Bigger mind, Bigger fortune

智慧创造财富

南华期货研究所

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1290 号

戴一帆

投资咨询证号：

Z0015428

不破楼兰终不还

摘 要

今年上半年PVC在一波美国寒潮冲击之下走出了爆发性的走势，而后陷入了一段漫长的调整，现货价格大约在9000附近徘徊了大约5个月，叠加下游持续反馈不佳，许多人都认为这轮上涨差不多高一段落了。而在9月份，双控再度蔓延至全国，PVC产业链从最上游的兰炭到PVC全线受到明显影响，原料的全线紧缺使得山东电石送到价格达到7200以上，山东外采电石法PVC成本达到11000以上。

虽然PVC自身供需情况不算特别紧缺，甚至沿海还在持续累库，但是基于这种成本端几乎病态的强势抬升，PVC估值不得不跟涨上行。对于四季度PVC的观点，我们认为至少在10-11月，多头格局很难改变，原因有二，第一是碳中和的思路在未来的许多年都会持续影响着大宗商品，PVC与电石作为高耗能的工业品首当其冲难以避免，且就近期而言，仍有新疆双控的利多尚未落地。第二，电石与PVC四季度产能投放极少，因此目前我们看到的这种供需矛盾几乎没有办法通过供给端化解。因此未来如果我们要看到PVC回落，大概率是需要看到下游出现足够有力的负反馈，参考去年冬季的下游因为利润不佳在1月大面积提前放假停车引发负反馈，导致PVC大幅下跌约千元。我们认为今年冬季下游的情况显然是比去年更糟糕的，因此这种与去年类似的提前放假的情况我们认为可能会提前，这可能是今年冬天相对有机会做空的唯一的一段时间，但是时间节点预计也需要在12月之后，也就是PVC的回落怕是需要看到击穿下游才能看到。至于绝对价格区间，鉴于今年的双控概念的商品太过波澜广阔，强行给与一个交易区间意义并不大，因此我们只谈方向，不论高低。

四季度下行风险点：1、双控由于某种原因明显放松

2、煤炭问题缓解

3、下游提前大面积停车

研究报告全部内容不代表本机会观点
仅供交流使用，不构成任何投资建议

目录

第 1 章 2021 年三季度 PVC 行情回顾 4
第 2 章 PVC 供需分析 5
2.1. PVC 供给分析 5
2.1.1. 6 月有三小套装置投产，整体压力仍然较小 5
2.1.2. 双控持续冲击，电石爆发式上行 6
2.1.3. 外盘支撑再度走强，但高运费下出口难以兑现 9
2.2. PVC 需求分析 11
2.2.1. 房地产下行较为明确 11
2.2.2. 制品出口情况 12
2.2.3. 库存情况 13
第 3 章 供需平衡表 14
第 4 章 观点与策略 15
免责申明 16

图表目录

图 1.1:2021 年三季度 PVC 主力合约走势图 4
图 1.2:南华 PVC 指数 4
图 1.3:PVC2201 合约基差图 5
图 1.4:PVC 历年 1-5 价差图 5
图 2.1.1.1:PVC 近年投产计划 6
图 2.1.2.1:山东外采电石、氯法利润 7
图 2.1.2.2:西北氯碱一体化利润(外采电石) 7
图 2.1.2.3: 西北氯碱一体化利润（含电石厂) 7
图 2.1.2.4: 外采 EDC 制 PVC 利润 7
图 2.1.2.5:PVC 电石法开工率 7
图 2.1.2.6:PVC 乙烯法开工率 7
图 2.1.2.7:PVC 月产量 8
图 2.1.2.8:PVC 全国开工率 8
图 2.1.2.9:电石价格 8

研究报告全部内容不代表协会观点
仅供交流使用，不构成任何投资建议。

图 2.1.2.10:西北电石利润 8
图 2.1.2.11:电石开工率 8
图 2.1.2.12：电石价格与 PVC 电石法开工率 8
图 2.1.2.13:电石投产计划 9
图 2.1.3.1:PVC 粉进口量 10
图 2.1.3.2:PVC 粉出口量 10
图 2.1.3.3:PVC 华东进口窗口 10
图 2.1.3.4:PVC 东南亚出口窗口 10
图 2.1.3.5：CFR 远东报价 10
图 2.1.3.6:CFR 东南亚-CFR 远东报 10
图 2.2.1.1: PVC 华南下游开工率 11
图 2.2.1.2:PVC 华北下游开工率 11
图 2.2.1.3:房地产数据 12
图 2.2.1.4:华南下游分项开工率 12
图 2.2.2.1:PVC 地板出口量 12
图 2.2.2.2:PVC 糊墙品出口 12
图 2.2.2.3:PVC 硬管出口量 13
图 2.2.2.4:PVC 型材利润 13
图 2.2.3.1:PVC 华东华南沿海库存加总 13
图 2.2.3.2:PVC 上游库存 13
图 2.2.3.3:PVC 华东库存 14
图 2.2.3.4:PVC 华南库存 14
图 2.2.3.5:PVC 上游企业库存 14
图 2.2.3.6:PVC 贸易商库存 14

研究报告全部内容不代表协会观点
仅供交流使用，不构成任何投资建议。

第1章　2021 年三季度 PVC 行情回顾

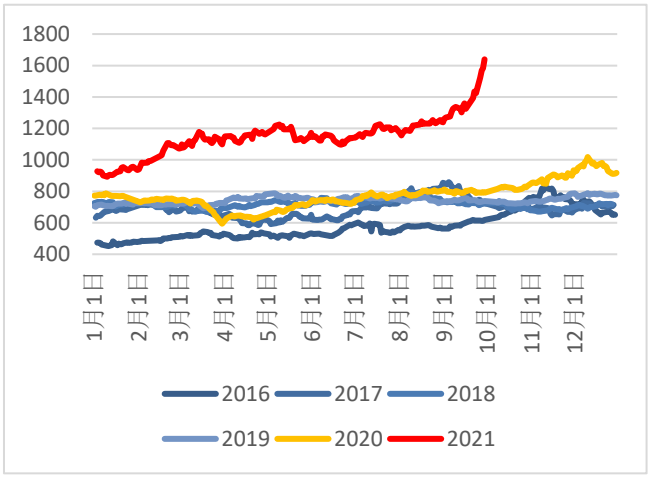
PVC2021年整体上行的逻辑是清晰的，上半年的两大核心驱动分别是美国寒潮与疫情复苏来带的出口潮，以及碳中和首度出击带来的电石第一轮涨价。如果把三季度的行情单独展示，大致可以分为两个阶段，第一阶段是7-8月的温和上升期，7-8月供给尚算稳定，同时出口开始缩量，叠加下游需求淡季，虽然我们一直感受到市场货源很紧，但是并没有未来市场会特别紧张的预期，价格缓步上行。而之后的9月，许多装置开始进行秋季检修，PVC国内开工率明显下行。赶巧美国飓风导致美国数套装置停车，内外盘开始共振上行。9月中，由于煤炭和电力的紧缺，新一轮双控以榆林为起点开始向全国蔓延，同时煤炭的紧缺甚至开始表现在电石厂兰炭库存上，有些电石厂不得不用焦炭来代替兰炭生产电石，导致电石成本与价格大幅上扬，在原料紧缺和成本抬升下，9月PVC产量环比出现大幅下滑，月产量在160万吨附近。同时PVC在9月下半月开始猛烈加速，在国庆前突破了12000，再创历史新高。

站在目前时间点向后看，我们认为能源紧缺至少在10月看不到供给端缓解的可能性，且产能占比最大的新疆省双控还未落地，因此我们认为短期做多格局未改，再往后需要要进一步观测。

图 1.1:2021 年三季度 PVC 主力合约走势图

数据来源：Wind 南华研究

图 1.2:南华 PVC 指数

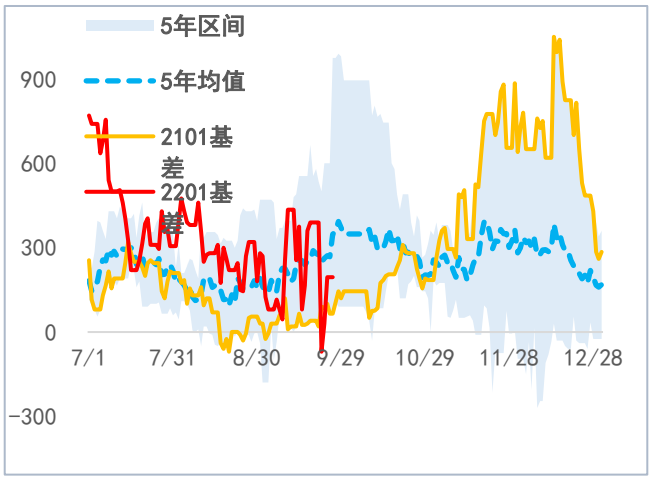


数据来源：Wind 南华研究

从基差与期现结构的角度观察，目前 PVC 处在一个近端较平，后段比较深度的 BACK 结构当中，01 合约均价基差维持在 300 左右，实际最低交割品基差在 200 附近，1-5 价差在 500 以上。四季度化工品普遍再交易预期，因此相较于聚烯烃、甲醇、乙二醇等化工品 PVC 是少有的一个近端就很强势维持正基差的商品，从结构看属于比较优质的做多标的。

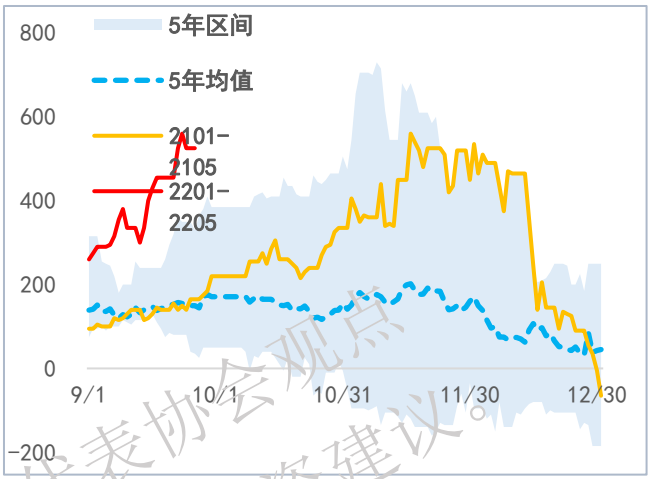
研究报告全部内容仅供投资者参考，不构成任何投资建议
仅供交流使用，不构成任何投资建议

图 1.3:PVC2201 合约基差图



数据来源：Wind 南华研究

图 1.4:PVC 历年 1-5 价差图



数据来源： Wind 南华研究

研究报告全部内容不代表协会观点
仅供交流使用，不得成任何投资建议。

第2章 PVC 供需分析

2.1. PVC 供给分析

2.1.1. 6 月有三小套装置投产，整体压力仍然较小

首先国内来看，近几年 PVC 始终维持产能增速较低的态势，2020 年 PVC 的国内投产约 124 万吨/年，产能增速不到 5%。在近年化工整体大投产背景下属于极低水平。且去年主要的新增主力烟台万华和青岛海晶投产都在四季度左右，且产能释放较慢，21 年实际产量增速同样较低。

而对于 2021 年，目前了解到的新增产量可能有 207 万吨，其中有一套天津大沽还是新旧产能的置换，实际的预计新增只有 137 万吨，即使全部顺利投产，新增产能增速大约也只有 5.2%，相较于其他化工品增速处于明显较低的水平。回顾上半年来看，6 月前没有一套新增产能投放，产量端的增量主要来自去年年底投放的烟台万华与青岛海晶，6 月有三套装置投产，第一套是德州实化 20 万吨的装置已在 6 月初出料，但是其生产的是 7 型，且投产后不久就因为技术问题再度停车，至今仍未重启。浙江嘉华也已经在 6 月中旬试车成功，还有一套计划投产的是上海氯碱，但是其生产的是特殊树脂，也不算标品的新增供给。四季度最接近应该是天津大沽，但是其是由于新老装置搬迁带来的产能置换，80 万吨新装置置换原来 70 万吨的老装置，实际增量只有 10 万吨，目前老厂区负荷已经降的很低，维持 3 成附近，时间大约在 10 月前后，聚隆前期 EDC 裂解炉试车已经成功，预计 10 月也可以顺利投产。山西恒瑞目前尚没有明确的时间点，我们认为并不算太可靠，因此下半年 PVC 仍然维持较低的产能增速。未来连续多年较低的产能增速，这也是我们认为 PVC 格局仍然较强的重要原因之一。

图 2.1.1.1:PVC 近年投产计划

金川新融	6	粉	电石法	之前推迟的 6 万吨 4 月投产
德州实华	20	粉	姜钟法	6 月初出料，预计 7-8 月满产
浙江嘉化	30	粉	乙烯法	6 月 18 日试车成功
上海氯碱化工	6	粉	乙烯法	特种树脂，2021 年 7 月
天津大沽	80	粉	乙烯法	三季度，替换 70 老装置
山西瑞恒	10	粉	电石法	待定
聚隆河北	40	粉	乙烯法	5 月 EDC 裂解炉试车已成功，计划 10 月开车
聚隆河北	11	粉	乙烯法	外采 EDC，待确定
2021 合计	661.2			
陕西金泰氯碱神木	60	粉	电石法	大概率推迟至 2022，金触媒工艺
山东信发	40	粉	电石法	2022 年
内蒙古中谷矿业	30	粉	电石法	2020 投建 2022 投产
广西华谊	40	粉	乙烯法	预计 2022 年 6 月试车
乌海中联	50	粉	电石法	推迟至 2022 年
内蒙宜化	8	粉	电石法	2022 年底
江苏新浦化学（泰兴）	50	粉	乙烯法	2022 年
2022 合计	278			

数据来源：隆众资讯 卓创资讯 南华研究

2.1.2. 双控持续冲击，电石爆发式上行

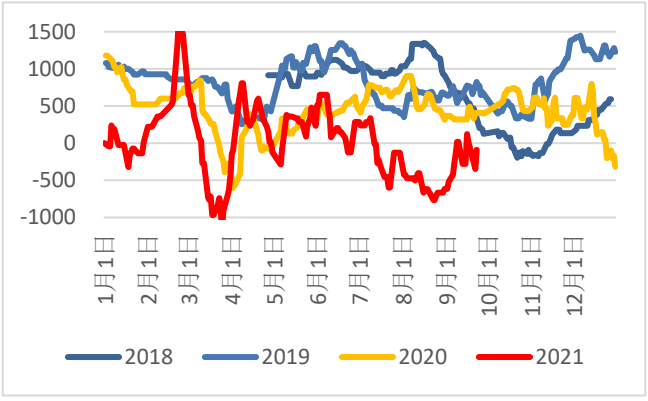
电石属于高耗能产业，电石炉的规格一般为从 12500KVA，27500KVA 的小电石炉，30000KVA 或者 40000KVA 以上的大电石炉。从环保和耗能角度来看，小电石炉为国家限制型企业，在内蒙古最新的政策下，30000 千伏安以下矿热炉，原则上 2022 年底前全部退出；符合条件的可以按 1.25:1 实施产能减量置换。

7 月以来，受限电或能耗双控影响，电石开工率始终不稳，供需一直存在缺口，价格缓步上行，进入 9 月份之后，供应缺口进一步明显，内蒙古地区的供应情况近期一直不稳定，频繁的限电情况，导致企业开工低位，装置运行不稳定。乌兰察布更是不定时发生严重限电甚至长达 24 小时以上的全停情况、宁夏地区的能耗也逐渐落地，各地不定时限电导致供应再次收缩，甚至部分氰胺产品或者石灰氮配套企业出现外采的情况。而陕西地区 9 月份下旬府谷地区电石装置全停停产，影响更大的则是兰炭的停产和降负荷问题。兰炭供应紧张导致整个市场面临原料危机，虽最终没有造成企业降负荷的情况出现，但是也导致兰炭出厂价格快速挺涨到 3400 元/吨，电石成本大幅增加。

站在当下，主产区之一乌兰察布受限电影响有近三天大部分企业全停，部分企业负荷 2-3 成，严重影响产量。陕西地区大部分企业开工 5 成，对比假期前已有缓和。假期 1-7 号内采购价格也有所上调，涨幅在 600 元/吨左右，山东市场东岳接货价 8100 元/吨，据此折算 PVC 山东外采电石法出厂成本在 12500 附近，考虑至华东的运费，同时基于供需情况给予 PVC 一些利润，国庆后 PVC 合理价格在 13000 以上，且我们反复强调的，目前仍有新疆双控这张重头牌还没有打出，10-11 月，PVC 仍然易涨难跌。

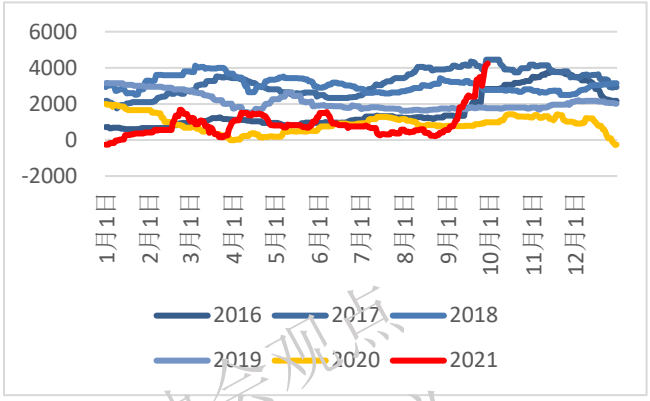
研究报告全部内容不代表协会观点
仅供交流使用，不构成任何投资建议。

图 2.1.2.1:山东外采电石、氯法利润



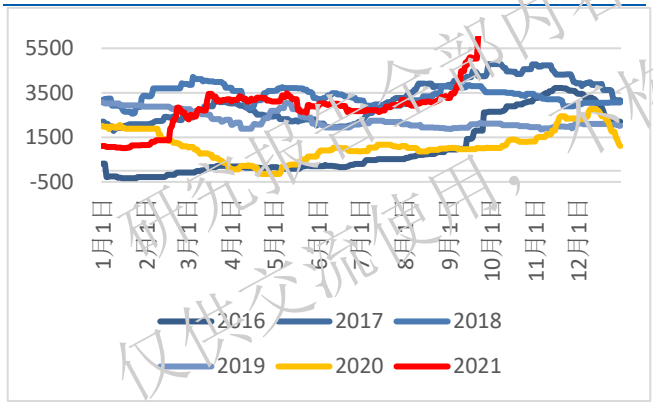
数据来源：Wind 南华研究

图 2.1.2.2:西北氯碱一体化利润(外采电石)



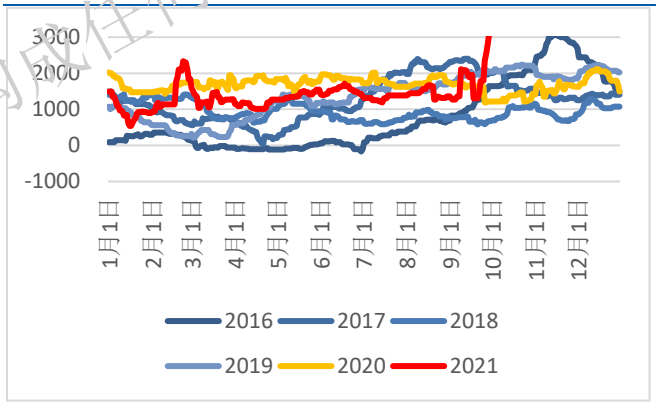
数据来源： Wind 南华研究

图 2.1.2.3: 西北氯碱一体化利润（含电石厂）



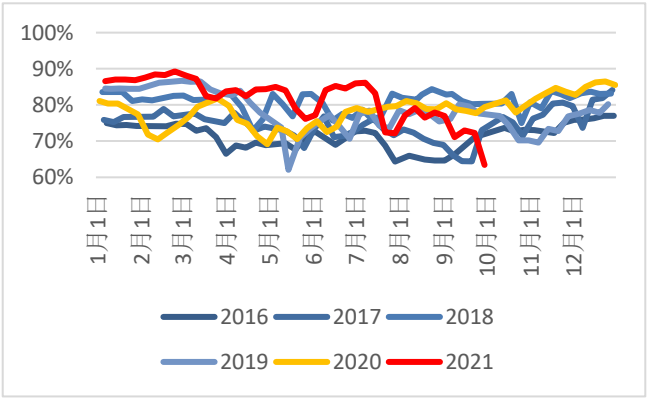
数据来源：Wind 南华研究

图 2.1.2.4：外采 EDC 制 PVC 利润



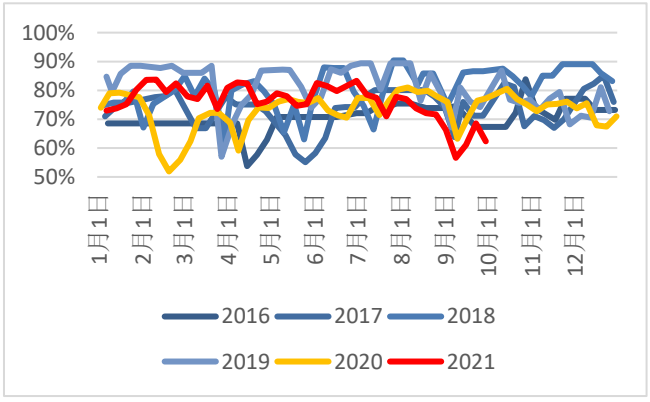
数据来源： 卓创资讯 南华研究

图 2.1.2.5:PVC 电石法开工率



数据来源：卓创资讯 南华研究

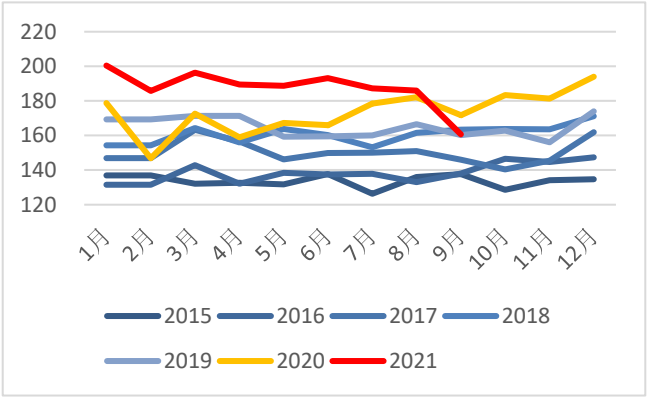
图 2.1.2.6:PVC 乙烯法开工率



数据来源： 卓创资讯 南华研究

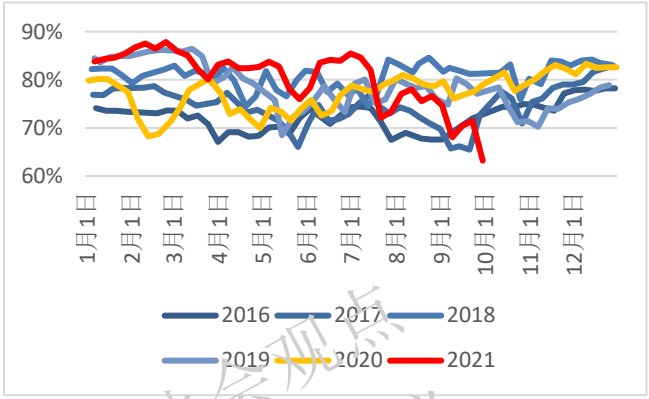
研究报告全部内容不代表协会观点
仅供交流使用，不构成任何投资建议。

图 2.1.2.7:PVC 月产量



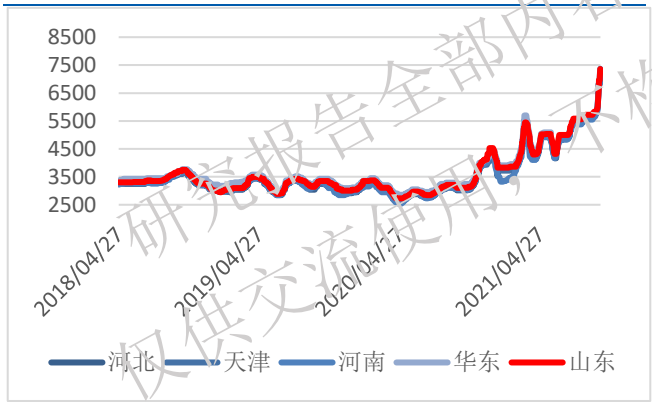
数据来源：卓创资讯 南华研究

图 2.1.2.8:PVC 全国开工率



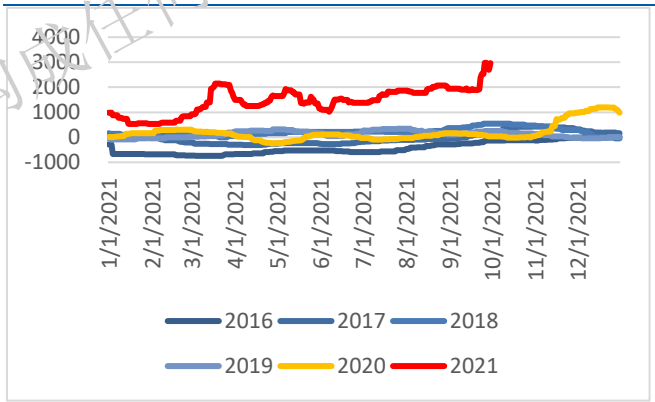
数据来源：众塑联 南华研究

图 2.1.2.9:电石价格



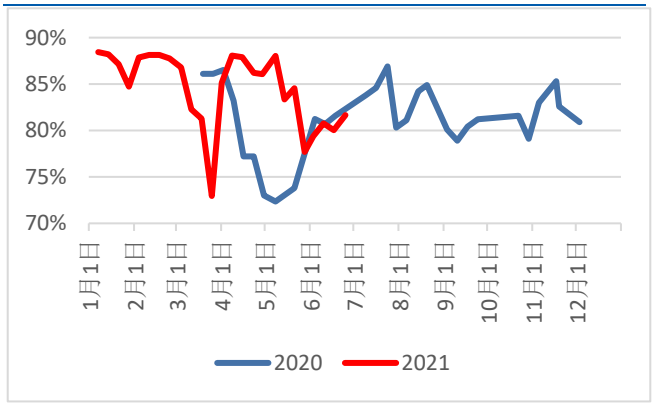
数据来源：卓创资讯 南华研究

图 2.1.2.10:西北电石利润



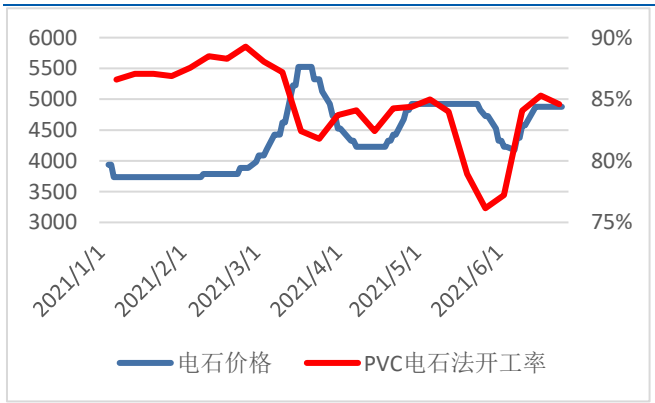
数据来源： 卓创资讯 南华研究

图 2.1.2.11:电石开工率



数据来源：卓创资讯 南华研究

图 2.1.2.12：电石价格与 PVC 电石法开工率



数据来源： 卓创资讯 南华研究

研究报告全部内容不代表协会观点
仅供交流使用，不构成任何投资建议。

图 2.1.2.13:电石投产计划

省份	企业名称	产能	投放时间	备注
内蒙古	双欣环保材料二期	52.5	暂定 2021 年 9 月	6*48000KVA
宁夏	凌云化工	16.2	2021 年上半年	2*40500KVA
陕西	陕西新元节能	20	2021 年底	拖延至 2022
2021 年投产		88.7		
内蒙古	内蒙古中联	16.2	2022 年	2*40500KVA
陕西	陕西金泰	90	2022 年	神木项目配套
新疆	金辉兆丰	60	2022 年	阿克苏拜城
内蒙古	乌海化工	25	2022 年	配套二期 30 万吨 PVC
2022 年投产		191.2		
新疆	胜沃能源化工	9.6	待定	1*48000KVA
重庆	重庆鸿庆达	16.2	待定	2*40500KVA

数据来源：隆众资讯 卓创资讯 南华研究

2.1.3. 外盘支撑再度走强，但高运费下出口难以兑现

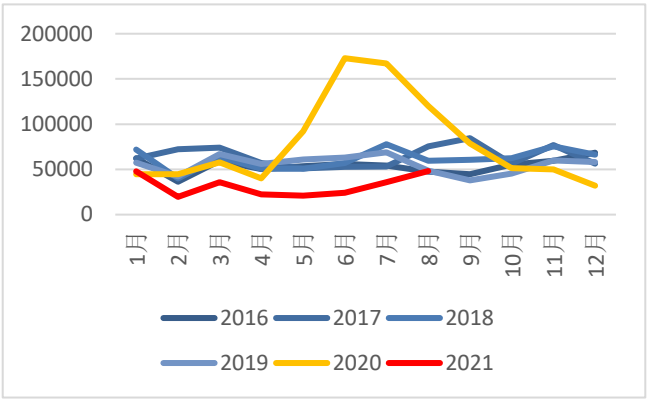
上半年春节后由于美国寒潮影响，化工品掀起了一波出口潮，这波浪潮在 6 月之后逐步平缓，市场普遍以为进出口终于重回平静，但 8 月底美国飓风艾达出现，受影响装置等待电力、上游原料的供应修复，影响预计相当于春季的寒潮影响，当期受影响企业日减损量达 8000 吨左右。由于此前市场库存尚未从寒潮修复中缓解，这次影响更加加剧了市场库存紧张，信越位于 Plaquemine、Addis，西湖化学 Plaquemine、Geismar 和台塑美国巴吞鲁日的装置本次受影响关停，因缺乏上游氯乙烯单体供应，Shintech 关闭其在德克萨斯州弗里波特的产能 145 万吨/年的 PVC 业务。受 Ida 飓风影响，共计 41%的装置产能停车下线，Shintech 作为美国最大的 PVC 工厂，其关闭德州的 PVC 业务将使得美国 PVC 停车产能开工率下降至 58%左右。美国的装置预计将于 10 月初恢复。

同时东南亚诸国开始逐步走出疫情困扰进入再库存周期，印度 CFR 在国庆前上涨至 1840 美金，东南亚 CFR 上涨至 1600 美金，前期理论窗口打开，PVC 上游企业出口订单再度增加，主要由乙烯法上游贡献，环比增加 10 万吨以上。受由于海运费价格过高，实际出口兑现较慢，对社会库存的变化影响相对较小。但是我们尝试着定性的去判断四季度，我们认为光是交付已有出口订单，在国内需求增速维持的前提下，社会库存也难以大幅累库。

近期由于限电导致的出口缩量，运输问题似乎有略有缓解，个别运线我们看到了运价开始出现了小幅的回落，后续需要重点关注东南亚的需求情况、运费走势以及出口的兑现情况。

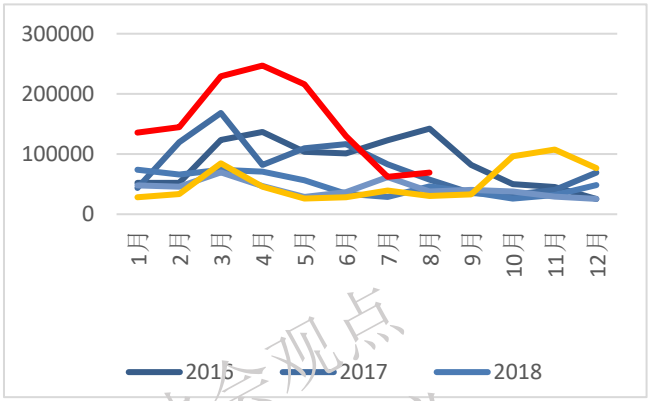
研究报告全部内容不代表本公司观点
仅供交流使用，不构成任何投资建议。

图 2.1.3.1:PVC 粉进口量



数据来源：卓创资讯 南华研究

图 2.1.3.2:PVC 粉出口量



数据来源： Wind 南华研究

图 2.1.3.3:PVC 华东进口窗口

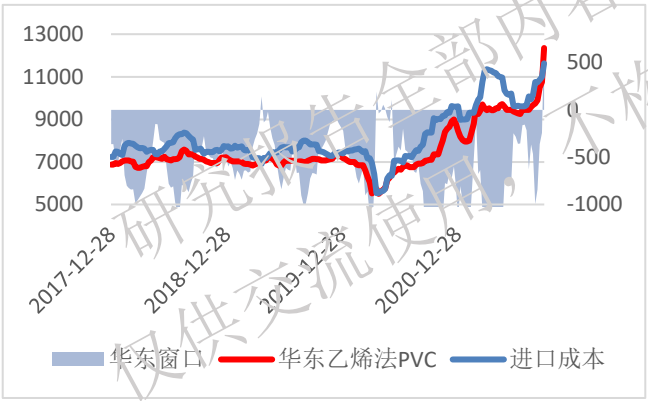


图 2.1.3.4:PVC 东南亚出口窗口

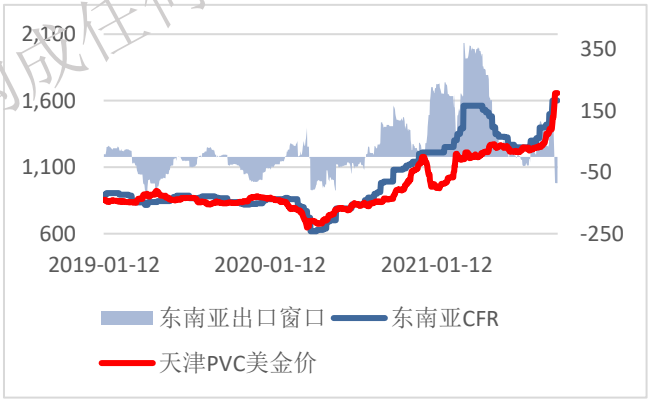
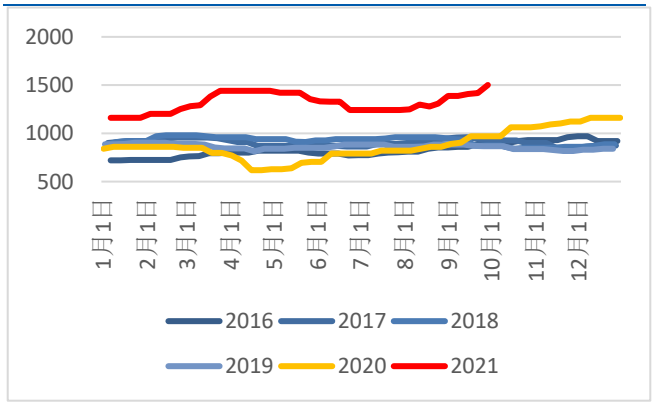
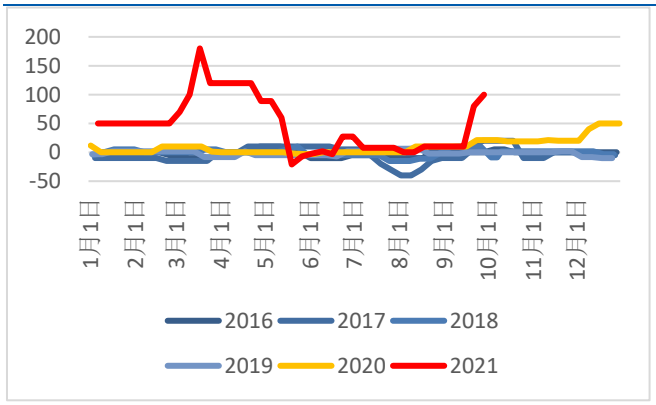


图 2.1.3.5：CFR 远东报价



数据来源：Wind 南华研究

图 2.1.3.6:CFR 东南亚-CFR 远东报



数据来源：Wind 南华研究

研究报告全部内容不代表协会观点
仅供交流使用，不构成任何投资建议。

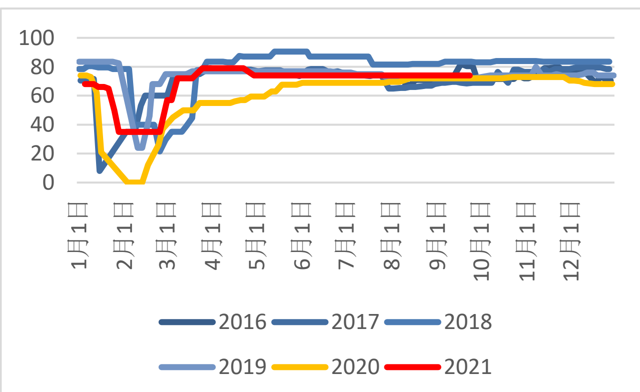
2. 2. PVC 需求分析

2.2.1. 房地产下行较为明确

二季度后信贷政策、调控政策的收紧使得新房市场部分不合理需求得到抑制；部分房企"以价换量"使得观望情绪蔓延，延缓了刚性需求的释放。此外以一线及成都、杭州等核心二线为首出台的二手房市场指导价等也使得新房市场受到自传导二手房市场的消极压力。从百城市场表现及实地调研情况来看，房企"资金难"和购房者"房贷难"等一系列因素的影响在三季度陆续见诸楼市。1—8 月房屋新开工面积 135502 万平方米，下降 3.2%。房屋竣工面积 46739 万平方米，增长 26.0%。受房屋新开工面积走低影响，1-8 月房屋施工面积同比增速收窄至 8.4%。房屋新开工和竣工面积此消彼长下，施工面积总量增速连续 3 个季度回落，前 8 月累计同比增速较前 6 月收窄 1.8%。相对应地，7-8 月伴随着房企新开工进度大幅放缓和施工强度减弱，整体房地产开发投资额增速逐渐失去建安投资的支撑。8 月受到多城二轮集中供地规则调整，一二线城市土拍量价均延续低位运行。成都、沈阳双双中止公告，青岛、济南以平淡收场。第一轮土拍亮眼城市中，福州、苏州等在土拍政策调整后也出现明显的冷热分化现象；杭州 10 宗"竞品质"地块仅有 1 宗正式进入竞价环节，其余 9 宗由于报名企业未达三家，无法进入后续竞拍环节，面临"流拍"。总体而言三季度信贷监管初见成效，新房销售由增转降且下行加速，7-8 月商品房销售规模较过去两年同期回落，规模居首的东部地区销售增速也出现超 10%的涨幅收窄。新开工与土地购置双双乏力，竣工继续保持 20%以上高增速，受此影响下 7-8 月开发投资额同比持平微增。

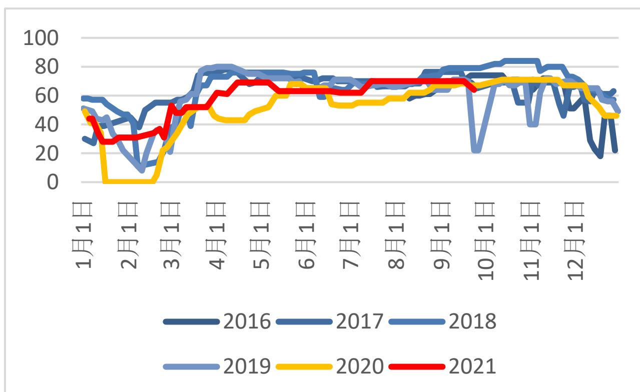
四季度，我们认为，短期政策监管不变下当前居民信贷端与房企融资端所面临的难题不会缓解，销售将继续面临下行压力。房地产开发投资保持基本稳定，房企对竣工交付投入的加大将成为四季度开发投资额的主要支撑，全年规模仍有望创新高，但规模增速将进一步收窄。

图 2.2.1.1: PVC 华南下游开工率



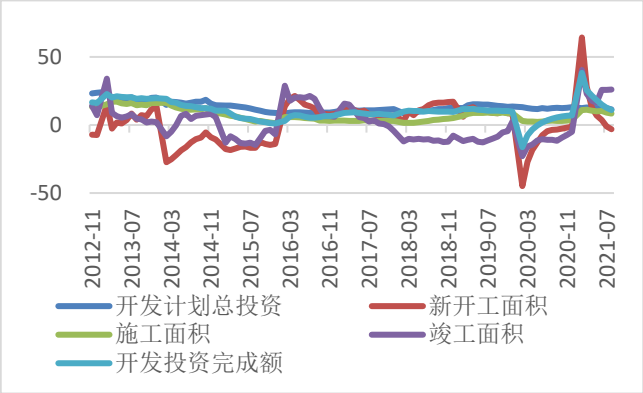
资料来源：Wind 南华研究

图 2.2.1.2:PVC 华北下游开工率



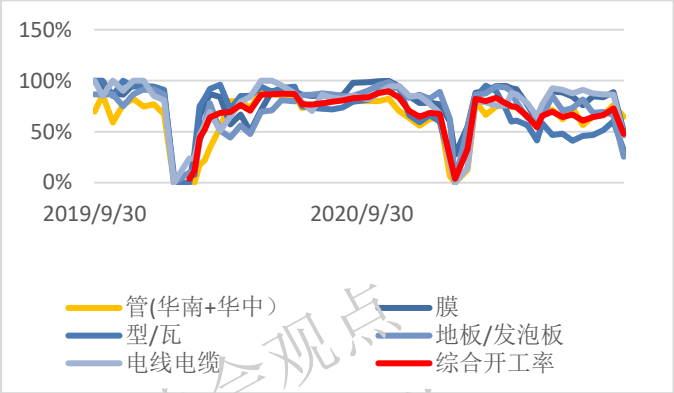
资料来源：Wind 南华研究

图 2.2.1.3:房地产数据



资料来源：Wind 南华研究

图 2.2.1.4:华南下游分项开工率



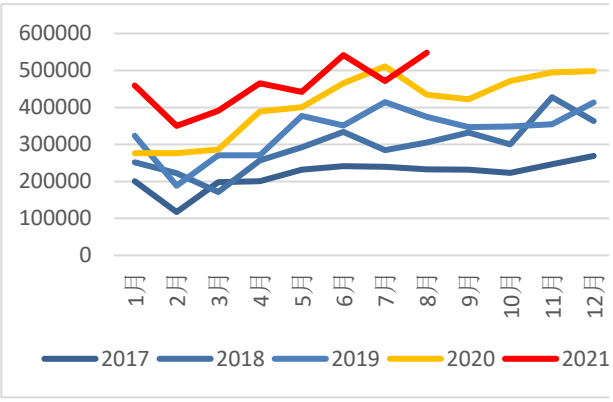
资料来源：众塑联 南华研究

2.2.2. 制品出口情况

2020 年疫情期间，“居家令”等封锁措施催生了一些人希望改善居住环境的想法，大量人群从城市迁往郊区，还有一部分人因为居家办公、孩子学校停课等原因从小房换到了大房。与此同时，美联储为缓解经济受到的冲击加大了货币宽松力度，住房抵押贷款利率处于历史低位，房地美（Freddie Mac）9 月 9 日公布的数据显示，截至 9 月 2 日当周，30 年期房地产抵押贷款利率为 2.88%，处于 50 年来最低水平。这些因素都刺激了美国楼市的需求。

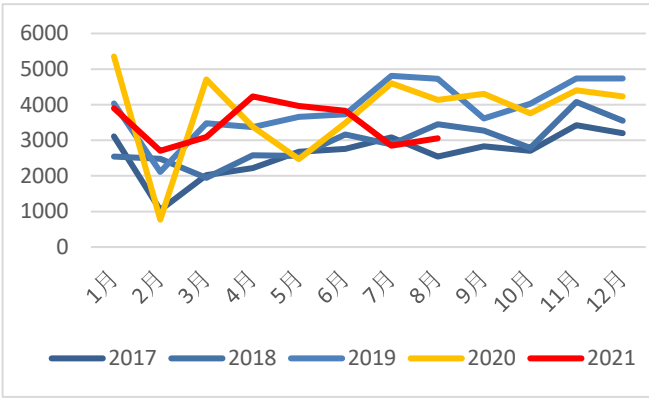
落地到 PVC 的出口需求，上半年地板出口仍然呈现出了稳定的高增速，无论是之前的中美贸易战还是近年的疫情，市场都预期地板出口会遭到冲击，但从最终的数据来看地板表现良好，也表现出了行情很强的韧性，7 月出口开始环比走弱，其中主要原因是国际运力再度出现了明显的紧张，因此对出口数据造成一定拖累，但是我们仍然认为地板行业未来仍具备较大的潜力。

图 2.2.2.1:PVC 地板出口量



资料来源：Wind 南华研究

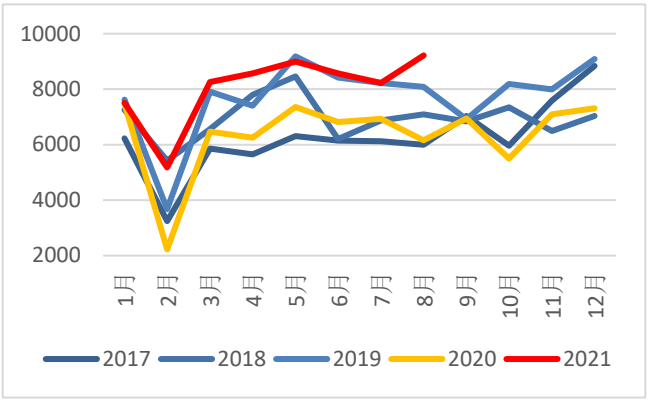
图 2.2.2.2:PVC 糊墙品出口



资料来源：Wind 南华研究

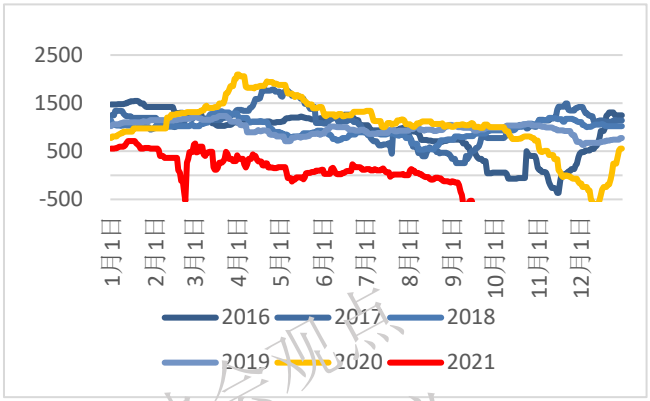
研究报告全部内容不代表协会观点
仅供交流使用，不构成任何投资建议。

图 2.2.2.3:PVC 硬管出口量



资料来源：Wind 南华研究

图 2.2.2.4:PVC 型材利润

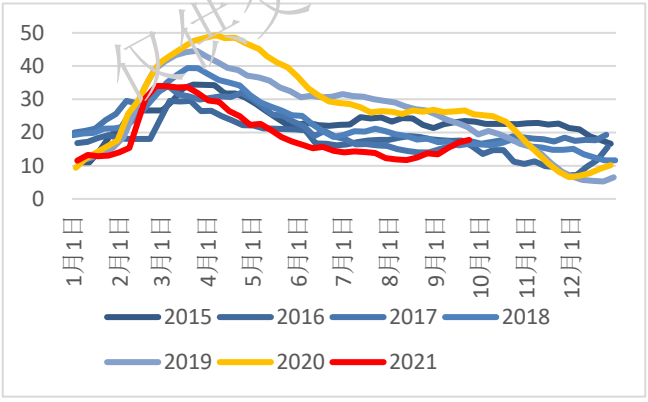


资料来源：Wind 南华研究

2.2.3. 库存情况

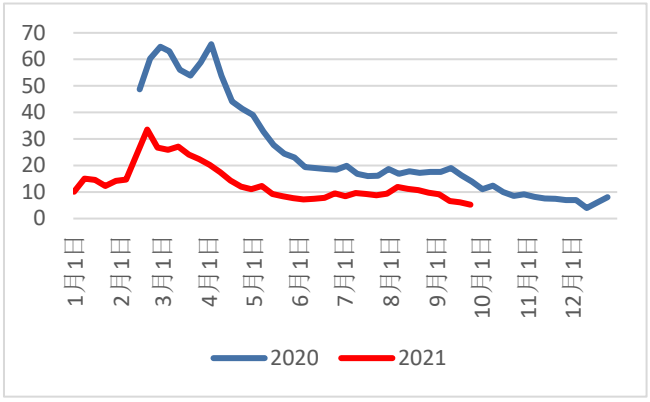
PVC 今年总体而言库存节奏与往年不太相似，8 月之后由于价格过高和下游限电，需求反馈持续不佳。同时由于运力受限出口订单迟迟无法兑现，沿海库存持续积累。同时上游持续受到双控影响，库存持续去化，内地港口库存走势劈叉，总库存维持持平略积累态势。但是由于前期出口兑现较少，假设四季度出口订单逐步交付，上游产能持续受限，虽然下游反馈非常差，但其实完成去库对需求的要求并不高。

图 2.2.3.1:PVC 华东华南沿海库存加总



资料来源：卓创资讯 南华研究

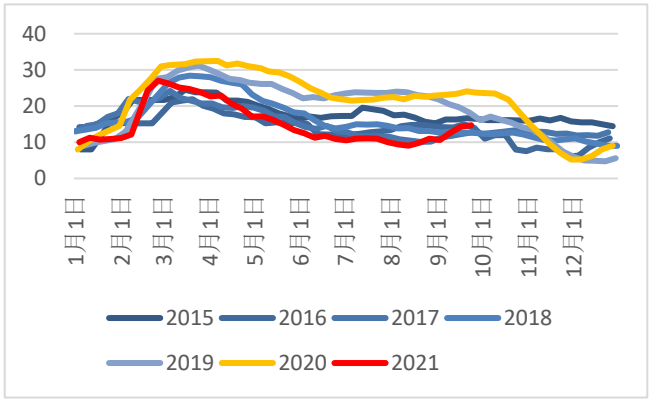
图 2.2.3.2:PVC 上游库存



资料来源：隆众资讯 南华研究

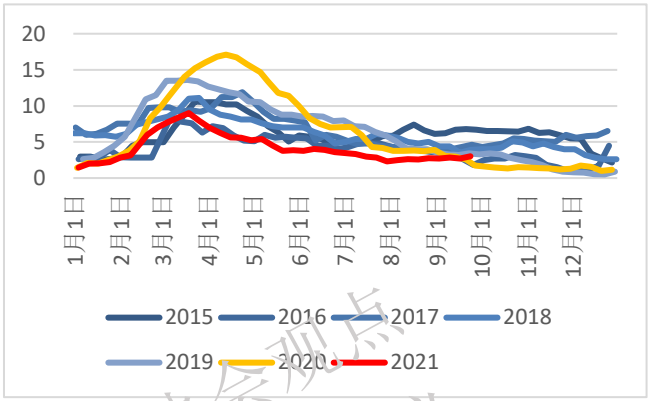
研究报告内观点不代表本公司观点
仅供交流使用，不构成任何投资建议。

图 2.2.3.3:PVC 华东库存



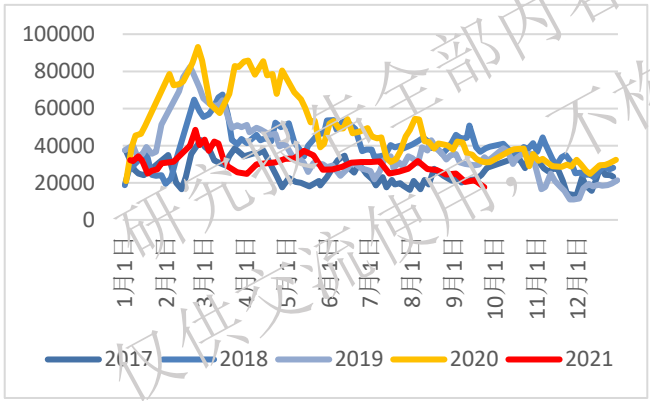
资料来源：卓创资讯 南华研究

图 2.2.3.4:PVC 华南库存



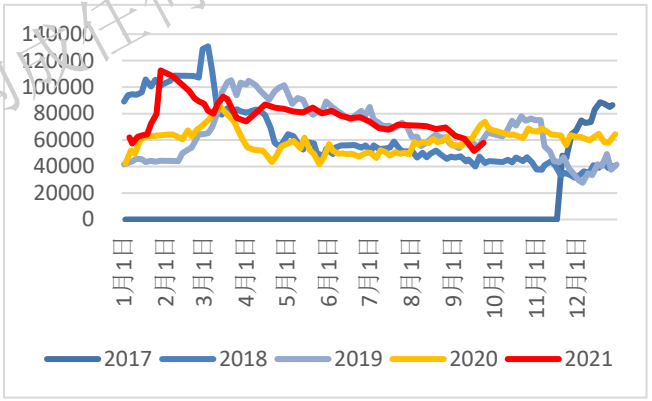
资料来源：卓创资讯 南华研究

图 2.2.3.5:PVC 上游企业库存



资料来源：V 风 南华研究

图 2.2.3.6:PVC 贸易商库存



资料来源：V 风 南华研究

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

第3章 供需平衡表

平衡表产量来自于卓创月度产量数据，进出口量来自海关到港数据，库存数据来自卓创（沿海）与隆众（内地），消费量根据往年环比调整后假设开工率，总体我们考虑了 PVC 生产的季节性、检修与电石冲击作出了未来供给环比下调的评估，且根据企业出口订单签约相关情况，认为出口在 9 月之后大约稳定在 8-10 万吨/月附近逐步兑现。

平衡表2

时间	沿海库存	沿海变动	内地库存	总库存	供需差	装置变化	PVC国产	进口量	出口量	表观消费量	消费同比	库存消费比
2021/10/31	12.95	-4.77	5.00	17.95	-5.00	聚隆40大沽+10	175.00	3.00	8.00	175.00	-7.46%	7.4%
2021/9/30	17.72	4.03	5.23	22.95	0.15		160.68	3.00	8.00	155.53	-14.26%	11.4%
2021/8/31	13.69	1.39	9.11	22.80	1.12		186.05	4.82	6.89	182.86	-4.64%	7.5%
2021/7/31	12.30	-2.20	9.38	21.68	-1.29		187.25	3.59	6.21	185.92	-3.86%	6.6%
2021/6/30	14.50	-2.78	8.47	22.97	-2.02	德州20浙江嘉化30	193.16	2.43	12.95	184.66	-4.62%	7.9%
2021/5/31	17.28	-5.03	7.71	24.99	-8.35		188.77	2.10	21.60	177.62	-11.24%	9.7%
2021/4/30	22.31	-9.53	11.03	33.34	-20.89		189.54	2.24	24.71	187.96	4.55%	11.9%
2021/3/31	31.84	-2.17	22.39	54.23	-6.55		196.27	3.57	22.90	183.49	8.98%	17.4%
2021/2/28	34.01	19.96	26.77	60.78	34.48		185.87	1.96	14.46	138.89	77.89%	24.5%
2021/1/31	14.05	3.86	12.25	26.30	6.00		200.45	4.77	13.54	185.68	17.85%	7.6%
2020/12/31	10.19	3.67	10.11	20.30	8.81	金川新融20海纳重启20	193.98	4.83	10.10	181.90	0.65%	5.6%
2020/11/30	6.52	-13.41	6.97	13.49	-15.62		181.32	4.99	10.74	191.18	0.77%	3.4%
2020/10/31	19.93	-5.55	9.18	29.11	-10.28	万华40东兴重启36	183.32	5.14	9.64	189.10	17.17%	10.5%
2020/9/30	25.48	-1.36	13.91	39.39	-5.08	海晶40	171.76	7.85	3.28	181.41	5.61%	14.0%
2020/8/31	26.84	0.39	17.63	44.47			182.12	12.01	3.03	191.75	11.17%	14.0%
2020/7/31	26.45	-2.43	18.67	45.12	-2.15		178.44	16.70	3.91	193.38	16.27%	13.7%
2020/6/30	28.88	-7.86	18.39	47.27	-12.51	三联重启28	165.92	19.41	4.25	193.59	23.17%	14.9%

第4章　观点与策略

PVC 目前的大格局与许多工业品是相似的，在碳中和与限电影响下整体供需双减，但是就矛盾级别而言，上游远大于下游，同时我们认为这种矛盾的化解很难依靠上游自身来解决，更多的需要击穿下游后形成足够强大的负反馈，这也是我们季报取名“不破楼兰终不还”的含义，即只有看到下游形成足够强大的负反馈了，行情才有可能终结。从平衡表看，9 月以来周产量下滑明显，内地上游厂库去化，但是中下游库存持续积累（华东华南社库、下游原料、制品库存同步积累）。即使我们考虑 9 月因为船运问题出口兑现情况不佳，但是即使如此这样的表观需求也是非常不尽人意的，我们可以把这种表需的明显下滑归咎于两个原因，第一个是下游双控对需求的明显压制，这个我们可以从各家贸易公司的下游开工率样本的当中得到印证。第二个则是房地产周期的下行，新开工的逐步走弱逐步兑现到建材的表需，这一点与玻璃、钢材等品种是明显同步的。

兑现到交易策略的时间节点来看，10-11 月我们认为仍然是逢低买入的节奏，因为第一双控仍在持续，不但看不到边际走弱反而在进一步的蔓延至全国，最重要的是新疆的双控至今尚未落地。第二金九银十季节性仍属旺季，在这个时间节点难以看到下游下面及的停车，因此矛盾级别仍然是上游占有明显优势的。12 月之后考虑到今年下游特别糟糕的利润情况，预计有较大可能提前出现下游大面积停车，这一轮是我们认为潜在的四季度做空的一波窗口期。

研究报告内容不代表协会观点
仅供交流使用，不构成任何投资建议。

免责申明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。

研究报告全部内容不代表观点
仅供交流使用，不构成任何投资建议

南华期货 NANHUA FUTURES

公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层　　邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货　股票代码：603093

南华期货营业网点