

## 基本面宽松，驱动在供给

投资观点： 看空

报告日期 2024-12-23

- **供给（中性偏空）**：2025 年，玻璃的生产利润主要受成品价格影响。在利润承压下，供给将在明年上半年小幅向上，下半年或在生产亏损下，部分产线冷修退出，产量总体呈现前高后低。纯碱高供给格局延续，但弹性较强，价格将受供给扰动而延续较大波动。
- **需求（偏空）**：需求偏弱仍是玻璃纯碱的最主要的基本面情况，稳地产政策将继续推出，地产中后端施工延续，但周期趋势向下，制造业保有韧性，因此总体需求保有韧性，但承压向下。宏观政策利好释放后对需求的拉动往往需要时间，因此需求释放路径及程度将对价格的波动带来影响。
- **宏观及政策（偏多）**：外部宏观和政策以利多为主，但国内经济增长压力较大，大宗商品预期向好下，但现实仍受制于有效需求偏弱，下游需求提振缓慢，产业链低利润低库存结构延续。
- **总结**：全球经济增长乏力的大周期叠加地缘政治紧张，而国内逆周期政策继续发力，稳经济压力仍不可小觑下，有效需求不足将持续抑制价格上行驱动。玻璃纯碱基本面或延续宽松，弱需求下，价格或更多关注供给的变动，产业利润持续承压。
- **建议**：价格承压，关注供给变化带来的阶段反弹。
- **风险关注**：碱厂开工、日熔量、产销及宏观政策等。

玻璃（FG）&纯碱（SA）

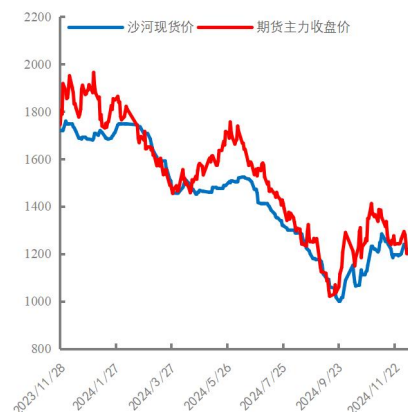
年度报告

分析师：黄志鸿

从业资格证号：F3051824

投资咨询证号：Z0015761

### 玻璃价格走势



### 往期相关报告

宏观情绪主导，价格起伏较大

2024. 11. 04

供需改善不足，价格难以向上

2024. 11. 18

供需不甚悲观，偏低价格有弹性

2024. 12. 02

坚定信心，价格向下有限

2024. 12. 16

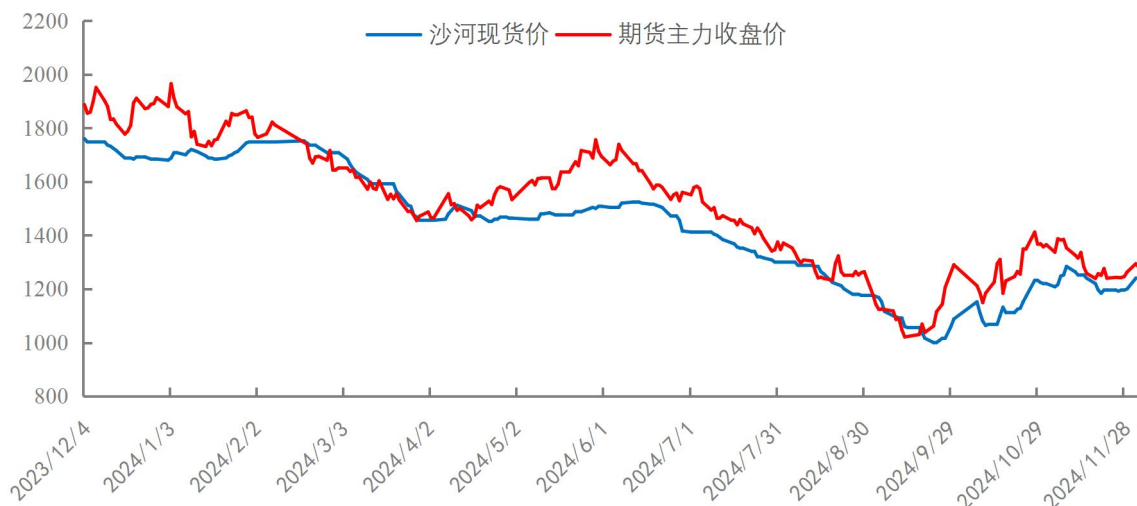
## 一、行情回顾

### 1. 玻璃价格重心大幅下移，远月升水格局凸显

2024 年玻璃价格从年初高点一路下探，整体重心较 2023 年大幅下移，且波动区间及幅度明显较 2023 年走扩。全年沙河地区的 5mm 玻璃均价约 1400 元，较 2023 年全年均价 1700 元，同比下降 17.6%。

纵观全年，玻璃在供给偏强需求向弱的基本面下，价格从年初一路下跌，跌幅最大超 49%，创下八年来低点整体重心下探至千元大关。仅在二季度和四季度的政策利好带动和供给减量下，价格有所反弹，整体向下趋势明显。随着地产的颓势延续，稳经济压力较大，玻璃下游需求向弱，尽管阶段性宏观政策利好，包括稳地产和保交楼政策，需求阶段性改善，但整体偏弱，而供给端的减量不足，供需失衡使得玻璃价格持续向下。也即宏观利好带动阶段反弹，但基本面偏弱继续引导价格下行。弱现实与预期变化下，玻璃现货价格疲软但期货价格波动，期现走势阶段分化，基差波动较大。生产利润端，玻璃厂利润不断挤压，亏损加剧，产业链负反馈作用下，上游让利。随着供需宽松确立，近弱远强下，价差反套为主。

图表 1、玻璃主力合约及现货价格



资料来源：Wind、我的钢铁网、国贸期货研究院

#### 1.1. 价格重心不断下探，弱现实与反复的预期

2024 年玻璃价格重心较 2023 年明显下移，行情受宏观利好刺激后反弹但重回基本面交易后又继续回落，供需宽松下价格波动主要经历几个阶段：

第一个阶段是：开年后玻璃价格不断下探，持续走低，整体重心下移明显。特别是春节假期结束以后，价格更是不断滑坡向下，甚至在节后第一天，大宗商品普遍开盘红，而纯碱玻璃却低开低走。至 3 月底，玻璃主力合约下探至在 1480 元左右，较年初 1980 元的高点，下跌幅度超 25%。沙河地区现货价格从 1700 元降至 1550 附近，跌幅 8.8%。玻璃价格的弱势主要是，供给高位，玻璃日熔量高位，且仍有投产计划，而需求启动迟缓，地产端的利空不断，加剧市场对后市需求的担忧，库存累积不断，期现价格共振下跌。

第二个阶段是：二季度期货价格有所反弹，但现货依旧低迷，期现背离，基差大幅走低。现货方面，沙河地区现货价格在 3 月底和 4 月初最低为 1456 元，二季度小幅反弹至 1524 元附近，以弱势整理为主，较年初高点 1748 元下跌 12.8%。期货方面，主力合约在二季度反弹至 1750 元以上，但 6 月很快又回落至 1550 元附近。由于生产利润大幅下滑，部分产线延迟投产，且新增放水检修的产线较多，供给在二季度开始持续减量，而需求表现偏弱，库存高位，下游补库谨慎。期货由于二季度政策利好影响叠加基本面尚未极端恶化，库存累积压力不大，期货表现较好，明显反弹，期现走势有所劈叉，随后强预期被弱现实拖累，价格回落，基差向上。

第三个阶段是：三季度市场在宏观预期偏弱下悲观情绪较重，价格整体不断下探，期现螺旋下挫，基差低位震荡。三季度现货方面，沙河地区现货价格从1412元一路向下，少有反弹地下跌376元至1036元，跌幅26.6%。较年初1750元的高点，跌幅40.8%。期货方面，主力合约从年初1980元的高点，下跌至低点1004元，跌幅近49.3%，创下八年来低点。玻璃价格的弱势主要是宏观稳增长压力增加，同时基本面上供给虽有减量但仍偏高位，下游需求向弱，库存攀升，市场悲观情绪加重。大部分商品在三季度都面临较大跌幅，与地产相关度较高的玻璃跌幅更大。此轮价格下跌是需求的减量引起的，而需求与整体的经济形势相关度较高，同时叠加产业减产不足。由于期现同步走弱，价格重心下移后，价差逐步扁平化，基差有所走强。

第四个阶段是：9月底，中央出台一系列利好政策，财政和货币政策双发力，带动市场情绪大幅转暖，市场信心重回，大宗纷纷反弹，玻璃亦跟随向上。同时基本面上，政策利好后，下游采购需求阶段释放叠加供给已有较大幅度减量，库存大幅去化后，因此价格反弹，期货主力反弹至1400，现货也滞后性地反弹至1400。不过随着政策利好效应尚需时日，在重回基本面交易后，主力价格回落至1250附近震荡，现货再度回落至1200以下。

## 1.2. 期货波动大于现货，跨月价差以反套为主

从全年来看，跨月价差跟随单边价格下跌从近高远低转为近低远高，供需宽松弱下，形成远月升水格局，价差波动程度减小。临近交割，近月向下修复基差，价差走缩，部分价差整体扁平化。由于现实和预期差使得基差机会较多。

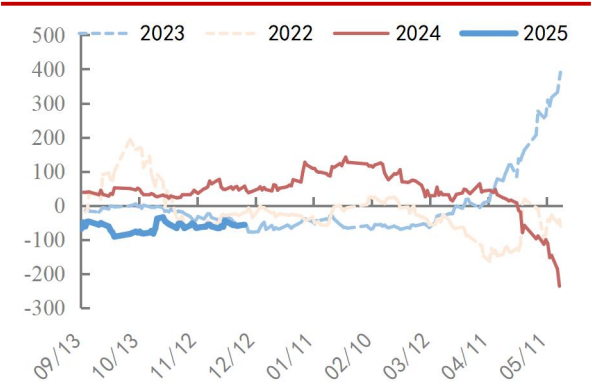
年初基差为较大负值，远月预期乐观，但随着市场对需求预期向弱，期货价格向下波动大于现货，基差逐步扭转为正值，整体近强远弱，同时随着价格走低，整体跨月价差逐步扁平化。年初FG405-FG409价差100走高到140，随后跟随单边大幅走低，临近交割而大幅下跌，价差跌至-100元以下。FG409-FG501价差从80元附近一路缩小至-100元以下。FG501-FG505更是直接从0附近开始向下至-150，整体价差从贴水格局转为升水格局。背后的原因便是供需宽松下，近月价格低迷，特别是临近交割月，多头资金接货需求不佳，近月大幅向下。

总体看来，由于现货波动滞后于期货，全年基差波动明显，期现对冲机会较多。年初基差从-200开始一路走强至正基差，主要节后现货启动而走强，但是期货由于弱预期不断走低。4月初至6月初，基差走低，主要政策利好下，期货盘面不断走强，但现货偏弱，因此基差走弱。6月至9月底，由于弱现实依旧，供需宽松，期货价格再度修正向下，基差开始走强制正值。9月底政策利好再度释放，基差快速大幅走低至-200以上，主要是弱现实和强预期主导。但10月中旬随着市场重回基本面交易，期货回落，基差走强。

## 1.3. 玻璃厂利润大幅挤压，盈利亏损不断

一季度，玻璃厂利润整体有所上移，主要是原燃料成本下移，同时现货价格相对坚挺，因此利润上移，玻璃厂利润丰厚。不过随着玻璃成品价格下滑，生产利润不断向下，盈利开始大幅转为亏损，直至9月下旬玻璃厂全线亏损。之后随着政策利好和供需改善，整体利润修复向上，至年底石油焦工艺260元左右，天然气在-100元左右，煤制气盈亏线附近，全年石油焦工艺的利润居首，整体盈利同比大幅下降。利润压制下，玻璃厂投产放缓，冷修加速，供给高位向下，日熔量明显滑落。利润大幅缩水下，玻璃厂生产意愿偏低，处于产业链偏中下游，利润整体承压，因此对于原材料，其延续了降低库存的策略。

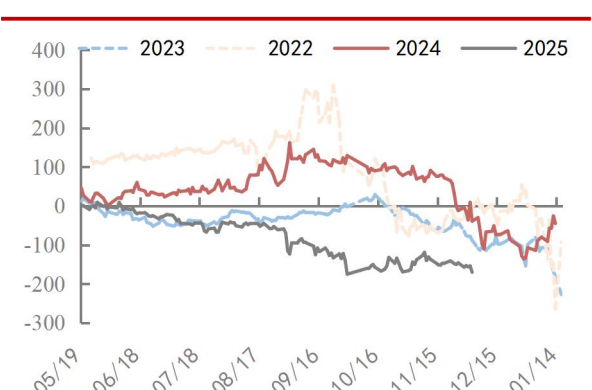
图表 2、玻璃 05-09 价差



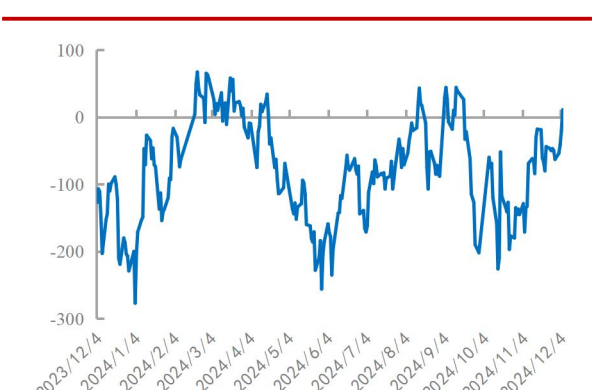
图表 3、玻璃 09-01 价差



图表 4、玻璃 01-05 价差



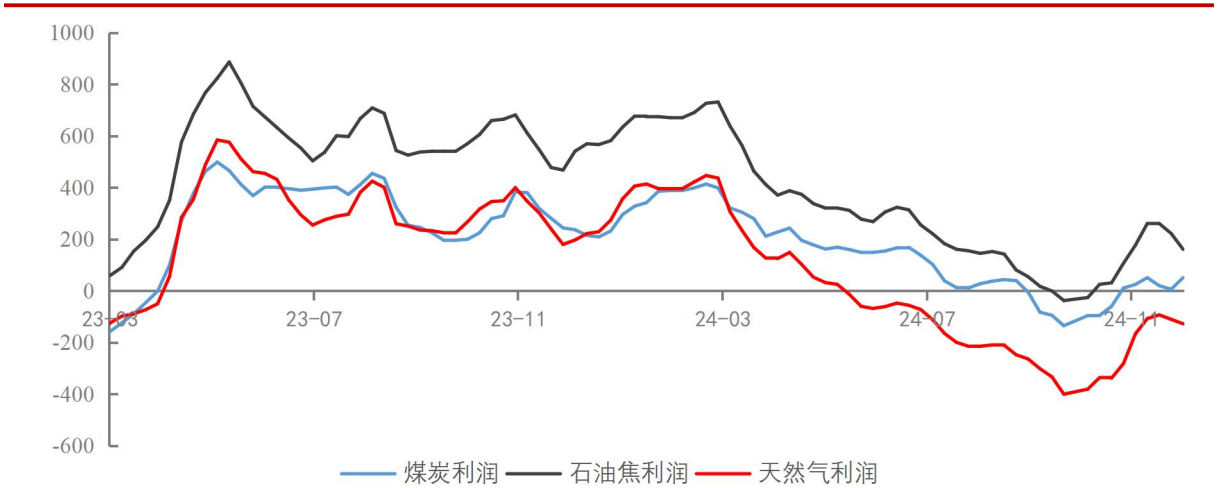
图表 5、玻璃基差



资料来源：Wind、我的钢铁网、国贸期货研究院

资料来源：Wind、我的钢铁网、国贸期货研究院

图表 6、浮法玻璃生产利润



资料来源：Wind、我的钢铁网、国贸期货研究院

## 2. 纯碱供增需弱，重心下移

随着新增产能的兑现，2024 年纯碱价格其整体重心与 2023 年相比较大幅下行，价格不断下探，延续较大波动。沙河地区重碱全年均价约 1930 元，较 2023 年全年均价 2600 元，下降 25.8%。



今年以来，纯碱期现价格重心下移明显。现货价格自年初跌至三月底后，围绕着 1950 元-2300 元震荡，步入三季度后，价格一泻千里，跌至 1400，较年初高点 2750 元下跌 49%。四季度后，整体在 1500 小幅波动。期货方面，延续此前较大波动走势，但波动幅度已经明显收缩。主力合约从开年的 2050 元附近震荡走弱至 3 月底 1750 以下，随后二季度持续反弹至近 2450，三季度同样不断下探，最低跌至 1317，较年初年跌幅超 46%，价格创四年来新低，9 月下旬，受政策利好和供需边际改善，价格有所反弹。四季度亦在 1450-1600 区间窄幅波动。

引导价格大幅向下的主要驱动是两方面，一是供给增量兑现，利润刺激下新增产能加速投放；二是需求的减量，下游光伏玻璃和浮法玻璃的需求向弱，负反馈下直接需求走弱。在供给增量需求减量的基本面对下，叠加市场情绪偏弱，纯碱价格不断下探。尽管供给时有扰动，但难改向下趋势。新增产能主要是远兴能源阿拉善天然碱项目 500 万吨完全落地。周度产量平均 70.86 万吨，较 2023 年的 61.8 万吨增加 14.66%。由于浮法玻璃和光伏玻璃产能过剩，生产亏损加剧，日熔量不断下滑，年内周度对重碱需求高点在 40 万吨，一路下滑至 34.8 万吨，减量 13%，负反馈压力凸显。

图表 7、纯碱主力合约及现货价格



资料来源：Wind、我的钢铁网、国贸期货研究院

## 2.1. 供强需弱，价格承压向下

2024 年纯碱价格跌破四年新低，跌势明显，仅在二季度和三季度末受政策利好刺激阶段反弹，供需转变为宽松之下，加之资金推动，价格波动主要经历五个阶段：

第一个阶段是：年初至 3 月中旬，新增产能逐步兑现，且前期受环保因素影响的碱厂也逐步复产，产量攀升至近年新高，而进口量较大，供给端压力凸显，与此同时，尽管直接需求旺盛，但终端需求不佳，玻璃厂采购谨慎，库存累积不断，期现价格共振下跌。

第二个阶段是：步入二季度，由于碱厂利润大幅压缩，碱价逼近甚至跌破成本价，部分碱厂将检修提前，导致产量出现明显减量，同时直接需求旺盛，光伏投产积极，库存难有累积，同时政策利好较多，价格大幅上行至 5 月底，价格持续反弹。

第三个阶段是：步入 6 月，检修陆续接受，产量重回高位，高供给压力下，碱价高位回落。三季度纯碱价格延续大幅下跌主要是新增产能兑现后，检修前置使得检修季减量有限，供给高位延续，累积产量同比大幅增加，同时需求难以承接高供给，下游浮法玻璃和光伏玻璃生产亏损扩大，日熔量趋于向下，负反馈下，碱价下挫。

第四个阶段是：9 月底到 10 月初，由于国内出台财政政策和货币政策，通过化解对地方政府债务和减轻地产债务来稳定经济，政策利好不断，大宗商品整体大幅向上，纯碱跟随。

第五个阶段是：国庆节后的四季度，尽管整体宏观氛围转暖，但玻璃纯碱基本面仍是供需过剩，因此价格回落震荡。

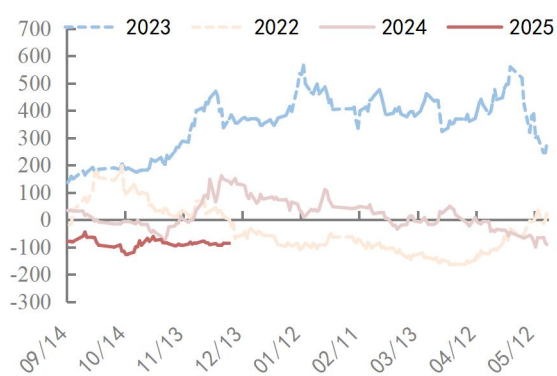
## 2.2. 基差波动逐步减弱，全年价差以反套为主

2024年以来基差整体大幅走低，基差从开年的750附近一路下滑至-232，随后反弹至100附近。一季度期现走势趋同，期货向现货靠拢，二季度以来现货价格持稳为主，而期货价格受资金和检修季供给减量预期影响，表现强于现货，基差转为负值，最低至-232。不过随着6月随着期货价格回落，基差重回正值。三季度以来，由于期现双弱，价差扁平化，基差在0-200内波动。

全年价差以反套为主，即近月跌幅超出远月。开年至4月SA405-SA409价差从年初100正值附近开始向下，最后收于交割月前低于-50。4月-5月初，SA409-SA501价差从100左右短暂上移至196，然后从5月一路开始向下至交割月前-136。SA501-SA505则从开始的100附近开始直接滑落，最低至-124，四季度基本在-100左右震荡。整体看来，随着单边价格向下，跨月价差逐步扁平化，近月持续崩塌，远月由于成本和供需改善预期而高于近月。

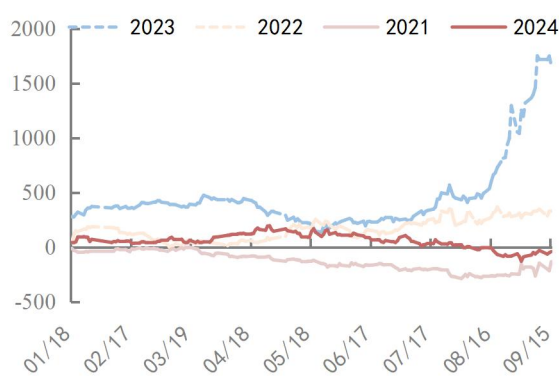
总体看来，供给扩张兑现后，供需宽松，价格熊市为主，因此价差呈现近低远高的升水格局。基差的修复多数以近月合约向下完成，近月多头并无接货需求，更多是投机需求主导，导致近月价格临近交割甚至大幅低于正常现货价格。跨月价差呈现反套逻辑，即近月走低，主要是整体价格走低逼近成本线，远月合约均围绕成本波动，整体价差扁平化。而基差的波动亦是如此，特别是价格陷入低位震荡后，价差和基差基本少有波动。

图表 8、纯碱 05-09 价差



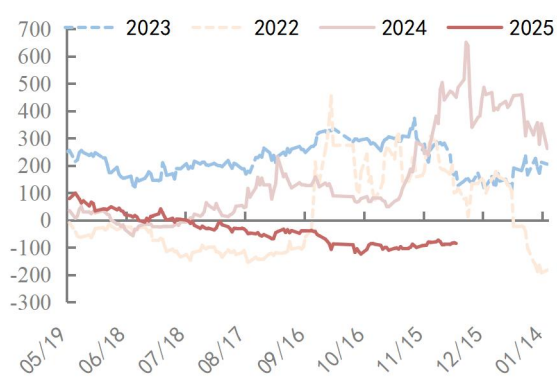
资料来源：Wind、我的钢铁网、国贸期货研究院

图表 9、纯碱 09-01 价差



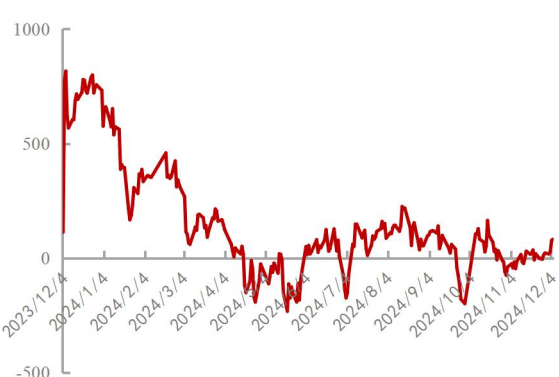
资料来源：Wind、我的钢铁网、国贸期货研究院

图表 10、纯碱 01-05 价差



资料来源：Wind、我的钢铁网、国贸期货研究院

图表 11、纯碱基差



资料来源：Wind、我的钢铁网、国贸期货研究院

### 2.3. 碱厂利润大幅滑坡，轻重价差窄幅波动

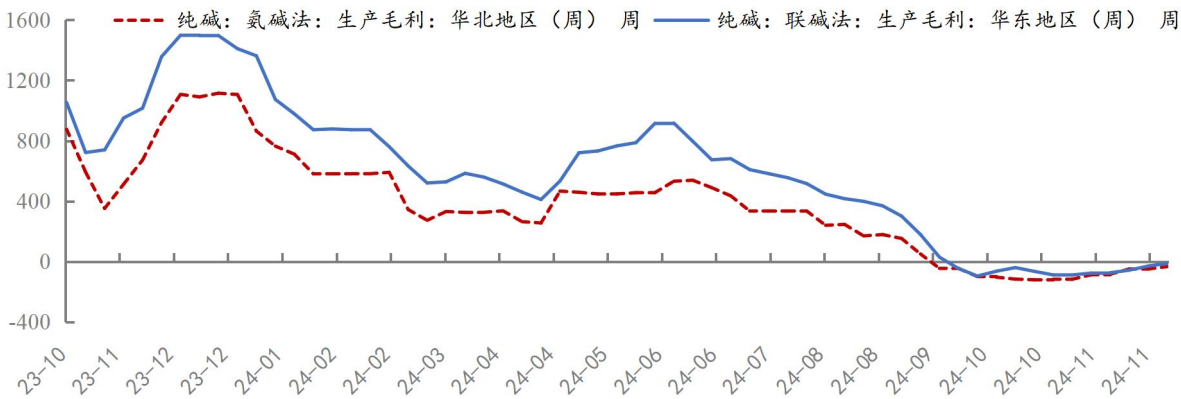
由于供给集中度较高，供给的扰动仍对价格有较强的驱动，即当价格跌破部分生产成本后，碱厂具有较强的自主调节生产的能力和意愿，因此价格保持较大的波动，资金对碱价的投机情绪较重。整体看来，纯碱生产端的利润从年初的千元以上，一路走低至盈亏线以下。仅在二季度稍有反弹，整体利润大幅压缩。前期的高利润延续时间较长，碱厂有较厚的利润垫，其二是新增产能成本低廉，当前行业竞争激烈，后续仍有新增产能投产，高产量具有惯性，且大厂或有挤压市场份额的驱动，

因此在碱厂亏损扩大后，成本端的支撑弱化，供给的弹性有所减弱。

由于生产成本相对稳定，全年碱厂利润跟随价格起伏，无论氨碱法还是联碱法，利润均大幅向下。而天然碱法的成本优势仍较为明显，因此利润尚维持正向。另外由于重碱需求向弱，轻碱需求有所提升，尽因此碱厂开始调整轻重生产比例，降低重碱比例。

同时碱厂产能相对集中，大碱厂的生产波动对供给带来较大影响，低利润格局下，碱厂有足够的动力调节生产，同时生产工艺较为便于开启和关停，因此整体供给弹性仍较大。而下游需求向弱，玻璃厂不断压减库存，库存集中于上游，尽管碱厂占据主动性，但在负反馈机制下，产业利润压缩，碱厂难以独善其身，行业或有出清需求，未来仍有部分新增产能投产，因此碱厂整体利润难言乐观。

图表 12、纯碱生产利润



资料来源：Wind、我的钢铁网、国贸期货研究院

二、玻璃基本面分析

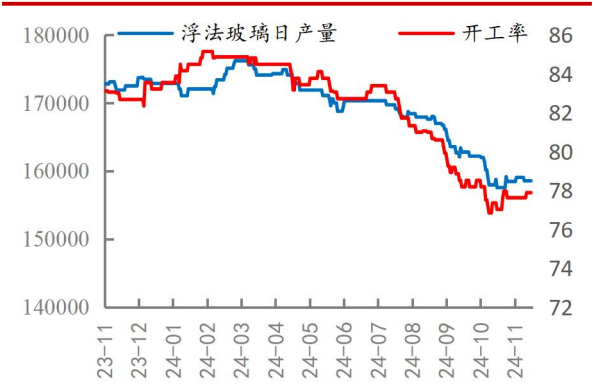
1. 供给分析——利润挤压下，行业加速出清

2024 年玻璃的供应受利润驱使，供给先冲高后明显回落，利润亏损明显，行业加速出清。2024 年，行业出清延续，行业集中度仍有提高空间。低利润格局，供给总体易降难升。虽然生产刚性，但产业中的高龄产线或使得供给存有一定的调节空间。一季度由于市场景气度尚可，前期多条具备点火条件的新建产线投产，日熔量攀升。随后利润大幅下滑后，产业以收缩为主。

2024 年 1-4 月生产利润持续正向，因此日熔量不断攀升，产线投产积极，4 月开始玻璃厂的生产利润大幅下滑直至十月，同时行业自 2024 年 4 月初开始减产，随后开工率和日产量不断滑落，日熔量从最高 17.62 万吨下降至 15.75 万吨，降幅 10.61%。三季度利润修复，供给持稳。至 2024 年 11 月底，剔除僵尸产线后，国内浮法玻璃生产线共计 295 条，日产能共计 20.04 万吨，在产 229 条，日产量 15.91 万吨。而 2023 年底，浮法玻璃生产线共 308 条，在产 255 条，日熔量 17.35 万吨。日产量同比下滑 8.3%。

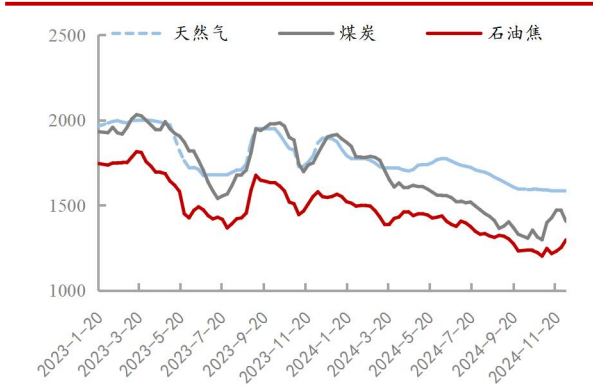
展望 2025 年，原燃料成本中，纯碱价格和能源价格延续波动，继续带动成本变化，但浮法玻璃的生产利润主要受成品价格影响。可预见在利润承压下，玻璃日熔量和开工或保持相对稳定。但阶段仍有区别，近期利润修复，供给将在明年上半年小幅向上，下半年或在生产亏损下，部分产线冷修退出，产量总体呈现前高后低，整体走势或类似 2024 年。

图表 13、浮法玻璃日熔量及开工



资料来源：Wind、我的钢铁网、国贸期货研究院

图表 14、浮法玻璃成本



资料来源：Wind、我的钢铁网、国贸期货研究院

1.1. 纯碱和能源主导成本变动，生产利润承压难改

2024 年，玻璃原燃料中的两大成本纯碱和能源走势各异。纯碱价格大幅向下，而煤炭价格持稳。因此利润的波动更多是玻璃成品价格向下，因此整体利润大幅下行。受利润下降影响，2024 年国内浮法玻璃冷修产线明显增加，行业自主调节能力略有增强。从原燃料价格来看，整体成本走势由纯碱价格带动，另外能源价格波动不大，成本整体对利润的影响依旧有限，而利润波动更多是产品价格主导。2025 年原燃料中的纯碱和能源价格或将延续波动，特别是纯碱价格，继续主导成本变化。

图表 15、浮法玻璃日熔量及开工



资料来源：Wind、我的钢铁网、国贸期货研究院

图表 16、动力煤价格



资料来源：Wind、我的钢铁网、国贸期货研究院

1.2. 严控产能政策延续，利润将主导供给波动

玻璃行业是我国国民经济发展的重要基础原材料产业。玻璃生产过程中需要消耗燃料油、煤炭、天然气等能源。目前我国产量全球最大，全国 295 条有效生产线，在产 229 条，70 余家企业，规模 TOP10=55%，仅有 1 条线的企业数量占 50%，自产自销为主，进出口占比很小。2017 年以来玻璃行业执行产能置换政策，严禁新增。重点产出省份主要是河北、湖北、山东、广东、福建、江苏、安徽。近年来北方地区环保政策监管比较严格，玻璃产能有向南方地区转移的趋势。

政策面上，5 月底国务院印发《2024—2025 年节能降碳方案》要求平板玻璃执行产能置换。其中要求平板玻璃行业能效标杆水平以上产能占比达到 20%，延续此前的政策目标，没有超预期影响。此次新版做出一定调整，之前的规定要求“2013 年以来，连续停产两年及以上的水泥熟料、平板玻璃生产线产能（因省级主管部门制定或同意的错峰生产方案以及因地方规划调整导致此情况的除外）不能用于产能置换”，而新版要求“因不可抗力原因被地方政府要求停产超过三年的平板玻璃生产线，其产能于 2025 年 6 月底前可用于置换，2025 年 6 月底后将不能用于置换”，对比来看，新版明确给出了置换期限。10 月 30 日工业和信息化部印发《水泥玻璃行业产能置换实施办法（2024 年本）》明确了平板玻璃的产能置换比例。位于国



家大气污染防治重点区域和非大气污染防治重点区域平板玻璃产能置换比例分别不低于 1.25:1 和 1:1，产能置换比例按建设地点区域界定。

我国不同平板玻璃企业生产能耗水平和碳排放水平差异较大，节能降碳改造升级潜力仍然较大。根据《高耗能行业重点领域能效标杆水平和基准水平(2021 年版)》，平板玻璃(生产能力>800 吨/天)能效标杆水平为 8 千克标准煤/重量箱，基准水平 12 千克标准煤/重量箱，平板玻璃(500≤生产能力≤800 吨/天)能效标杆水平为 9.5 千克标准煤/重量箱；基准水平 13.5 千克标准煤/重量箱。基准水平按照 1 吨标准煤发电 3300 度，折合耗电量约 1980-2228 度/吨。

双碳背景下，限制高能耗行业，未来浮法玻璃总产能难有大幅提升。另外行业中高龄产线数量仍较多，其冷修的概率较大。若需求持续疲弱，这部分产能供给或先受到利润引导而收缩，特别是其中的中小产线。因此总体生产刚性下，产能约束和高龄产线将约束玻璃供给。

## 2. 需求分析——承压向下

2024 年，在我国稳经济压力凸显的大环境下，地产中后端施工大幅走弱和制造业的需求有效不足，难以支撑玻璃价格。需求全年呈现偏弱态势，阶段性有所改善。从地产来看，全年房地产施工面积同比减少 12%，竣工面积同比减少 20%以上，可见地产延续偏弱，地产中后端施工力度大降，参照一年半以前的新开工来看，玻璃需求将持续向下，好在仍有保交楼和存在较多的未竣工项目。而尽管制造业 PMI 在 50%上下浮动，但从汽车到家电的全年产量均维持较大增速，需求端仍有支撑。

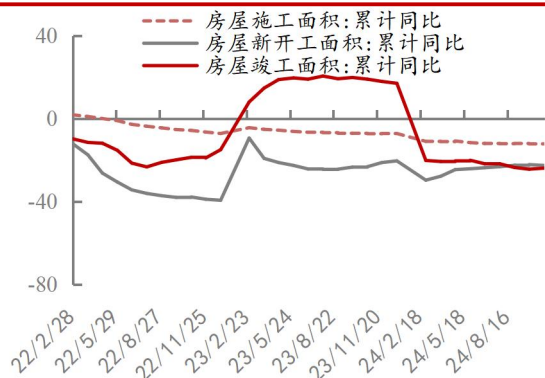
展望 2025 年，需求偏弱仍是玻璃的最主要的基本面情况，稳地产政策将继续推出，地产中后端施工延续，但周期趋势向下，制造业保有韧性，以新能源为代表的汽车和政府补贴下的家电等制造业将延续火热，工业制成品的出口贸易亦将保持较高增速，因此总体需求保有韧性，但承压向下。宏观政策利好释放后对需求的拉动往往需要时间，因此需求释放路径及程度将对价格的波动带来影响。

### 2.1. 地产施工和竣工需求走弱

全年稳地产政策继续加大力度出台，限购限贷全面松绑，对于地产企业的支持亦不断加码。地产需求占玻璃需求的 75%以上，并且从新开工到玻璃需求在 2 年到 3 年之间。当下的地产周期处于竣工中。而 2022 年新开工较 2021 年减少 7.83 亿平米，降幅 39.4%，因此对应 2025 年的玻璃需求，恐将承压向下。

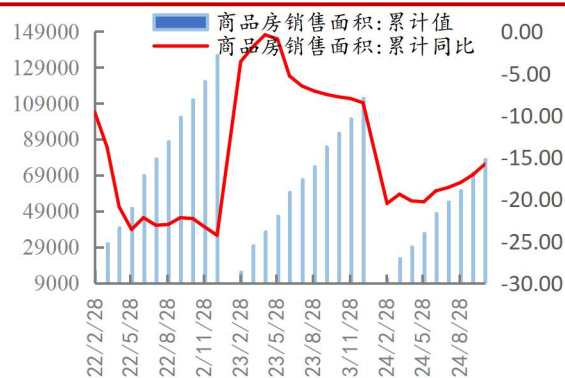
房地产周期向下，施工和竣工同比大幅下降，玻璃需求跟随走弱。1-10 月份，房地产开发企业房屋施工面积 720660 万平方米，同比下降 12.4%。房屋新开工面积 61227 万平方米，下降 22.6%。房屋竣工面积 41995 万平方米，下降 23.9%。尽管政府不断出台相关的稳地产措施，包括限购限贷、降费减税、增加“白名”贷款额度支持地产企业、政府收购存量土地和存量房等各种支持地产政策，但整体看来，地产销售改善有限，因此地产短期恐难企稳回升。因此地产整体偏弱使得玻璃需求亦难乐观。不过市场中存有大量的待开发和待竣工项目。2022 年，根据国家统计局，房地产开发企业待开发土地面积达 4.98 亿平米，创历史新高。因此，对于玻璃而言，需求的滑坡速度或相对平缓。

图表 17、地产数据



资料来源：Wind、我的钢铁网、国贸期货研究院

图表 18、商品房销售



资料来源：Wind、我的钢铁网、国贸期货研究院

2.2. 制造业延续韧性，出口贸易火热

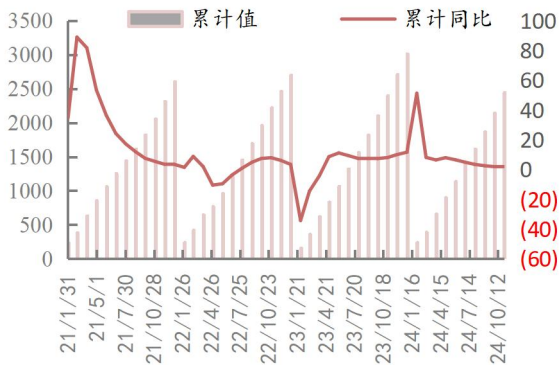
2024 年我国全年制造业采购经理指数 (PMI) 为总体处于 50% 荣枯线左右，1—10 月份，规模以上工业增加值同比增长 5.8%。制造业延续较强韧性。由于我国丰富的工业门类和产业链集群，制造业保有韧性，特别是以汽车为主、家电为辅的工业产成品，产量增速较快。在海外制造业走弱之下，尽管当前贸易保护壁垒越来越普遍，我国出口产品物美价廉，因此各国对于我国出口的产品需求旺盛，出口贸易火热。

尽管汽车玻璃与浮法玻璃差别较大，但汽车需求占国内玻璃需求总量近 10-15%。汽车方面，产销两旺。国家统计局 1-10 月份的数据显示，汽车产销分别完成 2446.6 万辆和 2462.4 万辆，同比分别增长 1.9% 和 2.7%。2024 年 1-10 月中国乘用车市场累计零售 1783.5 万辆，同比增长 3.2%，其中新能源乘用车累计零售 832.7 万辆，同比增长 39.8%，市场渗透率高达 46.7%，相比 2023 年同期增长 12.2 个百分点，而最近几个月市场零售渗透率已突破 50%，表现非常强势。国家层面针对汽车行业的指引政策频出，旨在进一步稳定和扩大汽车消费。内需走强的同时，外需也表现亮眼。2024 年总体汽车出口延续去年强势增长特征。1-10 月海关汽车出口 1528 万台，出口增速 25%。

家电方面，7 月底国家安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新，使得市场需求较快释放。统计局数据显示，前 10 月电冰箱产量 8727.7 万台，同比增长 8.5%；空调产量 22480.9 万台，同比增长 8.2%；家用洗衣机产量 9345.5 万台，同比增长 6.7%。前 9 月，家电行业主营业务收入为 11,408.5 亿元，同比增长 4.6%；利润总额达到 1168 亿元，同比增长 3%。家电业的需求展现出较强韧性、潜力和活力。出口方面，我国家电出口实现稳步增长，前三季度出口 969.2 亿美元，同比增长 13.5%。

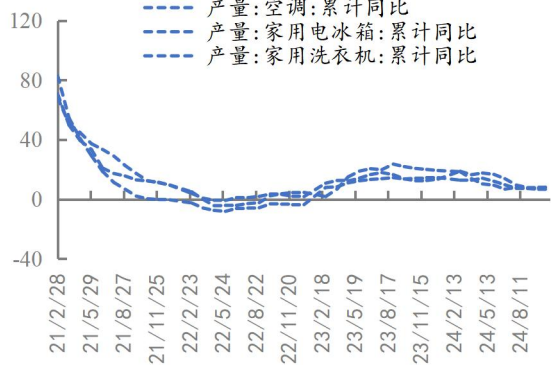
制造业处于复苏中，2025 年，制造业将延续韧性，同时出口将表现旺盛，因此对玻璃的需求将有一定支撑。

图表 19、汽车产量



资料来源：Wind、我的钢铁网、国贸期货研究院

图表 20、家电产量累计同比

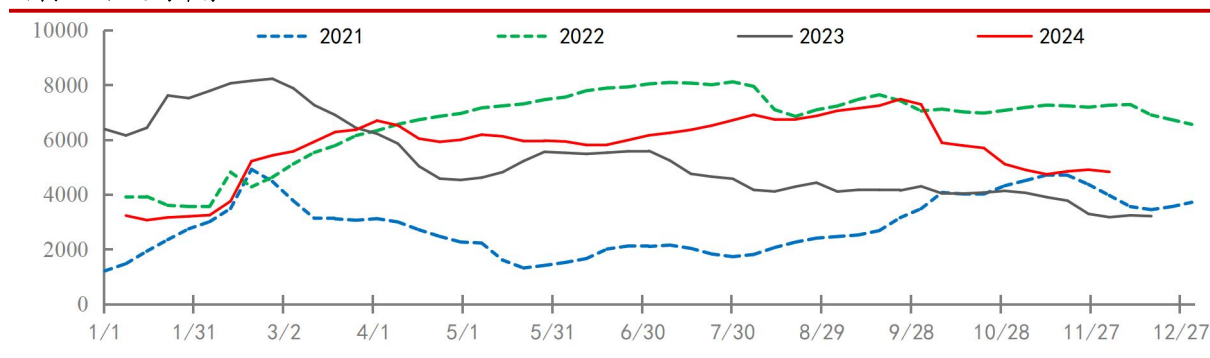


资料来源：Wind、我的钢铁网、国贸期货研究院

2.3. 库存受供需变化主导，预期两头低，中间高

由于玻璃贸易商库存体量上占比较小，且多以直销为主，所以厂家库存数据基本上可以反映行业整体库存趋势。2024 年全年厂家库存两头低中间高，在 2024 年春节前后，由于前期高需求使得库存低位，但随着节后需求偏弱而供给增长，库存开始不断累积，至 9 月底，政策刺激下需求有所释放，且供给在生产亏损下，大幅减产，供降需归使得库存去化较快，至年底，供需平稳，库存低位震荡。年初库存最低在 3060 万重箱，累库至 9 月底 7479 万重箱，随后降至 4700 万重箱附近，高出 2023 年 1500 万重箱以上。预计 2025 年，在供强需弱的预期下，库存或延续 2024 年的趋势，中间较高，两头低。

图表 21、玻璃库存



资料来源：Wind、我的钢铁网、国贸期货研究院

### 三、纯碱基本面分析

#### 1. 供给分析——产量高位，仍需关注弹性

2023 年和 2024 年新增产能大幅落地兑现，随着新增产能的兑现，供给高位不下，尽管有供给弹性，阶段性检修减产仍存在，同时利润大幅挤压，新增产能的成本优势明显，检修的前置影响趋弱，因此整体难改供给过剩压力。全国纯碱产能在 4040 万吨左右，较 2023 年新增 320 万吨产能，全年纯碱产量在 3800 万吨附近，较 2024 年新增 560 万吨左右。

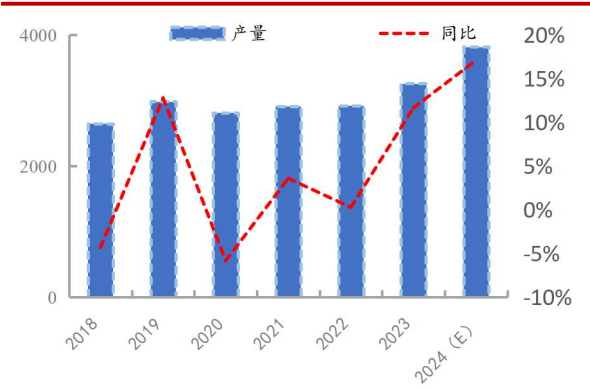
展望 2025 年，尽管 2025 年仍有新的产能投产，但随着近两年大量新增产能投产，产能扩张将放缓，中长期在利润压制和“双碳”目标下，产能或趋于向下。目前行业集中度较高，碱厂供给弹性较强，2025 年的价格仍将继续受供给扰动而延续较大波动。由于生产成本相对稳定，因此纯碱价格的成本支撑犹在，价格或跌破氨碱法，但突破联碱法的可能较小。内外价差之下，出口量或放大，但进口量减小。突发的人为因素或自然因素仍有边际影响供给的可能，供给弹性下，碱价易受供给扰动影响。

##### 1.1. 新增产能陆续投产，产量仍有弹性

总体来看，2024 年以来，约有 320 万吨产能投产，目前全国产能在 4040 万吨。其中投产新增产能有阜丰生物 30 万吨、远兴能源阿拉善项目一期四线 100 万吨、连云港碱业 120 万吨、中天碱业 30 万吨、河南骏化 20 万吨、湘渝盐化 20 万吨。2025 年以后预期仍将有江苏德邦 60 万吨、远兴阿拉善项目二期 280 万吨新增产能投放。不过中期看来，随着近两年大量新增产能投产，新增产能投产增速已经放缓。

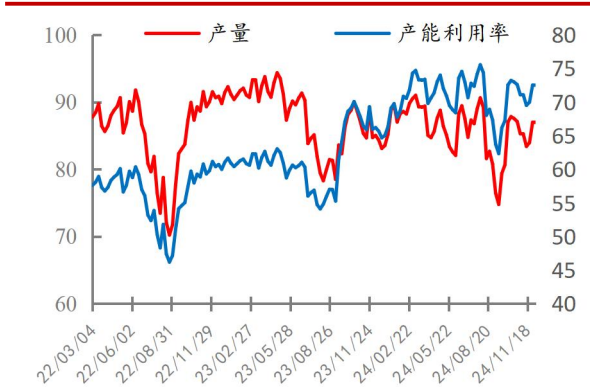
高产能下，供给过剩压力较大，高产量具有惯性，且新增产能成本低廉，大厂或有挤压市场份额的驱动。不过也应注意，过去几年，由于纯碱生产装置的停开车费用相对较少，受外界干扰或检修季来临，较大规模减产或可能发生。例如 4 月份，由于利润大幅挤压，碱厂调节生产将部分检修前置，稀释了夏季的检修力度，使得夏季检修减量不足，另外是 2024 年部分企业联合减产一度引起市场关注，即整体的供给弹性较大，所以供给仍将继续主导价格的大幅起落。

图表 22、纯碱年度产量



资料来源：Wind、我的钢铁网、国贸期货研究院

图表 23、纯碱周度产量及产能利用率



资料来源：Wind、我的钢铁网、国贸期货研究院

图表 24、纯碱产能

生产企业	所属上市公司	现有产能 (万吨)	合计 (万吨)	工艺	所在地
青海昆仑碱业	中盐化工	150	400	氨碱法	青海
青海发投		140		氨碱法	青海
中盐昆山		60		联碱法	江苏
内蒙古分公司		30		氨碱法	内蒙古
安徽红四方		20		联碱法	安徽
三友化工	三友化工	230	340	氨碱法	河北
青海五彩碱业		110		氨碱法	青海
河南金山化工	未上市	530	530	联碱法	河南
山东海化集团	山东海化	280	280	氨碱法	山东
中源化学	远兴能源	180	680	天然碱法	河南
内蒙古博源银根		500			内蒙古
山东海天	金晶科技	150	150	氨碱法	山东
四川和邦	和邦生物	120	120	联碱法	四川
青海盐湖镁业	盐湖股份	120	120	氨碱法	青海
实联化工	未上市	120	120	联碱法	江苏
湖北双环	ST双环	110	110	联碱法	湖北
连云港碱业	未上市	120	120	联碱法	江苏
湘渝盐化	雪天盐化	90	90	联碱法	湖南
其它		980	980		
总产能		4040	4040		

资料来源：Wind、我的钢铁网、国贸期货研究院

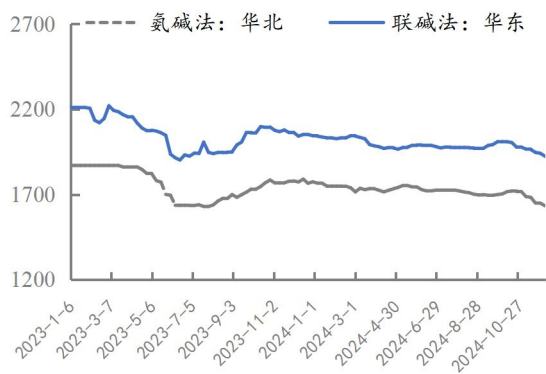
1.2. 成本重心下移，成品价格驱动利润起伏

2024 年纯碱生产的三种工艺，成本波动均较小，产成品的价格驱动利润起伏。天然碱法生产成本每吨在 800-1200 元，氨碱法生产成本每吨在 1400-1700 元，联碱法生产成本在 1300-1600 元，天然碱法优势明显。碱厂生产全年利润不断下滑，仅在 5 月份有所反弹，跟随价格呈现 L 型。华北氨碱法单吨最高利润为年初 860 元，最低利润在-120 元。华东联碱法双吨最高利润 1362 元，最低利润接近-100 元。

氨碱法和联碱法的主要成本是煤炭及原盐，全年波动较小，因此成本相对稳定，煤炭价格从年初高位 920 元附近滑落在 850 元附近震荡。原盐价格整体围绕 350 附近窄幅波动。预计 2025 年，碱厂的利润仍旧由成品价格驱动，成本依旧相对稳定可控。在产业链利润压缩下，碱厂的生产利润难言乐观，或在年中的检修时有所反弹。

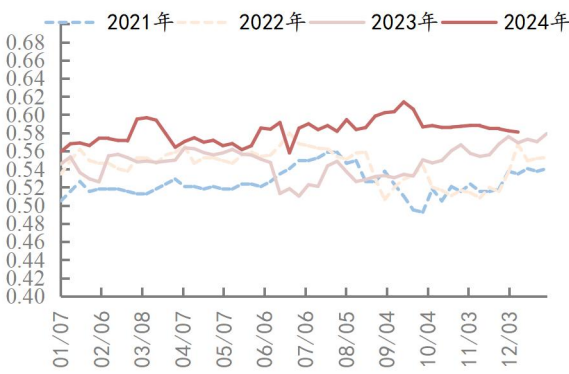


图表 25、纯碱成本



资料来源：Wind、我的钢铁网、国贸期货研究院

图表 26、重质化率



资料来源：Wind、我的钢铁网、国贸期货研究院

1.3. 内外价差扭转，进出口影响淡化

进出口变动反应纯碱内外价差。2024 年内外价差扭转，进出口影响淡化。从海关统计数据来看，我国 1-10 月累计进口量为 96.71 万吨，较去年同期增加 44.69 万吨，增幅为 85.88%。1-10 月累计出口量为 87.90 万吨，较去年同期减少 45.66 万吨，跌幅为 34.19%。年初进口量在一季度由于 2023 年底及 2024 年年初国内纯碱价格处于相对高位，对比国外进口价格优势明显，内外价差较高而快速增加。而 4 月份以后进口量快速下降，随国内供应增加，纯碱价格不断走低，内外价差缩减，故进口量快速下降。于此相反，纯碱出口量则由低转高。在供需宽松下，进出口量的影响已经明显淡化。

可以预见在 2025 年，进出口仍将起到调节内外价差的重要作用，由于国内的供需宽松，未来整体出口或延续高位，进口难有明显放量。

2. 需求分析——虽有韧性，但向弱趋势难改

2024 年需求由盛向弱，在供给高位下，需求走弱进一步推动价格的下行。整体看来，2024 年纯碱下游需求前高后低，特别是 7 月份以后，浮法玻璃和光伏玻璃的减产加速，日熔量大幅下滑，使得重碱需求大幅向下，玻璃对于重碱周度需求从 40 万吨滑落至 34 万吨，降幅 15%。同时终端需求走弱，负反馈压力下，产业链保持低库存，玻璃厂采购更加谨慎，直接需求和下游需求表现为双弱。

展望 2025 年，需求仍是主导纯碱的重要驱动，浮法玻璃和光伏玻璃对重碱的需求仍在，全年需求保有韧性，但由于下游需求难言乐观，浮法玻璃和光伏玻璃的日熔量稳中向弱，其他需求虽然尚可，但总体需求或维持偏弱格局。

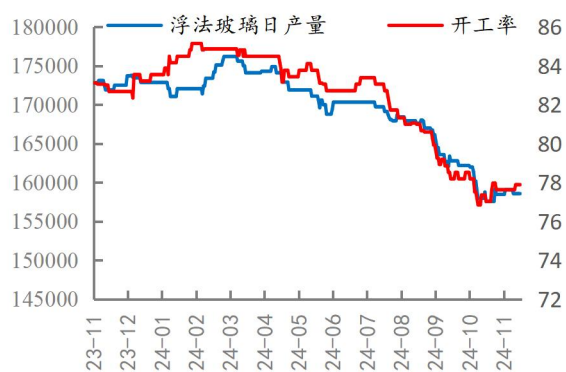
在基本面向弱的大背景下，特别是产业链大幅挤压，库存明显累积，创阶段新高，同时集中于上游，主要是碱厂库存和部分贸易库存，而下游玻璃厂库存保持低位，库存累积压力较大。

2.1. 浮法玻璃生产难有增量

经过 2024 年下半年的行业自主去产能，浮法玻璃日熔量大幅下滑。全年浮法玻璃日熔量的高点在 17.62 万吨，处于十年高位区间。一季度浮法生产利润尚可，天然气在 400 元左右，故而日熔量和开工率延续 2023 年的高位。自 2024 年 4 月后浮法玻璃行业的生产利润大幅下滑，并在 9 月下旬亏损创年内新低后有所反弹，故而浮法玻璃的日熔量在一季度达到高点后，持续回落，年末低点较 3 月底下降 1.77 万吨。

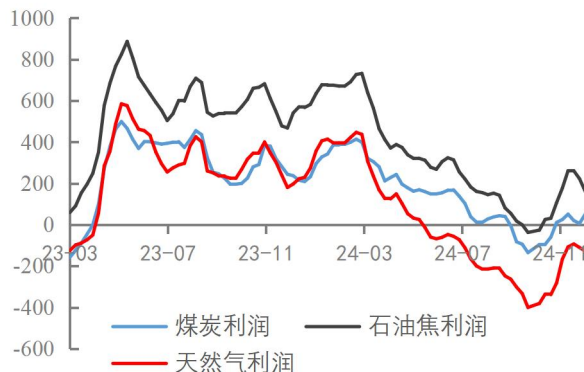
展望 2025 年，由于下游需求向弱，浮法玻璃的生产利润难言乐观。可以预见在利润承压下，玻璃日熔量和开工难有向上空间。但阶段仍有区别，短期利润修复，日熔量将小幅向上，而大部分时间在生产亏损下，部分产线冷修退出，产量总体呈现难有增量，整体走势或类似 2024 年。因此浮法玻璃全年对纯碱的需求将较 2024 年整体下滑。

图表 27、浮法玻璃日熔量及开工率



资料来源：Wind、我的钢铁网、国贸期货研究院

图表 28、浮法玻璃生产利润



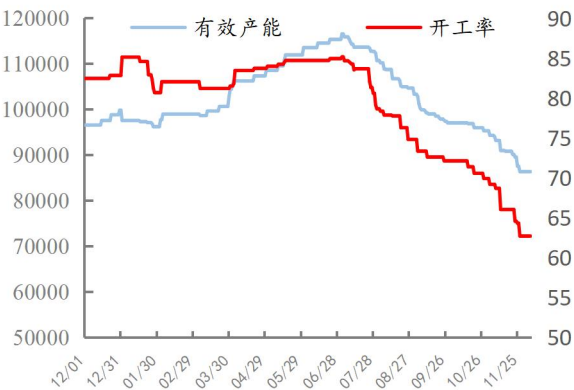
资料来源：Wind、我的钢铁网、国贸期货研究院

## 2.2. 光伏玻璃亦受制于利润

2024 年我国光伏玻璃日产能从 10.72 万吨不断攀升至 12.45 万吨，而产量从年初 8.3 万吨增加到 7 月初的 9.8 万吨，随后行业减产加速，日熔量不断下滑至年底的 5.4 万吨，对于重碱需求从 1.96 万的高点滑落至 1.08 万吨，降幅 44.9%。光伏行业处于最为严峻的发展阵痛期，行业召开一系列自律会议限制产量，光伏行业产能过剩成为共识，行业利润不断下滑下，上游的光伏玻璃利润也跟随大幅下挫，9 月底 3.2mm 单吨利润亏损 107 元，2.0mm 单吨利润亏损 441 元。行业达成的 30% 减产目标，整体看光伏玻璃的自律减产执行顺畅。

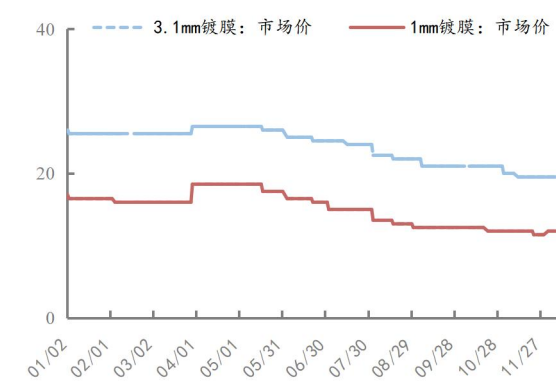
随着本轮“光伏行业自律公约”持续推进，光伏玻璃需求端预计进一步缩水，而当前光伏玻璃库存处于高位，虽然日熔量难以继续大幅压缩，但下游需求疲弱和高库存将继续压制光伏玻璃产量的提升。因此预计 2025 年，光伏的利润仍旧继续承压，因此光伏产量恐难有较大增，对纯碱的需求亦难以走强。

图表 29、光伏玻璃产能及开工



资料来源：Wind、我的钢铁网、国贸期货研究院

图表 30、光伏玻璃价格



资料来源：Wind、我的钢铁网、国贸期货研究院

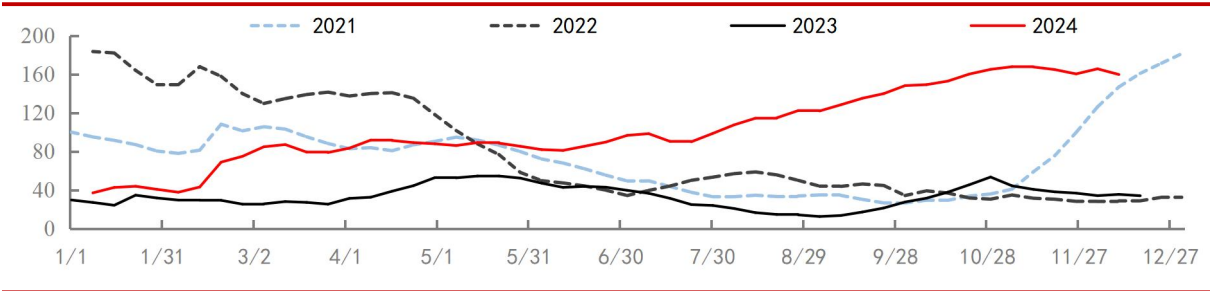
## 2.3. 轻碱需求稳中偏弱，重质率仍较高

轻碱下游需求分散，在稳经济压力较大的背景下，下游需求有所走弱，其中碳酸锂行业呈现下行趋势，对轻碱需求有所拖累，但整体由于行业众多，部分需求刚性，因此总体仍有保有一定的韧性，整体需求稳中偏弱。

从重质化率来看，2024 年平均重质化率在 58% 较 2023 年 54.6% 持续提升。由于尽管重碱成本高出轻碱 50-100 元，但由于重碱需求更为刚性，随着价格下跌，重碱与轻碱价差从年初的 172 持续跌至 10 元附近。在前期，整体需求爆发下，由于重碱需求刚性，轻碱需求的边际变化往往能带动价格的大幅上行，但随着行业供需宽松，轻碱的需求变化影响弱化。预计

2025 年纯碱价格难以向上的大趋势下，轻重价差或窄幅波动，重质化持稳为主。

图表 31、纯碱库存



资料来源：Wind、我的钢铁网、国贸期货研究院

四、总结与展望

2024 年国内经济稳增长压力凸显，在财政政策和货币政策刺激下，宏观利好为主。但玻璃纯碱下游需求整体向弱，供给偏高，基本面失衡，产业利润大幅挤压，价格重心不断下探至近年低点。价格走势从年初高点一路下滑，仅在 4 月份和 10 月出台利好政策时有所反弹。尽管生产亏损倒逼供给阶段减量有效地缓解了部分矛盾，但弱需求难挽，玻璃价格重心下移。而纯碱在新增产能兑现后，供给高位，而直接需求负反馈下，供需宽松，价格亦下行。

展望 2025 年，全球经济增长乏力的大周期叠加地缘政治紧张，而国内逆周期政策继续发力，稳经济压力仍不可小觑下，有效需求不足将持续抑制价格上行驱动。玻璃纯碱基本面或延续宽松，弱需求下，价格或更多关注供给的变动，产业利润持续承压。

具体看来，外部宏观和政策以利多为主，但国内经济增长压力较大，因此大宗商品预期向好，但现实仍受制于有效需求偏弱，下游需求提振缓慢，产业链低利润低库存结构延续。上游纯碱的供给弹性和下游玻璃的供给刚性决定了价格反弹的空间，而供需宽松，价格延续远月升水。供给偏高而需求走弱格局下，玻璃价格仍可空配，其价格区间的上沿受下游订单抑制，价格下沿仍以最低生产成本为界，因此整体波动幅度有限。玻璃厂利润仍将承压，生产亏损将倒逼供给减量，但供给刚性下，减产动力不足。纯碱仍有新增产能待投放，且供给高位和需求向弱格局下，价格承压为主。而由于供给弹性，资金推动，纯碱价格容易大幅起落。

风险提示：2025 年国际及国内环境依旧存在很多的变数。就玻璃和纯碱而言，需要重点关注国内外宏观政策和产业政策的变动、经济复苏情况以及产业链的突发事件，包括碱厂新产能投产及减产检修、玻璃厂产线变动和利润挤压下行业的应对措施等，注意宏观和供给扰动带动价格大幅波动的可能。

附:品种观点评价体系

观点评级	短期（1 个月以内）	中期（1-3 个月）	长期（3 个月以上）
强烈看多	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看多	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-5%	振幅-5%-5%	振幅-5%-5%
看空	下跌 5%-15%	下跌 5%-15%	下跌 5%-15%
强烈看空	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。分析师对信息来源的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和意见不会发生任何变化，本报告中的信息和意见仅供参考。

免责声明

国贸期货有限公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2012】31 号。

本报告由国贸期货有限公司撰写及发布。本报告中的信息均来源于公开资料或合规渠道，国贸期货力求准确、客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的交易建议。在任何情况下，国贸期货不承诺交易者一定获利，不与交易者分享交易收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。交易者务必注意，其据此做出的任何交易决策与国贸期货无关。

本报告仅供特定客户作参考之用，国贸期货不会因接收人收到本报告而视其为国贸期货的当然客户。未经国贸期货书面授权，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权。如欲引用或转载本报告，务必联络国贸期货并获得书面许可，并需注明出处为国贸期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用或删改。如未经国贸期货授权，私自转载或者引用本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或引用者承担，国贸期货保留追究其法律责任的权利。

风险提示

期货市场具有潜在风险，交易者在进行期货交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险，建议交易者应当充分深入地了解期货市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告提供的全部分析及建议内容仅供参考，不构成对交易者的任何交易建议及入市依据，交易者应当自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果。

期市有风险，投资需谨慎