

多空博弈，烧碱市场何去何从

中信期货研究所 能源化工组

黄谦

从业资格号：F3063512
投资咨询号：Z0014611

杨晓宇

从业资格号：F03086737
投资咨询号：Z0020561

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。
我司不会因为关注、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。

策略推荐——多空博弈，烧碱高位震荡，重点关注驱动兑现程度



• 烧碱总结

- 近期盘面大跌，一方面，节前基本面预期充分发酵，节后烧碱持续累库压制市场看多情绪，32碱现货涨价乏力；另一方面，非铝需求尚未恢复，山东氧化铝大厂收货量维持高位，加之02仓单流入市场（售价低于山东32%碱均价约190元/吨）。
- 中期视角，山东大厂的烧碱库存偏低、氧化铝新线备货未结束、非铝下游复工、出口持续向好、上游春检等均对烧碱现货形成支撑，但节前上述利多已在盘面发酵，**节后重点跟踪需求兑现进度、现货价格、上游库存。**
- 当前非铝抵触高价烧碱、氧化铝补库无法缓解上游库存压力，SH2505仍存在下行风险；今日山东出厂价下跌，若现货跌价速率和范围扩大、魏桥送货量居高不下，盘面仍承压运行。止跌驱动为，氧化铝新线集中备货、非铝需求改善、春检增多等利多释放，推动上游顺畅去库，SH2505存反弹机会。长期来看，氧化铝投产、烧碱检修等利多逐步兑现，盘面逻辑或切换至逢高空。

• 氧化铝总结

- 晋豫高成本产能将出清，该区域氧化铝的静态成本约3600元/吨，动态成本需考虑铝土矿价格下跌节奏。若边际企业亏损降负，氧化铝现货跌势将放缓，**盘面或进入底部震荡。**
- **操作策略**（2024年12月30号专题报告的策略已得到验证）：
- **单边策略**：SH2505宽幅震荡，短期盘面承压，中期或存反弹机会。**套利策略**：当前现货疲软，5-9反套；若现实改善，5-9正套。
- **风险因素**：烧碱多头风险：氧化铝减产、节前非铝备货透支节后需求。烧碱空头风险：库存快速去化、现货大涨。

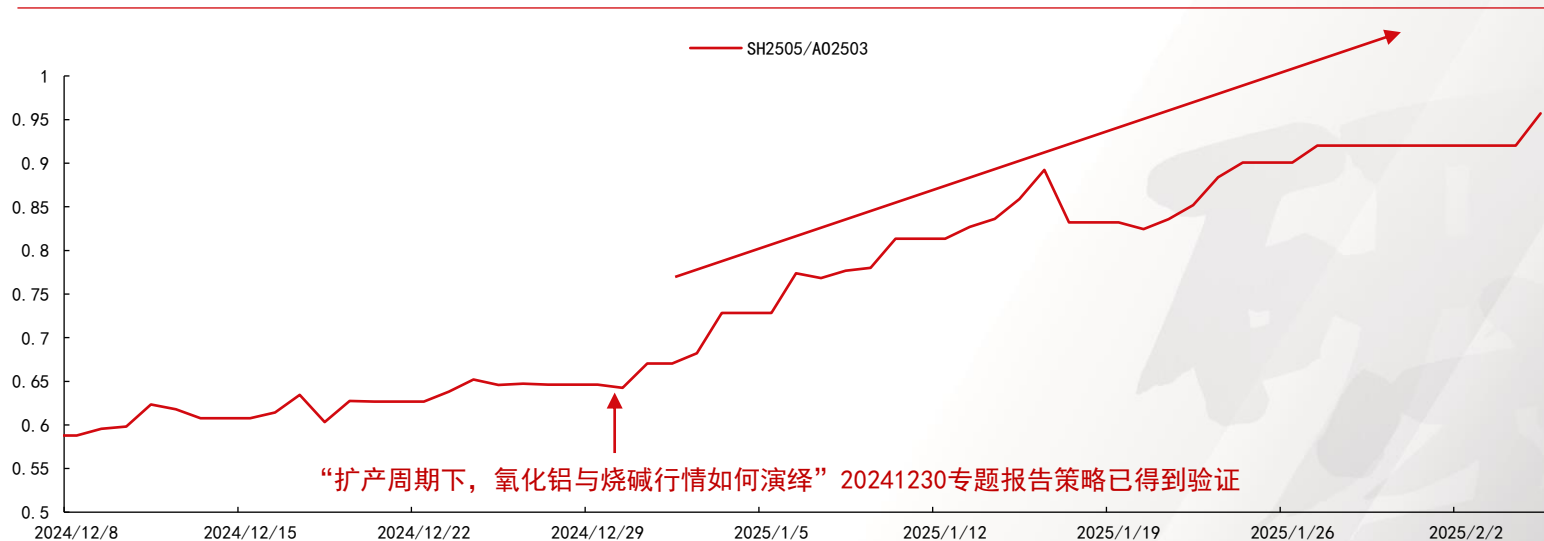


重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅供参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。



- SH/AO的正套、烧碱单边策略策略核心：氧化铝进入投产周期，一是拉动烧碱需求，二是氧化铝逐步过剩。
- 止盈：烧碱现货上涨乏力、氧化铝备货尾声、晋豫边际产能清出。

烧碱SH2505与氧化铝A02503比值图



资料来源：IFIND

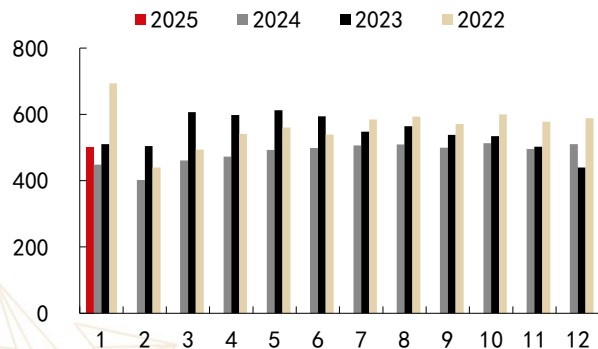
重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。



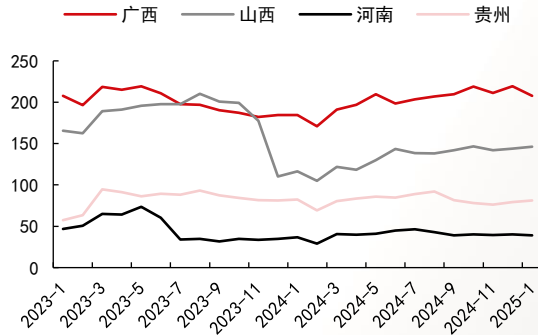
2024年铝土矿紧缺是制约氧化铝供应的主要因素：1-12月国产矿产量同比-11.3%

- 国产矿产量明显下滑。2024年我国铝土矿累计产量5808万吨，同比-11.3%。截至2025年1月，百川盈孚铝土矿总库存1886万吨，处于5年最低水平。
- 相较于河南，山西矿石的产量占比和复产弹性均较大。山西安监氛围严格，非煤矿山安全生产行政许可权限进一步明确。河南洞采矿占比较低，而露天矿涉及环保。
- 2025年国产矿的复产或是一个缓慢、长期的过程。新建项目少，整体建设进度慢，小矿审批难，审批流程变长。

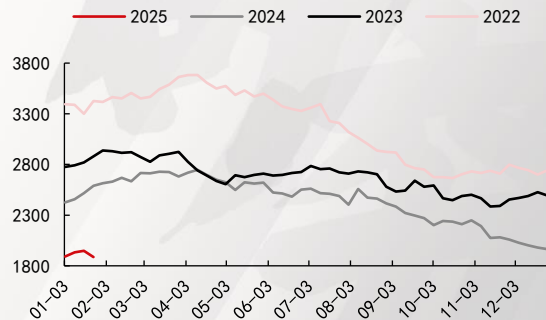
我国铝土矿产量



部分省份铝土矿产量



中国铝土矿周度库存



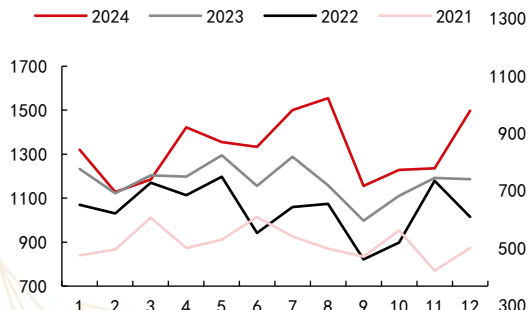
资料来源：WIND 阿拉丁 SMM 百川盈孚 中信期货研究所

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。我司不会因为关注、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。

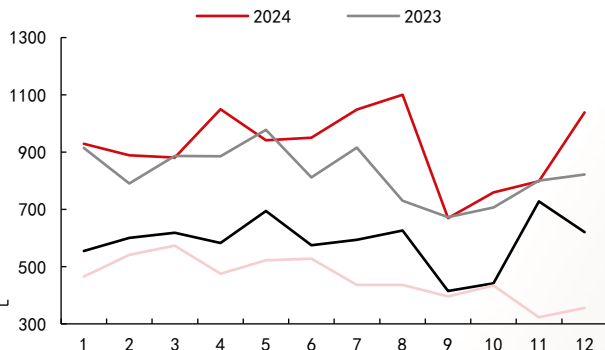
2025年铝土矿供应能否宽松：几内亚矿石产量环比回升，重点观察GAC事件和印尼禁矿政策

- 铝土矿对外依存度继续提升。2024年铝土矿进口累计同比+12.6%；对外依赖度79%，同比+11%。几内亚铝土矿占我国总供应的51%，相比2023年增加4%。
- 海外供应扰动不断。2024Q1几内亚有一半的矿企出口量少于去年同期，下半年呈现回升。10月上旬阿联酋环球铝业公司(EGA)称，GAC的铝土矿出口已被几内亚海关暂停。随后，矿山到港口的运输也被暂停。GAC产能占几内亚总产能12%，若其顺利复产，海外矿石供应偏宽松。

铝土矿进口量



几内亚铝土矿进口量



几内亚铝土矿项目

项目/公司	所属公司	产能	2023产量	备注
CBG	几内亚铝土矿公司	2500	1700	
UC RuaAL	俄铝	210	200	
COBAD	俄铝	300	210	
CBK	俄铝	350	270	
GAC	阿联酋环球铝业	1500	1400	
Alufer BAM	英国阿鲁法	500	300	
Ashapura	印度阿夏普拉	1000	400	
SBG	metalcorp	800	20	
TML	metalcorp	1500	0	
DM	动能矿业	400	100	
GIC-TOP	高顶国际	300	80	24预计200
GIC-2	中国水电	800	0	24预计100
AGB2A	双铝联盟-顺达GIC	2000	800	24预计1800
CDM-CHINA	河南国际	1000	950	
SMB	赢联盟	6000	5000	
SPIC	国电投	750	300	
Chalco	中铝	1400	1360	
KIMBO	淄博润迪	1000	20	
ZhGuim	志诚矿业	100	0	24预计40
ELITE	天山铝业	500	0	24预计40
合计		22910	13110	
中资		13550	8430	
中资占比		59%	64%	

资料来源：WIND 阿拉丁 SMM 中信期货研究所

2025年氧化铝产能兑现情况：上半年产能加快兑现，增大烧碱需求弹性

- 2025年待投产的氧化铝产能高达1180万吨，产能增速11.8%。一般情况下，氧化铝工厂会提前2-3个月备货烧碱。
- 上半年氧化铝备货陆续兑现，预计2-3月还有一波备货需求。截止2025年2月初，山东魏桥一线与二线已出料，三线备货待开启（是否使用老线母液，减少备货量）；河北文丰一线备货结束，二线备货尚未开始；中铝华昇一线已完成备货，二线备货情况待观察；广投临港计划3月开始备货。
- 下半年投产规划尚不清晰，重点关注魏桥、文丰、九龙万博。

国内氧化铝新建产能（20250205更新）

	25. 01	25. 02	25. 03	25. 04	25. 05	25. 06	25. 07	25. 08	25. 09	25. 10	25. 11	25. 12	合计
沾化置换（山东）	100		-50	100		-50		100					200
华昇二期（广西）	100			100									200
创源新材（山东）	100												100
文丰新材（河北）			160		160		160						480
九龙万博（重庆）										100			100
广投临港（广西）						100							100
合计	300	0	110	200	160	50	160	100	0	100	0	0	1180

数据来源：百川盈孚 SMM 阿拉丁 中信期货研究所

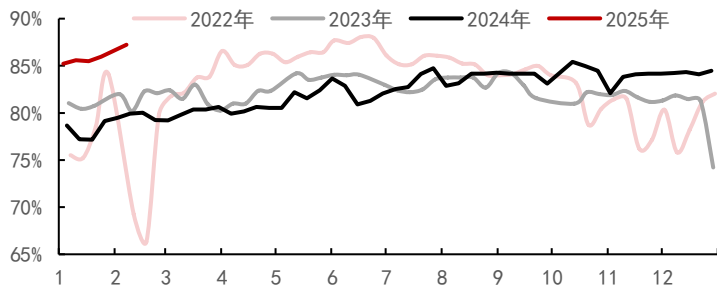
重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

氧化铝供应如何：魏桥送货量1.5w左右，仍可能增加；新产能投放，边际减产风险增加

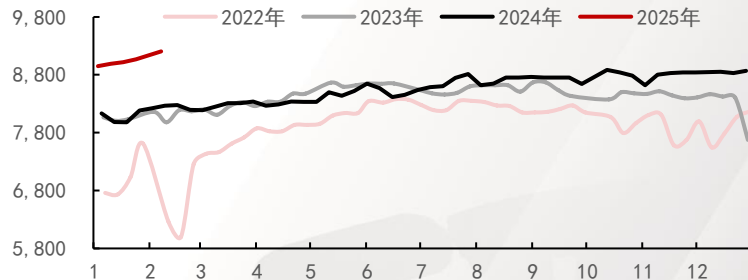


- 氧化铝高开工，运行产能9200万吨，支撑烧碱需求。
- 氧化铝补库。魏桥的烧碱库存偏低，观察烧碱送货变化。若送货量持续上涨，魏桥可能降价。
- 警惕山西、河南减产。山西、河南静态成本约3600元/吨，动态成本需考虑铝土矿价格变化（若以铝土矿90美金计，边际成本约3300元/吨），关注亏损是否导致边际产能减产。

氧化铝开工



氧化铝运行产能



氧化铝利润



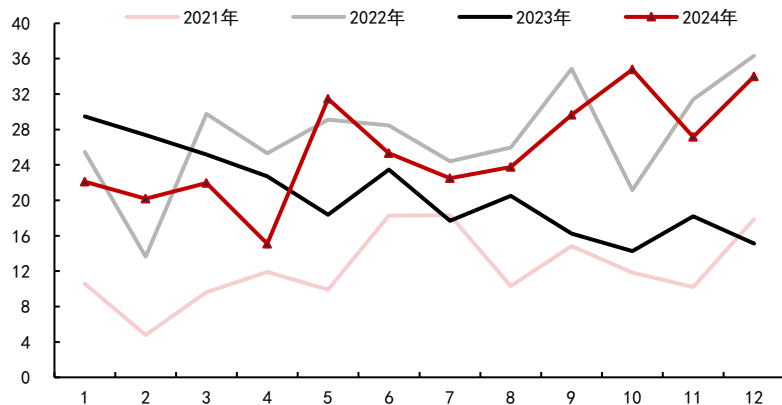
资料来源：隆众，卓创，Wind，中信期货研究所

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。我司不会因为关注、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。

海外氧化铝加速扩产：印度和印尼氧化铝继续投产，仍将拉动中国烧碱出口



烧碱出口量



2025年海外氧化铝产能规划

国家	氧化铝厂	所属集团	未来规划产能	2025年投产规划			
				Q1	Q2	Q3	Q4
印度	Lanjigarh	Vedanta	300		100		150
印尼	Antam	Mempawah	200	100			
印尼	Pagar Mentimun	Jinjiang Group	200		100		100
印尼	Bintan Alumina	Nanshan Group	200			100	
总计					650		

- 2024年烧碱出口明显增加。2024年中国烧碱出口累计308万吨，相较去年同期增加24%。5月之后，中国烧碱出口明显改善，主要流向为东南亚。
- 烧碱出口维持高增长，支撑来自海外氧化铝投产。2024年海外氧化铝产能增加400万吨，2025年规划产能650万吨。其中，印尼Mempawah100万吨氧化铝项目近期已经产出氢氧化铝。从跟踪情况来看，外商积极采购，出口签单已签至3月。

数据来源：Wind，卓创资讯，中信期货研究所

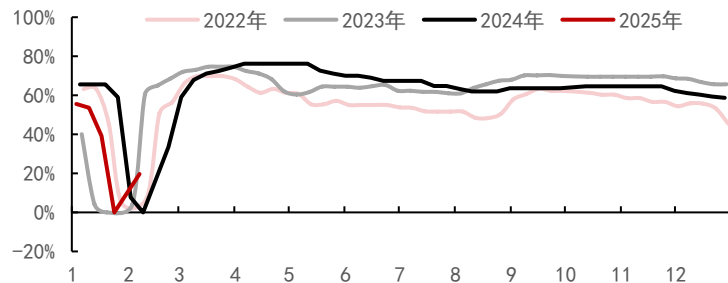
重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅供参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。



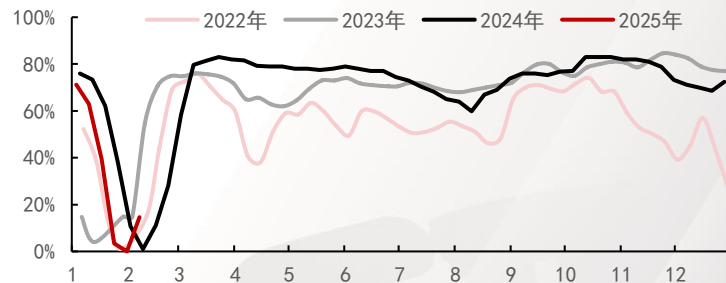
烧碱需求：非铝下游复工偏慢，节前部分下游囤货，透支节后需求。



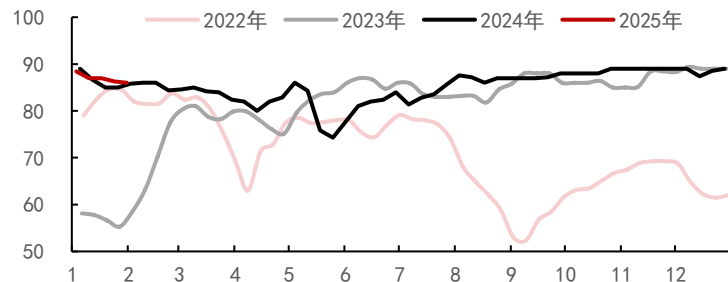
江浙印染开机



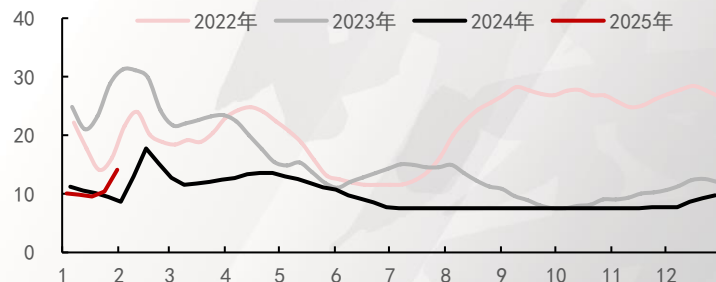
江浙织机开机



粘胶开工



粘胶库存



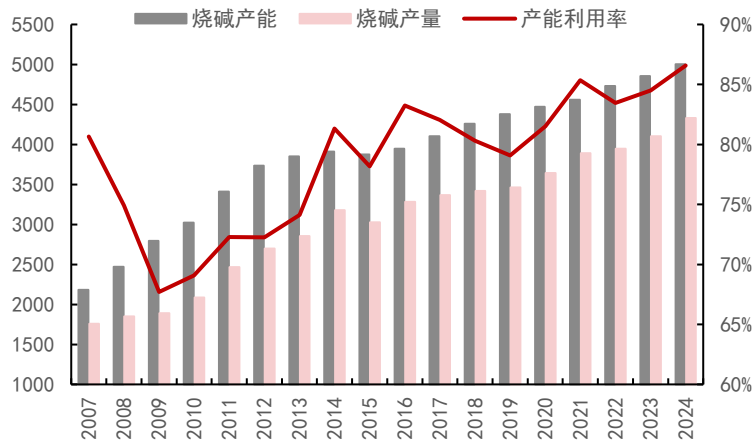
资料来源：隆众，卓创，Wind，中信期货研究所

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。我司不会因为关注、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。

烧碱供应：2025年新增产能或低速增长

- 2025年烧碱产能低速扩张，装置高开工延续。规划产能304万吨，产能增速6%，全部兑现概率较低。从新增来看，由于装置建设、地方政策等各方面因素，历年烧碱落地产能小于规划量。中性预估，2025年有明确投产时间的产能落地概率较高，仅171万吨，产能增速3.4%。新装置分散在全国各地，交割区域投产压力不大。从存量来看，高开工将延续，一是行业处于盈利状态，二是部分2024年投产装置的运行负荷偏低，产量尚未释放。关注利润扩张能否刺激供应弹性、上游春检的规模。

烧碱产能及利用率



区域	企业	产能	时间
江西	九二盐业	6	2025Q1
山东*	青岛海湾	20	2025年4月
河北*	临港化工	15	2025年4月
福建*	东南电化	30	2025年4月
内蒙古	内蒙兴发	15	2025Q2
天津*	天津渤化	30	2025Q3
重庆	嘉利合	30	2025Q4
贵州	贵州金泊	10	2025Q4
河北*	河北吉诚	15	2025Q4
甘肃	甘肃耀望	30	2025年
河北*	河北临港	15	2025年
贵州	贵州江山	30	2025年
湖北	葛化华祥	20	2025年
四川	四川鑫盛源	5	2025年
山东*	山东氢力	15	2025年
重庆	映天辉氯碱	20	2025年

合计

304

资料来源：隆众、卓创、Wind、中信期货研究所

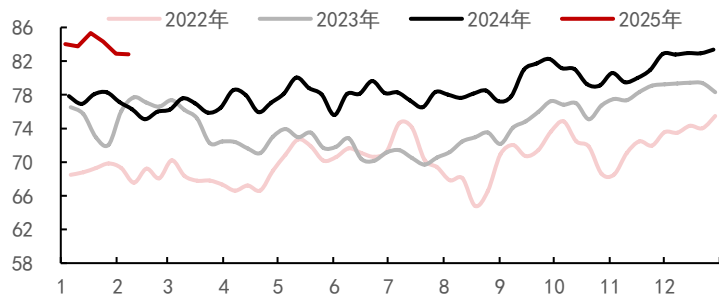
重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅供参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

烧碱供应：存量装置产量高位，关注3-5月上游检修规模

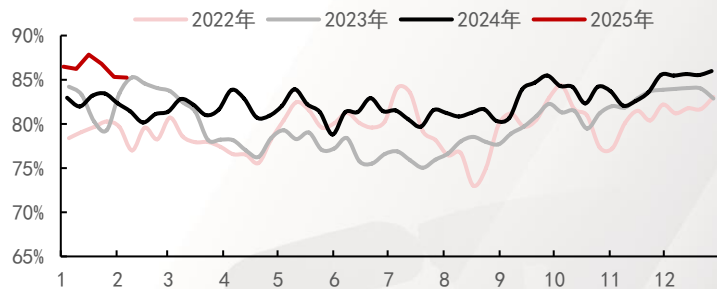


- 存量装置高开工：开工率维持87%左右，周产量约82万吨，均处于高位区间。
- 从检修计划来看，2月中旬检修区域以华南、浙江为主，烧碱产量阶段下滑。
- 3-5月检修尚不明确。金岭、渤化等大厂有检修计划，检修起始时间未确定。

烧碱周产量



烧碱开工率



烧碱产量预测



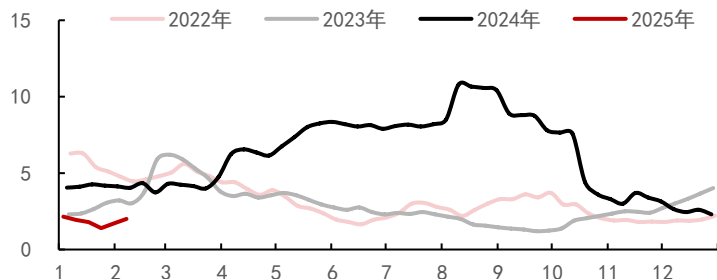
资料来源：隆众，卓创，Wind，中信期货研究所

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。我司不会因为关注、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。

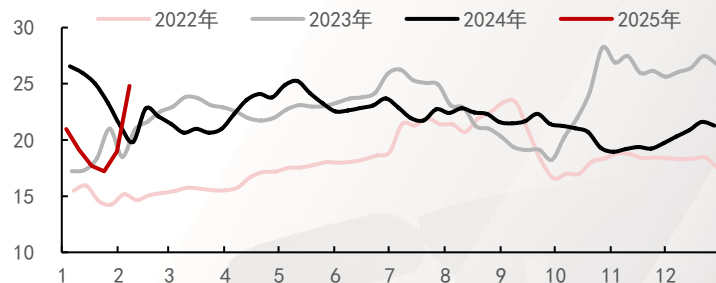
烧碱库存：上游去库速率或偏慢

- **库存超预期累积。**百川数据显示，节后第一周烧碱库存24.8万吨，环比节前累积7.6万吨，阴历同比增加8.8%。隆众数据显示，节后第二周47.31万吨(湿吨)，环比+5.02%。
- **去库速率或偏慢。**按照静态基本面推演，上游春检规模有限，非铝下游抵触高价烧碱，氧化铝投产备货需求未集中释放，短期上游去库速率或偏慢。

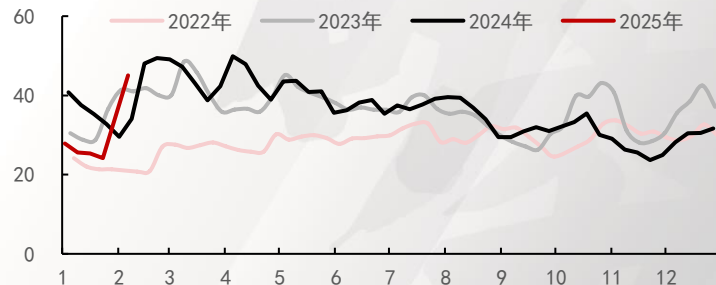
片碱社库（百川）



烧碱厂库（百川）



烧碱企业库存（隆众）



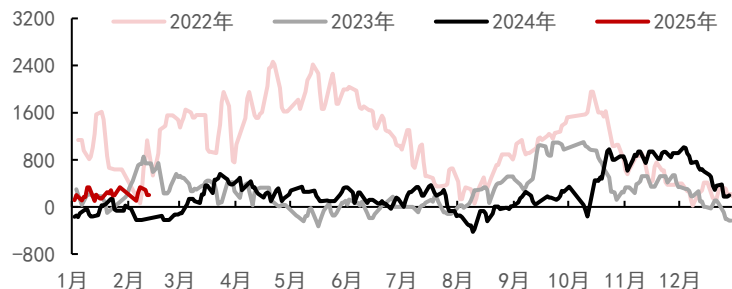
资料来源：隆众，百川，Wind，中信期货研究所

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。我司不会因为关注、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。

烧碱估值：基差大幅走强，氯碱联产利润中性

- **基差走强。**盘面预期转弱，基差走强至124元/吨。
- **利润中性。**烧碱&液氯利润201元/吨，烧碱&PVC利润-147元/吨。若液氯价格维持-550元/吨，氯碱盈亏平衡对应的烧碱现货价格为950元/吨。价格下跌过程中，若需求恢复、上游主动春检，现货有望止跌。

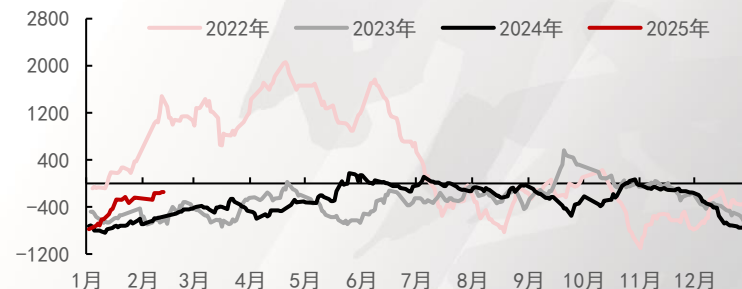
山东32%碱利润（含液氯）



山东32%碱基差



山东32%碱利润（含液氯）



资料来源：隆众，百川，Wind，中信期货研究所

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。我司不会因为关注、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。

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，且不承担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

致谢



中信期货
CITIC Futures

中信期货有限公司

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室、14层

上海地址：

上海市浦东新区杨高南路799号陆家嘴世纪金融广场

3号楼23层