善预期弱, 库存压力较大

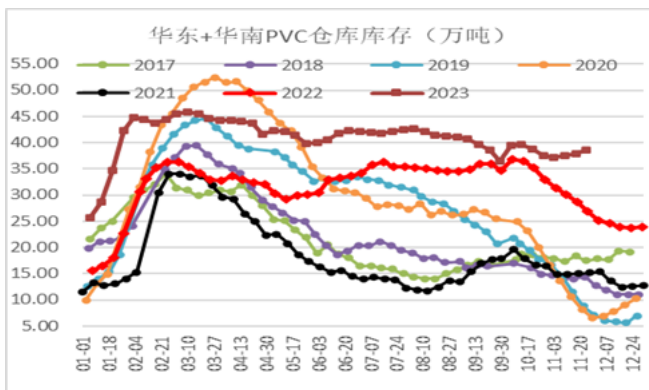
2023 年 PVC 平均开工 74.72%, 较 2022 年开工 76.25% 下降 1.53%, 2023 年国内 PVC 装置新增产能 186 万吨/年, 中性开工下, PVC 已略显过剩, 华东华南区域 PVC 仓库库存压力较大。

图 2.1.1: PVC 开工率



资料来源: WIND, 一德能化

图 2.1.2: PVC 库存



资料来源: WIND, 一德能化

PVC 制品主要包括管材、型材、电线电缆、薄膜以及包装等传统行业, 有 60% 以上是同房地产高度相关, 因此 PVC 的需求受房地产市场变化的影响极大, 2023 年 1-11

月重点 100 城新建商品住宅销售面积同比下降约 5%，全国 300 城住宅用地推出、成交面积同比分别下降 21.5%、28.0%，只有部分城市或者个别地块成交量有所增加，房地产市场整体低迷态势未改。整体来看，2024 年新房销售市场依然面临调整压力，若经济持续恢复、置业意愿改善，叠加城中村改造如期推进，销售规模或可实现小幅增长。在销售市场修复缓慢影响下，全国新开工、投资下行态势或难改。

图 2.1.3: 房地产数据



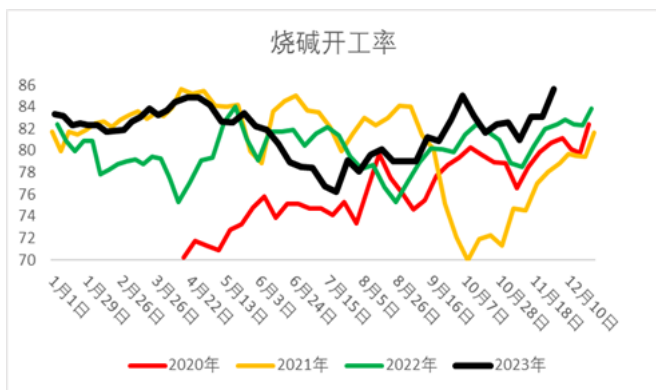
资料来源: WIND, 一德能化

外需方面，印度 PVC 需求有较大的增长潜力。2023 年印度人口约为 14.27 亿，已经超过我国，正式成为世界第一人口大国。2022 年，印度名义 GDP 总量为 3.38 万亿美元（参考世界银行数据），与中国 2007 年的 3.55 万亿美元水平相当，跃升为全球第五大经济体。印度 2022 年城镇化率为 35.87%。这一比率与中国 2000 年加入 WTO 初期的水平相当，距离 70% 的理论目标发展空间巨大。

2.2 烧碱高开工，库存压力尚可，预估短期累库，2024 年二季度去库

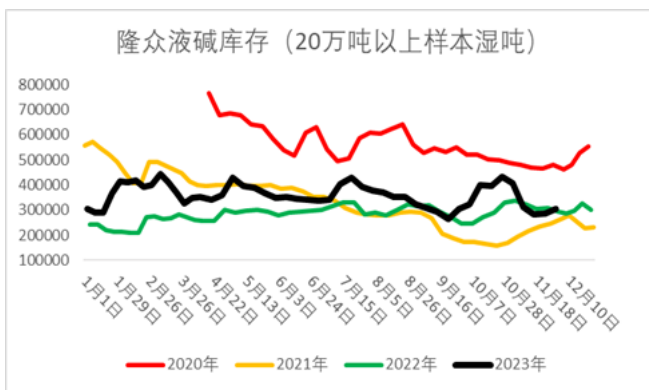
2023 年烧碱开工先降后升，4-7 月份持续低开工致低库存，出现短暂的供需错配，8 月初开始价格不断上调，到 10 月份，32% 离子膜液碱湿吨由 700 元涨至 1000 元，随后开工提升价格回落。年末烧碱开工同比高位，库存中性，存累库预期，湿吨维持 800 元上下，折百 2500，盘面升水 200 点上下。2023 年烧碱产能 4658 万吨，2023 年实际新增产能约 140 万吨，2024 年计划新增产能约 260 万吨，预估实际投产与 2023 年相近，大约应在 150 万吨左右。

图 2.2.1: 烧碱开工率



资料来源: WIND, 一德能化

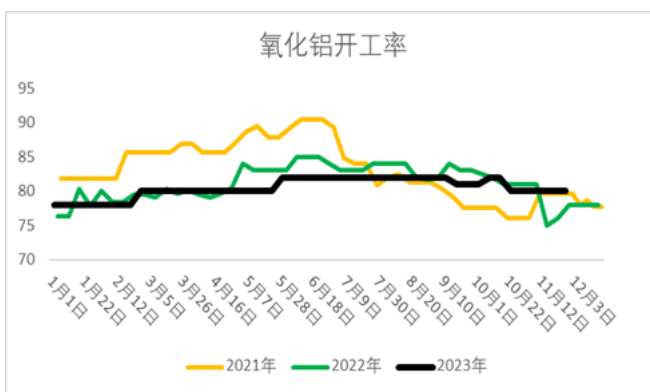
图 2.2.2: 液碱库存



资料来源: WIND, 一德能化

2023 年下游氧化铝新增产能 680 万吨, 对烧碱需求增长约在 90 万吨左右; 新能源方面, 10 月新能源车市场零售 77 万辆, 同比增长 38%, 环比增长 3.1%, 1-10 月新能源车零售总量 597 万辆, 同比增长 35%, 三元前驱体等对烧碱有需求的新能源材料虽然有一定的增长潜力, 但当前仅占烧碱需求的 3% 左右, 目前的增量对烧碱需求的拉动影响有限, 印染纺织及纸浆产能增长中性, 相对比较稳定, 综合来看, 供需矛盾仍不明显, 重点关注开工及库存, 寻找错配机会。

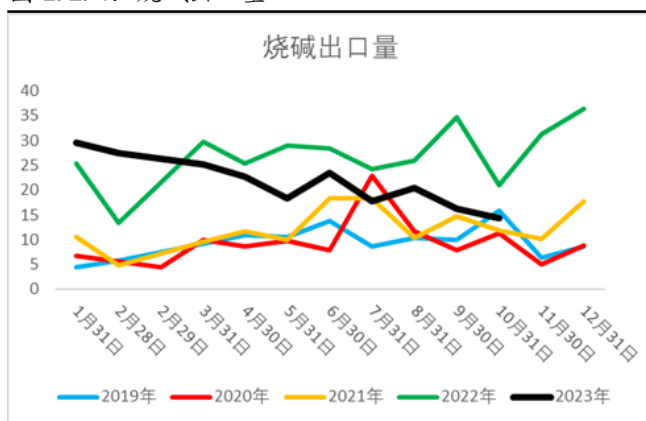
图 2.2.3: 氧化铝开工率



资料来源: WIND, 一德能化

外需方面, 烧碱出口量重心向下, 2023 年 1-10 月烧碱出口量累计 215.3 万吨, 较 2022 年同期同比减少 16.28%, 出口下滑的主要原因是外需走弱, 全球经济增长动力不足。2024 年海外烧碱需求增量预计仅为 50 万吨左右, 只能以低价换取出口优势。

图 2.2.4: 烧碱出口量



资料来源: WIND, 一德能化

2.3 兰炭-电石-PVC 低利润格局

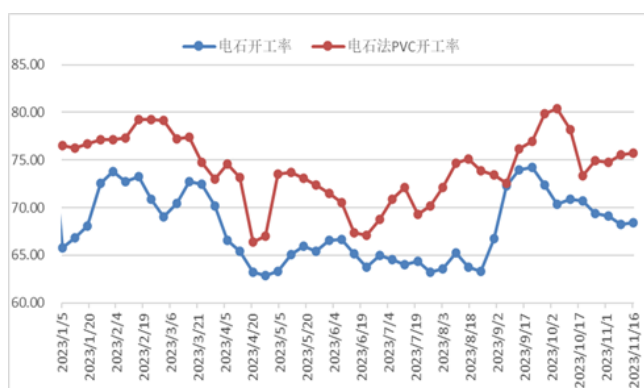
电石和兰炭的利润有底部支撑逻辑, 亏损略大后, 降低开工; 而 PVC 由于和烧碱有氯碱平衡的概念, 单独看电石带给 PVC 的支撑难寻, 最大亏损可以到 1500 元。

图 2.3.1: 兰炭、电石利润



资料来源: WIND, 一德能化

图 2.3.2: 电石开工率及电石法 PVC 开工率



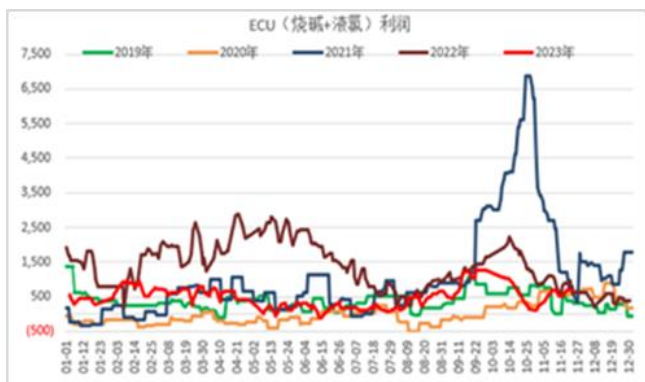
资料来源: WIND, 一德能化

2.4 ECU 成本支撑尚强, PVC 和烧碱综合利润走弱

生产 1 吨烧碱, 同时产出 0.886 吨液氯。以山东区域为例, 自备热电厂企业产能占比 49%, 另有约 34% 采用自备电厂+网电的形式。外购电生产所需的成本大概包括 1.51 吨原盐, 原盐价格 380 元/吨左右, 耗电 2400 度, 电价按 0.66 元/度计算, 再加上所需的人工费用、制造费用、销售费用以及其他费用约 200 元左右, 由此计算的 ECU 成

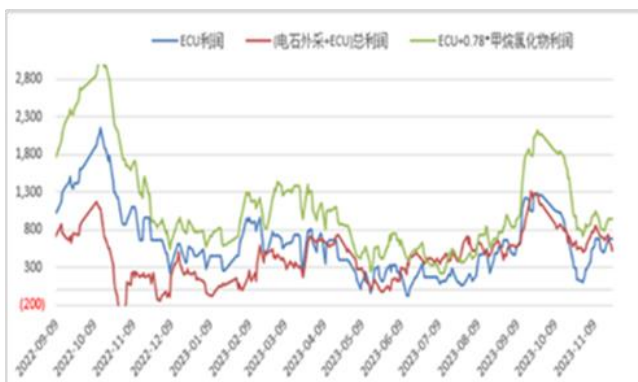
本大约为 2350 元，按烧碱市场价格 2500 元/吨，液氯现货价格 250 元/计算，约有 400 左右的利润。自配发电厂发电 1 度需 0.00034 吨煤，由此计算的 ECU 成本约在 1500 元，综合利润 1500 元左右。2023 年烧碱和外购电石法 PVC 的综合利润尚未存在击穿 0 以下，虽走弱但存在一定支撑。

图 2.4.1: ECU (烧碱+液氯) 利润



资料来源: WIND, 一德能化

图 2.4.2: ECU 联产利润



资料来源: WIND, 一德能化

2.5 ECU 成本支撑尚强, PVC 和烧碱综合利润走弱

液氯下游开工率偏低，尤其是环氧氯丙烷、氯化石蜡等，但是产量增速仍高，整体生产利润偏低，也就是液氯下游行业面临着供需错配，供应增速快于需求增速；侧面反应了终端稳定的液氯下游需求增加，也会带动液氯下游产能利用率提高，液氯的实际消费量也会逐步增加；从绝对价格看，液氯波动较大，但液氯负值的时间并不多，主要就是 2022 年至 2023 年上半年，2023 年二季度后，液氯转正，数据也显示二季度后液氯主要下游的需求增速已高于烧碱整体的产量增速。由于环氧丙烷新投产较多，且新增产能主要是过氧化氢的直接氧化法(HPP0)，已不采用液氯，且氯醇法的产能还会淘汰掉，环氧丙烷利空液氯需求，扣除掉环氧丙烷后，下半年主要液氯下游的需求增速仍高于烧碱产量增速，液氯尚未出现明显过剩，也就不会出现液氯压制烧碱开工的情况，那么液氯就会偏利空烧碱。

图 2.5.1: 液氯现货价格

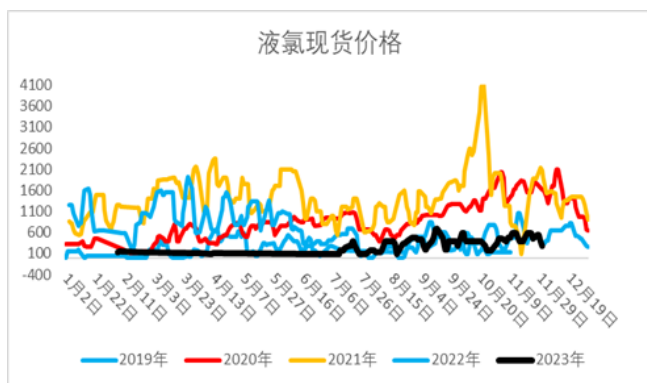
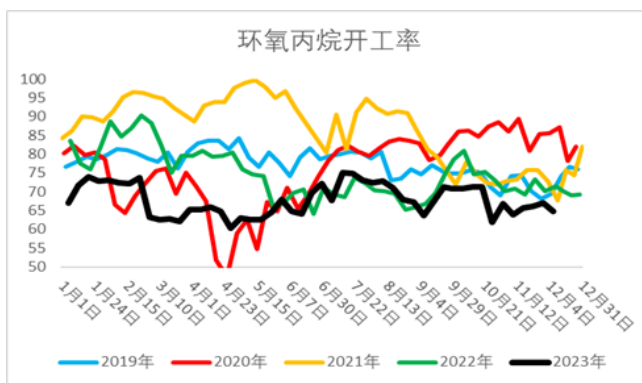


图 2.5.2: 环氧丙烷开工率



3.展望与策略:

PVC 中性开工下已略显过剩，现货价格及盘面价格在成本上下徘徊，2024 年受能耗双控、经济恢复压力大以及房地产行业不佳等预期的影响，PVC 行业发展或仍呈现不利局面，烧碱+PVC 综合利润缓慢下行，烧碱利润大概率仍高于 PVC 利润。


烧碱供需矛盾仍不明显，2024 年重点关注开工及库存，寻找错配机会，个别月份或有机会突破 3000 元/吨。当前库存及开工预期下看，05 合约难给高利润，短期内操作上高空利润为主，价差套利存难度，关注上方 2750 压力及 2500 支撑。


免责声明

本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2012】38号）。

本研究报告由一德期货向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。

本报告所载内容及观点基于研究人员认为可信的公开信息或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但一德期货对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且一德期货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，一德期货不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保，不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。

 公司总部地址：天津市和平区小白楼街解放北路 188 号信达广场 16 层

 全国统一客服热线：400-7008-365

 官方网站：www.ydqh.com.cn