

**2024 年烧碱年报：****蓄势待发，关注供应弹性带来的多头机会****主要逻辑：**

2023 年烧碱现货价格跌幅明显，走势先抑后扬再抑。期货上市后冲高回落趋于震荡。2023 年国内烧碱供需均小幅增长，下游氧化铝需求增长有限，非铝需求表现尚可。受内外价差缩小影响，2023 年国内烧碱出口回落近 24%，对现货价格形成明显拖累。

展望 2024 年，国内烧碱供需或延续小幅增长趋势。从供应端看，国内烧碱仍处于产能扩张期。2024 年国内烧碱产能预计将增加 250 万吨，产能增速约 5%，投放多集中在上半年。考虑开工率和投产时间等因素，预计烧碱产量增速约 3%。从需求端看，2024 年国内外宏观情况或有望改善。海外降息和国内稳增长政策影响下，国内烧碱需求将小幅增加，新能源、粘胶短纤、化工等非铝行业或是需求的主要增量来源。预计 2024 年需求增速约 4%。结合汇率和内外价差分析，预计出口减少 48 万吨至 200 万吨左右。

综合来看，2024 年烧碱供需延续小幅增长趋势，宏观改善抬升估值，阶段性的供应减少或驱动价格上行。预计 2024 年山东 32%液碱折百价运行区间在 2200-3500 元/吨，期货主力合约参考区间 2300-3500 元/吨运行。

**行情展望：**

1. 基于烧碱供需延续增长和估值上升的逻辑，年内重点关注 09 合约多头机会，下游关注买入套保机会。SH2405/2409 合约下方重点关注 2300-2400 元/吨的支撑。

2. 基于锁定利润的角度，上游企业关注期价大幅拉升后卖出套保的机会。

3. 首次交割价格波动或较大，临近交割可重点关注期权双买策略。

**风险提示：**

需求增长不及预期、宏观不及预期、首次交割风险等。

**能化 2024 年年报**

作者姓名：胡鹏

邮箱：hupeng@csc.com.cn

期货从业信息：F03086797

期货交易咨询从业信息：Z0019445

电话：023-81157315

本报告完成日期：2023 年 12 月 24 日

## 目 录

一、2023 年烧碱行情回顾：价格重挫，波动明显 .....	1
二、尚处产能扩张周期，2024 年供应或小幅增加 .....	2
1. 全球烧碱供应增速趋于放缓，中国贡献主要增量 .....	2
2. 供应弹性增大，关注估值和检修变动 .....	4
3. 氯碱平衡：“以碱补氯”或仍是主流选择 .....	5
三、宏观预期改善，2024 年需求或小幅增加 .....	8
1. 氧化铝产量增速放缓，终端需求尚有增长预期 .....	8
2. 非铝下游基本面有所改善，需求或小幅增加 .....	10
3. 内外价差较小，出口或延续下降趋势 .....	12
四、供需延续小幅增长趋势，价格重心上移 .....	14
1. 总结：2023 年供需小幅增长，出口回落 .....	14
2. 展望：2024 年供需小幅增长，估值中心上移 .....	14
3. 策略：偏多思路对待 .....	14

## 图 表 目 录

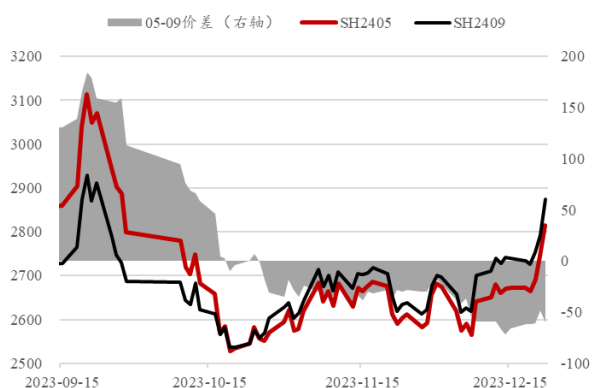
图表 1: 2023 年烧碱期货合约收盘价及价差 (元/吨)	1
图表 2: 2021-2023 年国内 32%液碱市场折百价 (元/吨)	1
图表 3: 2021-2023 年山东 50-32 液碱折百价差 (元/吨)	1
图表 4: 2023 年烧碱期货合约基差 (元/吨)	1
图表 5: 2007-2023 年全球烧碱产能及增速 (万吨; %)	2
图表 6: 2007-2023 年全球烧碱产量及增速 (万吨; %)	2
图表 7: 2023 年全球烧碱产能地域分布 (%)	2
图表 8: 2023 年全球烧碱产量地域分布 (%)	2
图表 9: 2007-2023 年中国烧碱产能及增速 (万吨; %)	3
图表 10: 2007-2023 年中国烧碱产量及增速 (万吨; %)	3
图表 11: 2023 年全国烧碱新增产能投放情况 (万吨/年)	3
图表 12: 2024 年全国烧碱新增产能投放计划 (万吨/年)	3
图表 13: 2020-2023 年山东液氯和烧碱现货价格 (元/吨)	4
图表 14: 2019-2023 年山东氯碱综合利润 (元/吨)	4
图表 15: 2019-2023 年中国烧碱开工负荷率 (%)	4
图表 16: 2019-2023 年中国烧碱周度产量 (万吨)	4
图表 17: 近期氯碱装置检修情况	5
图表 18: 氯碱产业链流程	5
图表 19: 离子交换膜电解法烧碱生产工艺流程	5
图表 20: 2020-2023 年 PVC 现货价格 (元/吨)	6
图表 21: 2019-2023 年山东电石法 PVC 生产利润 (元/吨)	6
图表 22: 2019-2023 年 PVC 产能利用率 (%)	6
图表 23: 2020-2023 年 PVC 库存 (万吨)	6
图表 24: 2019-2023 年环氧丙烷开工负荷率 (%)	7
图表 25: 2019-2023 年环氧丙烷生产利润 (元/吨)	7
图表 26: 2021-2023 年环氧氯丙烷开工负荷率 (%)	7
图表 27: 2021-2023 年环氧氯丙烷生产利润 (元/吨)	7
图表 28: 2007-2023 年中国烧碱消费量及增速 (万吨; %)	8
图表 29: 2023 年中国烧碱下游消费结构 (%)	8
图表 30: 2011-2023 年中国氧化铝产能及增速 (万吨; %)	9
图表 31: 2011-2023 年中国氧化铝产量及增速 (万吨; %)	9
图表 32: 2019-2023 年氧化铝月度产量及增速 (万吨; %)	9
图表 33: 2019-2023 年铝土矿供应结构变化 (万吨; %)	9
图表 34: 2019-2023 年氧化铝市场价格 (元/吨)	10
图表 35: 2019-2023 年氧化铝生产成本与利润 (元/吨)	10
图表 36: 2019-2023 年氧化铝周度产量 (万吨)	10
图表 37: 2019-2023 年氧化铝生产利润 (元/吨)	10
图表 38: 2019-2023 年氧化铝开工负荷率 (%)	10
图表 39: 2019-2023 年氧化铝港口库存 (万吨)	10

图表 40: 2019-2023 年粘胶短纤月度产量及增速（万吨；%） .....	11
图表 41: 2019-2023 年粘胶短纤市场价格（元/吨） .....	11
图表 42: 2019-2023 年粘短负荷指数（%） .....	11
图表 43: 2019-2023 年江浙织机开机率（%） .....	11
图表 44: 2019-2023 年粘短物理库存指数（天） .....	11
图表 45: 2019-2023 年华东粘胶短纤生产利润（元/吨） .....	11
图表 46: 2019-2023 年纸浆月度产量及增速（万吨；%） .....	12
图表 47: 2019-2023 年机制纸月度产量及增速（万吨；%） .....	12
图表 48: 2019-2023 年纸浆生产利润（元/吨） .....	12
图表 49: 2019-2023 年纸浆工厂库存（万吨） .....	12
图表 50: 2011-2023 年中国烧碱出口量及增速（万吨；%） .....	13
图表 51: 2019-2023 年中国烧碱出口量与美元兑人民币汇率 .....	13
图表 52: 2019-2023 年东北亚烧碱与印度市场价（美元/吨） .....	13
图表 53: 2019-2023 年中国烧碱出口利润（元/吨） .....	13
图表 54: 2017-2024 年烧碱供需平衡表（万吨） .....	14

## 一、2023 年烧碱行情回顾：价格重挫，波动明显

2023 年 9 月 15 日，烧碱期货正式在郑州商品交易所挂牌上市。主力合约 SH2405 价格从 9 月 15 日的挂牌基准价 2950 元/吨一度冲高至 9 月 20 日的 3148 元/吨，随后持续回落，10 月 20 日触及 2504 元/吨低点。11 月至 12 月中旬，烧碱期货价格低位震荡运行，运行区间在 2500-2750 元/吨。12 月 22 日，SH2405 盘中一度冲高至 2972 元/吨，尾盘回落至 2814 元/吨。以基准价 2950 元/吨计算，截至 12 月 22 日，烧碱期货上市后主力合约跌幅 4.61%。

图表 1：2023 年烧碱期货合约收盘价及价差（元/吨）



数据来源：Wind、中信建投期货

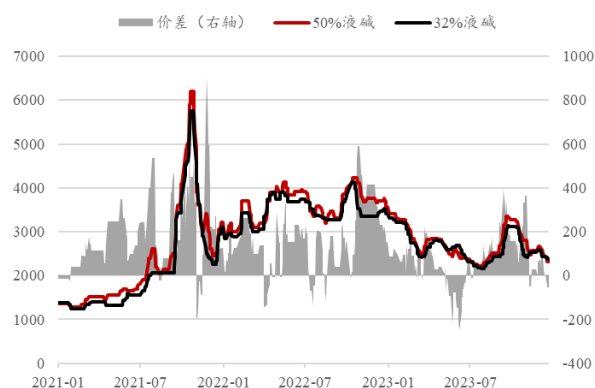
图表 2：2021-2023 年国内 32%液碱市场折百价（元/吨）



数据来源：钢联、中信建投期货

现货方面，2023 年烧碱价格跌幅明显，走势先抑后扬再抑。年初受需求淡季、经济复苏不及预期等因素影响，烧碱现货价格呈现下跌趋势。受能源价格下跌影响，二季度海外电价回落导致国内出口同比减少，国内库存处于高位，烧碱价格延续下行。三季度氯碱综合利润下探至低位，受检修增加、需求改善等驱动，烧碱价格迎来反弹。随着检修高峰期结束和新增装置投产出货，伴随氧化铝冬季减产和淡季需求走弱，10 月中旬后烧碱现货价格明显回落。截至 12 月 22 日，山东 32%液碱折百价累计下跌 1031 元/吨至 2375 元/吨，跌幅约 30.28%。

图表 3：2021-2023 年山东 50-32 液碱折百价差（元/吨）



数据来源：钢联、中信建投期货

图表 4：2023 年烧碱期货合约基差（元/吨）



数据来源：Wind、钢联、中信建投期货

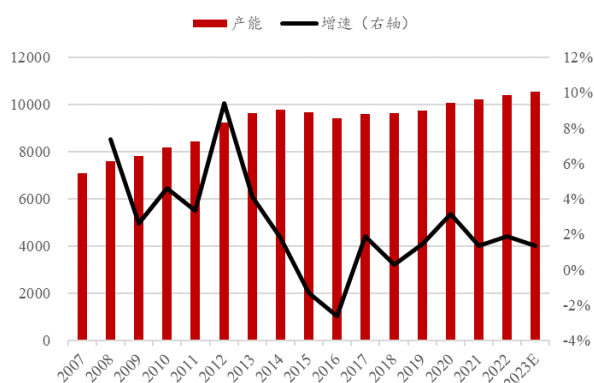
从价差来看，2023 年山东 50%和 32%液碱折百价差也呈现宽幅震荡的特征，年内价差一度升至近 400 元/吨，最低跌至-248 元/吨。基差方面，烧碱期货上市后，现货与期货的基差先强后弱，目前多数地区现货贴水期货运行。浙江现货与期货基差较大，但山东、浙江、江苏、河北四大烧碱主要产销省份的基差走势基本一致。

## 二、尚处产能扩张周期，2024 年供应或小幅增加

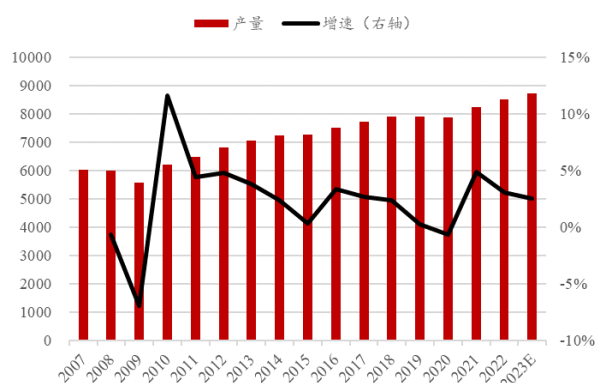
### 1. 全球烧碱供应增速趋于放缓，中国贡献主要增量

近年全球烧碱仍处于产能扩张周期，但增速趋缓，中国贡献了主要的产能增量。彭博数据显示，2019-2023 年，全球烧碱产能从 9762 万吨增加至 10538 万吨，累计增加 776 万吨，增幅 7.95%，年均增速为 1.54%；产量从 7923 万吨增加至 8733 万吨，累计增加 620 万吨，增幅 10.21%，年均增速为 1.96%。预计 2023 年全球产量较 2022 年增加 216 万吨，增幅 2.53%。

图表 5：2007-2023 年全球烧碱产能及增速（万吨；%）



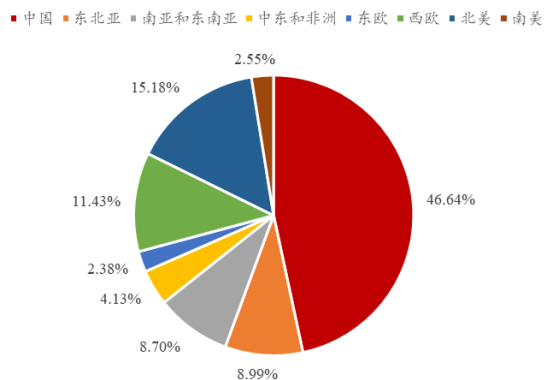
图表 6：2007-2023 年全球烧碱产量及增速（万吨；%）



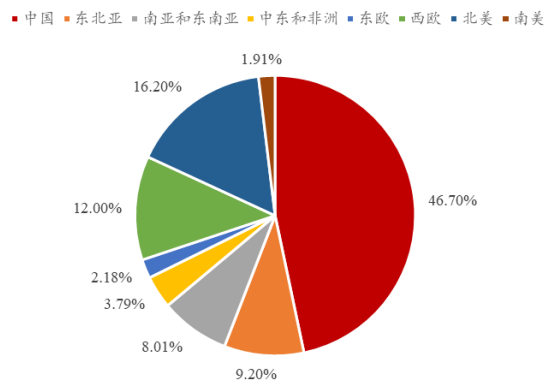
数据来源：Bloomberg、中信建投期货

数据来源：Bloomberg、中信建投期货

图表 7：2023 年全球烧碱产能地域分布（%）



图表 8：2023 年全球烧碱产量地域分布（%）



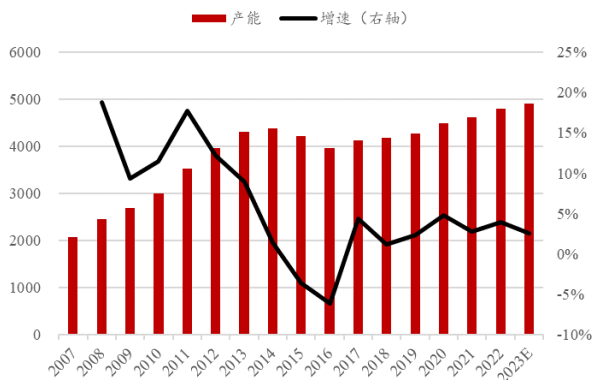
数据来源：Bloomberg、中信建投期货

数据来源：Bloomberg、中信建投期货

中国是全球最大的烧碱生产和消费国，烧碱产能和产量均居世界第一，2023 年中国烧碱产能占全球产能比重近 47%。百川盈孚数据显示，2023 年中国烧碱产能为 4915 万吨，较 2022 年增加 121 万吨，增幅 2.52%。国家统计局数据显示，2023 年前 11 个月中国烧碱累计产量为 3727 万吨，同比增加 93 万吨，增幅 2.56%。预计 2023 年产量为 4078 万吨，同比增加 97 万吨，增幅 2.45%。近 5 年中国对全球产能增量的贡献率高达 76.67%，未来 2-3 年中国烧碱产能仍有增量空间，将继续带动全球烧碱供应增加。

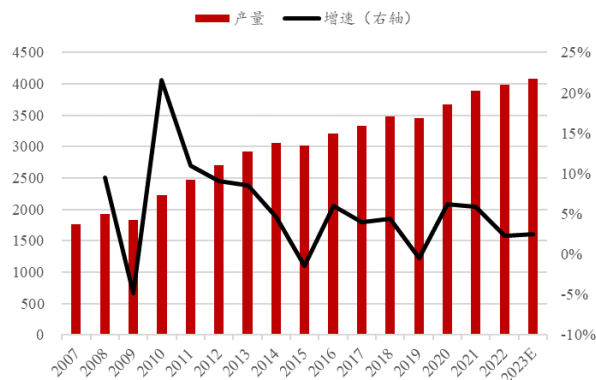
根据百川盈孚统计，2024 年国内烧碱产能将增加 250 万吨至 5165 万吨，产能增量大于 2023 年。按产能投放节奏测算，2024 年国内烧碱产量将升至 4188 万吨，增速 2.70%。

图表 9：2007-2023 年中国烧碱产能及增速（万吨；%）



数据来源：百川盈孚、中信建投期货

图表 10：2007-2023 年中国烧碱产量及增速（万吨；%）



数据来源：国家统计局、中信建投期货

图表 11：2023 年全国烧碱新增产能投放情况（万吨/年）

企业	区域	省份	新增产能	实际投产时间
衡阳建滔	华中	湖南	5	2023 年 1 月
广西华谊	华南	广西	30	2023 年 2 月
福建环洋	华东	福建	24	2023 年 2 月
黄骅金华	华北	河北	10	2023 年 4 月
江西九二	华东	江西	4	2023 年 4 月
岳阳巴陵华兴	华中	湖南	3	2023 年 5 月
九江九宏	华东	江西	15	2023 年 8 月
东南电化	华东	福建	30	2023 年 8 月
合计			121	

数据来源：百川盈孚、中信建投期货

图表 12：2024 年全国烧碱新增产能投放计划（万吨/年）

企业	区域	省份	新增产能	计划投产时间
宁夏华御	西北	宁夏	9	2024 年 1 月
陕西金泰	西北	陕西	60	2024 年 3 月
山东日科	华东	山东	20	2024 年 3 月
山东民祥	华东	山东	15	2024 年 6 月
河北临港	华北	河北	15	2024 年 6 月
东南电化	华东	福建	30	2024 年 6 月
江西九二	华东	江西	6	2024 年 6 月
四川鑫盛源	西南	四川	5	2024 年 8 月
天津渤化	华北	天津	30	2024 年 12 月
河南永银	华中	河南	10	2024 年 12 月
湖北葛化华祥	华中	湖北	20	2024 年 12 月
潜江仙桥	华中	湖北	10	2024 年 12 月
福建湄洲湾	华东	福建	20	2024 年 12 月
合计			250	

数据来源：百川盈孚、中信建投期货



## 2. 供应弹性增大，关注估值和检修变动

烧碱下游需求较为分散，需求端对价格的短期影响力度有限，但供应端对价格的影响更为显著。回顾近三年烧碱现货价格走势，2021年下半年烧碱价格影响大幅上涨，主要是受全国范围内的能耗双控和成本上升影响，当时烧碱供应明显下降，但下游需求较为刚性，价格大涨也不足为奇。2022年烧碱价格高位运行，整体呈现上涨趋势，主要是受俄乌冲突导致海外天然气价格飙升，国外烧碱供应减少、价格飙升，带动国内出口增加。由此可知，烧碱的大行情通常是由供应端驱动。随着全球范围内“碳中和”进程加快，高能耗的烧碱供应受影响的可能性增加，未来国外能源价格上行、国内能耗双控等政策都可能对烧碱价格形成利好。

与其它化工品类类似，烧碱的开工率是由其利润决定的，尤其是氯碱综合利润。当氯碱综合利润下降时，企业维持高开工率的意愿不足，开工率下降将对价格形成支撑；反之，利润大幅上升时，开工率上升将对价格形成压力。在产能变动不大、无外力干预的情况下，烧碱开工率和估值正相关，价格呈现上有顶下有底的特征。2023年6-7月，国内烧碱价格跌至低位，氯碱综合利润大幅下滑，企业检修增加，行业开工率一度降至76.2%的低位，供应减少对价格形成利好，8-9月国内烧碱现货价格大幅反弹。9-10月，烧碱现货价格和氯碱综合利润升至高位，带动开工率持续上行，库存低位回升，现货价格压力明显增加。

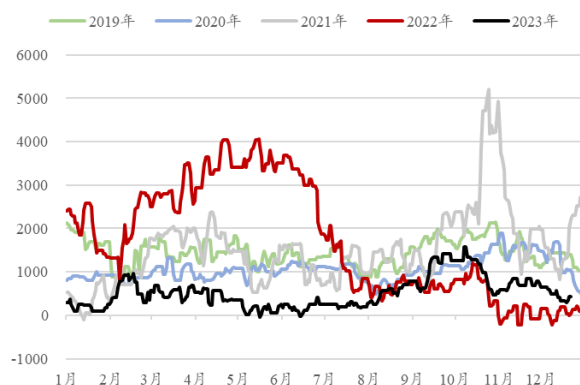
2024年烧碱产能将继续增加，供应呈现上升趋势，但利润下滑后的检修增加需持续关注。3-4月、7-8月行业检修通常较为集中，投资者需格外关注此阶段的检修力度。

图表 13：2020-2023 年山东液氯和烧碱现货价格（元/吨）



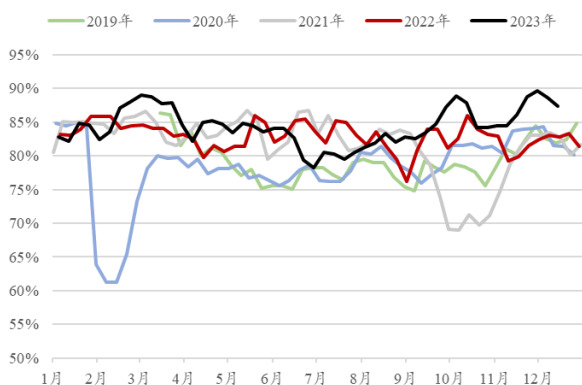
数据来源：钢联、中信建投期货

图表 14：2019-2023 年山东氯碱综合利润（元/吨）



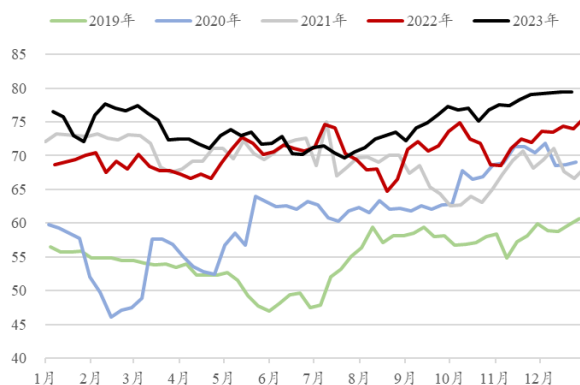
数据来源：钢联、中信建投期货

图表 15：2019-2023 年中国烧碱开工负荷率（%）



数据来源：卓创资讯、中信建投期货

图表 16：2019-2023 年中国烧碱周度产量（万吨）



数据来源：百川盈孚、中信建投期货



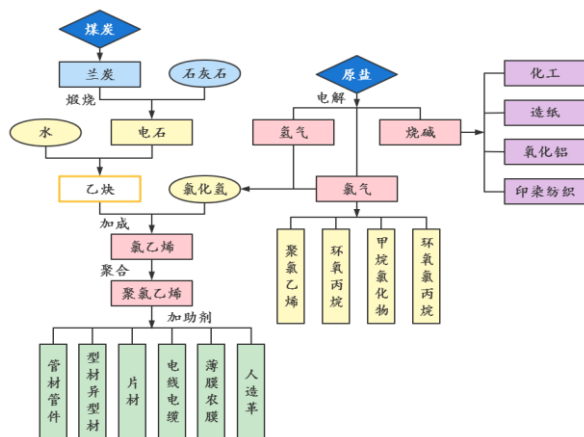
**图表 17：近期氯碱装置检修情况**

企业	区域	省份	产能（万吨/年）	检修情况
阳煤普阳	华北	山西	22	停产：装置全停，暂未有复工计划
福建湄洲湾	华东	福建	12	搬迁：2021 年 10 月全停搬迁，恢复时间待定
云南能投	西南	云南	10	复工：12 月 8 日-12 月 17 日全停检修，现负荷逐步提升中
巴陵石化	华中	湖南	10	检修：12 月 5 日-12 月 15 日停车检修，现装置恢复
浙江万华	华东	浙江	65	检修：11 月 15 日开始轮流检修，预计检修 45 天
江西理文	华东	江西	30	检修：12 月 17 日开始全停检修，预计检修至 12 月 25 日
田东锦盛	华南	广西	50	计划：2024 年 1 月全停检修，预计检修 15 天
映天辉	西南	重庆	20	计划：2024 年 1 月 1 日-1 月 10 日全停检修

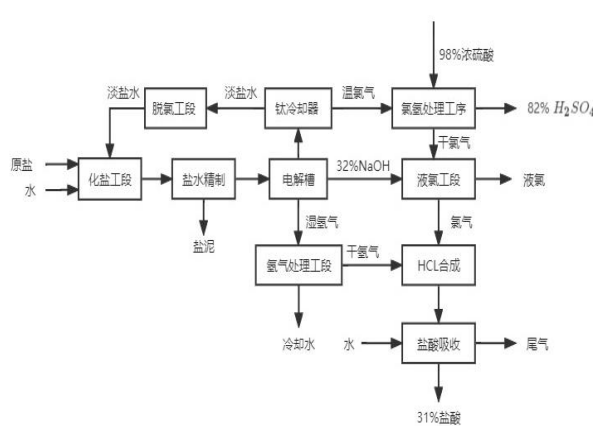
数据来源：百川盈孚、中信建投期货

### 3. 氯碱平衡：“以碱补氯”或仍是主流选择

目前，国内烧碱生产主要采用离子交换膜电解法工艺。一般而言，生产 1 吨烧碱同时产出 0.886 吨氯气。由于烧碱和氯气联产，但两者下游消费领域不同，其需求走势并不一致，若两者之一销售情况不佳，很有可能出现胀库风险。因氯气难以储存及运输，其易产难销的特征导致其价格波动较大，进而使氯碱装置综合利润波动较大。企业为寻求两者综合利润的最大化，通常会调节氯碱装置的开工负荷率。由于氯气储运不便，烧碱相对更易储存和长距离运输，某些生产企业会以氯气的需求量决定氯碱装置的开工率。因此，烧碱和液氯市场价格存在一种联动关系。

**图表 18：氯碱产业链流程**


资料来源：郑州商品交易所、中信建投期货

**图表 19：离子交换膜电解法烧碱生产工艺流程**


资料来源：公开资料整理、中信建投期货

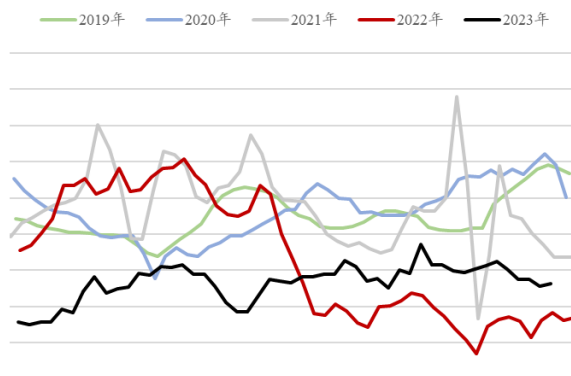
对比历史价格趋势，国内液碱和液氯的价格经常呈现背离状态，阶段性的“碱强氯弱”、“碱弱氯强”交替发生。2022 年底，液氯价格受 PVC 累库拖累而弱势运行，但液碱市场价格相对处于高位。即便上游原盐成本价格高位运行，氯碱企业为保证烧碱供应而保持高位开工率，从而导致联产的液氯出现供过于求的情况。当时企业多采取降价甚至倒贴运费的措施处理多余的液氯，山东液氯市场价格多次为负甚至一度触及-900 元/吨，导致氯碱综合利润较为微薄。2023 年初，液碱市场价格震荡下行，氯碱企业出于综合利润的考虑减少液碱供应，因而在新增装置陆续投产的条件下企业开工率短暂上行后又震荡回落。液碱产量减少的同时液氯产量减少，液氯价格短暂拉升，但仍受下游 PVC 拖累，液氯价格在二季度回落至负水平，液碱价格则小幅回升，综合利润仍低位运行。

2023 年三季度，氯碱市场迎来久违的“氯碱同涨”现象，主要是受检修增加、下游需求有所好转和宏观预期改善等因素影响。7 月国内氯碱装置检修计划较多，开工率一度降至 78.27% 的年内低位，供应减少、需求改善和库存去化对氯碱市场价格形成一定的支撑，氯碱综合利润亦受到提振。随着检修高峰期结束和新增装置投产出货，烧碱价格承压回落，而液氯价格仍持稳略升，主要是因为下游 PVC 亏损收窄、开工率有所回升。四季度市场呈现出“氯碱同跌”的走势，12 月再度出现“碱弱氯强”的走势。因前期氯碱综合利润回升，四季度烧碱开工率升至高位，供应压力增加。叠加下游需求走弱，近期烧碱现货价格表现弱势。液氯价格虽然未跌至负数，但由于 PVC 库存高累，环氧丙烷、环氧氯丙烷等下游利润和开工率仍然偏低，四季度液氯价格较高位也出现回落。

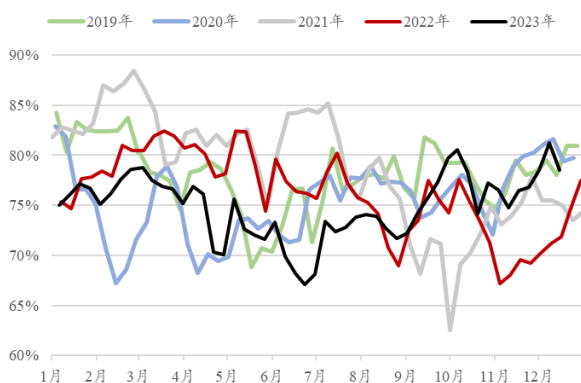
2024 年“以碱补氯”或仍是企业的主流选择。2024 年国内房屋竣工面积或小幅下降，对 PVC 需求增量有限，而当前 PVC 库存高累，开工率难以持续上升。基于氯碱综合利润选择，2024 年企业或选择挺价烧碱。

**图表 20：2020-2023 年 PVC 现货价格（元/吨）**

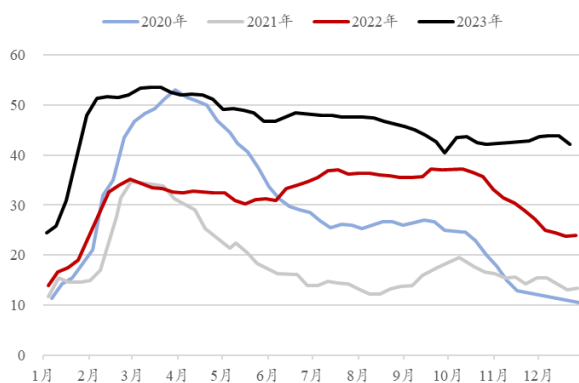

数据来源：Wind、中信建投期货

**图表 21：2019-2023 年山东电石法 PVC 生产利润（元/吨）**


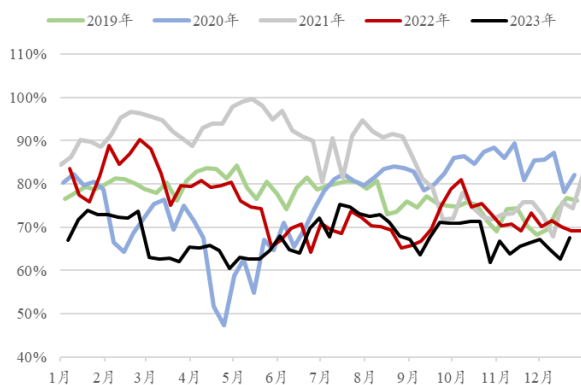
数据来源：钢联、中信建投期货

**图表 22：2019-2023 年 PVC 产能利用率（%）**


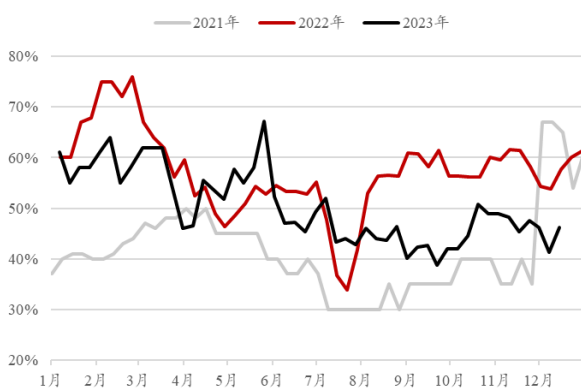
数据来源：钢联、中信建投期货

**图表 23：2020-2023 年 PVC 库存（万吨）**


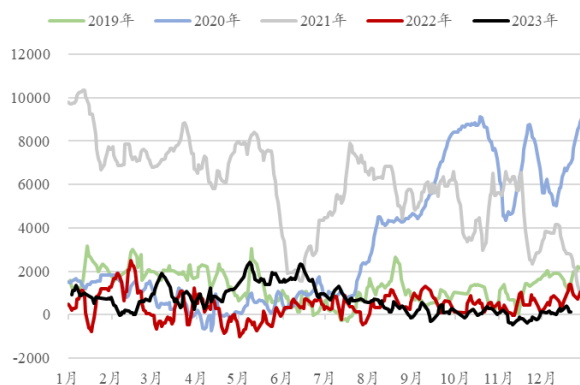
数据来源：Wind、中信建投期货

**图表 24：2019-2023 年环氧丙烷开工负荷率（%）**


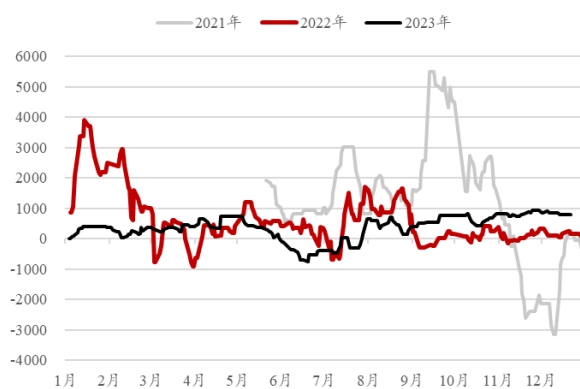
数据来源：钢联、中信建投期货

**图表 26：2021-2023 年环氧氯丙烷开工负荷率（%）**


数据来源：钢联、中信建投期货

**图表 25：2019-2023 年环氧丙烷生产利润（元/吨）**


数据来源：钢联、中信建投期货

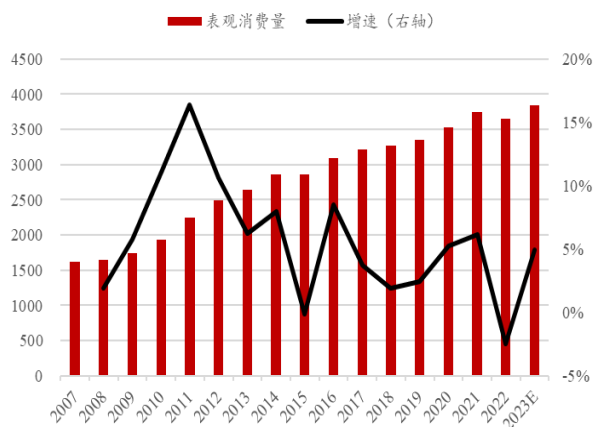
**图表 27：2021-2023 年环氧氯丙烷生产利润（元/吨）**


数据来源：钢联、中信建投期货

### 三、宏观预期改善，2024 年需求或小幅增加

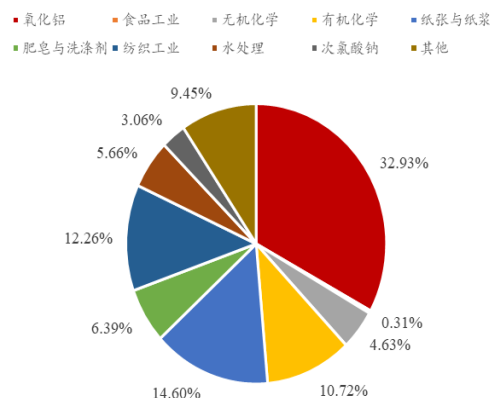
国内烧碱需求整体呈现较快增长的趋势。2023 年 1-10 月全国烧碱表观消费量为 3165 万吨，同比增加 115 万吨，增幅 3.78%。预计全年表观消费量为 3832 万吨，较 2022 年增长 4.79%，高于近 5 年平均增速 2.39%。从下游结构来看，国内烧碱消费以氧化铝行业为主，其次为化工、造纸、纺织等行业。2023 年氧化铝行业对烧碱的消费量占下游消费的比重约 32.93%，化工行业占比 15.35%，造纸行业占比 14.60%，纺织行业占比 12.26%。在下游行业中，氧化铝、新能源、化工行业是烧碱需求的主要增量来源。

图表 28：2007-2023 年中国烧碱消费量及增速（万吨；%）



数据来源：Wind、中信建投期货

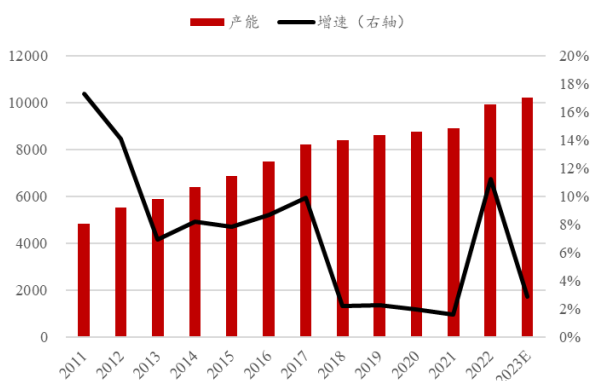
图表 29：2023 年中国烧碱下游消费结构（%）



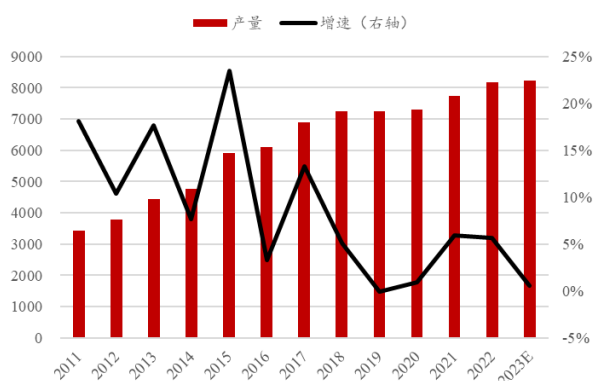
数据来源：Bloomberg、中信建投期货

#### 1. 氧化铝产量增速放缓，终端需求尚有增长预期

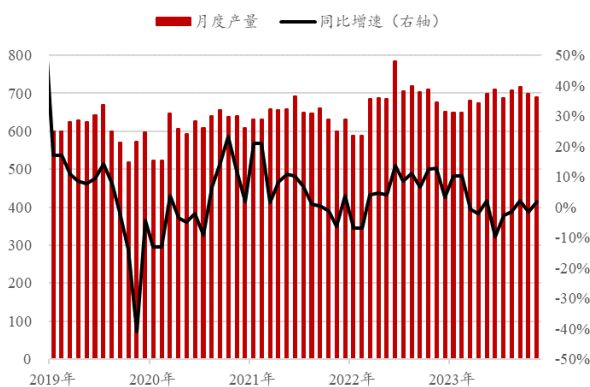
在氧化铝的生产中，烧碱的主要作用是处理铝土矿，与矿石中的氧化铝反应转化为铝酸钠溶液，将其提纯后即可分解析出氢氧化铝，经分离、洗涤后煅烧获得氧化铝产品。根据拜耳法工艺并考虑实际生产损耗等因素，理论上生产 1 吨氧化铝产品需要消耗 0.14-0.16 吨烧碱。2011 年以来，国内氧化铝产能及产量逐年增加，但年增速呈现放缓的趋势。2022 年国内氧化铝新增产能高达 1006 万吨，当年供应增加明显。相比之下，2023 年国内氧化铝行业仅新增 290 万吨产能，虽然总产能突破亿吨至 10220 万吨，但产能增速明显下降。2023 年 1-11 月，国内氧化铝产量为 7560 万吨，较 2022 年同期增加 26 万吨，增幅仅 0.34%，预计全年实现产量 8236 万吨，比 2022 年增加 50 万吨，增幅 0.61%，低于过去五年 2.59% 的年均增速。从原料端来看，近年国内铝土矿供应持稳，但国内产量占比呈现下降的趋势，而进口铝土矿占比持续上升。这是由于进口铝土矿的品质和纯度相对较高，生产氧化铝的单位耗碱量可控制在 0.1 吨左右，明显低于国内铝土矿。2023 年 1-10 月国内铝土矿产量为 5610 万吨，同比减少 0.09%；进口量为 11771 万吨，同比增加 13.67%。

**图表 30：2011-2023 年中国氧化铝产能及增速（万吨；%）**


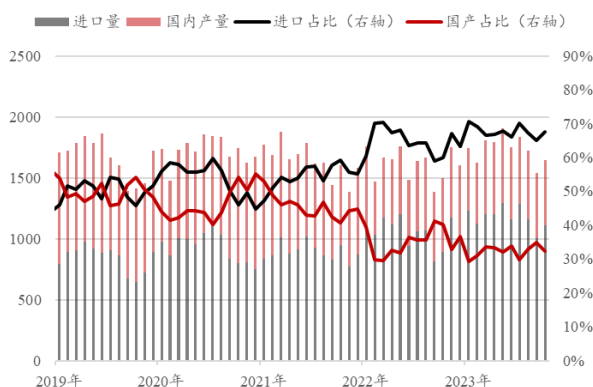
数据来源：Wind、百川盈孚、中信建投期货

**图表 31：2011-2023 年中国氧化铝产量及增速（万吨；%）**


数据来源：国家统计局、中信建投期货

**图表 32：2019-2023 年氧化铝月度产量及增速（万吨；%）**


数据来源：Wind、中信建投期货

**图表 33：2019-2023 年铝土矿供应结构变化（万吨；%）**


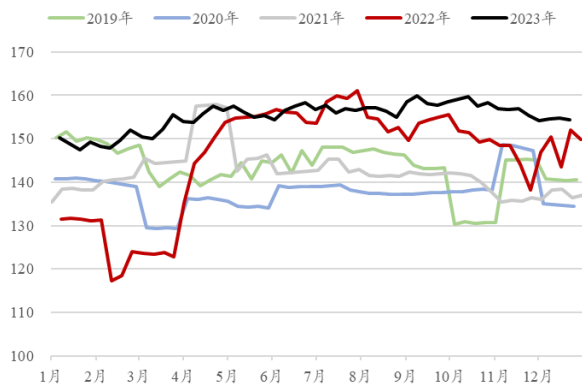
数据来源：Wind、SMM、中信建投期货

2023 年，国内氧化铝市场价格小幅上涨，年初各地现货价格在 2900 元/吨左右，受产能释放供应压力影响一度在 7 月初回落至 2800 元/吨左右的低位，其后回升至年末的 3000 元/吨左右。上半年，受铝土矿、烧碱等原材料价格下降影响，氧化铝生产成本从年初的 2900 元/吨下降至 6 月初的 2700 元/吨附近。因期间成本下降幅度大于现货价格跌幅，氧化铝生产利润得以改善，从 2022 年末一度为负的利润水平逐步回升，5 月中旬一度达到 175 元/吨。利润上升带动氧化铝产量环比上升，对烧碱需求增加，带动烧碱价格回升。氧化铝企业阶段性的补库一度驱动烧碱价格在 9 月份升至高位。

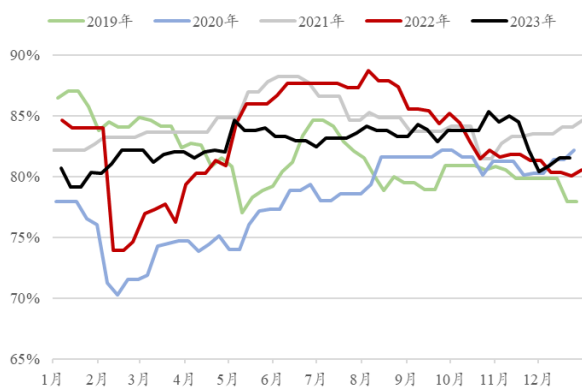
进入四季度，下游电解铝因限电减产对氧化铝需求减弱，氧化铝价格小幅回落，但受自主检修、铝土矿供应偏紧等因素影响，氧化铝价格跌幅有限。因供应减少，12 月下旬氧化铝价格大幅上涨。根据 2024 年氧化铝产能投放计划，预计年内有中铝以及重庆博赛两套装置合计 280 万吨新增产能，接近 2023 年增量。因年末氧化铝价格大幅上涨、利润回升，2024 年氧化铝开工率或呈现上升趋势。叠加终端地产、新能源汽车对电解铝需求的增加，2024 年氧化铝产量或小幅增加，对烧碱需求略有提振。

**图表 34：2019-2023 年氧化铝市场价格（元/吨）**


数据来源：百川盈孚、中信建投期货

**图表 36：2019-2023 年氧化铝周度产量（万吨）**


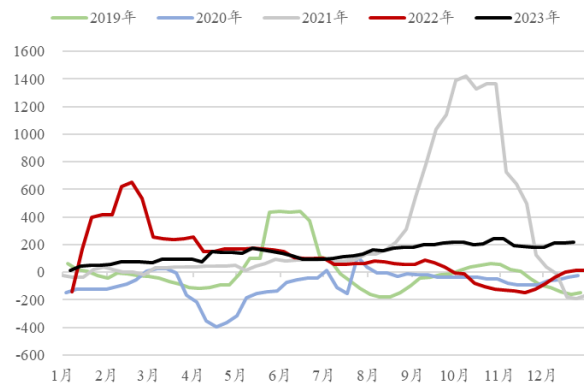
数据来源：百川盈孚、中信建投期货

**图表 38：2019-2023 年氧化铝开工负荷率（%）**


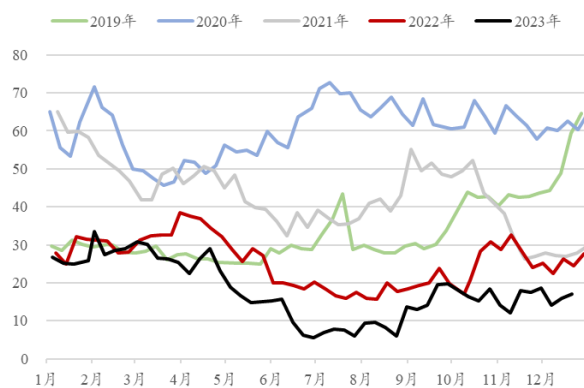
数据来源：Wind、中信建投期货

**图表 35：2019-2023 年氧化铝生产成本与利润（元/吨）**


数据来源：百川盈孚、中信建投期货

**图表 37：2019-2023 年氧化铝生产利润（元/吨）**


数据来源：百川盈孚、中信建投期货

**图表 39：2019-2023 年氧化铝港口库存（万吨）**


数据来源：Wind、中信建投期货

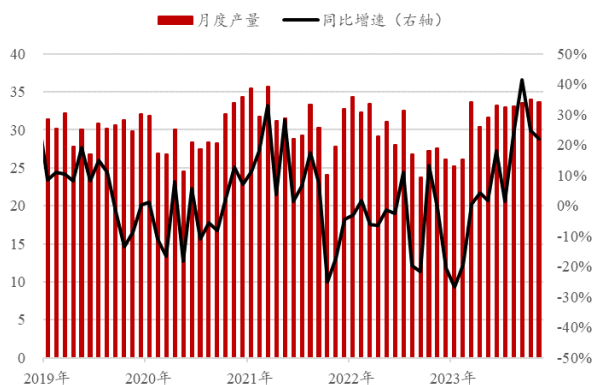
## 2. 非铝下游基本面有所改善，需求或小幅增加

在化纤纺织行业中，烧碱主要用于粘胶短纤的生产，生产 1 吨粘胶短纤需要消耗 0.5-0.6 吨烧碱。2023 年，国内粘胶短纤产能变动不大，持稳在 513 万吨左右，市场价格在 13000 元/吨附近窄幅波动。受需求改善和预期好



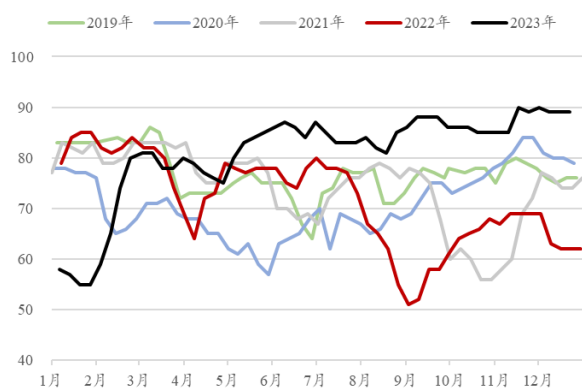
转影响，粘胶短纤价格持稳、开工率提升、产量增加，库存处于近五年低位。粘胶短纤基本面有所改善，对烧碱价格上涨的接受度较高。2024 年国内粘胶短纤拟新增一套 25 万吨产能装置，伴随国内纺服消费意愿向好，预计粘胶短纤供需稳中略升，或对烧碱价格形成支撑。

**图表 40：2019-2023 年粘胶短纤月度产量及增速（万吨；%）**      **图表 41：2019-2023 年粘胶短纤市场价格（元/吨）**



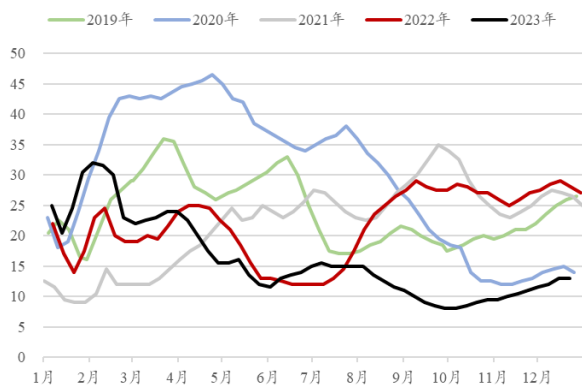
数据来源：百川盈孚、中信建投期货

**图表 42：2019-2023 年粘短负荷指数（%）**

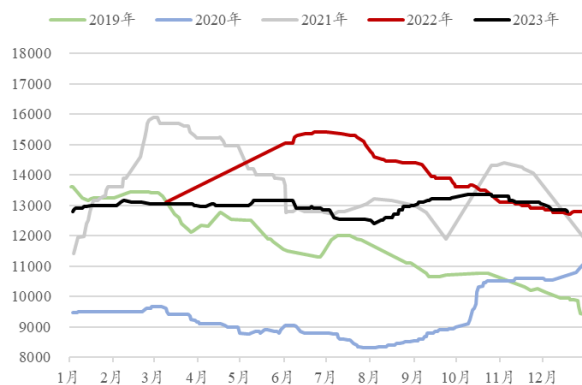


数据来源：CCF、中信建投期货

**图表 44：2019-2023 年粘短物理库存指数（天）**

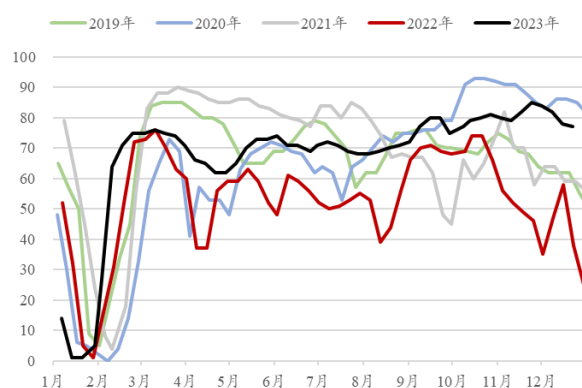


数据来源：CCF、中信建投期货



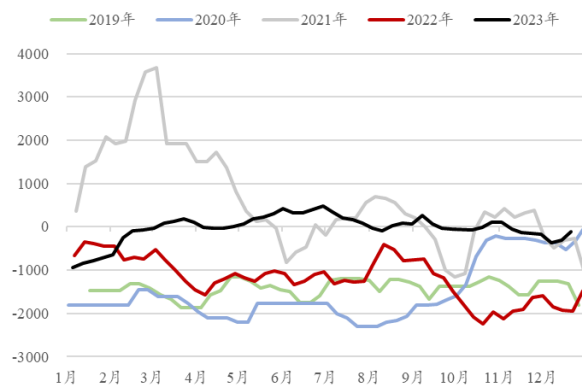
数据来源：Wind、中信建投期货

**图表 43：2019-2023 年江浙织机开机率（%）**



数据来源：CCF、中信建投期货

**图表 45：2019-2023 年华东粘胶短纤生产利润（元/吨）**

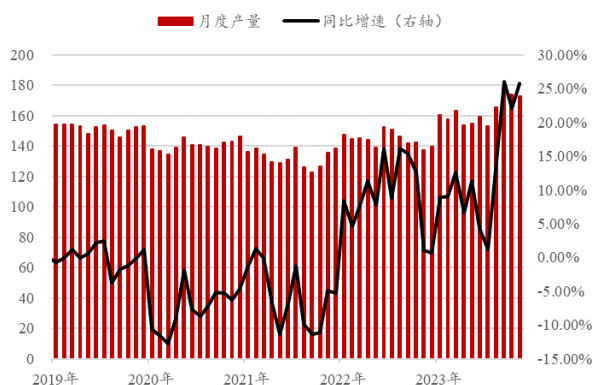


数据来源：卓创资讯、中信建投期货

造纸方面，烧碱的主要作用在于润胀纤维和蒸煮漂白，生产 1 吨纸浆通常需要 0.08 吨烧碱。2023 年，纸浆和机制纸产量同比增速呈现上升趋势。上半年纸浆产量增加、库存上升，生产利润呈现下降趋势。“金九银十”旺季，纸浆产销率回升，利润修复，但随着旺季结束，价格、利润和开工率均小幅回落。2024 年纸浆有 828 万吨新增产能计划，但下游消费趋于饱和，新增产能或难以全部投产，预计产量增幅有限。因烧碱在纸浆生产中投料及成本占比较小，预计造纸行业对烧碱需求大体持稳。

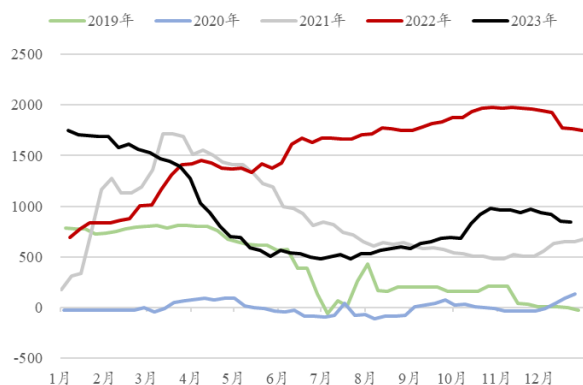
其它需求方面，2024 年国内宏观预期改善，预计新能源、化工等行业产量继续增加，耗碱量小幅增长。综合来看，2024 年烧碱需求或小幅增加，预计增速约 4%。

图表 46：2019-2023 年纸浆月度产量及增速（万吨；%）



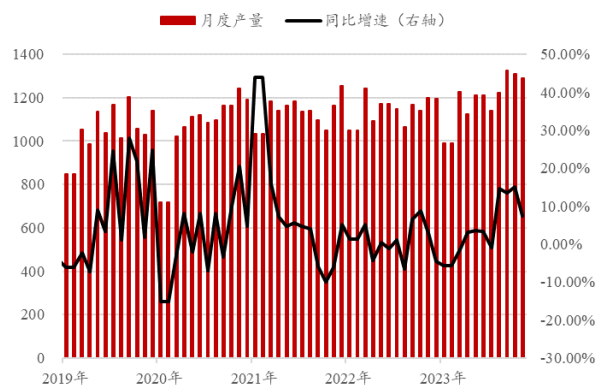
数据来源：百川盈孚、中信建投期货

图表 48：2019-2023 年纸浆生产利润（元/吨）



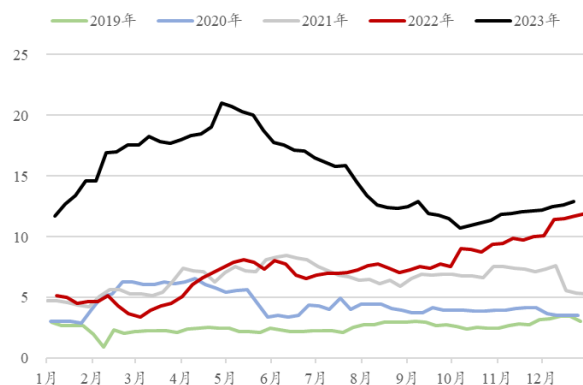
数据来源：百川盈孚、中信建投期货

图表 47：2019-2023 年机制纸月度产量及增速（万吨；%）



数据来源：国家统计局、中信建投期货

图表 49：2019-2023 年纸浆工厂库存（万吨）



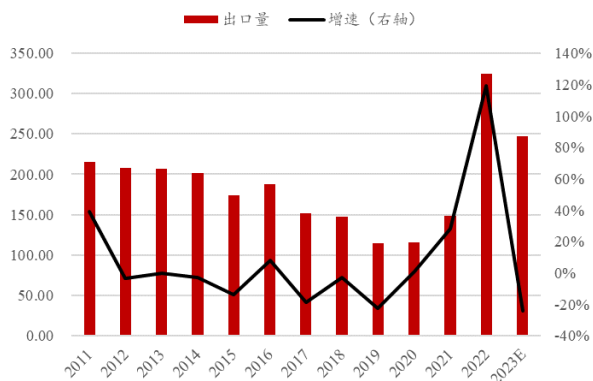
数据来源：百川盈孚、中信建投期货

### 3. 内外价差较小，出口或延续下降趋势

凭借产能和价格优势，中国是全球烧碱的主要出口国之一。因地缘政治导致国际电价大幅上涨，2022 年中国烧碱出口量增至 325 万吨，相比 2021 年增幅高达 119.10%。随着海外能源价格下跌，2023 年中国烧碱出口量回落。2023 年 1-11 月，中国烧碱出口量为 233 万吨，较 2022 年同期减少 55 万吨，预计全年出口量为 248 万吨，比 2022 年减少 77 万吨，降幅 23.69%。2023 年以来，东北亚液碱 FOB 从年初的 545 美元/吨下跌至年末的 345 美元/吨。受四季度人民币升值影响，东北亚液碱 FOB 与国内液碱价格的价差缩小，挤压出口利润空间，降低厂商出口意愿。展望后市，市场普遍认为外部主要经济体将于 2024 年进入降息周期，国内经济有望继续复苏，人民币

或呈现升值趋势，中国烧碱出口或继续下降。预计 2024 年出口量下降 48 万吨至 200 万吨附近。

图表 50：2011-2023 年中国烧碱出口量及增速（万吨；%）



数据来源：Wind、中信建投期货

图表 51：2019-2023 年中国烧碱出口量与美元兑人民币汇率



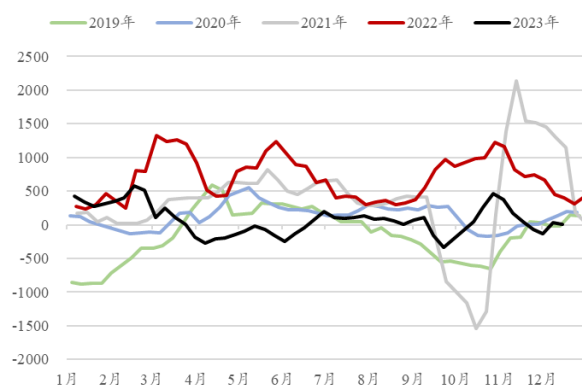
数据来源：Wind、中信建投期货

图表 52：2019-2023 年东北亚烧碱与印度市场价（美元/吨）



数据来源：Bloomberg、中信建投期货

图表 53：2019-2023 年中国烧碱出口利润（元/吨）



数据来源：Wind、Bloomberg、中信建投期货

## 四、供需延续小幅增长趋势，价格重心上移

### 1. 总结：2023 年供需小幅增长，出口回落

整体而言，2023 年国内烧碱供需小幅增长，出口受内外价差缩小影响而回落。预计 2023 年国内烧碱产量 4078 万吨，比 2022 年增加 97 万吨，增幅 2.45%；表观消费量约为 3832 万吨，比 2022 年增加 175 万吨，增幅 4.79%。受内外价差缩小和出口利润下滑影响，2023 年国内烧碱进口约 2 万吨，出口约 248 万吨，进口量比 2022 年增加约 1 万吨，出口量减少约 77 万吨。

**图表 54：2017-2024 年烧碱供需平衡表（万吨）**

	产量	表观消费量	进口量	出口量
2017	3329	3214	1	152
2018	3475	3277	4	148
2019	3458	3357	7	114
2020	3674	3532	4	115
2021	3891	3749	5	148
2022	3981	3657	1	325
2023E	4078	3832	2	248
2024E	4188	3992	4	200

数据来源：国家统计局、海关总署，中信建投期货

### 2. 展望：2024 年供需小幅增长，估值中心上移

从供应端看，国内烧碱仍处于产能扩张期。预计 2024 年国内烧碱产能预计增加 250 万吨，产能增速约 5%。在新增装置的驱动下，考虑开工率和投产时间等因素，预计 2024 年烧碱产量增加 110 万吨至 4188 万吨。由于新增产能多计划于上半年投产，近期氯碱装置检修计划较少，预计短期内对价格有一定压力。基于综合利润的考虑，企业中期或在利润大幅下降时选择“以碱补氯”。受检修、环保政策等影响，2024 年烧碱供应弹性将继续加大。

从需求端看，2024 年国内外宏观情况有望改善，海外降息和国内稳增长政策影响下，国内烧碱需求将小幅增加。预计 2024 年国内烧碱表观消费量增加 160 万吨至 3992 万吨。具体来看，氧化铝供应增速放缓，但新增产能投放和利润上升将带动氧化铝产量小幅增加，对烧碱需求略增；以粘胶短纤为代表的化纤纺织产品消费意愿逐步向好，内需外销或有增量；纸浆产量或小幅增加；其他需求端在国内稳增长政策下整体表现尚可，新能源、化工需求将小幅增加。

从进出口来看，在市场普遍认为外部主要经济体将于 2024 年进入降息周期的预期下，人民币或呈现升值趋势，烧碱内外价差或进一步缩小，中国烧碱净出口或延续下降的趋势。具体来看，2024 年国内烧碱进口略增至 4 万吨，出口预计减少 48 万吨至 200 万吨。

### 3. 策略：偏多思路对待

综合来看，2024 年烧碱供需延续小幅增长趋势，宏观预期改善抬升估值，阶段性的供应减少将驱动价格上行。预计 2024 年山东 32%液碱折百价运行区间 2200-3500 元/吨，期货主力合约运行区间 2300-3500 元/吨。基于以上分析，我们给出烧碱年度策略如下：

（1）基于烧碱供需延续增长和估值上升的逻辑，年内重点关注 09 合约多头机会，下游关注买入套保机会。SH2405/2409 合约下方重点关注 2300-2400 元/吨的支撑。

（2）基于锁定利润的角度，上游企业关注期价大幅拉升后卖出套保的机会。

（3）首次交割价格波动或较大，临近交割可重点关注期权双买策略。

未来潜在的风险包括需求增长不及预期、宏观不及预期、首次交割风险等。

## 联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：[www.cfc108.com](http://www.cfc108.com)

获取更多研报报告、专业客户经理一对一服务、  
了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获得！



## 重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。





中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。