

终端需求预期修复，玻璃纯碱向光而行

——2022 年半年度策略报告

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】669 号

报告要点

当前玻璃价格仍然受到高库存、弱需求、高供应的基本面压制，并且短期来看基本面尽管已经处于修复过程中，但仍将维持一段时间的颓势。纯碱盘面上短期仍然受到浮法不景气，以及整体宏观形势悲观的压制。中长期在供需逐步紧张的格局下，纯碱价格或仍将继续上行。

摘要：

玻璃：当前玻璃价格仍然受到高库存、弱需求、高供应的基本面压制，并且短期来看基本面尽管已经处于修复过程中，但仍将维持一段时间的颓势。当前我们需要看到整体地产销售的企稳回升，玻璃现货价格止跌，库存出现拐点等指标，玻璃向上的空间才能打开，否则将继续延续低位震荡的状态。长期来看，地产销售后续环比修复，玻璃需求有望回补，但前期的累积的高库存和行业高供应的维持使得基本面矛盾不大，玻璃价格将回归正常水平。

纯碱：总的来说，下半年供应端总体波动有限，主要核心在于需求端。浮法短期集中大量冷修可能性不大，对纯碱刚需延续。光伏玻璃从中性角度预测，年末产能达 7 万吨，对纯碱需求边际拉动明显。出口方面，海内外价差持续，仍然看好今年出口能重回正常甚至超预期水平。下半年随着光伏的不断投产，预计纯碱供需持续收紧。纯碱盘面上短期仍然受到浮法不景气，以及整体宏观形势悲观的压制。中长期在供需逐步紧张的格局下，纯碱价格或仍将继续上行。

风险提示：浮法玻璃冷修超预期（上行风险）；疫情持续扰动（下行风险）



建材研究团队

研究员：

辛修令

021-60812973

从业资格证 F3051600

投资咨询号 Z0015754

俞尘混

021-61051109

从业资格号 F03093484

投资资格号 Z0017179

目 录

摘要：	1
一、玻璃：需求有望回补，宽松格局难改	4
（一）需求端：地产逐渐修复，需求有望回补.....	4
（二）供给端：冷修成本较大，供应或高位维持.....	7
（三）库存端：需求尚未恢复，短期累库延续.....	9
（四）展望：需求有望回补，供应高位维持.....	10
二、纯碱：供需相对偏紧，价格驱动较好	10
（一）需求端：浮法刚需犹存，光伏预期向好.....	10
（二）供给端：行业利润驱动，开工居高不下.....	14
（三）库存端：出口积极光伏备货，库存去化明显.....	14
（四）展望：浮法日熔稳定，光伏预期向好.....	15
免责声明	17

图目录

图表 1:	期房销售面积持续高于竣工面积.....	5
图表 2:	5 月竣工面积同比-31.27%	5
图表 3:	5 月房企到位资金仍然严峻.....	5
图表 4:	5 月商品房销售面积同比-31.8%	5
图表 5:	30 大中城商品房成交面积.....	6
图表 6:	30 大中城商品房成交面积：一线城市.....	6
图表 7:	30 大中城商品房成交面积：三线城市.....	6
图表 8:	同步指标：玻璃表需与 30 大中城成交面积.....	6
图表 9:	5 月乘用车产量同比 5.2%.....	7
图表 10:	5 月乘用车销量同比-1.4%	7
图表 11:	玻璃今年产线变化.....	8
图表 12:	浮法玻璃生产利润（单位：元/吨）	8
图表 13:	平板玻璃产量（单位：万重量箱）	8
图表 14:	浮法玻璃开工生产线（单位：条）	8
图表 15:	浮法玻璃在产产能（单位：万吨）	8
图表 16:	浮法玻璃产销率（单位：%）	9
图表 17:	全国重点企业库存（单位：万重量箱）	9
图表 18:	华北地区库存（单位：万重量箱）	9
图表 19:	库存对现货价格压制明显.....	9
图表 20:	浮法玻璃日熔量.....	11
图表 21:	纯碱表观消费量（单位：万吨）	11
图表 22:	光伏玻璃日熔量.....	12
图表 23:	碳酸锂产量	12
图表 24:	纯碱 4 月出口结构.....	12
图表 25:	纯碱出口季节性图.....	12
图表 26:	主流海外动力煤价格.....	13
图表 27:	海外天然气价格.....	13
图表 28:	GHCL4 月纯碱报价.....	13
图表 29:	纯碱生产情况（单位：万吨）	14
图表 30:	纯碱开工率（%）	14
图表 31:	重碱产量（单位：万吨）	15
图表 32:	重碱企业库存（单位：万吨）	15
图表 33:	纯碱企业库存（单位：万吨）	15
图表 34:	轻碱企业库存（单位：万吨）	15

一、玻璃：需求有望回补，宽松格局难改

（一）需求端：地产逐渐修复，需求有望回补

地产对玻璃的需求是存在的，下半年随着销售的修复，需求会逐步回补。首先，地产端存在大量的已售待竣工面积，尽管玻璃需求小幅领先于竣工，我们仍可以认为，大部分已售待竣工中对玻璃需求尚未释放。从数据上我们可以发现，自 16 年房企推行高周转策略起，期房销售面积一直大于竣工面积，并且差值有走阔的趋势。尽管 2022 年的地产行业整体不太乐观，但在前期积累大量待竣工面积以及国家保竣工的民生要求下，对竣工需求是存在的，进而对玻璃的存量需求也是存在的。增量方面，当前我国 LOW-E 玻璃占有率远低于发达国家，后期在双碳政策的推动下，双层以及三层的节能玻璃渗透率的提升也将一定程度上提高玻璃的使用量。

地产销售回升是解决当前地产困境重要途径，房企资金紧张是制约当前竣工的根本原因。尽管存量竣工很多，但自去年以来，“三道红线”、“贷款集中度管理制度”等地产去杠杆措施趋严，地产企业债务危机集中爆发，直至今日大部分地产企业的资金流仍然十分紧张。从宏观层面观察体现在各项地产数据拿地、新开工、竣工等都出现大幅下滑。从微观调研来看，玻璃深加工企业回款较差，同样反映出房企资金持续紧张。从当前的政策方针来看，地产供应端融资放开的可能性不大，那么地产销售回升改善现金流成为了解决当前地产困境的重要途径。

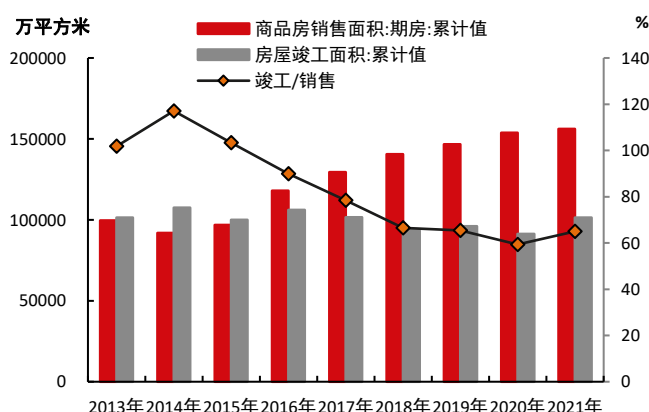
从当前地产数据看，政策效果相对有限，地产基本面仍未企稳。5 月地产销售边际回暖，但力度较弱，5 月当月商品房销售面积同比-31.8%（前值-39%）。5 月房企到位资金情况仍然严峻，1-5 月房地产开发企业到位资金同比下降-25.8%（前值-23.6%），5 月当月同比-33.4%（前值-35.5%）。竣工面积 5 月受疫情影响大幅走弱，5 月当月同比-31.4%（前值-14.2%）。4 月 29 日中央政治局会议定调“支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管”。5 月份政策继续大幅发力，央行下调首套房贷利率下限 20BP，5 月 LPR 调降 15 个 PB，各地“因城施策”持续松绑，但是相比目前居民部门受损的资产负债表和房价预期，以及多地疫情的影响，政策效果相对有限，目前地产基本面仍未企稳。

随着疫情缓解叠加政策端持续调控效果显现，我们认为市场底部逐渐显现，后续地产销售或逐渐企稳回升。4-5 月由于疫情影响，线下购房活动受到约束，居民收入预期与购房意愿较弱，另一方面前期政策放松的传导也需要时间。迈入 6 月，全国疫情有所缓解，线下看房活动限制解开；国家稳经济政策力度加大，居民收入受到国家稳经济政策保障；同时贷款利率下降，进一步提升居民购房

意愿。30 城高频数据显示 6 月以来地产销售环比回升较快，特别是一二线城市尤为明显，三四线城市环比回升有限。根据 6 月 19 日数据，30 大中城商品房成交面积较月初 6 月 5 日，环比提升 71%，其中一线城市环比提升 97.6%，二线城市环比提升 89.8%，三线城市环比提升 16.3%。从结构上来看，一二线城市地产销售环比修复进度远超三四线城市，后续三四线能否有更强力的地产政策出台或影响整体地产的修复力度。

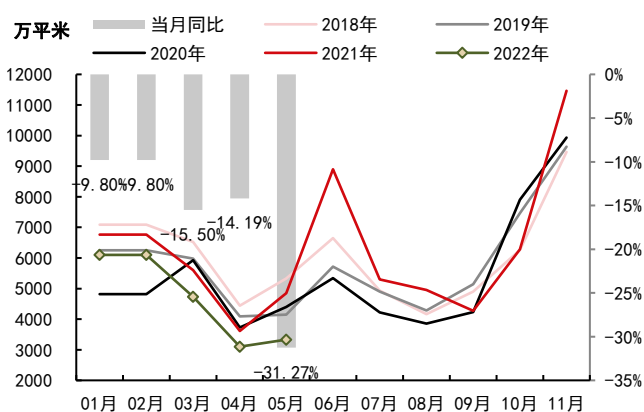
从整体高频数据来看，或许市场底部已经出现，后续地产销售或逐渐企稳回升。但仍需考虑以下问题，第一，目前居民部门受损的资产负债表和房价预期对地产销售是否产生持续的阻力；第二，从人口来看三四线城市刚需不足，当前政策对于三四线的刺激力度不足，后续政策再度放松需要更长时间；第三，地产销售好转向玻璃需求好转的传导仍需要时间。因此，基于以上问题，我们认为下半年前期的需求仍将维持偏弱状态，后续或逐月环比改善，类似 20 年的环比大幅改善去库的可能性较低。

图表 1：期房销售面积持续高于竣工面积



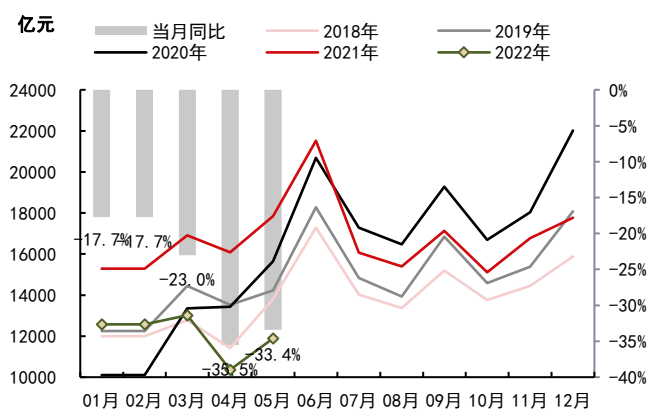
数据来源：Wind 国家统计局 中信期货研究所

图表 2：5 月竣工面积同比-31.27%



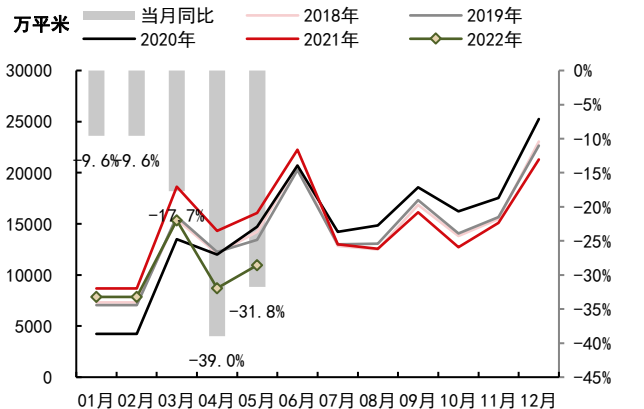
数据来源：Wind 国家统计局 中信期货研究所

图表 3：5 月房企到位资金仍然严峻



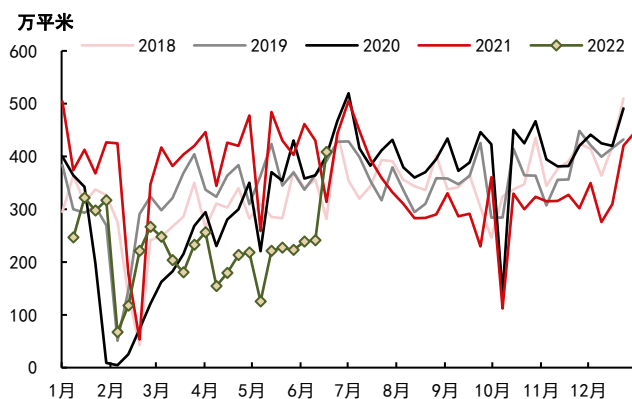
数据来源：Wind 国家统计局 中信期货研究所

图表 4：5 月商品房销售面积同比-31.8%



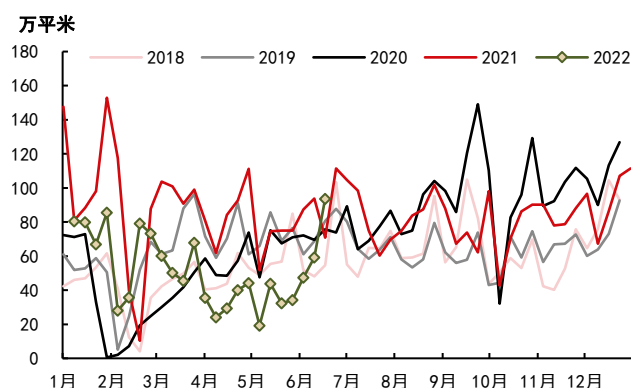
数据来源：Wind 国家统计局 中信期货研究所

图表 5： 30 大中城商品房成交面积



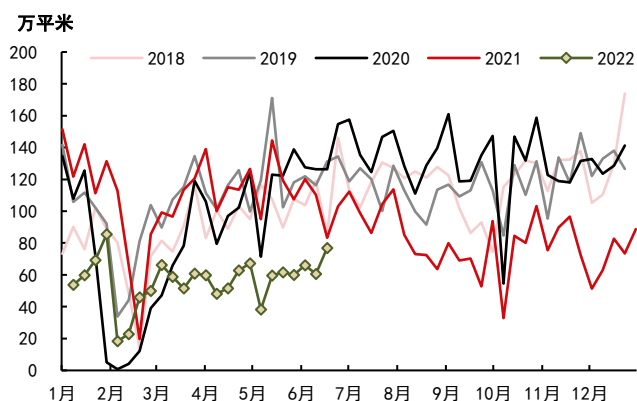
数据来源：Wind 国家统计局 中信期货研究所

图表 6： 30 大中城商品房成交面积：一线城市



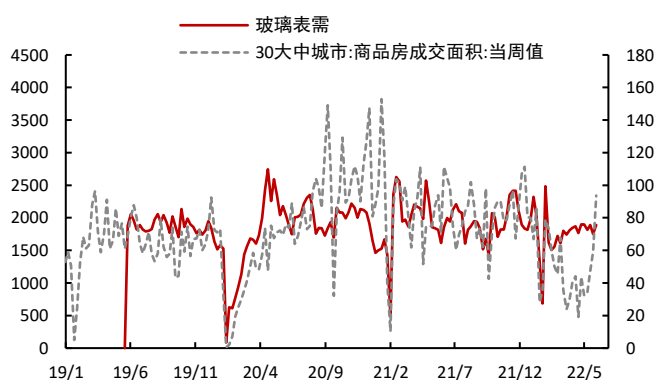
数据来源：Wind 国家统计局 中信期货研究所

图表 7： 30 大中城商品房成交面积：三线城市



数据来源：Wind 国家统计局 中信期货研究所

图表 8： 同步指标：玻璃表需与 30 大中城成交面积

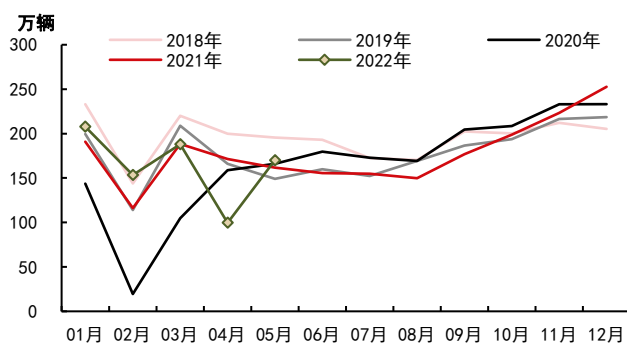


数据来源：Wind 国家统计局 中信期货研究所

浮法玻璃第二大需求汽车在 5 月份反弹明显，5 月乘用车产量同比 5.2%（前值-41.9%），1-5 月累计同比-1.1%（前值-2.6%）；5 月乘用车销量同比-1.4%（前值-43.4%），1-5 月累计同比-3.6%（前值-4.2%）。

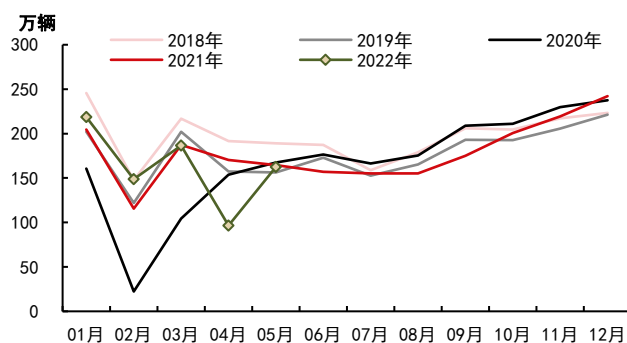
5 月 31 日，国务院发布《关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》，其中第 18 条，稳定增加汽车、家电等大宗消费。在汽车方面，包括要促消费和有效投资，放宽汽车限购，阶段性减征部分乘用车购置税 600 亿元。此外，汽车央企发放的 900 亿元货车贷款，要银企联动延期半年还本付息。根据乘联会估计，减征购置税政策预计会拉动 200 万辆乘用车销售，从原来预期的 2022 年下降 6% 的增速预期，回升到 2022 年的增长 4%，提升 10 个百分点的国内零售增长速度，拉动效果显著。

图表 9： 5 月乘用车产量同比 5.2%



数据来源：Wind 国家统计局 中信期货研究所

图表 10： 5 月乘用车销量同比-1.4%



数据来源：Wind 国家统计局 中信期货研究所

（二）供给端：冷修成本较大，供应或高位维持

玻璃产量目前处于高位水平，超期服役生产线较多，但短期产线冷修概率不大。2021 年在需求高增速的情况下，产能的恢复与投放较快，在产产能也增长到 5000 万吨以上，随之带来的就是原片产量逐步回升到历年高位水平，而随着利润的高位维持，原有的部分冷修产能也加速复产，一大批已经进入超期服役的生产线也不断拖延冷修的时间。按照目前浮法玻璃的生产现状，持续生产超过 8 年的生产线大约有 100 条左右，占比 38%；超过 10 年的生产线大约 50 条以上，占比 20%；超过 12 年的老龄化生产线亦有 30 条以上，占比 12%。

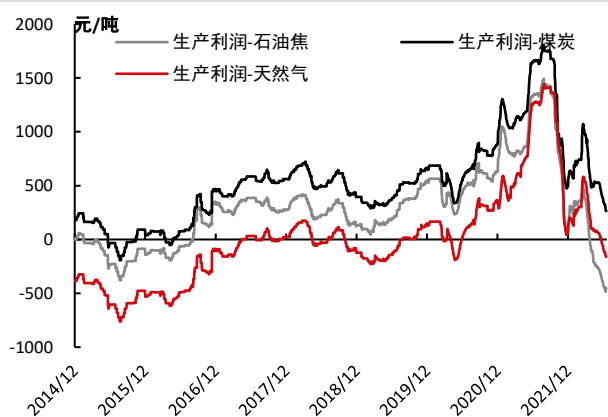
从当前现实的角度来看，玻璃需求恢复的较为缓慢，尽管地产销售高频数据上已经有所回升，但我们认为短期需求的恢复并像 20 年那样迅速。因此在供给高位维持的情况下，玻璃市场处于供过于求的状态，企业库存不断攀升，现货价格承压下行，利润不断压缩，大部分厂家已经面临亏损。但从当前的冷修情况来看，冷修是不及预期的。原因如下：第一，冷修的成本巨大，包括冷修的资金成本以及时间成本。根据卓创资讯，常规 600T/D 产线冷修费用约为 5000 万左右。另一方面，产线冷修大致需要 3-6 个月，现在冷修可能错过下半年的需求回补。第二，部分地区环保政策趋严，冷修后的复产难度加大。现在冷修可能面临无法复产的风险。第三，去年玻璃行情较好，玻璃厂商的经营性现金流尚处于健康状态，对于短期的亏损忍受能力较强。基于以上原因，我们认为下半年集中冷修的概率不大，就算集中冷修大概率发生在年尾，旺季需求回补后，由于地产整体下行，部分产线选择冷修或关停。因此供应端全年或维持高位水平。

图表 11：玻璃今年产线变化

2022年产能变化							
复产生产线	地址	日熔量：吨	时间	冷修停产生产线	地址	日熔量：吨	时间
漳州旗滨四线	福建	800	1.11	重庆赛德	重庆	300	1.10
湖北三峡三线	湖北	700	1.19	湖北明弘一线	湖北	700	1.20
重庆市凯源玻璃	重庆	300	4.29	东台中玻二线	江苏	600	1.28
湖北亿钧耀能新材	湖北	900	4.29	威海中玻二线	山东	450	2.23
广东英德鸿泰二线	广东	900	5.8	河源旗滨一线	广东	800	3.8
信义玻璃海南三线	海南	600	5.28	海南信义二线	海南	600	3.20
金晶科技博山三线	山东	600	5.29	青岛台玻	山东	500	4.6
湖北明弘一线	湖北	700	6.18	东台中玻一线	江苏	600	6.23
合计	8	5500	*	芜湖信义一线	安徽	500	6.23
新建生产线	地址	日熔量：吨	时间	合计	7	5050	*
湖南雁翔湖实业浮法一线	湖南	1000	6.18				
合计	1	1000	*	总计（净增）	2	1450	*

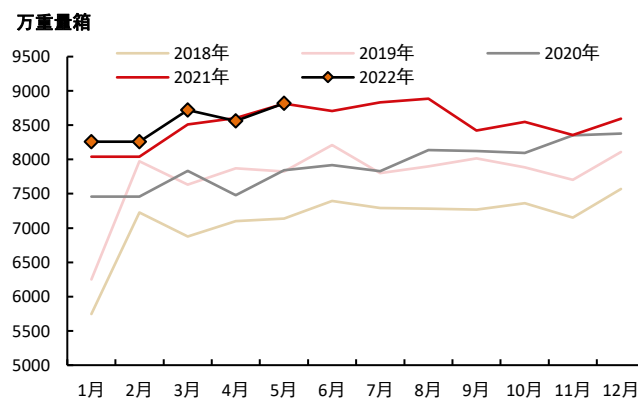
数据来源：隆众资讯 中信期货研究所

图表 12：浮法玻璃生产利润（单位：元/吨）



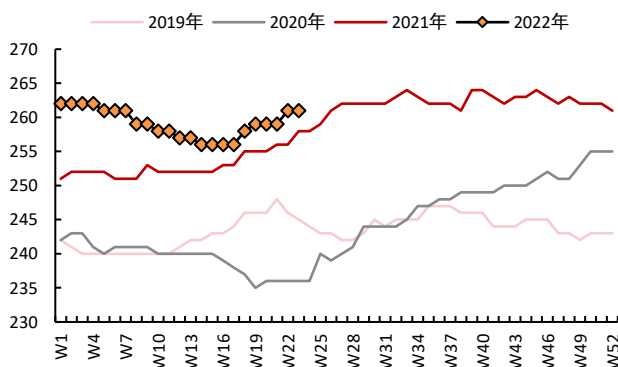
资料来源：Wind 隆众资讯 中信期货研究所

图表 13：平板玻璃产量（单位：万重量箱）



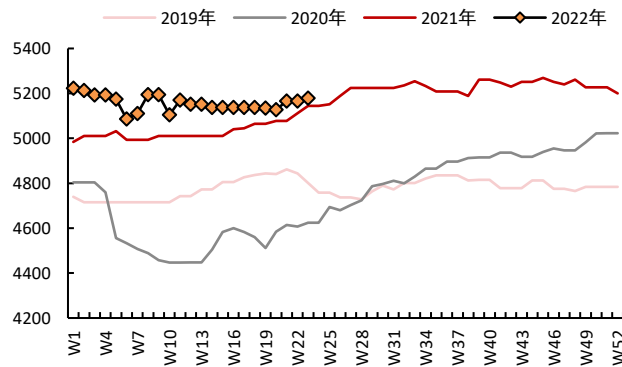
资料来源：Wind 隆众资讯 中信期货研究所

图表 14：浮法玻璃开工生产线（单位：条）



资料来源：Wind 隆众资讯 中信期货研究所

图表 15：浮法玻璃在产产能（单位：万吨）



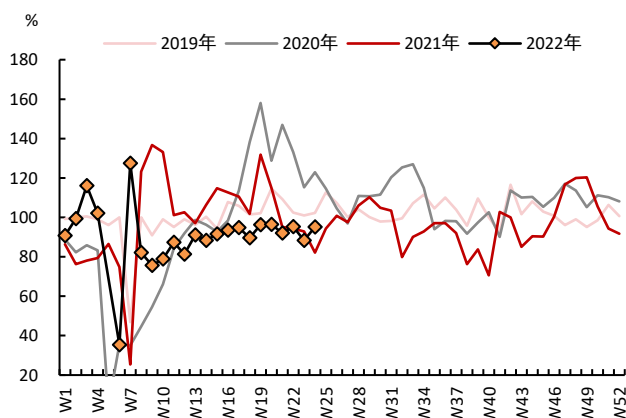
资料来源：Wind 隆众资讯 中信期货研究所

（三）库存端：需求尚未恢复，短期累库延续

近期供给端持续维持高位，甚至有所增长，而需求当前由于地产端尚未企稳，叠加疫情冲击，始终处于较差水平。厂家的产销率持续维持在 100%以下，库存持续累积，已经超过了 20 年同期水平，处于一个绝对高位水平，当前的高库存对玻璃现货价格形成十分强的压制。

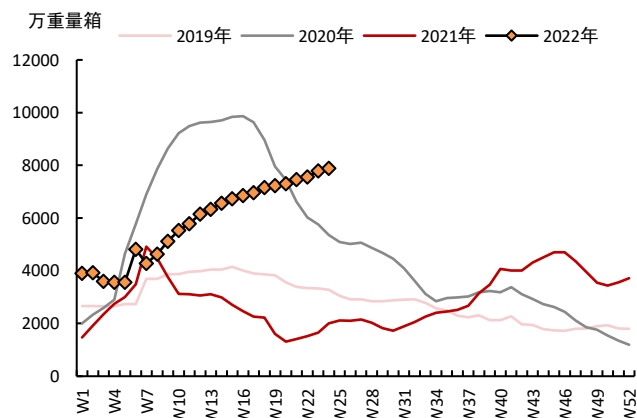
根据前文分析，当前供应端高位大概率继续维持，需求端的修复更偏向于逐月缓慢修复，因此短期内仍处于供过于求的状态。值得注意的是当前下游无论是深加工还是贸易商的库存都处于较低水平，当看到需求回补后可能触发贸易商和深加工的集中补库，对库存形成一波比较强的脉冲。整体来看，库存短期或仍高位运行，待地产销售回升传导到玻璃需求后，可能形成一小波快速去库，随后由于需求缓慢修复，去库速度放缓。

图表 16：浮法玻璃产销率（单位：%）



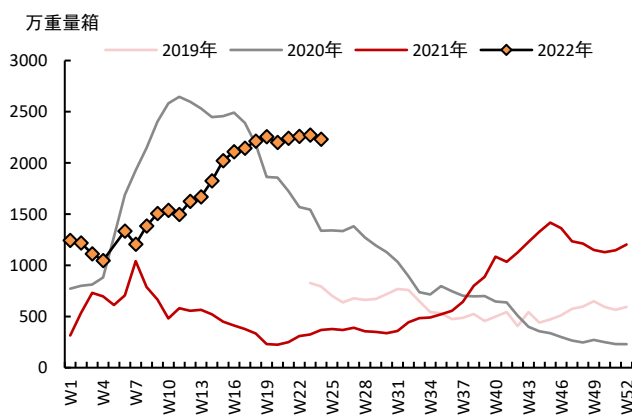
资料来源：Wind 隆众资讯 中信期货研究所

图表 17：全国重点企业库存（单位：万重量箱）



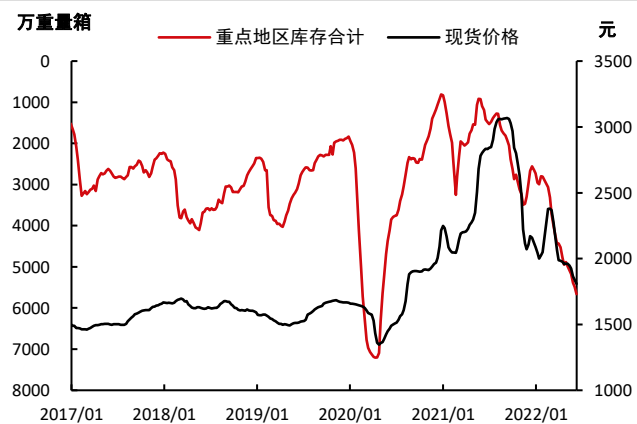
资料来源：Wind 隆众资讯 中信期货研究所

图表 18：华北地区库存（单位：万重量箱）



资料来源：Wind 隆众资讯 中信期货研究所

图表 19：库存对现货价格压制明显



资料来源：Wind 隆众资讯 中信期货研究所

（四）展望：需求有望回补，供应高位维持

从地产待竣工面积存量来看，玻璃需求并没有消失，只是由于地产企业资金问题，竣工和施工走弱，导致玻璃需求走弱。尽管当前地产销售环比有所改善，但全国整体是否企稳有待观察，且销售好转向需求好转的传导仍需要时间。房企资金问题短期仍然制约玻璃需求。但是随着疫情的好转，以及国家稳经济的政策和决心都十分充足，玻璃需求后续将会逐渐回补，但回补的速度可能不如 20 年那般迅速，本次回补可能更像缓慢的修复。

供应端我们认为短期内出现集中冷修的概率不大，更大可能是在年末淡季出现冷修。原因在于冷修成本高耗时长，资金和时间成本巨大。其次，当前市场对于后市并不是极度悲观，现在冷修可能错过后续旺季的需求回补，在没有更悲观的现实出现前，我们认为集中冷修的概率不大。

总的来说，当前玻璃价格仍然受到高库存、弱需求、高供应的基本面压制，并且短期来看基本面尽管已经处于修复过程中，但仍将维持一段时间的颓势。当前我们需要看到整体地产销售的企稳回升，玻璃现货价格止跌，库存出现拐点等指标，玻璃向上的空间才能打开，否则将继续延续低位震荡的状态。长期来看，地产销售后续环比修复，玻璃需求有望回补，但前期的累积的高库存和行业高供应的维持使得基本面矛盾不大，玻璃价格将回归正常水平。

二、纯碱：供需相对偏紧，价格驱动较好

（一）需求端：浮法刚需犹存，光伏预期向好

纯碱分为轻碱和重碱，轻碱下游主要为日用玻璃、洗涤剂、食品行业，重碱下游主要为浮法玻璃以及光伏玻璃。纯碱的分类标准为密度，轻碱密度为 $500-600 \text{ kg/m}^3$ ，呈白色结晶粉末状；重碱密度为 $1000-1200 \text{ kg/m}^3$ ，呈白色细小颗粒状。国内纯碱企业的重质化率一般在 40%-60%，纯碱生产企业可根据市场情况调节。青海纯碱企业的重质化率较高，可达 80%以上。也有少数联碱法企业的重质化率为零，即完全不生产重碱。

轻质纯碱下游较为分散为日用玻璃、洗涤剂、食品等，整体变动不明显。重碱下游为平板玻璃，包括浮法玻璃和压延玻璃，前者主要用于地产建筑，后者主要用于光伏行业。其中平板玻璃占纯碱整体需求的 52%，浮法玻璃占重碱需

求的 78%，压延玻璃占重碱需求的 19%。浮法玻璃由房地产行业决定，压延玻璃由光伏组件行业决定，而平板玻璃的需求将引导玻璃厂增产或减产，进而影响到纯碱需求。

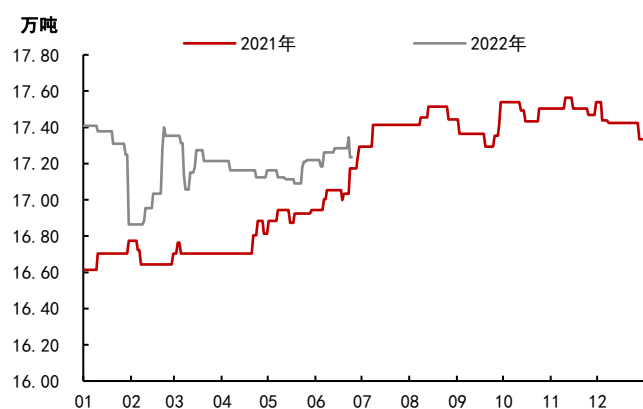
1. 光伏玻璃产线投产积极，浮法日熔高位维持

根据隆众资讯数据统计，目前光伏玻璃日熔量在 5.63 万吨左右，日耗纯碱 1.13 万吨。根据光伏玻璃的听证会信息，若拟投产光伏玻璃产线全部投产，光伏玻璃日熔量将高达 9.81 万吨。

对于光伏玻璃产线能否完全投产是非常难以预测的，从中性角度出发我们认为光伏玻璃日熔年末或能达 7 万吨。从政策面和行业基本面来看，光伏玻璃产线不会完全投产。政策面来看，尽管放开了压延玻璃产线的新建与投产，但是提出了建立产能风险预警机制，一旦发现产能过剩风险，政策端可能重新趋严。其次，玻璃行业属于高耗能行业，未来能耗双控政策是否会对光伏玻璃生产线产生新的约束也是不确定的。第二，从行业基本面来看，光伏玻璃较为同质化，其价格主要由供给和需求决定。当产能过剩，库存持续累积，而玻璃产线又不能随意启停的情况下，价格会下降，利润降低后，玻璃厂投产新产线的动力不足，产能投放延缓。而当供给过剩，利润下降到击穿小厂商成本的时候，玻璃产线的冷修机制会进一步减少光伏玻璃的产量。

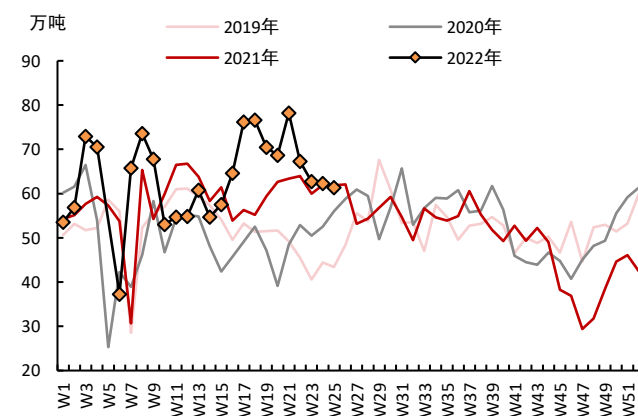
站在当前时点，纯碱的消费相对稳定，浮法玻璃日熔高位维持，对纯碱刚需稳定，光伏玻璃预期投产较多，对纯碱需求边际上行。目前看来，影响纯碱需求的最大变数是浮法玻璃产线是否会出现大规模冷修。我们在本篇文章玻璃供给中提到，浮法玻璃产线短期内集中冷修的概率不大，除非出现更悲观的现实情况。

图表 20：浮法玻璃日熔量



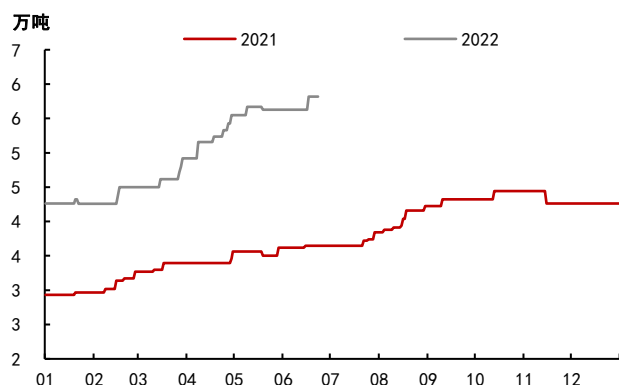
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 21：纯碱表观消费量（单位：万吨）



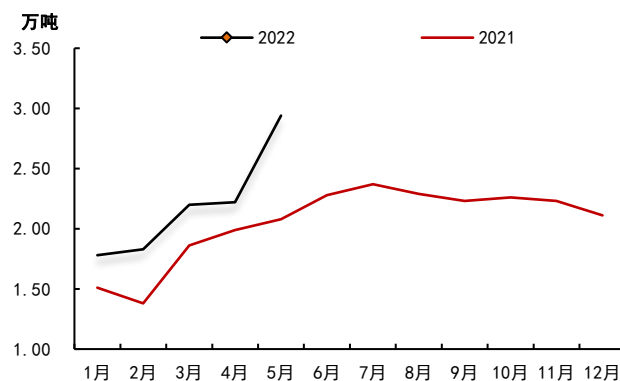
资料来源：Wind 隆众资讯 中信期货研究所

图表 22：光伏玻璃日熔量



资料来源：Wind 隆众资讯 中信期货研究所

图表 23：碳酸锂产量

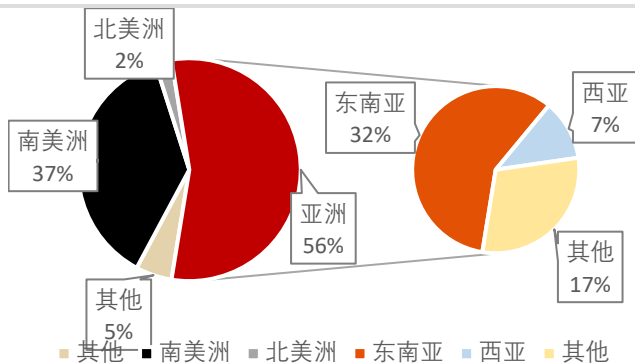


资料来源：Wind 隆众资讯 中信期货研究所

2. 海外能源价格走高，纯碱出口相对积极

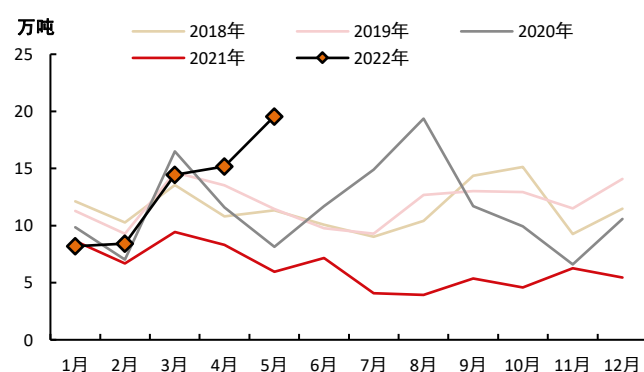
我国出口纯碱大多是轻碱，出口地区以亚洲为主，占国内出口比重为 56%，其中东南亚占比最高，约占国内出口比重的 32%。根据海关总署数据，国内纯碱出口总量在 2017-2021 年间分别为 152/138/144/138/75 万吨，其中 2021 年出口大幅下降主要原因在于国内供需紧张，价格高企，对比起来出口没有价格优势，加之出口海运费上升，企业出口意愿有所下降。

图表 24：纯碱 4 月出口结构



数据来源：中国海关总署 中信期货研究所

图表 25：纯碱出口季节性图



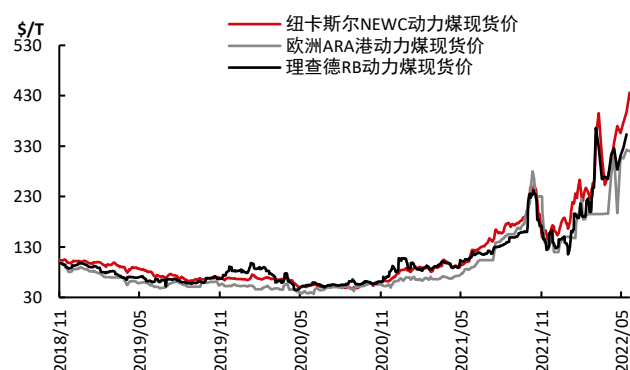
数据来源：中信期货研究所

今年纯碱出口积极的主要原因在于海外能源价格的大涨。一方面，氨碱法和联碱法的生产需要用到天然气和煤炭作燃料，而这两种能源的价格在今年都经历了较大幅度的上涨，纽卡斯尔 NEWC 动力煤现货价格 5 月 20 号报价 436 美元/吨，较年初 175 美元/吨，上涨 149%。欧洲和东北亚天然气在一季度也经历了较大的涨幅，欧洲天然气最大涨幅接近 200%，目前价格有所回落，较年初仅有 11% 的涨幅，东北亚天然气价格较年初下跌 28%。美国天然气较年初 3.76 USD/MMBTU，上涨了 133.24%。另一方面，海外燃料价格的高企推升了运费，美国和土耳其这两个纯碱出口大国，出口到亚洲的成本有所上升。正是这两个因

素，海外纯碱成本和运费均上升。根据印度最大纯碱生产商 GHCL 官网信息，其公司 5 月份轻质纯碱报价 40120 卢比/吨，重质纯碱报价 41300 卢比/吨，折合人民币大致在 3447 元/吨和 3557 元/吨，6 月份轻质纯碱报价 43660 卢比/吨，重质纯碱报价 44840 卢比/吨，折合人民币大致在 3743 元/吨和 3844 元/吨，报价逐月提升且高于目前国内华北地区主流价格 3050 元/吨和 3150 元/吨。

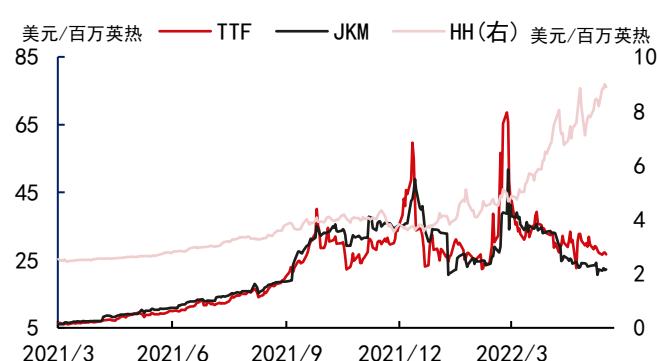
尽管国内纯碱价格逐渐提高，但受最大下游浮法不景气影响，价格提升有限，海内外价差 6 月继续扩大。另一方面海外能源价格存在很大的不确定性，我们对纯碱出口持中性的态度，但不排除今年出口超预期可能。

图表 26：主流海外动力煤价格



数据来源：wind 中信期货研究所

图表 27：海外天然气价格



数据来源：Bloomberg 中信期货研究所

图表 28：GHCL 6 月纯碱报价

	LIGHT SODA ASH				DENSE SODA ASH			
PARTICULARS	50KG HDPE/JUMBO BAGS				50KG HDPE/JUMBO BAGS			
	GUJARAT	ROI	IPP STATES	W.BEN/TN/ PONDY	GUJARAT	ROI	IPP STATES	W.BEN/TN/ PONDY
BASIC PRICE EX-WORKS	37,800	37,600	37,600	37,000	38,800	38,600	38,600	38,000
CGST@9%	3,402				3,492			
SGST@9%	3,402				3,492			
IGST@18%		6,768	6,768	6,660		6,948	6,948	6,840
SUB-TOTAL	44,604	44,368	44,368	43,660	45,784	45,548	45,548	44,840
NET OF GST	37,800	37,600	37,600	37,000	38,800	38,600	38,600	38,000

资料来源：GHCL 官网 中信期货研究所

总结来看，纯碱需求受以下三个方面影响，第一浮法玻璃日熔高位维持的态势不改，对纯碱的刚需延续。第二，光伏玻璃不断投产，对纯碱需求起到拉动作用。第三，出口驱动海内外价差存在，纯碱出口或超预期。整体下半年需求预计是随着光伏投产逐步向好，关注光伏玻璃投产进度。

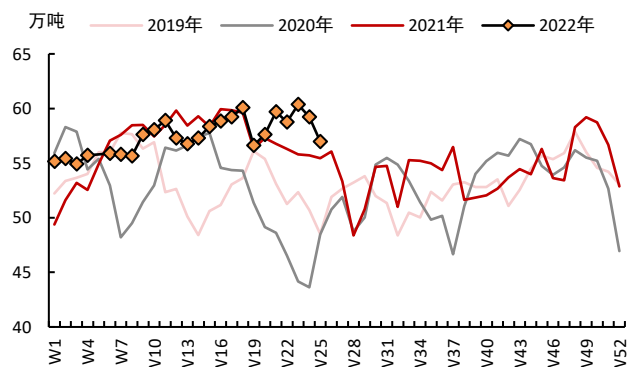
（二）供给端：行业利润驱动，开工居高不下

近期纯碱利润高位维持，受利润驱动，纯碱的开工较为积极，产量处于高位水平。在浮法玻璃没出现大量冷修前，叠加光伏的不断投产，纯碱高利润有望继续维持，产能相对稳定。今年连云港退出的 130 万吨产能，在高利润驱动的高开工下看起来并未对纯碱产量产生太大影响。产能增量集中于年底 12 月，**纯碱今年的实际总产能仍是下降的状态。**

进入 6 月份，纯碱厂家检修计划较多，根据隆众资讯，中盐昆山 80 万吨联碱法、湘渝盐化 80 万吨联碱法、徐州丰成 60 万吨联碱法、南方碱业 60 万吨氨碱法、华昌化工 60 万吨联碱法、中源一期 45 万吨天然碱法、江苏实联 100 万吨联碱法、金富源碱业 18 万吨联碱法、江西晶昊 60 万吨氨碱法在 6-7 月均有检修计划。

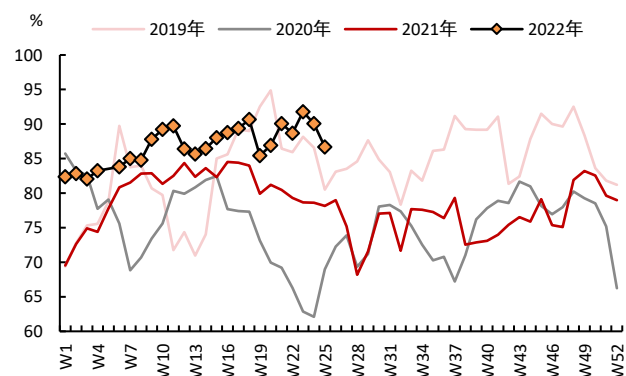
企业是受利润驱动的，在当前现货高利润的情况下，除了必要的检修，企业开工率将会持续维持在较高水平。下半年，部分企业在检修季有检修计划，整体产量将有所下滑，仍处于同期水平之上。从全年视角来看，我们认为纯碱产量较去年有所增长，但由于产能整体下滑，增长幅度有限。

图表 29：纯碱生产情况（单位：万吨）



资料来源：Wind 隆众资讯 中信期货研究所

图表 30：纯碱开工率（%）



资料来源：Wind 隆众资讯 中信期货研究所

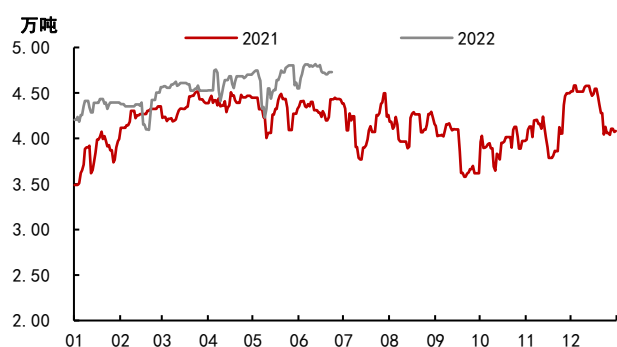
（三）库存端：出口积极光伏备货，库存去化明显

浮法玻璃高日熔始终维持，对于纯碱的刚需存在。光伏玻璃投产较为积极，且光伏玻璃投产前需提前备一定量的纯碱，因此对纯碱的短期需求会产生冲击。近期在玻璃厂刚需补库，和出口积极的共振下，轻碱重碱上半年均有较大去库。

今年以来库存的大幅去化确实是表观需求大于实际需求，这反映出大家对纯碱的供需预期较为一致，出现了囤货行为，下半年若需求端能如预期般增加，纯碱库存仍有进一步去化的可能。重碱今年产量峰值为 4.8 万吨每日，平均日产

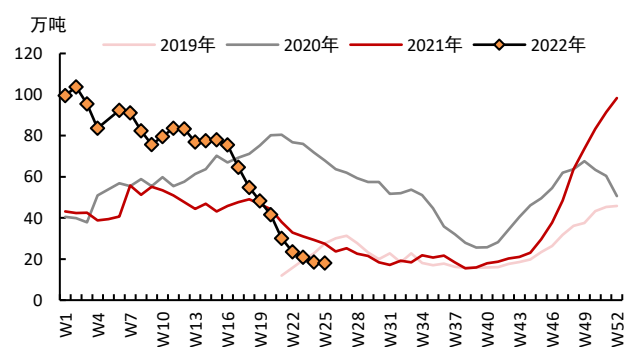
为 4.5 万吨，当前浮法日熔为 17.29 万吨，光伏日熔为 5.63 万吨，合计 22.92 万吨，日耗纯碱 4.58 万吨。若浮法端不做任何增量，光伏投产增加到 6.71 万吨时就会超过重碱日产的峰值。若以日均为标准，则当前光伏日熔加纯碱日熔量已经能完全消耗所生产的重碱。后续光伏玻璃投产不断增加，则重碱或进入供不应求的状态。尽管企业能进一步提升重碱产量，但在没看到轻碱需求过于弱势的情况下，只是拆东墙补西墙的行为，并不能持久。预计下半年短期库存维持低位运行，待社会库存消耗后企业库存仍有继续去化的可能。

图表 31：重碱产量（单位：万吨）



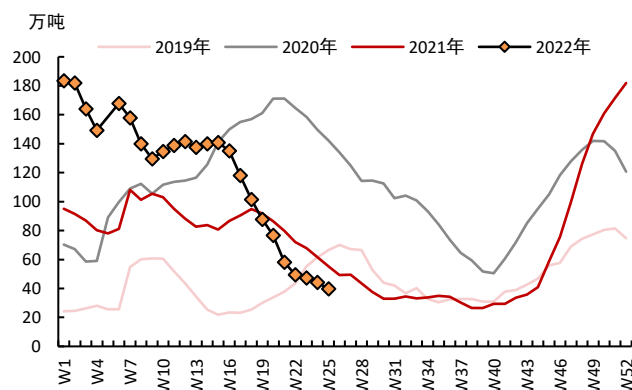
资料来源：Wind 隆众资讯 中信期货研究所

图表 32：重碱企业库存（单位：万吨）



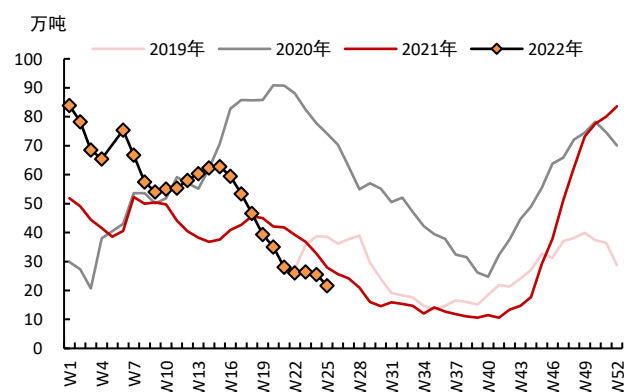
资料来源：Wind 隆众资讯 中信期货研究所

图表 33：纯碱企业库存（单位：万吨）



资料来源：Wind 隆众资讯 中信期货研究所

图表 34：轻碱企业库存（单位：万吨）



资料来源：Wind 隆众资讯 中信期货研究所

（四）展望：浮法日熔稳定，光伏预期向好

浮法玻璃作为纯碱消费的基石，浮法玻璃需求的好坏是决定纯碱供需的关键。我们认为在稳增长的大环境下，玻璃需求并没有消失，在政策不断出台支持下，浮法玻璃需求在后期有望修复，但短时间内我们并没有看到有恢复的迹象，但由于玻璃冷修的特性，我们认为短期集中冷修概率不大，年末淡季冷修预期加强。因此整体浮法日熔我们认为将相对稳定。光伏玻璃产线投产火热，纯碱的需求边际增加。

供应端方面今年在高利润的影响下，企业一直保持着高开工，因此可能存在一定的安全隐患，检修季即将到来，纯碱装置的检修是一个确定性事件，预计下半年前期产量下滑，后续开工率预计仍将维持在同期水平之上。

总的来说，下半年供应端总体波动有限，主要核心在于需求端。浮法短期集中大量冷修可能性不大，对纯碱刚需延续。光伏玻璃从中性角度预测，年末产能达 7 万吨，对纯碱需求边际拉动明显。出口方面，海内外价差持续，仍然看好今年出口能重回正常甚至超预期水平。下半年随着光伏的不断投产，预计纯碱供需持续收紧。盘面上短期仍然受到浮法不景气，以及整体宏观形势悲观的压制。中长期在供需逐步紧张的格局下，纯碱价格或仍将继续上行。

风险提示：浮法玻璃冷修超预期（上行风险）；疫情持续扰动（下行风险）

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>