

## 供需失衡延续，价格承压

投资观点： 看空

报告日期 2024—9-30

- 今年以来玻璃和纯碱由于供给高位，需求向弱，供需宽松，价格重心下移，特别是三季度悲观情绪加重，价格加速下跌，反弹难觅，预期现实双弱，玻璃纯碱基差低位震荡，跨月价差不断收窄。直到9月底受政策利好刺激，价格才有所反弹。
- 玻璃供给过剩压力较大，需求向弱下，价格从年初一路下跌，跌幅超49%，创下八年来低点。生产利润不断走低，玻璃亏损扩大，供给虽有减量，但刚性生产下，减量不足。需求不断向弱，制造业需求尚可，但地产需求下滑明显，供需过剩下，库存攀升。弱现实弱预期，近月交割期货向下，跨月价差持续走低。
- 纯碱亦呈现供给过剩格局，新增产能逐步兑现，产量居于高位，累积产量高出去年同期22.8%。直接需求先高后低，难以承接高供给，库存较去年同期增加近120万吨。同时夏季检修有限，成本支撑弱化，负反馈下价格亦不断下探至四年来的低点，较5月高点跌幅超46%。供需宽松，期现双弱，价差收窄。
- 展望四季度，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，价格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。玻璃产线部分窑龄较长，在生产亏损下将继续放水停产，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，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、玻璃日熔量及宏观政策等。

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

1. 低位价格弹性大，利好刺激易向上 2024. 09. 04
2. 价格已至低位，反弹驱动尚不明朗 2024. 09. 10
3. 产业面偏空，宏观情绪改善 2024. 08. 27
4. 供需仍未改善，碱厂利润大幅下滑 2024. 08. 13

## 1 行情回顾

### 1.1 玻璃期现螺旋下挫，现实与预期双弱

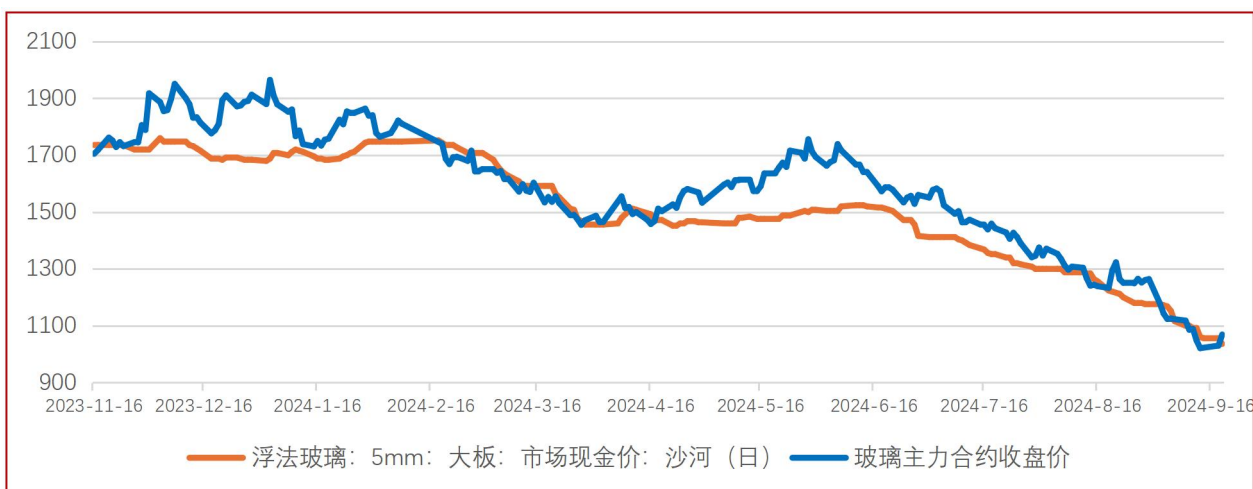
今年以来，玻璃期现价格共振走低，整体重心大幅下移。特别是三季度市场在宏观预期偏弱下悲观情绪较重，价格整体不断下探，期现螺旋下挫，基差低位震荡。三季度现货方面，沙河地区现货价格从1412元一路向下，少有反弹地下跌376元至1036元，跌幅26.6%。较年初1750元的高点，跌幅40.8%。期货方面，主力合约从年初1980元的高点，下跌至低点1004元，跌幅近49.3%，创下八年来低点。9月底受货币政策利好刺激，价格有所反弹。

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。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。二季度，由于期现走势迥异，基差大幅走低，同时跨月价差亦持续低走。三季度以来，由于期现同步走弱，价格重心下移后，价差逐步扁平化，基差有所走强。

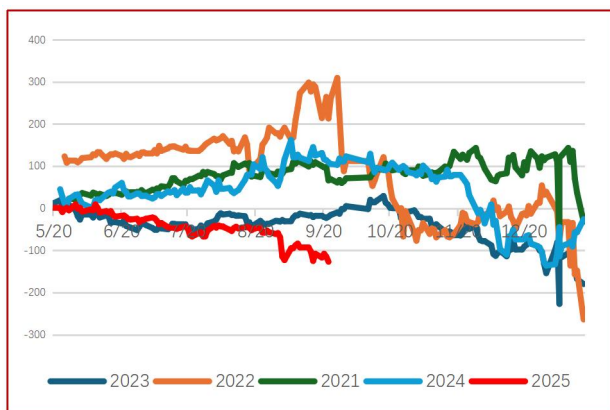
利润方面，由于成本降幅相对较小而成品降幅大，玻璃厂利润不断压缩，各种生产工艺均已亏损，并且亏损持续扩大。

图表 1、玻璃现货-期货走势



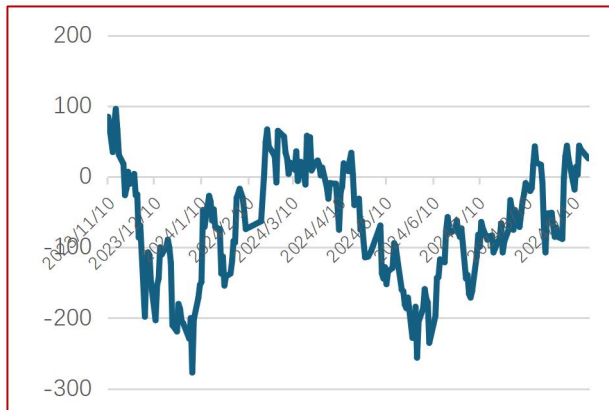
资料来源：Wind、我的钢铁网、国贸期货研究院

图表 2、玻璃月间价差：1-5 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 碱价期现双弱，创多年新低

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%。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。

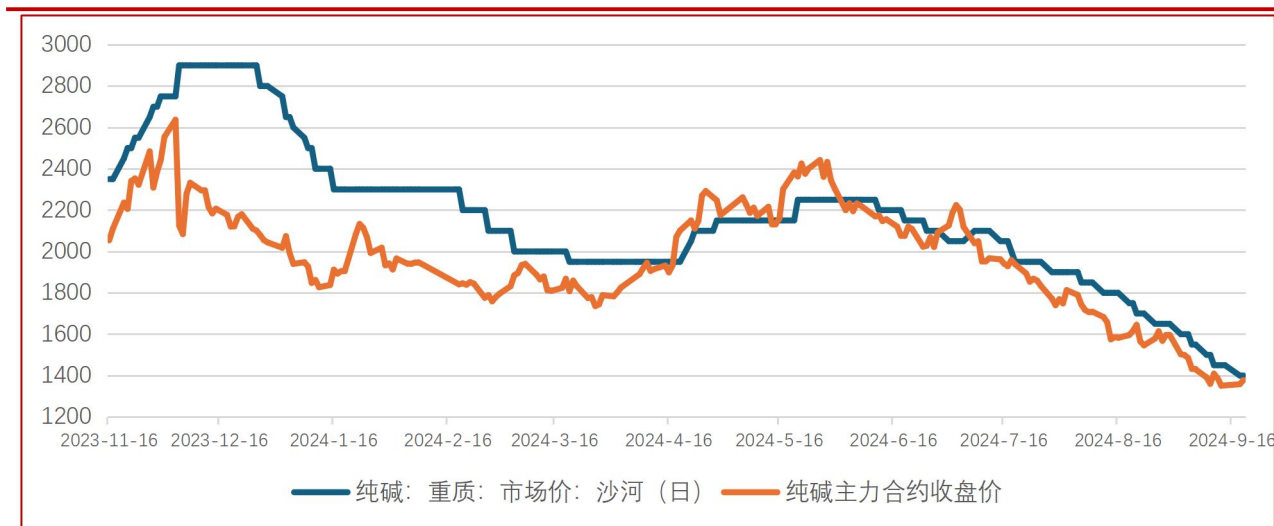
今年以来纯碱价格波动主要是，一季度新增产能逐步兑现，且前期受环保因素影响的碱厂也逐步复产，产量攀升至近年新高，而进口量较大，供给端压力凸显，与此同时，尽管直接需求旺盛，但终端需求不佳，玻璃厂采购谨慎，库存累积不断，期现价格共振下跌。步入二季度，由于碱厂利润大幅压缩，碱价逼近甚至跌破成本价，部分碱厂将检修提前，导致产量出现明显减量，同时直接需求旺盛，光伏投产积极，库存难有累积，价格大幅上行至 5 月底，步入 6 月，高供给压力下，碱价高位回落。而三季度纯碱价格大幅下跌主要是新增产能兑现后，检修前置使得检修季减量有限，供给高位延续，累积产量同比大幅增加，同时需求难以承接高供给，下游浮法玻璃和光伏玻璃生产亏损扩大，日熔量趋于向下，负反馈下，碱价下挫。

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，纯碱生产端的利润在三季度受到较大挤压后，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。

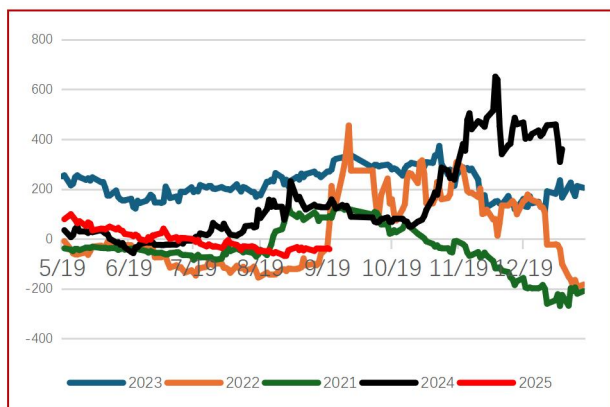
今年以来基差整体大幅走低，基差从开年的 750 附近一路下滑至-232，随后反弹至 100 附近。一季度期现走势趋同，期货向现货靠拢，二季度以来现货价格持稳为主，而期货价格受资金和检修季供给减量预期影响，表现强于现货，基差转为负值，最低至-232。不过随着 6 月随着期货价格回落，基差重回正值。一季度跨月价差亦随着价格走低，逐步扁平化，9-1 价差围绕 50 附近波动，二季度随着 9 月价格受资金推高后，01 受制于供给压力而相对偏弱，价格走扩至近 200，随后 09 合约向下调整后，价差又回落至 100 以内，整体价差机会并不明显。三季度以来，由于期现双弱，价差扁平化，基差在 0-200 内波动。

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：1-5 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

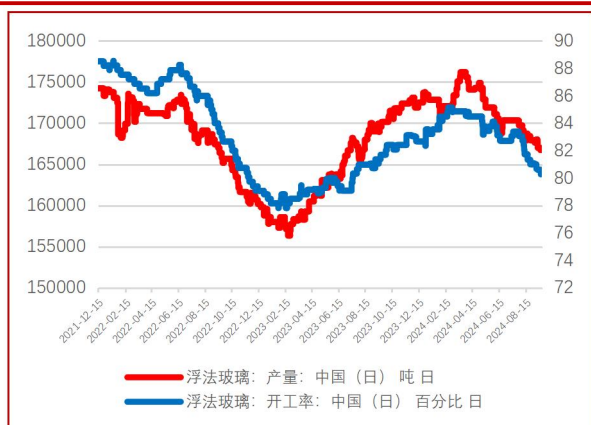
### 2.1 供给高位滑落

今年以来，玻璃供给高位小幅滑落。一季度，浮法玻璃日熔量维持高位，处于历史新高，开工及产能利用率亦处于高位。同时仍有新的产线投产，产能继续攀升。二、三季度，受制于利润大幅下滑影响，供给小幅减量。目前浮法玻璃日产量 16.67 万吨，较 3 月中下旬的 17.62 万吨下降 5.4%，开工率为 80.27%，产能利用率为 82.5%。国家统计局数据显示，2024 年 1-8 月平板玻璃产量 67661 万重量箱，同比增 6.3%。供给高位小幅滑落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，且难有较大下降空间。

成本利润端，利润大幅下滑。目前玻璃天然气制法的成本在 1600 元，煤制气法的成本在 1370 元，石油制法的成本在 1270 元，以天然气为燃料的周均利润-333.29 元/吨，以煤制气为燃料的周均利润-94.69 元/吨，以石油焦为燃料的周均利润-0.44 元/吨。从原燃料看，纯碱供应充足，价格重心下移明显，已经较年初下跌 1350 元，相当于玻璃 270 元/吨。目前能源价格变动有限，整体看成本端对玻璃价格支撑偏弱。

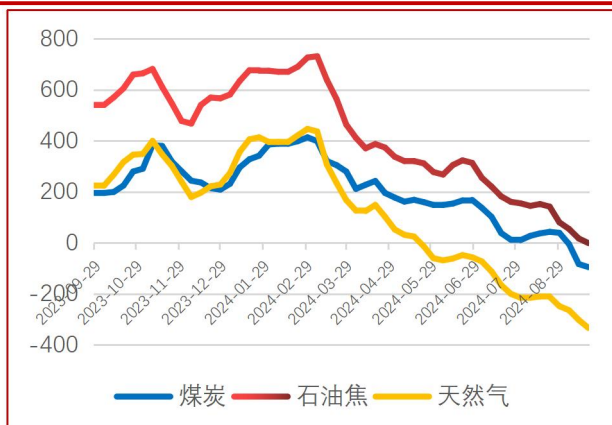
展望四季度，供给端或维持小幅下滑趋势。一方面是供给刚性限制产能的下滑，一方面是生产利润难有改善，或持续承压向下，使得冷修增加而投产放缓。根据部分玻璃厂的冷修计划，主要集中在四季度，全年产能预计保持在相对高位。供给将持续受市场因素影响，在利润挤压下，行业不断出清。考虑到生产亏损加剧后，由于产能中存在长期多年未冷修产线较多，可能会出现计划外冷修及点火不及预期情况。行业中高龄产线数量仍较多，9-12 年属于高龄窑炉阶段，13 年及以上的则属于超高龄窑炉。目前在产窑炉中高龄窑炉以上的产能占比超 25%，另外还有 3%左右的超高龄窑炉。另外平板玻璃近年延续产能置换政策不变，双碳背景下，作为限制高能耗行业，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 需求向弱加剧

一季度由于赶工需要，需求延续去年的火热，下游采购积极，需求表现较好。不过由于部分需求仍未回归，下游整体采购趋于谨慎，库存累积速度仍较快。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。二季度，需求延续韧性，下游加工企业订单尚可，尽管按需采购，但仍能较好消化供给和库存压力。整体库存先累后去，供需弱平衡下，库存持稳为主。三季度以来需求向弱加剧，尽管制造业有韧性，但地产中后端施工需求失速下降，下游加工企业订单同比降幅在 40% 以上。

下游需求制造业保有韧性，而地产需求隐忧加重。三季度以来，地产的企稳暂无踪迹可循，二季度的强预期被证伪，预期逐步回归现实。

地产方面，1—8 月份，房地产开发企业房屋施工面积 709420 万平方米，同比下降 12.0%。房屋新开工面积 49465 万平方米，下降 22.5%。房屋竣工面积 33394 万平方米，下降 23.6%。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，8 月份制造业采购经理指数（PMI）为 49.1%，比上月下降 0.3 个百分点。短期制造业需求将继续保持韧性。由于短期供需弱平衡，玻璃库存明显累积，样本企业总库存样本企业总库存 7478.9 万重箱，同比+79.6%。深加工企业订单天数 10.2 天，同比-44.87%。

展望四季度，需求向弱难改。地产的颓势仍需更多政策支持或刺激，以及时间消化，但

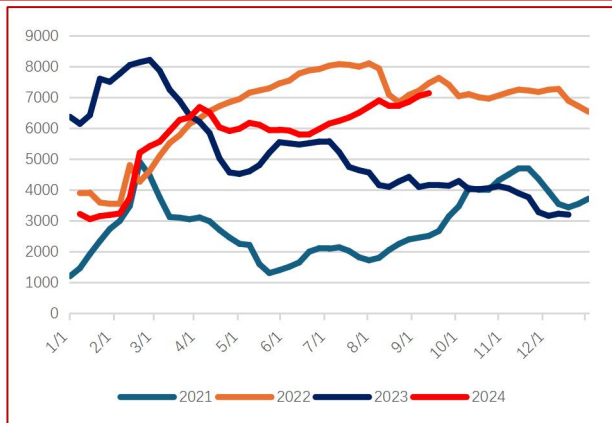
从前期的新开工倒推，今年的地产中后端需求向弱，施工和竣工面积难言乐观。虽然需求的下滑或是渐进式的，但基建端的支撑受制于地方化债压力，对玻璃需求难有支撑。同时制造业需求将持续保有韧性，但独木难支，因此需求向弱趋势不变。

图表 9、深加工订单天数



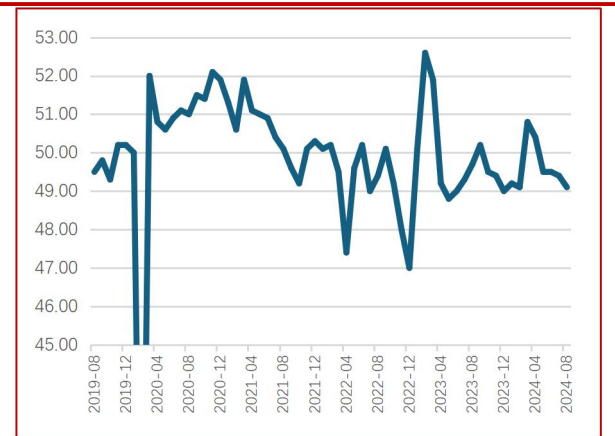
资料来源：Wind、我的钢铁网、国贸期货研究院

图表 10、玻璃生产利润



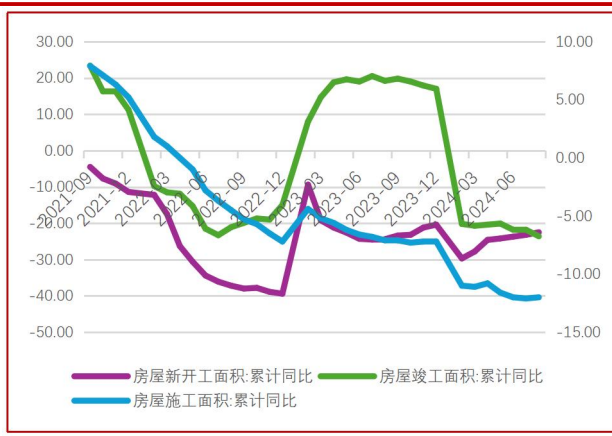
资料来源：Wind、我的钢铁网、国贸期货研究院

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 新增产能加速兑现，供给高位

今年以来，纯碱新增产能落地提产，供给维持高位，偶有阶段扰动。一季度随着新增产能不断投产，现有产能提产，纯碱产量创历史新高，周度产量从年初的66万吨突破74万吨，

并维持在 73 万吨以上。二季度，由于利润压缩，部分碱厂将检修提前，周产量持续下降至 68 万吨，随后检修陆续结束，周产量重回 73 万吨以上。三季度步入检修季，碱厂检修的效果凸显，纯碱周度产量从 75.6 万吨下滑至最低 62 万吨，降幅达 18%，产能利用率从 90% 降至最低 74%，表明检修减量的作用和影响仍不可小觑。统计局数据显示 1-8 月纯碱产量为 2560 万吨，同比增长 22.8%。同时进口维持高位，1-8 月累积进口近 90 万吨，大幅高出去年同期的 36.5 万吨。

新增产能方面，随着远兴能源一期四线 100 万吨投产，其 500 万吨的产能落地。中期供给扩张预期不变，今年新增产能仍有 250 万吨，全国纯碱产能在 3900 万吨左右。目前前 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。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，此前氨碱厂牵头的青岛会议，对限产具体的分配还有分歧，目前看来为止复产不多，初步控制在 80% 产能。另外近期纯碱协会在成都开会，解决剩余问题，如果能达到限产 70%-75%，供给过剩压力将有明显缓解。

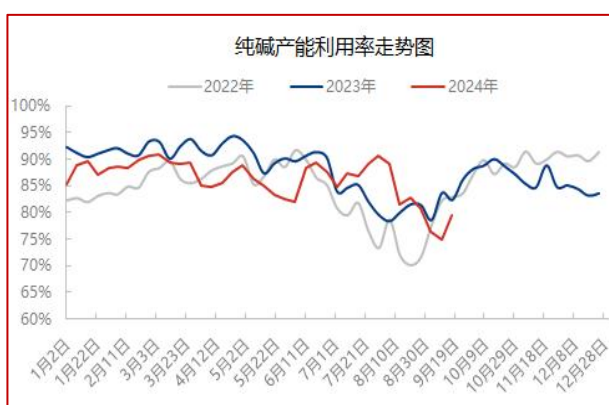
目前氨碱法纯碱理论利润-44.57 元/吨，联碱法纯碱理论利润（双吨）-45.40 元/吨。氨碱法和联碱法已经双双亏损，氨碱法和联碱法工艺占纯碱生产工艺的 80% 以上。生产利润亏损扩大下，产量向上受到明显抑制。不过中期看来，供应过剩的格局难以扭转，四季度产能利用率往往季节性提升，是传统的生产旺季。纯碱的高供给虽有弹性，但行业竞争激烈，四季度仍有新增产能投产，高产量具有惯性，且新增产能成本低廉，大厂或有挤压市场份额的驱动。

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



图表 15、纯碱 2024 新增产能

生产企业	产能变化（万吨）	工艺路线	预计投产或淘汰时间	项目类型
江苏德邦化工	60	联碱法	2024年初	搬迁升级改造
远兴能源	100（一期四线）	天然碱法	2024年初	新建
连云港碱业	120	联碱法	2024年9月	搬迁升级改造
青海发投	90	氨碱法	2024年初	新建
河南俊化	20	联碱法	2024年初	技术改造
中天碱业	30	天然碱法	2024年6月	新建
东北阜丰生物	30	氨碱法	2024	新建
2024年合计			350	

资料来源：Wind、我的钢铁网、国贸期货研究院

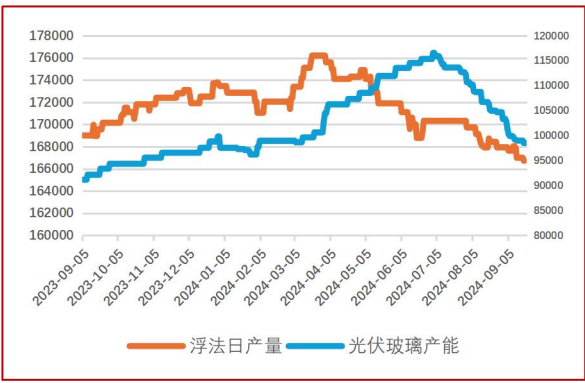
3.2 直接需求向弱，负反馈作用强化

三季度以来，纯碱直接需求不断向弱，浮法和光伏日熔量向下，折合周度需求在 37.1 万吨，较年中高点下降 3 万吨，且玻璃生产利润持续下滑，包括浮法和光伏，负反馈下碱价承压。九月底以天然气为燃料的浮法玻璃周均利润-333.29 元/吨，以煤制气为燃料的浮法玻璃周均利润-94.69 元/吨，以石油焦为燃料的浮法玻璃周均利润-0.44 元/吨。光伏玻璃方面，行业多家企业均出现亏损现象，3.2mm 单吨利润-107 元，2.0mm 单吨利润-441 元，预计 11 月天然气将迎来一波价格上调，在产品价格大概率持续稳定的情况下，行业利润预计未来将持续下探。行业亏损程度不断加大，目前行业减产率大致在 16%左右，距离 30%减产目标还有 14%，进度过半；预计后期仍有企业存在冷修以及减产规划，新投计划全部推迟，预计减产率仍将增加。

由于终端需求不佳延续，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，纯碱厂家库存较年初增加近 100 万吨。

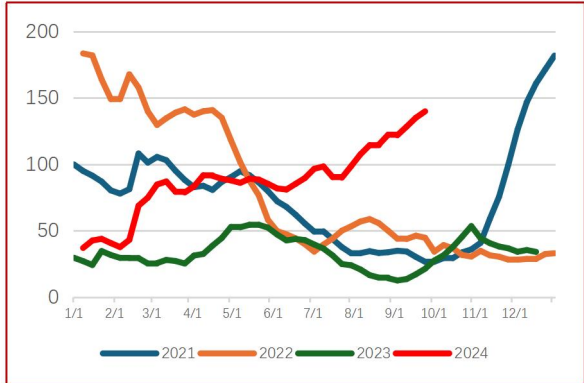
展望四季度，直接需求仍将趋于向下，终端需求向弱。负反馈作用下，碱价或受明显抑制，关注整体库存的累积情况。

图表 16、纯碱周度产量



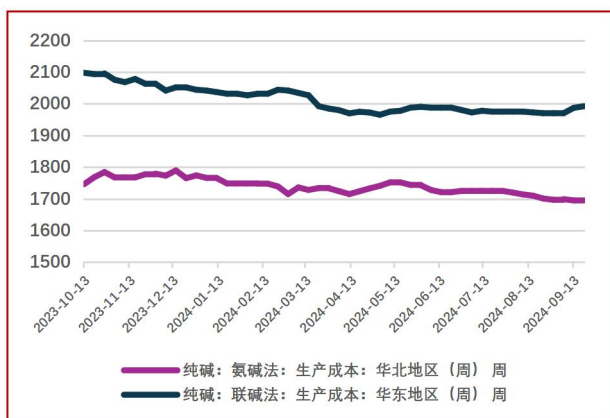
资料来源：Wind、我的钢铁网、国贸期货研究院

图表 17、纯碱厂家库存



资料来源：Wind、我的钢铁网、国贸期货研究院

图表 18、纯碱生产成本



资料来源：Wind、我的钢铁网、国贸期货研究院

图表 19、纯碱生产毛利



资料来源：Wind、我的钢铁网、国贸期货研究院

## 4 综述

2024 年以来玻璃和纯碱由于供给高位，需求偏弱，供需宽松，价格重心下移，特别是三季度跌幅更大，玻璃已创八年新低，纯碱亦创下四年新低。弱现实弱预期下，玻璃和纯碱基差窄幅波动，临近交割，期货向现货靠拢，跨月价差走低为主。

四季度玻璃供给压力或将持续缓解，但节奏和空间偏慢，需求向弱下，价格承压为主，反弹动能亦较弱。关注生产利润倒逼产线冷修情况。虽然制造业需求尚可，但地产需求向弱趋势不变，库存累积压力凸显，价格向上阻力较大。期现延续双弱，跨月价差以反套为主。

四季度直接需求仍将难以承接高供给，纯碱价格承压依旧，供给弹性下，关注碱厂的生产动向。纯碱新增产能逐步兑现，产量居于高位，直接需求向弱，库存累积，负反馈作用下，碱价亦承压为主。由于供给弹性，出现扰动时，价格波动剧烈。

尽管基本面延续承压，但供应仍存有变数，玻璃产线部分窑龄较长，在生产亏损下可能放水停产，而纯碱供给集中度较高，碱厂自主调节能力较强下，供给仍有扰动的可能，从而阶段改变供需矛盾。另外宏观利好的冲击亦不可忽视。

策略建议：中期供需宽松的格局不变，关注供给的减量与否，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**