

【申银万国期货】供需推动去库，纯碱 5 月承上启下 ——申万期货玻璃纯碱专题

2021 年 4 月 22 日

摘要：

目前纯碱主力合约切换至 9 月，移仓切换的过程中 9 月合约探低 1850。随后开始反弹，供需角度而言，目前纯碱利润较好，整体开工维持高位，接下来的 5 月份大概率供应维持高位水平。供给充裕的大背景下，需依靠需求端来逐步平稳供给。好在纯碱现货市场经历了 1 季度的预热，终端承接力度增加，预计 5 月去库运行或依然是现货端的主要节奏。综合而言，9 月合约在移仓过程中，探测了一次低点，但接下来的一个月不排除二次试探下方支撑的可能。届时，整体供需情况若尚可，那么有可能形成底部。因此接下来的一个月，是一个承前启后的时期，下跌出清库存或是主要节奏。策略层面，趋势角度，9 月合约或维持震荡重心下移，把握下行通道可轻仓尝试高抛低吸策略。对冲角度，关注玻璃和纯碱的价差扩大方向。

分析师

陆甲明 能化高级分析师
从业资格号：F3079531
投资咨询号：Z0015919
电话：021-5058 2155
邮箱：lujm@sywgqh.com.cn
申银万国期货有限公司

地址：上海东方路 800 号
 宝安大厦 7、8、10 楼
邮编：200122
电话：021 5058 8811
传真：021 5058 8822
网址：www.sywgqh.com.cn



申银万国期货
宏观金融研究



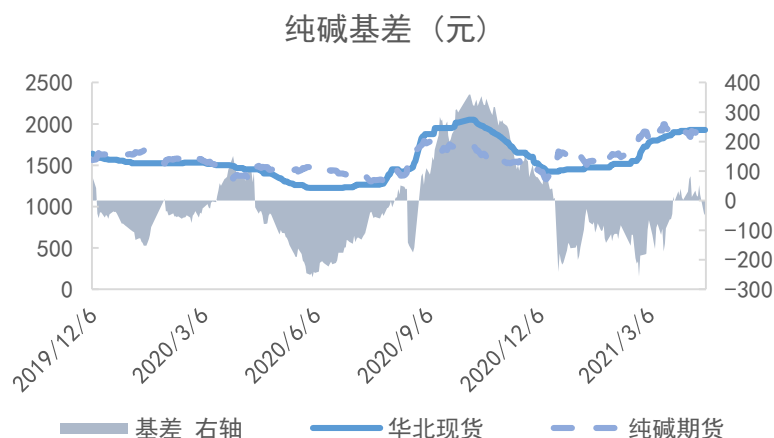
申银万国期货研究

近期纯碱期货宽幅震荡，前期对于光伏玻璃需求拉动纯碱需求的消费预期逻辑下，2109合约大幅上扬并摸高2146元。但随后，伴随着预期兑现不足，主力合约在移仓过程中价格回落，震荡加剧。

一、预期未兑现，期货宽幅震荡

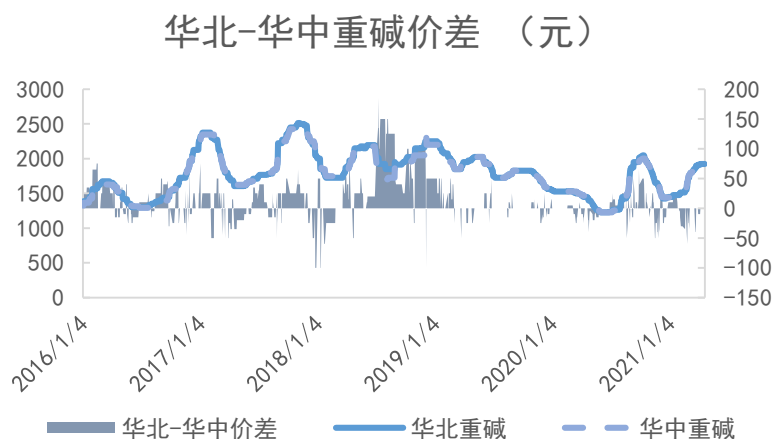
基本面角度，3月供需两旺，尤其是春节后浮法玻璃企业补原料库推动了纯碱的采购需求，主力合约5月逐步推升至2000关口，9月合约也推升至2150关口。与此同时，华北重碱成交现货从1700-1750逐步推升至1800-1850的水平。随后，在期货领涨并带动轻重碱价格上涨的过程当中，终端对于涨价的消化能力分化。尤其是轻碱的终端的需求不力（味精、烧碱替代等），导致4月市场纯碱现货价格出现明显的滞涨。4月上旬，纯碱主力合约逐步开始从5月向9月合约移仓。5月合约基差率10%的背景下，期货盘面空头压力较大，随后的一周快速下跌收敛。同时，远月9月由于升水5月，因此，9月合约同步回落。主力合约移仓至9月之后，市场连续下挫后，开始试探筑底。

图1：纯碱基差（元/吨）



资料来源：Wind、申万期货研究所

图 2：重碱跨地区价差（元/吨）



资料来源：Wind、卓创资讯、申万期货研究所

二、供需提价，纯碱利润大幅修复

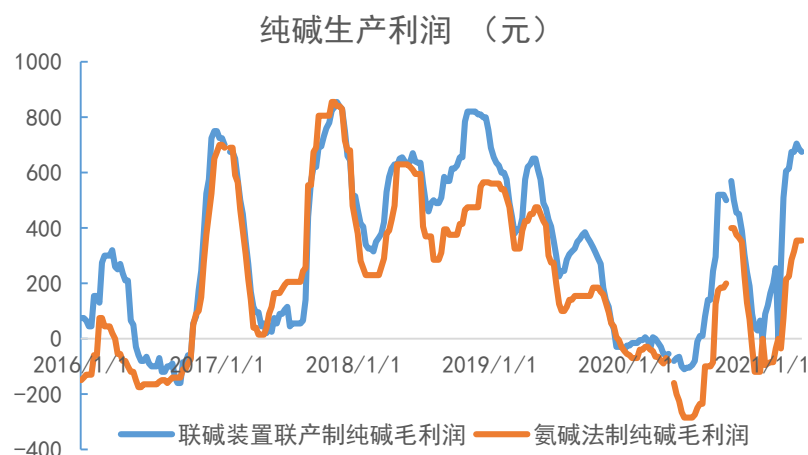
3-4 月至今纯碱期货开工率逐步回升，从 1 月初的 71%，回升至 4 月 84%。涉及检修的装置主要包括，金大地化工、冷水江碱业、南方碱业、天津碱业、湖北新都，湖北双环。此外，4 月部分企业小幅降，主要是盐湖镁业、江西晶昊。总体涉及产能约在 600 万吨水平。

接下来的 5-6 月目前涉及检修的装置主要包括，中盐红四方、江苏华昌、江苏实联。目前涉及检修产能在 200 万吨。此外，目前仍有湘潭碱业、中海华邦、大连大化、广宇化工仍处于长期停车。总体检修涉及的产量或低于 3-4 月水平。

3-4 月份纯碱在供需调节的过程当中，不同工艺的生产利润大幅修正。国内纯碱主要有 2 种工艺：联碱法和氨碱法。2021 年年初，伴随春节前纯碱去库压力增大，现货跌价以及成本压力下，纯碱一度跌到氨碱装置毛利再度为负。春节后，伴随着农忙的展开，部分化肥等的价格开始回升。另一方面，纯碱的另一个

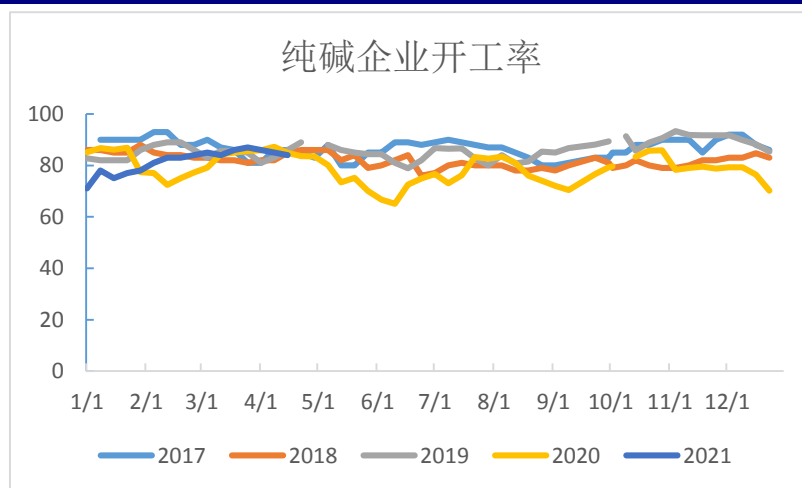
分支重碱下游的浮法玻璃产业的开工负荷的也持续维持高位。同时，由于春节期间，浮法玻璃生产企业以消耗原料库存为主。因此3月份玻璃生产企业对于纯碱的补原料的需求推动下，纯碱价格大幅上扬，修正了1月份纯碱的低利润状态。同时，由于利润进一步回升，也推动了部分前期检修装置的逐步复产。

图 3：纯碱生产利润（元/吨）



资料来源：Wind、卓创资讯、申万期货研究所

图 4：纯碱企业开工率（%）



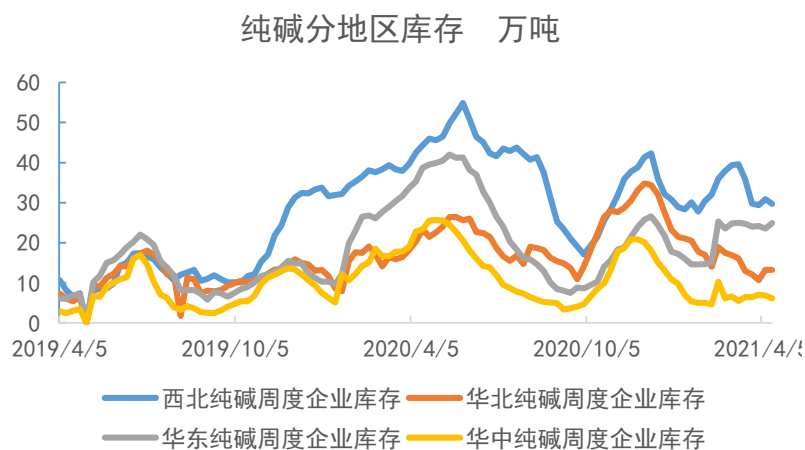
资料来源：Wind、卓创资讯、申万期货研究所

三、纯碱进入去库周期

在利润的驱动下，3-4 月纯碱现货生产企业开工逐步回升，在供需调节经历了累库到去库的边际变化。表明，下游需求在 1-2 季度间正在逐步恢复。分地区来看，前期库存压力较大的西北地区，随着春季外运运力的逐步缓解，从相对的高点 35 万吨，逐步消化至 30 万吨以内的库存水平。相对应的华东地区库存小幅增加从约 15 万吨，回升至 23 万吨。另一方面，华北作为主要的浮法玻璃数生产地区，其对于重碱的需求刚性，从 2020 年 12 月开始持续进入去库周期，高点的约 30 万吨至 4 月份消化至 13 万吨。华中地区的库存则持续维持在 7 万吨左右的地位水平。

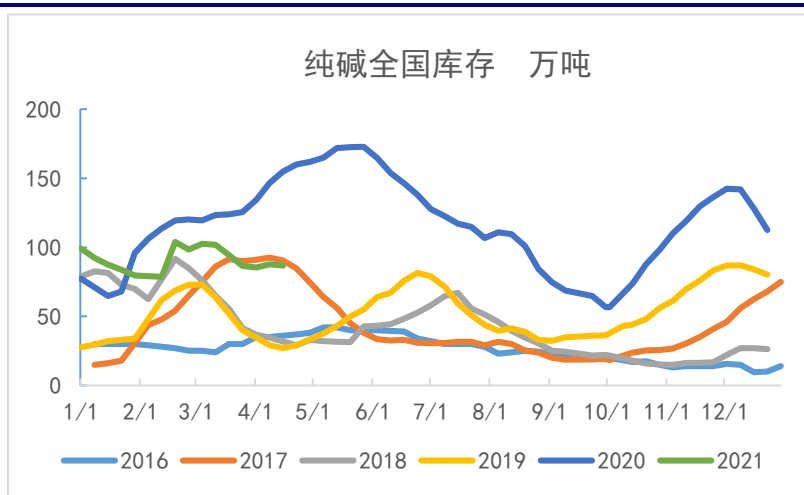
从全国整体的纯碱库存水平来看，自 12 月开始的去库在今年 2 月份达到阶段性低 78 万吨。随后开始了今年的第一轮累库，并摸高至 98 万吨。2 月下旬到 3 月上旬整体处于供需拉锯格局，库存有一定反复。直到 3 月下旬，终端需求进一步回升，供需开始转向去库运行。进入到 4 月下旬，国内纯碱库存逐步去化至 85 万吨水平。在接下来的 1 个月预计供需偏强将进一步推动纯碱逐步去库。

图 5：纯碱分地区生产企业库存（万吨）



资料来源：Wind、卓创资讯、申万期货研究所

图 6：纯碱全国库存（万吨）



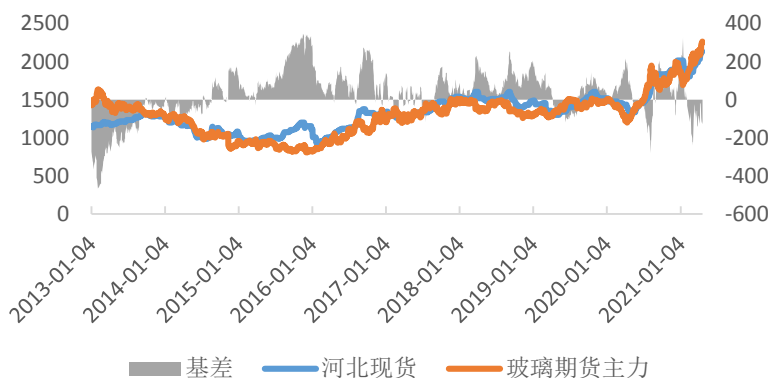
资料来源：Wind、卓创资讯、申万期货研究所

四、玻璃库存较低，价格弹性较强

2021 年 1 季度国内浮法玻璃在春节就地过节的需求支撑下，呈现了淡季不淡的开工格局。从月度开工水平来看，1-2 月的开工处于历史中位，正是由于今年开局良好。进入 4 月，国内浮法玻璃供需两旺，尤其是部分细分终端如光伏玻璃等的旺盛需求支持下，浮法玻璃期货和现货价格稳步走强。同时相对而言原料端的相对价格较低，进一步推动了玻璃企业整体的开工率。进入到 4 月，浮法玻璃产线检修数量有限，目前全国浮法玻璃生产线一共 300 条，在产 254 条，日熔量 167875 吨。

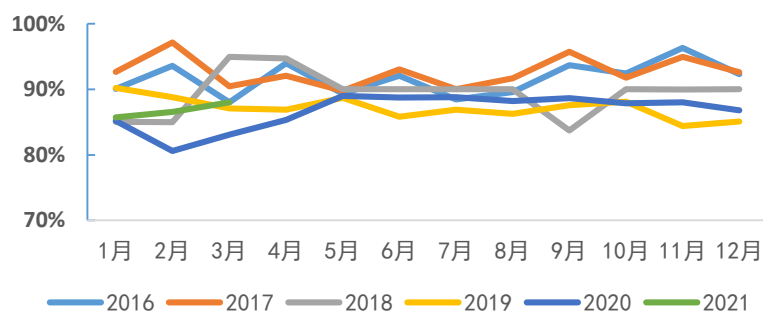
全国玻璃库存月度数据来看，经过了 1 季度的去库，国内浮法玻璃库存降低至 2000 万重箱的低位水平，4 月供需偏强，累库未至。细分层面来看，河北地区的玻璃生产企业库存同比处于历史低位。低位格局下，现货价格保价、提价的动力较强。预计在接下来的 1 个月当中，由于供需的推动玻璃累库仍有一定难度。

图 7：沙河地区玻璃基差（元/吨）



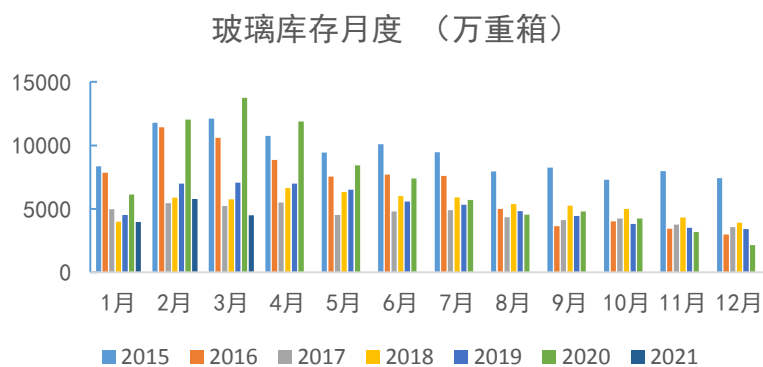
资料来源：Wind、申万期货研究所

图 8：全国玻璃开工率（%）



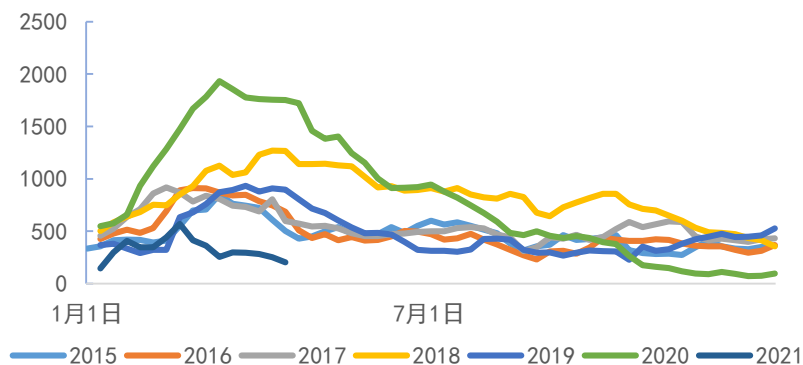
资料来源：Wind、卓创资讯、申万期货研究所

图 9：全国玻璃月度库存（万重箱）



资料来源：Wind、卓创资讯、申万期货研究所

图 10：河北玻璃企业周度库存（万重箱）



资料来源：Wind、卓创资讯、申万期货研究所

五、结论

展望后市，主力合约切换至 9 月后，9 月合约探低 1850。随后开始反弹，供需角度而言，目前纯碱利润较好，整体开工维持高位，接下来的 5 月份大概率供应维持高位水平。供给充裕的大背景下，需依靠需求端来逐步平稳供给。好在纯碱现货市场经历了 1 季度的预热，终端承接力度增加，预计 5 月去库运行或依然是现货端的主要节奏。综合而言，9 月合约在移仓过程中，探测了一次低点，但接下来的一个月不排除二次试探下方支撑的可能。届时，整体供需情况若尚可，那么有可能形成底部。因此接下来的一个月，是一个承前启后的时期，下跌出清库存或是主要节奏。策略层面，趋势角度，9 月合约或维持震荡重心下移，把握下行通道可轻仓尝试高抛低吸策略。对冲角度，关注玻璃和纯碱的价差扩大方向。

六、风险揭示

- 1、国内基建需求不及预期
- 2、其他纯碱下游需求不及预期

免责声明

本报告的信息均资料来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。