【专题报告】2020 年二季度纯碱行情展望

袁 然
T：021-50368918-8003
E：yuanran@hwqh.com.cn
期货从业资格号：F3025837
投资咨询资格号：Z0013873

【报告摘要】

一季度国内纯碱市场承压下行，主力合约从 1 月初 1640 元/吨降至 3 月底 1340 元/吨，降幅接近 20%。由于疫情影响，交通管制严格，物流运输不畅，而纯碱产区与销区分割较为明显，消费增速出现明显下滑，市场成交重心持续下移。随着疫情得到有效控制，纯碱企业逐步提高开工率，产量继续攀升；但需求增量仍然有限，市场活跃度并未提高，整体延续供需偏弱格局。

【观点策略】

二季度纯碱仍将维持供需宽松，高生产、高库存、弱需求的格局难以改善。但由于近期纯碱期货价格持续下跌且幅度较大，市场情绪释放后存在修复性反弹概率。整体来看，后续纯碱行业去库压力将大于玻璃，玻璃期货价格表现预计将强于纯碱，推荐多玻璃空纯碱的跨品种套利策略。

【风险提示】

市场恐慌持续蔓延。需求恢复弱于预期。

华闻官方公众号

【宏观】复工复产推进 融资整体回暖

2019 年下半年，房企已经出现以价换量，尤其是三四线城市，削弱了后期销售的韧性。2020 年初春节提前使得 1 月销售走弱，2 月受疫情影响房地产销售基本停滞，单月销售大幅下滑。3、4 月随着复工的持续推进销量有所改善，36 城整体销量同比增速由 3 月-38%回升至-17%，预计销售后续将进一步弱改善。

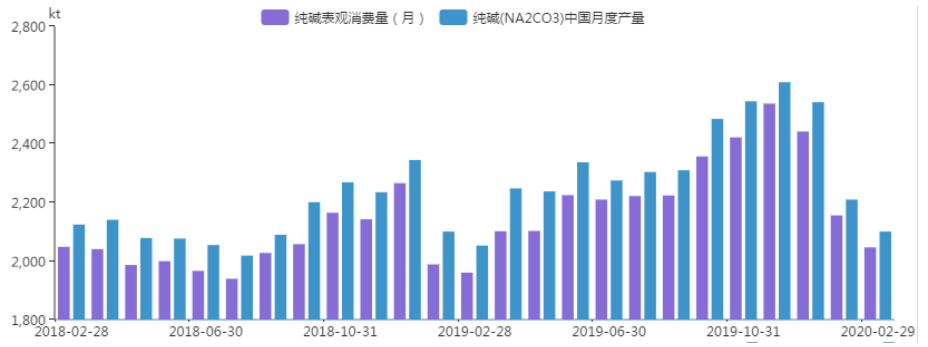
从流动性来看，3 月房企融资规模整体回暖，境内发债量增幅明显。房企债券融资总额为 1363.33 亿元，同比增加 23.82%，其中，境内发债 960.41 亿元，同比增加 28.59%，占比为 70.45%。3 月房地产信托产品成立数量 416 个，募集资金 588.16 亿元，环比上升 69.58%。

随着国内疫情缓和，复工复产推进，房地产行业数据有望继续回升。房地产真实需求受国外疫情影响较小，但经济下行、失业率上升等对有效需求将会产生一定打击。政策上，4 月 3 日央行再次定向降准，与此同时涉及公积金、土地市场等的支持政策仍在不断出台，预计房地产供求情况将逐步回暖。

【供应】开工负荷提升 库存持续增长

2019 年国内纯碱产能达到 3300 万吨，同比增长 4%；产量 2750 万吨，同比增长 5%。而受国内环保政策和贸易战的影响，需求方面增长乏力。截至 2020 年 2 月，玻璃行业实际产能同比基本持平，无力消化纯碱新增产能导致其供应严重过剩。

图 1：纯碱供需平衡情况



资料来源：华闻期货研究所、卓创资讯

2020 年 1-2 月份国内纯碱产量 430.9 万吨，同比减少 3.4% 。1 月份国内纯碱厂家开工负荷在 81%，2 月份国内纯碱厂家开工负荷骤降，整体开工负荷下降至 77%左右。3 月份纯碱厂家开工负荷提升，预计 3 月份纯碱产量在 230 万吨左右。

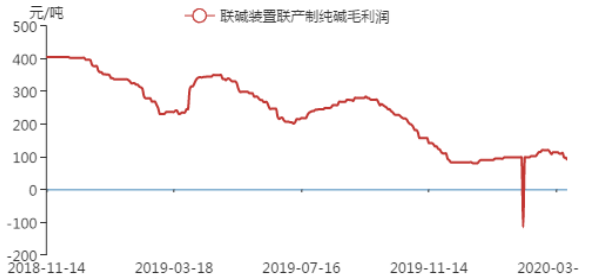
受国内公共卫生事件影响，1-2 月份国内纯碱出口 16.87 万吨，同比减少 17.99%，出口量出现明显减少，尤其是湖北地区厂家，出口影响更大。1-2 月份国内纯碱累计进口 5.98 万吨，同比增加 4356.21%，美国碱进口量 4.9 万吨，土耳其纯碱进口量 1 万吨左右。

节前受备货利好提振，1 月份纯碱厂家库存下降 10 万吨左右。春节期间，纯碱厂家库存出现惯性增长，叠加公共卫生事件，纯碱厂家库存创下近五年以来的新高。3 月份纯碱厂家开工负荷恢复正常水平，但下游需求低迷，纯碱用量减少，纯碱厂家库存持续增长。

从利润来看，年初以来，由于纯碱价格持续下跌，联碱生产仅有微利，氯碱生产利润持续在盈亏平衡线下方，3 月之后利润水平有所回升。氨碱法目前仍有部分生产利润，企业复产意愿相对较强，而由于氯化铵价格持续走高也使联产法企业开工意愿强于氨碱法。

综合来看，二季度计划检修的纯碱企业较少，叠加近期利润情况有所好转，预计企业开工会相对平稳。由于纯碱行业产能集中度不断提升，产能有效利用率较高，产量仍有继续攀升空间。预计二季度纯碱市场供应压力仍然较大。

图 2：联碱法工艺制碱毛利润



数据来源：华闻期货研究所、卓创资讯

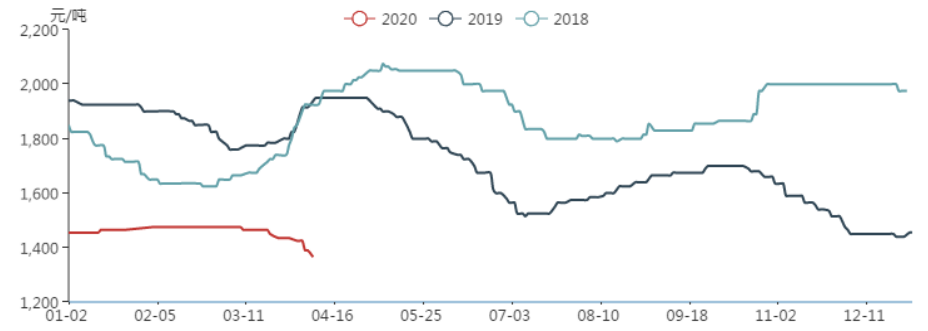
图 3：纯碱月度开工率

数据来源：华闻期货研究所、卓创资讯

【需求】终端启动缓慢 恢复仍需时日

2020 年 1-2 月国内纯碱表观消费量在 419 万吨，疫情期间轻碱下游大部分处于停工状态而重碱下游维持正常生产。重碱下游绝大部分对应浮法玻璃，而轻碱下游较为分散，无机盐、印染行业等均占一定比例。1-2 月我国平板玻璃产量为 1.49 亿重量箱，同比增加 2.3%。由于平板玻璃生产较为刚性，强行减少投料将影响生产线是用寿命，因此生产较难调节，疫情并未造成产能利用率明显下降。从产量角度来看，2020 年 1-2 月份，平板玻璃产量 1.49 亿重量箱，同比增加 2.3%。浮法玻璃总产能 22.65 万吨/天，较去年同期增加 0.34 万吨/天；在产 15.51 万吨/天，开工率 68.5%。截至 2020 年 3 月末，浮法玻璃生产线总共 376 条，开工 235 条，开工率 62.25%，较去年同期增加一条生产线；总产能 13.59 亿重量箱，较去年增加 0.2 亿重量箱。

图 4：纯碱季节走势图



资料来源：华闻期货研究所、卓创资讯

从季节性规律来看，纯碱价格一般呈现上半年弱下半年强的特点。上半年玻璃厂家库存较高，而需求一般偏弱，导致原片库存普遍偏高。而下半年随着需求旺季到来，原片库存大幅下降，玻璃厂资金状况大幅缓解，倾向于扩大自身纯碱库存，纯碱需求扩张，价格走强。由于 2019 年玻璃价格较为强势，玻璃贸易商在年底大量囤货，而 2020 年初受到疫情影响，需求迟迟不能启动，玻璃厂原片库存创出今年新高。截至 2020 年 3 月下旬，全国玻璃企业生产线库存达到 5200 万重量箱，居于绝对历史高位，比 2019 年的同期高 17%。目前下游玻璃深加工企业已经基本复工，但订单情况欠佳，主要原因是房地产复工延后，终端需求启动缓慢。房地产建筑施工的复工要晚于其他行业，虽然 4 月份终端需求预计较 3 月份会环比走强，但完全恢复正常仍需时日。

图 5：浮法玻璃月度库存

资料来源：华闻期货研究所、卓创资讯

综合来看，虽然在地产需求恢复以及行业利润驱动下，玻璃产能仍存在进一步扩张的空间。但中期来看，玻璃厂受制于自身原片高库存，资金压力较大，消费增速仍未超过产出增速。后续库存下降仍然需要深加工销售出现好转，驱动贸易商首先降低自身玻璃库存才能实现。而从传导链条来看，纯碱企业仍处于负反馈机制的后端。只有玻璃行业库存去化才能拉动纯碱需求，但目前来看纯碱与玻璃产能方面仍然存在错配。在行业淡季、厂家累库的压力之下，目前国内纯碱厂家整体库存在 140 万吨左右以上（含部分厂家外库及港口库存），环比增加 9.4%，同比增加 405.52%。在库存没有得到有效削减之前，预计二季度纯碱价格很难企稳反弹。

图 6：主要厂家库存指数

数据来源：华闻期货研究所、卓创资讯

图 7：纯碱企业周度库存

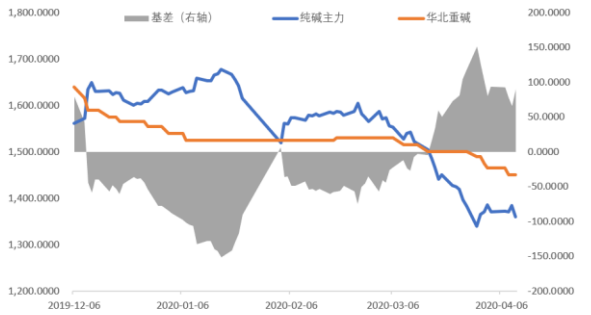
名称	日期	最新数据	涨跌
中国纯碱主要生产厂家库存指数（周）	2020-04-10	336	9.4%
华中地区纯碱企业周度库存	2020-04-10	22.8	20%
华东地区纯碱企业周度库存	2020-04-10	35.3	4.72%
华北地区纯碱企业周度库存	2020-04-10	20.3	11.51%
西北地区纯碱企业周度库存	2020-04-10	42.5	6.98%

数据来源：华闻期货研究所、卓创资讯

【价差】 盘面快速下跌 基差持续走强

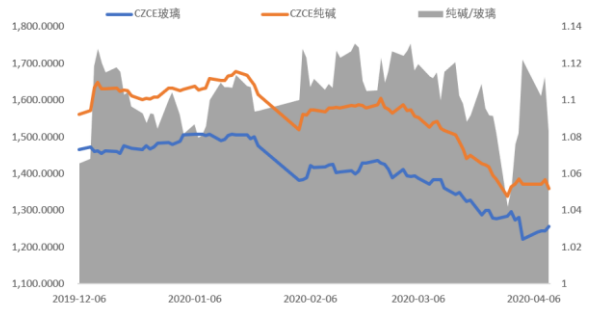
2020 年初在弱需求、高供应、高库存的三重压力下，现货走势持续悲观，而期货在远月供需预期改善之下，持续升水现货，基差低至-150 元。春节期间公共卫生事件发酵，期货下跌修复升水；同时纯碱企业检修，供给快速下降，基差稳在-60 元。随着下游复工复产，现货企业稳价消化库存为主，而宏观形势消极影响下期货盘面快速下跌，基差走强至 100 元附近。

图 8：纯碱基差走势图



数据来源：华闻期货研究所、卓创资讯

图 9：纯碱玻璃比价图



数据来源：华闻期货研究所、卓创资讯

从纯碱-玻璃比价来看，上市之初玻璃处于高利润、低库存、深贴水状态，而纯碱则面临高开工、高库存、高升水的压力，纯碱压力远超玻璃，比价持续收窄至 1.08。虽然后期向上修复，但受年初公共卫生事件影响，纯碱淡季库存压力严峻；而玻璃需求迟迟没有启动，导致部分玻璃厂家开始限产。且随着房地产企业复工，终端需求支撑走强，纯碱去库压力远大于玻璃，其比价创出 1.05 新低。

【展望】供需维持宽松 多玻璃空纯碱

供应方面，4 月份仍有部分进口碱进入国内市场，而目前有明确检修计划的厂家不多。福建耀隆化工计划 4 月 10 日起停车检修，实联化工 4 月底有检修计划，具体执行情况仍有待进一步观察。纯碱检修时间一般在 2 周左右，疫情期间降负荷减产之后，大量纯碱装置将要复产。4 月份国内纯碱厂家开工负荷可能维持在 80%-85%之间，这将进一步加大纯碱的压力，预计纯碱去库进程仍然缓慢。

需求方面，一季度国内疫情影响开工进程，建筑工地复工后企业将逐步加快施工后端的推进，这将带动后端建材产品尤其是建筑玻璃订单量的大幅提升。重

碱需求预计比较稳定，可能略有增量；而轻碱需求国内订单不足，出口受海外疫情影响或明显受阻。虽然近期厂家库存增长速度已经明显放缓，但绝对库存量仍处于高位。在库存没有得到有效削减之前，终端用户对上游原材料压价力度不减，纯碱生产企业定价权弱势也将限制价格反弹的空间。

综合来看，二季度纯碱仍将维持供需宽松，高生产、高库存、弱需求的格局难以改善。但由于近期纯碱期货价格持续下跌且幅度较大，市场情绪释放后存在修复性反弹概率。整体来看，后续纯碱行业去库压力将大于玻璃，玻璃期货价格表现预计将强于纯碱，推荐多玻璃空纯碱的跨品种套利策略。

PLACE TO ACHIEVE YOUR DREAM

免责声明

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而华闻期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华闻期货有限公司认为可靠，但华闻期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华闻期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任。阁下不能依靠此报告以取代行使独立判断，华闻期货有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。此报告仅反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。此报告所载的观点并不代表华闻期货有限公司的立场。

此报告的版权属华闻期货有限公司，除非另有说明，报告中使用材料的版权亦属华闻期货有限公司。未经华闻期货有限公司事先书面许可，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，不得用于未经允许的其它任何用途。

华闻期货有限公司对此报告版权所有并保留一切权利。

华闻期货有限公司　总部

地址：上海市黄浦区北京东路 666 号上海科技京城东楼 31 层

邮编：200001

电话：021-5036 8918

传真：021-5036 8928

华闻期货官方二维码

PLACE TO ACHIEVE YOUR DREAM