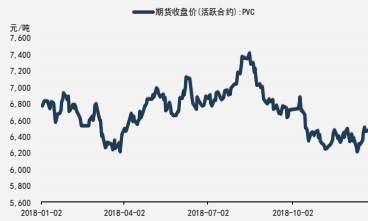


板块 非金属建材

PVC 期货走势：



前海期货有限公司

投资咨询业务资格

投资研究中心

期货分析师：赵一鸣

电话：021-68770057

邮箱：zhaoyiming@qhfc.com.net

从业资格号：F3044218

投资咨询号：Z0013452

供需双弱 PVC 或震荡下跌

报告摘要

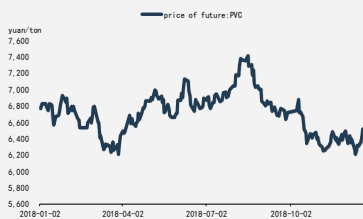
- 2019 年新增 PVC 产能在 200 万吨左右，但投产节奏可能慢于预期。
- 受棚改货币化退出以及房地产增幅放缓影响，预计房地产投资将放缓，新开工或呈现负增长。

- 行情回顾
- PVC 供应
- PVC 需求
- 供需总结及展望



Sector Non-metallic
building materials

PVC futures price trend:



QIANHAI FUTURES CO., LTD

Investment consulting qualification

Investment research center

Analyst: Zhao Yiming

Tel: 021-68770057

E-mail: zhaoyiming@qhfc.net

Qualification certificate No.: F3044218

Investment consulting certificate No.:

Z0013452

Supply and demand are weak, PVC may shock fall

Abstract

- The new PVC production capacity will be around 2 million tons in 2019, but the pace of production may be slower than expected.
- The shed reform and monetization policies have been withdrawn, and the sales area has continued to decline, real estate investment is expected to slow down, with new construction showing negative growth.

- Review of price trend
- PVC supply
- PVC demand
- Summary of supply and demand and outlook of price

一、行情回顾

1-2 月 PVC 期货主力合约价格在 6500-7000 元之间宽幅震荡。1-2 月间 PVC 整体呈现了高开工的格局，整个行业开工率始终维持在 70%以上，厂商生产较为积极。但是，PVC 销售以预售为主，所以厂商整体销售压力不大。加之生产商库存没有有效积累。在下游需求呈现淡季走势的情况下，价格在大部分时间内呈现比较僵持的状态。春节之前，在 PVC 下游备货的驱动下，价格出现一轮上涨，1 月底达到 6995 元的阶段性高点。同时，1-2 月份烧碱价格走势与 PVC 呈现了比较类似的状态，大致呈现横盘震荡。

进入 3 月份后，PVC 主力合约价格出现了大幅度下跌，在 3 月 23 日触及 6145 元的年内低点。这一方面是受整个大宗商品价格大幅走弱的拖累。另一方面，PVC 供求关系出现了恶化。供给方面，PVC 开工率突破了 80%。虽然电石法 PVC 单体利润在 3 月份小幅回落，但是由于烧碱价格在进入 3 月后开始回升，这使得烧碱-PVC 一体化装置在不考虑液氯的情况下整体利润维持在较好的水平。在以碱养氯的格局下，支持了 PVC 开工率维持在高水平。而需求方面，在环保限产、天气转暖慢于往年、农民工返城积极性降低的多重影响下，下游需求恢复大幅低于市场预期，社会库存出现大幅积累。

图 1 PVC 期货主力合约价格走势



数据来源：WIND 资讯，前海期货

4 月份，PVC 期货价格震荡上行。下游需求虽然迟到，但是没有消失。从 3 月底开始需求逐步释放，下游开工开始真正企稳回升。同时，上游工厂检修增加，供给收缩。这使得 PVC 库存出现了加速下滑的情况，助推了 PVC 价格上涨。

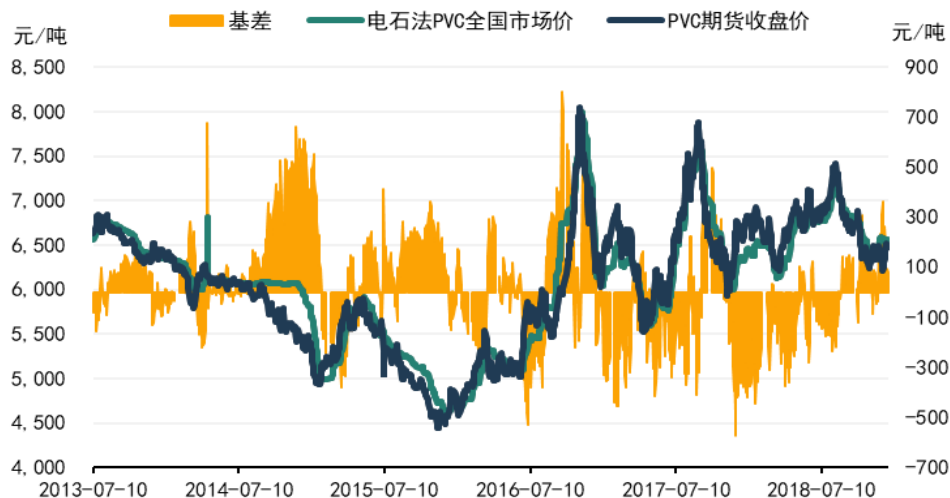
5 月份，PVC 期货价格先扬后抑。5 月初，由于检修利好仍在，加之环保炒作，使得 PVC 主力合约价格在 5 月 8 日触及了 7030 元的阶段性的高点。但是，当价格到达高位后，下游型材厂利润受到严重的挤压，部分小型企业已经出现了亏损，使得价格缺乏了进一步上行的动力。同时，五月中下旬前期检修的装置陆续复产，PVC 社会库存降幅逐步放缓。而 5 月中旬公布的房地产数据低于市场预期，这使得市场预期下游需求转弱。多重因素共振下，PVC 价格一路下行。

进入 6 月后，中央及地方政府开启多轮环保检查。中央环保“回头看”督察组进驻内蒙古。这让当前石灰石和电石供应受到明显影响。原材料短缺导致市场预期 PVC 供给将出现收缩。这带动 PVC 期货价格触底反弹，并在 6 月 11 日触及了 7160 元的年内高点。但是，由于下游需求并继续季节性转弱，市场恐高情绪堆积，加之中美贸易战再起的影响，PVC 价格又连续多日下跌。但在 6700 元一线获得支撑后止跌。

7 月下旬，期货价格出现新一轮的涨幅，主要原因是天气炎热等因素导致 7 月份上游意外检修装置较多，因检修而导致的 PVC 损失量比二季度还多，同时上游原材料焦炭等价格上涨，下游库存处于低位，短期 PVC 制品厂家补库和环保回头看等因素使得 PVC 创出了年内的高新。

8 月份下旬开始 PVC 出现了下跌，主要原因来自国内宏观经济数据的疲弱，而自身基本面则是因为原材料价格上涨带来下游生产利率持续被挤压，下游出现了全面亏损，下游开始部分检修同时拿货谨慎维持低库存运行，致使上游开始出现累库价格承压下行。

10 月开始的新一轮价格下跌的主要原因和国内外宏观经济环境继续变差有关。宏观经济环境的变差导致市场对后期下游消费预期也持续转弱，价格继续下行。

图 2 PVC 期现价格及基差


数据来源：WIND 资讯，前海期货

二、PVC 供给

国务院办公厅在 2016 年颁布了《关于石化产业调结构促转型增效益的指导意见》。文件中明确规定，严格控制 PVC 行业新建产能，对于符合政策要求的先进工艺改造提升项目应该实行等量或减量置换。这个就从政策层面直接关闭了 PVC 长期产能扩厂的通道。前几年由于市场行情不佳，所以不少规划产能推迟或延缓了施工进度。随着 2016 年开始环保政策趋严和房地产行业火爆，PVC 价格不断走高，这些项目重新开始加快施工建设。

根据卓创咨询统计，2018 年年初预计新增产能 200 万吨左右。然而受环保、政策等因素影响，截至目前，实际新增产能仅 45 万吨，同比增加 5.3%。年底预计还有 47 万吨产能计划投产，如果能在年内完成投产，将对二季度 PVC 的供需格局产生影响，剩余的 100 万吨装置将在 2019 年投产。

2019 年计划新增 PVC 产能 216 万吨，届时行业产能将超过 2700 万吨规模，同比增加超过 8.4%。但从目前的投产进度来看，氯碱行业大多都是配套完善的大型项目，只要产业链有一环不行，整个项目就难以正式开车生产，所以在目前的盈利情况明年整个新增产能可能将低于预期进度投放。

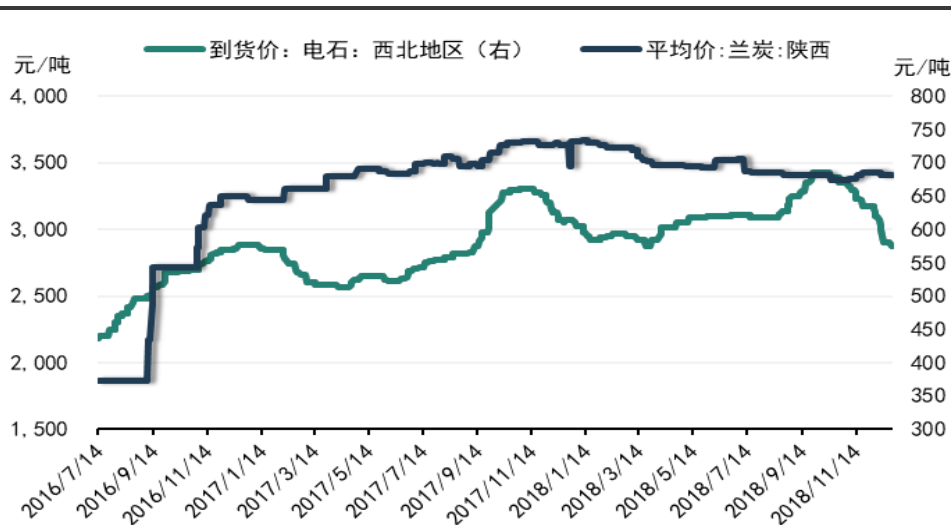
表 1 2018-2019 年新增产能投产进度

企业名称	新增产能	粉/糊	生产工艺	投产时间
乌海化工	10	粉	电石法	2018 年 5 月份技改
山东信发	5	粉	电石法	2018 年 7 月份技改
山西榆社	10	粉	电石法	2018 年 9 月 25 日投产
山西瑞恒	40	粉	电石法	2018 年 1 月份投产 20 万, 另外 20 万计划年底投产
陕西北元	15	粉	电石法	计划 2018 年 12 月份投产
鲁泰化工	12	粉	电石法	计划 2018 年 12 月份投产
河北盛华	20	粉	电石法	计划 2019 年 3-4 月份投产
德州实华	20	粉	姜钟法	计划 2019 年 3-4 月份投产
安徽华塑	16	粉	电石法	计划 2019 年投产
宁夏金昱元	20	粉	电石法	计划 2019 年 3-4 月份投产
山东朗晖	1	糊	电石法	计划 2019 年投产
中盐吉兰泰	16	糊	电石法	计划 2019 年投产
新疆中泰	20+6	粉+糊	电石法	计划 2019 年投产
唐山三友	2	糊	电石法	计划 2019 年投产
聚隆化工	40	粉	乙烯法	计划 2019 年 3 月投产, 另外 23 万也计划开, 但工
青岛海晶	40	粉	乙烯法	计划 2019 年一季度投产
泰州联成	15	粉	乙烯法	计划 2019 年投产
2019 年总计	216			

数据来源: 卓创资讯, 前海期货

PVC 的上游电石由于受到环保因素的影响, 导致产量增速低于 PVC。电石价格在上涨过程中幅度高于 PVC, 在下跌过程中也相对 PVC 更抗跌。但是, 从下半年开始整个环保有松动迹象, 电石产量出现回暖缓解了局部供应紧张的局面, 价格也出现了松动。近期, 盛华事故后山东电石到货价开始快速下滑, 目前已跌 248 元/吨, 报 3087 元/吨。主要原因是: 1) 部分企业减少电石待卸车数; 2) 部分企业开工率有下滑。

图 3 电石价格

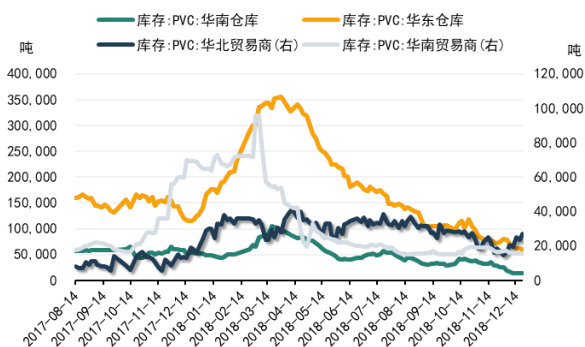


数据来源：WIND 资讯，前海期货

2018 年 PVC 整个库存经历了短暂的累库，接着持续处于去库存状态，其中最主要的原因是中美贸易战，加剧了对国内宏观经济悲观预期，同时金融去杠杆和房地产行业预期走弱，市场对于下游需求预期转弱，需求转弱使得现货价格持续下行，双吨价差维持低位。

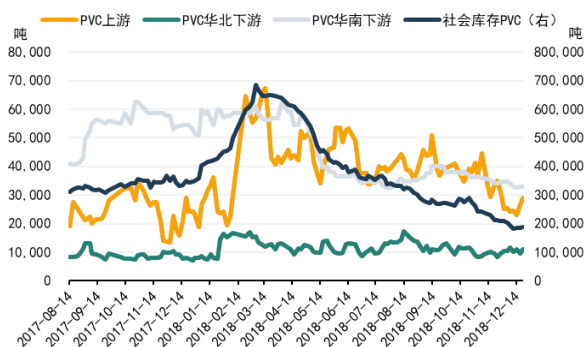
整个下半年中下游库存不高的主要原因有几个方面：1) 下游在宏观经济预期悲观的情况主要采取随行就市，并没有主动进行补库维持低库存。2) 贸易商担心价格风险，没有进行大量购买，采用点价交易模式，锁定价格库存也有所降低。同时，上游和下游直接的贸易模式，使得部分显性库存隐性化，所以也没有在社会库存中出现。

图 4 下游库存持续下降



数据来源：WIND 资讯，前海期货

图 5 整个产业链处于低库存运行



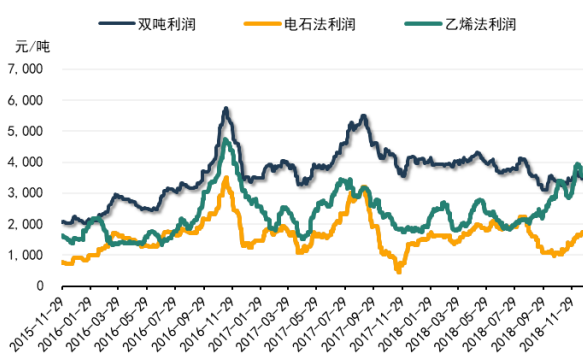
数据来源：WIND 资讯，前海期货

从整个产业链来看，上游开工率始终处于一个比较高的位置。主要从利润上考虑，氯碱企业的综合双吨利润尚存在，所以上游没有减产的积极性。即使目前综合利润相对去年大幅降低但短时间内产量也很难大幅下降。所以在 PVC 价格没有大幅下降之下，上游开工率还将维持高位。

从下半年开始，原油价格大幅下跌，这也导致乙烯法路径制 PVC 的利润出现大幅抬升。乙烯法主要通过石脑油生产，乙烯作为原料生产 PVC。同时，乙烯法 PVC 的品质要优于电石法。在 2018 年 10 月原油大跌之后，乙烯价格也出现了大跌，乙烯法企业利润出现了大幅上升，这也使得 PVC 上游乙烯法开工率上升，乙烯法 PVC 价格的下降也使得电石法 PVC 价格承压下降。

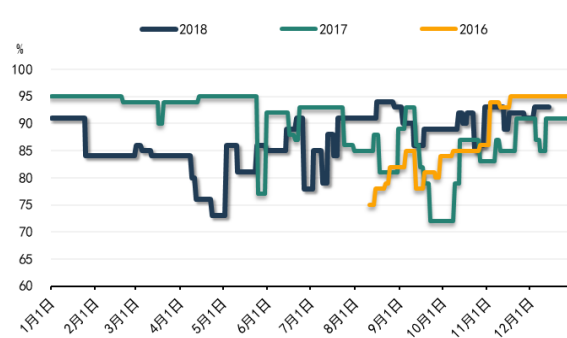
从全球经济来看，目前整个需求仍处于悲观和不确定之中，所以原油价格也有一定承压。虽然 OPEC 从 2019 年 1 月起执行 120 万桶/日的减产力度，同时 OPEC 轮值国主席、阿联酋油长 Mazrouei 称如果力度减产力度不够将召开特别会议，采取必要措施以稳定油市。但是在美原油产量大增，同时管道输送能力提升的大背景下，原油价格着实难以像 2017 年到 2018 年有大幅的上涨。预计布伦特原油中枢下移到 55-65 美元/桶，乙烯法 PVC 价格也将承压。

图 6 双吨价差维持低位运行



数据来源：WIND 资讯，前海期货

图 7 PVC 上游开工率持续处于高位



数据来源：WIND 资讯，前海期货

三、PVC 下游需求

(一) 房地产

2018 年的房地产市场全年表现可谓超预期，韧性异常强劲。销售面积在二

季度出现了一波反弹,直至8月份才开始回落。9、10月份单月销售呈现负增长。截至10月,商品房销售面积累计同比增长2.2%,增速回落0.7个百分点。在四季度供应充足的情况下,需求逐渐取代供给成为实现成交的主要因素,而去年同期高基数叠加9月开始的需求萎缩,我们预计年末的销售增速将继续承压。地产投资与销售呈现基本相同的走势,前三季度表现相当强劲,但在四季度开始出现增速回落的迹象。

图8 房地产销售面积累计同比增速



数据来源: WIND 资讯, 前海期货

2018 年房地产市场韧性超出预期的主要原因可以归纳为两点: 一是棚改货币化的余温带动了三四线市场的高涨。二是受到资金紧张的影响, 房企高周转模式带来了快开工加速市场供应, 在上半年需求不差的情况下提供了供给支撑。

展望 2019, 销售预计会继续承压, 2018 年 9 月份以来基本面下行的趋势在 2019 年将进一步演绎。从量化方面考虑, 棚改对三四线城市房地产市场的影响将非常明显。自 2015 年起, 棚改货币化比例逐步提升, 从而拉起了三四线城市快速去库存的序幕。预计 2017 年货币化安置比例在 60% 以上。2018 年比例有所下降, 全年预计在 50% 左右。随着三四线城市去库存下降, 货币化安置比重亦将同步下降。按照住建部的数据, 2016 年全年棚改开工 606 万套, 其中货币化安置比例为 48.5%, 去化商品房库存 2.5 亿平方米。我们推算 2017、2018 年棚改所带来的销售分别为 3.11 亿和 2.47 亿平方米, 而 2019-2020 年棚改计划为 920

万套，预计 2019 年棚改在 460 万套左右，较 2018 年下降了 20.7%。棚改可带来的去化量约为 1.57 亿平方米，绝对值下降 0.9 亿平方米。综合来看，这将导致三线及以下城市销售面积同比下降 6.6%。

房地产投资在 2018 年出现了重大变化。在做出预判之前，我们有必要先理清今年的结构性变化。变化之一是土地购置费用占开发投资占比从往年的 20%，增长到 30%的水平。这主要由两方面原因导致。其一是往期土地支付周期相对滞后，而当期凸起购置费用缩短。过去支付周期多为半年到一年，而 2018，为了抑制地价，许多热点城市出台了“提升土地保证金及首付比例、缩短缴纳年限”的政策。其二是棚改对土地购置费可能有较强的带动作用。近年来棚改的推进提速，以 PSL 资金参照棚改投入资金的力度来看，18 年前 10 个月 PSL 新增贷款同比增加 19%，这为土地购置提供了可观的资金。

图 9 土地购置面积累计同比增长



数据来源：WIND 资讯，前海期货

图 10 房地产开发投资完成额-土地购置费用

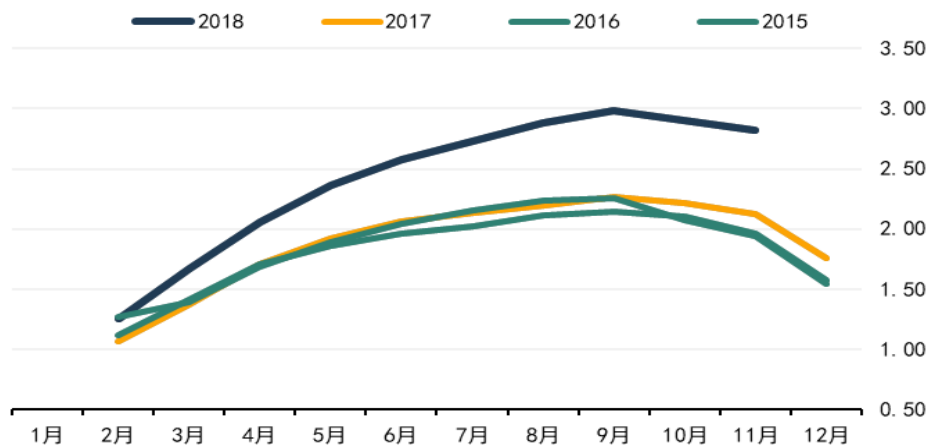


数据来源：WIND 资讯，前海期货

变化之二是竣工面积与新开工以及销售面积增速大幅背离。竣工面积持续负增长的原因可能有两点。一是近年来三四线城市的销售开工占比明显提升，而三四线城市的预售条件相对比重点城市更宽松，这导致了三四线城市开工、销售到竣工的周期相对更长，而近年来成交结构中三四线城市的成交占比明显提升。二是近年来施工面积中净停工面积持续提升，项目开工后停工导致竣工面积增长小于新开工，也是一种可能。另外关于资金诉求下“快开工、慢竣工”的现象还可从期现房销售情况得以印证。今年来期房销售同比增长的整体环境下，现房销售同比下降，同时全国待售面积维持负增长，现房库存也在下降。即现房销售

走弱主要是供给力度下降造成的，开发商再度提升了期房销售的比例。两种模式最大的差别在于回款速度，再度说明今年趋紧的信贷环境提升了大家对回款的依赖程度。

图 11 新开工面积/竣工面积



数据来源：WIND 资讯，前海期货

变化之三是施工投资与施工面积的背离。2018 年以来，施工面积保持正增长，然而建安等费用投资自二季度开始同比持续下行，前 10 月同比下降 4%，这主要是由于施工强度下降。正如前文所述，开发商在整体资金压力趋紧的大环境下，提前开工，延长工期。即开竣工的背离反映的是施工周期的拉长，因此今年以来单位面积施工投资明显下滑。

对于明年的投资预测，首先需要看各项影响因子的持续性。如同我们上述拆分中所总结，影响投资的一方面是土地购置费，另一部分是施工量及施工强度。我们拟通过对土地购置费、施工情况等测算来推导得出 2019 年的投资增速。土地购置费：我们认为明年增速会从今年 60%左右高位大幅下行。首先目前开发商补库存周期进入尾声，从待开发土地面积的角度，今年以来同比数据持续在相对高位，尤其在目前销售趋冷的大环境下，下半年开始的拿地热情退温现象再持续半年以上是大概率事件。另一方面，从目前的政策口径来看，棚改已经步入尾声阶段，对土地购置费的支撑也将走弱，我们预计 2019 年土地购置费增速回落至 3%。

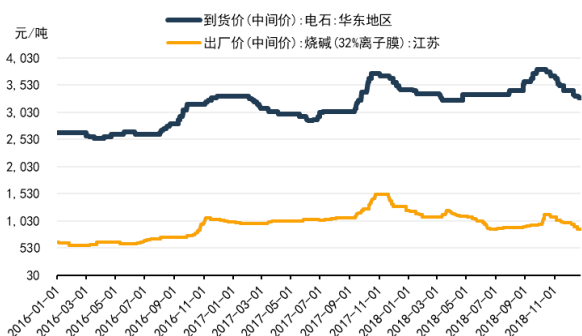
新开工面积：关于新开工以及净停工的走势，均与销售情况息息相关。今年新开工增速明显高于销售增速，一方面去年年底待开工面积达到历史低位，狭义库存低迷，同时全市场在对资金回笼的诉求下普遍存在抢跑意识。但从大趋势上看，14年以来新开工与销售走势基本同步，在19年销售下滑预判下，我们预计19年各线城市的新开工同比增速分别为-3%、-6%和-9%。

施工面积：决定施工的三个因素为：施工强度、新开工以及施工面积中的净停工面积。今年施工强度大幅下滑，但我们认为明年这一趋势将有所缓解。提前开工、拉长工期对于施工强度的影响造成今年施工投入呈现低基数，而下半年确立的宽松通道将逐步缓解房企资金面压力，因此施工强度预计会有所恢复。净停工面积在销售低迷期将进一步扩大，而今年以来补库存的主场在三四线城市，无论从参与开发商还是区域本身的灵活度，都意味着净停工对于销售的敏感度更高，因此我们预判各线城市的净停工面积同比增速分别为40%、25%和42%。

综合计算可得，明年施工面积同比增速为0.7%。据分线城市测算汇总可得，2019年我们预计全国新开工面积同比-8%，净停工面积同比增速为37%，预计施工面积同比增长0.7%。我们以土地购置费、施工面积以及销售面积这三项同比数据对投资同比进行回归，最后我们预判明年投资增速为2.3%。这对PVC需求将产生一定负面影响。

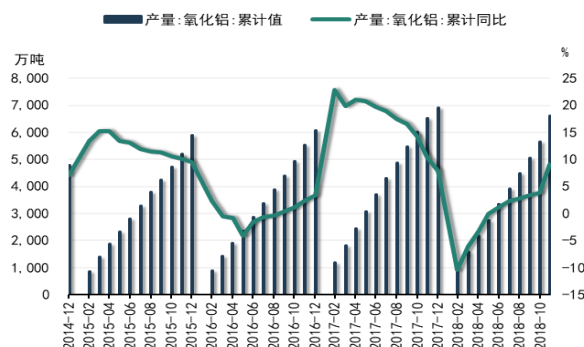
烧碱价格稳中目前处于稳中下跌趋势之中。而其下游主要是氧化铝，在供给侧改革之后，氧化铝产量大幅提升拉动烧碱需求。截至2018年11月，氧化铝产量同比上升9.1%，相比去年的10.5%有所下滑，但是还是出现了很高的上涨，主要原因是11月单月氧化铝产量出现了大幅增长，在国家出台了一系列基建政策刺激下，基建出现了回暖，带动氧化铝产量上升。在此背景下，明年整个氧化铝产量不会有大幅度的下滑，烧碱价格有望回暖。

图 12 上游价格都出现一定程度下滑



数据来源: WIND 资讯, 前海期货

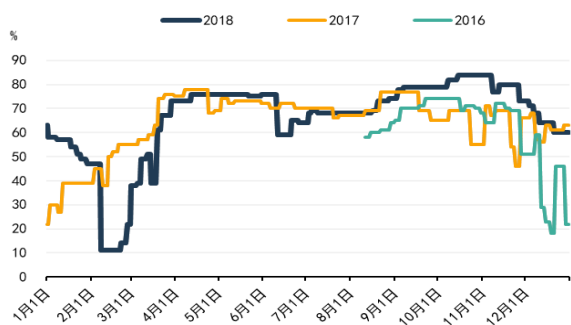
图 13 氧化铝增速出现下滑, 短期受基建刺激回暖



数据来源: WIND 资讯, 前海期货

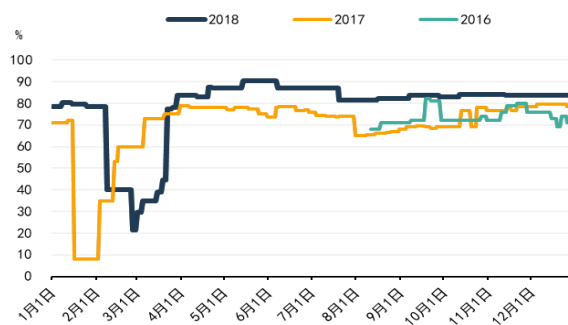
从下游开工率来看 PVC 无论华北还是华南都保持高位开工, 一定程度上支持着 PVC 的需求。同时, 虽然整个房地产仍处于下行周期, 但从近期各地政策都有放开的势头。所以也不必过于悲观, 房地产在经历了 2018 年的竣工面积新低之后, 有望迎来反弹, 同时基建等项目的政策导向回暖, 2019 年上半年需求或有阶段性走强的机会。

图 14 PVC 华北下游开工率持续保持高位



数据来源: WIND 资讯, 前海期货

图 15 PVC 华南下游开工率持续保持高位



数据来源: WIND 资讯, 前海期货

四、PVC 供需简析及展望

虽然 2019 年还有超过 200 万吨新增产能, 但是在目前的盈利水平下 PVC 产能的投入很有可能低于预期。同时, 受环保限产的影响, 2018 年上半年电石的供应进入了负增长, 进入下半年环保压力出现松动电石价格高位回落, 下跌空间已

不大。此外，氧化铝价格受到基建刺激上涨一定程度支撑烧碱价格，在氯碱企业盈利尚可的情况下 PVC 开工率很难大幅下降。总体上，2019 年上半年供给不会出现太大的变数，可能会出现结构性偏紧。

需求方面，房地产投资将面临明显的回落。基建工程方面并无特别大的亮点。因此，预计需求将边际变弱。

综合供需两方面来看，预计 2019 年将呈现供需双弱的格局。因此价格大概率呈现震荡下跌的走势。因此在策略方面，可以在二季度反弹后，逢高做空 1909 合约。

免责声明

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。前海期货有限公司力求准确可靠，但对于信息的准确性、完整性不作任何保证。不管在何种情况下，此报告所载的全部内容仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议，且前海期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户，因根据本报告及所载材料操作而造成的损失不承担任何责任，敬请投资者注意可能存在的交易风险。

本报告版权归前海期货有限公司所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，或投入商业使用。

如遵循原文本义的引用、刊发，需注明出处为前海期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并保留我公司一切权利。

关于我们

总部地址：深圳市前海深港合作区梦海大道 5033 号卓越前海壹号 A 栋 26 楼 08 单元

邮政编码：518052

全国统一客服电话：400-686-9368

网址：<http://www.qhfco.net>

