

## 玻璃供需逐步修复，纯碱供需由紧向松

——2023 年年度策略报告

### 报告要点

2023 年玻璃供应逐步收缩，需求仍有一定韧性，总体供需格局或有所改善，但相较于前期累积的高库存而言改善力度有限，价格或维持低位震荡。纯碱供应投产高峰在下半年，上半年整体供需格局仍将延续紧平衡，下半年供需格局在天然碱投产后逐步走向宽松。

### 摘要：

#### 玻璃：需求仍有韧性，供应持续收缩

**需求端：**从地产新开工领先周期来看，2023 年需求仍有一定韧性，预计全年需求降幅仅为 2%，制约需求的主要因素仍旧是房企资金问题。但地产保竣工逐步推进，以及地产融资政策的放松下，地产开发资金有望增加。

**供给端：**从历史来看，玻璃供应收缩是条漫漫长途，尽管 2022 年的库存压力远胜往年，但行业仍有较多储备产线，因此预计 2023 年供应将出现收缩但降幅或小于预期。

**整体来看，**在需求仍有韧性，供应持续收缩的情况下，玻璃供需格局仍旧处于不断修复的状态。从节奏上来看，一季度供应收缩或最为剧烈，但在高库存的压制下价格难以走出低位震荡格局；三季度旺季需求回升叠加前期供应收缩，价格或迎来反弹。

#### 纯碱：供应大幅增加，供需由紧向松

**需求端：**浮法日熔下滑，但光伏仍有增量，总日熔的减少或十分有限，重碱需求或维持稳定。海外能源与运费价格回落，产能仍有增量，预计 2023 年出口有所回落。

**供给端：**2023 年上半年产能增量有限，下半年天然碱投产后，产能大幅增加。

**整体来看，**需求较为稳定，悲观假设下降幅同样有限。供应端 H1 增量较少，上半年整体纯碱供需仍是紧平衡，价格有一定支撑。下半年若天然碱顺利投产，则产量大幅增加，供需逐步走向宽松，价格或承压下行。

**风险提示：**地产资金超预期好转（上行风险）；疫情持续扰动（下行风险）

**重要提示：**本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669 号



### 建材研究团队

研究员：

俞尘浪  
021-61051109  
从业资格号 F03093484  
投资资格号 Z0017179

## 目 录

摘要： .....	1
一、玻璃： .....	4
（一）需求端：周期尾声，韧性犹存 .....	4
（二）供给端：以史为鉴，去产能之路漫漫 .....	6
（三）展望：需求仍有韧性，供应持续收缩 .....	8
二、纯碱： .....	8
（一）需求端：浮法长期下行，光伏增量有限 .....	8
（二）供给端：天然碱投产年，产能投放集中于下半年 .....	13
（三）展望：供应大幅增加，供需由紧向松 .....	14
免责声明 .....	15

## 图目录

图表 1:	地产大周期——新开工领先竣工 3 年 .....	4
图表 2:	新开工领先玻璃表需 28 个月左右 .....	4
图表 3:	30 大中城商品房成交面积 .....	5
图表 4:	同步指标：玻璃表需与 30 大中城成交面积 .....	5
图表 5:	30 大中城商品房成交面积与地产销售 .....	5
图表 6:	地产投资企稳仍待销售企稳 .....	5
图表 7:	玻璃 2022 年产线变化 .....	6
图表 8:	2015 玻璃产量 .....	7
图表 9:	2015 玻璃库存 .....	7
图表 10:	2015 玻璃煤炭利润 .....	7
图表 11:	2015 玻璃天然气利润 .....	7
图表 12:	玻璃平衡表预估 .....	8
图表 13:	光伏玻璃需求测算 .....	9
图表 14:	浮法玻璃日熔量 .....	10
图表 15:	光伏玻璃日熔量 .....	10
图表 16:	玻璃总日熔 .....	10
图表 17:	纯碱 2021 年出口导向 .....	11
图表 18:	纯碱 2020 年出口导向 .....	11
图表 19:	历年来出口格局分解 .....	11
图表 20:	韩国 2021 纯碱进口 .....	12
图表 21:	印尼 2021 纯碱进口 .....	12
图表 22:	越南 2020 纯碱进口 .....	12
图表 23:	菲律宾 2021 纯碱进口 .....	12
图表 24:	Genesis energy 三季报称 23 年增加 70 万吨产能 .....	13
图表 25:	2023 年纯碱产能投放计划 .....	13
图表 26:	纯碱供需平衡表——年度 .....	14
图表 27:	纯碱供需平衡表——月度 .....	14

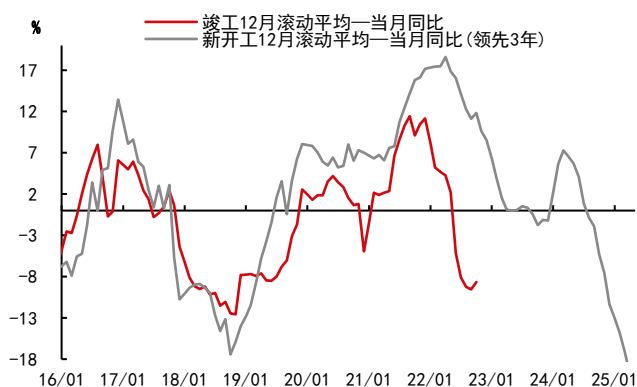
## 一、玻璃：需求仍有韧性，供应持续收缩

### （一）需求端：周期尾声，韧性犹存

从地产大周期来看，23 年将处于竣工周期的尾声，但由于 22 年受制于房企资金问题竣工提前走弱，部分需求平移至 23 年，预计 23 年竣工端商品需求仍将有一定韧性。从地产周期的角度来看，新开工领先竣工 3 年，本轮竣工面积由于房企受困于资金问题，提前大幅走弱，但地产仍存在大量已售待竣工面积。从预售资金监管的提取比例来看，房企完成玻璃所处的外立面安装阶段相较于主体封顶阶段而言并不能提取更多的资金，需要进一步完成到竣工才能提取剩余的资金。因此在高周转策略的驱动下，我们认为大部分待竣工面积的建设项目并未完成玻璃的安装；且自 2016 年房企推行高周转策略起，期房销售面积一直高于竣工面积，并且差值持续走扩，玻璃的真实需求仍有增长潜力。

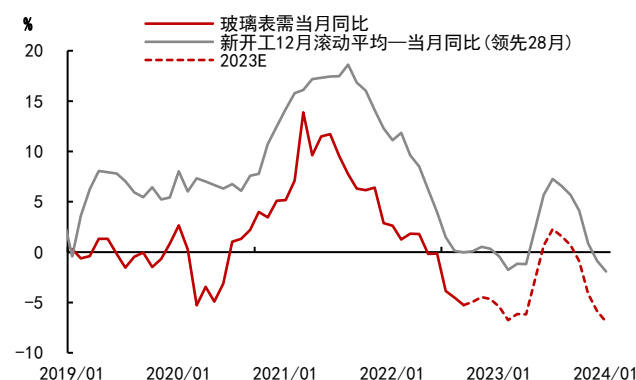
新开工领先玻璃表需 28 个月左右：尽管各地房建工程完成封顶使用玻璃以及竣工的时间节点各不相同，但总体上来看，新开工领先玻璃表需大致 28 个月。根据新开工指标判断，玻璃需求 23 年或下降 2.76%左右。

图表 1： 地产大周期——新开工领先竣工 3 年



数据来源：Wind 国家统计局 中信期货研究所

图表 2： 新开工领先玻璃表需 28 个月左右



数据来源：Wind 国家统计局 中信期货研究所

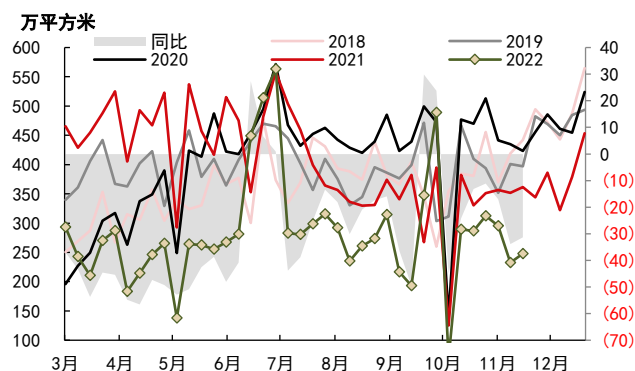
**房企资金紧张是制约当前玻璃需求的根本原因。**尽管存量竣工充足，但自去年以来，“三道红线”、“贷款集中度管理制度”等地产去杠杆措施趋严，地产企业债务危机集中爆发，直至今日大部分地产企业的现金流仍然十分紧张。从宏观层面观察，各项地产数据拿地、新开工、竣工等都出现大幅下滑；此外我们微观调研了解到，玻璃深加工企业回款较差，同样反映出房企资金持续紧张。

从统计局的数据来看，除了三季度商品房销售跌幅持续收窄带动销售回款当月回升外，其他的分项几乎没有改善，其中国内贷款的当月同比下跌超过 25%。综合上述提到的问题可以看出，虽然多项促进房企融资的政策陆续出台，但目前房企的融资情况仍然处于显著受阻的情况。

从当前的政策方针来看，楼市金融“十六条”旨在纠偏过度的信贷紧缩，房企融资难的问题或暂告一段落。中国人民银行、银保监会出台《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，明确提出要明确保持房地产融资平稳有序、积极做好“保交楼”金融服务、积极配合做好受困房地产企业风险处置、依法保障住房金融消费者合法权益、阶段性调整部分金融管理政策、加大住房租赁金融支持力度。

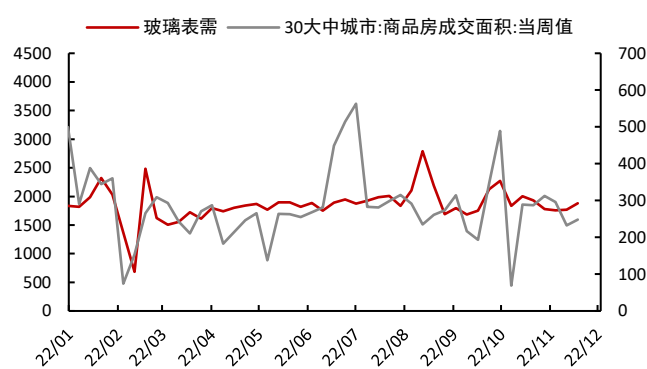
地产资金缓解仍需要靠地产销售企稳回升。当前地产修复仍需谨慎看待，原因如下：第一，目前居民部门受损的资产负债表、对房价上涨的信心不足以及对期房烂尾的担忧对地产销售仍旧产生着持续的阻力。第二，长期城镇化拐点以及人口老龄化，导致三四线城市刚需不足，在投机需求被压制、刚需弹性有限以及地产政策刺激力度不足的情况下，大量三四线城市销售难以见到明显的好转；第三，地产销售的好转向玻璃需求的回升传导仍需时间。因此 2023 年的整体需求仍旧是维持着弱修复的态势，跟踪指标可以关注 30 大中城成交面积。

图表 3： 30 大中城商品房成交面积



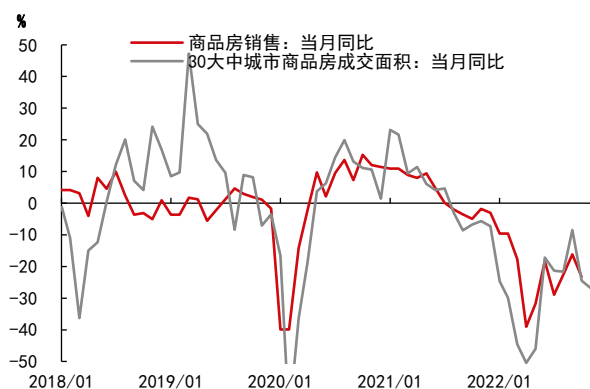
数据来源：Wind 国家统计局 中信期货研究所

图表 4： 同步指标：玻璃表需与 30 大中城成交面积



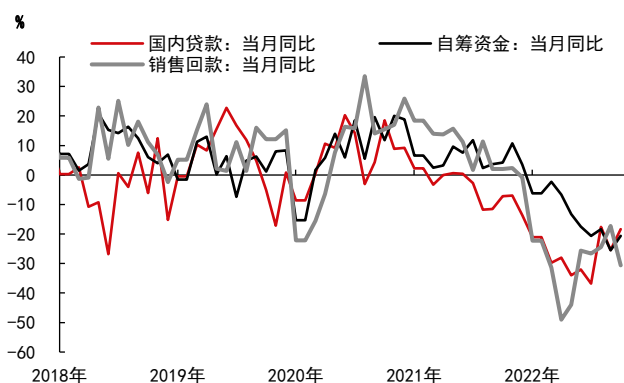
数据来源：Wind 国家统计局 中信期货研究所

图表 5： 30 大中城商品房成交面积与地产销售



数据来源：Wind 国家统计局 中信期货研究所

图表 6： 地产投资企稳仍待销售企稳



数据来源：Wind 国家统计局 中信期货研究所

## （二）供给端：以史为鉴，去产能之路漫漫

玻璃产量当前仍处于相对高位水平，但年底或有一定冷修，产能仍处于不断出清的过程当中。当前玻璃日熔 16.11 万吨，较年初 17.41 万吨已下降了 1.3 万吨左右。2022 年产能的出清大部分来自计划内冷修的产线，计划内冷修产线绝大部分是由于窑炉到达使用年限，需要冷修重建。少量的计划外冷修产线，多是因为资金问题，导致无法承受持续的亏损。并且 2022 年仍存在许多具备复产点火能力的产线，但受限于当前玻璃利润亏损而持续观望的生产线。因此 2023 年去产能的主导主要是大周期的产能退出，而由于亏损导致不得不冷修的产线较少，且仍有一定的储备产线。

图表 7： 玻璃 2022 年产线变化

2022年产线变化											
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	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	湖北明弘二	湖北	1000	8.22
湖北三峡三线	湖北	700	1.19	湖北明弘一线	湖北	700	1.20	林树红装饰材料一线	广东	170	8.28
重庆市凯源玻璃	重庆	300	4.29	东台中玻二线	江苏	600	1.28	青海耀华特种	青海	600	8.30
湖北亿钧耀能新材	湖北	900	4.29	威海中玻二线	山东	450	2.23	富明玻璃一线	广东	650	9.1
广东英德鸿泰二线	广东	900	5.8	河源旗滨一线	广东	800	3.8	英德鸿泰一线	广东	600	9.6
信义玻璃海南三线	海南	600	5.28	海南信义二线	海南	600	3.20	滕州金晶二线	山东	600	9.7
金晶科技博山三线	山东	600	5.29	青岛台玻	山东	500	4.6	信义天津二线	天津	600	9.15
湖北明弘一线	湖北	700	6.18	东台中玻一线	江苏	600	6.23	南和县县长红玻璃一线	河北	600	9.18
信义海南四线	海南	600	6.30	芜湖信义一线	安徽	500	6.23	台玻天津一线	天津	600	9.23
河源旗滨一线	广东	800	7.29	本溪玉晶二线	辽宁	800	7.6	英德八达	广东	600	9.25
信义江门三线	广东	950	7.29	湖北三峡二线	湖北	600	7.12	本溪玉晶一线	辽宁	800	10.15
台玻青岛	山东	500	8.27	华南台玻二线	广东	900	7.13	洛阳玻璃浮法二线	河南	600	10.17
合计	12	8350	*	中建材佳星	黑龙江	600	7.23	巨源微晶板	湖南	500	10.24
新建生产线	地址	日熔量：吨	时间	江西宏宇新能源	江西	700	7.25	三水西城玻璃	广东	350	10.25
湖南雁翔湘实业浮法一线	湖南	1000	6.18	信义江门二线	广东	900	7.28	广东玉峰玻璃一线	广东	700	10.30
本溪玉晶二线	辽宁	1300	11.1	漳州旗滨六线	福建	800	7.31	信义江门一线	广东	600	10.31
合计	1	1000	*	凯荣玻璃	贵州	500	8.22	毕节明均一线	贵州	600	11.3
								玉晶玻璃石家庄一线	河北	600	11.19
								合计	27	21620	*

数据来源：隆众资讯 中信期货研究所

从历史角度看，玻璃生产企业在 2015 年曾经历全年亏损的时期：当时市场主流的以煤炭为燃料的玻璃亏损在 200 元左右，而以天然气为燃料的玻璃亏损在 500 元左右，且全年基本都处于亏损状态中。然而在这种形势下，玻璃行业的产能出清之路仍旧进行得较为缓慢。2015 年增加冷修生产线 43 条，日熔减少 24390 吨；复产生产线 18 条，日熔增加 10150 吨；新建点火生产线 10 条，日熔增加 7100 吨；全年总计日熔下降 7140 吨。统计局口径全年玻璃产量较 2014 年仅同比下降 5.39%。对比 2022 年来看，玻璃行业 5 月份开始进入亏损状态，当前仅亏损了半年左右，因此整体的冷修其实是周期驱动的，日熔下降 1.3 万吨后，整体产量其实仍处于同期正常乃至偏高水平，因此整体产量去化的空间还是存在的。

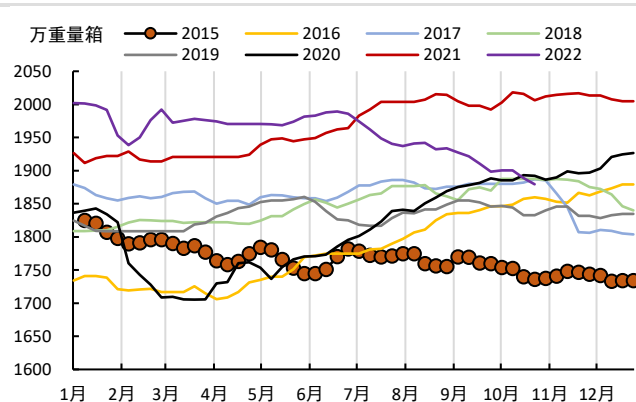
但历史只能作为参照，2023 年实际情况与历史大为不同，其中最大的变量便是当前的高库存。2023 年农历春节之前，玻璃行业势必面临前所未有的大库存，而为了应对春节下游放假导致库存仍然不断累积，玻璃厂势必要进行甩货。但当前在地产没有特别强烈的预期下，下游囤货的意愿有所下滑，玻璃厂销售难度加大，整体年底的价格将承受更大的压力。在这种情况下，部分厂家若不



能在春节前消化部分库存，则亏损的压力以及现金流的压力将会迫使一部分小玻璃厂家被动放水冷修。

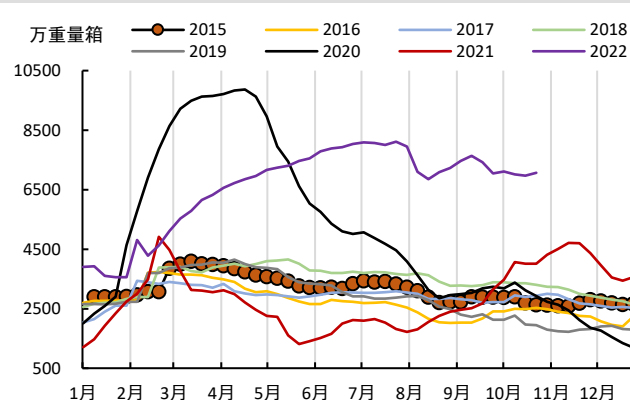
综上所述，我们认为 23 年玻璃产量大概同比下 6% 左右，产能去化的节奏上我们认为一季度由于高库存的压力，会先经历一波较大的冷修，而复产及新建产线会放缓。而自二季度开始后，地产修复预期或逐步回升，冷修开始放缓逐步会有储备产线点火。三季度旺季我们认为需求同比会出现一定的修复，整体产量可能会面临一定的反弹。四季度淡季后由于需求再度走弱，以及地产大周期走弱，整体产能去化或面临一定加速。

图表 8： 2015 玻璃产量



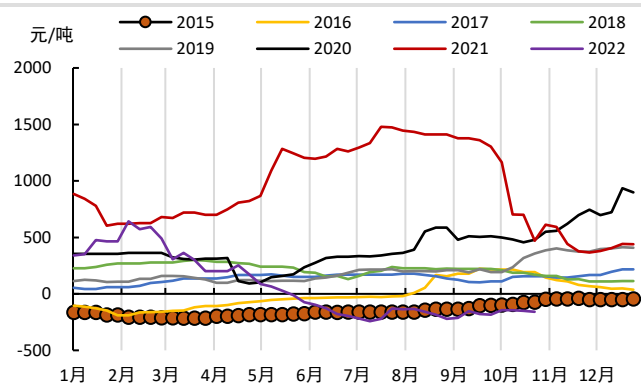
数据来源：隆众资讯 中信期货研究所

图表 9： 2015 玻璃库存



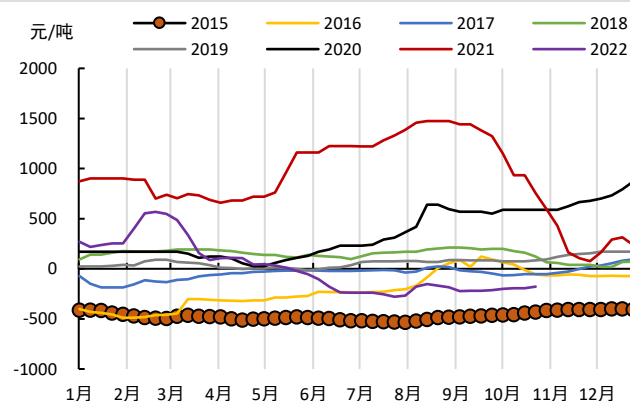
数据来源：隆众资讯 中信期货研究所

图表 10： 2015 玻璃煤炭利润



数据来源：隆众资讯 中信期货研究所

图表 11： 2015 玻璃天然气利润



数据来源：隆众资讯 中信期货研究所

### （三）展望：需求仍有韧性，供应持续收缩

需求端从地产大周期来看，2023 年将处于竣工周期的尾声，但由于 22 年受制于房企资金问题竣工提前走弱，部分需求平移至 2023 年，预计 2023 年竣工端商品需求仍将有一定韧性。根据新开工指标推算，玻璃需求 2023 年大致下降 2.76%左右。

供应端从历史角度来看我们认为 2023 年玻璃产量大概同比下 6%左右，产能去化的节奏上一季度由于高库存的压力，会先经历一波较大量的冷修，而复产以及新建产线会放缓。而在二季度开始后，地产修复预期或逐步回升，冷修开始放缓逐步开始有储备产线点火。三季度旺季我们认为需求同比会出现一定的修复，整体产能可能会面临一定的反弹。四季度淡季后由于需求再度走弱，以及地产大周期走弱，整体产能去化或面临一定加速。

图表 12：玻璃平衡表预估

时间	产能利用率：%	有效总产能：万吨	产量：万吨	总消费：万吨	供需盈余：万吨	供需盈余：万重量箱
2020年	80	5875	4729	4765	-37	-734
2021年	87	5867	5118	5007	111	2227
2022E	85	5981	5086	5024	63	1255
2023E	82	5817	4781	4885	-104	-2076

数据来源：中信期货研究所

整体来看，在需求仍有韧性，供应持续收缩的情况下，玻璃供需格局仍旧处于不断修复的状态，从节奏上来看，一季度供应收缩或最为剧烈但在高库存的压制下价格仍旧低位震荡，三季度旺季需求回升叠加前期供应收缩，价格或迎来反弹。

**风险提示：产线超预期冷修（上行风险）；地产需求大幅下滑（下行风险）**

## 二、纯碱：供应大幅增加，供需由紧向松

### （一）需求端：浮法长期下行，光伏仍有增量

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。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。

轻质纯碱下游较为分散，主要为日用玻璃、洗涤剂、食品等，整体结构变动不明显。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，而平板玻璃的价格以及利润将引导玻璃厂增产或减产，进而影响到纯碱需求。

### 1. 浮法日熔长期下行，光伏投产不确定性较强，但仍有增量

根据隆众资讯数据统计，目前光伏玻璃日熔量在 7.17 万吨左右，日耗纯碱 1.43 万吨。根据光伏玻璃听证会的投产计划，若完全按照计划去投产，则光伏玻璃 23 年将严重过剩。因此我们从需求出发给出一个保守的增量。

对于光伏玻璃产线能否完全投产是非常难以预测的，从需求角度反推我们认为光伏玻璃日熔年末或至少能达 8.09 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限制，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形成新的约束也存在不确定性。第三，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，考虑到玻璃产线不能轻易启停的情况，价格会倾向于下降；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。因此我们保守估计，2023 年需求所需日熔大致就是光伏玻璃投产日熔，根据 23 年新增装机量 301GW 估计，光伏玻璃日熔需达 8.09 万吨。

图表 13：光伏玻璃需求测算

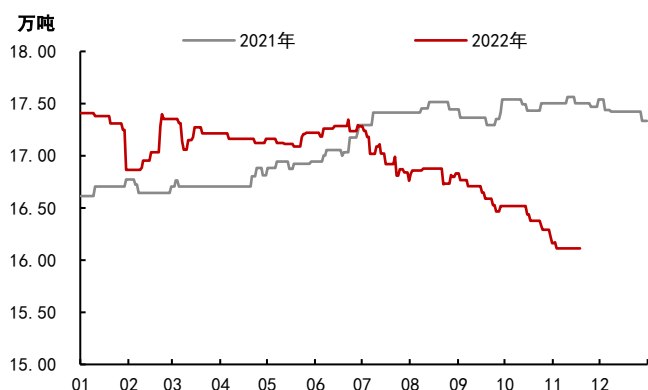
乐观预期	单位	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
全球新增光伏需求	GW	130	183	271	301	343	396
容配比	1:	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
实际需求	GW	156	219.6	325.2	361.2	411.6	475.2
组件尺寸占比	166mm及以下	60%	57%	30%	16%	5%	0%
	182mm	30%	25%	38%	41%	37%	30%
	210mm	10%	18%	32%	43%	58%	70%
双玻渗透率	%	30.0%	37.4%	45.0%	50.0%	55.0%	60.0%
双玻装机量	GW	46.8	68.442	121.95	150.5	188.65	237.6
双玻（2mm）占有率	%	30.0%	50.0%	55.0%	60.0%	65.0%	70.0%
双玻（2.5mm）对应原片需求	万吨	227.22	237.24	378.82	414.63	453.97	489.69
双玻（2mm）对应原片需求	万吨	78.06	190.17	370.91	498.09	675.04	914.76
双玻对应原片需求	万吨	305.29	427.41	749.73	912.73	1129.01	1404.45
单玻装机量	GW	109.20	114.56	149.05	150.50	154.35	158.40
单玻对应原片需求	万吨	559.21	715.12	925.78	932.42	954.49	978.80
合计原片需求	万吨	864.50	1142.53	1675.51	1845.15	2083.49	2383.25
对应日熔量	万吨	3.79	5.01	7.35	8.09	9.14	10.45

数据来源：CPA, GlobalMarketOutlook (GMO) 中信期货研究所

浮法端在本文玻璃部分已经做了详细的说明，我们认为浮法玻璃 2023 年产量下降 6% 左右，粗略估算预计日熔下降 6%，总日熔由 16 万吨下降到 15 万吨。因此玻璃总日熔预计将在 23 万吨左右，和 2022 年总日熔相差无几。光伏增量能较好的对冲浮法的减量，因此重碱需求预计保持稳定。后续需持续跟踪光伏玻

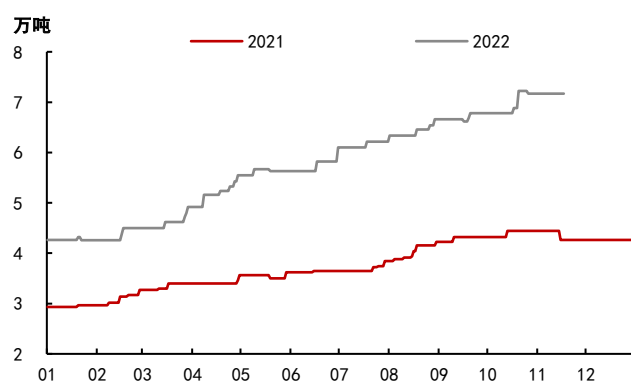
璃以及浮法玻璃日熔进行及时校正。

图表 14：浮法玻璃日熔量



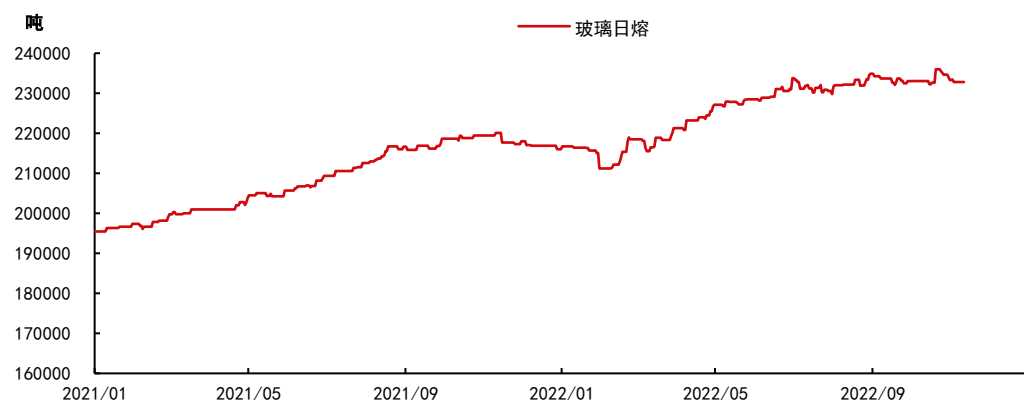
数据来源：隆众资讯 中信期货研究所

图表 15：光伏玻璃日熔量



数据来源：隆众资讯 中信期货研究所

图表 16：玻璃总日熔



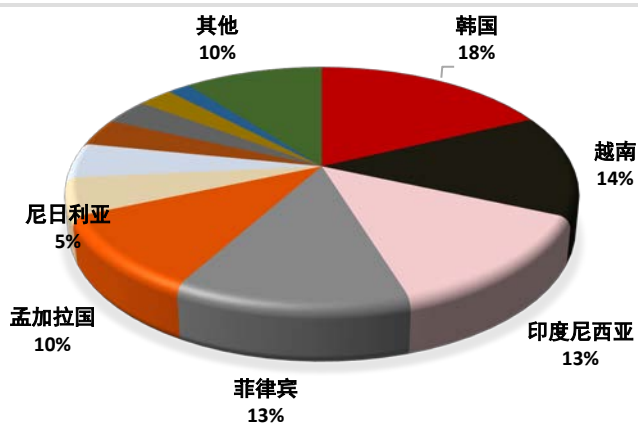
数据来源：隆众资讯 中信期货研究所

## 2. 海外能源价格回落，产能增加大于需求

2022 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 2022 年都经历了较大幅度的上涨；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。

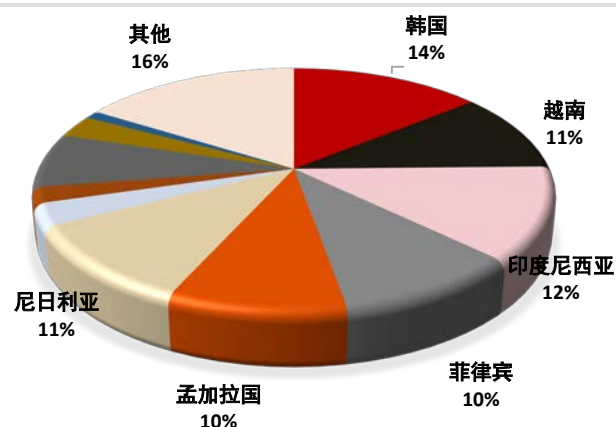
我国出口地区以亚洲为主，主要竞争对手为美国天然碱。以 2021 年来看出口导向来看，韩国占比 18%，越南占比 14%，印度尼西亚占比 13%，菲律宾占比 13%，孟加拉国占比 10%，前五合计占比 68%。而这些国家的主要进口国则以美国、中国为主，其中美国占据主要的主导地位。

图表 17：纯碱 2021 年出口国分布



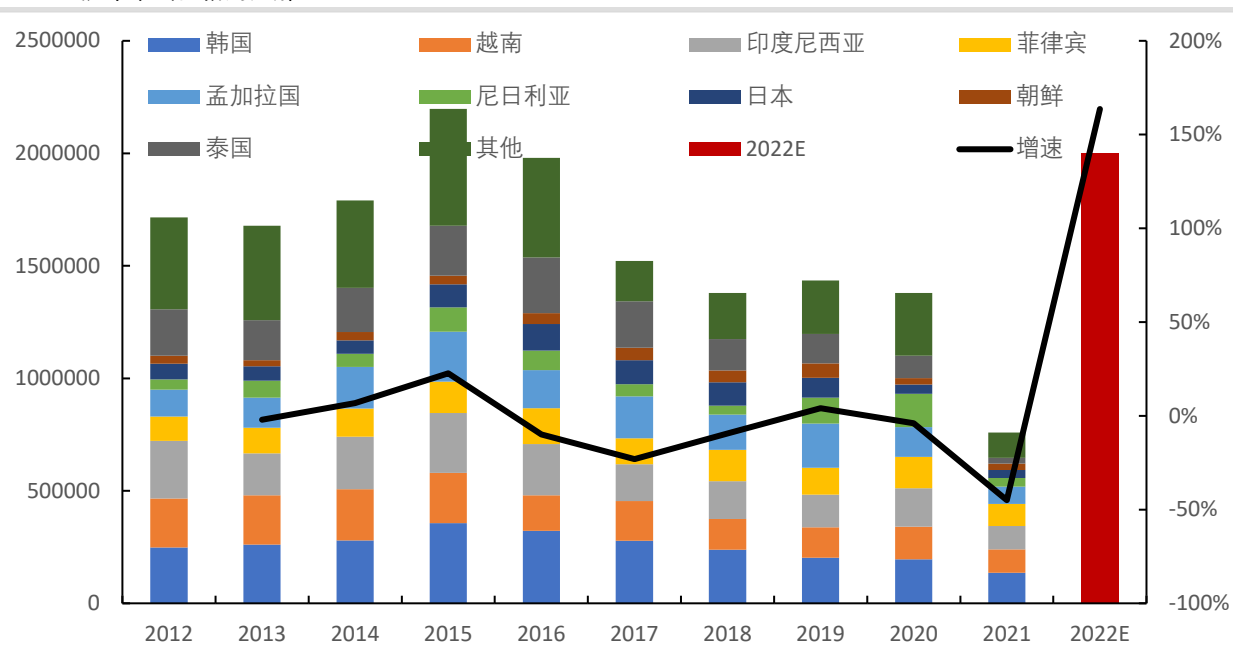
数据来源：ITC 中信期货研究所

图表 18：纯碱 2020 年出口国分布



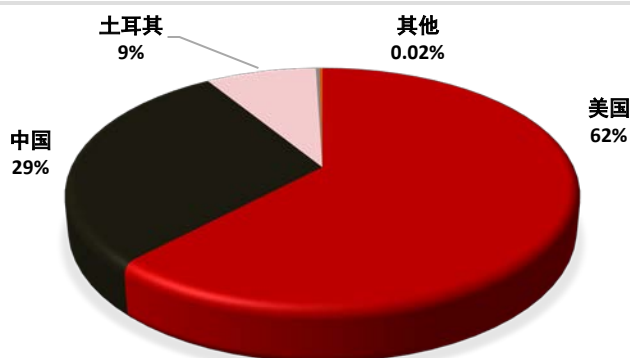
数据来源：ITC 中信期货研究所

图表 19：历年来出口格局分解



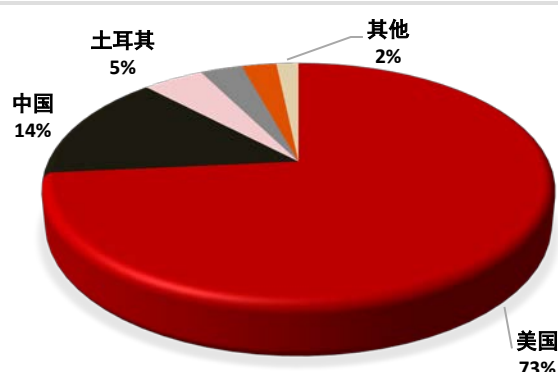
数据来源：ITC 中信期货研究所

图表 20：韩国 2021 纯碱进口国分布



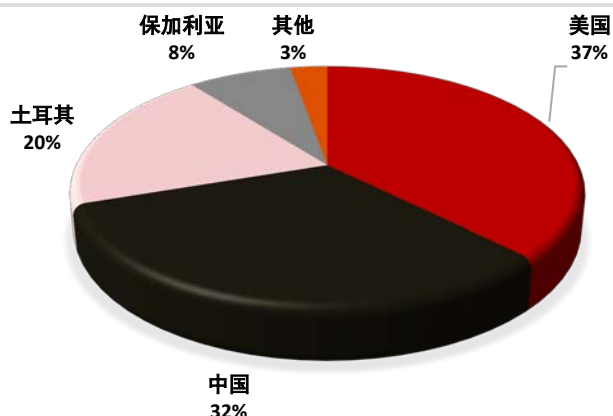
数据来源：ITC 中信期货研究所

图表 21：印尼 2021 纯碱进口国分布



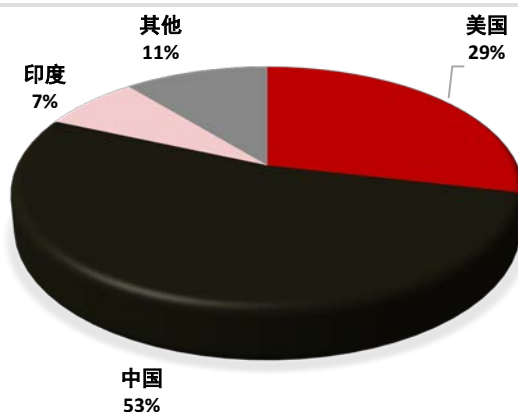
数据来源：ITC 中信期货研究所

图表 22：越南 2020 纯碱进口国分布



数据来源：ITC 中信期货研究所

图表 23：菲律宾 2021 纯碱进口国分布



数据来源：ITC 中信期货研究所

从影响 2022 年出口的两个因素来分析，2023 年纯碱出口或面临一定下滑，预计 2023 年出口部分收缩至 140 万吨左右。一方面，海外能源价格回落趋势较为明显，预计 2023 年能源价格较 2022 年有较大回落。能源价格回落，当地纯碱产业或再度发展产能扩张，此外，由于运费价格下滑出口竞争格局也将加剧。另一方面，2022 年出口增加同样得益于美国天然碱装置出现一定问题，导致对外出口下降。这两项因素或导致纯碱 2023 年出口下滑。

Genesis energy 预测除中国外世界其他区域的纯碱需求将以每年 100 万吨以上增长，且 23 年一季度将新增 75 万吨产能。除此之外仍有沙特 30 万吨、巴基斯坦 13 万吨、印度 33.5 万吨，总计新增 151.5 万吨的产能。因此除中国外整体需求增量也是不及产能增加的，预计 23 年出口竞争进一步加剧。

图表 24：Genesis energy 三季报称 23 年增加 70 万吨产能

As we look ahead to 2023 and what risks might be on the horizon, we remain confident our market leading businesses are well positioned to navigate any reasonably expected policy induced recession or potential economic slowdown. We have a tremendous amount of momentum supporting volume growth and increasing financial results out of the Gulf of Mexico, none of which should be impacted by an economic slowdown or a near-term reduction in oil prices. The current structural tightness

1

in the soda ash market combined with the rapidly increasing demand for soda ash as a fundamental building block for the transition to a lower carbon world will, in our opinion, to continue to provide support for soda ash prices, even if all or parts of the world see a slowdown in economic activity. It appears to us that this structurally tight market will persist over the course of 2023 during which time we expect to be increasing our ability to produce and sell soda ash by some 700,000 tons with the full 1.2 to 1.3 million tons annually from our Granger facility available in 2024. Our remaining business segments remain steady, and we believe each will continue to benefit from their respective market dynamics over the next year. Accordingly, we continue to anticipate generating Adjusted EBITDA<sup>(1)</sup> next year in the mid \$700 million range and exit 2023 with a leverage ratio, as calculated by our senior secured lenders, below 4.0 times. With this anticipated financial performance and clear line of sight to increasing free cash flow in the years ahead, we believe we have all the flexibility we need, and in fact have multiple options, to address any near-term maturities in our capital structure under virtually any operating, financial, or economic environment.

数据来源：Genesis energy 三季度报告 中信期货研究所

## （二）供给端：天然碱投产年，产能投放集中于下半年

2023 年将是投产大年，其中远兴能源阿拉善天然碱投产更是重中之重：该项目一期将投产 500 万吨，预计将于 2023 年 6 月 1 日开始陆续试车投产，2023 年内全线实现满产。除天然碱外，联碱法也有 170 万吨产能释放，其中 100 万吨集中于 23 年一季度，70 万吨将于 23 年 9 月后投产。全年预计产能增长 670 万吨，根据投产时间预计，全年产量预计为 3256 万吨，较 2022 年预估 2917 万吨产量增加 339 万吨。

图表 25：2023 年纯碱产能投放计划

企业	新增（减）产能	工艺	预计投产时间
江苏德邦	60	联碱法	2023 一季度
安徽红四方	20	联碱法	2023 一季度
湘渝盐化	20	联碱法	2023 一季度
远兴能源	500	天然碱法	2023 年 6 月
金山	70	联碱法	2023 年 9 月

数据来源：隆众资讯 中信期货研究所

### （三）展望：供应大幅增加，供需由紧向松

浮法日熔短期下滑量或有限，长期来看下滑趋势明显。计划外冷修也逐步显现，但在地产预期好转的情况下，浮法产能去化长路漫漫。光伏方面即使是在最保守的预期下，用需求去估计投产，2023 年日熔仍将达 8.09 万吨，预计 2023 年光伏玻璃投产能较好的冲抵浮法玻璃的减量，因此重碱端的需求较为稳定。

轻碱端需求每年变动不大，20/21 年轻碱表需分别为 1337/1339 万吨，预计 22/23 年轻碱表需在 1350/1376 万吨左右，整体变动不大。

出口方面，随着能源的回落以及海外产能的增加，23 年出口或面临一定的下滑，预计全年出口回落至 140 万吨左右。

供应方面远兴天然碱一期将在 6 月投产 500 万吨。除天然碱外，联碱法也有 170 万吨产能释放，其中 100 万吨集中于 23 年一季度，70 万吨将于 23 年 9 月后投产。全年预计产能增长 670 万吨，根据投产时间预计，全年产量预计为 3256 万吨，较 2022 年预估 2917 万吨产量增加 339 万吨。

图表 26：纯碱供需平衡表——年度

时间	产能	产量	产能利用率	重碱	轻碱	纯碱消费量	浮法玻璃消耗纯碱	光伏玻璃消耗纯碱	碳酸锂产量	碳酸锂消耗纯碱	出口	进口	重碱消费	轻碱消费	供需盈余
单位	万吨	万吨	%	万吨	万吨	万吨	万吨	万吨	万吨	万吨	万吨	万吨	万吨	万吨	万吨
2020年	3215	2695	84	1321	1374	2675	1169	168	9	17	138	36	1337	1338	56
2021年	3215	2913	91	1521	1370	2864	1250	274	25	49	76	24	1524	1340	73
2022年E	3095	2917	94	1582	1335	3091	1230	431	31	62	200	12	1741	1350	-162
2023年E	3765	3256	86	1886	1370	3093	1097	564	62	124	141	6	1717	1376	169

数据来源：中信期货研究所

图表 27：纯碱供需平衡表——月度

	纯碱产量	同比	重碱产量	同比	进口	浮法玻璃日熔	浮法玻璃需求	同比	光伏日熔	光伏需求	同比	碳酸锂需求	重碱需求	同比	出口	重碱供需盈余	轻碱产量	同比	轻碱需求	同比	轻碱供需盈余	纯碱整体供需
1月	230	-6%	124	-8%	0.5	15	95	-11%	7	46	73%	7	145	5%	8	-20	106	-4%	99	-18%	7	-13
2月	250	12%	135	11%	0.5	15	84	-12%	7	41	70%	8	129	4%	8	7	115	12%	123	29%	-8	-1
1月	255	0%	138	-3%	0.5	15	93	-13%	7	46	61%	9	143	1%	10	-5	117	3%	112	1%	6	1
4月	263	5%	142	2%	0.5	15	90	-13%	8	46	47%	10	140	1%	10	3	121	8%	123	3%	-2	1
1月	263	4%	142	7%	0.5	15	93	-13%	8	47	35%	11	146	-2%	15	-4	121	1%	143	1%	-22	-26
6月	263	5%	142	1%	0.5	15	90	-13%	8	46	33%	12	142	-3%	15	1	121	12%	120	3%	1	1
7月	272	18%	147	14%	0.5	15	93	-12%	8	48	27%	12	147	-3%	15	0	125	24%	128	1%	-3	-3
8月	272	27%	147	26%	0.5	15	93	-11%	8	48	21%	12	147	-3%	15	0	125	28%	105	3%	20	20
9月	282	23%	152	25%	0.5	15	90	-10%	8	47	16%	12	143	-4%	15	10	130	20%	118	3%	11	21
10月	302	16%	163	22%	0.5	15	93	-9%	8	50	16%	12	147	-4%	10	17	139	10%	125	-1%	14	31
11月	302	19%	163	19%	0.5	15	90	-7%	8	49	11%	12	143	-4%	10	21	139	19%	80	2%	59	80
12月	302	21%	163	21%	0.5	15	93	-6%	8	50	9%	12	147	-3%	10	17	139	21%	100	1%	39	55

数据来源：中信期货研究所

综上所述，2023 年纯碱将面临一定程度的过剩，整体过剩量约在 169 万吨左右。从节奏上来看的话，在天然碱未投产之前，整体供需仍然是紧平衡状态，但在天然碱逐步投产后，行业整体供需格局逐步走向过剩。

风险提示：光伏投产超预期（上行风险）；浮法超预期冷修（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>