

## 供需矛盾尚存，盘面先强后弱

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669 号

### 报告要点

基本面定性为 H2 烧碱供需偏过剩，旺季现货供需改善但涨价空间受限（涨到 2023 年 9 月高点的难度很大），淡季现货将承压。09 推荐逢低买入、追涨谨慎，主要是现货旺季预期未被证伪，国内重要会议政策预期以及海外降息预期尚存。01 可等待逢高空，宏观层面，Q4 美国大选或打压中美关系，美联储降息预期可能证伪；现实层面，烧碱现货淡季，盘面高升水将增强上游交货意愿。



### 摘要

#### 2024H1 回顾——现实疲软，盘面重心下移

1-2 月烧碱盘面整体震荡区间为 2600-2800 元/吨，市场博弈宏观情绪、烧碱 05 合约交割以及旺季去库预期。3-4 月盘面重心下移，主要为烧碱旺季供需改善幅度有限，盘面高升水吸引上游注册仓单。随仓单注册量增加，05 合约快速转弱。5-6 月烧碱盘面先强后弱，市场情绪偏暖，09 合约烧碱旺季基本面预期向好（上游秋检、下游旺季）、仓储费成本高、夏季电价扰动等因素推动盘面价格上行，6 月美联储降息预期再次下修，加之烧碱现货价格未有起色，市场看空心态加重，烧碱承压下行。

#### 2024H2 展望——供需矛盾尚存，盘面先强后弱

需求分析：内需温和改善，出口弹性偏低。内需层面，首先来看氧化铝，年初受矿石供应紧张、环保扰动等因素，氧化铝产能减停产至 8100 万吨。随环保扰动消退、晋豫矿山小规模复产，氧化铝运行产能回升至 8600 万吨。若赤泥排放问题可以解决、国产矿复产进度加快，具备复产条件的氧化铝产能约 450 万吨。假设氧化铝复产产能全部使用进口矿/国产矿，对应烧碱需求分别增加 2.25/6.75 万吨。新增方面，国内氧化铝新增投产或集中于年底兑现。其次为纺织印染，国内纺织服装消费延续温和复苏，终端季节性较强，Q3 由淡转旺，Q4 由旺转淡。接下来看造纸，国内纸浆产量持续处于近两年高位，H2 高产量有望延续。最后为新能源，国内新能源汽车销量高增速的背景下，氢氧化锂供需同增，仍将对烧碱需求形成边际拉动。出口层面，海外尚未开始大规模补库，氧化铝新增投产产能有限，因而海外需求大概稳定，可能出现高价追涨行为。

供应分析：检修偏少，加之新装置量产/投产，烧碱产量同比增速或超 6%。2024

### 化工品研究团队

研究员：  
胡佳鹏  
从业资格号：F3039655  
投资咨询号：Z0013196

黄谦  
从业资格号：F3063512  
投资咨询号：Z0014611

杨家明  
从业资格号：F3046931  
投资咨询号：Z0015448

杨晓宇  
从业资格号：F03086737  
投资咨询号：Z0020561

张紫南  
从业资格号：F03097101  
投资咨询号：Z0020714

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅供参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

年烧碱产能增速约 3%，产能扩张压力相对不大。其中，H1 烧碱新增投产产能 101 万吨，大部分产量集中在 6 月前后释放；H2 烧碱规划投产产能 276 万吨，拆分来看，Q3 投产约为 56 万吨，Q4 计划投产时间在 2024 年底，有很大可能会延后至 2025 年。据当前检修计划，Q3 检修量明显少于去年同期，仅 7 月检修环比微增，8-9 月检修暂为环比下滑。夏季全国大部地区气温仍以偏高为主，电力扰动能否兑现仍值得关注。若 Q4 我国进入拉尼娜现象，冷冬出现概率大，氯碱装置开工率有可能偏高。

成本分析：煤价季节性波动为主，电价将跟随。年内煤炭供需偏宽松，煤价中枢或同比回落，现货节奏易多变。即使上半年国内生产的减量很难在下半年完全补齐，但供应端依然存在边际增量预期，叠加进口或维持偏高水平，下半年供应侧相对宽松。需求侧不确定性主要在于天气（高温程度及持续时间），非电下半年表现。预计全年煤价中枢较上年有小幅回落，现货价格中枢维持 850-950 元/吨区间预判。现货流动性缺失的市场格局中，煤价波动更多在于市场参与者的情绪、采销节奏。由于今年煤炭供需宽松、价格波幅收窄，预计下半年电价更多呈现季节性波动，夏、冬季电价存在季节性上行预期。迎峰度夏期间，全国电力供需形势总体紧平衡，在充分考虑跨省跨区电力互济的前提下，华北、华东、华中、西南、南方等区域中有部分省级电网电力供应偏紧，部分时段需要实施需求侧响应等措施。

策略分析：09 逢低买入，01 谨慎偏空。行业特征为，1）现货特点为高仓储、运输成本，且市场流通货源少，因此相对现货而言，盘面远月要给升水，交割要给贴水（前提是有仓单）；2）基本面定性为 H2 烧碱供需偏过剩，旺季现货供需改善但涨价空间受限（涨到 2023 年 9 月高点的难度很大），淡季现货将承压。09 推荐逢低买入、追涨谨慎，主要是现货旺季预期未被证伪，国内重要会议政策预期以及海外降息预期尚存。01 可等待逢高空，宏观层面，Q4 美国大选，中美关系不确定性强，大概偏利空；另外，需要警惕美联储降息预期证伪。现实层面，烧碱现货淡季，盘面高升水将增强上游交货意愿。

**风险提示：**（1）宏观预期变化、需求弹性；（2）上游供应扰动；（3）能源价格波动

# 目 录

摘要

一、 2024H1 表现回顾——现实疲软，盘面重心下移 ..... 6

二、 2024H2 烧碱基本面展望——需求温和改善，供应压力偏高 ..... 7

    （一）中观——地产仍处调整阶段，纺服温和复苏，新能源维持高景气度 ..... 7

    （二）内需——需求改善潜力尚存，各行业或有分化 ..... 10

    （三）净出口——外需或偏稳，出口弹性受限 ..... 14

    （四）供应——待投产压力不大，产量温和增长，关注夏季电力扰动 ..... 15

三、 2024H2 成本分析——煤价中枢下移，电价弹性增大 ..... 17

    （一）煤价——供需宽松，价格区间震荡 ..... 17

    （二）电价——季节性波动为主，夏冬存涨价预期 ..... 19

四、 风险提示 ..... 19

免责声明 ..... 21

## 图表目录

图表 1: 烧碱价格价差 单位: 元/吨.....	6
图表 2: 烧碱开工 单位: % .....	6
图表 3: 山东外购电石氯碱综合利润 单位: 元/吨.....	6
图表 4: 山东 32%碱利润（含液氯） 单位: 元/吨.....	6
图表 5: 液碱厂库（百川） 单位: 万吨.....	7
图表 6: 片碱厂库（百川） 单位: 万吨.....	7
图表 7: 地产新开工、施工与竣工 单位: %.....	8
图表 8: 房企资金来源 单位: %.....	8
图表 9: 新开工对竣工领先性 单位: %.....	8
图表 10: 新开工及投资增速 单位: %.....	8
图表 11: 零售额:服装鞋帽、针、纺织品类:当月值 单位: 亿元.....	9
图表 12: 消费品非耐用品 单位: %.....	9
图表 13: 中国狭义乘用车零售销量 单位: 万辆.....	9
图表 14: 中国新能源车零售销量 单位: 万辆.....	9
图表 15: 汽车以旧换新补贴预拨 112 亿 单位: 万元.....	10
图表 16: 中国狭义乘用车出口 单位: 万辆.....	10
图表 17: 中国新能源乘用车出口 单位: 万辆.....	10
图表 18: 不同地区对中国进口汽车征收的税率（非确数） 单位: %.....	10
图表 19: 中国铝土矿产量 单位: 万吨.....	11
图表 20: 国内铝土矿新投产产能 单位: 万吨.....	11
图表 21: 边际企业生产利润 单位: 元/吨.....	11
图表 22: 氧化铝运行产能 单位: 万吨.....	11
图表 23: 国内外氧化铝新建产能 单位: 万吨.....	11
图表 24: 江浙印染开机 单位: %.....	12
图表 25: 江浙织机开机 单位: %.....	12
图表 26: 粘胶开工 单位: %.....	12
图表 27: 粘胶库存 单位: 万吨.....	12
图表 28: 国产阔叶浆产量 单位: 万吨.....	13
图表 29: 国产化机浆产量 单位: 万吨.....	13
图表 30: 澳大利亚矿山产量 单位: 千吨.....	14
图表 31: 中国氢氧化锂产量 单位: 吨.....	14
图表 32: 烧碱出口量 单位: 万吨.....	14
图表 33: 烧碱进口量 单位: 万吨.....	14
图表 34: 东南亚-中国出口价差 单位: 美元/吨.....	15
图表 35: 全球烧碱价格 单位: 美元/吨.....	15
图表 36: 烧碱开工 单位: %.....	16
图表 37: 外卖液氯&烧碱企业利润 单位: 元/吨.....	16
图表 38: 外购电石氯碱综合利润单位: 元/吨.....	16
图表 39: PO&烧碱企业利润 单位: 元/吨.....	16
图表 40: 山东甲烷氯化物&烧碱企业利润 单位: 元/吨.....	16
图表 41: 山东 32%碱利润（不含液氯） 单位: 元/吨.....	16

图表 42：烧碱检修及检修预测 单位：万吨.....	16
图表 43：烧碱周产量（百川） 单位：元/吨.....	16
图表 44：烧碱计划投产列表 单位：万吨.....	17
图表 45：环渤海港口总库存 单位：万吨.....	18
图表 46：二十五省电厂库存合计 单位：万吨.....	18
图表 47：煤炭价格 单位：元/吨.....	18
图表 48：全国原煤产量 单位：万吨.....	18
图表 49：全社会用电量 单位：亿千瓦时.....	19
图表 50：全国代理购电价格平均值 单位：元/兆瓦时.....	19

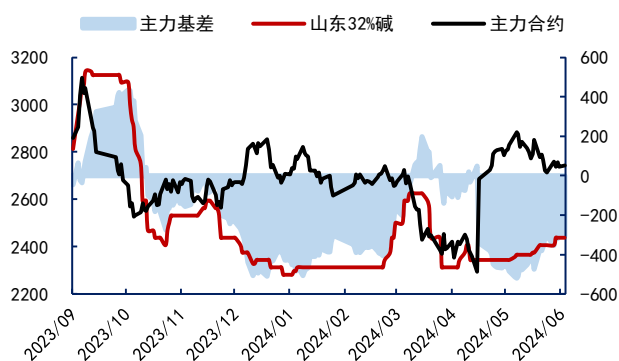
## 一、2024H1 表现回顾——现实疲软，盘面重心下移

1-2 月烧碱盘面整体震荡区间为 2600-2800 元/吨，市场博弈宏观情绪、烧碱 05 合约交割以及旺季去库预期。下行压力来自美联储降息预期下修以及烧碱基本面疲软。上行推动为国内政策预期以及氧化铝冲高带动烧碱乐观情绪。

3-4 月盘面重心下移，主要为烧碱旺季供需改善幅度有限，现货价格仅阶段反弹，盘面高升水吸引上游注册仓单。随仓单注册量增加，05 合约快速转弱。

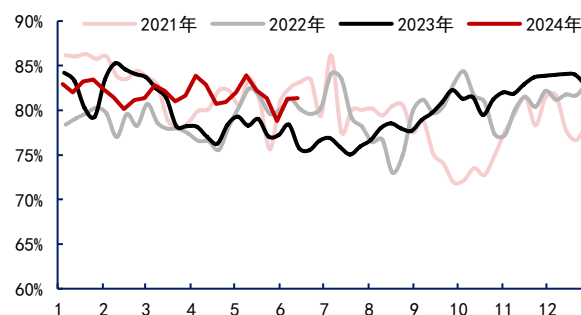
5-6 月烧碱盘面先强后弱。市场情绪偏暖，09 合约烧碱旺季基本面预期向好（上游秋检、下游旺季）、仓储费成本高、夏季电价扰动等因素推动盘面价格上行。6 月美联储降息预期再次下修，加之烧碱现货价格未有起色，市场看空心态加重，烧碱承压下行。

图表 1：烧碱价格价差 单位：元/吨



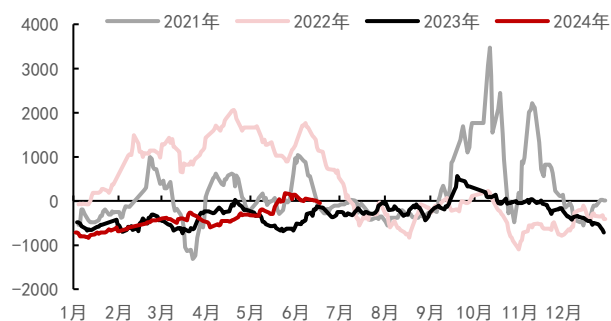
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 2：烧碱开工 单位：%



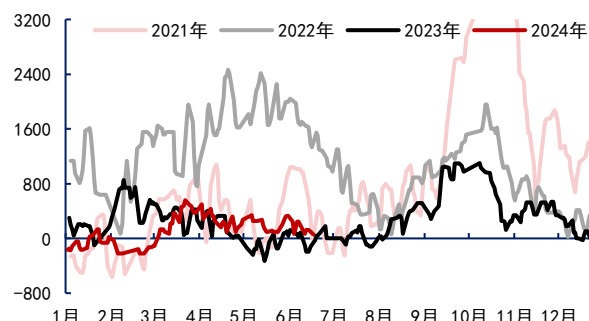
资料来源：Wind 卓创 隆众 百川 中信期货研究所

图表 3：山东外购电石氯碱综合利润 单位：元/吨



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

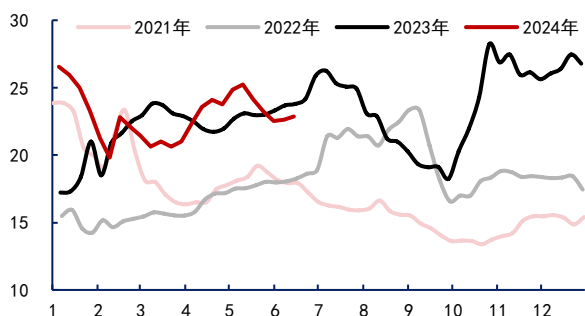
图表 4：山东 32%碱利润（含液氯） 单位：元/吨



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

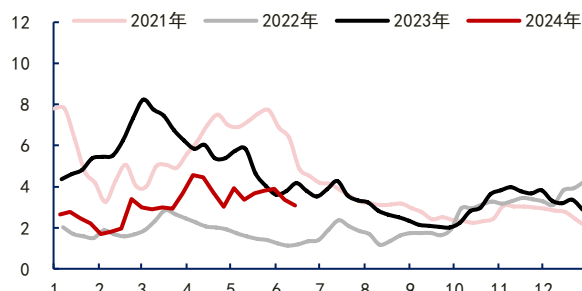


图表 5：液碱厂库（百川） 单位：万吨



资料来源：Wind 卓创 隆众 百川 中信期货研究所

图表 6：片碱厂库（百川） 单位：万吨



资料来源：Wind 卓创 隆众 百川 中信期货研究所

## 二、2024H2 烧碱基本面展望——需求温和改善，供应压力偏高

### （一）中观——地产仍处调整阶段，纺服温和复苏，新能源维持高景气度

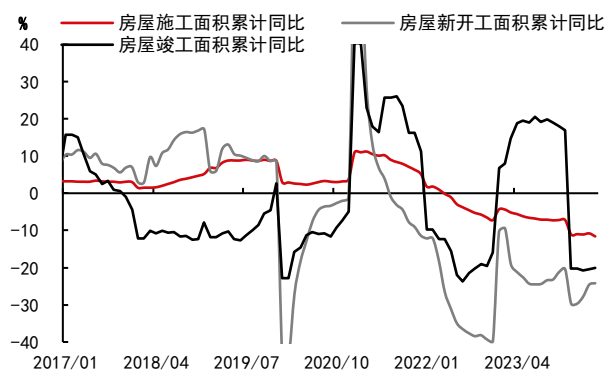
去库存政策托底地产，居民期待修复。地产量价持续走弱的背景下，政策思路由“防守”转向“进攻”，围绕去库存的政策周期已启动。4 月 30 日政治局会议提出“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”，与去库存相关的以旧换新、房票安置等政策密集出台。5 月 17 日，中央多部委联合发布去库存的组合拳，重点城市高频落实信贷优化政策。6 月 7 日，国常会再次强调“继续研究储备新的去库存、稳市场政策措施”。

参照 2014-2015 年经验，地产销售走出下行周期是政策修复居民信心，地产销售回暖，去化周期下行，最终传导至房价企稳的正反馈过程。在房价修复前，预计需求端政策仍将跟进，以提升居民购买力、修复购房信心、推动房价企稳。随居民预期逐步修复，H2 销售面积同比降幅有望在 1-4 月基础上有所收窄（1-4 月商品房销售面积和销售额同比分别下降 20.2%和 28.3%）。不过在销售面积筑底期间，房价上涨的概率较低，新开工、竣工大概率延续负增长。

财政发行或加快，基建投资将持续加码。5 月国债、地方债净发行均大幅提升至近 7000 亿元，其中新增专项债发行近 4400 亿元，后续仍有 2.7 万亿元专项债额度待发行，超长期特别国债也将持续发行，支撑配套项目需求。旧基建方面，城中村是 2024 年市政建设的重点方向。2023 年 7 月 21 日，国常会审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》，城中村改造顶层设计方案落地。2024 年首批城中村改造专项借款至少已在 34 城落地，以国开行和农发行的城中村改造专项借款为抓手，各地银行累计授信额度已超 1 万亿元。

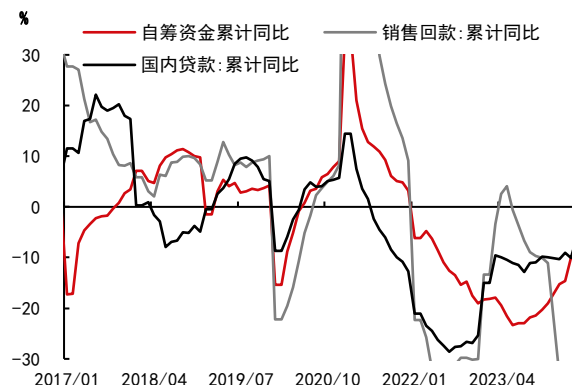
截止 Q1 首批实际投放仅 360 亿，资金投放进度偏慢，城中村改造仍待加速。

图表 7：地产新开工、施工与竣工 单位：%



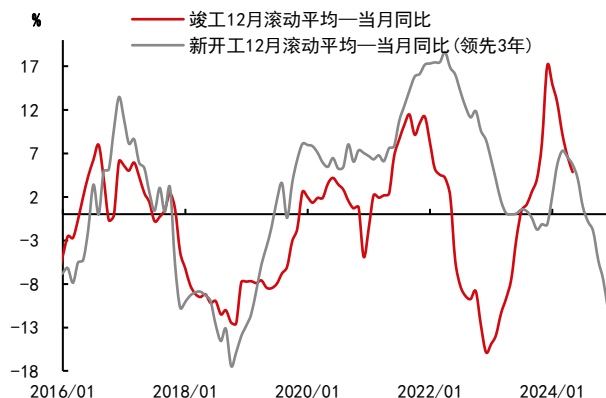
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 8：房企资金来源 单位：%



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 9：新开工对竣工领先性 单位：%



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 10：新开工及投资增速 单位：%

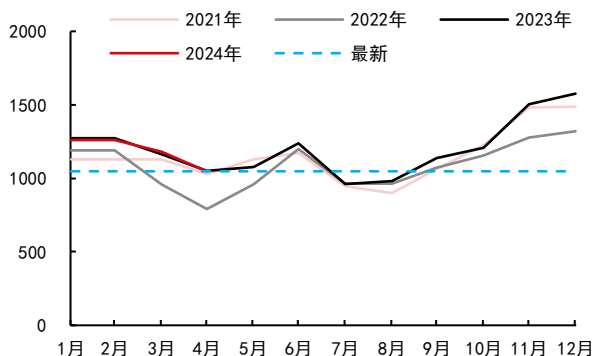


资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

**国内纺服消费温和复苏，海外处于去库周期尾声。**2024 年 1-4 月社会消费品零售总额 15.60 万亿元，同比+4.1%。其中，服装鞋帽、针纺织品类零售额同比+1.5%。由此可见，国内消费延续温和复苏，但消费者行为偏谨慎。2022Q3 海外服装行业进入去库周期，2024 年 3 月服装行业零售商库存已相对健康，批发商库销比接近历史正常水平，行业处于去库尾声阶段。5 月美国整体通胀、核心通胀双双下行已释放积极信号，若 Q4 美联储开启降息，美国服装零售有望修复，行业将进入主动补库周期。出于对特朗普上台的担忧，美国批发商补库周期或前置，此举将提振 Q3 中国纺织服装出口。

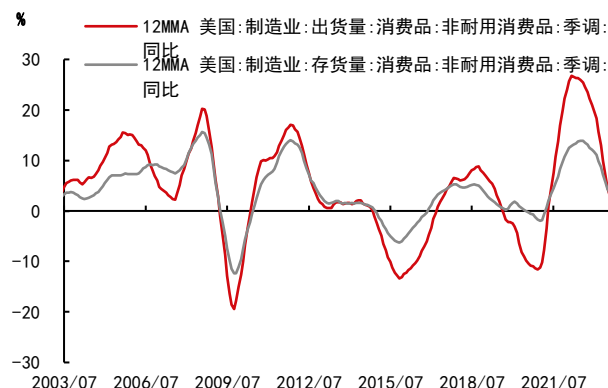


图表 11：零售额：服装鞋帽、针、纺织品类：当月值 单位：亿元



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 12：消费品非耐用品 单位：%

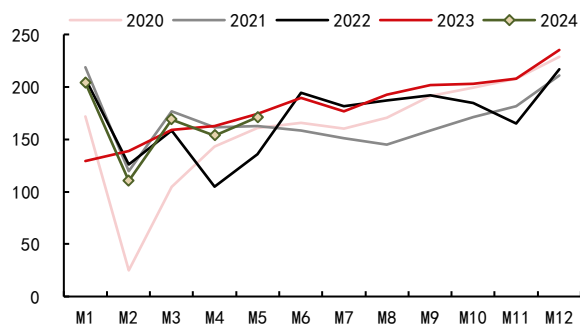


资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

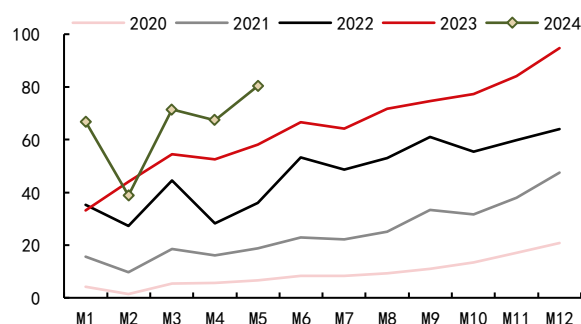
**汽车以旧换新补贴落地，政策效果待观察。**乘联会口径，2024 年 1-5 月狭义乘用车零售销量为 808 万辆（同比+6%），新能源乘用车零售量为 325 万辆（同比+34%），渗透率达到 40%；燃油车零售 491 万辆（同比-6%），3 月降价冲量后车市表现较为平稳。5 月 28 日，财政部下达 2024 年汽车以旧换新补贴中央财政预拨资金预算，其中中央资金 64 亿，地方资金 48 亿，合计共 112 亿，全年目标报废汽车回收量 378 万辆。6 月 6 日，商务部发言人在例行新闻会上介绍，截止 6 月 6 日（政策发布 40 天后），汽车报废更新补贴申请量已突破 4 万份。目前来看政策整体态势表现良好，但离市场预期仍有差距。

**出口延续良好态势，警惕海外贸易保护措施。**2024M1-M5 中国狭义乘用车出口量为 170 万辆（同比+35%），延续良好增长态势。乘联会口径，2024M1-M5 新能源乘用车出口 50 万辆（同比+22%）。欧盟将从 7 月起对自中国进口的电动汽车最高加征 38.1% 的额外关税，中国出口至欧洲的新能源车将受到一定负面影响。

图表 13：中国狭义乘用车零售销量 单位：万辆

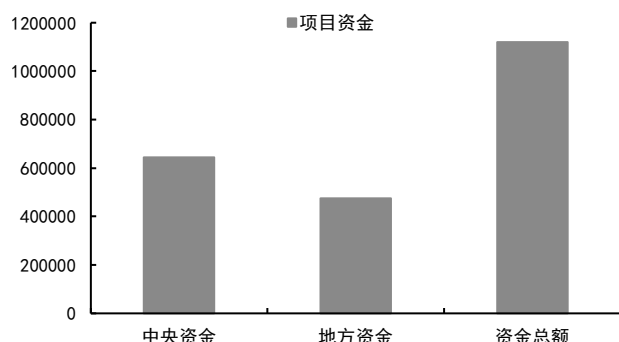


图表 14：中国新能源车零售销量 单位：万辆



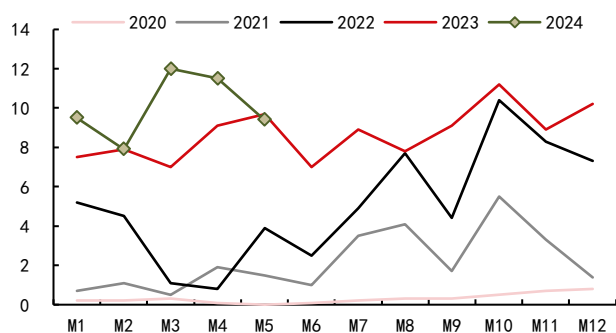
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 15：汽车以旧换新补贴预拨 112 亿 单位：万元



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

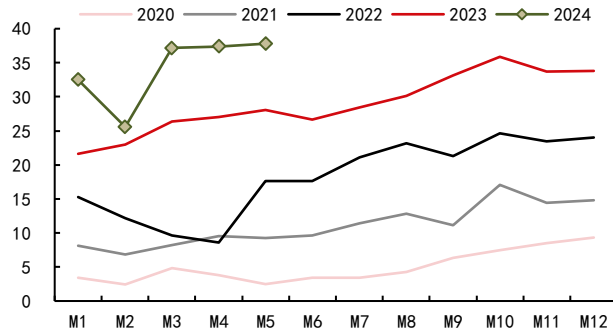
图表 17：中国新能源乘用车出口 单位：万辆



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 16：中国狭义乘用车出口 单位：万辆



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 18：不同地区对中国进口汽车征收的税率（非确数）单位：%

	汽车关税	增值税	消费税
南非	25%	15%	5%-10%
阿联酋	5%	10%	/
沙特阿拉伯	5%	5%	
印度	60%	18%	8%-24%
俄罗斯	15%	20%	按马力标准不同
泰国	纯电：0%；其他：50%	7%	纯电：0%-8% 燃油车：10%-40%
日本	0%	8%	5%
澳大利亚	10%	10%	2%-10%
墨西哥	20%	16%	/
美国	100%	/	/
巴西	10%-35%	/	/

资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

## （二）内需——需求改善潜力尚存，各行业或有分化

2024 年 5 月我国铝土矿产量 492.5 万吨，环比+4.2%，同比-19.6%。1-5 月累计产量 2275.8 万吨，同比-19.6%。山西铝土矿 5 月产量 129.92 万吨，环比+10%，同比-34%，1-5 月累计产量 591 万吨，同比-35%。河南铝土矿 5 月产量 41.1 万吨，环比+3%，同比-44%，1-5 月累计产量 187 万吨，同比-38%。

5 月底山西和河南有小规模矿石复产，但矿山暂无大规模复产时点，不排除继续延期的可能。在此轮环保安监的影响下，预计露天矿和大量小型矿复产难度大。新投产产能方面，根据百川盈孚统计，H2 国内铝土矿预计投产 670 万吨，但这些产能原计划于 2023 年投产，后推迟至 2024 年，能否在 2024 年内顺利投产仍存疑。2024 年国产矿产量的回升还是要靠减停产能的复产。

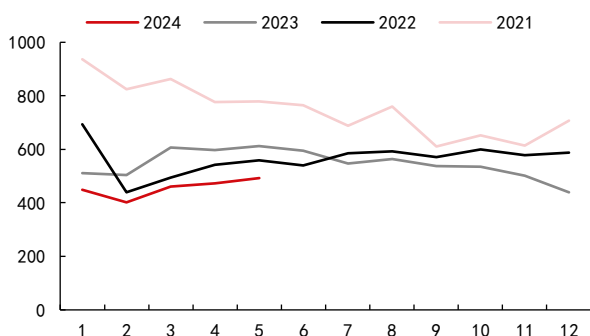
2024 年 12 月受矿石供应紧张、环保扰动等因素，氧化铝减产较多，高峰期产能环比下降超过 700 万吨。2024 年元旦节后，山东滨州、河南郑州等城市

陆续解除重污染天气预警，因环保问题停产的氧化铝产能恢复，Q1 氧化铝运行产能回升至 8200-8300 万吨。然而，铝土矿复产不断延迟，因矿石问题减产的氧化铝产能长期无法复产。由于国产矿石紧缺以及氧化铝生产利润丰厚，山西、河南部分氧化铝厂提高进口矿使用比例，以提升运行产能。矿石种类切换要求生产线随之调整，调试期间产品的合格率将降低。直到 5 月中下旬，晋豫出现小规模矿山复产，氧化铝运行产能才达到 8600 万吨。

往后去看，若赤泥排放问题可以解决、国产矿复产进度加快，氧化铝具备复产条件的产能约 450 万吨。假设氧化铝复产产能全部使用进口矿/国产矿，对应烧碱需求分别增加 2.25/6.75 万吨。

新增投产方面，未来国内外的新建产能有限。国内规划氧化铝新建产能 330 万吨，投放时间集中在 2024 年底。海外老挝和印度规划新建产能 250 万吨，其中印度 150 万吨产能已于 4 月扩产完成。

图表 19：中国铝土矿产量 单位：万吨



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 21：边际企业生产利润 单位：元/吨



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

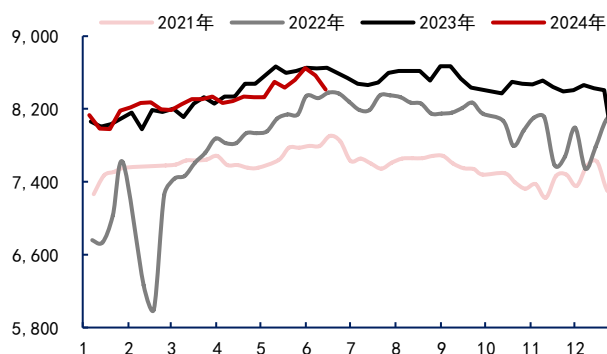
图表 23：国内外氧化铝新建产能 单位：万吨

图表 20：国内铝土矿新投产能 单位：万吨

区域	企业	新建产能
贵州	遵义市播州区石老公铝土矿有限责任公司	20
贵州	贵州汇金海矿业有限公司	200
广西	广西信发铝电有限公司	150
山西	孟县兆丰西林江铝矾土有限公司	100
河南	中铝矿业有限公司	50
河南	中铝矿业有限公司巩义分公司大峪沟矿	150
2024 合计		

资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 22：氧化铝运行产能 单位：万吨



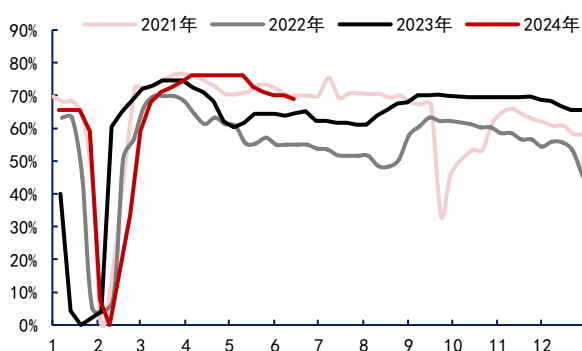
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

区域	企业	新建产能	预计投产时间
内蒙古	锦国投	130	2024Q4
广西	广投	100	2024Q4
广西	中铝	100	2024Q4
广西	东方希望	200	2025
广西	特变电工	240	2025
老挝	-	100	2023-2024 年
印度	-	150	已投产
印尼	-	100	2026 年
几内亚	-	100	2027 年
俄罗斯	-	240	2028 年
2024 年国内合计		330	
2024 年国外合计		250	
2024 年国内外合计		580	
2024 年+国内合计		770	
2024 年+国外合计		690	
2024 年+国内外合计		1460	

资料来源：百川盈孚 SMM 阿拉丁 中信期货研究所

国内纺织服装消费延续温和复苏，终端季节性较强，一般 1-2 月以及 6-7 月通常为淡季，3-5 月和 8-10 月旺季需求走强，11-12 月再次转弱淡季，关注国内重要会议的消费刺激政策以及 H2 海外补库周期强度。相较于纺织印染，粘胶行业开工受检修影响更大，3-5 月检修相对较多，粘胶短纤开工表现偏弱。检修季结束后，在低库存支撑下，粘胶短纤供应有望逐步修复。

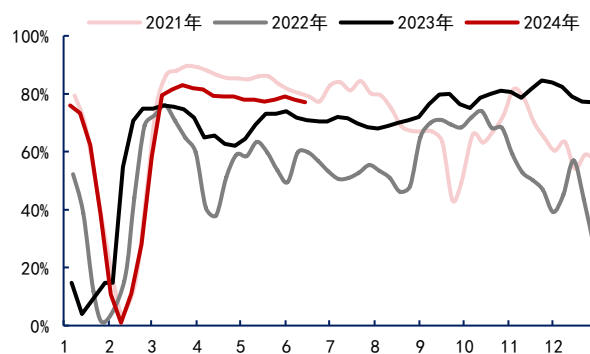
图表 24：江浙印染开机 单位：%



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

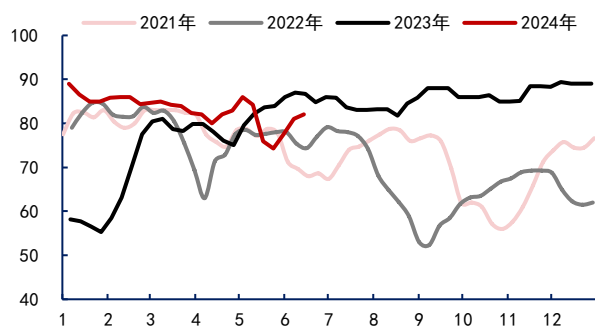
图表 26：粘胶开工 单位：%

图表 25：江浙织机开机 单位：%

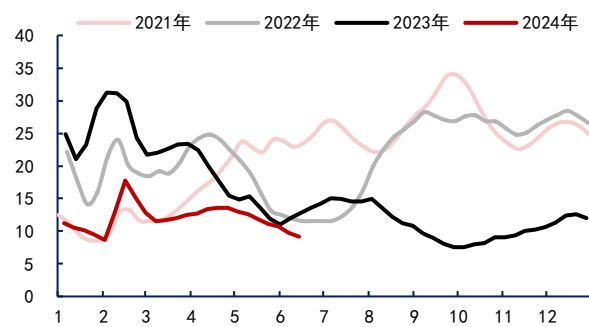


资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 27：粘胶库存 单位：万吨



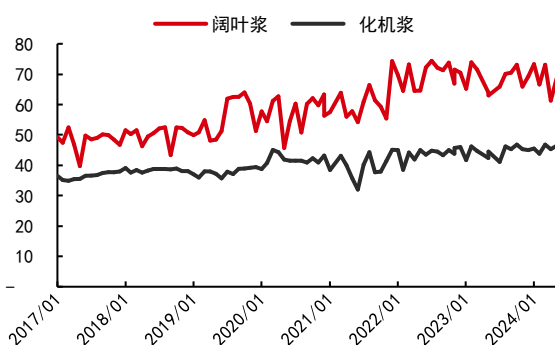
资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所



资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

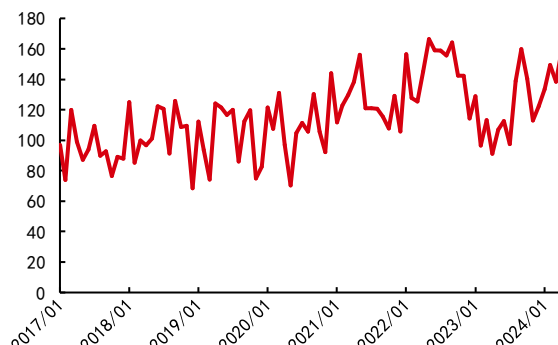
造纸方面，纸浆供应延续增长。国产阔叶浆产量持续位于近两年高位，5 月国产阔叶浆和化机浆产量合计为 115 万吨，同比+8%。从后续的产能投放来看，近期约有 150 万吨阔叶浆产能投产。进口木片数据显示，1-4 月进口阔叶木片数量约为 580 万吨，累计同比+35%。我们认为，H2 国产阔叶浆供给仍旧延续相对较高增速。

图表 28: 国产阔叶浆产量 单位: 万吨



资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 29: 国产化机浆产量 单位: 万吨



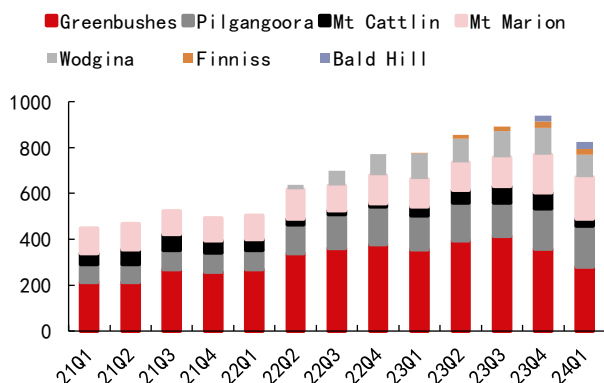
资料来源: Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

Q1 海外披露的主要锂项目产销量环比下滑，国内锂矿锂盐供应逐月递增。此前宣布减产和降本的 Finnisss、Greenbushes、Cattlin、Wodgina 等项目产量如期下滑，澳大利亚整体环比产量约下滑 12.3%。美洲项目也出现销量下滑，三大矿山项目产量总体环比-11%。

国内来看，尽管经历了江西环保调查的影响，但 H1 锂矿供应和锂盐供应仍充足，1-5 月国内产量分别同比+40%和 46%。从氢氧化锂表现来看，2024 年 1-5 月氢氧化锂累计产出 13.9 万吨，同比增加 19.6%。其中，5 月氢氧化锂产量为 3.63 万吨，环比+2.1%，同比+44.7%。国内新能源汽车销量高增速的背景下，氢

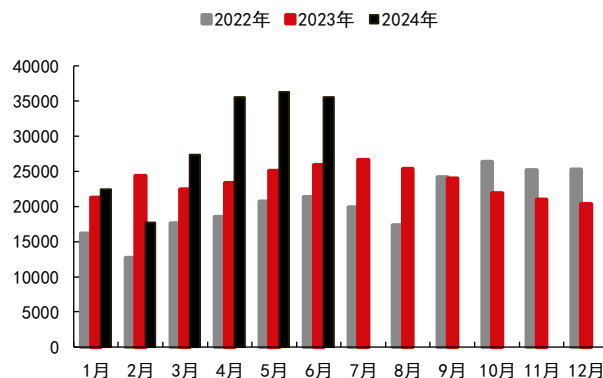
氧化锂供需同增，仍将对烧碱需求形成边际拉动。

图表 30：澳大利亚矿山产量 单位：千吨



资料来源：公司公告 中信期货研究所

图表 31：中国氢氧化锂产量 单位：吨



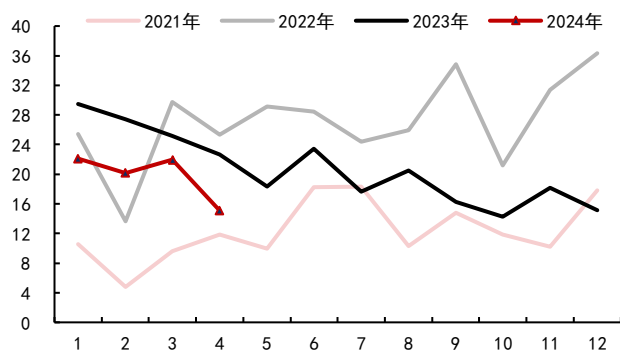
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

### （三）净出口——外需或偏稳，出口弹性受限

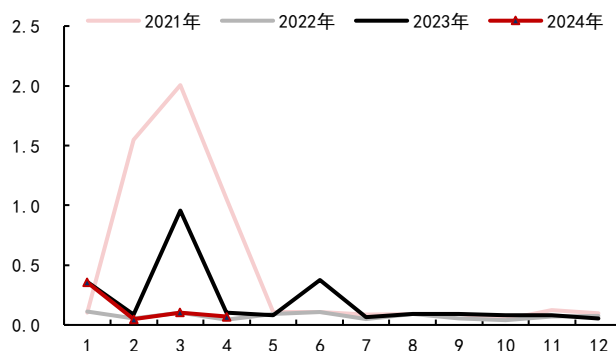
2024 年 1-5 月中国烧碱出口累计 110.79 万吨，相较去年同期降 10.02%。其中，5 月中国烧碱出口 31.45 万吨，环比增加 108.41%，同比增加 71.20%。据了解，5 月出口大幅增加原因如下，一是部分 4 月签单延后至 5 月发货，二是 4-5 月日韩检修较多，海外烧碱价格坚挺，中国获得出口机会。6 月出口签单相对 5 月清淡，出口量或再次下滑。

海外尚未开始大规模补库，氧化铝新增投产产能有限，因而海外需求大概稳定。近期烧碱低价出口签单尚可，高价询单积极性偏弱。7 月上游烧碱大厂检修，8-9 月内贸渐入旺季，烧碱出口价格存走强预期。关注东南亚对高价烧碱接受能力，若海外追涨，中国烧碱仍有出口放量机会。

图表 32：烧碱出口量 单位：万吨



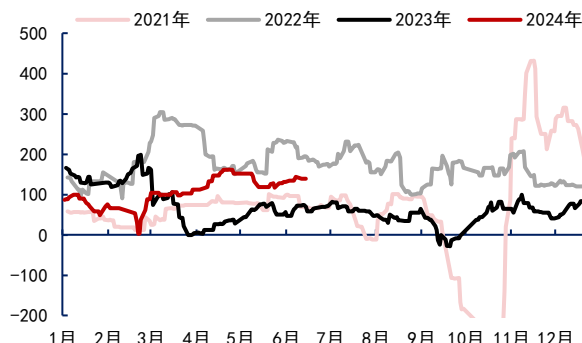
图表 33：烧碱进口量 单位：万吨





资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

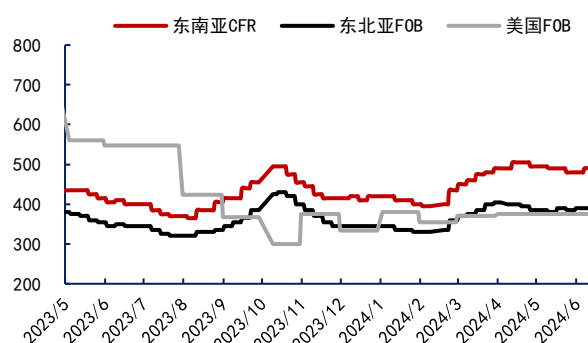
图表 34：东南亚-中国出口价差 单位：美元/吨



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 35：全球烧碱价格 单位：美元/吨



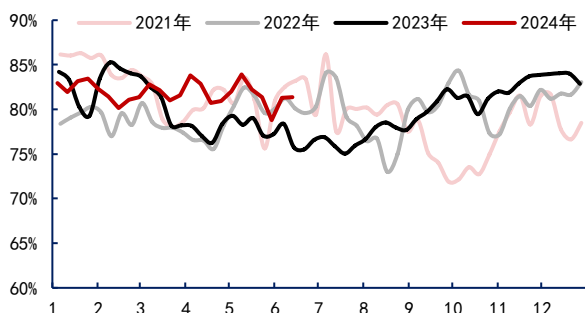
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

#### （四）供应——待投产压力不大，产量温和增长，关注夏季电力扰动

2024 年烧碱产能增速约 3%，产能扩张压力相对不大。H1 烧碱新增投产产能 101 万吨，其中 Q1、Q2 分别投产 10、91 万吨，合计产能增速 2.01%。Q2 产量集中在 6 月前后释放，金泰产能兑现对市场有一定冲击，其他新增装置产能规模偏小，主要影响烧碱区域平衡。H2 烧碱规划投产产能 276 万吨，拆分来看，Q3 投产约为 56 万吨，Q4 计划投产时间在 2024 年底，有很大可能会延后至 2025 年。

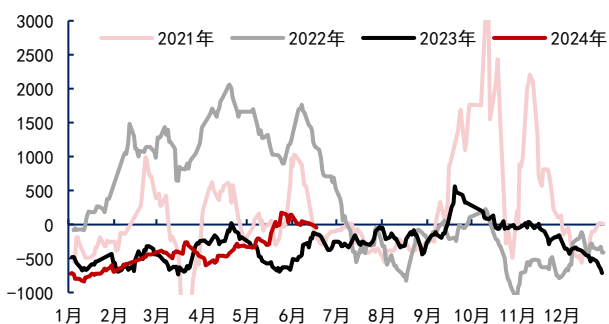
统计局数据显示，2024 年 1-4 月烧碱产量同比增长 4.12%。H2 检修偏少，加之新装置量产/投产，烧碱产量增速或超 6%。据当前检修计划，Q3 检修量明显少于去年同期，仅 7 月检修环比微增，8-9 月检修暂为环比下滑。夏季是否会出现高位限电，烧碱供应能否被动减少仍具有不确定性。2023-2024 年助推全球气温升高和极端天气事件的厄尔尼诺现象已显示出结束迹象，我国可能在今夏后期出现拉尼娜现象。不过，厄尔尼诺影响有滞后性，夏季全国大部地区气温仍以偏高为主，电力扰动能否兑现仍值得关注。若 Q4 我国进入拉尼娜现象，冷冬出现概率大，氯碱装置开工率有可能偏高。

图表 36：烧碱开工 单位：%



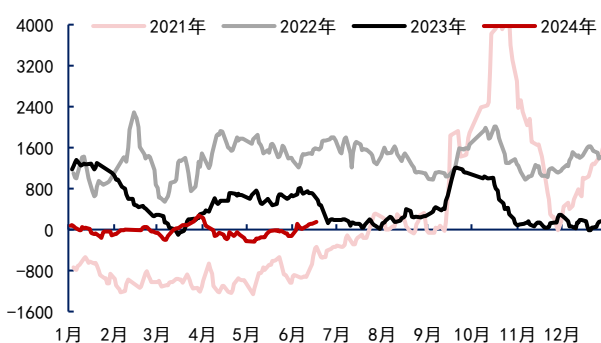
资料来源：Wind 卓创 隆众 百川 中信期货研究所

图表 38：外购电石氯碱综合利润单位：元/吨



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

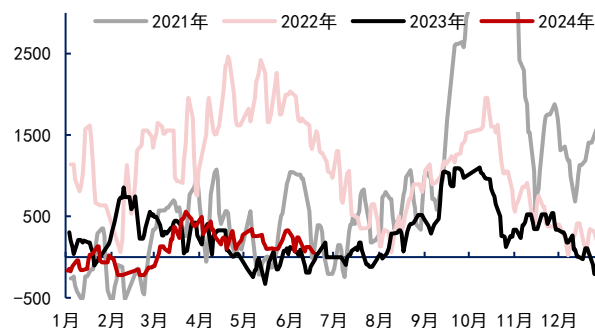
图表 40：山东甲烷氯化物&烧碱企业利润 单位：元/吨



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

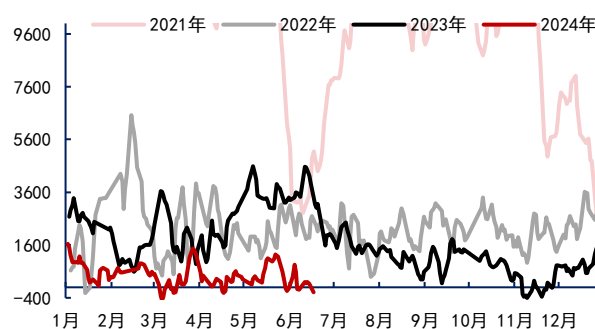
图表 42：烧碱检修及检修预测 单位：万吨

图表 37：外卖液氯&烧碱企业利润 单位：元/吨



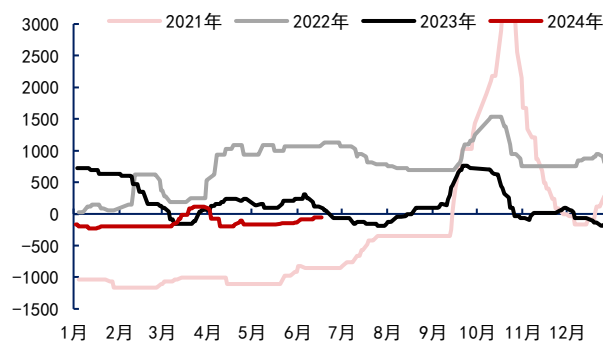
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 39：PO&烧碱企业利润 单位：元/吨



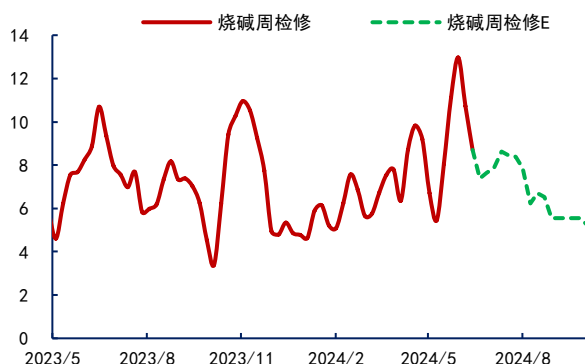
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 41：山东 32%碱利润（不含液氯） 单位：元/吨

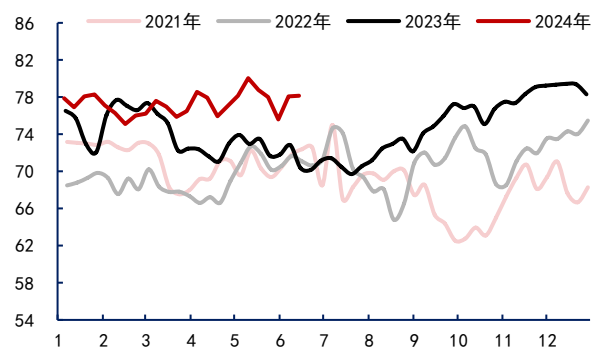


资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 43：烧碱周产量（百川） 单位：元/吨



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所



资料来源：Wind 卓创 隆众 百川 中信期货研究所

图表 44：烧碱计划投产列表 单位：万吨

区域	企业名称	烧碱产能	投产进度
山东	山东日科	20	2024 年 3-4 月
新疆	合盛硅业	10	2024 年 5 月
新疆	其亚硅业	5	2024 年 5 月
新疆	金轩科技	6	2024 年 5 月
陕西	陕西金泰	60	2024 年 5-6 月
以下均未投产			
山东	山东民祥	15	2024 年 7 月
江西	九二盐业	6	2024 年 7 月
河北	临港化工	15	2024 年 7 月
江西	九江九宏	15	2024Q2
四川	鑫盛源化工	5	2024 年 8 月
福建	湄洲湾氯碱（海泉化学）	20	2024 年 12 月
湖北	仙桥化学	10	2024 年 12 月
河南	永银化工	10	2024 年 12 月
福建	东南电化	30	2024 年 12 月
湖北	湖北华祥	20	2024 年 12 月
山东	氢力新材料	15	2024 年
湖南	衡阳建滔	30	2024-2025 年
山东	华洋新材	10	2024-2025 年
安徽	八一化工	15	2024-2025 年
甘肃	甘肃耀望	30	2024-2025 年
天津	天津大沽二期	30	2024-2025 年
合计		377	

资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

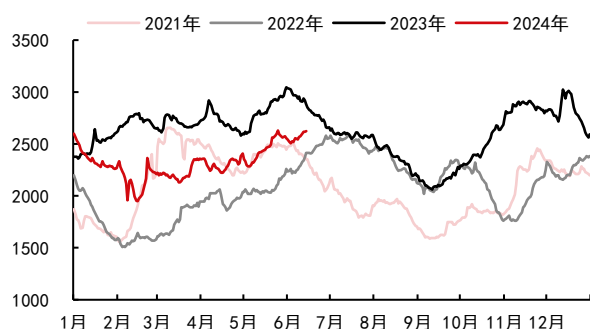
### 三、 2024H2 成本分析——煤价中枢下移，电价弹性增大

#### （一）煤价——供需宽松，价格区间震荡

2024 年国内煤炭供需基本面延续了去年以来的偏宽松格局。虽然安监等因素导致国内产量下滑，但进口煤的大量补充，使得各环节库存保持高位状态。需求侧电力耗煤维持较高增长，但清洁能源替代效果持续显现，5 月以来水电发力倒逼火电出现单月负增长，长协保障下的电力企业对现货采购需求寥寥，地产基建乏力导致非电用煤需求相对疲软，上半年煤价中枢继续保持回落。4 月煤价触达年内最低水平，环渤海港口 5500 大卡动力煤价格跌至 800-820 元/吨区间，较年初煤价下降近百元。

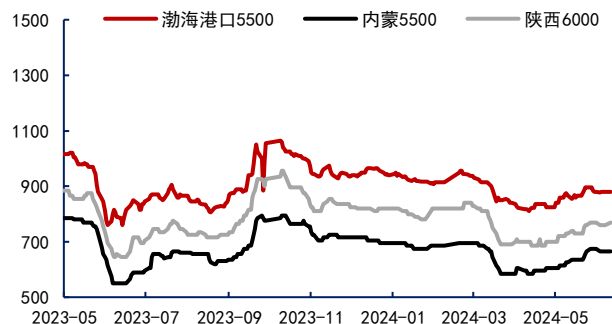
年内煤炭供需偏宽松，煤价中枢或同比回落，现货节奏易多变。即使上半年国内生产的减量很难在下半年完全补齐，但供应端依然存在边际增量预期，叠加进口或维持偏高水平，下半年供应侧相对宽松。需求侧不确定性主要在于天气（高温程度及持续时间）、非电下半年表现。全年来看，总社会库存或高位回落，但供需依然保持偏宽松状态。预计全年煤价中枢较上年有小幅回落，现货价格中枢维持 850-950 元/吨区间预判。现货流动性缺失的市场格局中，煤价波动更多在于市场参与者的情绪、采销节奏。

图表 45：环渤海港口总库存 单位：万吨



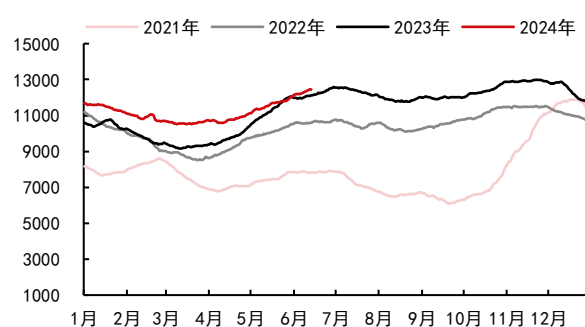
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 47：煤炭价格 单位：元/吨



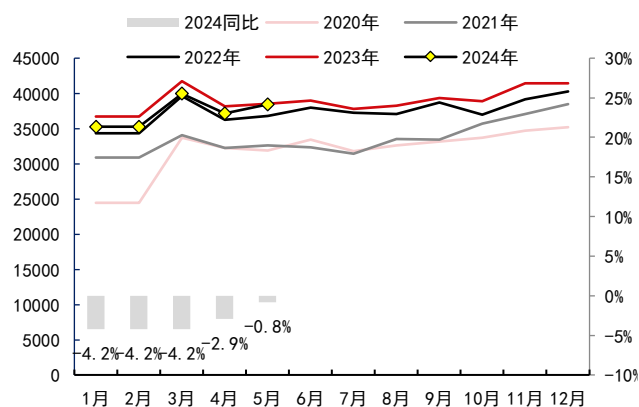
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 46：二十五省电厂库存合计 单位：万吨



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 48：全国原煤产量 单位：万吨



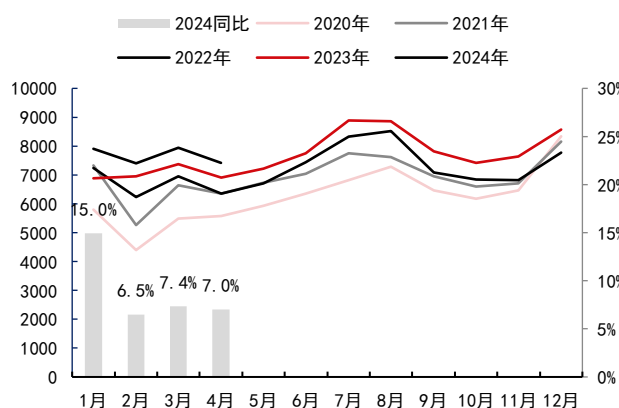
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

## （二）电价——季节性波动为主，夏冬存涨价预期

1-5 月用电量增长 8.6%，预计全年增速在 6% 以上。1-5 月，全社会用电量累计同比增长 8.6%。从分产业增速，一产+9.7%、二产+7.2%、三产+12.7%、城乡居民+9.9%。根据中电联预测，2024 年全社会用电量将到达 9.8 万亿千瓦时，比 2023 年增长 6% 左右，预计 2024 年全国统调最高用电负荷 14.5 亿千瓦，比 2023 年增加 1 亿千瓦左右。国网能源研究院预测，综合考虑经济、气温等因素，预计 2024 年全国全社会用电量为 9.82 万亿千瓦时，比上年增长 6.5% 左右，预计三次产业和居民生活用电增速分别为 10%、5.2%、10.3%、7.3%，对用电量增长的贡献率分别为 2.1%、52.6%、28.7%、16.5%。

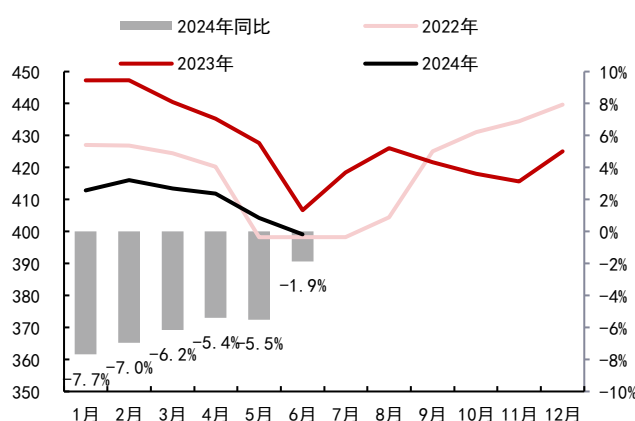
由于今年煤炭供需宽松、价格波幅收窄，预计下半年电价更多呈现季节性波动，夏、冬季电价存在季节性上行预期。夏季我国降温用电负荷占比在三成左右，部分地区超过四成，今年夏季气温偏高，全国电力供需紧平衡，局部偏紧。预计 2024 年迎峰度夏期间，全国大部地区气温较常年同期偏高，东部季风区降水总体偏多，今年最高用电负荷将增长 1 亿千瓦，同比增幅约 7.5%。迎峰度夏期间，全国电力供需形势总体紧平衡，在充分考虑跨省跨区电力互济的前提下，华北、华东、华中、西南、南方等区域中有部分省级电网电力供应偏紧，部分时段需要实施需求侧响应等措施。

图表 49：全社会用电量 单位：亿千瓦时



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 50：全国代理购电价格平均值 单位：元/兆瓦时



资料来源：国家统计局 中信期货研究所

## 四、风险提示

09 逢低买入，01 谨慎偏空。行业特征为，1) 现货特点为高仓储、运输成本，且市场流通货源少，因此相对现货而言，盘面远月要给升水，交

割要给贴水（前提是有仓单）；2）基本面定性为 H2 烧碱供需偏过剩，旺季现货供需改善但涨价空间受限（涨到 2023 年 9 月高点的难度很大），淡季现货将承压。09 推荐逢低买入、追涨谨慎，主要是现货旺季预期未被证伪，国内重要会议政策预期以及海外降息预期尚存。01 可等待逢高空，宏观层面，Q4 美国大选，中美关系不确定性强，大概偏利空；另外，需要警惕美联储降息预期证伪。现实层面，烧碱现货淡季，盘面高升水将增强上游交货意愿。

风险因素：

- （1） 宏观预期变化、需求弹性；
- （2） 上游供应扰动。
- （3） 能源价格波动。



## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部 地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>