

纯碱半年报

产业服务总部

能源化工团队

2020-7-22

核心观点

◆ 去年新增产能较多以及新冠疫情打压需求共同导致上半年累库

2019 年纯碱新建、扩产产能达 140 万吨，行业逐渐转向供应过剩，碱价阶梯下行。19 年四季度行业库存大幅累积，供应过剩情况凸显。至今年年初受疫情影响下游开工大幅下滑，供应过剩幅度再度加剧，行业库存最高达到 170 万吨。

◆ 今年新增产能有限，低利润导致开工保持低位

据统计到的数据，今年仅有扩产产能 46 万吨，产能增速较去年放缓。不过去年末今年初部分厂家进入长期停车、部分退市，2019 年以来新增产能实际上已经被抵消。上半年受疫情影响纯碱下游停工、减产较多，纯碱价格跌破多数厂家完全成本线，碱厂整体检修、降幅较多。6 月起在大量检修、下游部分补库的先后作用下行业库存出现一定去化。

◆ 地产企稳，玻璃产能扩张拉动重碱需求

自国家采取“房住不炒”、“因城施策”的调控主逻辑后，近年来房地产市场持续降温，房产投资、建设、销售等指标趋于稳定。今年稳经济需求下下半年房地产表现预计不差，但是调控背景下预计也难有明显增量。近两年玻璃行业利润高企，今年受疫情影响冷修集中在上半年出现，5 月起新建、复产产线陆续点火。据统计至年末实际产能较年初水平预计上升 9000 吨/日，折合重碱年消费 65.7 万吨。

◆ 轻碱消费或难有明显增长

轻碱下游消费比较分散，近年来主要下游中日用玻璃市场规模下降、洗衣粉和无机盐规模稳定，下半年消费可能较去年不会有明显增长。据我们了解到的情况 7 月轻碱下游开始从疫情的影响中恢复，需求复苏节奏慢于重碱。

◆ 供需大体平衡，下半年纯碱价格或保持低位倒逼碱厂减供去库

按照我们目前统计到的二季度检修规模，预计行业开工率在 80% 左右。在此开工率下，我们的供需平衡表显示行业将小幅累库。考虑到当前纯碱库存仍超出去年同期一倍以上，我们预计下半年纯碱价格还会保持低位来倒逼碱厂减供去库，节奏上需要关注碱厂检修安排。交易方面，大的方向上建议保持空头思路。对于碱厂而言，建议把握期货高升水带来的套期保值机会。

公司资质

长江期货股份有限公司投资咨询业务资格：鄂证监期货字[2014]1 号

研究员：

卢 哲

咨询电话：027-65261376

从业编号：F3005317

投资咨询编号：Z0012125

汪浩锋

咨询电话：027-65261546

从业编号：F3030975

投资咨询编号：Z0014278

研究助理：

曹雪梅

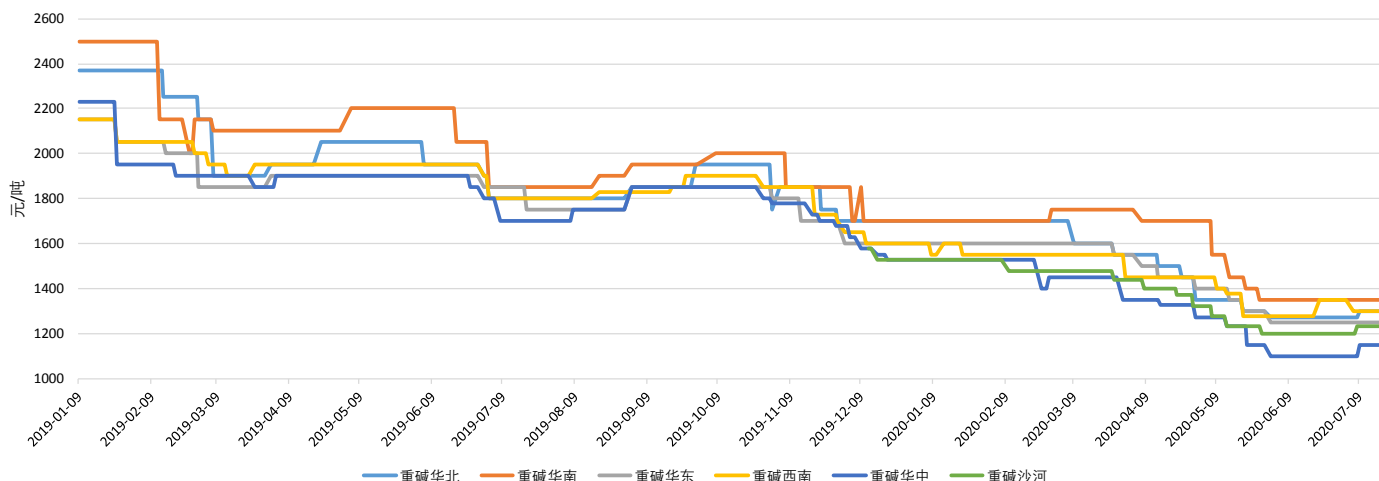
咨询电话：027-65261340

从业编号：F3051631

一、上半年走势回顾

2019 年以来，随着纯碱供应快速增长、库存大幅累积，纯碱价格结束了此前两年多的巨幅波动，运行中枢逐步下行。今年上半年受新冠疫情影响纯碱下游消费受到冲击，行业景气程度进一步下降，库存累积程度增大，带动价格不断走低。年初，重碱沙河送到价 1530 元/吨，一方面价格较之前已经有了相当幅度的下降，另一方面当时西北受大雪影响发货受阻，厂家无意继续竞价，现货价格维持了一段时间的稳定。农历年后受疫情影响下游复工缓慢，纯碱库存继续累积，现货价格不断下调。至 6 月末，重碱沙河送到价 1200 元/吨，较年初下降 330 元/吨，创近 6 年以来新低。6 月中旬起，随着纯碱库存开始下降，碱厂尝试挺价，部分厂家价格上调。

图1：纯碱价格走势回顾



数据来源：隆众资讯，长江期货

二、供应端——产能增长放缓，开工下降

1.2020 年产能增长放缓

当前纯碱行业供应过剩的一大原因在于 2019 年新增产能较大、行业开工率较高，导致供应增长明显。据隆众数据，2019 年金山化工、河南骏化等碱厂新建及扩产产能达 145 万吨，退市、长期停车产能 110 万吨，至年末在产产能增长 35 万吨（新产能投放集中在年初，产能退出集中在年末，所以全年平均在产产能较高）；当年行业开工率平均较前一年高出 4.5 个百分点，估算带来产量增长 138 万吨左右；两个因素共同导致全年产量增长达 267 万吨，为 2012 年以来增长最快年份。受产量大幅上升影响，2019 年年末纯碱库存较年初上升 50%，行业进入供应过剩格局。

今年新增产能减少、部分产能长期停车，在产产能下降。上半年纯碱价格保持低位，部分厂家亏损经营。2月大化长停带来60万吨产能损失，苏尼特复产后转产小苏打。6月金山化工再度扩产30万吨，此外下半年晶昊盐业、吉兰泰合计计划扩产16万吨，目前统计全年纯碱在产产能预计减少14万吨。内蒙古远兴能源据称2025年将建成300万吨天然碱项目，不过其2019年年报披露尚未有相关投资发生，据我们了解到情况到年中也未开工，该项目能否如期落地还有疑问。

图2: 纯碱产量、库存变化

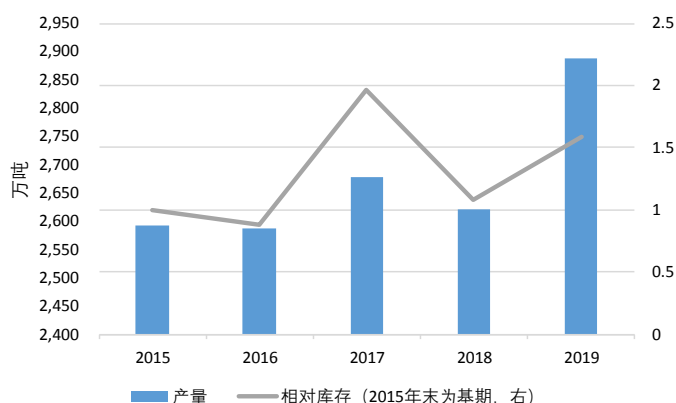
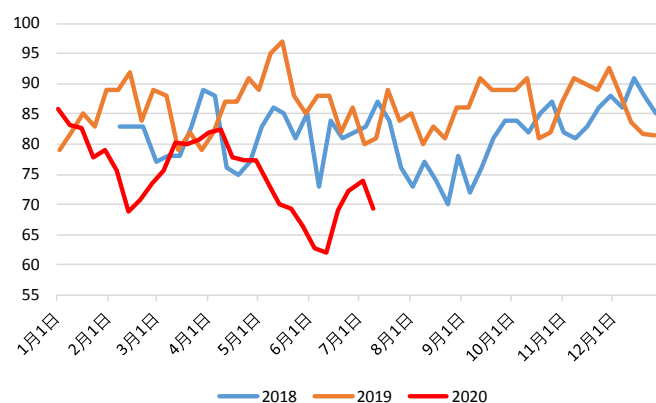


图3: 纯碱全行业开工率变化



数据来源: Wind, 国家统计局, 长江期货

数据来源: 隆众资讯, 长江期货

表格 1: 2019 年以来纯碱产能变化

企业名称	产能变化 (万吨/年)	时间	备注
金山化工	100	2019.1	新投产
宁夏日盛	10	2019.1	扩产
山东海天	5	2019.1	扩产
昊华骏化	20	2019.4	扩产
重庆碱胺	10	2019	扩产
富源化工	-15	2019.3	退市
柳州化学	-5	2019.4	退市
苏尼特	-20	2019.10	长停后转产苏打
中海华邦	-70	2019.11	长停
2019 年合计	35		
大连大化	-60	2020.2	长停
金山化工	30	2020.6	扩产
晶昊盐业	9	2020.10	扩产
吉兰泰	7	2020 下半年	扩产
2020 年合计	-14		

数据来源: 隆众资讯, 长江期货

2. 利润低位导致检修增多、生产负荷大幅下降

2019 年纯碱价格阶梯下行，至年末碱厂利润水平已经出现明显缩减。今年上半年受疫情影响价格进一步下跌，多数碱厂进入亏损经营。纯碱生产成本因厂家资源禀赋、生产工艺、财务结构不同而各有差异。从我们年初了解到的情况来看，西北氨碱企业完全成本在 1100 元/吨左右，华东代表企业估算在 1500 元/吨左右；联碱华中低成本代表企业双吨成本只有 1600 元/吨左右，而高成本企业可达 2000 元/吨左右；天然碱成本据悉在 1000 元/吨以下。今年上半年受疫情影响纯碱生产原料、燃料价格也有较大波动，导致生产成本有所下降。据我们测算上半年氨碱、联碱生产成本下降幅度最高分别达到 216、312 元/吨，5 月中旬起随着煤炭价格转为上涨，生产成本有所上升。我们以华中、华东两个企业为代表进行测算，去年 12 月起碱厂已经出现亏损，今年上半年整体亏损经营。

图4: 纯碱原、燃料成本相对 2019 年末变化幅度

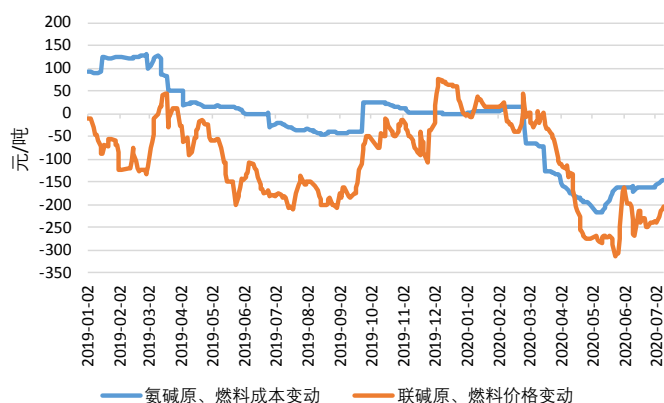
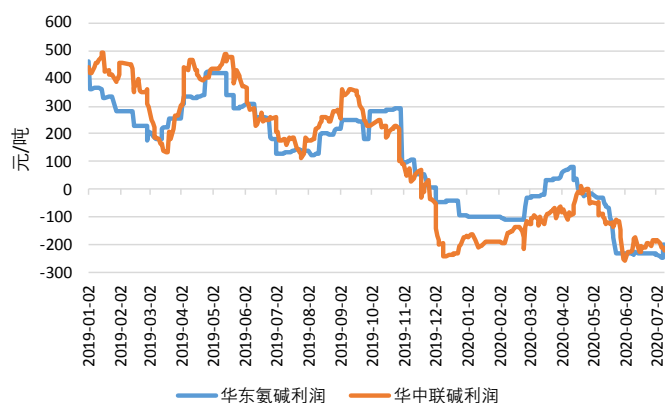


图5: 华东、华中代表企业利润估算



数据来源：Wind，隆众资讯，长江期货

数据来源：Wind，隆众资讯，长江期货

今年由于疫情及现货价格较低影响，行业整体平均检修产能增大，且检修高峰期有所提前。据我们统计到的数据，农历年后周均检修损失产能基本维持在 200 万吨以上，5 月末最高触及 800 万吨；今年降负厂家也较多，年后降负损失产能大体在 200-300 万吨。此外，今年检修高峰期出现在 6 月初，相较去年提早了近一个月。统计局数据，今年 1-6 月纯碱累计产量 1336.2 万吨，累计同比下降 3.8%。7 月中旬随着海化新线、金山二期复产，今年检修高峰期基本结束。三季度目前统计到的检修量略高于去年水平，若下半年纯碱价格维持低位，供应预计还会保持在较低水平。

图6: 2019 年以来检修损失产能 (20 年 7 月起为预期值)

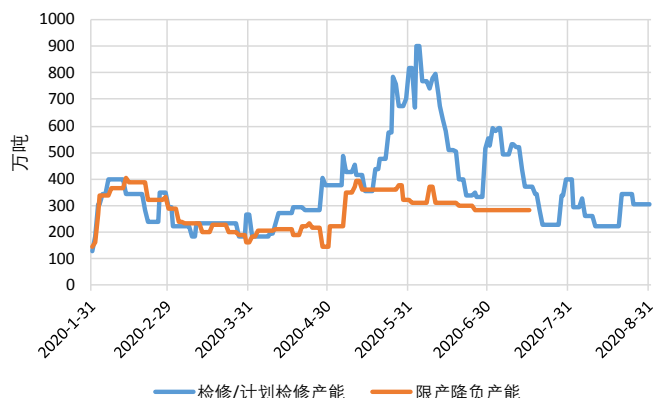
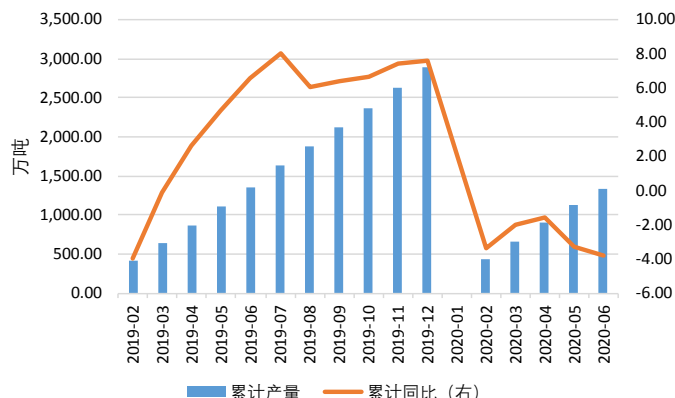


图7: 我国纯碱产量



数据来源: Wind, 隆众资讯, 长江期货

数据来源: Wind, 国家统计局, 长江期货

三、需求端——疫情影响减弱，下游出现分化

1. 地产复苏，玻璃行业产能投放拉动重碱需求

纯碱约 50% 的消费为平板玻璃制造，平板玻璃主要用途在于房地产。自国家采取“房住不炒”、“因城施策”的调控主逻辑后，近年来房地产市场持续降温，房产投资、建设、销售等指标趋于稳定。年初受疫情影响各指标大幅下滑，不过后续恢复较为迅速。出于稳定经济的需要，今年山东、南京等地的人才落户、公积金政策有所放松，房贷利率下行，有利于房地产销售加速回暖；同时融资成本下降也有利于投资的恢复。2 月以来房地产投资快速回升，至 6 月累计同比已经转正，新房开工、竣工面积同样不断回升，预计下半年各指标还将持续恢复。整体而言稳经济需求下下半年房地产表现预计不差，但是调控背景下预计也难有明显增量。随着国内生产逐步恢复正常，下半年玻璃需求可能会与去年相当。

图8: 房地产投资、建设、销售情况

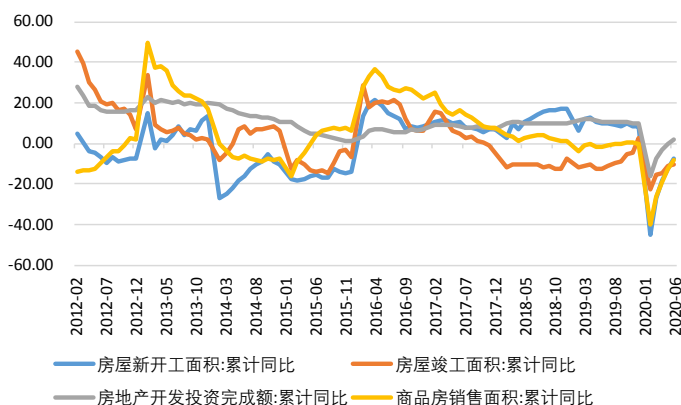
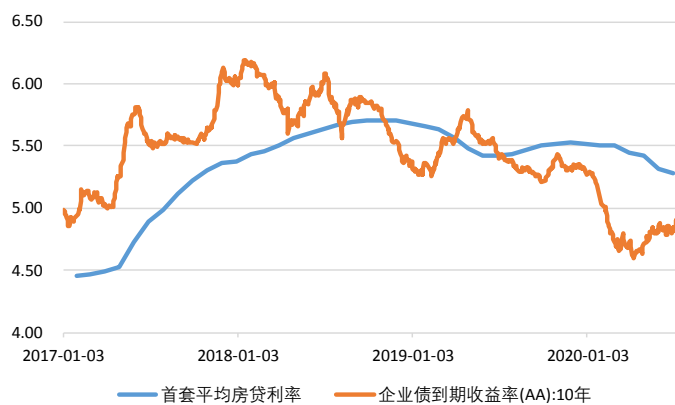


图9: 首套房平均贷款利率与企业债利率



数据来源: Wind, 长江期货

数据来源: Wind, 长江期货

今年年初以来受疫情影响玻璃库存累积速度超出过去同期，库存高点较去年同期高出 17%，玻璃价格也出现了大幅下滑。2 月下旬起国内逐步复工复产，至 4 月中旬库存出现拐点，现货价格也企稳回升。受价格大幅波动的影响，今年原本计划冷修的生产线有所提前，计划点火的生产线有所延后。至发文，今年冷修生产线日熔量合计 10880 吨，新建生产线日熔量 2800 吨，复生产线日熔量 8800 万吨，实际产能已经超出年初水平。今年剩余时间据统计还有 8280 吨/日产能投产、复产，若如期兑现预计至年末实际产能较年初水平上升 9000 吨/日，折合重碱年消费 65.7 万吨。

图10:浮法玻璃产能变化

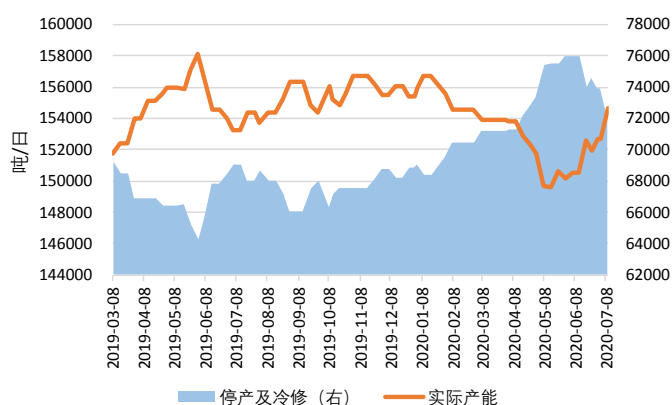
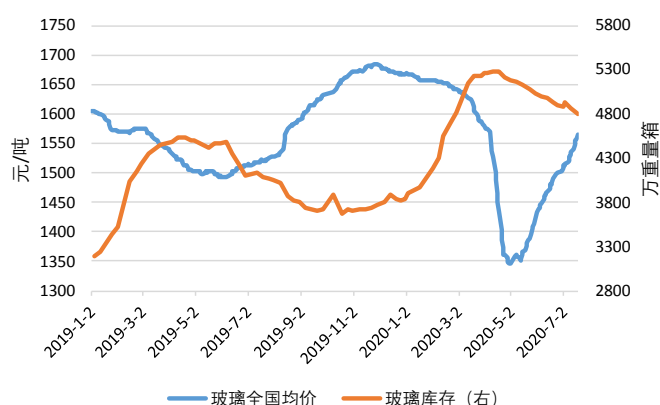


图11:玻璃价格与库存



数据来源：Wind，玻璃业协会，长江期货

数据来源：Wind，玻璃业协会，长江期货

表格 2：2020 年下半年计划点火生产线统计

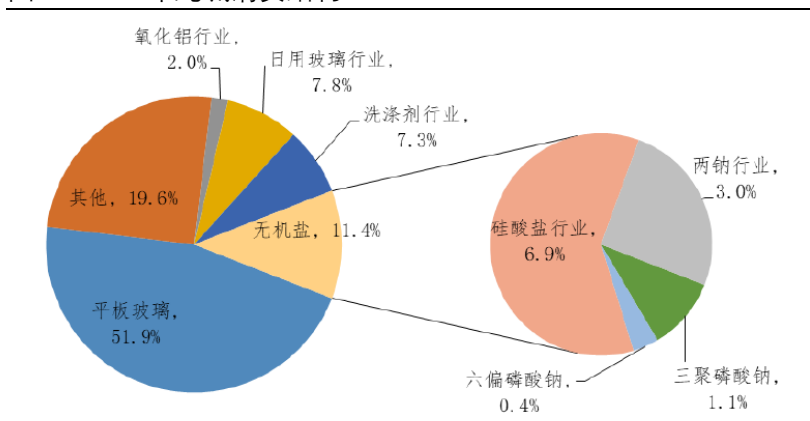
生产线	地区	日熔量	计划点火时间
福建新福兴二线	福建	900	2020.7.20
广东江门信义	广东	600	2020.7.20
福莱特嘉兴二线	浙江	600	2020.7
安徽冠盛	安徽	800	2020.8.15
安徽六安二线	安徽	600	2020.8
滕州金晶玻璃三线	山东	800	2020.9
清远南玻二线	广东	700	2020.9
沙河迎新搬迁线	河北	1200	下半年待定
张家港复润新一线	江苏	900	下半年待定
河南中联搬迁线	河南	600	下半年待定
张家港信义二线	江苏	580	下半年待定

数据来源：卓创资讯，玻璃行业协会，长江期货

2.轻碱下游分化，部分行业形成拖累

轻碱下游消费比较分散，消费占比较大的为日用玻璃、洗涤剂、无机盐行业，三者合计占轻碱消费55.1%。

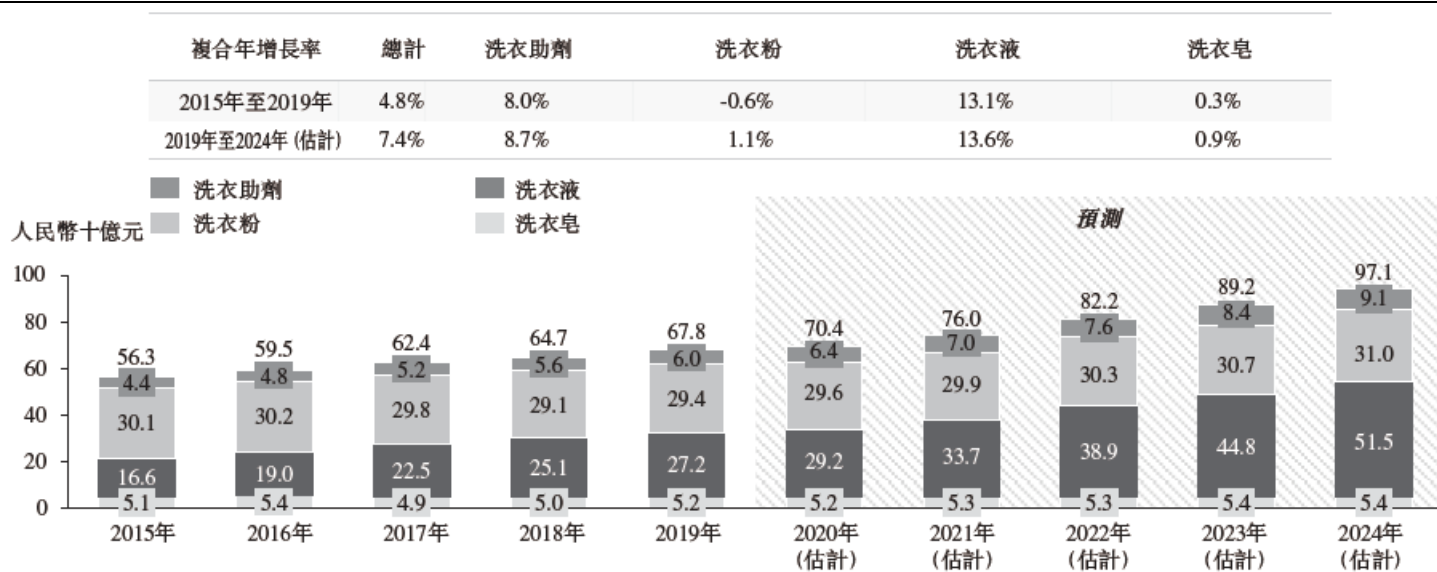
图12:2018 年纯碱消费结构



数据来源：百川资讯，郑商所，长江期货

纯碱在洗涤剂中的运用主要是作为洗涤助剂使用到低档洗衣粉中，有助于去污、具有软化水的功效，缺点是碱性较强。近年来我国合成洗涤剂市场规模不断扩大，但是由于洗衣液较为便利、洗后问题较少，洗衣液的消费占比逐步提高，洗衣粉的消费反而出现了下滑。根据弗若斯特沙利文的预测，2020–2024 年合成洗衣粉销售额年均增速只有 1.1%，预计洗涤剂对纯碱的消费不会有明显的变化。据统计局数据今年 1–4 月我国合成洗衣粉累计生产 109.7 万吨，累计同比增长 1.3%，从数据上看已经自疫情的影响中恢复。

图13:2015–2024 年衣物护理市场零售额



数据来源：弗若斯特沙利文

日用玻璃行业 2017 年以来市场规模整体呈现下降趋势。今年年初以来受疫情影响产量大幅下降，1-5 月累计产量同比-9.8%，较 1-4 月降幅扩大 1.51 个百分点，反映截至 5 月行业景气情况仍旧未有好转。

纯碱在无机盐中主要被用于生产硅酸盐。2010-2018 年我国硅酸钠产量年均增长率仅 1.36%，加之无机盐行业由高速增长阶段转向高质量发展阶段，从年度总量上来看预计对纯碱的消费不会有明显变化。

图14: 日用玻璃制品及包装容器产量

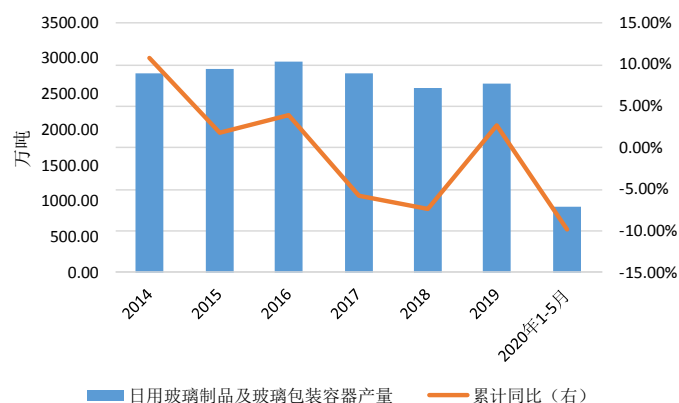
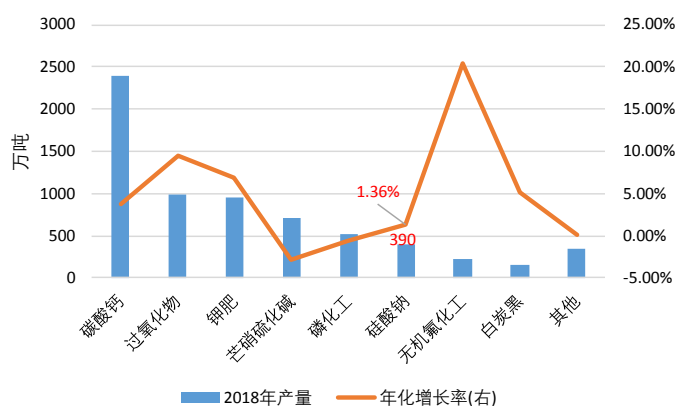


图15: 2010-2018 年我国无机盐产量变化



数据来源：中国日用玻璃协会，长江期货

数据来源：中国无机盐工业协会，长江期货

据我们了解到的情况，今年轻碱下游受疫情影响较为严重、停工较多，7 月开始边际上有一定好转。从总量上看，近年来轻碱主要下游中日用玻璃市场规模下降、洗衣粉和无机盐规模稳定，预计下半年轻碱消费可能与去年相当或更差。

四、供需平衡——大体平衡，去库需要供应进一步下降

2019 年四季度起先后受产能过剩、疫情影响纯碱库存持续累积，直至 5 月最高触及 170 万吨后开始回落。从 2018 年以来库存变化来看供应过剩的转折点出现在 2019 年 9 月，主要原因在于当年新投产产能开始形成产量。今年 5 月上游大量检修促使行业转为去库，6 月下旬虽然检修产能下降，但碱厂挺价导致下游出现一定备货，行业库存继续下降。截至发文，行业库存仍有 114.57 万吨，超出去年同期 61.73 万吨。

图16:我国纯碱上游库存

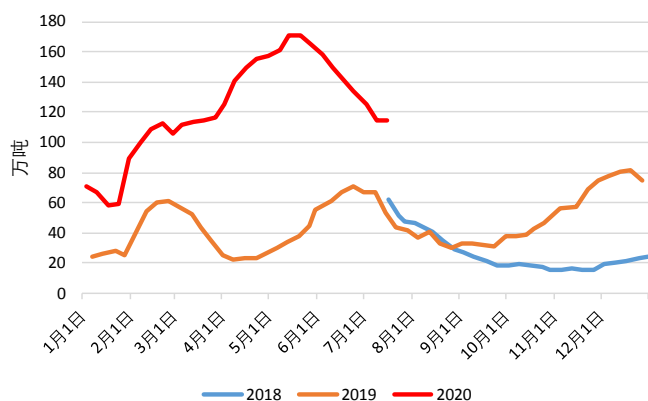
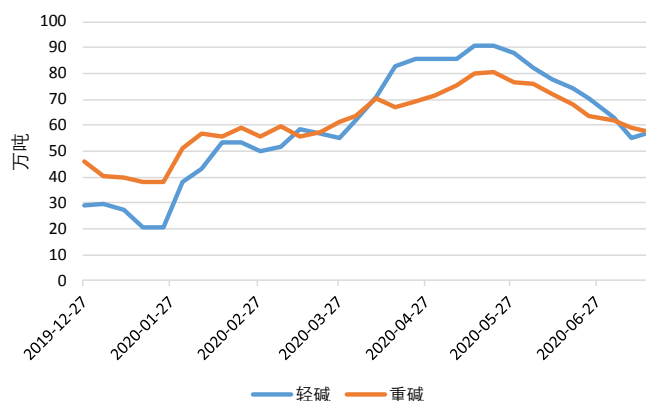


图17:轻重碱库存



数据来源：隆众资讯，长江期货

数据来源：隆众资讯，长江期货

据我们统计7月中旬后碱厂计划检修有所减少，对应行业开工率或与4月中旬相当（80%左右），折合月产量233.87万吨左右。今年因海外疫情严重国际厂家加大对我国出口，我国纯碱进口量较高。假定今年6-12月纯碱进出口水平维持1-5月均值水平，玻璃产能均匀投放，轻碱消费与去年年均水平相当，我们测算出的供需表如下。在我们的假设下预计下半年小幅累库，由此推测下半年仍将是价格保持低位倒逼碱厂减产去库的格局。由于需求增长有限，预计去库节奏主要还是取决于碱厂对供应的调整。

表格 3：供需平衡表预测

	产量	进口	出口	库存变动	隐含消费	消费同比	消费累计同比
2020-12	233.87	4	10.61	2.58	224.68	-8.93%	-2.45%
2020-11	233.87	4	10.61	3.76	223.50	-3.24%	-1.77%
2020-10	233.87	4	10.61	4.93	222.33	-2.38%	-1.62%
2020-09	233.87	4	10.61	6.11	221.15	-3.70%	-1.53%
2020-08	233.87	4	10.61	7.29	219.97	-5.02%	-1.23%
2020-07	229.46	4	10.61	4.06	218.79	-12.26%	-0.64%
2020-06	218.10	4	10.61	-34.10	245.59	17.91%	1.75%
2020-05	216.70	2.74	8.13	5.23	206.09	6.11%	-1.59%
2020-04	235.40	8.16	11.59	34.31	197.66	-5.82%	-3.43%
2020-03	230.50	3.13	16.48	16.18	200.96	-17.11%	-2.60%
2020-02	210.53	2.99	8.44	17.32	187.77	16.97%	7.17%
2020-01	220.37	2.99	8.44	16.89	198.04	-0.72%	-0.72%

数据来源：长江期货

（注：红色为预测值。产量、进口、出口、消费、库存单位均为万吨。）

五、总结及操作建议

综合来看，今年上半年纯碱市场运行实际上受到了本身产能过剩、疫情打压需求两个因素的影响，纯碱价格下跌至 2010 年以来低位。目前随着上游退市、长停产能增多，2019 年以来新增产能已经基本被抵消。下半年国内经济进一步回暖、玻璃新产能陆续投产，消费边际上会有一定增长，不过幅度有限。从我们的供需平衡表来看下半年市场大体处于相对均衡的状态，库存的去化还是需要依赖供应端的调整。整体而言我们预计下半年纯碱价格还会保持低位来倒逼碱厂减供去库，节奏上需要关注碱厂检修安排，大的方向上建议保持空头思路。

针对 09 合约而言，目前统计到直至 10 月的检修均较少，在短期下游补库结束后预计库存难以持续下行，现货价格较难上涨。由于重碱报价为送到价，因此买方只有在期货贴水时才会交割，09 合约当前价格偏高，建议采取空头思路。9-1 价差方面，目前 09 合约价格随着交割日临近向现货价格修正，01 合约由于纯碱利润低、玻璃扩产影响预期较好价格相对强势，9-1 价差不断扩大。我们估算买 09 空 01 无风险套利成本在 170~210 元/吨之间，短期来看价差还有扩大空间。对于碱厂而言，建议把握期货高升水带来的套期保值机会。

图18:纯碱主力基差

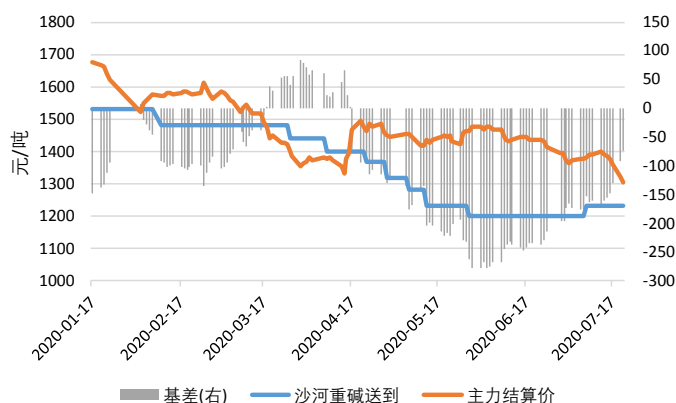


图19:纯碱 9-1 价差



数据来源：Wind，隆众资讯，长江期货

数据来源：Wind，长江期货

表格 4：纯碱 9-1 无风险正套成本估算（单位：元/吨）

成本估算		前提假设			
仓储费	50.1	建仓时间	交割日1	仓单生成	交割日2
出入库费	30	2020-7-22	2020-9-17	2020-11-18	2021-1-20
交割手续费	1		57天	62天	63天
换货成本	50	09建仓价	01建仓价	资金利息	
资金成本	47.08	1320	1460	8%	
小计	178.18	两次交割结算价价差			
增值税	-5.75 ~ 28.76	0~300			
总计	172.43~206.94				

数据来源：郑商所，长江期货

风险提示

本报告仅供参考之用，不构成卖出或买入期货、期权合约或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享投资收益或者分担投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应当充分了解报告内容的局限性，结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及员工对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

免责声明

长江期货股份有限公司拥有期货投资咨询资格。长江期货系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告所载明日期的判断，本公司可随时修改，毋需提前通知，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对期货价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述期货的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的交易机会不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、引用或再次分发他人，或投入商业使用。如征得本公司同意引用、刊发，需在允许的范围内使用，并注明出处为“长江期货股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

武汉总部

地址：湖北省武汉市武昌区中北路长城汇 T2 27 层

邮编：430000

电话：（027）65261325

网址：<http://www.cjfc.com.cn>