

供需过剩格局不变，价格上行阻力较大

投资观点： 看空

报告日期 2025-3-31

- 一季度以来尽管玻璃和纯碱供给并无明显增量，但需求向弱，供需宽松，价格重心下移。价格延续承压向下，玻璃由于需求回归，季末价格反弹，纯碱由于春季检修，在2月中下旬反弹。基差更多由期货盘面主导，总体震荡，跨月价差亦无明显机会。
- 玻璃供需宽松预期不变，供给过剩和需求向弱下，价格承压下行。生产利润亏损下，供给虽有减量，但刚性生产下减量不足，春节后日熔量整体有所增加。需求表现较弱，下游供需过剩下，库存累积。旺季需求表现为脉冲式，使得价格起伏。
- 纯碱亦呈现供给过剩格局，新增产能兑现后，产量居于高位。直接需求稳中略增，但浮法和光伏的日熔量难以承接高供给，库存较去年同期增加80万吨。春季检修有限，成本支撑弱化，负反馈下价格整体承压震荡。供需宽松，期现双弱。
- 展望二季度，玻璃纯碱基本面延续承压，向上驱动受弱需求抑制，但随着整体重心大幅下压，低估值易受利好刺激而反弹，包括宏观利好和产业面的边际改善。供需宽松的解决在于供给减量。生产亏损将迫使玻璃产线冷修同时投产延后，而纯碱供给集中度较高，碱厂自主调节能力较强下，因此供给仍有扰动的可能，特别是夏季检修，从而阶段缓和供需矛盾。因此在整体需求向弱下，关注供给减量，玻璃适合逢高空配，而纯碱以大区间震荡对待。
- 风险关注：碱厂开工、玻璃日熔量及下游需求表现等。

玻璃纯碱 (FG/SA)

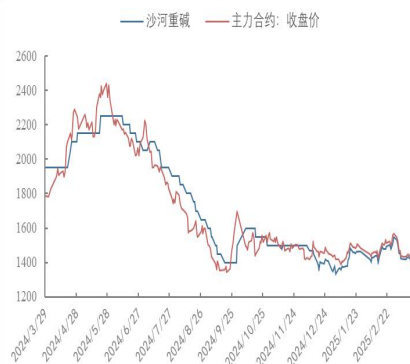
季度报告

分析师：黄志鸿

从业资格证号：F3051824

投资咨询证号：Z0015761

纯碱价格走势



数据来源：Wind

往期相关报告

短期供需平稳，估值低易反弹

2025.01.13

供需过剩压力不减，价格继续承压

2025.02.11

关注需求回归，低估值易反弹

2025.02.25

需求回归缓慢，预期再度悲观

2025.03.11

1 行情回顾

1.1 玻璃价格整体下探，现实与预期双弱

今年以来，玻璃期现价格再度走低，整体重心大幅下移。尽管3月底随着需求改善和低估值带动，价格有所反弹，总体延续承压下行的趋势。一季度市场在需求回归偏弱下悲观情绪较重，价格整体不断下探，基差低位震荡。现货方面，节前沙河地区现货价格从1200上行至1284元，节后归来价格不断向下，少有反弹地下跌1120元。期货方面，主力合约从年初1466元的高点，下跌至低点1150元，价格逼近去年9月底的低价。

玻璃价格的弱势主要是宏观稳增长压力增加，同时基本面上供给过剩延续，下游需求向弱，库存攀升，市场悲观情绪加重。此轮价格下跌是节后需求回归偏弱引起的，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。根据前期新开工可以推断，地产中后端对于玻璃的需求将持续下滑，尽管制造业方面需求较好，中期看来，需求的弱势暂难扭转，供给刚性下，行业出清延续。

基差方面，一季度以来，由于期现同步走弱，价格重心下移后，价差逐步扁平化，期货向下靠拢现货，基差有所走强。跨月价差呈现远月升水，窄幅震荡为主，季末跟随单边走强。

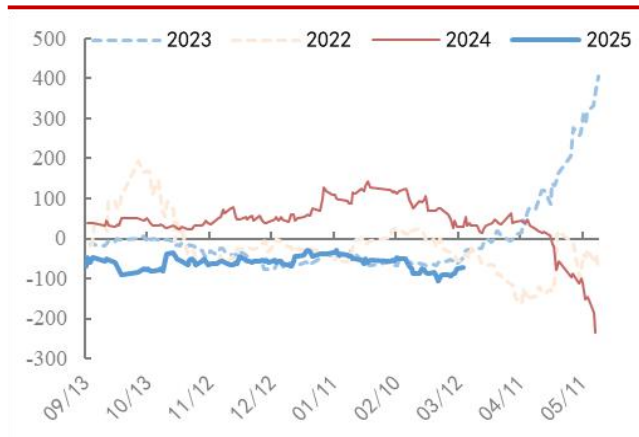
利润方面，由于成本降幅相对较小而成品降幅大，玻璃厂利润不断压缩，各种生产工艺均已亏损，并且亏损持续扩大。

图表 1、玻璃现货-期货走势



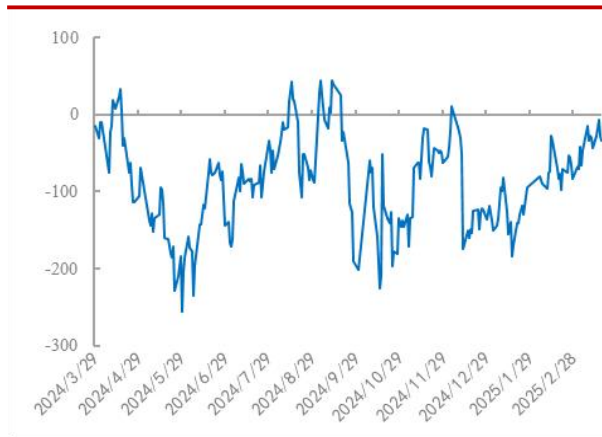
资料来源：Wind、我的钢铁网、国贸期货研究院

图表 2、玻璃月间价差：5-9 价差



资料来源：Wind、我的钢铁网、国贸期货研究院

图表 3、玻璃主力基差



资料来源：Wind、我的钢铁网、国贸期货研究院

1.2 碱价期货波动大于现货，价格窄幅波动

今年以来，纯碱价格延续去年四季度的窄幅波动，价格整体承压为主。现货价格围绕着 1330 元-1550 元震荡，在 2 月中下旬由于碱厂春季集中检修，使得供需矛盾缓解，价格有所上行，其余时间以下跌为主，供需宽松和成本支撑下波动幅度已经明显收缩。

今年以来纯碱价格波动主要是受较弱需求和供给阶段扰动影响。年前年后由于玻璃厂的补库需求支撑，供给虽然高位，但价格偏向上。步入二月，春季检修来临，碱厂采取措施应对亏损，供给预期减量下，价格上行。不过由于下游需求不佳，负反馈压力较大，复产预期下，价格整体继续下行。整体库存由于过节和供给减量先累后去，库存水平属于较少位置，表明供需过剩压力不减。

由于供给集中度较高，供给的扰动仍对价格有较强的驱动，碱厂具有较强的自主调节生产的能力和意愿。例如今年的春季检修之前，市场传闻部分碱厂召开挺价会议，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，纯碱生产端的利润受到较大挤压后，供给仍维持高位，表明碱厂调节驱动有所减弱，首先是前期的高利润延续时间较长，碱厂有较厚的利润垫，其次是大型碱厂的成本较低，能够抵抗市场的波动，且不排除有挤占市场份额的考虑。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。

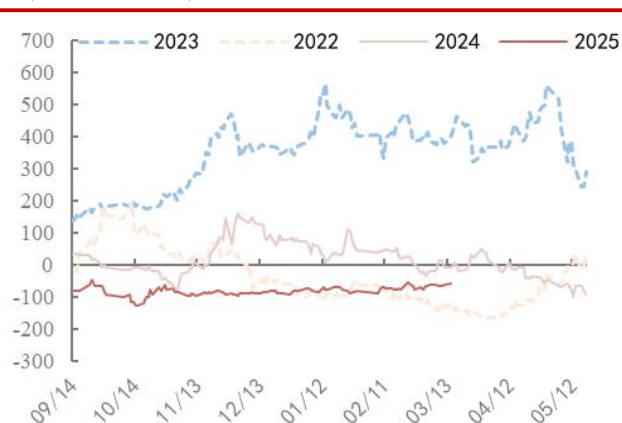
今年以来基差整体窄幅波动，整体结构是现货略升水期货，基差在 -50-0 区间波动。期货由于受资金和预期扰动更为剧烈，因此基差的波动主要是来自期货端，不过时间窗口较为短暂，期现机会较少。跨月价差由于价格低位震荡趋于收窄且扁平，时间跨度上没有明显的供需差，5-9 价差在 -100-0 内窄幅波动。

图表 4、纯碱现货-期货走势



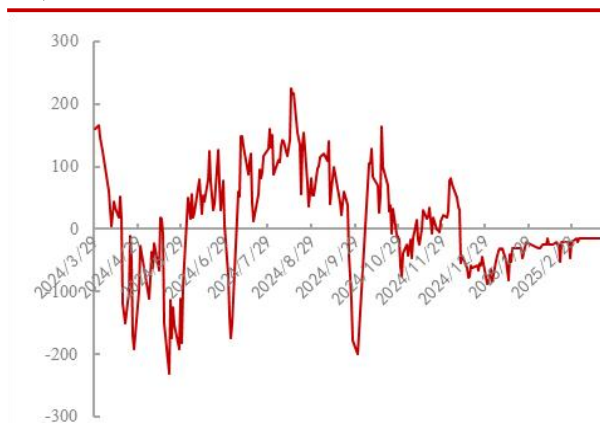
资料来源：Wind、我的钢铁网、国贸期货研究院

图表 5、纯碱月间价差：5-9 价差



资料来源：Wind、我的钢铁网、国贸期货研究院

图表 6、纯碱主力基差



资料来源：Wind、我的钢铁网、国贸期货研究院

2 玻璃供需分析

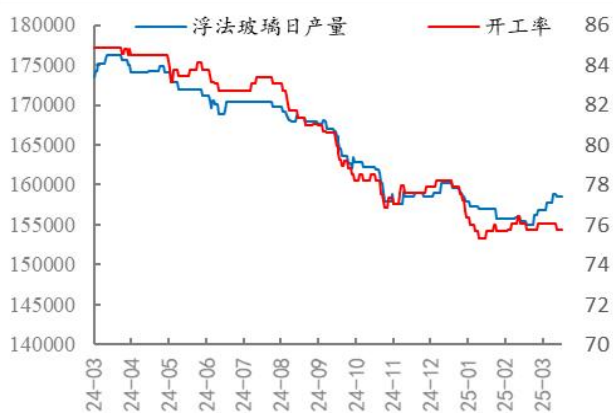
2.1 供给稳中略增

一季度，浮法玻璃日熔量震荡略增，开工及产能利用率持稳，由于有新的产线投产，产能继续攀升。目前浮法玻璃日产量 15.85 万吨，和年初基本接近，同比下降 10%。隆众数据显示，2025 年 1-2 月浮法玻璃产量 922.29 万吨，同比减少 10.83%。供给整体延续去年四季度水平，主要是现货价格低迷，使得生产利润大幅下滑，而生产刚性又使得产量难以快速下降，因此难有较大下降空间。

成本利润端，利润延续承压格局。目前玻璃天然气制法的成本在 1540 元，煤制气法的成本在 1300 元，石油制法的成本在 1400 元，三月底以天然气为燃料的浮法玻璃周均利润-188.74 元/吨，以煤制气为燃料的浮法玻璃周均利润 59.80 元/吨；以石油焦为燃料的浮法玻璃周均利润-50.24 元/吨。从原燃料看，纯碱供应充足，价格重心下移明显，煤炭能源价格亦下行，整体看成本端对玻璃价格支撑偏弱。

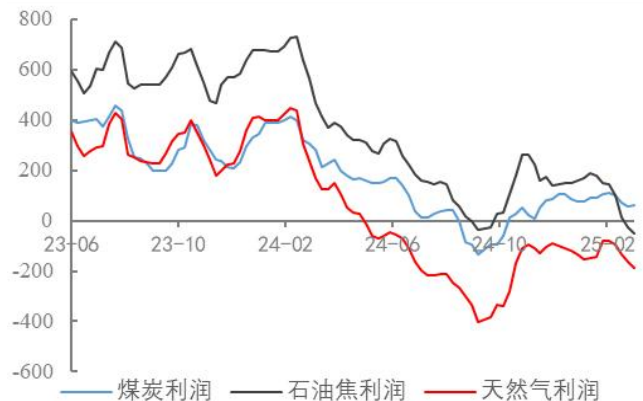
展望二季度，供给端或维持小幅增量趋势。一方面是供给刚性限制产能的下滑，一方面是生产利润难有改善，或持续承压向下，使得冷修增加而投产放缓。部分玻璃厂二季度仍有投产计划，不过新增产能预计整体有限。供给将持续受市场因素影响，在利润挤压下，行业不断出清。考虑到生产亏损加剧后，由于产能中存在长期多年未冷修产线较多，可能会出现计划外冷修及点火不及预期情况。行业中高龄产线数量仍较多，9-12 年属于高龄窑炉阶段，13 年及以上的则属于超高龄窑炉。目前在产窑炉中高龄窑炉以上的产能占比超 25%，另外还有 3%左右的超高龄窑炉。另外平板玻璃近年延续产能置换政策不变，双碳背景下，作为限制高能耗行业，未来平板玻璃总产能难有大幅提升。

图表 7、浮法玻璃产量及开工率



资料来源：Wind、我的钢铁网、国贸期货研究院

图表 8、玻璃生产利润



资料来源：Wind、我的钢铁网、国贸期货研究院

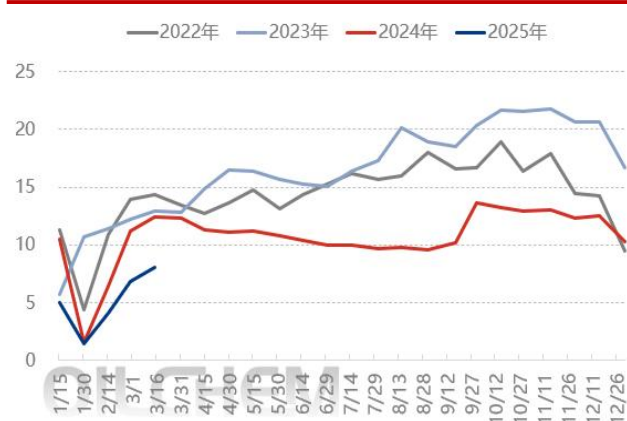
2.2 需求向弱预期不变，阶段表现为脉冲式

节前由于赶工需要，需求表现韧性，不过节后归来，需求复苏缓慢，主产地的产销并不理想，下游深加工订单天数明显下降，下游整体采购谨慎，库存累积速度较快。市场情绪悲观，价格不断下探下，下游买涨不买跌，期现价格共振下行。尽管制造业有较强韧性，但地产需求能否如期回回使得市场对后市需求担忧加剧。期现货源低价抛售，厂家出货减慢，库存增加明显，累积速度较快。到3月中下旬，下游需求脉冲式释放，主产地的产销大幅改善，市场对于需求的悲观情绪有所改善，价格也随之反弹。

地产方面，1—2 月份房地产施工面积 605972 万平方米，同比下降 9.1%。新开工面积 6614 万平方米，下降 29.6%。竣工面积 8764 万平方米，下降 15.6%。地产政策利好短期暂难扭转需求向下，施工面积及竣工面积等中后端数据延续较大降幅，市场对后市地产的复苏预期谨慎，按照 1-1.5 年前的新开工来看，中期地产对玻璃的需求向弱仍是抑制价格的主要驱动。制造业方面，2 月份制造业采购经理指数（PMI）为 50.2%，比上月上升 1.1 个百分点。短期制造业需求将继续保持韧性，不过同比仍显偏弱，3 月底全国深加工样本企业订单天数均值 8 天，同比-35.3%，3 月份深加工新单提升力度相对有限，订单不及往年同期。

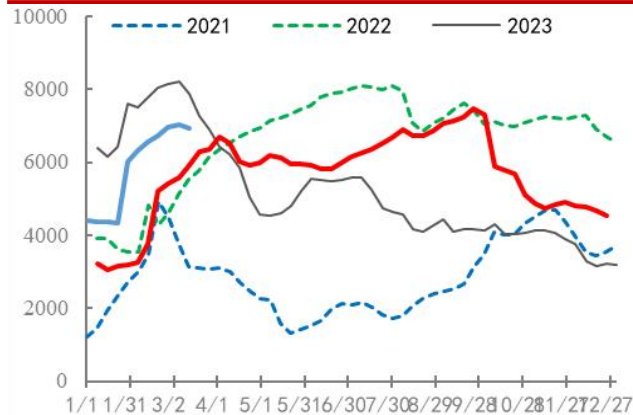
展望二季度，需求向弱预期难改。地产的颓势仍需更多政策支持或刺激及时间消化，但从前期的新开工倒推，今年的地产中后端需求向弱，施工和竣工面积难言乐观。整体看来需求的下滑或是渐进式的，基建端的支撑受制于地方化债压力，对玻璃需求更多是兜底。同时制造业需求将持续保有韧性，却独木难支，因此需求向弱趋势不变，注意表现可能为脉冲式。

图表 9、深加工订单天数



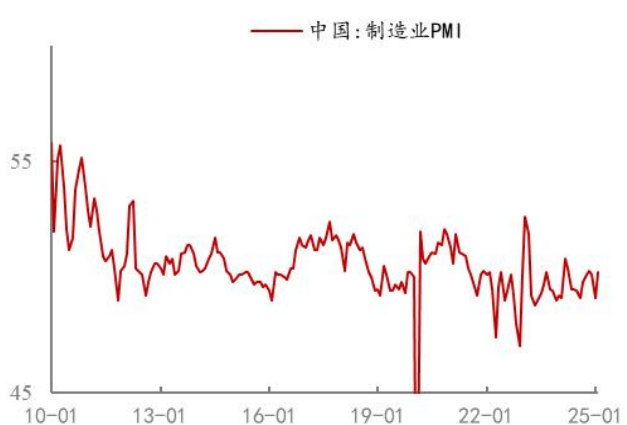
资料来源：Wind、我的钢铁网、国贸期货研究院

图表 10、玻璃库存



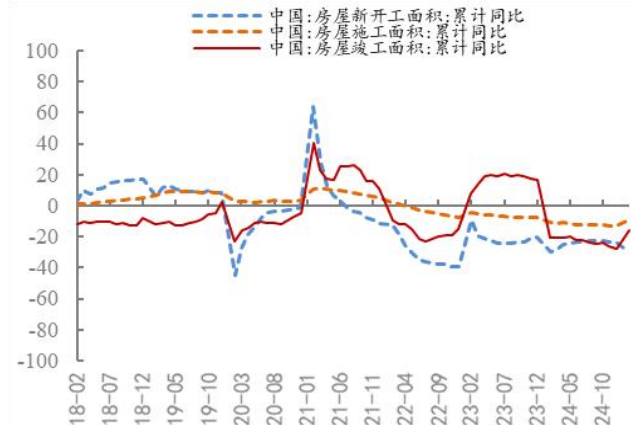
资料来源：Wind、我的钢铁网、国贸期货研究院

图表 11、PMI



资料来源：Wind、我的钢铁网、国贸期货研究院

图表 12、地产数据



资料来源：Wind、我的钢铁网、国贸期货研究院

3 纯碱供需分析

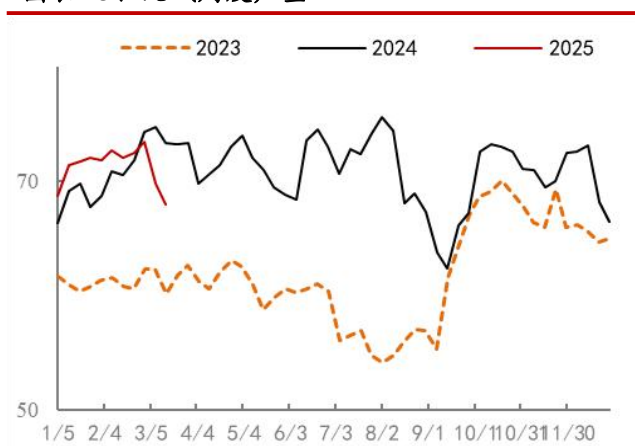
3.1 供给高位，春季检修扰动有限

今年以来，产能高位运行，供给维持高位，春季检修有所减量，整体产量较去年同期相差不大。周度产量从年初的 68 万吨向上爬坡至 73 万吨，随着检修而滑落至 65 万吨，产量降幅超 10%，产能利用率从 89% 降至最低 77%，表明检修减量的作用和影响仍不可小觑。前 5 家碱厂的产能超过全国产能的 57%，因而行业集中度较高，碱厂调节生产的弹性较大。统计局数据显示 1-2 月纯碱产量为 631 万吨，同比增长 2.27%。由于国内价格不佳，进口利润不足，进口大幅缩量，1-2 月进口不足 7000 吨，而去年同期是近 32 万吨，相对应地，出口较去年同期增加 17 万吨。

新增产能方面，经过去年的大幅投放，目前全国纯碱产能在 3900 万吨左右。一季度江苏德邦 60 万吨联碱正式已经在 1 月中旬点火，陆续出产品，中天碱业 30 万吨产能也已经出产品，连云港碱业 110 万吨纯碱装置及双环 40 万吨扩产装置有望二季度投产。上半年纯碱行业计划新增产能 240 万吨，新增产能压力不减。纯碱的高供给虽有弹性，但行业竞争激烈，由于后续仍有新增产能投产，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。

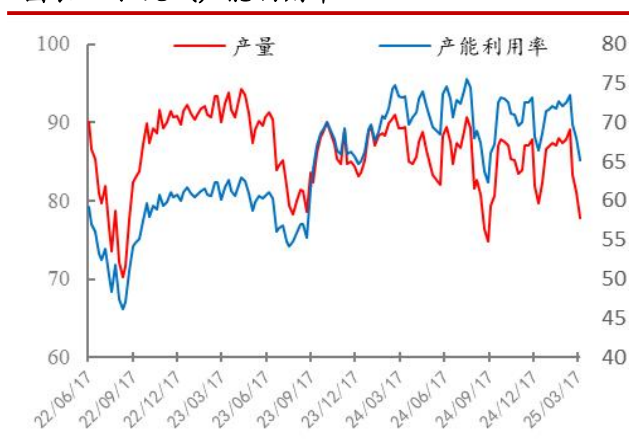
由于碱厂现货端利润大幅下滑至亏损状态，碱厂有较强动机控制产量，此前碱厂牵头的会议，多次表示要挺价，但总体协作并不顺利。目前氨碱法和联碱法利润不佳，氨碱法和联碱法工艺占纯碱生产工艺的 80% 以上。生产利润亏损扩大下，产量向上受到明显抑制。同时夏季是检修旺季，产能利用率往往季节性下滑。

图表 13、纯碱周度产量



资料来源：Wind、我的钢铁网、国贸期货研究院

图表 14、纯碱产能利用率



资料来源：Wind、我的钢铁网、国贸期货研究院

3.2 直接需求略有增量，负反馈作用抑制价格

一季度以来，纯碱直接需求总体较去年底有一定增量，浮法和光伏日熔量触底反弹，特别是光伏开工改善明显。但浮法玻璃生产利润持续下滑，负反馈下碱价亦承压。3月底以天然气为燃料的浮法玻璃周均利润-188.74元/吨；以煤制气为燃料的浮法玻璃周均利润59.80元/吨；以石油焦为燃料的浮法玻璃周均利润-50.24元/吨。光伏玻璃方面，经过去年下半年行业的集体减产，行业供给过剩矛盾大为缓和，因此日熔量开始恢复向上。整体库存高出去年同期80万吨。

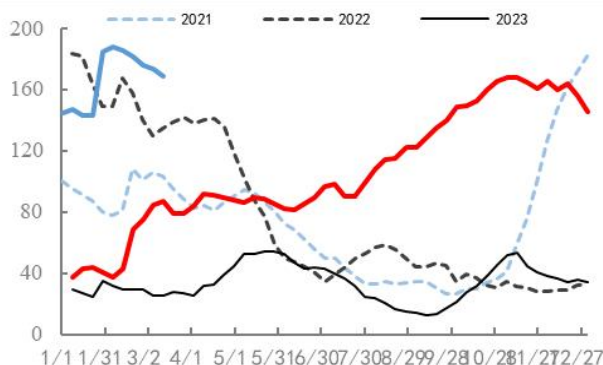
展望二季度，由于“4.30”和“5.31”政策转化前，整体光伏玻璃对纯碱的需求或保持一定的增量。但浮法玻璃的终端需求不佳延续，浮法冷修趋于增加，投产放缓，同时叠加纯碱供应宽松，直接需求难以完全承接，玻璃厂采购偏谨慎，补库需求偏弱，纯碱厂家库存或仍有累库。总体看来，直接需求或延续一定的增量，但终端需求向弱，负反馈作用下，碱价或受明显抑制，关注整体库存的累积情况。

图表 15、浮法日熔量和光伏产能



资料来源：Wind、我的钢铁网、国贸期货研究院

图表 16、纯碱厂家库存



资料来源：Wind、我的钢铁网、国贸期货研究院

4 综述

2025 年一季度玻璃价格向下，纯碱总体承压震荡。由于玻璃需求偏弱，供需宽松，价格重心下移，价格整体逼近去年 9 月的低价，在 3 月中下旬，需求改善后，价格有所反弹。纯碱方面，由于供给偏高，需求增量不足，库存累积，负反馈下，价格亦承压震荡，春季检修影响有限，价格反弹回落。弱现实弱预期下，玻璃和纯碱基差和跨月价差整体窄幅波动。

二季度玻璃纯碱基本面延续承压，向上驱动受弱需求抑制，但随着整体重心大幅下压，低估值易受利好刺激而反弹，包括宏观利好和产业面的边际改善。供需宽松的解决在于供给

减量。生产亏损将迫使玻璃产线冷修同时投产延后，而纯碱供给集中度较高，碱厂自主调节能力较强下，因此供给仍有扰动的可能，特别是夏季检修，从而阶段缓和供需矛盾。因此在整体需求向弱下，关注供给减量，玻璃适合逢高空配，而纯碱以大区间震荡对待。

策略建议：中期供需宽松的格局不变，关注供给减量和需求的表现，玻璃适合逢高空配，而纯碱以大区间震荡对待。

风险关注：宏观及政策变化、新产能投产、检修及终端需求等。

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