

山东烧碱调研：现货阶段触底，需求修复待观察

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

盘面波动剧烈，未来烧碱基本面演绎方向备受市场期待。在 05 合约即将进入旺季的关键窗口，针对市场关心的烧碱旺季需求、企业开工、库存等情况，我们深入走访了山东部分氯碱上下游企业，并将调研结果整理为纪要。简单来看，节后山东高库存，现货价格大跌，上下游心态均偏悲观；随金岭检修正式落地，现货价格底部已出现，上下游心态转为乐观，持货意愿提升。

摘要

烧碱上游库存偏高，山东各区域库存分化。山东地区库存小幅去化，不同区域表现有差异。受益于河南氧化铝工厂切换国产矿以及信发烧碱外采，鲁中西部地区的烧碱企业库存去化较快。虽然东营、潍坊附近烧碱上游库存去化相对偏慢，但工厂库存已降至安全库存以下。

开工处于高位，检修即将开始。从新增投产来看，一季度暂无烧碱投产装置，青岛海湾产能兑现大概率在二季度末。从山东存量装置运行情况来看，前期短停企业的开工已恢复，整体开工处于高位区间，3月中旬春检将增多。新龙 20 万吨产能计划 3 月 6 日降 2 成负荷检修 15 天左右、4 月 7 日起全停检修 10-15 天，金岭 60 万吨氯碱产能计划 3 月 15 日至 4 月 15 日检修 1 个月。3-4 月东营附近的烧碱供应压力将缓解，4-5 月其他装置检修计划尚不明确。

非铝需求恢复偏慢，刚需拿货为主。节后非铝行业订单不佳，烧碱拿货积极性也不高。下游对于 3000 元/吨以上的烧碱现货价格存抵触情绪，追涨积极性可能偏弱。以纺织印染行业为例，受地缘政治及关税影响，内外贸订单下达迟缓，新单总量不及预期，烧碱采购维持刚需拿货。

出口价格下滑，订单清淡。年前国内烧碱价格大幅上涨，内外价差倒挂，外商追涨拿货，签单至 3 月。节后内贸价格下跌，外商低价成交意愿偏强，4 月暂未开始大规模签单。观察 50%碱价格调降，能否推动出口签单改善。

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作参考之用，不构成对任何人的投资建议。因关注、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。

能源化工研究团队

黄谦
021-80401738
huangqian@citicsf.com
从业资格号：F3063512
投资咨询号：Z0014611

杨家明
021-80401704
yangjiaming@citicsf.com
从业资格号：F3046931
投资咨询号：Z0015448

杨晓宇
yangxiaoyu@citicsf.com
从业资格号：F03086737
投资咨询号：Z0020561

陈子昂
chenziang@citicsf.com
从业资格号：F03108012
投资咨询号：Z0021454

尹伊君
yinyijun@citicsf.com
从业资格号：F03107980
投资咨询号：Z0021451

李云旭
liyunxu@citicsf.com
从业资格号：F0314405
投资咨询号：Z0021671

总结：3 月烧碱市场或先扬后抑，上行推动为金岭检修正式落地，上下游持货意愿提升；下行压力为下游补库结束，近月盘面重回交割逻辑。目前上游挺价、下游拿货积极性提升，短期烧碱基本面有望改善。不过，情绪改善带来的供需错配力度或有限。根据已落地的检修估算，3 月烧碱检修量与 2 月相当；检修区域分化，2 月检修集中在华南、浙江，3 月检修集中在华北。华南与韩国韩华的烧碱检修即将结束，华北检修对华南与出口货源供应的影响降低。因此，山东非铝下游拿货持续性、魏桥采购力度等因素决定山东现货价格上涨弹性。若现货上涨过程中，非铝下游抵触高价或者氧化铝补库结束，现货正反馈将结束，盘面面临回落压力。

风险提示：

烧碱多头风险：氧化铝减产、非铝需求疲软。烧碱空头风险：库存快速去化、现货大涨。

目 录

摘要

一、 调研情况介绍	4
（一）调研背景	4
（二）调研目的	4
二、 调研总结	5
三、 烧碱市场行情分析	6
免责声明	9

图表目录

图表 1：中国烧碱产能及产能增速 单位：万吨.....	4
图表 2：烧碱产能分布 单位：%.....	4
图表 3：烧碱价格价差 单位：元/吨.....	5
图表 4：烧碱开工 单位：%.....	5
图表 5：液碱厂库（百川） 单位：万吨.....	5
图表 6：片碱厂库（百川） 单位：万吨.....	5
图表 7：江浙印染开机 单位：%.....	错误!未定义书签。
图表 8：氧化铝运行产能 单位：万吨.....	错误!未定义书签。
图表 9：烧碱检修预测 单位：万吨.....	7
图表 10：烧碱现货价格 单位：元/吨.....	7
图表 12：全球烧碱价格 单位：美元/吨.....	7
图表 12：山东烧碱与 P0 联产利润 单位：元/吨.....	7
图表 13：山东外购电石氯碱综合利润 单位：元/吨.....	7
图表 14：山东 32%碱利润（含液氯） 单位：元/吨.....	7

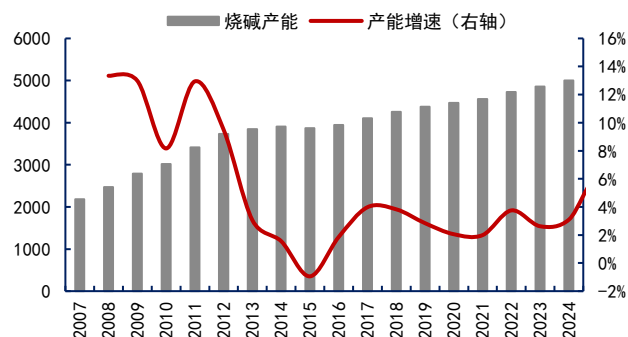
一、调研情况介绍

（一）调研背景

近年来，全球烧碱产能稳步增长，2024 年总产能 1.03 亿吨，中国占全球烧碱产能高达 48.5%。国内烧碱供应特点为 1）产能集中度低，2024 年国内产能 4850 万吨，产能百万吨以上的大型企业仅有四家、主体企业产能位于 10-30 万吨；2）生产企业分布区域较集中（一般分布在消费地或资源地，节省运输或生产成本），西北、华北及华东地区的烧碱产能居于前三，总产能占比接近 80%。分别来看，山东产能占比 26.6%，江苏产能占比 9.2%，内蒙产能占比 8.5%。

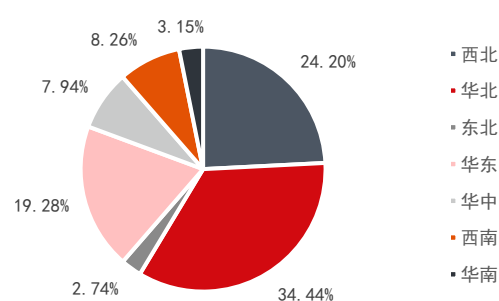
山东不仅是烧碱主产区，也是烧碱消费大省、净流出区域以及期货基准交割地。山东地区的氧化铝、造纸以及化工企业较集中，大部分下游就近采购 32% 碱，上游多余烧碱外销至江浙、华南或者出口。从全国烧碱贸易流向来看，净调出省包括山东、内蒙、新疆等，净调入省包括山西、广西、广东等省份。因供过于求，山东 32% 碱成为全国烧碱价格洼地。2024 年华北与华东区域 32% 碱均价分别为 836、932 元/吨，而山东 32% 碱市场均价为 821 元/吨，较上述地区分别低 1.8%、11.9%。

图表 1：中国烧碱产能及产能增速 单位：万吨



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 2：烧碱产能分布 单位：%



资料来源：Wind 卓创 隆众 百川 中信期货研究所

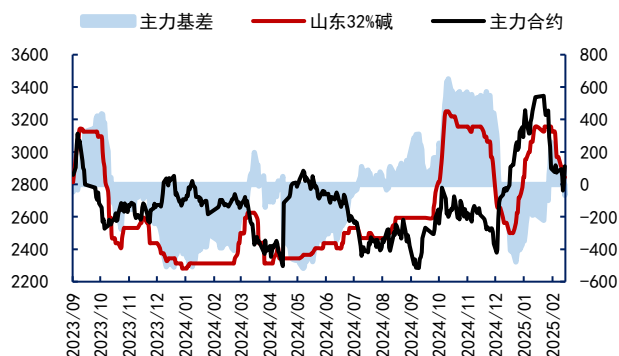
（二）调研目的

春节前，市场对于氧化铝进入投产高峰期、烧碱供需紧缺的预期较强，烧碱 2505 合约快速由 2600 元/吨，拉涨至 3343 元/吨。春节后第一周，烧碱 2505 合约触及 3358 元/吨高点，随即高位回落，2 月底下跌至 2759 元/吨附近，相对较高点下跌了 608 元/吨，跌幅达 18.1%，回吐 1 月份涨幅。主要原因在于 1）氧化铝投产延后，烧碱集中备货预期证伪；2）部分下游节前囤货，透支节后需求，且非铝需求复苏偏慢，拿货积极性不高；3）春节期间烧碱上游高开工，库存累

至历史高位，节后去库缓慢，现货价格大跌。

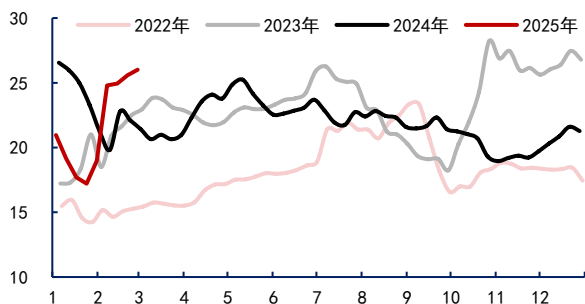
盘面波动剧烈，未来烧碱基本面演绎方向备受市场期待。在 05 合约即将进入旺季的关键窗口，针对市场关心的烧碱旺季需求、企业开工、库存等情况，我们深入走访了山东部分氯碱上下游企业，并将调研结果整理为纪要。

图表 3：烧碱价格价差 单位：元/吨



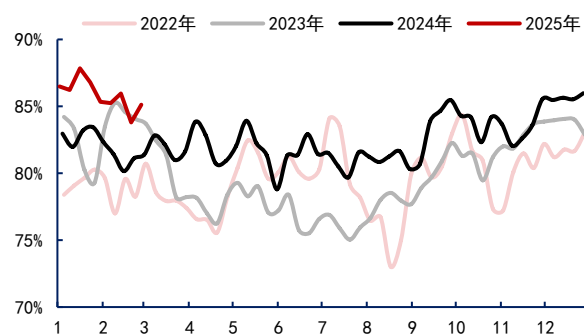
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 5：液碱厂库（百川） 单位：万吨



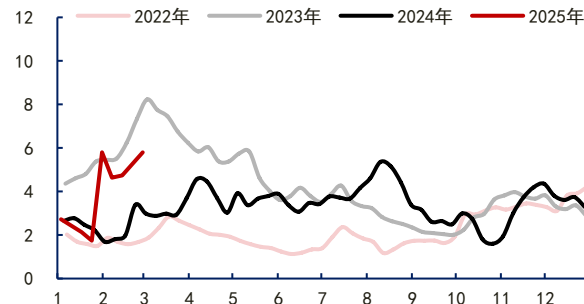
资料来源：Wind 卓创 隆众 百川 中信期货研究所

图表 4：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 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、 调研总结

烧碱上游库存偏高，山东各区域库存分化。截止 2 月 27 号，百川数据显示，全国烧碱干吨库存 26.01 万吨，环比提升 1.68%，同比增加 21.36%；据隆众数据表明，全国烧碱湿吨库存 48.09 万吨，环比上涨 2.5%，同比-1.99%。山东地区库存小幅去化，不同区域表现有差异。受益于河南氧化铝工厂切换国产矿以及聊城氧化铝大厂的烧碱外采，鲁中西部地区的烧碱企业库存去化较快。虽然东营、潍坊附近烧碱上游库存去化相对偏慢，但工厂库存已降至安全库存以下。

开工处于高位，检修即将开始。从新增投产来看，一季度暂无烧碱投产装

置，青岛海湾产能兑现大概率在二季度末。从山东存量装置运行情况看，前期短停企业的开工已恢复，整体开工处于高位区间，3月中旬春检将增多。据卓创数据显示，新龙20万吨产能计划3月6日降2成负荷检修15天左右、4月7日起全停检修10-15天，金岭60万吨氯碱产能计划3月15日至4月15日检修1个月。3-4月东营附近的烧碱供应压力将缓解，其他装置检修计划尚不明确。

氧化铝产能落地放缓，烧碱的集中备货需求证伪。2025年待投产的氧化铝产能高达1180万吨，产能增速11.8%。不过，氧化铝利润快速收缩，或拖累上游投产意愿，上半年部分氧化铝项目投产推迟。引用阿拉丁数据统计，山东魏桥一线与二线氧化铝已出料，三线将于4-5月投产；河北文丰一线的烧碱备货结束，二线投产可能推迟至7月；中铝华昇已完成烧碱备货，一线氧化铝项目已投产；广投临港原计划3月开始备货烧碱，现推迟至4月开始。

非铝需求恢复偏慢，刚需拿货为主。节后非铝行业订单不佳，烧碱拿货积极性也不高，且对于3000元/吨以上的烧碱现货价格存抵触情绪，追涨积极性可能偏弱。以纺织印染行业为例，受地缘政治及关税影响，内外贸订单下达迟缓，新单总量不及预期，烧碱采购维持刚需拿货。

出口价格下滑，订单清淡。年前国内烧碱价格大幅上涨，内外价差倒挂，外商追涨拿货，签单至3月。节后内贸价格下跌，外商低价成交意愿偏强，4月暂未开始大规模签单。观察50%碱价格调降，能否推动出口签单改善。

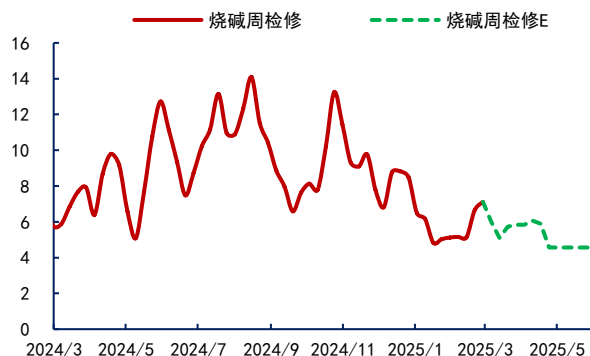
三、烧碱市场行情分析

2月基本面负反馈演绎：山东上游高库存以及非铝需求疲软的背景下，上游主动增加魏桥送货量，魏桥的烧碱库存上升、烧碱收货价格下调，山东上游的烧碱出厂价跟随调降。

2月底，山东现货跌至边际装置盈亏平衡成本，跌价速率放缓。伴随山东大厂检修计划落地，山东现货阶段性底部已出现。

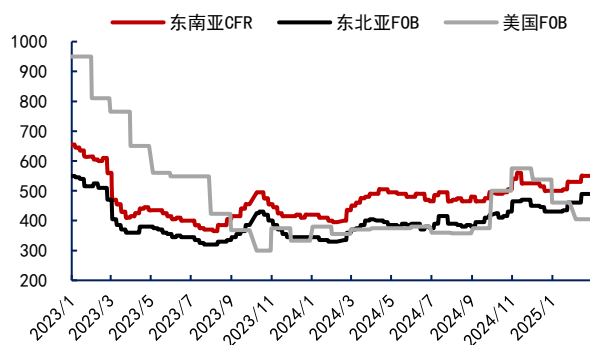
3月烧碱市场或先扬后抑，上行推动为金岭检修正式落地，上下游持货意愿提升；下行压力为下游补库结束，近月盘面重回交割逻辑。目前上游挺价、下游拿货积极性提升，短期烧碱基本面有望改善。不过，情绪改善带来的供需错配力度或有限。根据已落地的检修估算，3月烧碱检修量与2月相当；检修区域分化，2月检修集中在华南、浙江，3月检修集中在华北。华南与韩国韩华的烧碱检修即将结束，华北检修对华南与出口货源供应的影响降低。因此，山东非铝下游拿货持续性、魏桥采购力度等因素决定山东现货价格上涨弹性。若现货上涨过程中，非铝下游抵触高价或者氧化铝补库结束，现货涨价将结束，盘面面临回落压力。

图表 7：烧碱检修预测 单位：万吨



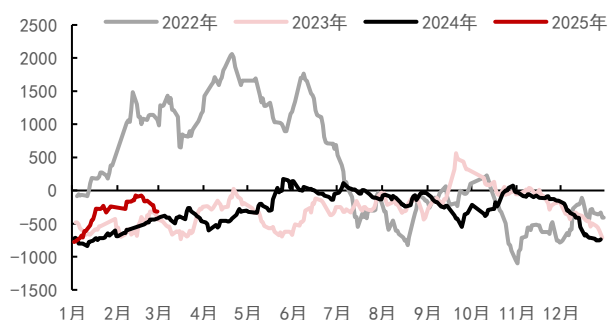
资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 9：全球烧碱价格 单位：美元/吨



资料来源：Wind 卓创 隆众 SMM 中信期货研究所

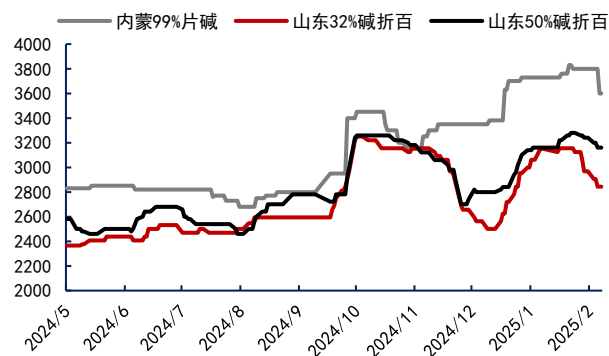
图表 11：山东外购电石氯碱综合利润 单位：元/吨



资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

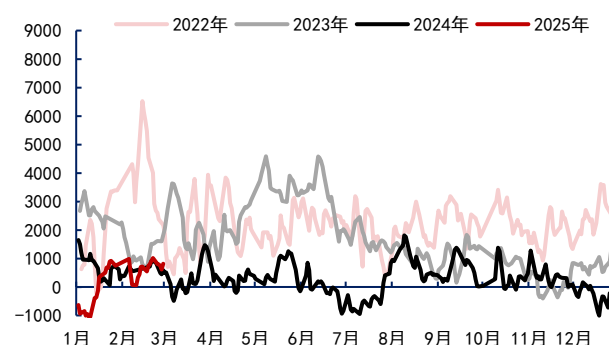
图表 13：江浙印染开机 单位：%

图表 8：烧碱现货价格 单位：元/吨



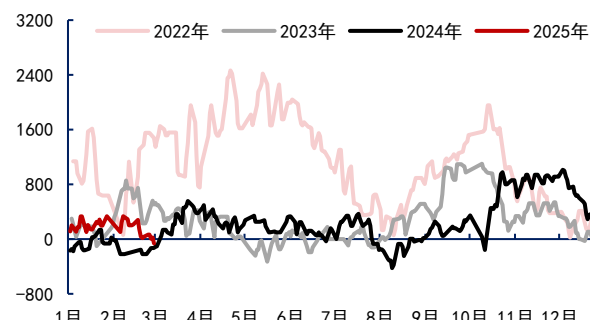
资料来源：Wind 卓创 隆众 百川 中信期货研究所

图表 10：山东烧碱与 P0 联产利润 单位：元/吨



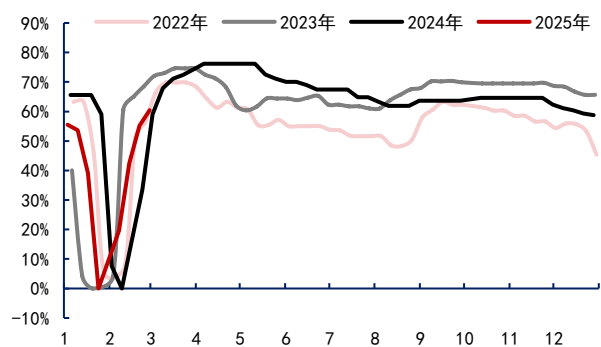
资料来源：Wind 卓创 隆众 百川 中信期货研究所

图表 12：山东 32%碱利润（含液氯） 单位：元/吨

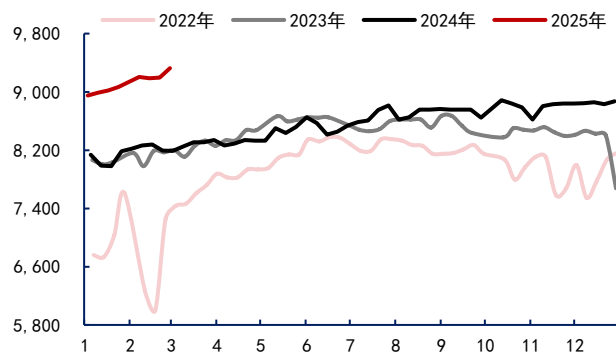


资料来源：Wind 卓创 隆众 中信期货研究所

图表 14：氧化铝运行产能 单位：万吨



资料来源：Wind 卓创 隆众 百川 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

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>