



三立期货
SANLI FUTURES



2024 纯碱年报

供应端小故事仍是交易主线
2024年价格波动或将放缓

刘双双
从业资格号：F3076112
投资咨询号：Z0018843

让 每 一 个 客 户 成 为 专 业 的 投 资 者



摘要 - 供应端扰动依旧是主逻辑，2024年价格波动或将放缓



2024年宏观经济：国内稳经济，防风险；国外通胀下降，流动性宽松

2023年12月中央经济工作会议中强调了化解房地产风险的重要性，保交楼对玻璃的需求依旧不减。但拉长周期来看，在地产新开工和销售都未企稳的基础上，玻璃的需求是存疑的，中周期不利好纯碱的价格。

2024年供应端 -- 增量基本稳定，存量博弈开始

2024年预计远兴能源之前规划的500万吨天然碱工艺投产完毕，后续更多的是存量博弈的开始。天然碱生产工艺对氨碱法的成本冲击更大，加之后续2025和2026年依旧有新产能的释放，氨碱法产能在环保和利润双重压力下面临被优化的可能。

2024年需求端 -- 亮点较少，建议关注轻碱需求和出口端的拉动

2024年是光伏玻璃扩张的尾声，存量的需求端基本稳定，更多关注国内CPI逐渐转正之后，轻碱需求的释放；国内经历了供给产能大扩张之后，慢慢步入供大于求的阶段，关注出口窗口的打开。

2024年价格趋势 -- 围绕氨碱法成本端上下波动

2024年价格波动将逐渐放缓，全年价格围绕氨碱法成本利润区间震荡运行。2405合约在供给端扩张压力下震荡偏弱为主；2409合约在检修预期下，价格中枢或将高于2405；2501合约在2025年产能扩张和前期检修装置回归的压力下，价格中枢预计还要低于2405合约。



让每一个客户成为专业的投资者

CONTENTS

目
录

01 2023年回顾

02 基本面

03 2024年展望



01

纯碱回顾



2023年回顾 —— 成也产能扩张，败也产能扩张



以纯碱加权为例，上半年纯碱跌幅高达49.9%，下半年涨幅47.18%，全年波动极大。

第一阶段为年初到5月底的**下跌阶段**，成本端原盐和煤炭价格不断下挫，叠加远兴纯碱新产能投放预期和宏观利空，下游补库意愿较差。

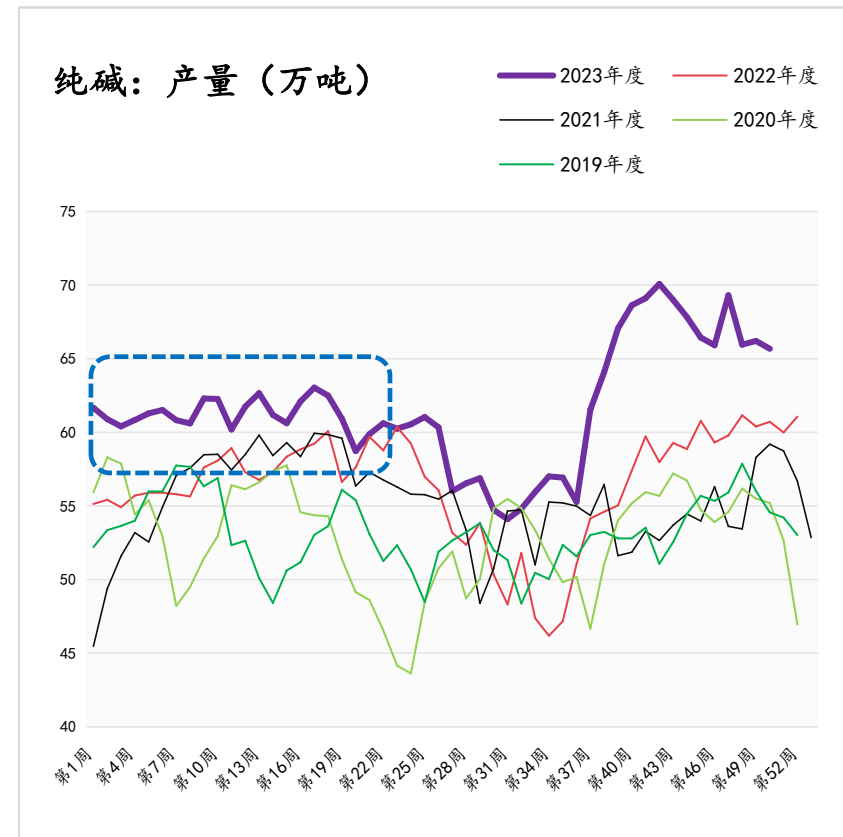
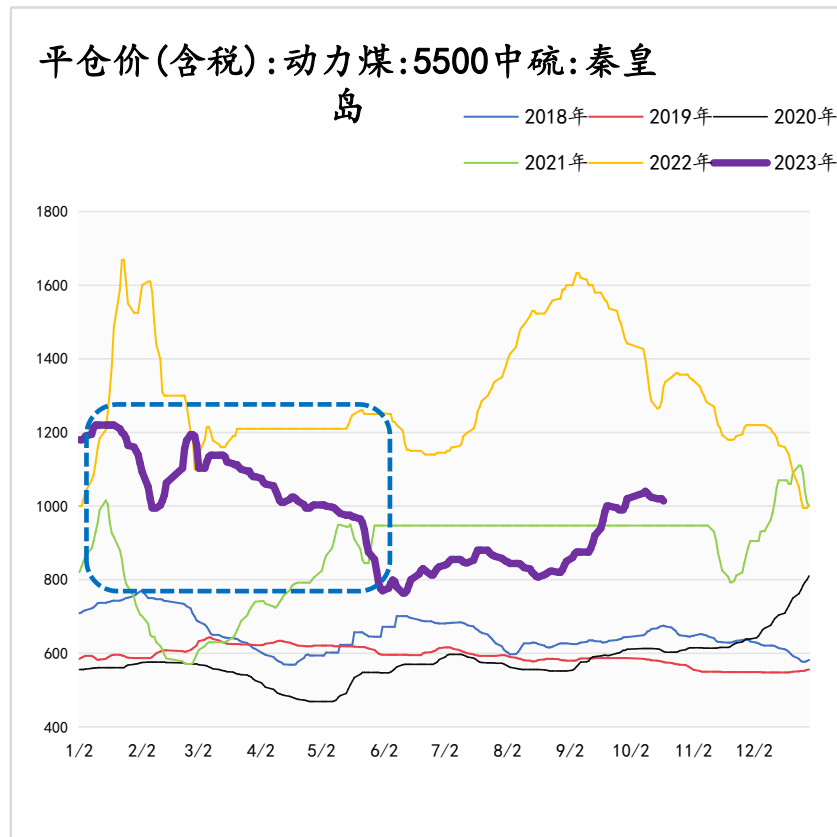
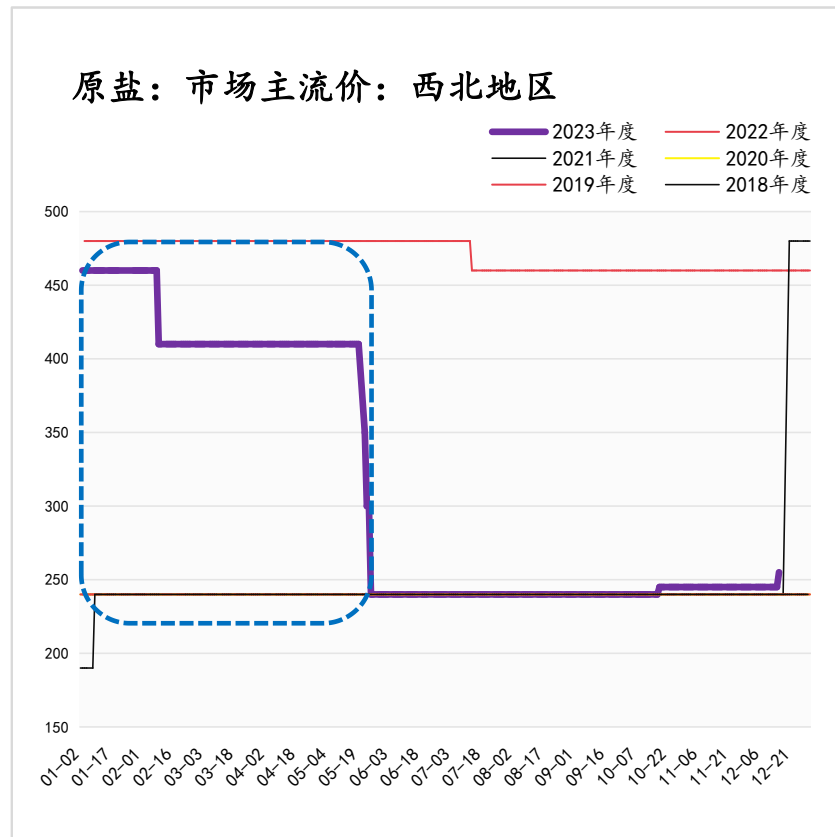
第二阶段为5月底至8月底的**上涨阶段**，市场已经对远兴新产能一期有了充分预期计价，加之夏季集中检修期和库存低位，供需紧平衡；

第三阶段为8月底至10月底的**下跌阶段**，前期检修装置回归加之远兴能源投产，供应端紧张情绪缓解，库存上涨；

第四阶段为10月底至今的**上涨阶段**，前期利空消化完毕之后，存量装置故障，环保限产等扰动不断，库存下降至历史低位，价格上涨。



第一阶段 - 成本支撑坍塌，产能扩张预期计价 - 下跌



第一阶段为年初到5月底的**下跌阶段**；

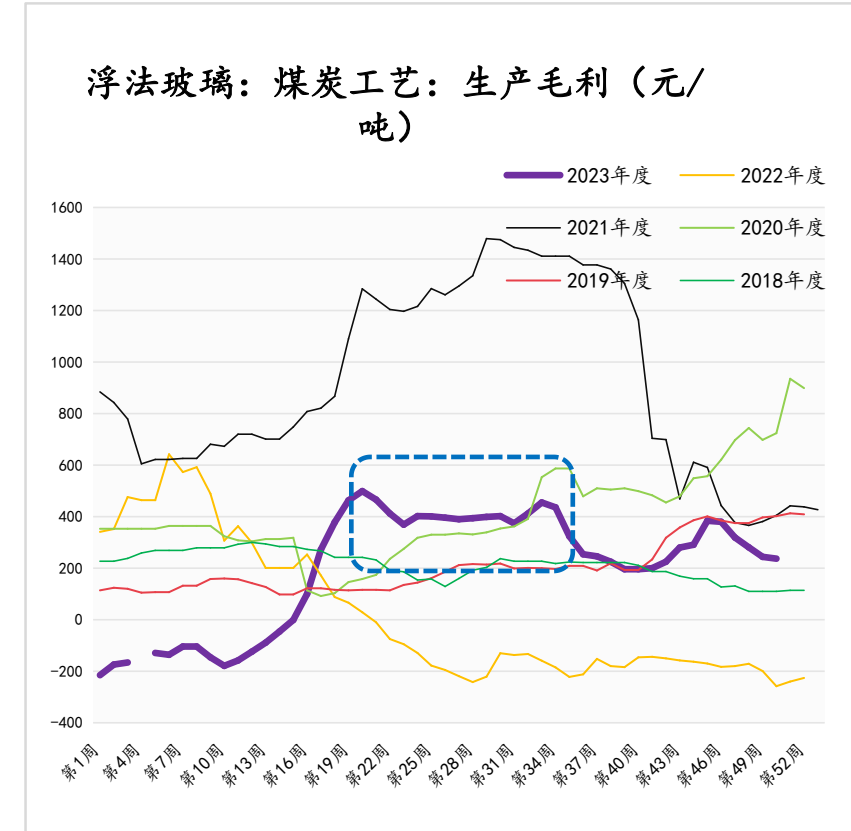
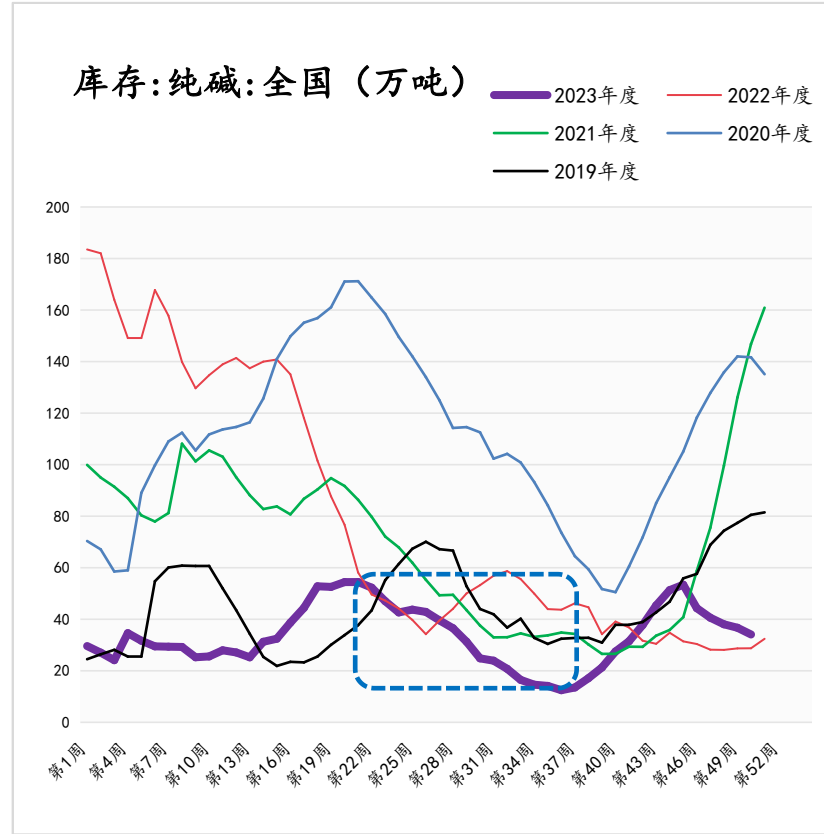
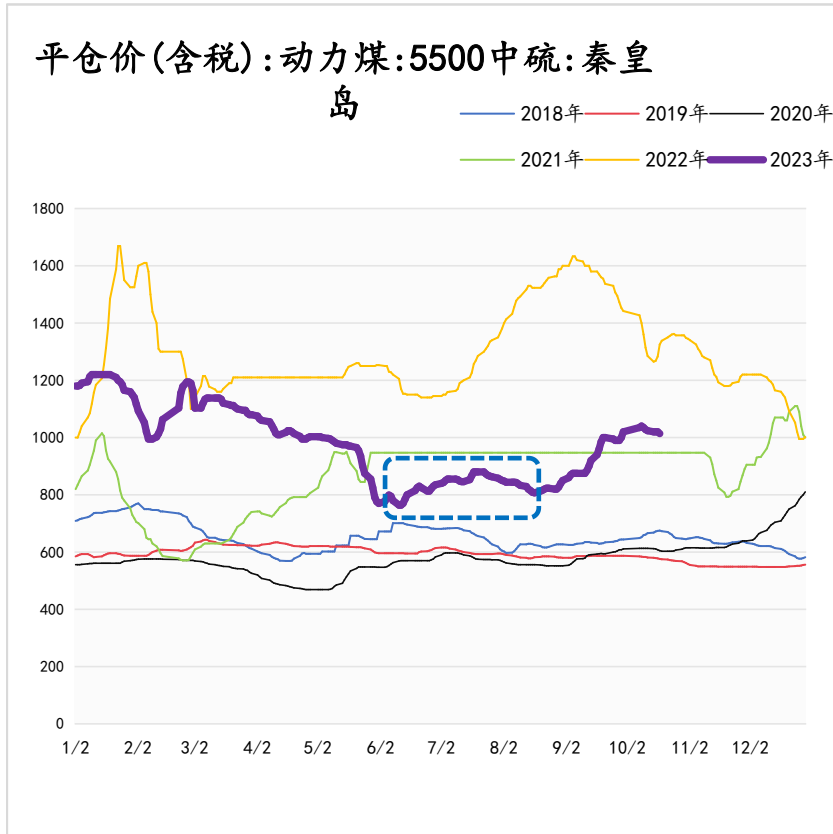
从估值角度看，成本端原盐和煤炭价格不断下挫，叠加美国银行业风险等宏观利空加持下，纯碱价格大幅下挫；

从供需角度看，市场对于远兴纯碱新产能投放预期开始计价，叠加下游玻璃陷入亏损，补库意愿较差，供需宽平衡；

从产业链角度看，上游纯碱利润丰厚，但下游玻璃陷入亏损，产业负反馈开始逐渐显现。



第二阶段 - 库存低位支撑，产业链形成正反馈 -- 上涨



第二阶段为5月底至8月底的**上涨阶段**:

从估值角度看，原料端煤炭逐渐企稳回升，纯碱成本支撑显现；

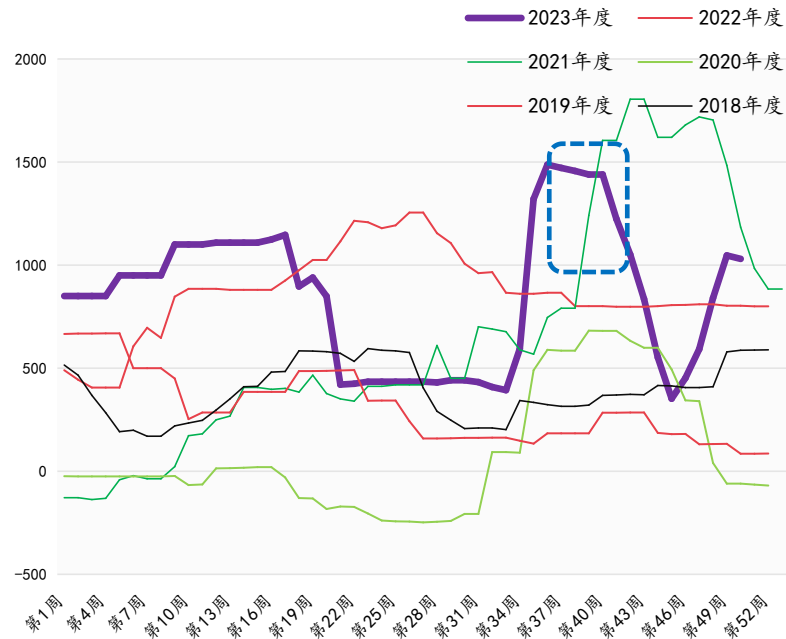
从供需角度看，市场已经对远兴新产能一期有了充分预期计价，基差过大叠加夏季集中检修期，库存维持低位，供需紧平衡；

从产业链角度看，下游玻璃利润逐渐恢复，产业正反馈开始传导至上游；

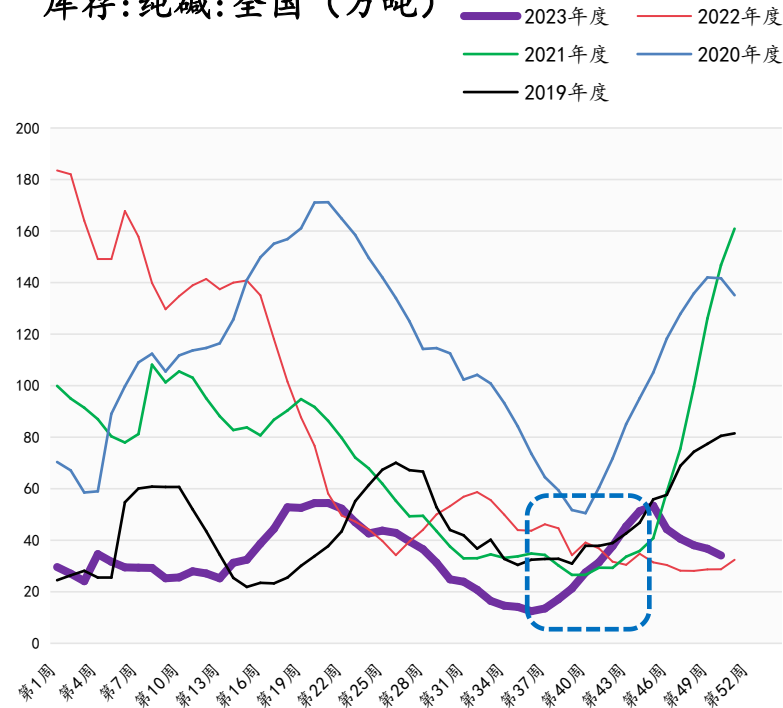


第三阶段 - 库存上涨，下游负反馈开始 -- 下跌

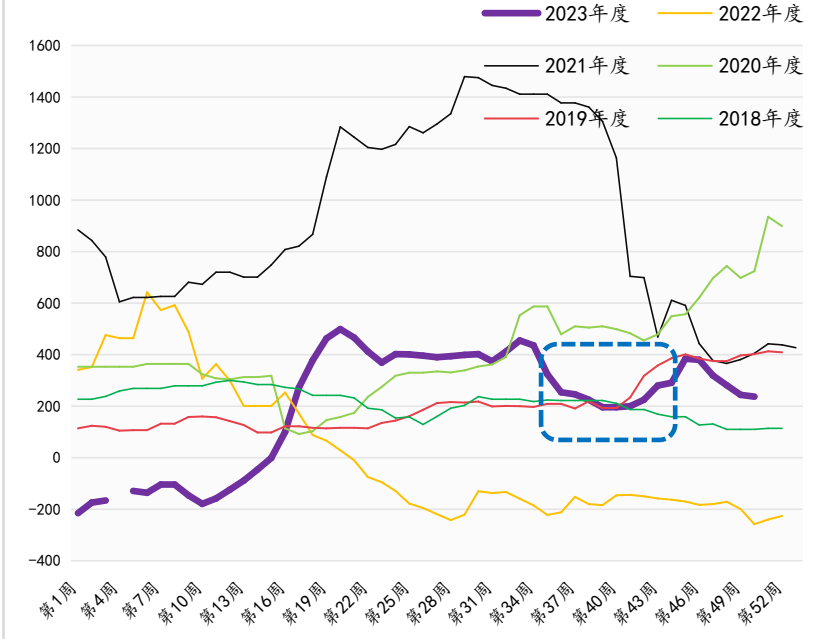
华北地区重质纯碱：氨碱法：生产毛利



库存：纯碱：全国（万吨）



浮法玻璃：煤炭工艺：生产毛利（元/吨）



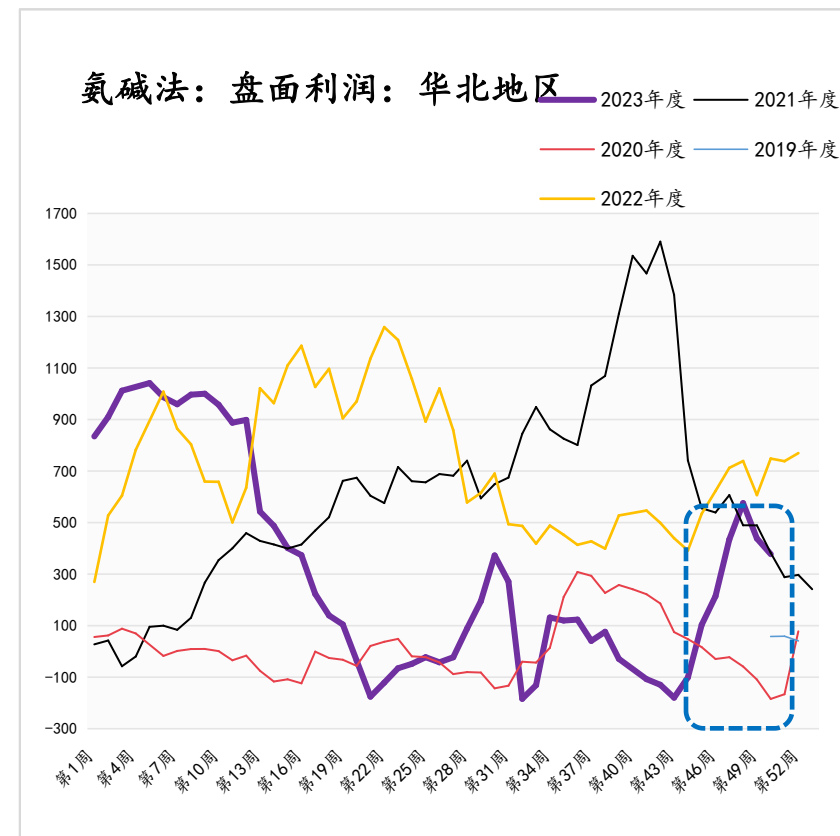
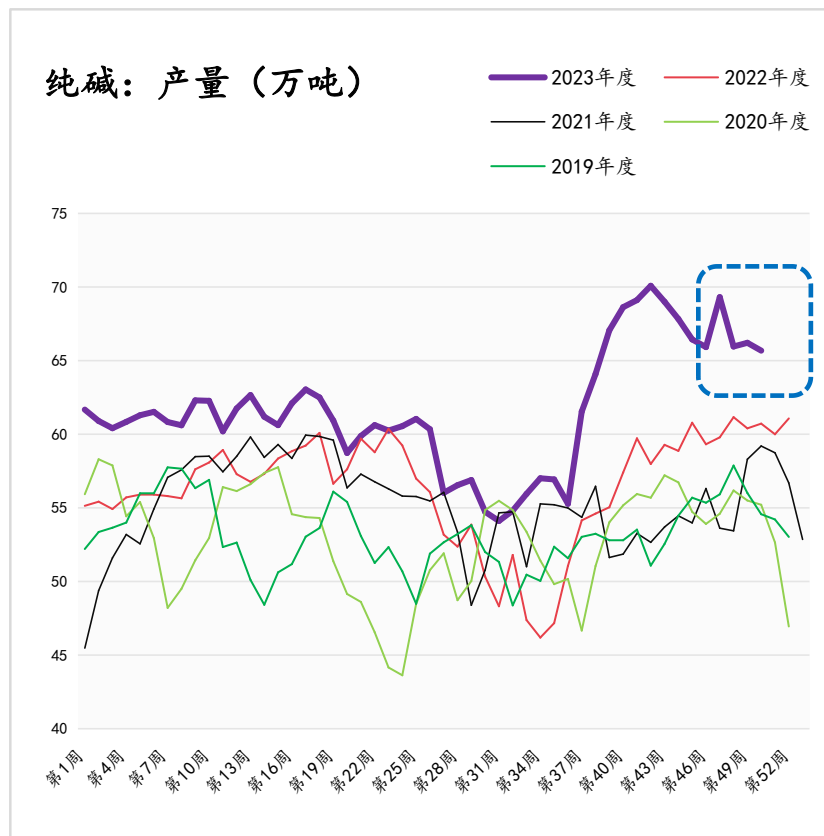
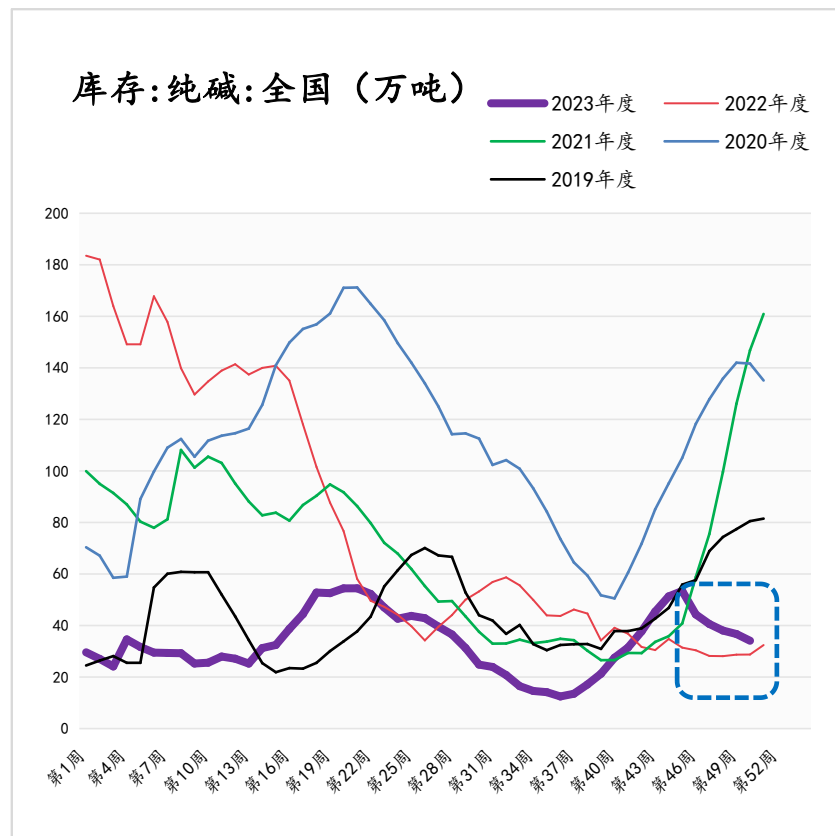
第三阶段为8月底至10月底的**下跌阶段**：

从供需角度看，前期检修装置回归加之远兴能源投产，供应端紧张情绪缓解，库存不断上涨，轻碱下游开始抵触高价；

从产业链角度看，经历了前期纯碱价格不断上涨，纯碱利润达到高位状态，下游玻璃利润不断挤压，产业负反馈正在传导至上游；



第三阶段 - 供应端扰动和库存低位助推行情 - 上涨



第四阶段为10月底至今的**上涨阶段**,

从供需角度看, 前期利空消化完毕之后, 河南骏华, 江苏井神, 青海昆仑发投等企业装置或因故障, 或因环保问题, 供应端迟迟恢复不及预期, 叠加下游玻璃开始集中补库, 库存不断下降;

从估值角度看, 氨碱法盘面利润跌至负值, 纯碱估值修复的弹性较大;



02

纯碱供需



2023年纯碱基本面 - 供应端扰动和需求刚性放大了价格的波动



三立期货
SANLI FUTURES



2023年供应端：小故事不断，产能扩张节奏放缓

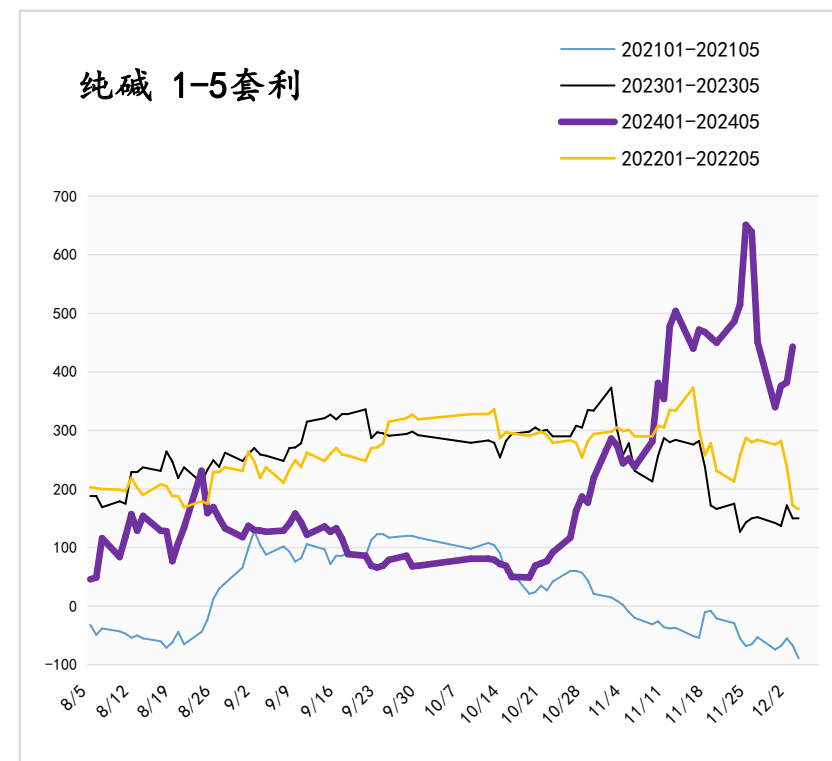
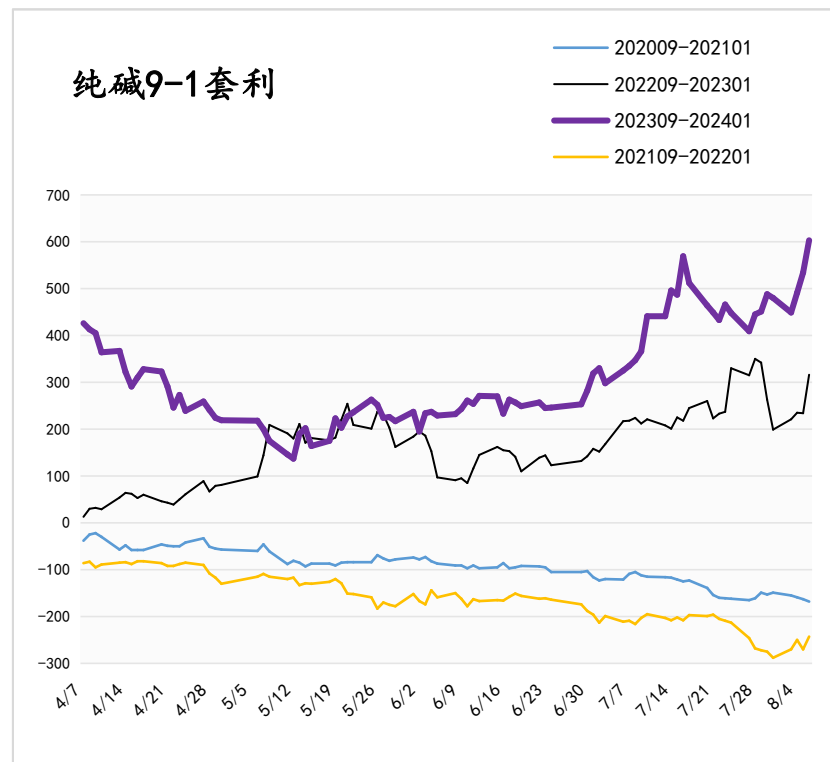
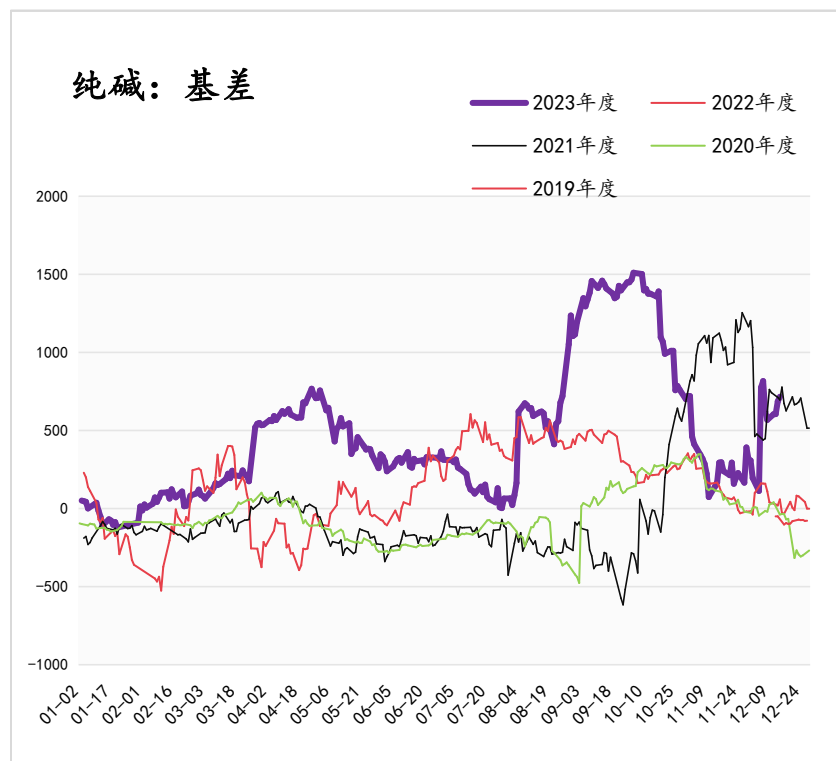
- 1、高产量，高开工持续，季节性检修规律并未打破，新增装置扰动较大；
- 2、远兴小作文不断，投产时间不断推迟，围绕远兴能源500万的产能，叠加低库存，行情波动极大；
- 3、氨碱法产能的环保问题在2023年年末重新提起，带来了氨碱法整体成本的上移；
- 4、天然碱生产工艺的投产，压低了纯碱行业生产利润，后续存量博弈加大；
- 5、2023年进口量大增，主要受内外盘价差大的影响。

2023年需求端 —— 增量基本稳定，各种生产工艺的利润之争来临

- 1、重碱需求不断扩张，目前浮法玻璃日熔量已经接近2021年历史高位；
- 2、光伏玻璃目前的政策红利基本释放完毕，利润压缩的背景下，后续预计陷入存量博弈中，增量产能将会减少或者推迟；
- 3、轻碱下游维持较高的需求量，碳酸锂，氧化铝等行业今年产量也是高于2022年。
- 4、出口端今年维持去年水平，受价差的影响，2023年出口量极少。



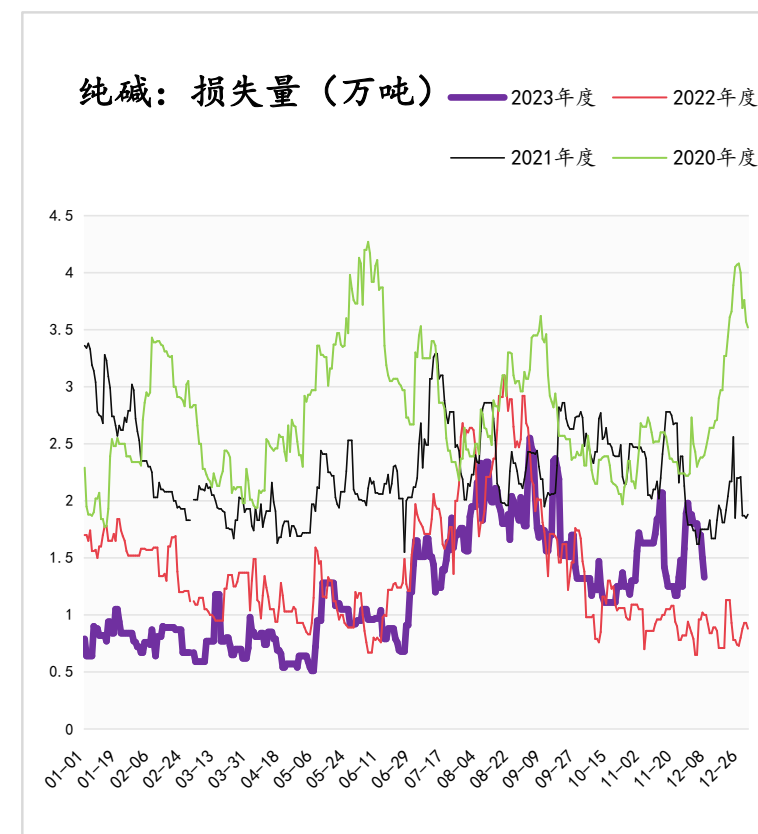
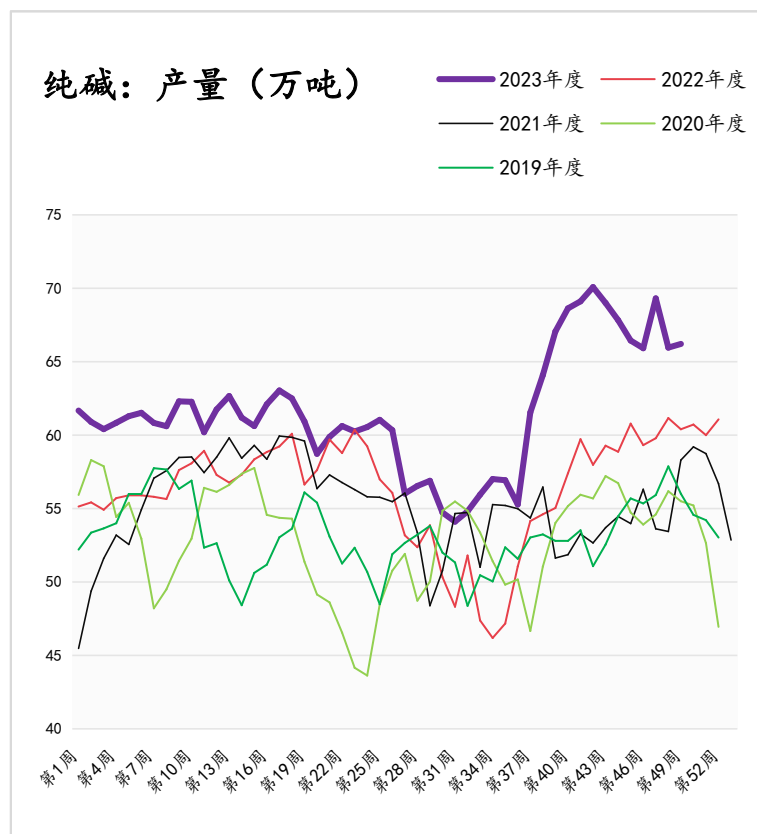
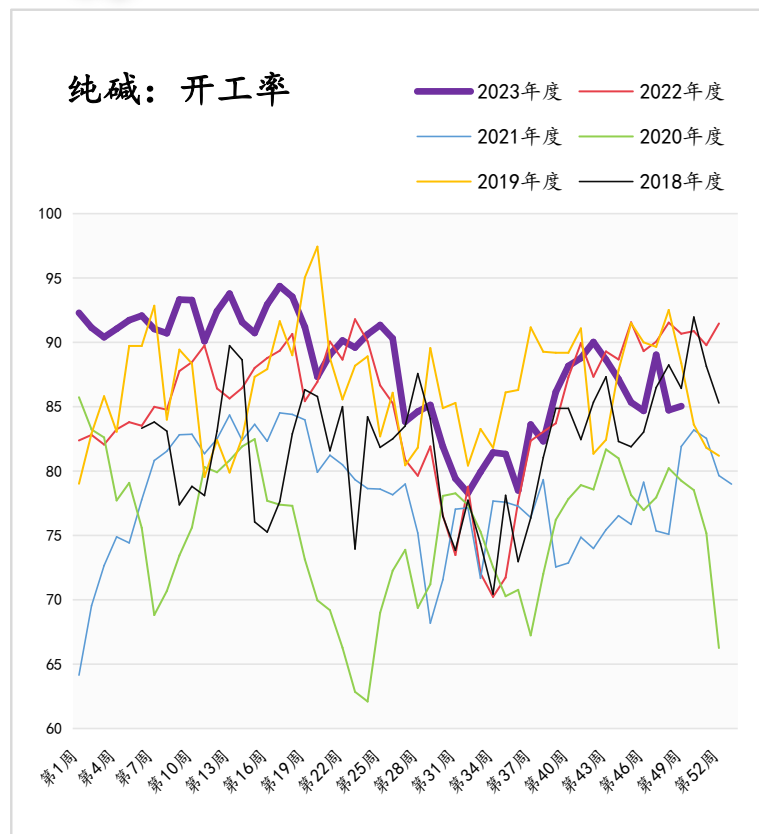
基差和价差 - 纯碱基差和价差波动范围扩大



2023年纯碱基差和价差波动特点：

- 1、2023年纯碱基差的波动范围（-122,1510）左右，波动范围大幅扩大，预期先行的期价放大了全年价格波动的范围；高基差+低库存成为今年多头攻击的利刃，在9月和12月合约上演了一场酣畅淋漓的多空大战。
- 2、期现价格劈叉现象明显，资本和产业在期货上的博弈放大了纯碱期现背离的空间。
- 3、高基差代表近月合约强于远月合约，纯碱合约几乎全年处于BACK结构，正套行情在纯碱价差套利中胜率更高，限制期现商反套的空间和机会。

产量 - 高利润，高开工，高产量



2023年纯碱供给特点：

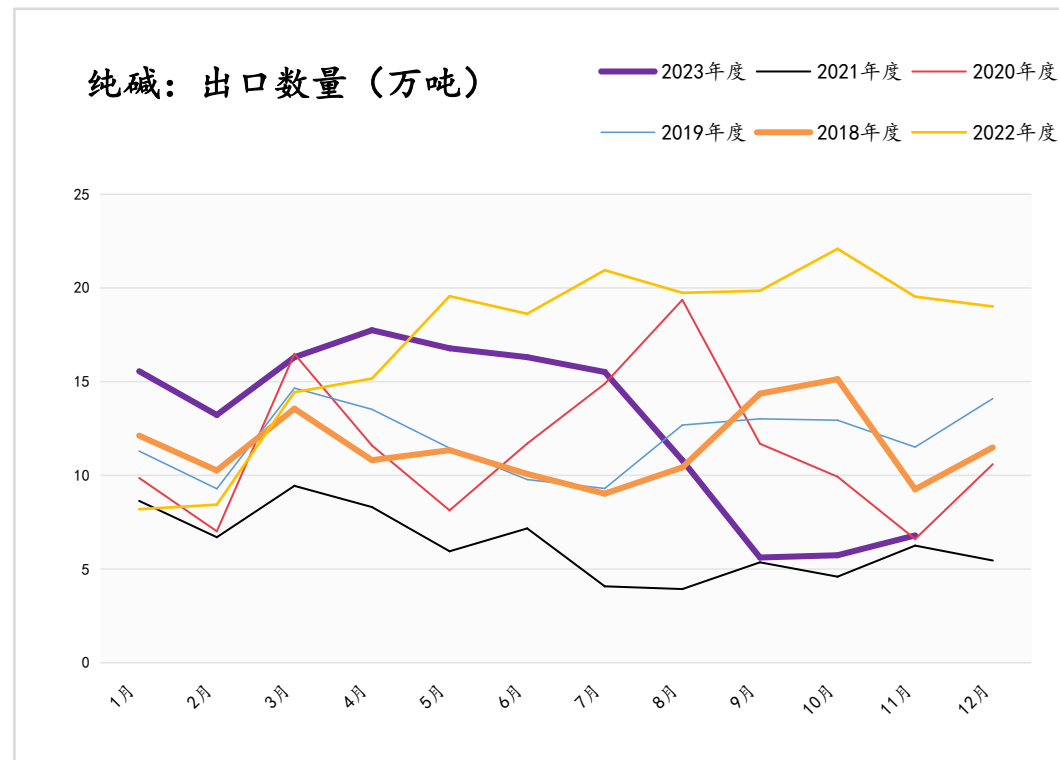
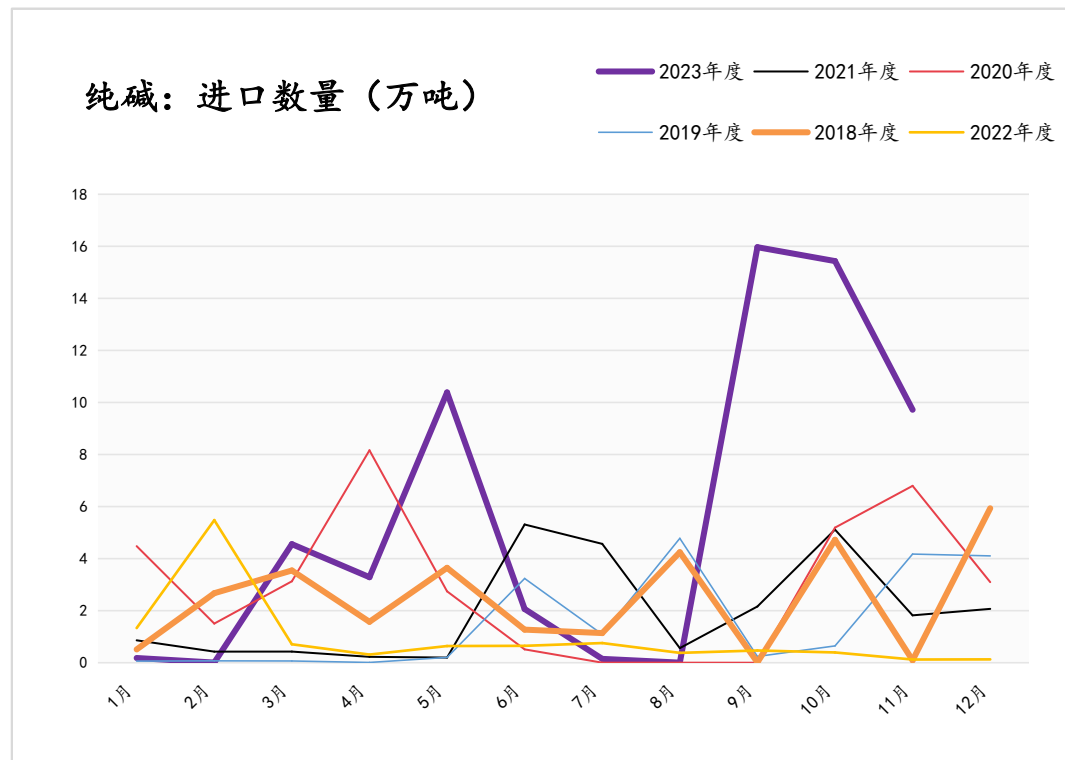
- 1、2023年纯碱行业平均开工率为88.04%，较2022年上涨2.78个百分点。纯碱产量保守估计为3172万吨，较2022年上涨8.1%；
- 2、2023年基本符合季节性检修的规律 - 高温检修，2023年在高利润的刺激下，总体检修量低于2022年。



纯碱装置投产一览表

企业	工艺	投产时间	产能	配套下游	地区
远兴能源	天然碱	2023. 06. 28	150	配套40万吨/年小苏打	内蒙古
		2023. 08. 28	150		
		2023. 11. 28	100		
		2023年年底	100		
		2025年	280	配套40万吨/年小苏打	
金山化工	联碱法	2023. 10. 31	200		河南
安徽红四方	联碱法	2023. 5. 31	20		安徽
江苏德邦	联碱法	2023. 5. 31	60		江苏
重庆湘渝盐化	联碱法	2024年上半年	20		重庆
连云港碱业	联碱法	2024年年底	110	产能置换	江苏

纯碱进出口 - 内外价差扩大，进口大增

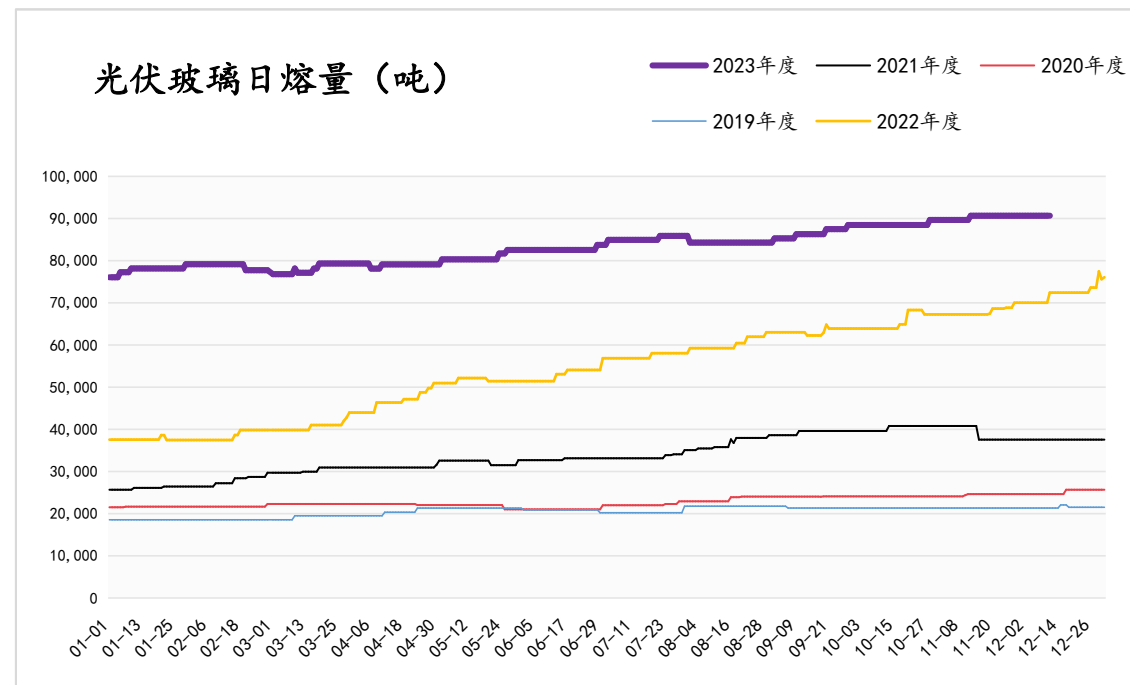
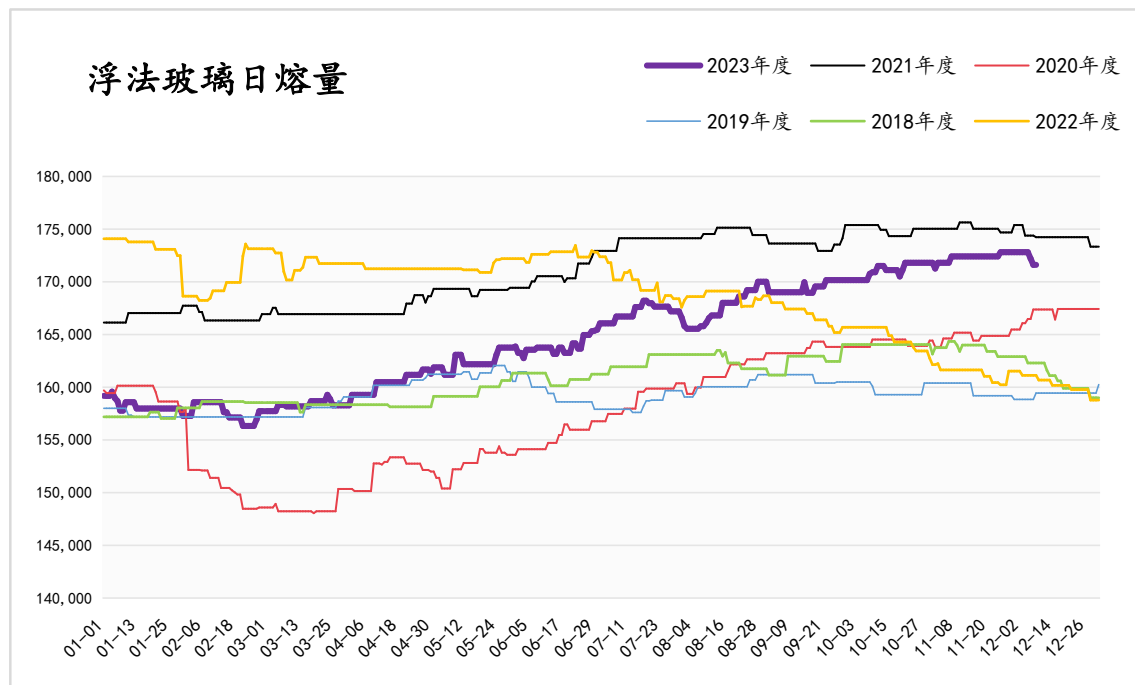


2023年纯碱进出口特点：

- 1、2023年纯碱1-11月进口量为61.75万吨，较2022年上涨448%；出口量为140.4万吨，较2022年下降24.7%；
- 2、进出口的变动其实背后是价格，背后是内外价差的扩大。但就稳定性和持续性来看，下游玻璃企业在内外价差不大的情况下，还是愿意选择国内的纯碱。



需求 - 重碱需求稳定提升，然之后增量有限

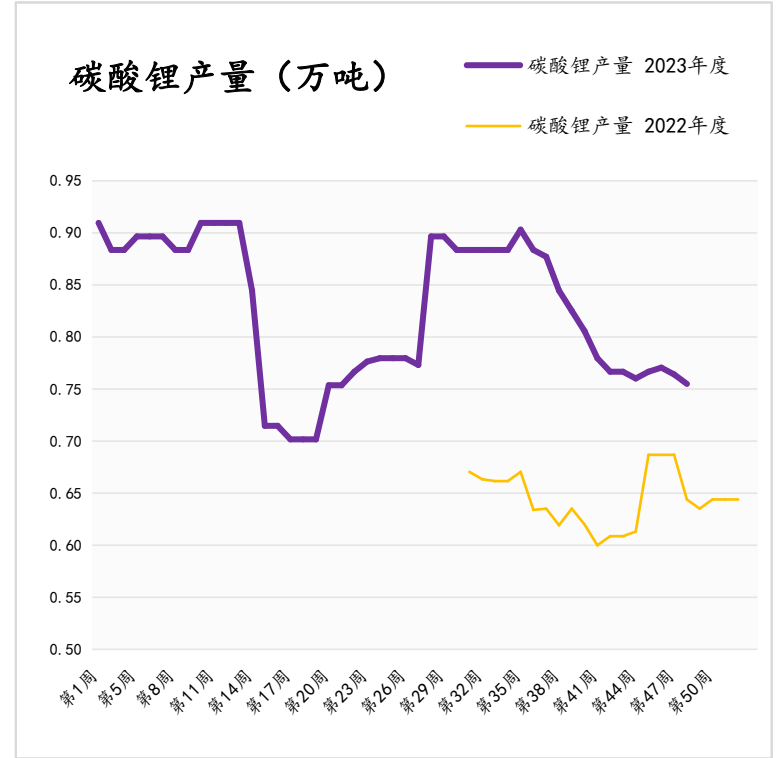
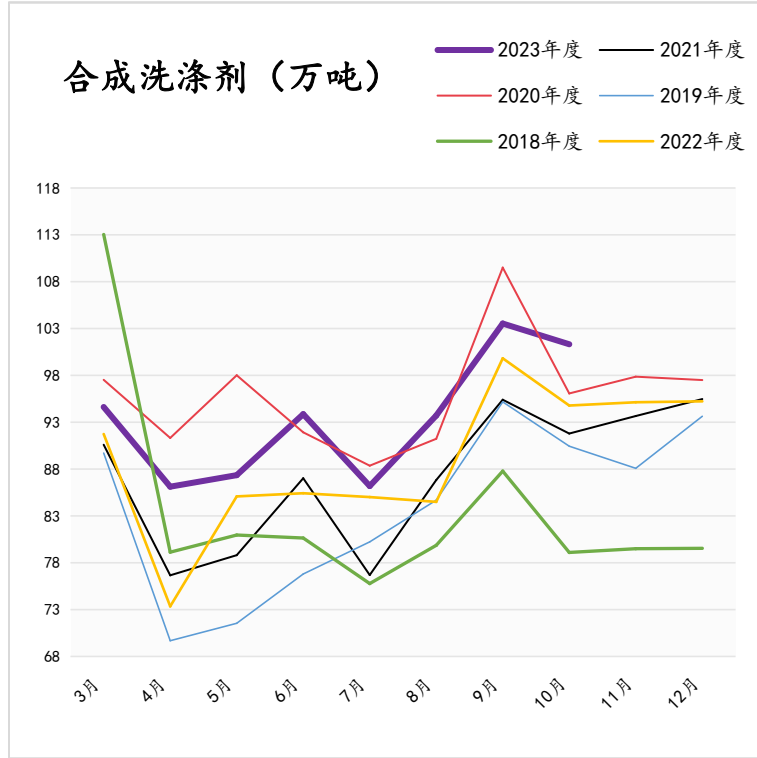
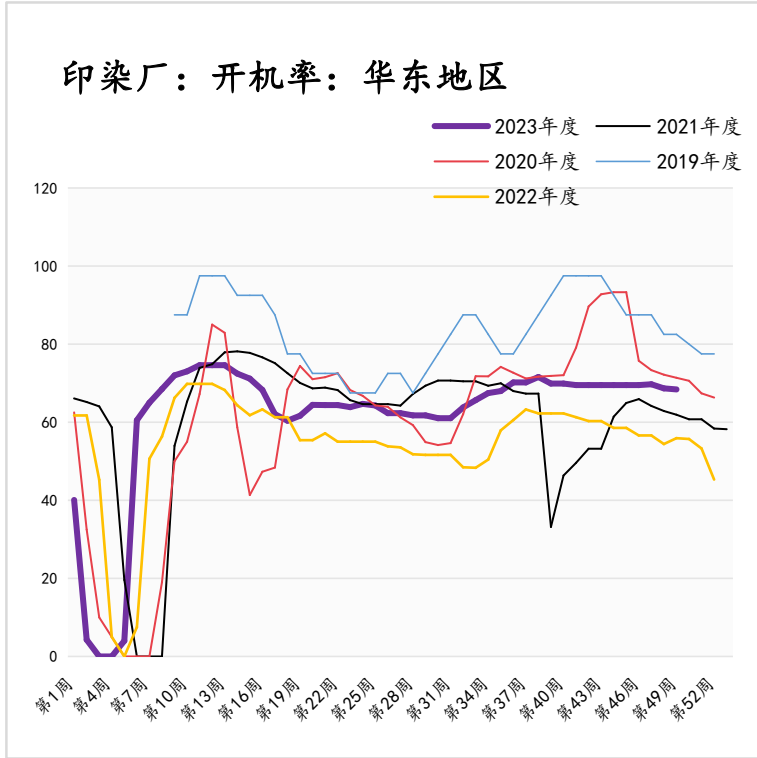


2023年纯碱需求端 - 重碱特点:

- 1、重碱需求增量明显，主要的增量来源是光伏。光伏玻璃和浮法玻璃保守估计2023年全年重碱消耗量1855.6万吨，较2022年上涨16%；
- 2、2023年浮法玻璃产能持续增长，由年初的日产15.8万吨左右提升至17.3万吨左右，增幅达9.5%，年度消耗纯碱量为1205万吨，较2022年下降25万吨；
- 3、受国家大力发展清洁能源与减碳政策推动，光伏发电成为政策扶持产业，2023年光伏产能增速有所放缓，原因是去年的6万吨/日的平均日熔量已足以支撑装机需求，截至2023年12月，光伏玻璃日熔量已达到9.66万吨/日，全年消耗纯碱量为650.6万吨，较2022年上涨281.7万吨。



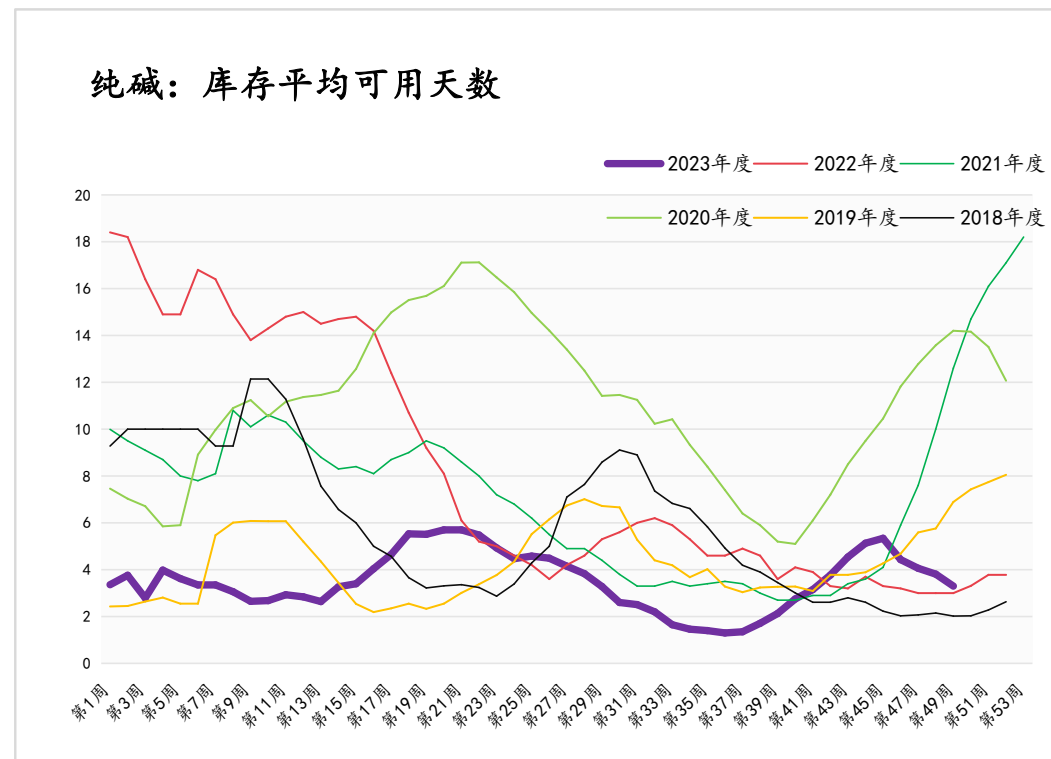
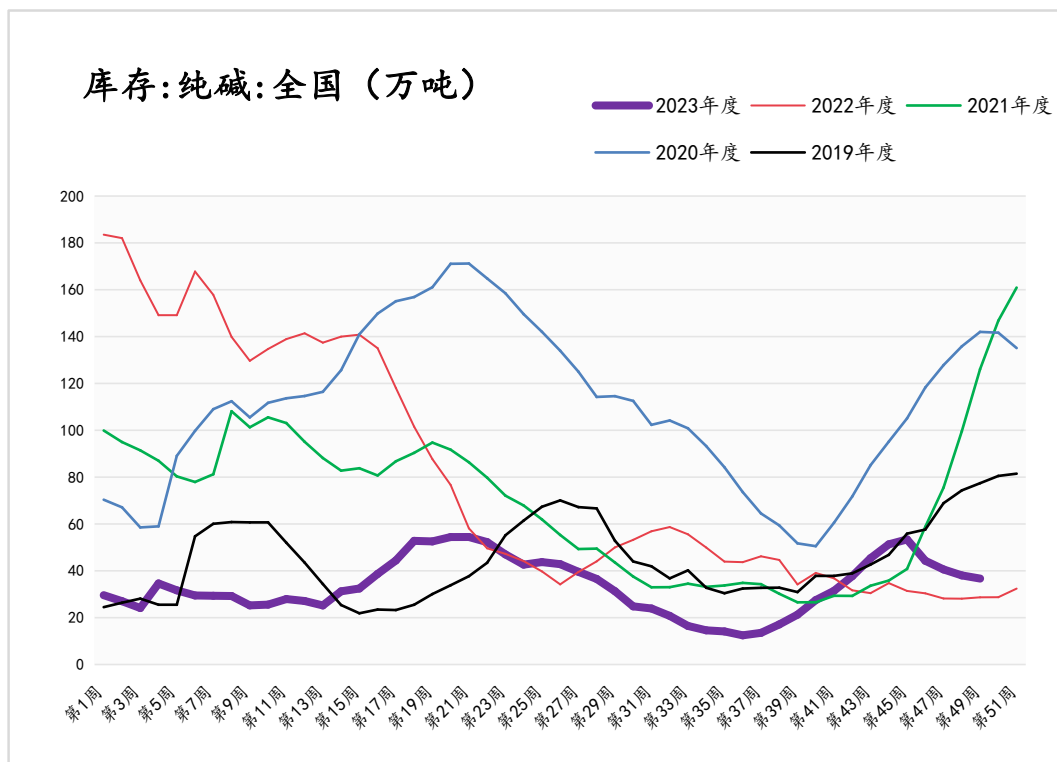
需求 - 轻质纯碱需求零散，但今年拉动作用不容小觑



2023年纯碱需求端 - 轻碱特点：

- 1、2023年轻碱产量估计为1424万吨，较去年上涨6.64%；轻碱主要下游的日用玻璃与洗涤剂、调料与泡花碱等产品的需求与国民消费呈高度正相关。
- 2、轻碱中增量比较明显的就是碳酸锂及其余新兴下游，但2023年受政策红利的消退，自身行业产能的大扩张，碳酸锂产量虽然上涨，但开工率较2022年却是下降的。

库存 - 低库存在价格交易中比重加大

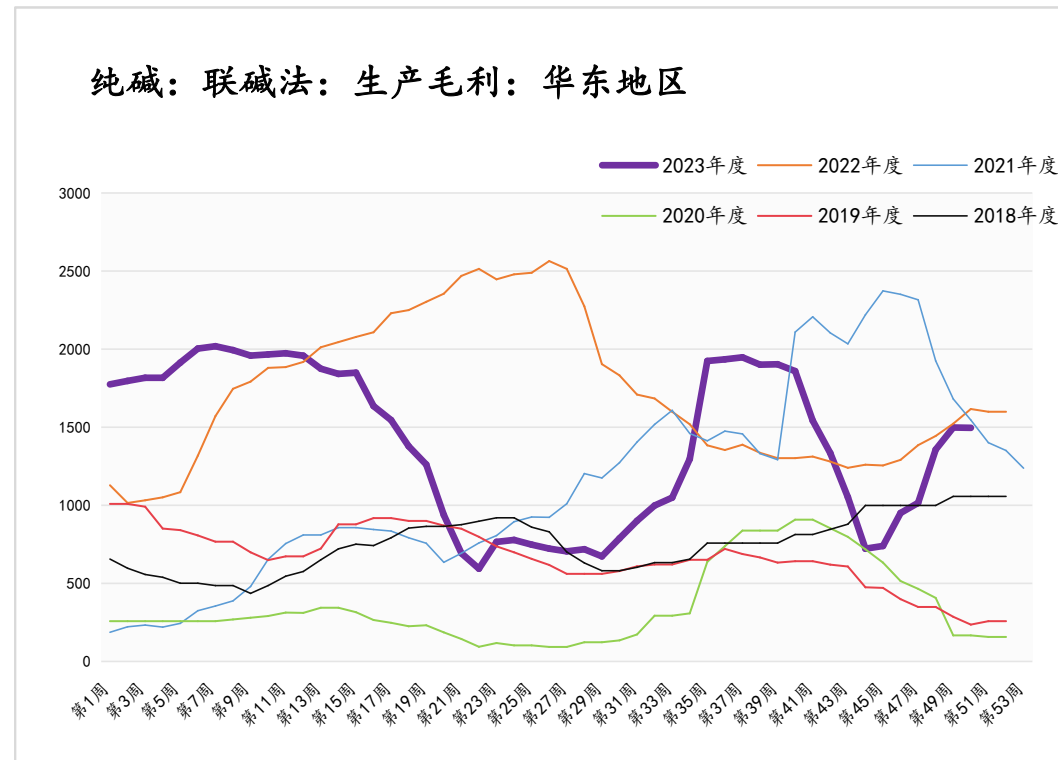
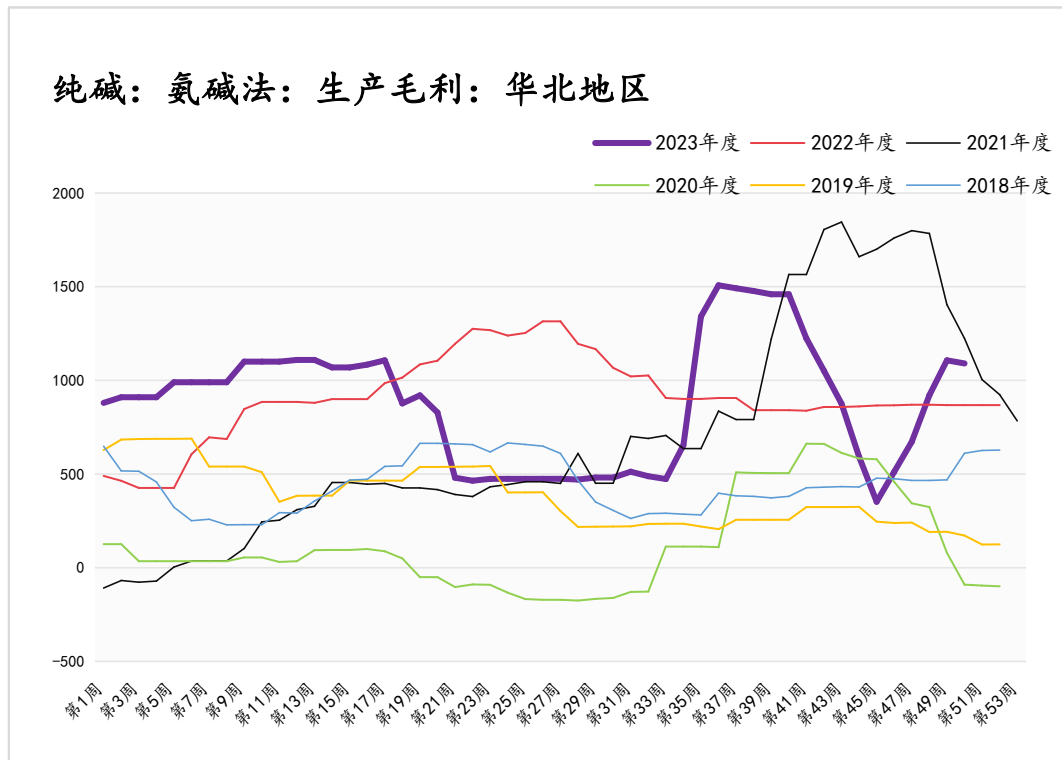


2023年纯碱库存特点:

- 1、厂家库存 - 2023年受光伏玻璃产能大扩张+浮法玻璃产线开工多+轻碱需求助力，纯碱库存始终在历史低位徘徊，最高累库也就60万吨左右，低于历年平均库存水平；
- 2、下游玻璃厂库存 - 2023年上半年纯碱价格瀑布式下跌，下游保持低库存运转（7+天的库存天数），造就有了9月份的逼仓行情；之后玻璃厂开始低价补库存，目前维持在25+天左右的安全水平。



成本利润 - 低库存，高需求给予纯碱高利润



2023年纯碱利润特点：

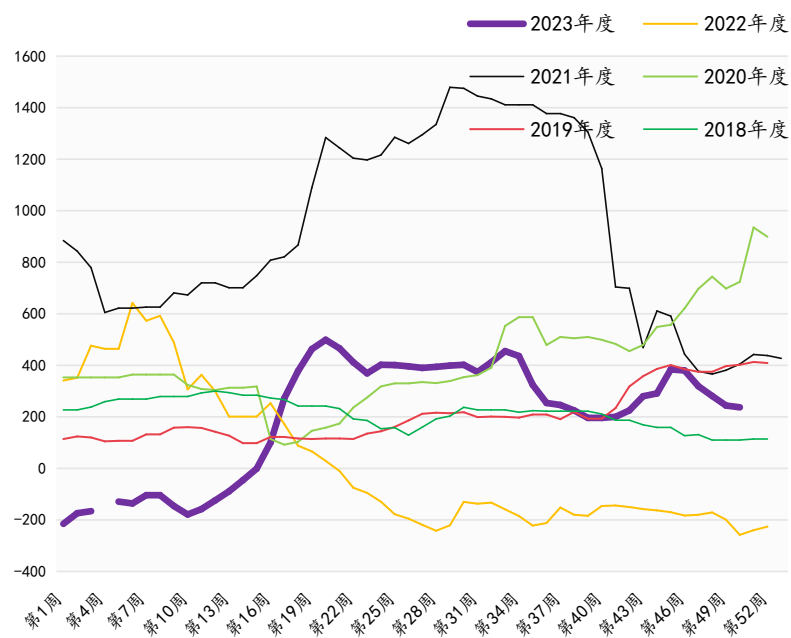
- 1、2023年全年纯碱现货维持高利润，重质氨碱法平均利润为846.83元/吨，较2022年下降20元/吨左右。2023年纯碱的利润并未随着产能的大扩张受到太大的影响，反而在低库存，高需求的驱动下，维持高利润。
- 2、2023年远兴天然碱产能的投放对市场心态的冲击很大，低成本，低污染的天然碱工艺将带来氨碱法后续产能的出清和环保改造带来的成本上涨。



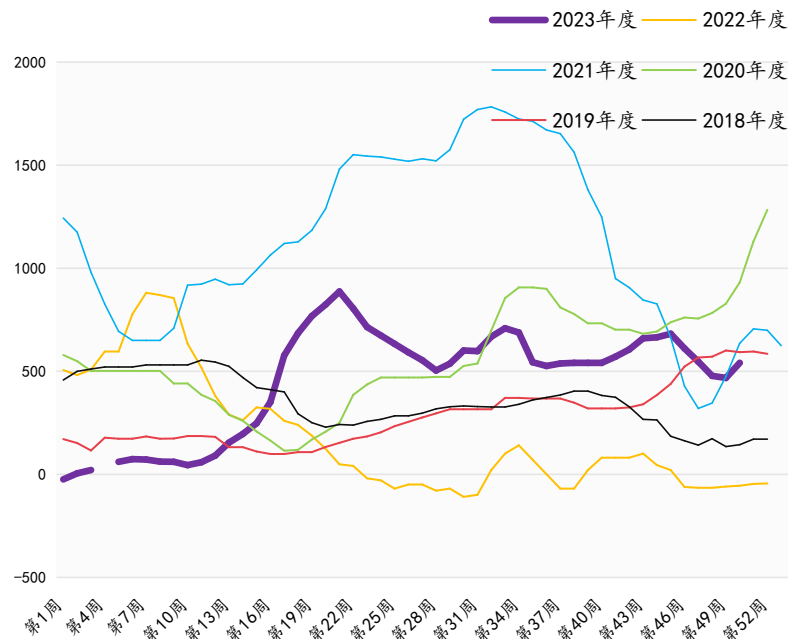
下游利润 - 玻璃全年平均利润为正，竣工依旧是强支撑



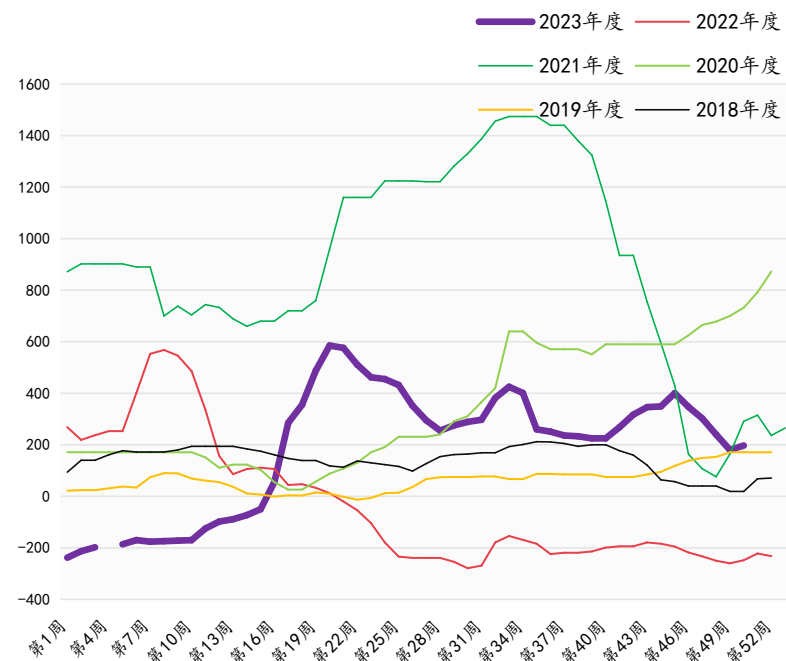
浮法玻璃：煤炭工艺：生产毛利（元/吨）



浮法玻璃：石油焦工艺：生产毛利（元/吨）



浮法玻璃：天然气工艺：生产毛利（元/吨）



2023年玻璃利润特点：

- 1、2023年玻璃全年煤制平均利润为202元/吨，天然气制平均利润为192元/吨，石油焦制平均利润为460元/吨。
- 2、一季度在纯碱和燃料（煤炭、天然气，石油）价格高位的基础下，煤制和天然气制陷入亏损，随着煤炭等能源价格在3月底开始大幅下跌之后，叠加需求端地产竣工的支撑，玻璃利润开始大幅修复。



03

纯碱展望



展望 - 寻找供需矛盾点，下边际关注氨碱法成本

宏观方面（支撑）：国际经济边际好转，国内经济动能切换

- 1、美联储或将在2024年开启降息之路，全球流动性在明年将会大幅改善，经济底部初现，关注后续高频经济数据。
- 2、国内在低利率的基础上，经济动能或将逐步复苏；在地产增速下滑，地方债务高企，经济增长动能切换等背景下，国内财政和货币政策或将发力，国内双循环体系拉动经济平稳复苏。

供需矛盾点（驱动）：价格波动幅度放缓，全年或将围绕氨碱法成本利润区间震荡

- 1、2024年供应端更多的还是存量博弈，因为远兴的280万和连云港110万吨的装置大概率在年底和2025年投产，所以对2024年产能影响不大。2024年新增的量主要关注远兴能源3和4号线的产能扩张情况。
- 2、2024年需求端变化不大，重碱需求中光伏产能大扩张的时期大概率结束了，浮法玻璃轻碱需求预计维稳；
- 3、产能扩张背后是利润的压缩，2024年价格更多是围绕氨碱法成本和利润的博弈，以过去3年平均利润来看，氨碱法利润是794元/吨，所以推出价格的波动区间为（1800,2600）。

成本端：支撑作用强

- 1、原盐，市场基本稳定，供应端和需求端变化不大；
- 2、动力煤，在进口和国内保供稳价政策下，2024年预计区间震荡运行为主。加之煤炭在纯碱生产中只是动能作用，影响较小。



交易节奏 —— 把握季节性价格波动机会

确定了纯碱全年价格的大致波动区间，就需要把握全年的价格运行节奏 —— 基于季节性波动规律，利润波动范围和供需平衡表的线性外推

1、整个价格区间围绕氨碱法成本和利润波动，行情波动区间为（1800,2600）；

2、价格运行节奏上来看，我们更倾向于把握阶段性矛盾的机会

2405合约：面临远兴三号线量产+金山、德邦装置提负，库存低位有所缓解，价格预计由高位震荡→震荡偏弱；

2409合约：夏季检修预期支撑下，供减需稳的格局下，价格由低位震荡→上涨；

2501合约：检修之后装置基本回归，供增需稳的背景下，价格由上涨→高位震荡→震荡偏弱。

风险点：能源价格大幅波动；装置意外故障不断等；



2024年年度供需平衡表

	国内产量	进口	出口	需求量	供需缺口	期末库存	库消比	价格中枢
2020年	2757.2	35.6	137.8	2554.8	100.2	99.89	3.91%	1516.6
2021年	2892.1	23.7	75.9	2810.2	29.7	181.89	6.47%	2298.14
2022年	2944.09	11.4	205.6	2894	-144.11	32.97	1.14%	2649.9
2023年E	3149	77	143.6	3060.2	22.2	42	1.37%	2155
2024年E	3,151.51	35	100	3,098.51	-12.00	95	3.07%	



2024年月度供需平衡表

	国内产量	进口	出口	需求量	供需缺口
1月	275.98	0.9	3	272.98	0.9
2月	278.11	0.5	2.1	273.11	3.4
3月	267.53	0.51	3.5	261.53	3.01
4月	272.02	0.3	4.1	268.02	0.2
5月	251.75	0.2	14	253.75	-15.8
6月	244.31	5.3	13.5	248.31	-12.2
7月	258.51	4.6	13	246.51	3.6
8月	249.62	0.6	12	240.62	-2.4
9月	254.45	2.2	2.3	250.45	3.9
10月	268.98	5.1	2.5	264.98	6.6
11月	264.66	5	11	257.66	1
12月	265.60	10	19	260.60	-4
总计	3,151.51	35.21	100	3,098.51	-12



2024年1月行情展望 - 上涨没动力，下跌没信心

纯碱多头的理由：

05高基差：目前沙河地区官方报价2800，但实际到玻璃行的价格2600就可以，名义上的基差是750附近；01合约目前在2500附近震荡整理，半个月的时间现货下跌100应该是没问题的，05最主要还是博弈后边的供需情况；

库存低位：当下库存没有有效的累库，重碱库存偏低；碱厂累计重碱才7.3万吨，交割库重碱库存1.4万吨不到；

短期供应端的扰动：最近设备故障也是不少，天气环保也是不断频发，比如近期金山的获嘉40万吨产线停产一天，主要是大气污染治理；山东潍坊天气治理，也影响一部分产能，估计影响3天；

纯碱空头的理由：

长期供应端扰动结束：随着青海环保大检查结束后，对青海的碱厂扰动的尘埃落定，基本上不会更恶化，而这几天昆仑和发投也到了4成开工，元旦后，昆仑或会维持50%的开工率（据悉是政府和中盐已经沟通好），当下维持3-4层开工主要因素还是限水；

另外，五彩那边也是这个原因，元旦后，五彩也会满负荷生产；远兴3号线的开工率已经到50%，目前正在提负荷；如果三线能够达产，四线很快就可以投出来；据悉三线的关键进口设备已经到了，替换了，产能就能很快上来。远兴4号线预计在1月下旬也将投料；

进口量冲击：目前海外进口碱到港在2100-2200附近，而国内2600-2800，所以有很大的空间；

库存预期累库：供应端扰动结束之后，库存将会慢慢累积，周度保守预计7万吨左右；



2024年1月行情展望 - 上涨没动力，下跌没信心

目前多空均有理由，行情也处于震荡走势中，后续的打破目前基本面格局的路径有二：

- 1、轻碱需求春节前后停车，需求边际减少，库存累积倒逼纯碱降价；（概率中等；因为目前纯碱高利润，自身减产的可能性几乎没有，除非环保政策或者装置故障，只能依靠下游的负反馈）； -- 价格震荡偏弱
- 2、供应端扰动持续，纯碱现货高位运行，05合约有收基差的可能性；（概率中等；临近年终，环保政策趋严，最近河南等地的环保督察组入驻，金山获嘉还有山东的有几家企业生产受限，但目前贸易商和下游补库的情绪不高，现货涨价的驱动也不足） -- 价格震荡维稳；

在上述两种路径中，概率都是一半一半的，所以目前我们只能以震荡的思路对待，后续关注库存累积的节奏，远兴4号线投产的时间，氨碱法装置的环保问题等；之后趋势性流畅的行情大概率不会出现了，只能抓阶段性矛盾来把握行情的走势。



三立期货
SANLI FUTURES



免责声明

本报告数据和信息来源于交易所，合法媒体或资讯机构的公开资料，以及我公司付费授权的数据信息，但公司对信息来源的准确性和完整性不作任何保证。我公司力求对市场分析、判断做到客观公正，但市场千变万化，本公司不承担任何依据此报告内容进行操作投资而导致的损失。本报告未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如需引用、刊发，须注明出处为“山西三立期货经纪有限公司”，且不得对本报告进行有悖意愿的删节和修改。

让 每一个 客户 成为 专业的 投资者