

2024 年玻璃纯碱 3 月策略报告

2024 年 2 月 29

玻璃：需求复苏能否修复估值

纯碱：深贴水下关注反弹节奏

国联期货

期货交易咨询业务资格：

证监许可[2011]1773 号

分析师：

沈祺苇

从业资格证号：F3049174

投资咨询证号：Z0015672

联系人：

张可心

从业资格证号：F03108011

相关研究报告：

《轻碱&烧碱有限替代关系》——纯碱专题报告

《弱基本面 vs 深贴水 玻璃延续震荡走势》2023 年玻璃纯碱 11 月策略报告

观点

玻璃：

2 月份玻璃基本面供应矛盾季节性走弱，同比恶化。供应端 1 条产线冷修加 1 条前期点火产线达产，玻璃日产量总体持稳，天数影响总供应环比 1 月下行。2 月份法玻璃月产量 499.11 万吨，月环-7.04%。春节影响，玻璃 2 月需求季节性回落。供强需弱下，玻璃上游库存在 2 月快速积累，截至月底上游玻璃厂样本库存 5572.2 万重量箱，环比增加 74.26%，同比减少 31.98%。

3 月份玻璃供应在 2 月大量产线点火基础上预期进一步上行，日熔预期达 17.5 万吨，月供应预期 542 万吨上下，同比增长预期 10%；玻璃目前生产利润仍高，利润驱动供应上行风险大于下行。需求端，就节后建筑项目复工情况来看，整体工程量以及玻璃节后产销表现不及去年农历同期。玻璃表需季节性好转或发生下 3 月中下旬，关注融资政策加持下的需求验证。

总体 3 月份玻璃供需维持先弱后强，时间点上来看 3 月下半月价格上行风险大于上半月。

关注风险点：1. 原材料纯碱、燃料价格下行对玻璃的带动；2. 需求不及预期；3. 产线变动；4. 两会前宏观预期带来的情绪提振。



➤ **纯碱:**

纯碱2月份基本面呈现季节性的供增需减，基本面边际走弱。2月纯碱供应约为297.44万吨，日均供应10.26万吨，环比1月增长4.55%，同比增长21.47%。需求端，2月节假日影响纯碱表需季节性回落，约为251.16万吨，环比-13.11%，同比+0.13%。

后市展望来看，高供应下，纯碱基本面预期继续走弱，当前现货生产及盘面价格对标纯碱仍有生产利润，期现价格有向下驱动。3月份预期纯碱供需双增，且在需求增量支撑下，3月份纯碱纯碱供需环比2月边际走强，库存积累速度将放缓。需要关注深跌水下，基本面边际好转带来的反弹风险。

策略上来看，供应过剩估值承压的背景下，纯碱单边维持偏空看待，深贴水下关注基本面阶段性边际好转带来的反弹风险；跨月合约05-09的反套继续持有，逢高适时离场。

关注风险点：1. 春检带动供应收缩带来的价格上行风险；2. 环保端带来的供应扰动；3. 两会前宏观预期带来的情绪提振；4. 轻碱端低库存下，节后需求表现强势或对重碱供应产生挤兑。

目录

一、 玻璃 3 月份策略报告	1
1.1 玻璃 2 月份回顾：高供应下节后需求表现同比偏弱	1
1.2 玻璃 3 月供需展望：关注需求高度验证	5
1.3 玻璃平衡表回顾和展望	7
二、 纯碱 2024 年 3 月策略报告	10
2.1 纯碱 2 月回顾：供应压力兑现价格下行	10
2.2 纯碱 3 月供需展望：供应过剩 关注空看风险	14
2.3 纯碱平衡表回顾和展望	17

图表目录

图表 1: 2023 年四季度玻璃期现价格走势 (元/吨)	1
图表 2: 浮法玻璃日产能 (吨)	2
图表 3: 浮法玻璃日运行产能 (吨)	2
图表 4: 隆众: 玻璃农历周度表需 (吨)	3
图表 5: 房地产竣工面积及同比 (万平方米, %)	3
图表 6: 30 大中城市商品房成交面积 (7DMA)	3
图表 7: 沙河 5mm 大板和 3.8mm 小板价差(元/平方米)	3
图表 8: 深加工订单天数 (天)	3
图表 9: 中汽协: 汽车产量及同比 (万辆, %)	3
图表 10: 玻璃企业总库存季节性分析 (万重量箱)	4
图表 11: 样本深加工企业原片库存天数 (天)	4
图表 12: 华北地区玻璃库存 (万重量箱)	4
图表 13: 华中地区玻璃库存 (万重量箱)	4
图表 14: 华东地区玻璃库存 (万重量箱)	5
图表 15: 华南地区玻璃库存 (万重量箱)	5
图表 16: 浮法玻璃理论成本 (元/吨)	7
图表 17: 浮法玻璃理论利润 (元/吨)	7
图表 18: 石家庄工业用管道天然气低端价 (元/立方米)	7
图表 19: 广州 LNG 低端价 (元/吨)	7
图表 20: 玻璃供需平衡表推算	8
图表 21: 玻璃 2024 年供应推演	8
图表 22: 玻璃 2024 年表需推演	8
图表 23: 玻璃 2024 年库存推演	9
图表 24: 2023 年纯碱期现价格走势 (元/吨)	10
图表 25: 分地区重碱市场主流价 (元/吨)	10
图表 26: 沙河重碱市场低端价 (元/吨)	10
图表 27: 分地区轻碱市场主流价 (元/吨)	11
图表 28: 华东地区轻重碱价差 (元/吨)	11
图表 29: 纯碱周产量 (万吨)	12
图表 30: 碱厂开工率 (%)	12
图表 31: 纯碱周度损失量 (万吨)	12
图表 32: 纯碱重质化率 (%)	12
图表 33: 卓创: 纯碱生产理论成本 (元/吨)	12
图表 34: 卓创: 纯碱生产理论毛利 (元/吨)	12
图表 35: 浮法+光伏玻璃总日熔量 (万吨)	13
图表 36: 浮法+光伏玻璃推测纯碱日耗量 (万吨)	13
图表 39: 碱厂总库存 (万吨)	14
图表 40: 碱厂重碱库存 (万吨)	14
图表 41: 碱厂轻碱库存 (万吨)	14
图表 42: 卓创: 样本浮法玻璃厂纯碱库存天数 (天)	14

图表 43: 原盐产量 (万吨)	15
图表 44: 山东海盐低端价 (元/吨)	15
图表 46: NYMEX 天然气主力合约收盘价 (美元/百万英热)	15
图表 47: 纯碱新产能投产一览表 (更新至 2024 年 2 月底)	15
图表 48: 轻碱产量 (万吨)	17
图表 49: 轻碱库存 (万吨)	17
图表 52: 纯碱 2024 年供需平衡表测算	18
图表 53: 纯碱 2024 年供应推演	18
图表 54: 纯碱 2024 年表需推演	18
图表 55: 纯碱 2024 年表需推演	18

一、玻璃 3 月份策略报告

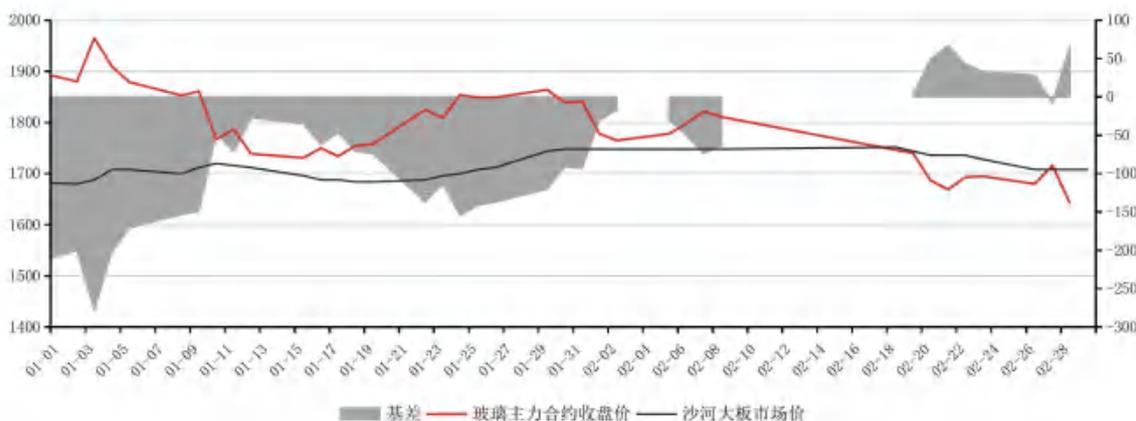
1.1 玻璃 2 月份回顾：高供应下节后需求表现同比偏弱

2 月上旬，临近过年玻璃下游深加工需求停滞，现货市场交投走弱，沙河地区现货价格止于 1860-1900 元/吨，玻璃基本面驱动不显。1 月末深加工订单和回款情况来看同比不及去年。节前玻璃主力合约震荡盘整为主，多空离场。

春节期间，高供应下，玻璃上游库存大幅累库，累库速度超往年同期。

节后，玻璃在供应压力下表现出需求不济，主要原因一来是下游深加工复工缓慢，二来业内对需求预期相对谨慎，下游持货谨慎。现货方面，节后首周玻璃产销表现不及近年同期，沙河地区价格探涨后偏弱运行。节后一周，期现商低价给玻璃厂出货带来压力，另终端下游采购逐步恢复，库存向中下游贸易商转移。截至月末，沙河地区上游玻璃报价回落到 1800 元/吨以下。期价方面，受节后需求偏弱以及原料端纯碱价格下行带来的联动，玻璃节后跳空持续低走。基差来看，弱预期下，盘面主力合约从升水转为贴水。

图表 1：2023 年四季度玻璃期现价格走势（元/吨）



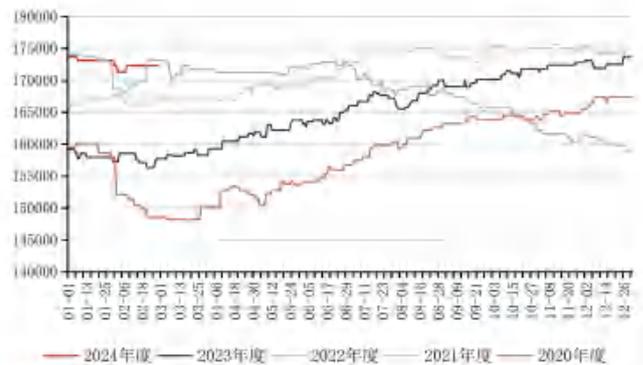
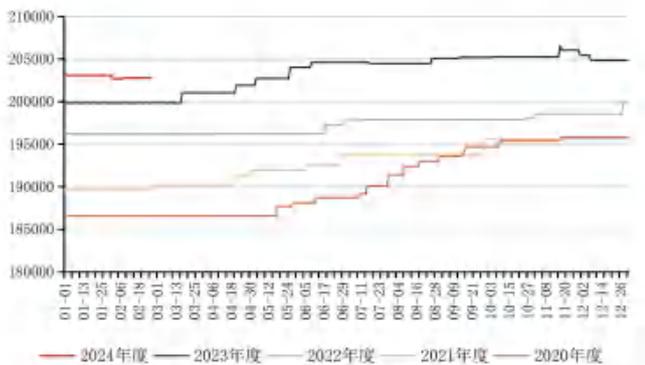


数据来源：文华财经，隆众资讯，我的钢铁，国联期货研究所

供给层面，2 月份玻璃延续高供应高利润的格局。玻璃生产利润随原材料（主要是纯碱）价格松动走阔，目前来看玻璃现货生产利润相对可观；产能产量方面，2 月份有 1 条产线冷修，5 条产线点火，考虑点火产线放量需时间，截至 29 日浮法玻璃总日运行产能环比 1 月末持稳，为 17.23 万吨/日。2 月份浮法玻璃月产量约为 499.11 万吨，受 2 月天数影响小幅环比小幅下行 7.04%。

图表 2：浮法玻璃日产能（吨）

图表 3：浮法玻璃日运行产能（吨）



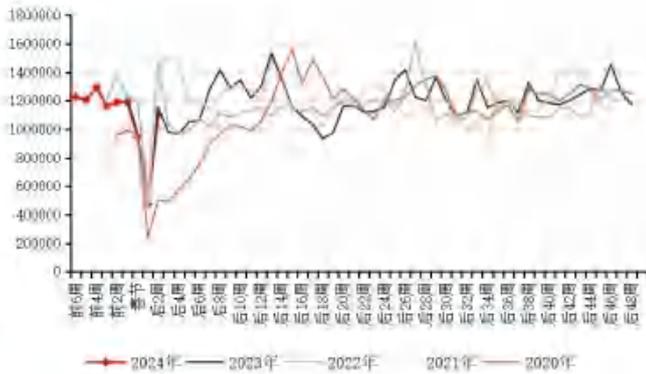
数据来源：隆众资讯，我的钢铁，国联期货研究所

需求端，2 月份受春节假期影响，玻璃下游深加工开工率下滑，实际需求走弱。节前看今年深加工订单和回款相对较差，节后一周玻璃表需农历同比不及今年同期。截至 2 月 26 日，2 月份玻璃周表需平均 92.72 万吨，同比 2023 年农历同期-3.80%。节后一周玻璃表需 110.05 万吨，同比农历近三年同期平均表需 133.06 万吨下滑 17.26%。结构来看，大小板价差来看，节后小板需求相对大板强势。

下游细分领域来看，2023 年全年月房地产累计竣工 9.98 亿平方米，同比 2022 年增加 15.78%。新房销售来看有季节性波动，节后新房销售回暖速度农历同比较慢，

房企销售口资金回流同比不及。下游汽行业 1 月份对玻璃需求环比 12 月份回落，1 月全国汽车产量 241.00 万辆，环比-21.73%，同比+51.23%。

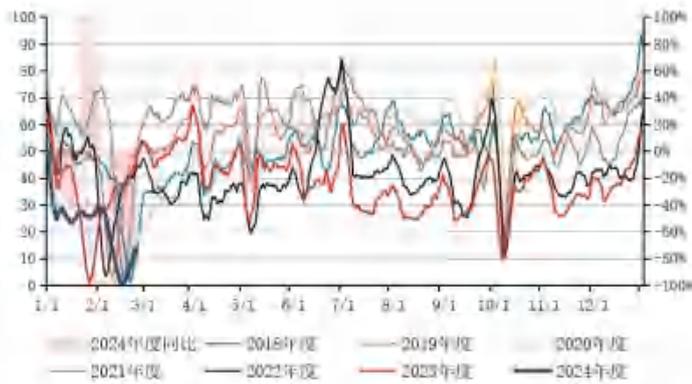
图表 4：隆众：玻璃农历周度表需（吨）



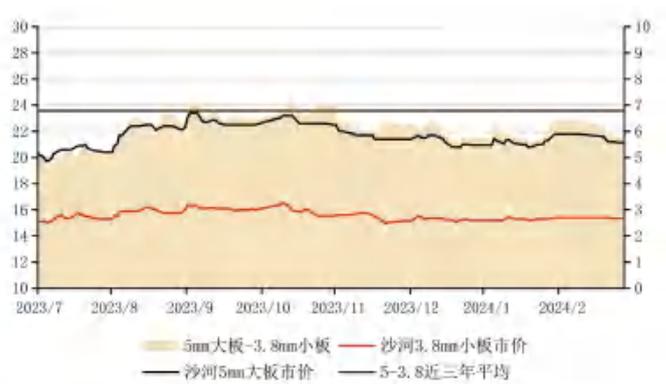
图表 5：房地产竣工面积及同比（万平方米，%）



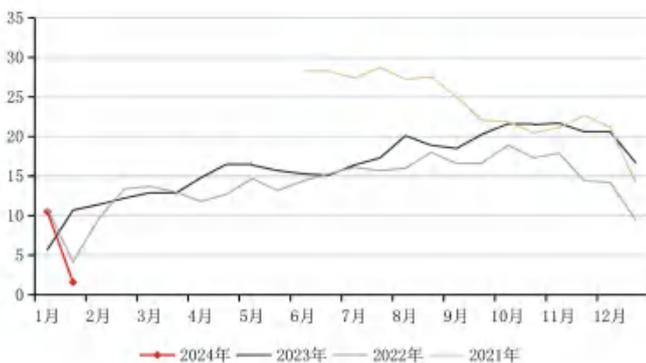
图表 6：30 大中城市商品房成交面积（7DMA）



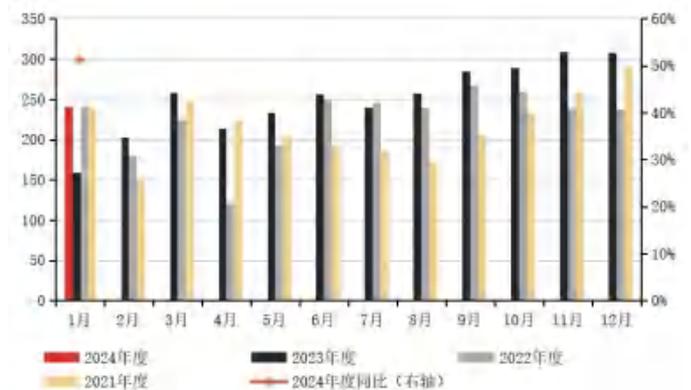
图表 7：沙河 5mm 大板和 3.8mm 小板价差(元/平方米)



图表 8：深加工订单天数（天）



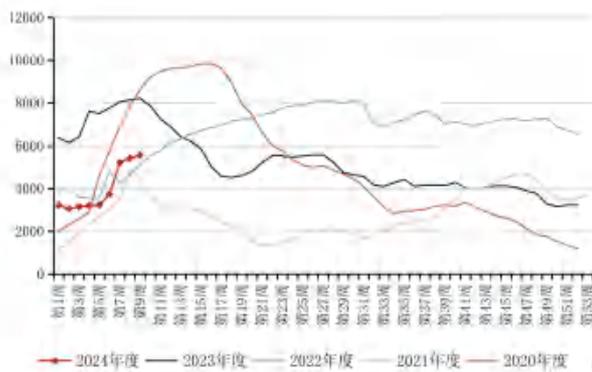
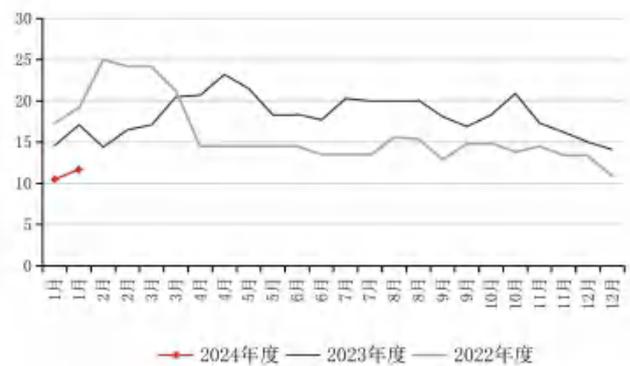
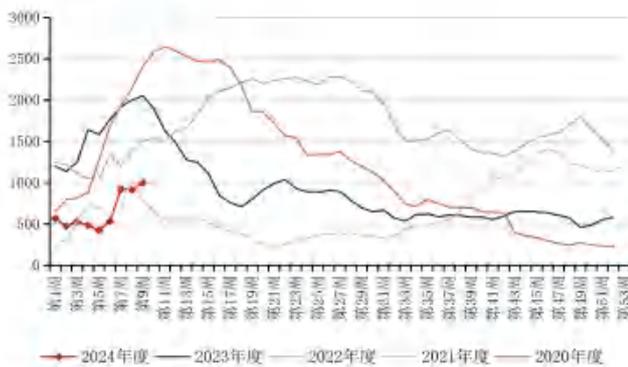
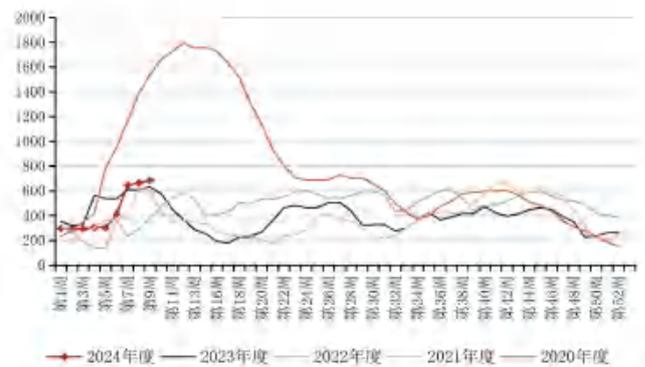
图表 9：中汽协：汽车产量及同比（万辆，%）

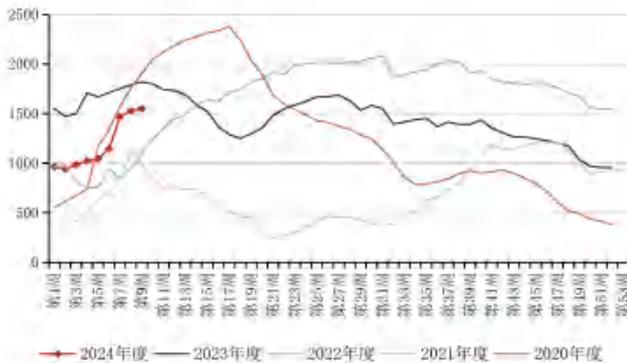
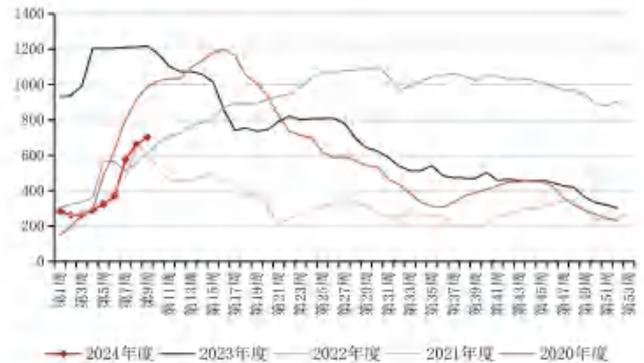


数据来源：隆众资讯，我的钢铁，国联期货研究所

库存方面，2 月上游玻璃厂库库存季节性回升，且高供应支撑下累库速度同比往年较快。截至 2 月 29 日，浮法玻璃厂家总库存 5572.2 万重量箱，环比 1 月底的 3197.7

万重量箱增加 74.26%，绝对水平高于 2021 年、2022 年同期。分地区来看，华北地区节后库存仍在历史同期偏低水平，华中、华东、华南地区上游库存上行至历史偏高水平。另外从中游贸易商库存来看，截止 2 月底，沙河中游贸易商库存同比高于前两年，需求恢复前，中游进一步消纳上游库存的空间或相对有限。截至 1 月底，下游深加工原片库存天数 11.7 天，半月环比+1.2 天，相比 1 月底深加工订单水平，深加工库存相对充裕。

图表 10：玻璃企业总库存季节性分析（万重量箱）

图表 11：样本深加工企业原片库存天数（天）

图表 12：华北地区玻璃库存（万重量箱）

图表 13：华中地区玻璃库存（万重量箱）


图表 14：华东地区玻璃库存（万重量箱）

图表 15：华南地区玻璃库存（万重量箱）


数据来源：隆众资讯，国联期货研究所

1.2 玻璃 3 月供需展望：关注需求高度验证

3 月份浮法玻璃供应预期环比上行，预期月产量在 542 万吨上下，同比增长预期 10%。一方面，2 月份点火产线较多，考虑产线放量需时间，供应增量压力会给出 3 月份。另一方面就利润驱动来看，截至 2 月底来看浮法玻璃生产利润尚可，新建线、前期冷修产线有点火动力，但反之产线冷修意愿会相对低。

3 月份玻璃基本面矛盾关注点继续聚焦在需求高度的验证，3 月后下游深加工复工释放的需求能否消化玻璃的高供应和高库存，对玻璃估值带来支撑。

1.2.1 需求体量暂不见起色

从深加工订单水平来看，1 月末深加工订单水平环比大幅下行，同比来看不及 2022 年和 2023 年，体现前期订单兑现后，新单接单情况不佳。

节后项目复工情况来看，今年春节后复工率同比略好于去年，但建筑实物体量不及去年，主要原因是新项目减少、已有项目进展偏慢。截至 2 月 27 日（农历正月十八），百年建筑调研全国 10094 个工地开复工率 39.9%，农历同比增加 1.5 个百分点；劳务上工率 38.1%，农历同比下降 5.2 个百分点。其中，房地产项目开复工率 35.7%，环比增加 22.6 个百分点；劳务上工率 37.0%，环比增加 22.9 个百分点；非房地产项目开复工率 41.5%，环比增加 28.6 个百分点；劳务上工率 38.4%，环比增加 22.4 个百分点。

二手房销售来看，2024 年至 2 月 25 日，13 城二手房年内累计销售面积同比增速为-5.43%，对应二手房装修带来玻璃需求同比或不及 2023 年。

1.2.2 融资支持下 地产企业资金有好转预期

从房企资金层面来讲，一方面 2024 年新房销售资金回流同比 2023 年大幅下滑；另一方面，房地产项目“白名单”持续推进，个别省份和地区一期项目资金已发放。

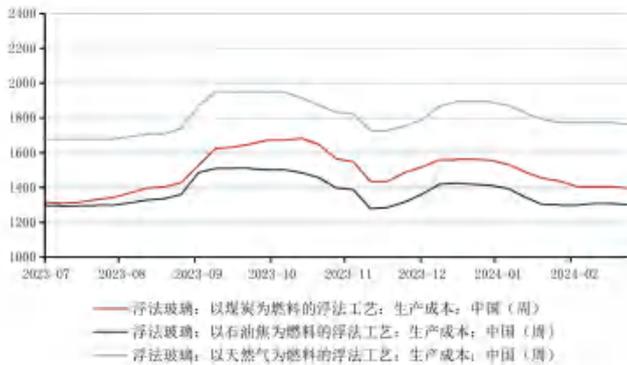
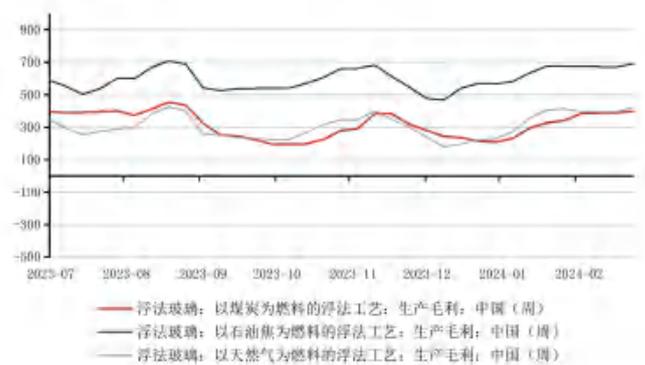
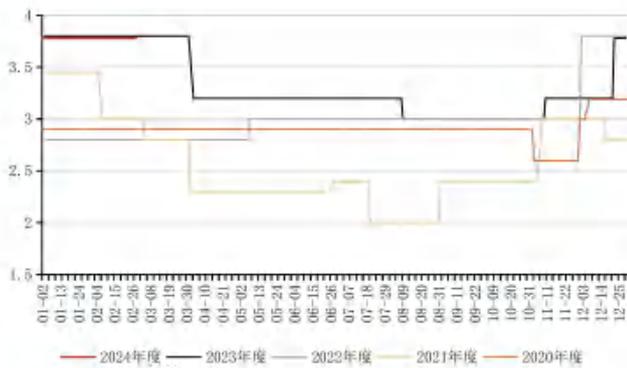
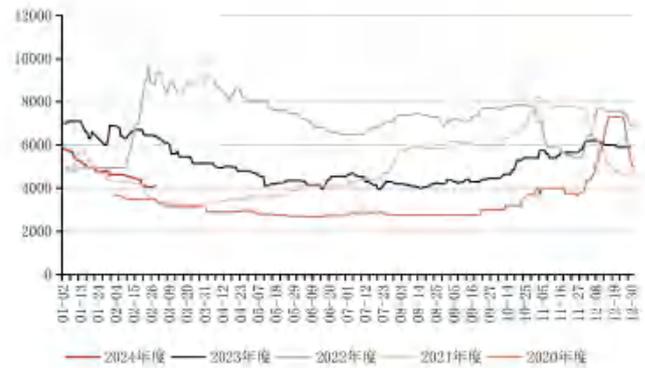
新房销售方面，截至 2 月 26 来看，今年 30 大中城商品房累计成交面积 1137.43 万平方米，同比-40.20%。房企销售端回款情况同比不理想，资金仍是竣工端商品需求释放的掣肘。

房地产项目“白名单”年初有持续推进，截至 2 月 20 日，全国 29 个省份 214 个城市已建立房地产融资协调机制，分批提出可以给予融资支持的房地产项目“白名单”并推送给商业银行，共涉及 5349 个项目。截至 2 月份，已有多个省份和地区项目资金落地。参考 2023 年“保交楼”专项贷款资金，房地产项目“白名单”预计支撑房地产竣工，推动地产端玻璃需求释放，但资金支持体量层面目前看不及 2023 年“保交楼”专项贷款资金。

综上，截至 2 月底玻璃需求表现强度不足。季节性来看，玻璃表需在春节后第五周开始出现边际走强，对应 3 月中下旬。今年玻璃供应端压力远高于 2023 年，玻璃基本面短期延续偏弱看待，关注 3 月中下旬需求验证对玻璃估值的影响。

1.2.3 玻璃估值：原料、燃料有松动预期

供应过剩背景下，玻璃估值承压，期货下行空间需关注玻璃成本。3 月份玻璃主要材料纯碱价格在供应过剩预期下或进一步下行。另外燃料端天然气和煤炭随天气回暖价格或呈现季节性松动。纯碱外加燃料价格下行将进一步下拓玻璃价格空间。

图表 16：浮法玻璃理论成本（元/吨）

图表 17：浮法玻璃理论利润（元/吨）

图表 18：石家庄工业用管道天然气低端价（元/立方米）

图表 19：广州 LNG 低端价（元/吨）


数据来源：隆众资讯，国联期货研究所

1.3 玻璃平衡表回顾和展望

2 月份玻璃基本面供应矛盾季节性走弱，同比恶化。供应端 1 条产线冷修加 1 条前期点火产线达产，玻璃日产量总体持稳，天数影响总供应环比 1 月下行。2 月份法玻璃月产量 499.11 万吨，月环-7.04%。春节影响，玻璃 2 月需求季节性回落。供强需弱下，玻璃上游库存在 2 月快速积累，截至月底上游玻璃厂样本库存 5572.2 万重量箱，环比增加 74.26%，同比减少 31.98%。

3 月份玻璃供应在 2 月大量产线点火基础上预期进一步上行，日熔预期达 17.5 万吨，月供应预期 542 万吨上下，同比增长预期 10%；玻璃目前生产利润仍高，利润驱动供应上行风险大于下行。需求端，就节后建筑项目复工情况来看，整体工程量以及玻璃节后产销表现不及去年农历同期。玻璃表需季节性好转或发生下 3 月中下旬，

关注融资政策加持下的需求验证。

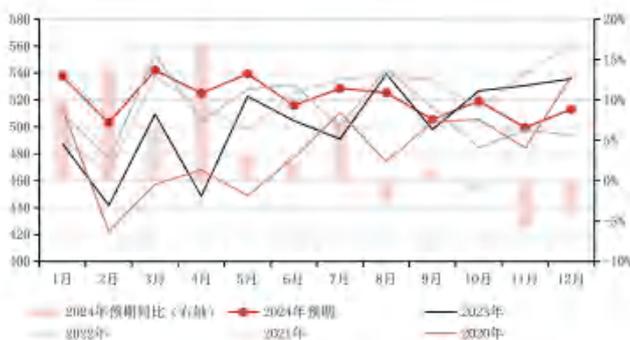
总体 3 月份玻璃供需维持先弱后强，时间点上来看 3 月下半月价格上行风险大于上半月。

关注风险点：**1. 原材料纯碱、燃料价格下行对玻璃的带动；2. 需求不及预期；3. 产线变动；4. 两会前宏观预期带来的情绪提振。**

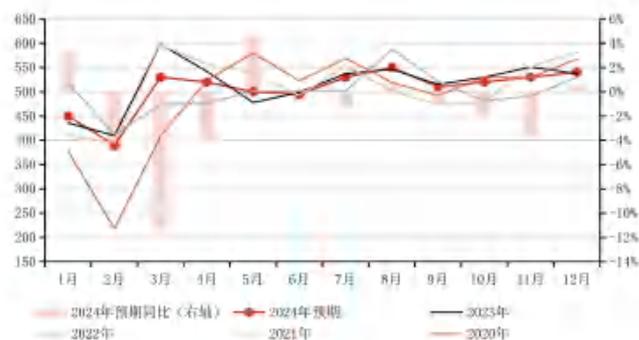
图表 20：玻璃供需平衡表推算

2024 年	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
月产量	537.68	503.15	542.00	525.00	539.40	516.00	528.55	525.45	505.50	519.25	499.50	513.05
同比	10.29%	13.93%	6.39%	17.03%	3.20%	2.26%	7.65%	-2.58%	1.49%	-1.42%	-5.88%	1.11%
月产量累计	537.68	1040.83	1582.83	2107.83	2647.23	3163.23	3691.78	4217.23	4722.73	5241.98	5741.48	6254.53
累计同比	10.29%	12.02%	10.03%	11.69%	9.85%	8.54%	8.41%	6.91%	6.30%	5.48%	4.38%	4.11%
表需预测	450.00	390.00	530.00	520.00	500.00	495.00	530.00	550.00	510.00	520.00	530.00	540.00
库存变动	87.68	113.15	12.00	5.00	39.40	21.00	-1.45	-24.55	-4.50	-0.75	-30.50	-26.95
2023 年	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
月产量	487.52	441.63	509.43	448.58	522.67	504.60	491.01	539.34	498.09	526.74	530.69	535.71
月产量累计	487.52	929.15	1438.58	1887.16	2409.83	2914.43	3405.44	3944.78	4442.86	4969.61	5500.30	6036.01
累计同比	-4.41%	-5.77%	-6.57%	-7.65%	-6.28%	-6.07%	-5.48%	-4.85%	-4.66%	-3.41%	-2.52%	-1.63%
上游库存	377.83	409.59	321.38	228.05	272.88	278.70	232.33	225.50	208.23	205.03	184.82	183.00
表需	435.79	409.87	597.64	541.91	477.84	498.78	537.38	546.17	515.36	529.94	550.90	537.53
近 5 年平均	462.71	358.92	485.11	503.11	539.70	490.93	527.68	533.40	485.06	512.14	511.22	530.66

图表 21：玻璃 2024 年供应推演



图表 22：玻璃 2024 年表需推演



图表 23：玻璃 2024 年库存推演



数据来源：国联期货研究所

二、纯碱 2024 年 3 月策略报告

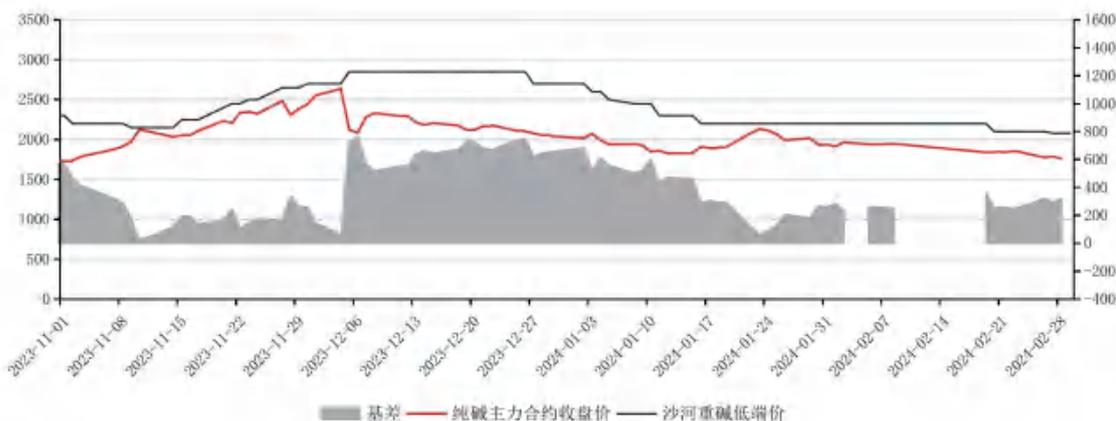
2.1 纯碱 2 月回顾：供应压力兑现价格下行

2 月初，随节前补库告一段落，现货交投边际走弱，节前现货报价持稳在 2300 元/吨。产业链上中游库存水平偏低，外加期价深贴水现货，纯碱主力期价下跌动力不足，而春节累库预期下上行动力也有限，节前一周纯碱期价表现为震荡盘整。

春节期间，国内碱厂检修较少，除青海发投和昆仑碱业因环保问题降负，以及江苏德邦爬产不满，仅南方碱厂有停车检修，国内纯碱日供应维持 10 万吨上下高位。另外节后有进口纯碱到港，纯碱供应压力进一步上行。需求端，春节期间部分下游需求停滞，叠加物流影响，纯碱表需呈现季节性下行。供强需弱下，上游碱厂在春节期间库存大幅积累。

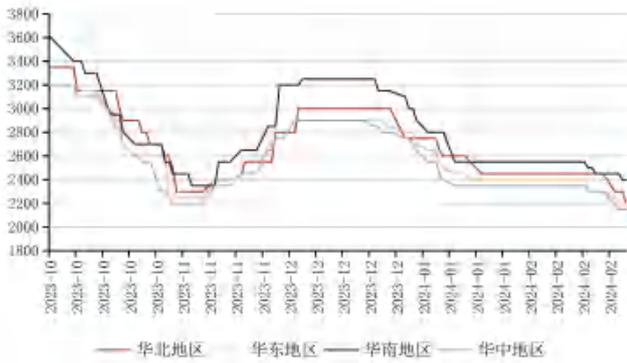
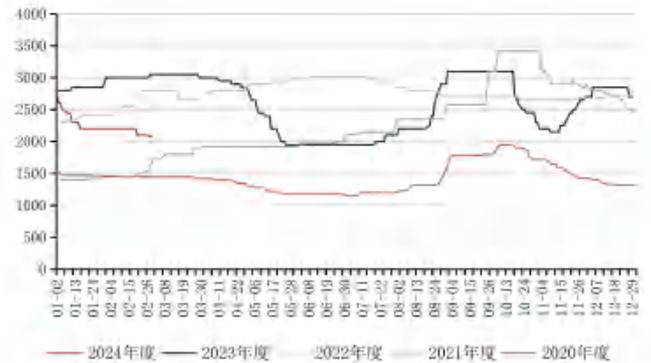
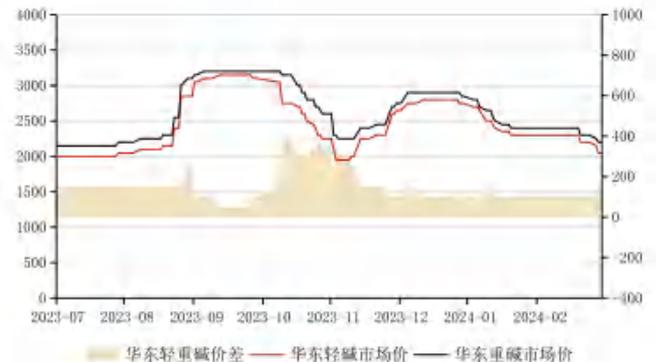
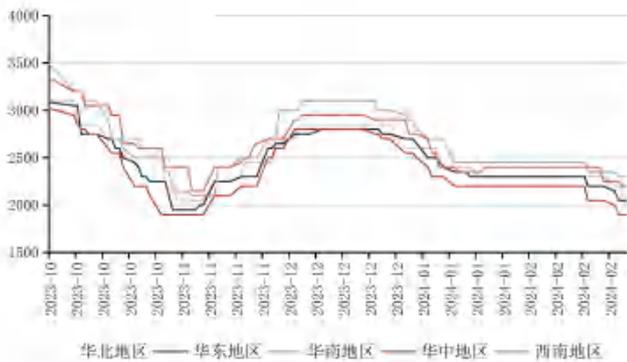
节后，纯碱价格不断阴跌，截至 2 月 28 日，纯碱主流现货送到价下行到 2000 元/吨以下。降价氛围中，下游采购意愿谨慎，主动消化前期库存，产业链库存向上游集中。现货兑现供应过剩预期下行，带动盘面期价阴跌，节后纯碱主力合约跳空低走。就估值来看，截至 2 月底，纯碱现货及盘面期货生产仍有利润，市场长期仍有看空估值预期，期价相对现货呈贴水，且期价相比现货价格抗跌。

图表 24：2023 年纯碱期现价格走势（元/吨）



图表 25：分地区重碱市场主流价（元/吨）

图表 26：沙河重碱市场低端价（元/吨）


图表 27：分地区轻碱市场主流价（元/吨）

图表 28：华东地区轻重碱价差（元/吨）


数据来源：隆众资讯，国联期货研究所

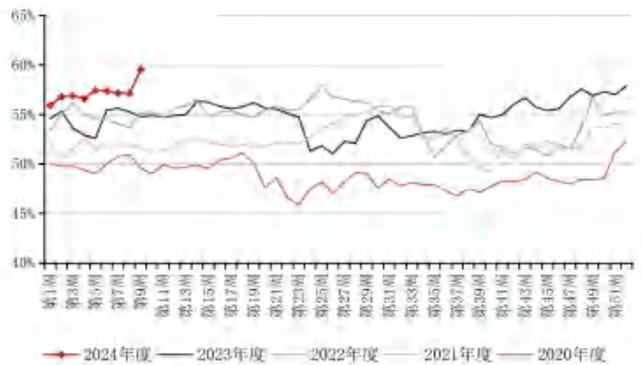
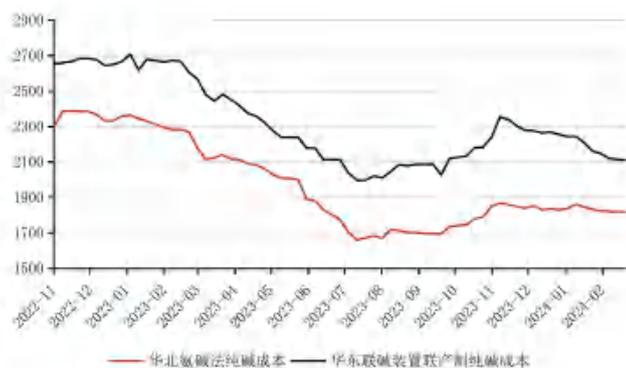
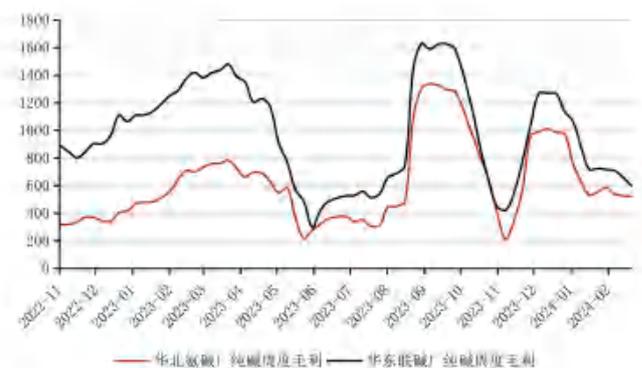
供应来看，2024 年 2 月纯碱供应环比 1 月走高。国内方面，已有产能方面检修较少，产能损失不高；这新增产能方面，远兴三线达产，四线开启投料，另外金山产线的技改扩建计划进一步抬高了纯碱后续供应预期。海外供应方面，前期一季度海外碱进口持续到港，海内外纯碱价差带来的进口套利空间被兑现。截至 2 月 29 日，纯碱产量约 297.44 万吨，其中重碱产量 171.97 万吨，轻碱产量 125.47 万吨，重质化率 57.82%；2 月纯碱开工率 89.23%，月环比增加 1.05%，同比-2.49%。

估值来看，进入 2 月，随着煤炭价格小幅松动，以及联碱法原料合成氨价格大幅下调，纯碱利润生产成本下移。而利润层面，受到现货阴跌带动，2 月份纯碱利润利润缩水，但绝对值来看纯碱生产利润尚可。

图表 29：纯碱周产量（万吨）

图表 30：碱厂开工率（%）

图表 31：纯碱周度损失量（万吨）

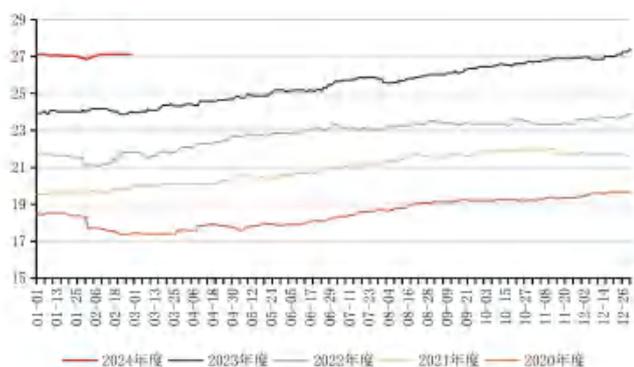
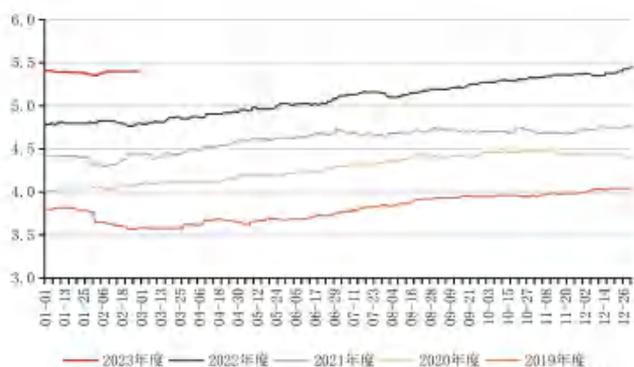
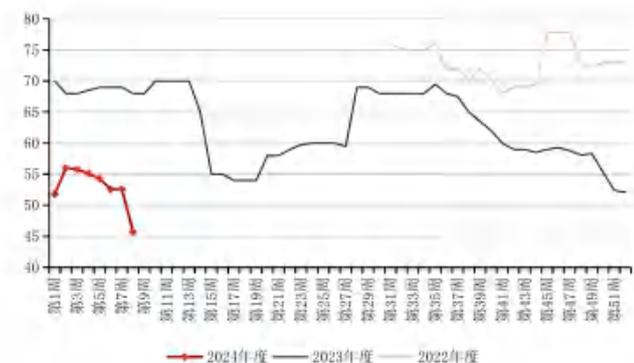
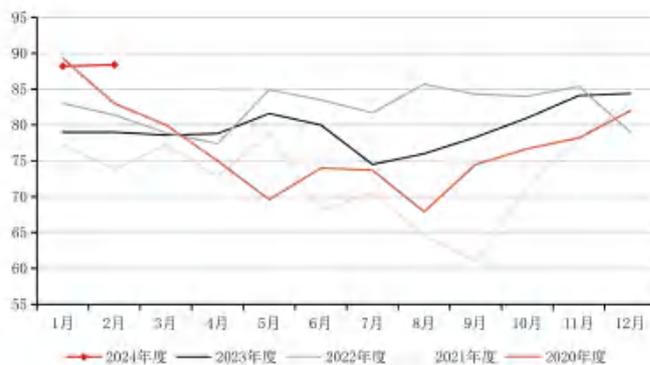
图表 32：纯碱重质化率（%）

图表 33：卓创：纯碱生产理论成本（元/吨）

图表 34：卓创：纯碱生产理论毛利（元/吨）


数据来源：隆众资讯，我的钢铁，国联期货研究所

2 月份纯碱平均表需受春节假期影响出现季节性下滑，其中轻碱表需同环比下滑显著。截至 2 月底，2 月纯碱周均表需 61.4 万吨，环比 1 月-7.79%，农历同比 2023 年同期+1.65%；其中重碱周均表需 36.06 万吨，环比 1 月-3.92%，同比 2023 年农历

同期+7.91%；轻碱平均周度表需 25.34 万吨，环比 1 月-12.83%，同比 2023 年农历同期-6.17%。

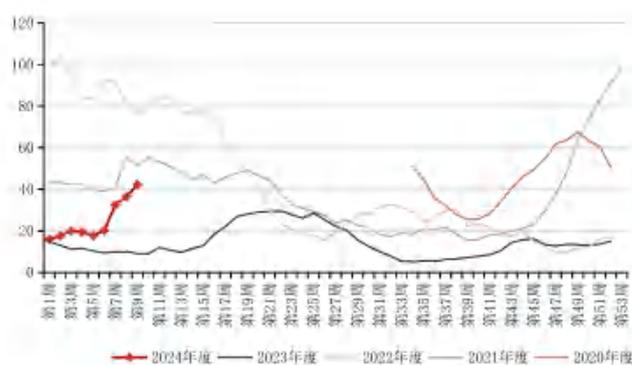
重碱端需求来看，2 月份浮法玻璃产量趋稳，光伏玻璃产线日熔量上行，浮法玻璃和光伏玻璃日产量总计增加。截至 2 月底，浮法及光伏玻璃日消耗重碱约 5.40 万吨，环比 1 月底 5.35 万吨增加 0.93%。轻碱端个别下游产业来看，2 月份碳酸锂开工率环比 11 月显著下行；2 月味精开工率 88.4%，环比 1 月上行 0.2%，同比增加 9.4%。

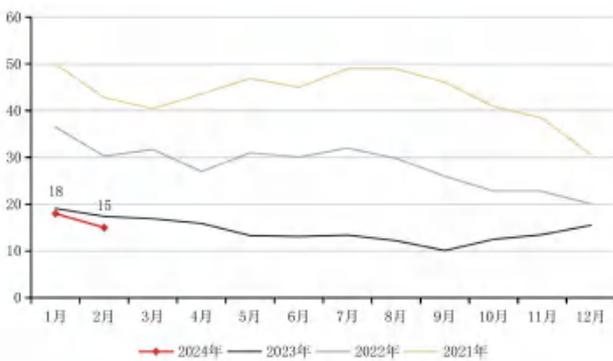
图表 35：浮法+光伏玻璃总日熔量（万吨）

图表 36：浮法+光伏玻璃推测纯碱日耗量（万吨）

图表 37：碳酸锂开工率（%）

图表 38：味精开工率（%）


数据来源：隆众资讯，我的钢铁，国联期货

库存表现来看，2024 年 2 月份纯碱产业链库存重心上移。上游库存来看，高供应下春节期间碱厂大幅累库。截至 2 月 29 日，纯碱厂库存 84.76 万吨，环比增加 120.25%，同比增加 214.34%。其中重碱库存 42.26 万吨，环比增加 131.67%，同比增加 342.98%；轻碱库存 42.50 万吨，环比增加 109.95%，同比增加 143.91%。节后，中下商在现货价格整体阴跌氛围下，持货意愿有限，贸易商库存水平维持低位，下游消耗前期补库库存，卓创口径截至 2024 年 2 月底样本玻璃厂纯碱库存天数 15 天，环比 1 月下行 3 天。

图表 39：碱厂总库存（万吨）

图表 40：碱厂重碱库存（万吨）

图表 41：碱厂轻碱库存（万吨）

图表 42：卓创：样本浮法玻璃厂纯碱库存天数（天）


数据来源：隆众资讯，卓创资讯，我的钢铁，国联期货研究所

2.2 纯碱 3 月供需展望：供应过剩 关注空看风险

2.2.1 纯碱估值：关注原料季节性

原盐方面，湖盐和海盐由于其晾晒工艺所以受天气影响较大，产能利用率有较明显的季节性。海盐在 11 月到次年 3 月份期间基本是没有产出的；海盐的生产有春秋两个旺季，分别对应 4-6 月份和 9-10 月份。因此从山东地区海盐价格表现来看，一般海盐价格在春季进入生产旺季时松动，个别年份 4 月前盐厂主动降价出货降库存。但短期来看 3 月原盐价格一般偏稳运行。

煤炭方面，3 月随着天气转暖，供暖用煤需求下滑，煤炭度过需求旺季，价格或进一步松动。但年后煤炭供应端事件频出，需要关注煤矿供应端扰动对煤价的影响。

另外海外天然气价格的季节性来看，3 月海外天然气价格一般偏弱运行，意味着

海外纯碱生产成本预期下行。在海内外纯碱供应皆过剩的格局下，国内碱厂要关闭纯碱进口套利窗口并重新加码纯碱出口，将面临更大的降价压力。

短期来看，春季纯碱原料端原盐和煤炭价格有下行风险，纯碱估值中枢或有下移空间。

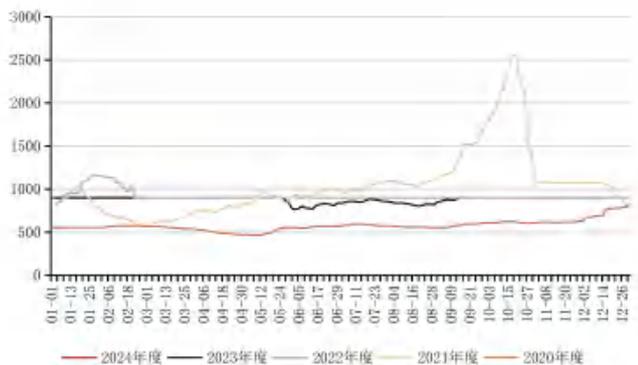
图表 43：原盐产量（万吨）



图表 44：山东海盐低端价（元/吨）



图表 45：秦皇岛港 Q>5500 动力煤参考价格（元/吨）



图表 46：NYMEX 天然气主力合约收盘价（美元/百万英热）



数据来源：隆众资讯，卓创资讯，我的钢铁，国联期货研究所

2.2.2 供需基本面边际好转带来的反弹风险

检修增加带来供应下行：

就新增产能计划来看，2024 年将延续 2023 年的产能扩张周期。产能上行的大趋势下，需要关注产能利用率变化带来的供应扰动。2 月份碱厂检修较少是纯碱供应维持高位的一大原因。需要警惕碱厂在库存压力影响下通过纯碱消化库存，导致纯碱供应下行的风险。

图表 47：纯碱新产能投产一览表（更新至 2024 年 2 月底）

公司	产能	性质	工艺路线	投产时间	备注
湘渝盐化	10	新投产	联碱法	已投产	预期 2024 年上半年达产
江苏德邦	60	搬迁项目投产	联碱法	预期 2024 年一季度季度投产	
金山四期	50	技改扩产	联碱法	乐观预期 4 月中	
天然碱塔木素一期	500	新投产	天然碱法	2 月下旬四线投料	
连云港碱业	110	搬迁, 产能置换	联碱法	2024 年投产	
阜丰集团	30	新投产	联碱法	预计 2024 年一季度投产	自用全轻碱

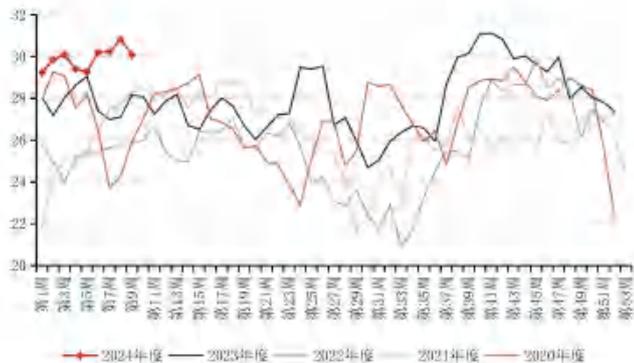
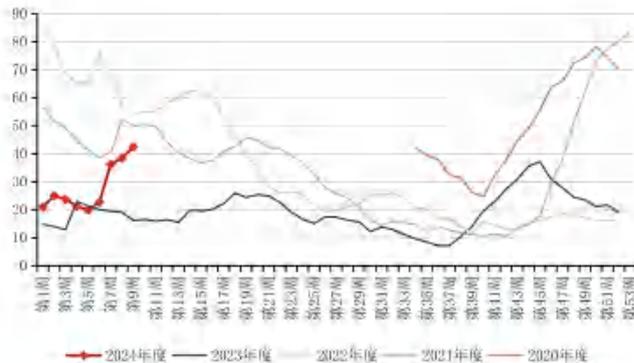
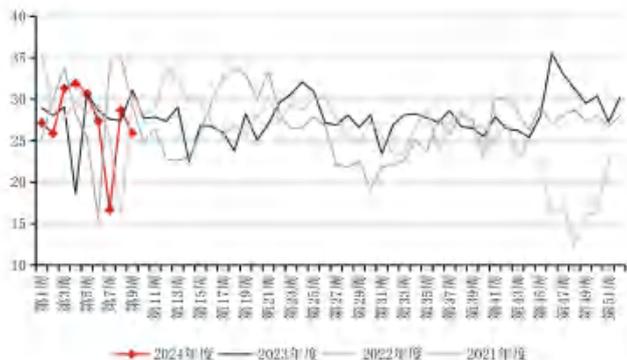
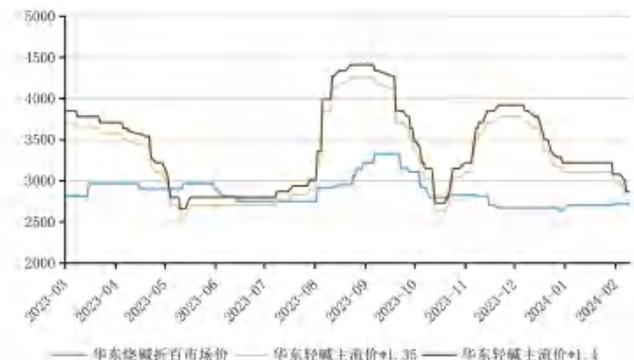
数据来源：隆众资讯，卓创资讯，我的钢铁，国联期货研究所

轻碱需求强势：

比对历年产量，2023 年的产能扩张主要集中在重碱端，轻碱产量相比 2023 年略有提升但整体增量不大。当前轻碱上游库存仍处在历史中等水平，若轻碱需求表现超预期，或导致轻碱供需相比重碱强势，二者价差收缩，碱厂生产轻碱性价比高于重碱，从而调低重质化率，降低重碱产出。

另外随着轻碱价格阴跌，轻碱和烧碱的相对价差缩小，若后续轻碱价格持续下行，对于二者共同下游而言，轻碱将重现性价比，部分下游需求从烧碱向轻碱转移。

但另一方面，经历 2023 年的产能大扩张，目前重碱产量同比 2023 年同期有大幅提升，总体重碱供应过剩的局面较难改变。基本面边际变化或在深贴水下带动盘面阶段性反弹，但难止碱价下行大趋势。

图表 48：轻碱产量（万吨）

图表 49：轻碱库存（万吨）

图表 50：轻碱出货量（万吨）

图表 51：华东轻碱-烧碱价差（元/吨）


数据来源：隆众资讯，我的钢铁，国联期货

2.3 纯碱平衡表回顾和展望

纯碱 2 月份基本面呈现季节性的供增需减，基本面边际走弱。2 月纯碱供应约为 297.44 万吨，日均供应 10.26 万吨，环比 1 月增长 4.55%，同比增长 21.47%。需求端，2 月节假日影响纯碱表需季节性回落，约为 251.16 万吨，环比-13.11%，同比+0.13%。

后市展望来看，高供应下，纯碱基本面预期继续走弱，当前现货生产及盘面价格对标纯碱仍有生产利润，期现价格有向下驱动。3 月份预期纯碱供需双增，且在需求增量支撑下，3 月份纯碱纯碱供需环比 2 月边际走强，库存积累速度将放缓。需要关注深跌水下，基本面边际好转带来的反弹风险。

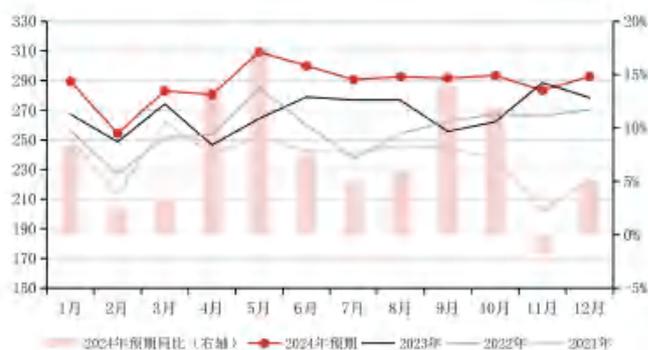
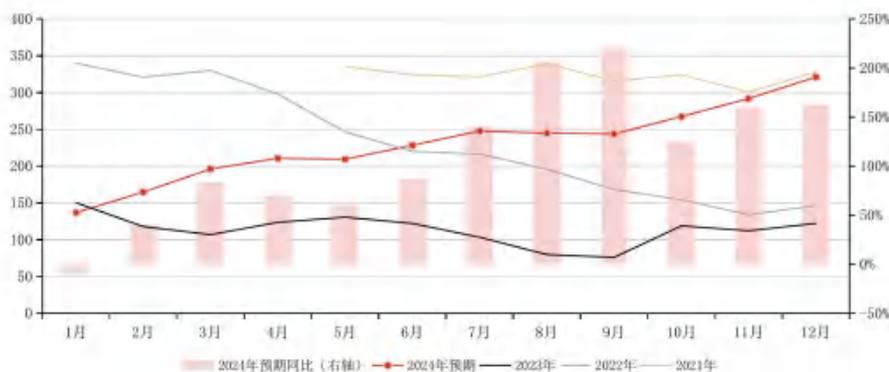
策略上来看，供应过剩估值承压的背景下，纯碱单边维持偏空看待，深贴水下关注基本面阶段性边际好转带来的反弹风险；跨月合约 05-09 的反套继续持有，逢高适时离场。

关注风险点：**1.** 春检带动供应收缩带来的价格上行风险；**2.** 环保端带来的供应扰动；**3.** 两会前宏观预期带来的情绪提振；**4.** 轻碱端低库存下，节后需求表现强势或对重碱供应产生挤兑。

图表 52：纯碱 2024 年供需平衡表测算

2024 年	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
纯碱产量	304.20	297.44	310.37	305.95	322.85	314.77	301.62	286.54	295.95	329.36	322.70	329.48
重碱产量	172.94	171.97	176.61	174.98	185.50	180.46	169.75	159.75	164.83	186.73	186.01	190.50
浮法玻璃产量	537.02	536.94	541.79	525.00	539.40	516.00	528.55	525.45	505.50	519.25	499.50	513.05
光伏玻璃产量	301.51	301.36	306.62	300.03	314.99	309.93	323.98	327.70	320.73	335.14	327.93	340.72
玻璃重碱需求	167.05	167.00	169.30	164.53	170.59	164.47	169.65	169.67	164.21	169.70	164.25	169.07
重碱净进口	8	22.6	17.6	6.4	-3.1	-4.3	-4.3	-4.3	-4.3	0.2	-4.3	-4.3
重碱表需	159.05	144.40	151.70	158.13	173.69	168.77	173.95	173.97	168.51	169.50	168.55	173.37
重碱供需差	13.89	27.57	24.90	16.85	11.82	11.69	-4.20	-14.22	-3.68	17.23	17.46	17.13
轻碱产量	131.26	125.47	133.77	130.97	137.34	134.32	131.87	126.79	131.11	142.63	136.70	138.97
轻碱表需	130.48	110.00	131.36	122.47	135.67	131.18	116.75	118.71	123.13	123.95	114.92	119.37
轻碱供需差	0.78	15.47	2.41	8.49	1.67	3.14	15.13	8.09	7.98	18.69	21.78	19.60
纯碱供需差	14.67	43.04	27.31	25.35	13.49	14.83	10.93	-6.13	4.31	35.91	39.24	36.73

图表 53：纯碱 2024 年供应推演

图表 54：纯碱 2024 年表需推演

图表 55：纯碱 2024 年表需推演


数据来源：国联期货研究所

免责声明

本报告中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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究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。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

联系方式

国联期货研究所无锡总部

地址：无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 6 楼（214121）

电话：0510-82758631

传真：0510-82758630

国联期货研究所上海总部

地址：上海市浦东新区滨江大道 999 号高维大厦 9 楼（200135）

电话：021-60201600

传真：021-60201600