



## 摘要

### 玻璃：弹性在需求侧 预期与现实分化

需求端：研究重点将围绕地产数据展开，讨论玻璃表需和新开工、竣工数据和地产销售数据之间的内在关系。从地产新开工-竣工和销售领先指标来看，2024 年玻璃需求将跟随下行，预计全年降幅 2%。制约需求的直接因素是房企资金问题，解决地产行业的流动性风险仍是重中之重。房价企稳和居民收入预期改善是促进刚需释放的必要条件。对于 2024 年的需求预期，市场仍存在明显的政策分歧，无论是后续的保交楼还是老旧小区改造，都需要强力的政策支持。

供给端：玻璃供给刚性，产能随利润收缩而缩减，但存在一定时间的滞后。中性预期下，明年日产或维持在 17 万吨的高位；悲观预期下，日熔年底回到 16.6 万吨。潜在检修产能和点火产线均存在不确定性，一切还需要看需求和利润走向。我们倾向于明年随着需求收缩和库存上移，利润会有所收窄。从历史上看，玻璃供应收缩是条漫漫长路，预计到 2024 年底供应将出现收缩但降幅或小于预期。

整体来看，明年供需格局不如今年，供给高位且刚性，需求存在下行风险。2024 年玻璃行情主要由需求驱动。需求预期受到宏观政策影响，将继续在现实和预期之间拉扯。我们推算明年需求整体向下，前半段受竣工韧性支撑，后半段下行压力加大。玻璃价格受到库存和利润影响，全年运行中枢或下移。盘面跟随宏观预期做小级别波动，随现实需求做大级别的分化，在预期证伪阶段倾向于围绕成本线震荡，策略上捕捉阶段性纠偏机会。

### 纯碱：弹性在供给侧 关注节奏变化

供给端：2023 年上半年产能增量有限，下半年在产产能缓慢增加，但 23 年供应端的故事让我们看到头部企业的装置变动对市场扰动巨大。2024 年，新增产能仍然较大，上半年有远兴一期 4 线、连云港碱业、连云港德邦共 270 万吨待释放，放远了看 24-25 年还有远兴二期项目 280 万吨待投产。潜在风险不容忽视，有新产能投放不畅、检修季

损失量意外提升、青海产能环保问题难以根治，甚至造成部分产能退出等等。

需求端：23 年浮法玻璃日熔小幅上升，光伏玻璃仍然贡献了大部分增量。2024 年浮法的刚需我们预计上半年净产能或延续上涨趋势，对纯碱消费量高位支撑。光伏行业产能过剩情况持续，明年点火速度会受到抑制。重碱需求整体或维稳，总日熔量的变化对纯碱影响在上半年不会显现。此外今年净出口数量同比减半，预计 24 年出口会有所回升。

整体来看，今年产能扩张高峰在年底，产量都将在 2024 年兑现。2023 年纯碱供需紧平衡，价格得到支撑，预期差推高盘面波动率。2024 年，新产能产出走向稳定，供应放量是大概率事件，产量会上一个台阶，供需逐步走向宽松，价格或承压下行。大的基本面决定了纯碱的价格中枢大概率逐级下移，但是预期差会决定波动的节奏，所以需要密切关注基本面的边际变化。

## 一、玻璃

### 1. 行情回顾

2023 年的玻璃行情从低谷走出，受益于 22 年下半年的产能缩减，叠加终端需求修复，造成了阶段性供需错配，给今年玻璃高位震荡创造了条件。一季度后，市场随地产销售和预期快速拉升，而后又跟随地产销售回落。经济复苏预期阶段性起落，三四季度市场情绪跟随政策预期反复，市场在交易现实和交易预期中来回切换。今年现货价格在一季度拉升后维持在 1800-2200 区间震荡，期货盘面主力合约主要运行区间在 1500-1900 之间。

可以说今年玻璃行情主要需求主导，需求又由宏观预期主导。全年交易逻辑的演变如下：交易现实（季节性回暖）--交易需求和成本坍塌--交易预期--预期证伪交易现实（短端产销）--再交易预期。基本面来看，供需均偏强，供需矛盾不大，阶段性拉升主要围绕政策预期博弈，因此我们看到行情不断反复。每一次拉升都包含了更多对更高级别的政策的憧憬。玻璃需求修复的核心在地产资金问题上，资金问题的缓解依靠政策支持和自身销售回暖。但销售修复依靠居民收入预期和房价上涨预期，归根结底还是政策导向。

图 1：浮法玻璃价格和 FG 基差



数据来源：Wind 钢联数据

图 2： 玻璃表需和价格



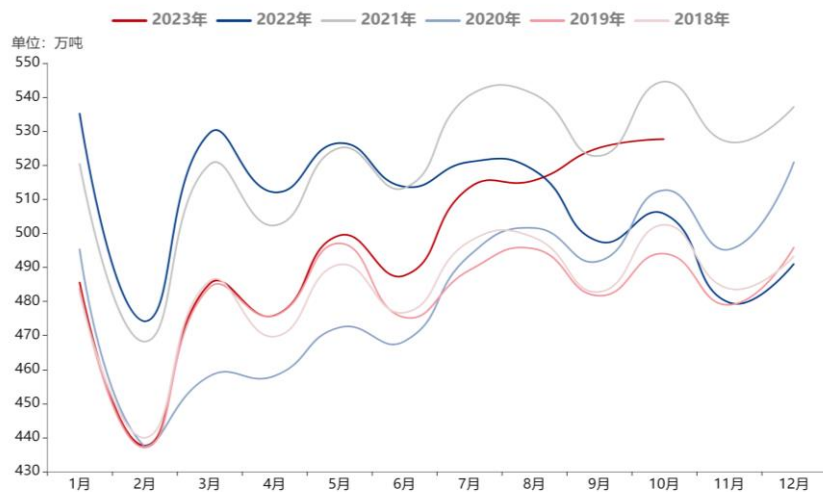
数据来源：Wind 钢联数据

## 2. 需求端：

### 2.1 房地产 周期尾声，竣工韧性仍存

玻璃需求主要来自于房地产行业（占比 70%-80%），包括门窗、幕墙等建筑施工后端产品。一般房屋新开工到竣工大约 2-3 年的时间，以 2021 年最快的 50 个房企项目为观察样本，从施工取证到竣工备案平均周期为 25.8 个月。玻璃属于后进场材料，一般是在房屋封顶之后的装修作业中使用。近两年房企受制于资金问题，大量的竣工需求被积压，在今年得以释放。

图 3： 玻璃表观消费量



数据来源：Wind 钢联数据

今年整体竣工水平较高，良好的竣工需求保障了今年玻璃建材高表需的基数。截至2023年11月底，房地产累计竣工累计同比上涨约18%。从数据上观测到，在23年以前，玻璃的使用滞后于新开工20个月左右，玻璃表需和后置的新开工数据拟合度较高。但今年，二者走势完全背离；与此同时，玻璃表需跟竣工高度拟合。20年下半年到21年，是竣工和新开工产生的第一个显著背离，新开工陡峭走强，而竣工下滑；今年，出现第二次大的背离，新开工持续下滑而竣工走强。在政策端推进保交楼的措施下，玻璃的需求跟随竣工走强。

从2021年下半年开始，新开工数据断崖式下降，新开工面积从顶峰的28亿平收缩至8亿平，按照竣工滞后新开工3年时滞传导算，2024年恰逢竣工周期尾声。同时，近两年由于地产资金链问题，竣工主要靠销售回款驱动，因此我们也看到房屋销售面积和玻璃消费拟合程度较高，具有领先指标意义。

图 4：房屋新开工领先竣工 28 个月

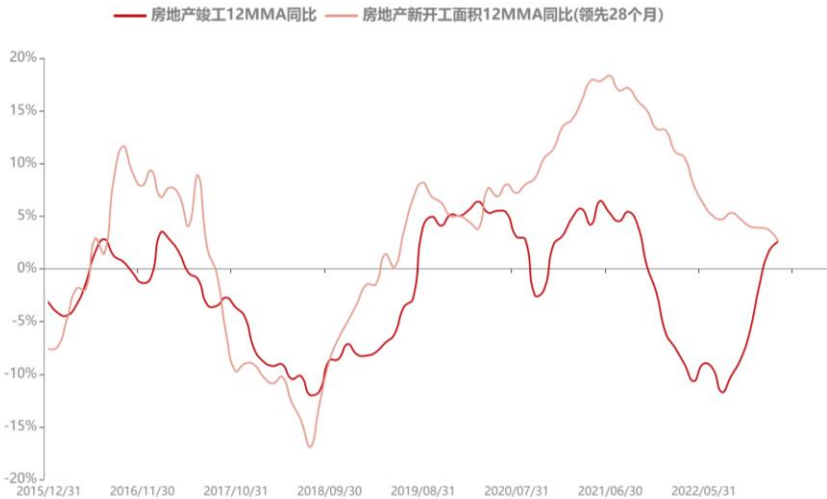
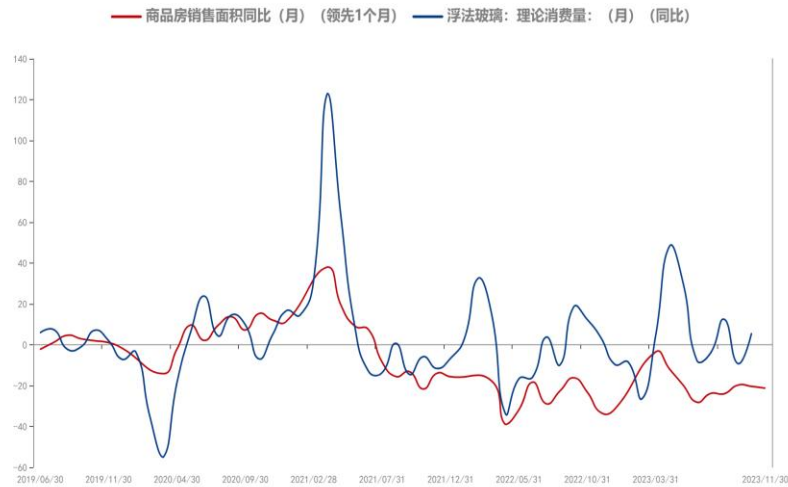


图 5：玻璃表需与房屋新开工/竣工



数据来源：Wind 钢联数据

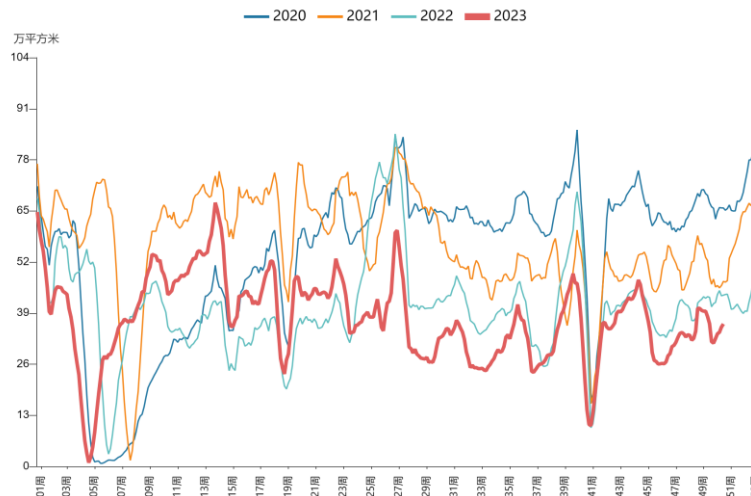
图 6： 房屋销售和玻璃表需



数据来源：Wind 钢联数据

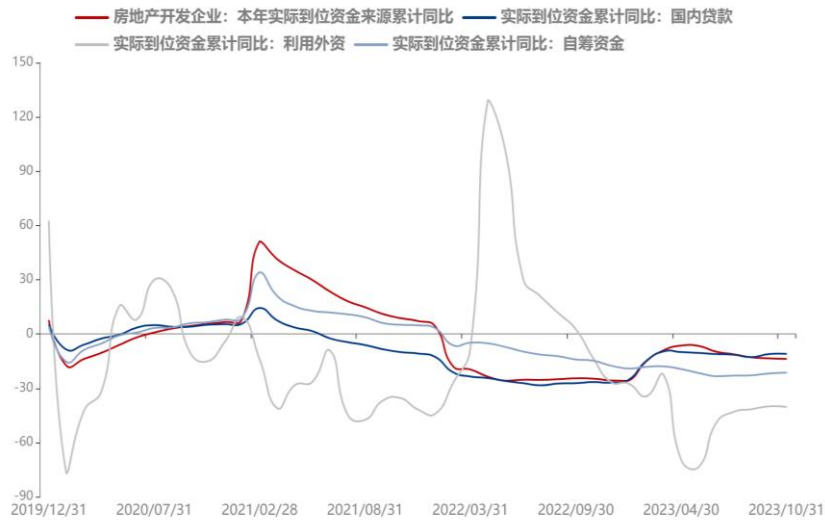
2024 年，我们对于地产端需求维持偏悲观思路。虽然今年地产销售松绑政策集中出台，但居民部门资产负债表恶化，收入预期降低，叠加房价快速下跌，消费信心难以提振。中性预期下，2024 年地产销售面积预计在今年的基础上将再减 5%。竣工端基于今年的高基数，明年给与同比-2%的增速，预计呈现前高后低格局，下半年竣工下行压力会显著增大。总而言之，对于 2024 年地产竣工增速预期，市场仍存在明显的政策分歧。解决地产行业的流动性风险仍是重中之重，房价企稳和居民收入预期改善是促进刚需释放的必要条件，后续的保交楼和老旧小区改造等也都需要强力的政策支持。

图 7： 30 大中城市商品房成交面积



数据来源：Wind 钢联数据

图 8：房地产到位资金来源



数据来源：Wind 钢联数据

## 2.2 汽车玻璃 持续上升

作为浮法玻璃的下游，除了房地产占大头，汽车排第二，占比约 20%。汽车玻璃是汽车重要的安全件，浮法玻璃是汽玻的主要构成。随着汽车行业景气度回升，以及汽车玻璃的新应用，汽车玻璃行业市场规模量价齐升。

受益于新能源汽车产业的快速发展，今年汽车行业对于玻璃的需求稳中有涨。据中国汽车工业协会统计，2023 年 1-11 月，汽车产销分别为 2711.1 万辆和 2693.8 万辆，同比分别增长 10%和 10.8%。新能源汽车渗透率在不断提升，2023 年 1-11 月，新能源汽车产销分别完成 842.6 万辆和 830.4 万辆，同比分别增长 34.5%和 36.7%；新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 30.8%。

此外，疫情后国际市场复苏带动海外市场需求增加，汽车整车出口量还将持续增加。据中国汽车工业协会统计，2023 年 1-11 月，汽车整车出口 441.2 万辆，同比增长 58.4%。新能源汽车出口 109.1 万辆，同比增长 83.5%。

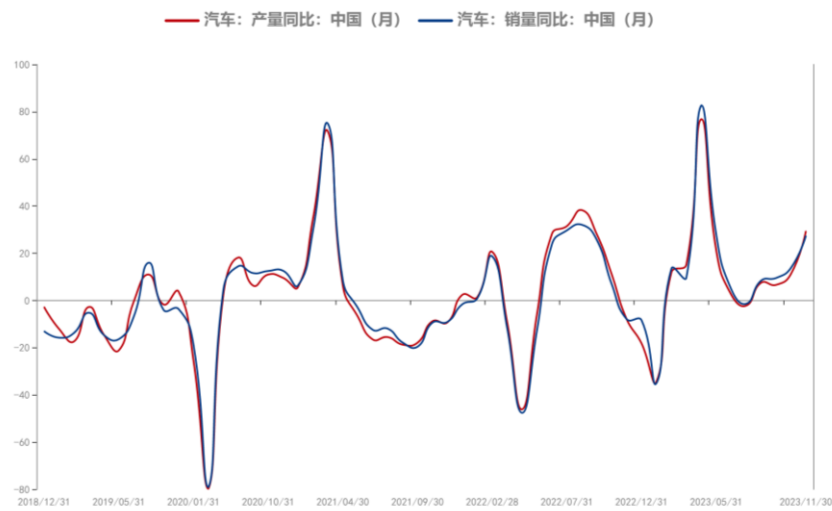
当前汽车玻璃行业进入了一个全新的阶段，主要的发展方向有全景天幕玻璃、调光玻璃、HUD 抬头显示玻璃、加热玻璃等高附加值产品。在车辆大型化、SUV 占比提升等因素推动下，我国单车玻璃用量从平均 2.2 平米提升至 4.2 平米，使用面积提升近一倍。智能汽车也已经进入到大众化应用的阶段，汽车不再是一个简单的交通工具，而是一个可移动的智能终端。

从中长期看，为汽车工业发展相配套的汽车玻璃行业还有较稳定的发展空间。无论是新能源车渗透率的提升、智能汽车的大众化应用、还是汽车整车出口量的增长，都是为汽车工业发展相配套的汽车玻璃行业的极大推动，汽车玻璃的质量、需求数量，



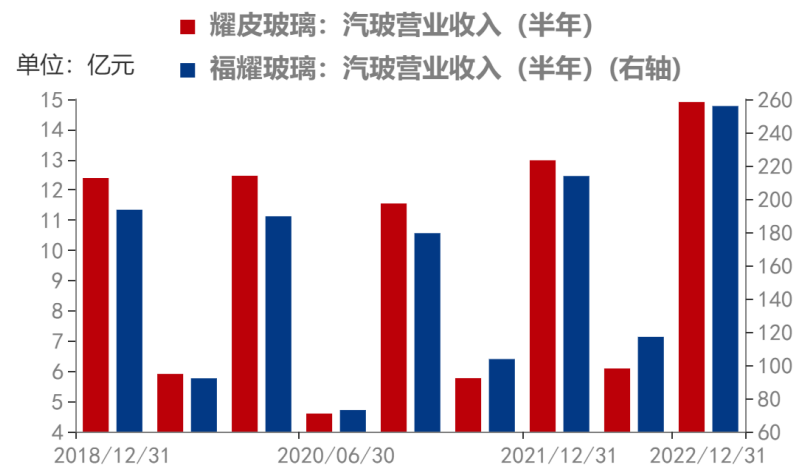
以及附加值将进一步得到提升。受益于新能源汽车的爆发，及出口不断扩大，汽车玻璃的消费持续上升。2024 年我国汽车产销量均有望突破 2688 万辆，实现同比+6%的增长，继续对玻璃需求贡献正增长。

图 9： 汽车产量及销量同比



数据来源：Wind 钢联数据

图 10： 重点企业汽玻营收



数据来源：Wind 钢联数据



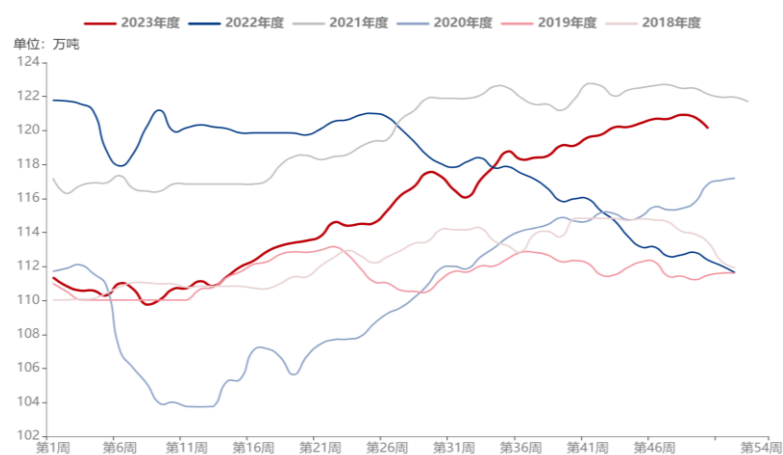
## 2.3 后市展望

需求端,今年源自于保交楼的深化推动,地产竣工保障了玻璃高表需的基数。建筑、家装需求的升级,汽车玻璃产业规模的增长,也为玻璃需求做出重要贡献。展望 2024 年,玻璃需求仍将受到地产竣工和销售的主导。从政府经济工作会议定调来看,对于房地产没有超预期的表述,给与地产销售面积同比-5%,竣工同比-2%的增速。明年我国实际 GDP 增速预计 4.8%,汽车和其他非地产类需求给与 4.8%的增长,给玻璃需求贡献 1%的增速。综合推算预计全年玻璃需求同比增速-2%到-1%,结构上跟随竣工呈现前高后低,下行压力会逐步增大。

## 3. 供给端

目前浮法玻璃供给处于历史高位水平。今年玻璃厂家生产利润从 4 月初开始转正,二季度地产施工情况好转,带动玻璃价格抬升。在稳地产的预期下,浮法玻璃生产线纷纷开始复产,22 年下半年打掉的供给逐步回归。在产日熔量探底回升,从年初的 15.8 万吨/日上涨到目前 17.3 万吨/日;浮法玻璃在生产产线从 238 条提升到现在 253 条。库存方面,今年年初带着 22 年的大库存,峰值达 8200 万重箱,年底削减到 3200 万重箱,去库幅度 60%。

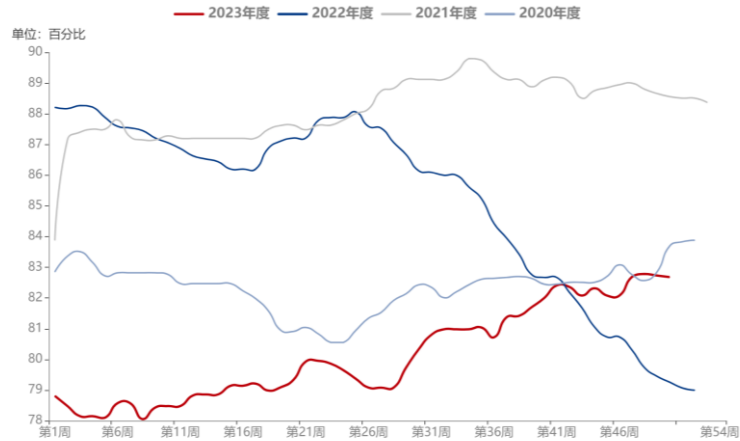
图 11: 浮法玻璃日熔量



数据来源: Wind 钢联数据

供给刚性使得玻璃常常出现供需错配的情况。今年上半年疫后情绪复苏,需求迅速释放,利润好转,而玻璃供给无法迅速释放,只能逐渐提量。这样的供需错配支撑玻璃价格迅速抬升,并维持在一个相对高位水平。

图 12：浮法玻璃开工率



数据来源：Wind 钢联数据

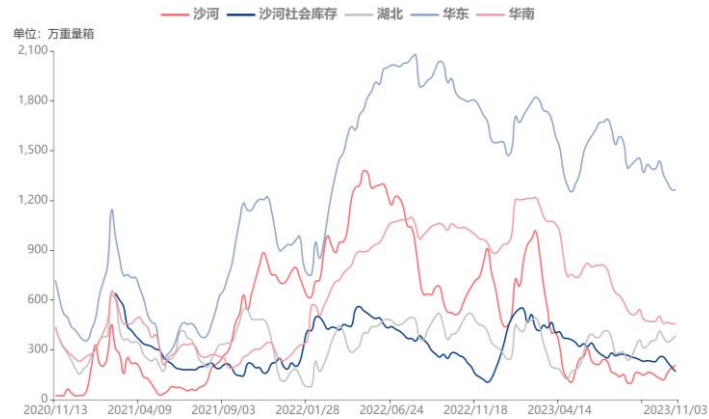
当下行业利润尚可，供需矛盾不突出的情况下，供应面不具备大面积的冷修的条件。观测 22 年利润和供应曲线，产能缩减跟利润走弱且有明显时滞；在利润转负之后一个月，产能才开始出清。外推明年，我们倾向于明年上半年供给维持相对刚性，到年底缓慢缩减的过程。需求逐步走弱，价格和利润的下行将倒逼产能缩减。后期若需求下降，供给依然维持一段时间的高位，在这段时间里容易形成新一轮错配，驱动价格下行，直到供给再度被打掉，形成新的均衡。

今年供给端设计产能 7300 万吨，产能利用率约 84%。2024 年，从储备产能看，复产生产线约有 7800 吨，新增点火 4800 吨，冷修放水计划的产线 2800 吨，如果全部达成净产能将再增加 1 万吨。但是具备冷修条件的高龄窑炉产线有十多条，日熔量合计约 1.4 万吨，悲观预期下，全年净产能有望减少，年底日熔量回到 16.6 万吨。潜在检修产能和潜在储备产线均存在不确定性，一切还需要看需求和利润走向。我们倾向于明年随着需求收缩和库存上移，利润会有所收窄。但利润只有打到亏损连续一个月，产能出清才有望开始，因此明年在产产能有望维持偏高水平。

图 13：浮法玻璃全国期末库存



图 14：浮法玻璃地区库存



数据来源：Wind 钢联数据

成本利润方面，玻璃原料主要是纯碱、石英砂，以及能源燃料。目前在产的玻璃产线中，天然气生产工艺占比总量约 50%-60%，煤制气次之占比约 30%。今年两种主流制法利润尚可，在 300-600 元/吨。明年我们对纯碱价格偏空看待，玻璃原料成本或下移 100 元。若天然气、煤炭等能源价格下滑，玻璃价格向下空间会再度打开。

图 15：浮法玻璃历史价格



图 16：浮法玻璃供给和利润



数据来源：Wind 钢联数据

#### 4. 后市展望

需求端，今年源自于保交楼的深化推动，地产竣工保障了玻璃高表需的基数。建筑、家装需求的升级，汽车玻璃产业规模的增长，也为玻璃需求做出重要贡献。展望 2024 年，玻璃需求仍将受到地产竣工和销售的主导。从政府经济工作会议定调来看，明年实际 GDP 增速预计 4.8%，对于房地产没有超预期的表述，给与地产销售面积同比-5%，竣工-2%的增速。汽车和其他非地产类需求贡献 1%的增速。明年玻璃需求大概率同比下降-2%--1%，跟随竣工呈现前高后低，下半年下行压力会显著增大。

供给端，今年在产能单边上行，日产量年内增长 9.5%。22 年下半年的产能缩减，叠加终端需求的修复造成了阶段性供需错配，给今年玻璃高位震荡创造了条件。2024 年，从储备生产线计划看，净产能有上行可能，也有出清条件。随着需求收缩和库存上移，利润会有所收窄。但利润只有连续亏损数周才能推动产能出清，我们倾向于明年在产产能维持 17 万 t/d 的偏高水平。

2024 年玻璃行情继续由需求驱动，在现实和预期之间拉扯。我们推算明年需求整体向下，前半段受竣工韧性支撑，后半段需求下行压力显现，供需矛盾加大传导至库存压力将压制价格和利润。房地产需求是下坡路，但政策会希望控制下行的斜率。明年行情的展开仍将围绕政策预期博弈，预计先扬后抑，整体运行中枢下移。

## 二、纯碱

### 1. 行情回顾

2023 年纯碱市场波动剧烈，资金关注度较高，主要波动来自于供给端及其预期的变化。年内新产能投放不及预期以及旧产能突发检修、环保检查等意外降负，引发行情大起大落。上半年行情单边下行，主要逻辑是交易预期，在未来供应大投产预期下对即期的定价过度悲观。下游需求稳中有升，产能并未在预期内转换为产量，现货市场阶段性出现供需偏紧。三季度远兴项目投产进度延缓，带来了第一波预期差，四季度青海环保检查形成第二波预期差。行情波动巨大有自身基本面原因，也有资金博弈、基差、情绪等多维度的共振。纯碱价格先抑后扬，两番起落，全年现货价格升水期货。现货价格整体偏强，运行区间在 1900-3200 元/吨，期货价格运行区间在 1600-3000 之间。

图 17：纯碱价格和基差



数据来源：Wind 钢联数据

### 2. 供应

今年新增产能集中度高，两家头部大厂增加了 600 万吨产能，总产能达到 3900 万吨。远兴能源天然碱项目部分落地，远兴能源一期 500 万吨产能共分为四条产线，其中一、二线分别为 150 万吨，已于三季度达产。三、四线分别为 100 万吨，三线 100 万吨已点火，尚未量产；四线点火时间待定。此外，年末金山五期 200 万联碱装置达产。

看似静态产能过剩，但实际产量受开工率这一变量影响。2023 年，大厂的装置异动对供应起到了决定性的影响。包括新产能投放不畅、青海环保问题，检修季装置损失量意外提升等等。

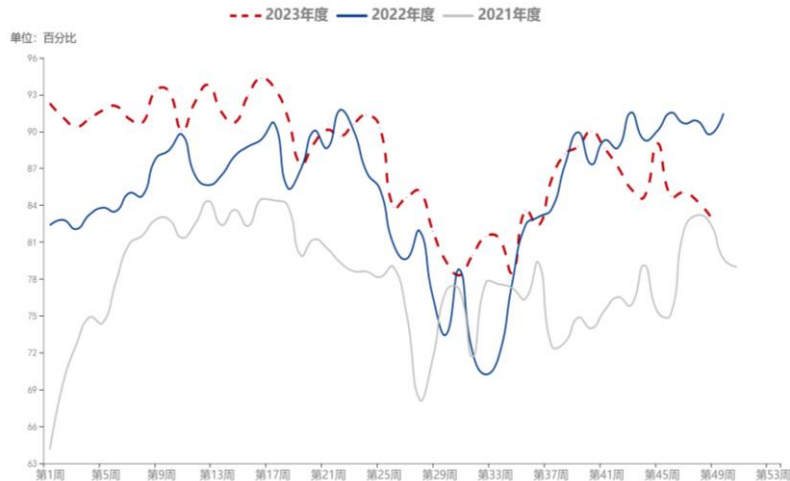
2024 年新增装置将持续投产，随着远兴一期 3 线逐步量产后 4 线（100 万吨）投产也不会遥远。连云港德邦 60 万吨将于一季度投产，此外，连云港碱业 110 万吨搬迁线

也将于明年一季度落地，全年整体供应放量没有太多悬念。鉴于 23 年新产能投放的曲折过程，对供应端压力不建议过度提前计价。

图 18：纯碱产量变化



图 19：纯碱产能利用率



数据来源：Wind 钢联数据

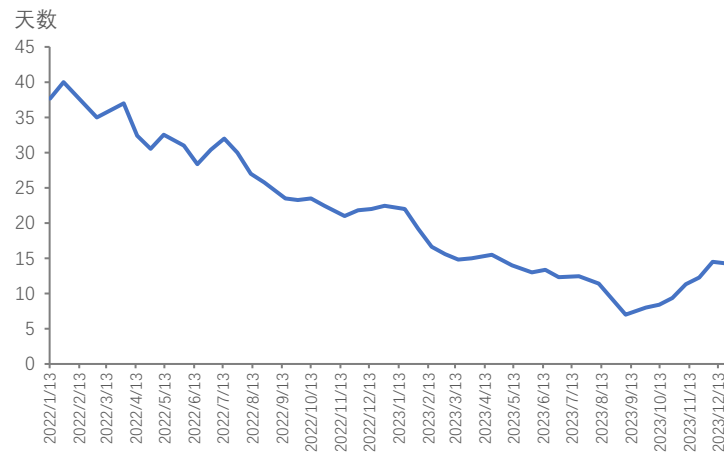
高利润驱使下开工率维持高位，2023 年国内纯碱行业平均开工率为 88.04%，相较于 2022 年同比上升 2.78%。其中氨碱法平均开工率为 87.99%，联碱法平均开工率为 87.09%。但青海环保问题，远兴、金山新上装置的开工率仍存在变数，对供应的潜在影响不可忽视。目前青海受环保督察影响，产量仍有损失，预计年初供应压力不大。

当前国内纯碱总库存处于偏低水平，全年厂家库存均值在 33 万吨，下游库存水平趴地运行维持安全库存。在行业库存偏低运行时，上下游之间货权的流转会导致价格巨幅波动。

图 20：纯碱厂家库存



图 21：50%样本玻璃厂库存天数

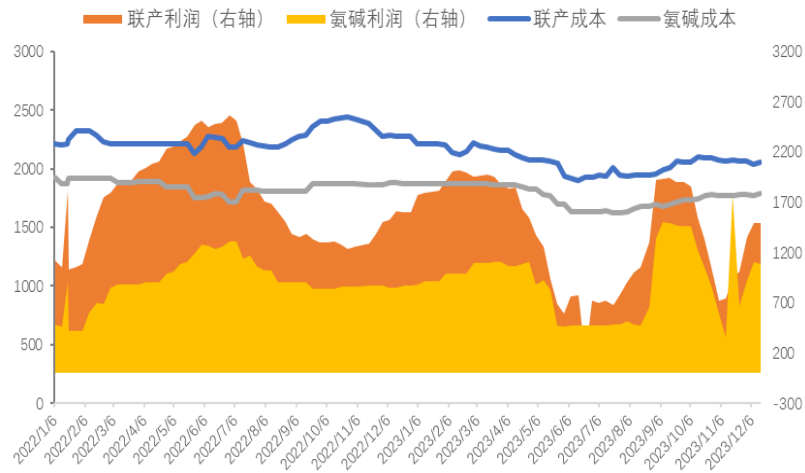


数据来源：Wind 钢联数据

随着供给的不断扩张，产业利润已经进入下行通道，明年的实际产能增量超 10%，碱厂利润会有明显下滑。但盘面对供给过剩预期会提前交易，这种预期是建立行业开工率 80%以上的，考虑到夏季检修和突发减产，纯碱的利润下行之路或难顺畅。纯碱的边际成本可以参考华北地区氨碱法成本，预计明年成本变化不大，联碱法在 1700 左右，氨碱法 1500 左右，天然碱 800-1100。今年盘面计价底部在氨碱法的完全成本。明年上半年在库存压力不大的情况下不太会进行亏损定价。



图 22：碱厂成本利润

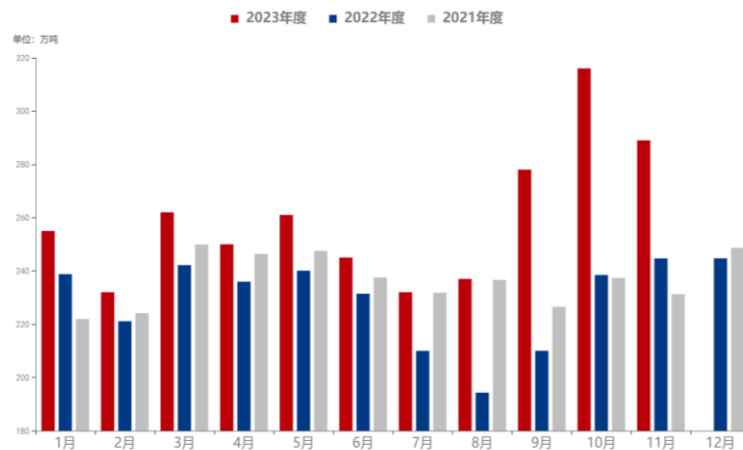


数据来源：Wind 钢联数据

### 3. 需求

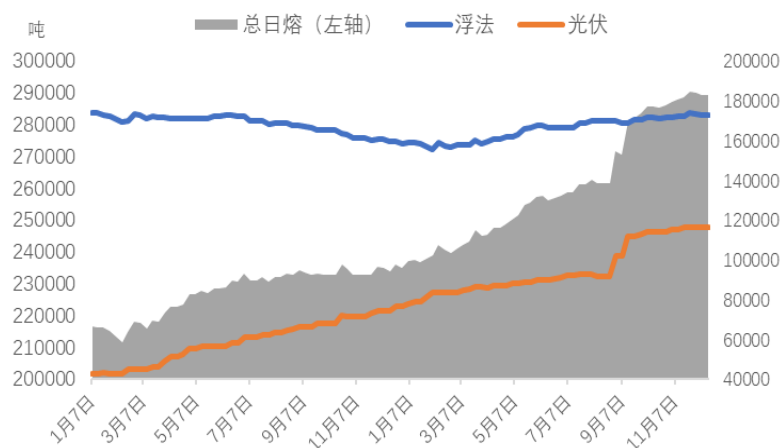
2023 年纯碱需求增加，主要受到光伏玻璃提振。纯碱下游主要是玻璃行业，占比 72%，大头是浮法玻璃 37%，其次是光伏玻璃（19%）和日用玻璃、玻璃容器（15%）。轻碱下游，除了玻璃制品，其他下游消费有两钠行业 6%、泡花碱 4%和洗涤剂 3%等行业，占到总体 20%。轻碱下游分散且相对饱和，年需求相对稳定，预计 24 年增长有限。

图 23：纯碱需求量



数据来源：Wind 钢联数据

图 24：玻璃需求日熔量

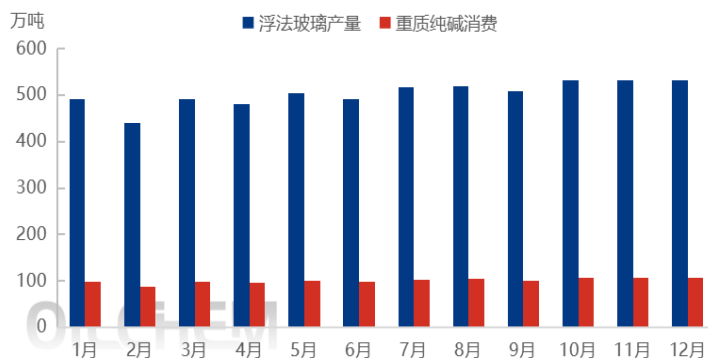


数据来源：Wind 钢联数据

去年光伏玻璃行业快速扩张，日熔量飞升。2023 年光伏玻璃扩产节奏较 2022 年有所放缓，全年共计新增窑炉 15 座，新增日产能 1.6 万吨，截至年底，行业在产产能提升至 9.1 万吨/日。今年国内光伏玻璃产量继续增加。2023 年光伏玻璃产量 3178 万吨，同比 2022 年增加 1028 万吨，涨幅 47.81%，对纯碱需求增加 205 万吨。明年预计仍有 1-2 万吨增量但增速预计明显放缓。今年行业产能过剩情况持续，行业利润持续下滑，我们预计明年点火速度依然会受到抑制。

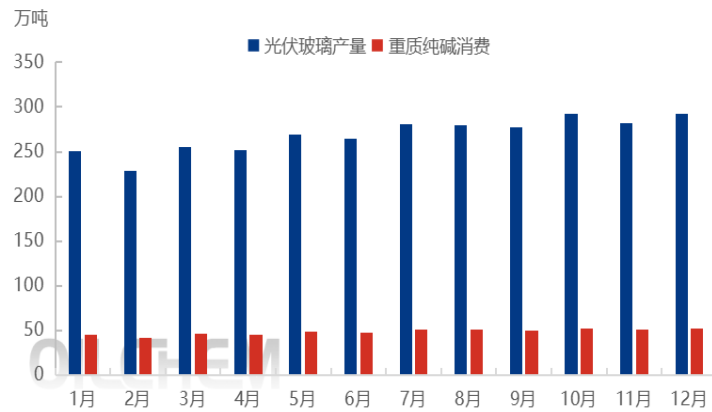
今年浮法玻璃日熔高位，对纯碱需求相对稳定。房地产行业景气度偏低，终端资金周转问题在很大程度上抑制了中下游对浮法玻璃的采购与消化。2023 年浮法玻璃产量 6043 万吨，同比减少 108 万吨，降幅 1.76%。从浮法玻璃产能预期来看，明年增量不大。有些生产线有复产和新投预期，个别生产线冷修，上半年净产能或延续上涨趋势，对纯碱消费量高位支撑。

图 25：浮法玻璃产量及纯碱消耗量



数据来源：Wind 钢联数据

图 26：光伏玻璃产量及纯碱消耗量

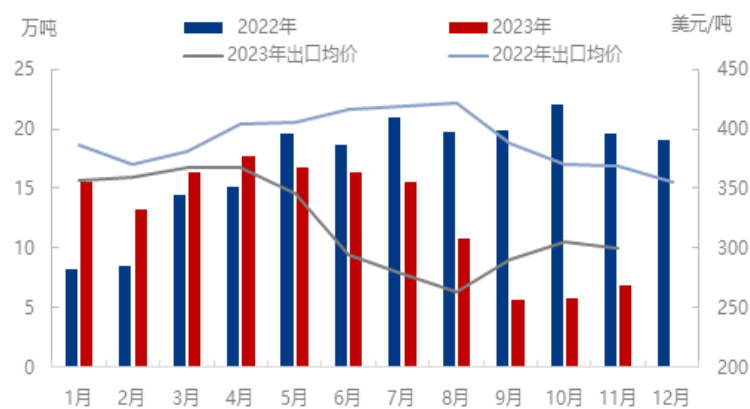


数据来源：Wind 钢联数据

#### 4. 进出口

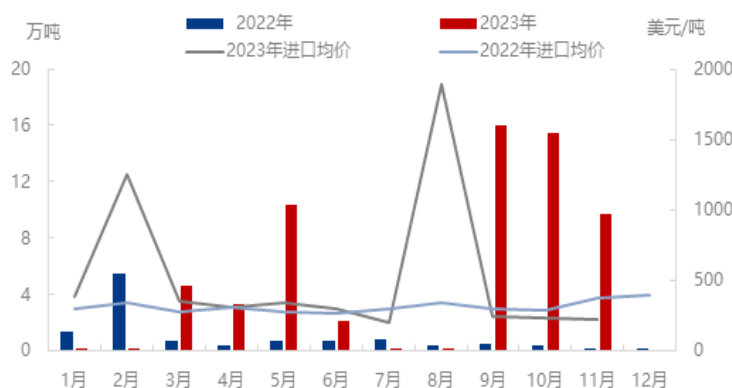
2023 年 1-11 月中国纯碱累计出口量为 140.36 万吨，较去年同期减少 46.23 万吨，跌幅为 24.78%。2023 年 1-11 月累计进口量为 61.75 万吨，较去年同期增加 50.51 万吨，增幅为 449.38%。2023 年，纯碱由于局部货源紧张和国内价格高企，国内外价差较大影响，进口碱仍存优势，进口大幅增长并创历史新高。出口量尚可，但净出口量同比去年腰斩。国内纯碱市场价格延续高位，国内外价差仍存，预计 12 月仍有部分进口量抵达。2024 年供需由宽松走向过剩，进口碱的优势将削弱，预计进口有所回落，净出口当会恢复到往年水平。

图 27：纯碱出口数据



数据来源：Wind 钢联数据

图 28：纯碱进口数据



数据来源：Wind 钢联数据

## 5. 后市展望

今年纯碱的产能扩张高峰在年底，产量都将在 2024 年兑现。2023 年纯碱供需紧平衡，价格得到支撑，预期差推高盘面波动率。2024 年，新产能还有 7% 的增量，新装置产出将走向稳定，供应持续放量，产量会上一个台阶。光伏玻璃点火带来的需求增速明显不及产能增速，供需会逐步走向宽松，价格或承压下行。全年供应过剩预期较强，累库压力会逐步放大。静态的平衡表到年底供应过剩情况是大概率事件，但风险也在供应端，还需动态的去看边际变化。趋势上基本面决定了纯碱的价格中枢大概率逐级下移，但在低库水平下事件性因素会拉大价格向上弹性，预期差会引领波动的节奏。

策略方面看，纯碱期货价格呈现近强远弱的反向市场结构，现货价格长期升水期货，无风险套利机会减少。随着现货市场供应走向宽松，市场悲观情绪会愈发明显，建议以偏空震荡思路对待。随着累库压力增大，期货盘面价格下滑会带动现货价格下跌，到氨碱法成本位置或得到支撑，震荡区间 1500-2500。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我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变更。

我们已力求报告内容的客观和公正，但文中的观点和建议仅供参考，客户应审慎考量本身需求。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告版权归弘业期货所有，未经书面许可，任何机构和个人不得翻版、复

制和发布；如引用、刊发需注明出处为弘业期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### **分析师声明**

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。