

## 纯碱 —— 时间是空头的朋友

### 观点总结：

- 1、**产能大扩张下高利润不可持续。**纯碱 2023 年全年产能扩张在 25% 左右，大部分产能扩张在下半年，产能大扩张的背景下，纯碱目前极高的利润难以为继。目前纯碱的库存低位支撑现货价格，但我们经过周度供需平衡表演绎，现货的拐点预计在 9 月中旬左右，随着新产能的扩张和检修装置的回归，库存将迅速累计。
- 2、**下游需求难以匹配供给增量：**玻璃后半年依旧有扩张的产线，但新扩张的产线难以匹配纯碱大产能的扩张，供需紧平衡的格局转变为供需宽松只是时间而已。
- 3、**终端地产销售数据还未回暖：**受地产疲软的影响，纯碱的下游玻璃今年出货并不好。虽然有保交楼政策的支持，但地产融资困难，销售回落等制约了保交楼的进行，目前地产的新开工还在进一步恶化，后续玻璃需求存疑。

产能终将投放，地产虽然政策不断刺激，但大概率难重现 2021 年的风光，供需矛盾短时间难以缓解，就纯碱而言，时间是站在空头这一方的。

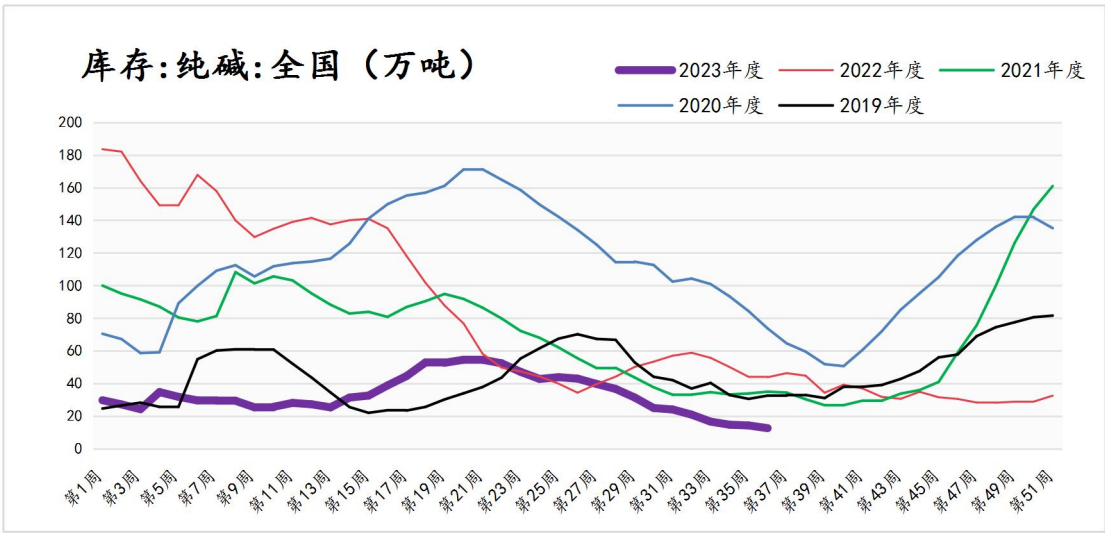
**操作建议：**整体操作思路在现货松动的时候(9 月中旬左右)逢高位做空 2401 合约。

**风险点：**产能投放不及预期；贸易商囤货需求旺盛等；

多头逻辑1：产能投放不及预期+检修季，低库存支撑近月合约价格。

**纯碱厂家库存：**截止到 2023 年 9 月 7 日，国内纯碱厂家总库存 12.47 万吨，环比-1.66 万吨，跌幅 11.75%。其中，轻质纯碱 7.18 万吨，环比-1.28 万吨，重碱 5.29 万吨，环比-0.38 万吨。轻重同步下跌，大部分企业库存较低。

**玻璃厂库存：**浮法玻璃厂区纯碱库存了解，37%的样本库存 8+天，下降接近 1 天；45%的样本库存 7+天，下降接近 1 天；50%的样本库存 7+，下降接近 1 天，整体水平不高，有待发订单。



多头逻辑证伪：去库在9月中旬或将结束，累库周期开启

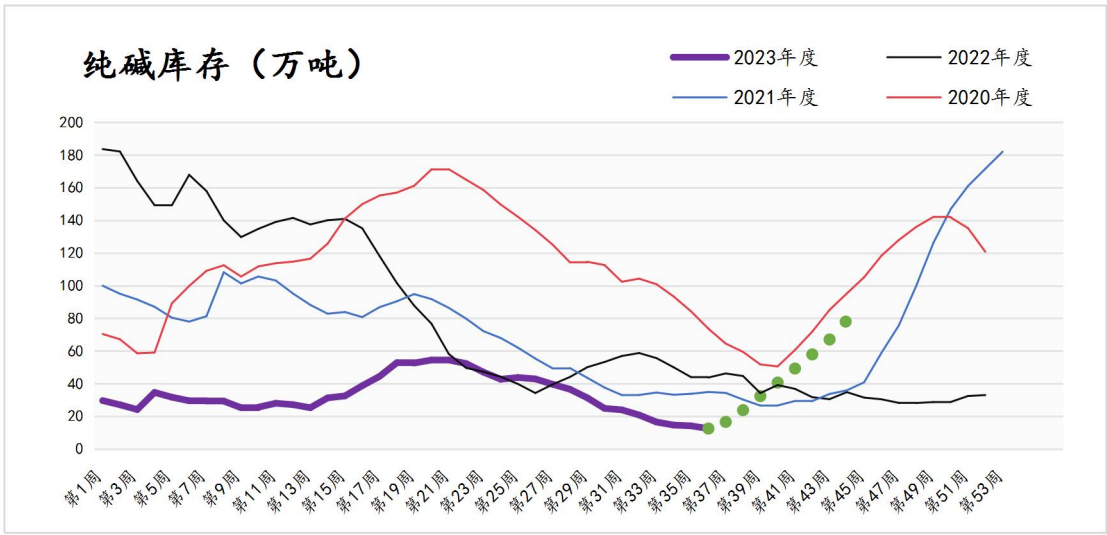
供需平衡表推演：

[illegible]

供给	阿拉善 日产能	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	1.10
	阿拉善 周度产量	5.60	5.60	5.60	5.60	5.60	5.60	5.60	7.70
	金山 日度新产能	0.20	0.30	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
	金山 周度新产能	1.40	2.10	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50
	德邦+湘渝 新产能					0.30	0.50	1.00	1.50
	进口	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
需求	周度需求	58.25	58.25	58.25	58.53	58.53	58.70	58.70	58.70
	玻璃日熔量	17.00	17.00	17.00	17.20	17.20	17.20	17.20	17.20
	玻璃需求	23.80	23.80	23.80	24.08	24.08	24.08	24.08	24.08
	光伏日熔量	9.12	9.12	9.12	9.12	9.12	9.24	9.24	9.24
	光伏需求	12.77	12.77	12.77	12.77	12.77	12.94	12.94	12.94
	轻碱需求	18.68	18.68	18.68	18.68	18.68	18.68	18.68	18.68
	出口需求	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
总供需缺口		4.06	5.46	6.86	6.58	6.88	6.91	7.41	10.01
库存		16.53	23.71	32.30	40.60	49.20	57.84	66.97	78.71

\*注 1：开工率选取 2018 年 2 月开始的数据，因数据量较小，故采用 bootstrap 法估算，75 百分位 95%的置信区间（86.43%-89.15%）。剔除中间检修的开工率，因目前处于高利润的状态下，厂家开工积极性很高，保守估计我们选取 89.15%左右的开工率比较合适。

\*注 2：上周阿拉善已经可以达到日产 8000 吨，2 个产线基本满产。



\*注：绿色的虚线是模拟供需平衡变的数据画出来的 2023 年后续的库存数据。

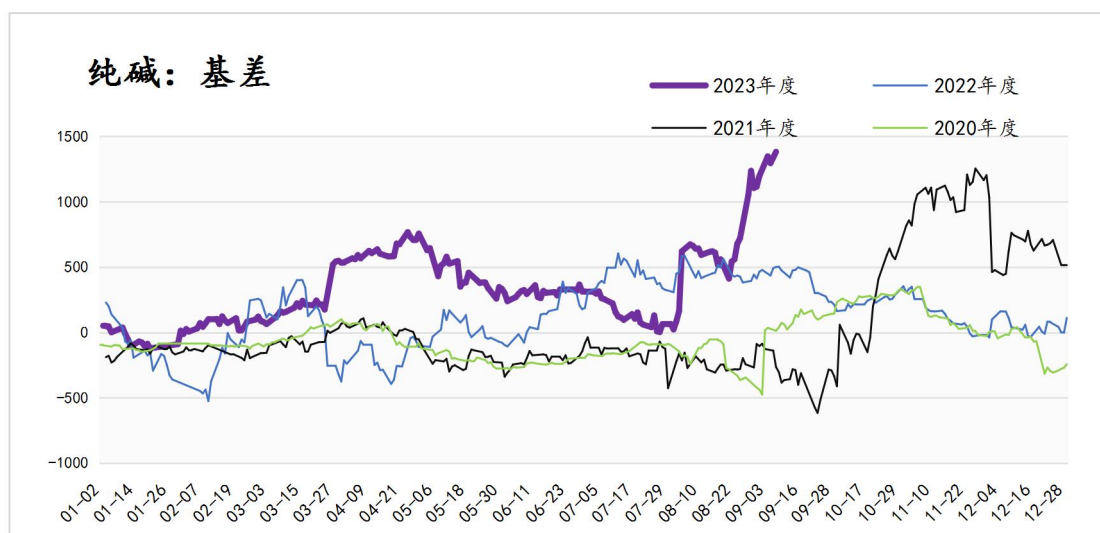
**总结：供需平衡表推演下来，检修装置回归和新产能的投放，去库大概率在9月中旬结束。**现货目前全国均价在3300左右的水平，已经达到极限状态。随着远兴能源和金山装置的投产，现货价格易跌难涨，最疯狂的时候已经过去。后续现货价格下跌的拐点将是期货价格共振下跌的时刻，且期货价格很可能抢跑。

基差

期货盘面深贴水

**多头逻辑2：期货盘面深度贴水，交割制度的存在使得现货价格不跌，期货价格难跌。**

基差：目前01合约的基差达到历史极值状态（1465左右）。



**多头逻辑证伪：高基差在临近交割的时候参考意义比较大，对于远月基差的作用不大。**

我们在图中可以发现基差极值的时候有两个阶段：（1）2021年11月份，受光伏玻璃产能跨越式发展、日用玻璃需求恢复性增长及浮法玻璃在产产能稳步提升，纯碱现货价格飙升，此时临近换月（12月1号开始换主力合约01），05合约期价迅速上行，和现货回归。（2）2023年09合约的超高位的基差，期货同样上演了一波多逼空的行情。

总结来看，这两次异常的基差确实都是期货上行和现货靠拢的，但是发生的时间是临近交割月，01 合约目前还有 3 个多月的时间，此时期望期货价格上涨和现货靠拢，为时太早。

利润

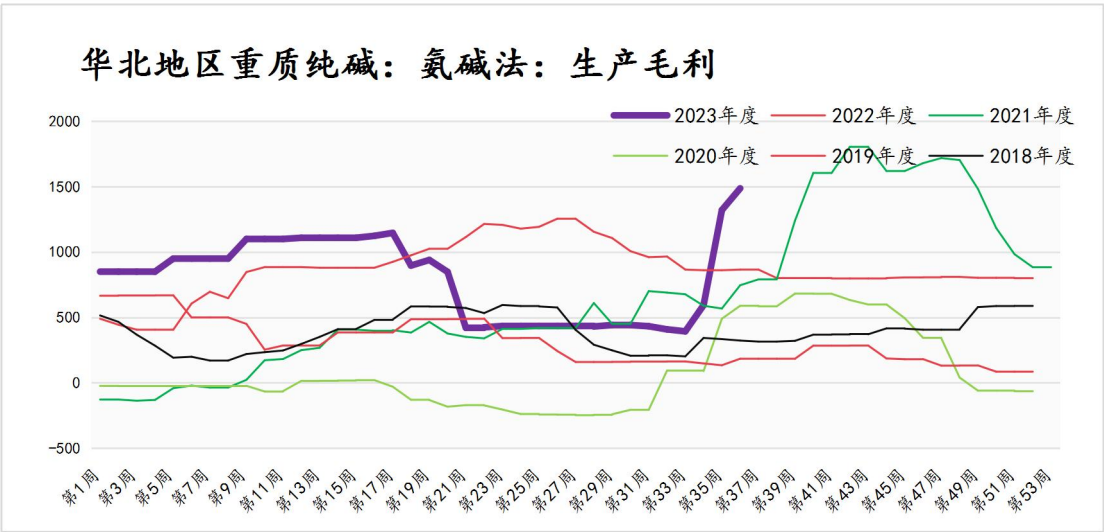
高利润难以维继

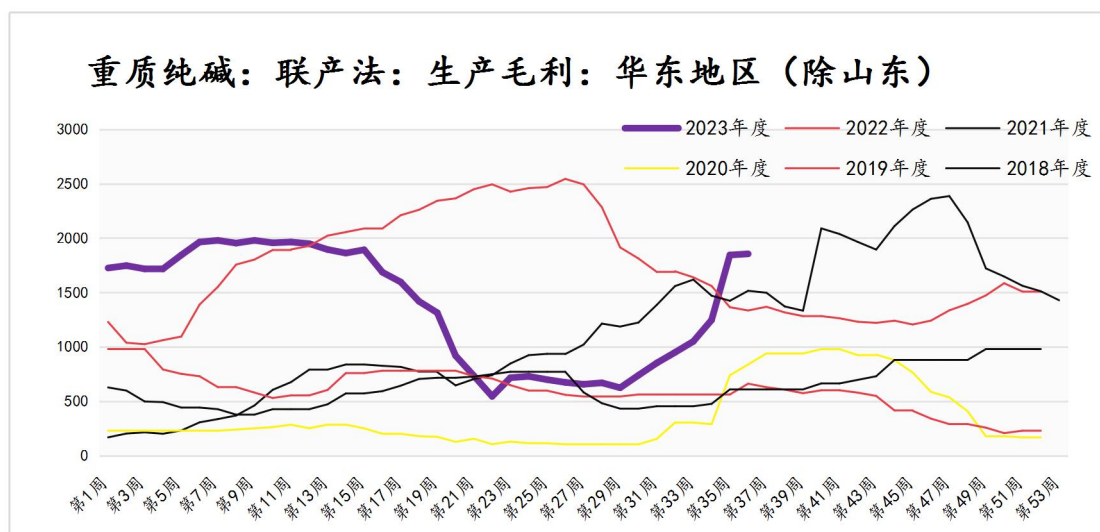
纯碱利润：目前利润极高，截至 2023 年 9 月 7 日，中国氨碱法纯碱理论利润 1507.23 元/吨，较上周+166.38 元/吨，环比+12.41%。

中国联碱法纯碱理论利润（双吨）为 1934.60 元/吨，环比+10.5 元/吨，涨幅 0.55%。

纯碱两种主流生产工艺的利润情况：

工艺	2023. 9. 7	2023. 8. 31
氨碱法	1507. 3	1340. 85
联碱法	1934. 6	1924. 1





虽然玻璃的重碱需求较为稳定，但在终端地产销售和新开工没有改善的前提下，高价格的纯碱只会一味的压缩玻璃的利润，直至玻璃厂降低开工率，产业链的负反馈开始。

目前纯碱的利润已经达到历史极值状态，期货 09 合约的逼仓也告一段落，现货矛盾转移至 10 合约，后续合约如何博弈还是要看后续产能释放的节奏，但产能始终会释放，所以时间是空头的朋友。

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。