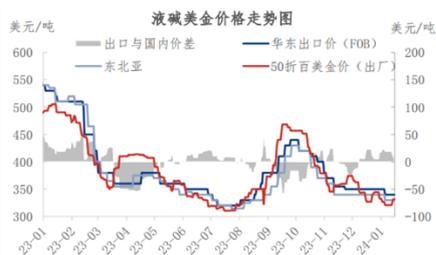


短期储备货支撑 长期驱动不足

12月下旬氧化铝价格上涨、利润提升，产业链期待利润向上游传导，烧碱被带动价格得到抬升。但是这一轮氧化铝上涨不是需求驱动，而是受铝土矿紧张和环保影响导致的供应减产。尤其是铝土矿紧张的情况短时间内难以缓解，氧化铝短时间内较难实现提产，难以对烧碱需求产生明显支撑。同时，近期烧碱现货压力一直较大，产业链维持高产量、高库存的格局，现货跟涨乏力，当盘面给到较高升水时，吸引套保和无风险套利资金入场。因此，有了1月上旬烧碱高位下跌的走势。但烧碱产业链在低利润格局下，供应弹性受利润影响大，底部存在较强的成本支撑；加上烧碱仓单成本高，烧碱基差维持弱勢的格局将延续。近期中下游春节前备货表现较为积极，且存在装置供应不稳等情况，烧碱库存下滑，压力减轻，1月中旬烧碱价格呈现低位抬升走势。从基本面来看，短期存在一定的利好，但支撑市场持续上行的驱动不足。

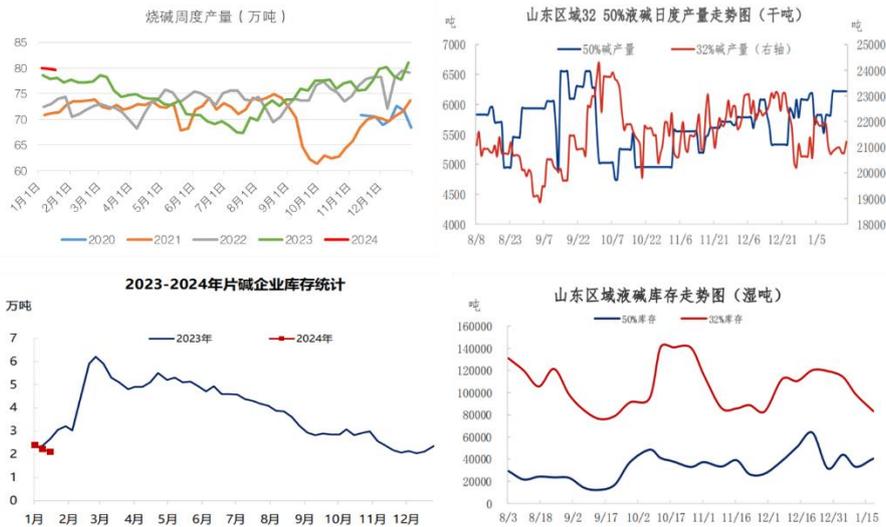
1、50-32 碱价差扩大 对 32 碱形成支撑

一月份烧碱价格先抑后扬，上周价格上涨，高浓度液碱价格走强，低浓度液碱略涨，高低浓度液碱价差扩大。截至1月19日，期货主力SH2405收于2769（较上周五+60）元/吨；山东32%液碱主流价740（环比上周五+10）元/吨，折百价2313（环比上周五+31）元/吨；山东50%液碱主流价1210（环比上周五+40）元/吨，折百价2420（环比上周五+80）元/吨，西北98%片碱主流价2750（环比上周五+20）元/吨。出口价格上调，50%液碱出口FOB 335（+5）美元/吨，固碱出口480（+20）美元/吨。近期液碱FOB中国价格已经跌至年内相对低位，叠加运输以及天气部分因素影响，液碱出口询盘消息有所增加；并且临近春节，下游储备货需求。因此，近期存在一定集港需求，出口价格和高浓度碱价格走强，支撑32%液碱价格上调。



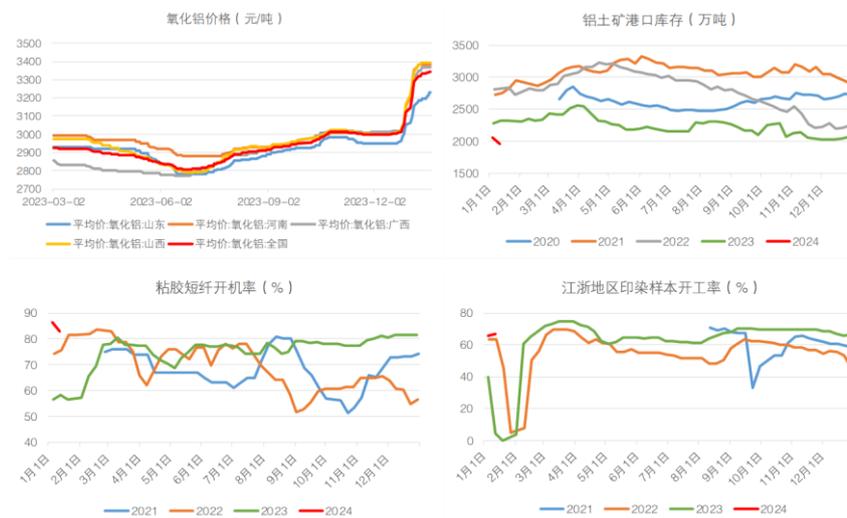
2、上游装置不稳 库存压力减小

截至1月18日，中国20万吨及以上烧碱样本企业周度产能利用率为85.9%（+0.1个百分点），周度损失量13.06万吨（+2.59%），周产量79.68万吨（+0.1%），同比处于高位。烧碱库存高位去化，全国20万吨及以上液碱样本企业总计库存35.24万吨（湿吨），环比-6.05%，同比+26.02%。片碱企业库存2.11万吨，环比-4.8%，同比-20.6%。近期上游产量损失量增大，库存压力不大，且排产来看50碱增加32碱下降，对32%烧碱价格存一定支撑。后期随着春节到来，上游检修进一步减少，而下游需求进一步走弱，产业链仍面临累库压力。



3、下游开工弱稳 节前备货增加

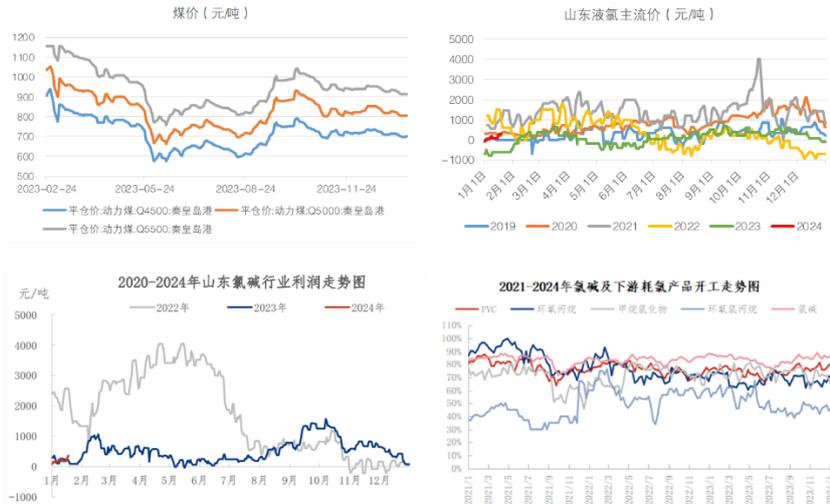
1月11日起32%液碱山东主力下游采购价700(-10)元/吨,折百2188(-31)元/吨,大厂液碱到货量近日下滑。1月江苏粘胶短线采购价32%液碱采购价2453(-94)元/吨。山西、河南地区部分氧化铝工厂1-2月份液碱订单价格较2023年12月下调260元/吨。氧化铝建成产能10342万吨,运行产能7635万吨。隆众数据氧化铝开工率73%,近期持稳。铝土矿价格暂稳,氧化铝现货坚挺,利润较好。当前在高利润驱使下,氧化铝企业提高产量意愿强烈,但矿石整体供应紧张局面难有改善,目前原料供应难以支撑氧化铝企业大规模复产。烧碱非铝需求弱稳,粘胶短纤周度产能利用率83.03%(-1.88个百分点),江浙地区综合开机率为65.65%(环比持平)。后期来看,进入春节行情,下游刚性需求将进一步转弱,对烧碱需求量易跌难涨。备货需求来看,虽然下游储罐有限,但仍存一些节前低价补货的需求,对市场低价有支撑。



4、烧碱估值低位 下方支撑较强

烧碱利润略涨,仍处于低位水平。上周山东氯碱企业周平均毛利在238元/吨,较上周+40元/吨,环比+20%。一方面是液碱价格提升,另外液氯价格周内受下游采购积极性提升也出现上调,故周内整体来看氯碱利润呈现上行趋势。液氯江苏100(环比上周五+150)元/吨,山东300(环比上周五+200)元/吨。液氯下游PVC粉本周整体开工率79.79%环比减少0.37%,同比增加2.62%。后期来看,烧碱及液氯等下游仍存在少量备货需求,短期对烧碱和液氯价格仍有一定的支撑,氯碱利润或维持,但备货支撑减弱后,预计产业弱现实将进一

步显现，价格将进一步承压。而氯碱利润整体水平来看，依旧处于低位，氯碱装置开工对氯碱利润水平相对敏感，后期烧碱利润能够压缩的空间有限，因此对烧碱价格底部的支撑较强。



总的来看，冬季上游装置检修计划减少，产量供应维持高位，下游氧化铝受矿石不足和环保限产影响开工不足，非铝需求提升有限，外需未有出口放量。从备货节奏看，春节前下游或仍有一定备货需求，对高浓度碱存支撑，低浓度碱预计将持稳。节后有累库压力，关注节后下游需求改善情况。从期现角度看，烧碱供应弹性受库容、利润影响较大，仓单成本高，预计盘面会维持一定升水；而随着交割库的增加，交割风险有所缓解，过高升水仓单将增加，后期临近交割随着期现资金的参与，基差将逐步收敛。因此，短期预计维持震荡，关注 2650-2850 区间。

从长周期来看，烧碱供需转向宽松，2023 年产能 4791 万吨，未来几年新增投产计划仍然不少，2024 年烧碱新增产能增速预计在 3% 左右；2023 年烧碱平均产能利用率在 82% 左右，存量产能开工弹性较大，烧碱供应整体来讲较为充足。需求方面看，需求增速预计不及产能增速。国内需求将延续小幅改善，氧化铝依旧受铝土矿供应、环保检修等影响，对应烧碱需求提升较小；纺织方面延续内强外弱，对应烧碱需求增速放缓；纸浆待投产产能较高，对烧碱需求有一定提振；新能源行业有增长潜力，但占烧碱需求的比例低，拉动作用有限；海外需求增长有限，出口难有亮点。2024 年烧碱价格或延续 2023 年波动区间，但供需错配的机会或仍不少，波动预计加剧。

数据来源：隆众资讯，卓创资讯，百川资讯，IFIND，公开资料整理，长江期货

曹雪梅，长江期货股份有限公司能化研究员，Z0015756。化学专业工学硕士、理学学士，2018 年开始从事 PVC、烧碱等品种的研究工作，擅长基本面分析，在产业研究和风险管理等方面有较丰富的经验，连续多年获评期货日报、证券时报最佳工业品分析师。

20240119