



## 2025 年纯碱年报

### 纯碱：否极，泰难来

#### 主要逻辑：

2024 年纯碱行业进入熊市周期，全年产量增加约 512 万吨，增速约 16%。供应过剩导致价格重挫，年内价格跌多涨少。

**2025 年纯碱行业将延续熊市格局，供应过剩和高库存利空价格。**预计 2025 年纯碱供应增加 35 万吨至 3809 万吨，需求下降 42 万吨至 3363 万吨，其中重碱需求下降约 90 万吨，轻碱需求增加约 50 万吨。低价背景下，出口或明显增加，预计 2025 年纯碱出口增加 78 万吨至 199 万吨、进口下降 74 万吨至 25 万吨。

因需求下滑、供应增加，2025 年纯碱价格整体难言乐观。**预计现货价格或以联碱成本至氨碱成本为价格中枢**，年内重碱现货价格运行区间为 1250-1750 元/吨，期货主力合约运行区间为 1200-1850 元/吨。考虑亏损减产、夏季检修等因素，2025 年纯碱价格或先抑后扬，下半年价格略高于上半年。

#### 行情展望：

1、基于供强需弱的行业格局，建议以偏空震荡思路对待，上半年以反弹沽空为主，上游企业关注卖出套保机会，SA2505 重点关注 1700-1800 元/吨压力位。

2、极低估值阶段，下游可关注买入套保机会，SA2509 关注 1250-1350 附近支撑。

3、基于玻璃冷修预期和纯碱相对更弱预期，上半年可关注做空纯碱-玻璃价差机会，SA2505-FG2505 价差在 200 上方可尝试。

4、基于纯碱波动收敛的判断，可关注做空纯碱期权波动率的策略，纯碱期权隐含波动率升至 40%以上可尝试。

#### 风险提示：

宏观超预期、需求超预期、供应减量超预期等。

## 能化 2025 年年报

作者姓名：胡鹏

邮箱：hupeng@csc.com.cn

期货从业信息：F03086797

期货交易咨询从业信息：Z0019445

电话：023-81157315

本报告完成日期：2024 年 12 月 13 日

## 目 录

一、2024 年纯碱行情回顾：熊市开启，价格重挫.....	4
二、产能扩张有望放缓，供应压力却难减 .....	5
1、产能扩张速度暂缓，但过剩格局难改 .....	5
2、成本差异显著，联合减产路漫漫 .....	8
3、高库存难去化，价格压力将持续 .....	11
三、重碱需求疲软，2025 年总需求或下滑 .....	13
1、2025 年纯碱总需求或小幅下滑 .....	13
2、终端拖累，重碱需求难改善 .....	14
3、碳酸锂需求释放，轻碱需求小幅增长 .....	18
4、低价背景下，外需值得期待 .....	19
四、历史上的纯碱产能出清和启示 .....	23
1、近十五年纯碱周期复盘 .....	23
2、历史经验和启示 .....	24
五、策略：延续空头思路，关注产业链套利机会 .....	25
1、总结：2024 年供强需弱，库存持续累积 .....	25
2、展望：熊市难改，价格低位运行为主 .....	25
3、策略：高空为主，极低估值博弈反弹 .....	26

## 图 表 目 录

图表 1：2024 年纯碱期现价格跌幅统计（%） .....	4
图表 2：2024 年纯碱期货主力合约与沙河重碱现货价格（元/吨） .....	4
图表 3：2024 年纯碱期货指数走势与主要驱动（元/吨） .....	5
图表 4：2008-2024 年国内纯碱产能（万吨/年） .....	6
图表 5：2008-2024 年国内纯碱产能变动（万吨/年） .....	6
图表 6：2024 年纯碱装置变动情况（万吨/年） .....	6
图表 7：2025 年纯碱装置投产/退出计划（万吨/年） .....	6
图表 8：2017-2024 年纯碱年度产量（万吨） .....	7
图表 9：2021-2024 年国内纯碱月度产量及预测（万吨） .....	7
图表 10：2024 年底国内纯碱产能结构（%） .....	7
图表 11：2024 年底国内纯碱在产企业生产工艺统计（万吨/年；%） .....	8
图表 12：2018-2024 年国内纯碱现货价格与产能利用率（元/吨；%） .....	8
图表 13：2020-2024 年国内纯碱行业前五大生产集团市占率之和（%） .....	9
图表 14：2024 年底国内纯碱排名前十企业产能及成本（万吨/年；元/吨） .....	9
图表 15：纯碱现货生产成本（元/吨） .....	10
图表 16：纯碱现货生产利润（元/吨） .....	10
图表 17：纯碱主要原燃料价格和相关产品价格变动（元/吨） .....	10
图表 18：不同原料价格下的氨碱法纯碱生产成本（元/吨） .....	11
图表 19：国内纯碱生产企业库存（万吨） .....	12
图表 20：37%样本玻璃企业纯碱可用天数（天） .....	12
图表 21：国内纯碱交割库库存（万吨） .....	12
图表 22：推算国内纯碱总库存（万吨） .....	12
图表 23：2024 年国内纯碱月度供需平衡表（万吨） .....	12
图表 24：2020-2024 年国内纯碱消费量及预测（%） .....	13
图表 25：2024 年底纯碱需求占比（%） .....	13
图表 26：2019-2024 年光伏玻璃用碱需求占比（%） .....	13
图表 27：近十年国内房屋竣工、开工、施工、销售面积及预测（亿m <sup>2</sup> ） .....	14
图表 28：房屋开工、施工、竣工、销售面积累计同比（%） .....	15
图表 29：玻璃深加工企业订单天数（天） .....	15
图表 30：国内浮法玻璃平均生产利润与在产产能（元/吨；万吨） .....	15
图表 31：2024 年浮法玻璃产能变动（T/D） .....	15
图表 32：光伏玻璃现货价格（元/m <sup>2</sup> ） .....	16
图表 33：以天然气为燃料的光伏玻璃毛利（元/吨） .....	16
图表 34：全球及中国光伏新增装机量（GW） .....	17
图表 35：国内光伏组件月度产量（GW） .....	17
图表 36：光伏玻璃年度产量及预测（万吨） .....	17
图表 37：光伏玻璃生产企业库存（万吨） .....	17
图表 38：2024 年光伏玻璃产线变动（T/D） .....	17
图表 39：国内日用玻璃制品产量及增速（万吨；%） .....	18

图表 40：国内玻璃包装容器产量及增速（万吨；%） .....	18
图表 41：国内碳酸锂产量及增速（万吨；%） .....	18
图表 42：国内味精产量及增速（万吨；%） .....	18
图表 43：国内合成洗涤剂产量及增速（万吨；%） .....	19
图表 44：国内小苏打产量及增速（万吨；%） .....	19
图表 45：2012-2024 年国内纯碱进出口情况及预测（万吨） .....	19
图表 46：2021-2024 年纯碱月度进口量（万吨） .....	20
图表 47：2021-2024 年纯碱月度出口量（万吨） .....	20
图表 48：国内纯碱价格与进口实际成本（元/吨） .....	20
图表 49：国内纯碱价格与出口实际价格（元/吨） .....	20
图表 50：2012-2024 年纯碱进出口与国内现货价格（万吨；元/吨） .....	21
图表 51：2024 年 1-10 月纯碱进口主要来源地占比（%） .....	21
图表 52：2024 年 1-10 月纯碱出口前十国家占比（%） .....	21
图表 53：2015 年 1-10 月纯碱出口前十国家占比（%） .....	22
图表 54：2016 年 1-10 月纯碱出口前十国家占比（%） .....	22
图表 55：国内纯碱主要出口国基本情况 .....	22
图表 56：2009 年-2024 年华中重碱现货价格走势（元/吨） .....	23
图表 57：2015-2024 年浮法玻璃在产日熔量与国房景气指数（元/吨） .....	24
图表 58：2016-2025 年国内纯碱年度平衡表（万吨） .....	25
图表 59：2025 年国内纯碱月度供需平衡表（万吨） .....	26

## 一、2024 年纯碱行情回顾：熊市开启，价格重挫

经历三年牛市后，2023 年下半年纯碱大量扩产并转换为 2024 年度增量供应。供应增速本就快于需求增速，浮法玻璃和光伏玻璃因亏损减产加剧了纯碱行业供需失衡。2024 年纯碱经历了典型的熊市走势，多数时候期货升水现货，远月合约升水近月合约。全年纯碱现货价格跌幅近 47%，期货跌幅约 28%。

图表 1：2024 年纯碱期现价格跌幅统计（%）

价格	2023.12.29	2024.12.12	累计涨跌	累计涨跌幅
纯碱指数	2040	1496	-544	-26.67%
纯碱主力合约	2044	1448	-596	-29.16%
沙河重碱市场价	2800	1450	-1350	-48.21%
华中重碱市场价	2800	1500	-1300	-46.43%

数据来源：上海钢联，中信建投期货整理

回顾 2024 年走势，纯碱价格整体呈现“先抑后扬再抑”的特征，供应过剩是核心驱动逻辑，阶段性的补库和宏观利好扰动价格。2024 年 1-3 月，纯碱供应大增，产量和进口量同比增幅明显，价格大幅下挫，沙河重碱现货自 2800 元/吨跌至 1950 元/吨，期货主力合约自 2044 元/吨跌至最低 1727 元/吨；4-5 月，受制造业 PMI 改善、宏观预期好转等因素影响，纯碱期价上涨带动现货反弹，期间主力合约自 1780 元/吨上涨至最高 2471 元/吨，沙河重碱现货自 1950 元/吨反弹至 2250 元/吨；6-9 月，纯碱夏季检修力度不及预期，下游浮法玻璃和光伏玻璃价格大跌并大幅减产，纯碱供应增加、需求下降，期货主力合约跌逾 1000 元/吨，现货跌近 800 元/吨；10-12 月，受国内货币政策和财政政策加码影响，纯碱价格低位略有反弹，但供应过剩使得价格涨后快速回落，纯碱现货价格窄幅波动，期货价格在 1400-1600 元/吨弱势震荡。与紧平衡背景下 2022 年宏观主导、2023 年新产能释放进度主导不同，2024 年纯碱核心逻辑为供强需弱，价格波动幅度明显收窄。熊市周期里，受高库存、弱预期影响，纯碱价格波动或继续收敛，预计 2025 年价格弱势震荡为主，出口和亏损减产或是主要的价格变量。

图表 2：2024 年纯碱期货主力合约与沙河重碱现货价格（元/吨）



数据来源：Wind，中信建投期货整理

**图表 3：2024 年纯碱期货指数走势与主要驱动（元/吨）**


数据来源：Wind，中信建投期货整理

## 二、产能扩张有望放缓，供应压力却难减

### 1、产能扩张速度暂缓，但过剩格局难改

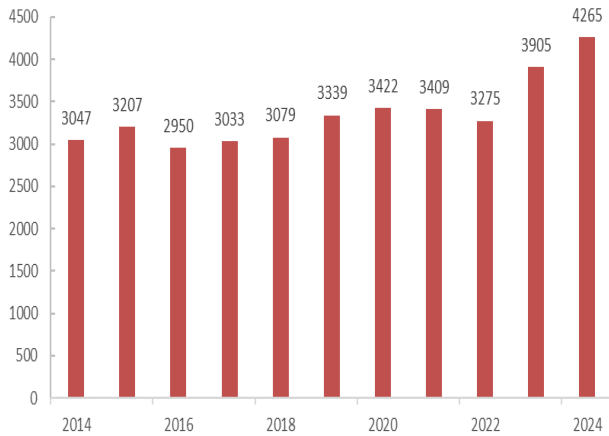
2025 年国内纯碱产能扩张速度或放缓，但供应过剩格局难有变化。2021-2023 年纯碱行业度过高景气度的三年，上游企业利润丰厚，行业平均单吨利润一度高达 2000 元/吨。高利润刺激开工率提升和新产能投放，新产能投放前，纯碱呈现出供需双旺的特征。但随着新产能陆续投放，纯碱行业快速进入供大于求的阶段，熊市也如期而至。

2023 年国内纯碱行业新增 630 万吨产能至 3905 万吨，产能增速约 20%。2024 年上半年国内纯碱新增产能 130 万吨至 4035 万吨，2024 年下半年新增产能 20 万吨，四季度计划新增 210 万吨产能，全年产能预计增加 360 万吨至 4265 万吨，产能增速 9.22%。**2023-2024 年国内纯碱新增产能近 1000 万吨，累计增幅约 30%。**新产能释放后，国内纯碱产量大幅增加，现货价格快速跌至成本附近。国家统计局数据显示，2024 年 1-10 月，国内纯碱产量同比增加 498 万吨至 3164 万吨，增速 18.70%。预计 2024 年国内纯碱产量 3774 万吨，较 2023 年增加 502 万吨，增速 15.70%。

2025 年国内纯碱产能投放计划少于 2024 年，年内有望落地的项目包括湖北双环的 30 万吨新增产能、应城新都化工的 70 万吨新增产能。远兴能源二期项目或在 2026 年落地，对 2025 年供应影响不大。若价格持续运行于低位，个别企业或退出市场。综合来看，2025 年纯碱产能增加幅度有限。

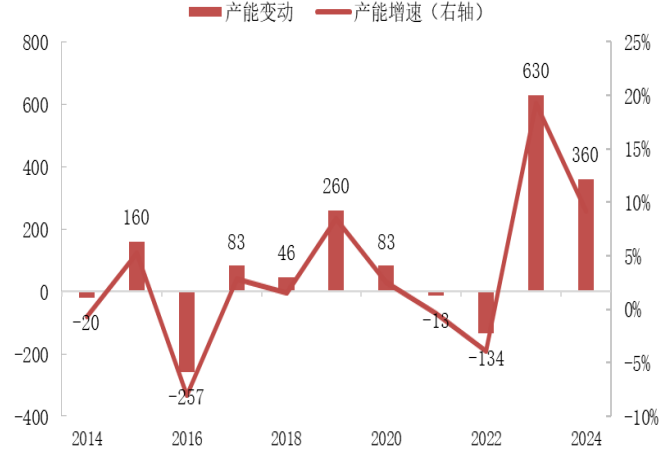


图表 4：2008-2024 年国内纯碱产能（万吨/年）



数据来源：上海钢联，中信建投期货整理

图表 5：2008-2024 年国内纯碱产能变动（万吨/年）



数据来源：上海钢联，中信建投期货整理

图表 6：2024 年纯碱装置变动情况（万吨/年）

投产时间	装置	产能变动情况
2024 年 2 月	远兴能源一期四线	+100
2024 年 5 月	内蒙古阜丰	+30
2024 年 11 月	重庆湘渝盐化	+20
2024 年 12 月	中天碱业	+30
2024 年 12 月	连云港德邦	+60
2024 年 12 月（或推迟 1 月）	连云港碱业	+120
合计		+360

数据来源：百川资讯，中信建投期货整理

图表 7：2025 年纯碱装置投产/退出计划（万吨/年）

时间	装置	产能变动情况
2025 年 6 月	湖北双环	+30
2025 年 10 月	应城新都化工	+70
2025 年 12 月（待定）	远兴能源二期	+280
2025 年（具体待定）	南方碱业	-60

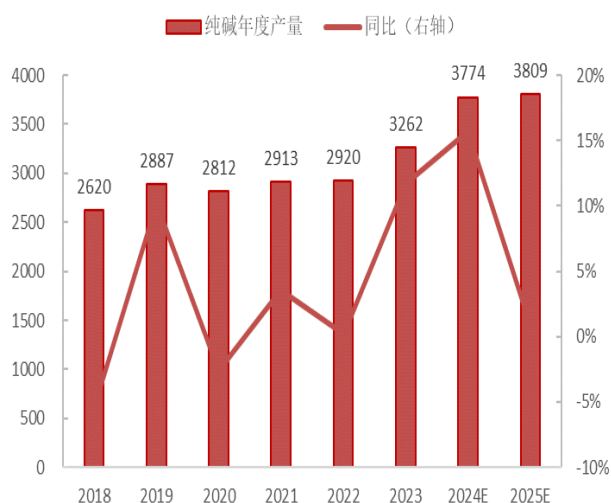
数据来源：百川资讯，中信建投期货整理

**2025 年纯碱供应增速或放缓，产量维持高位。**2025 年纯碱行业供应增量主要包括 2024 年底前后投产的湘渝盐化、中天碱业、连云港德邦、连云港碱业和 2025 年计划投产的湖北双环、应城新都化工。2024 年下半年纯碱新增 230 万吨产能，主要是低成本的天然碱和联碱装置，2025 年该部分产能将转换为纯碱产量，对供需产生

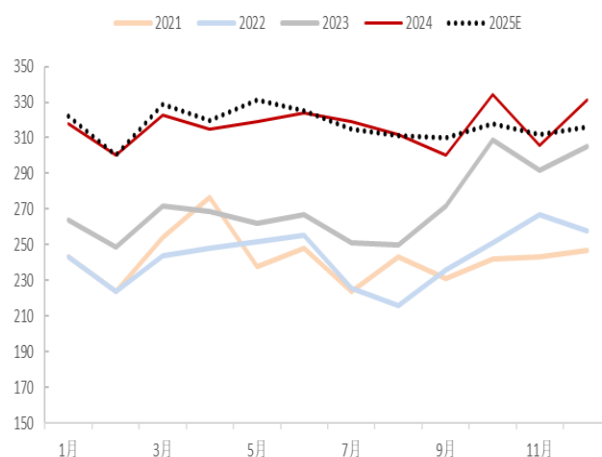


直接影响。2025 年拟新增的 100 万吨计划在下半年投放，对 2025 年供应影响幅度有限。考虑当前现货价格低于多数氨碱企业成本、2025 年价格重心有望继续下移，预计 2025 年氨碱企业平均产能利用率或下降，全年氨碱平均利用率在 75% 左右，明显低于 2024 年和 2023 年。粗略估计，**2025 年联碱产能利用率平均下滑 3%，影响产量约 66 万吨；氨碱利用率平均下滑 9%，影响产量约 135 万吨；新增产能带来供应增量 240 万吨附近，全年产量增加约 40 万吨至 3810 万吨附近。**考虑价格惯性和企业检修计划等因素，预计 2025 年纯碱产量呈现前高后低的特征，上半年产量高于月度均值，下半年产量低于月度均值。

图表 8：2017-2024 年纯碱年度产量（万吨）



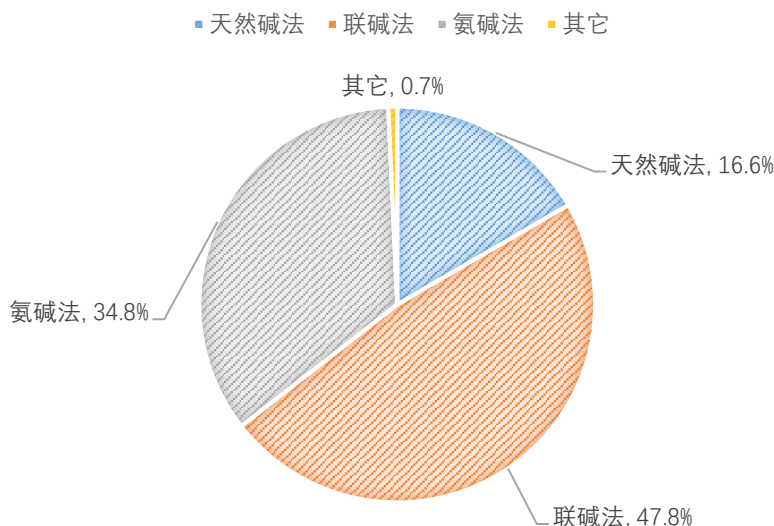
图表 9：2021-2024 年国内纯碱月度产量及预测（万吨）



数据来源：国家统计局，中信建投期货整理

数据来源：国家统计局，中信建投期货整理

图表 10：2024 年底国内纯碱产能结构（%）



数据来源：百川资讯，中信建投期货整理



图表 11：2024 年底国内纯碱在产企业生产工艺统计（万吨/年；%）

产能规模	企业数量	产能合计	产能合计占比
≥100 万吨	15	3085	74.34%
50-100 万吨	11	735	17.71%
<50 万吨	11	330	7.95%
合计	37	4150	100.00%

数据来源：百川资讯，中信建投期货整理

图表 12：2018-2024 年国内纯碱现货价格与产能利用率（元/吨；%）

年份	华中重碱均价	年度产能利用率	氨碱产能利用率	联碱产能利用率
2018	1929	82.13%	88.67%	78.07%
2019	1842	86.50%	86.54%	84.76%
2020	1417	75.35%	76.42%	74.08%
2021	2350	77.99%	82.00%	73.19%
2022	2812	85.26%	85.68%	84.21%
2023	2680	87.76%	87.49%	86.88%
2024E	1947	86.04%	83.93%	87.46%
2025E	1505	83.18%	74.91%	84.51%

数据来源：上海钢联，中信建投期货整理

## 2、成本差异显著，联合减产路漫漫

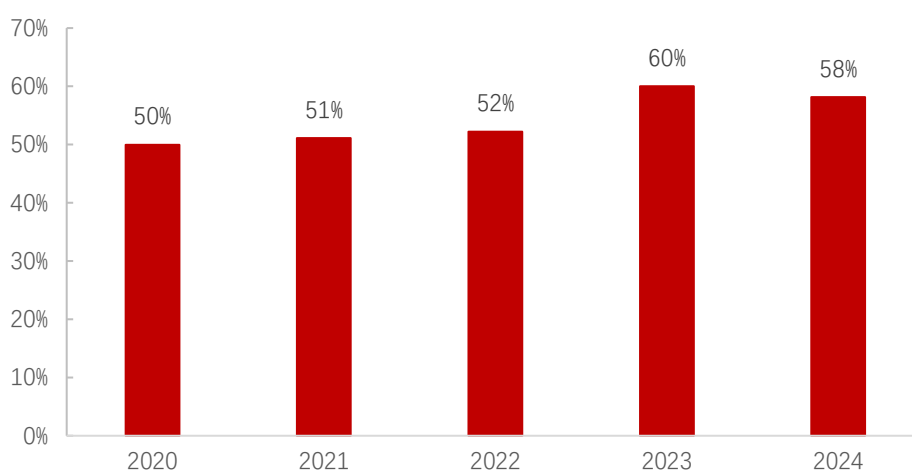
市场经济里，利润是供需变动的核心驱动因素。当行业处于景气周期时，企业利润高，提高开工率是最优选项，当开工率没有进一步提升空间，投放新产能成为了新的选项；当供应增速快于需求增速，行业景气度下行、企业普遍亏损，降低开工率减亏是企业普遍的应对，若需求端无改善，部分高成本企业在长期亏损后或退出市场。当行业进入成熟期后，新增投资减少，行业集中度持续上升，巨头之间形成卡特尔组织，商品价格和利润均相对稳定，典型的行业包括原油、铁矿等。

纯碱行业作为进入门槛相对较低、技术迭代缓慢的行业，全球、中国的集中度一度较低。受益于国内天然碱矿的发现和三年牛市带来的丰厚利润，近三年国内纯碱行业新增近 1000 万吨产能。新增产能主要分布在西北、华中地区，以低成本的天然碱和较低成本的联碱为主。因新增产能单项目产能较大，国内纯碱行业集中度快速上升，行业 CR5 从 2020 年底的 36% 上升至 2024 年底的 44%。若同一集团产能合并计算，纯碱行业 CR5 从 2020 年底的 50% 上升至 2024 年底的 58%。

一般而言，行业集中度越高，龙头企业对市场的控制力越强。例如原油行业的欧佩克组织通过控制产量稳定原油价格，以获取最大利润。但纯碱行业因主流工艺有三种：天然碱法、联碱法、氨碱法，不同工艺的生产成本差距较大，生产成本最低的天然碱法成本仅 800 元/吨，成本最高的氨碱企业成本可高至 1600-1700 元/吨，主流

联碱生产成本在 1300-1400 元/吨。不同企业的生产成本不同，对低价的耐受力也并不相同。同样面临 1450 元/吨的现货送到价格，多数氨碱企业均亏损，而联碱企业仅少数亏损，天然碱企业仍有数百元的单吨利润。若需求快速增加、产能相对稳定，不同工艺的企业联合控产可使得行业利润最大化、所有企业均受益。但在需求下滑、产能增加的背景下，低成本企业趁机获取市场份额的意愿较强，很难参与到行业的联合减产中。2024 年下半年和可预见的 2025 年上半年，纯碱行业均处于产能扩张、需求下滑的阶段，高成本的氨碱企业被迫减产、低成本的天然碱和联碱抢占市场的行业格局有望延续。只有等到产能扩张放缓、需求企稳反弹或价格打到多数企业亏损的时候，行业联合减产的概率才会提高。综合来看，纯碱价格最快或在 2025 年一季度跌破联碱生产成本，下游需求最快或在 2025 年二季度开始回升，纯碱行业的联合减产或发生在 2025 年二季度和三季度。

图表 13：2020-2024 年国内纯碱行业前五大生产集团市占率之和（%）



数据来源：百川资讯，中信建投期货整理

图表 14：2024 年底国内纯碱排名前十企业产能及成本（万吨/年；元/吨）

企业	工艺	省份	有效产能 （万吨/年）	含税生产成本 （元/吨）	送至交割库成本 （元/吨）
河南金山	联碱法	河南	670	1200	1250
博源银根	天然碱法	内蒙古	500	800	1100
山东海化	氨碱法	山东	300	1650	1650
三友化工	氨碱法	河北	230	1560	1610
青海昆仑	氨碱法	青海	150	1050	1300
山东海天	氨碱法	山东	150	1700	1780
中源化学	天然碱法	河南	140	950	1000
青海发投	氨碱法	青海	140	1050	1300
青海盐湖	氨碱法	青海	120	1100	1350
四川和邦	联碱法	四川	120	1800	2050
合计			2520		

数据来源：百川资讯，上市公司披露，中信建投期货调研和测算



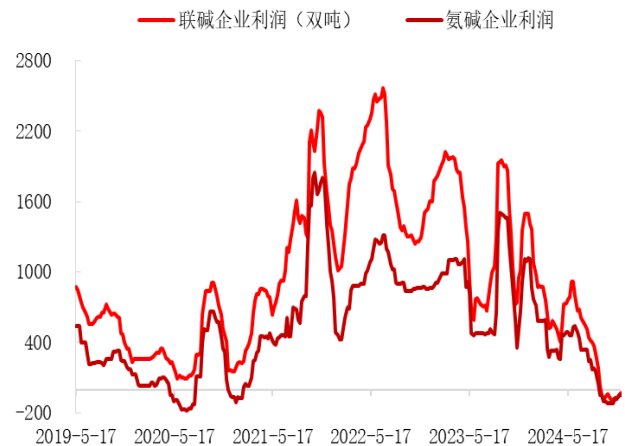
估值方面，2025 年纯碱成本端或窄幅波动，预计原盐价格相对稳定，动力煤价格重心略有下移，纯碱生产成本或小幅下移。预计氨碱生产成本围绕 1600 元/吨波动，联碱生产成本围绕 1300 元/吨波动。随着纯碱行业库存的继续上升，纯碱面临的价格压力将增加，现货价格重心或继续下移至联碱成本附近。预计 2025 年重碱现货送到价运行中枢为 1300-1600 元/吨，阶段性的库存转移、宏观利好或驱动价格短暂突破价格区间上沿，高库存压力和悲观预期或带动价格跌破 1300 元/吨。

图表 15：纯碱现货生产成本（元/吨）



数据来源：上海钢联，中信建投期货整理

图表 16：纯碱现货生产利润（元/吨）



数据来源：上海钢联，中信建投期货整理

图表 17：纯碱主要原料价格和相关产品价格变动（元/吨）

	2023 年均价	2024 年均价	2025 年均价预测	2024 年涨跌幅
华北原盐出厂价	296	308	297	3.93%
秦皇岛港 5500 卡动力煤市场价	965	861	810	-10.80%
河北液氨市场价	3420	2749	2700	-19.60%
三友化工石灰石采购价	76	80	75	4.30%
江苏实联氯化铵市场价 (联碱副产品)	845	524	470	-38.03%

数据来源：Wind，中信建投期货

图表 18：不同原料价格下的氨碱法纯碱生产成本（元/吨）

原盐/ 动力煤价格	150	180	210	240	270	300	330	360	390	420	450
700	1320	1365	1410	1455	1500	1545	1590	1635	1680	1725	1770
750	1355	1400	1445	1490	1535	1580	1625	1670	1715	1760	1805
800	1390	1435	1480	1525	1570	<b>1615</b>	1660	1705	1750	1795	1840
850	1425	1470	1515	1560	1605	<b>1650</b>	1695	1740	1785	1830	1875
900	1460	1505	1550	1595	1640	1685	1730	1775	1820	1865	1910
950	1495	1540	1585	1630	1675	1720	1765	1810	1855	1900	1945
1000	1530	1575	1620	1665	1710	1755	1800	1845	1890	1935	1980
1050	1565	1610	1655	1700	1745	1790	1835	1880	1925	1970	2015
1100	1600	1645	1690	1735	1780	1825	1870	1915	1960	2005	2050
1150	1635	1680	1725	1770	1815	1860	1905	1950	1995	2040	2085
1200	1670	1715	1760	1805	1850	1895	1940	1985	2030	2075	2120

数据来源：中信建投期货测算

### 3、高库存难去化，价格压力将持续

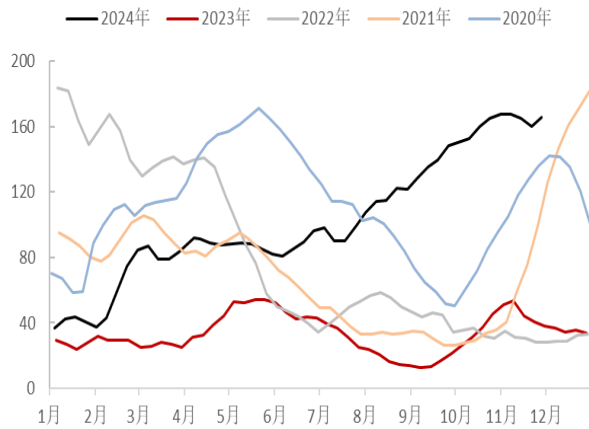
库存是供需关系的体现，也直接影响价格。**2024 年国内纯碱库存大幅累积，2025 年库存在高位的基础上将继续增加。**高库存一方面会导致价格重心下移，另一方面也会压制资金参与热情、降低价格波动率。

2024 年国内纯碱总库存增加约 350 万吨，其中上游库存和中游库存增加明显，下游库存相对平稳。隆众资讯数据显示，2024 年 1-11 月，国内纯碱生产企业库存从 34 万吨增加至 165 万吨，共增加 131 万吨；交割库库存自 1 万吨增加至 39 万吨，累库 38 万吨；下游玻璃企业持有的纯碱原料库存从 15.2 天下降至 15.0 天，折合纯碱库存下降 1 万吨；推算轻碱下游持有的原料库存增加约 20 万吨。若考虑可追踪的数据，2024 年国内纯碱库存增加约 200 万吨，但根据供需平衡表测算，2024 年国内纯碱供应过剩约 350 万吨。第三方数据和平衡表推算结果差异，或是因为产量统计口径差异、隐性库存因素导致。我们认为 2024 年国内纯碱实际产量或在 3730 万吨附近，以此口径测算全年纯碱库存增加 300 万吨附近，其中上游累库 150 万吨，交割库库存增加 45 万吨，下游持有的纯碱库存增加 55 万吨，外库和隐性库存增加 50 万吨。

2025 年纯碱库存有望继续增加，总库存增加 250-300 万吨。其中上半年上游库存将增加较为明显，低价下游加大补库力度，库存或出现阶段性转移。若出口增长超预期，则总库存累库幅度或稍小。

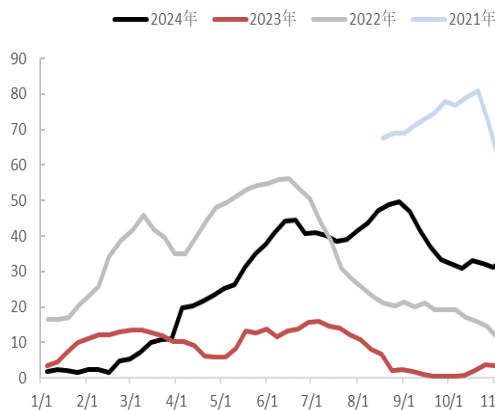


图表 19：国内纯碱生产企业库存（万吨）



数据来源：上海钢联，中信建投期货整理

图表 21：国内纯碱交割库库存（万吨）



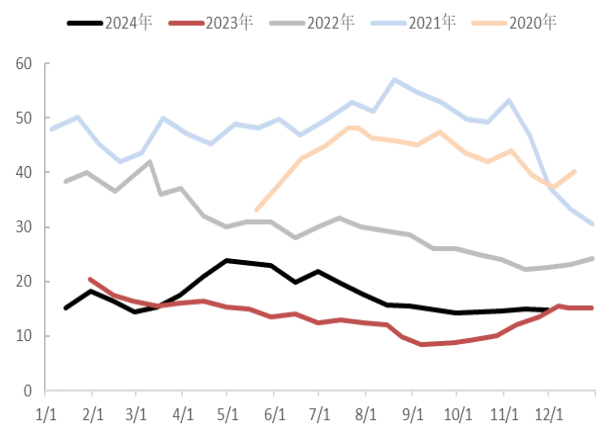
数据来源：上海钢联，中信建投期货整理

图表 23：2024 年国内纯碱月度供需平衡表（万吨）

	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10	11	12 月
纯碱产量	317	300	321	314	318	323	318	311	300	332	306	314
进口量	14	18	22	6	7	8	6	8	4	3	2	1
出口量	7	5	10	9	7	7	6	8	13	16	16	17
国内总供应	324	313	333	311	318	324	318	311	291	319	292	298
浮法日熔量	17.3	17.2	17.5	17.5	17.3	17.0	17.0	16.9	16.6	16.2	15.8	15.9
光伏日熔量	9.7	9.9	10.0	10.7	11.1	11.4	11.4	10.7	9.9	9.7	9.1	8.6
浮法+光伏日熔量	27.0	27.1	27.5	28.1	28.3	28.5	28.4	27.6	26.5	25.8	24.9	24.5
重碱消费量	164	153	166	168	174	172	169	164	149	150	137	139
轻碱消费量	118	112	118	117	121	124	129	129	127	134	135	136
国内总消费	282	265	284	285	295	296	298	293	276	284	272	275
库存变动	42	48	49	26	23	28	20	18	15	36	20	23

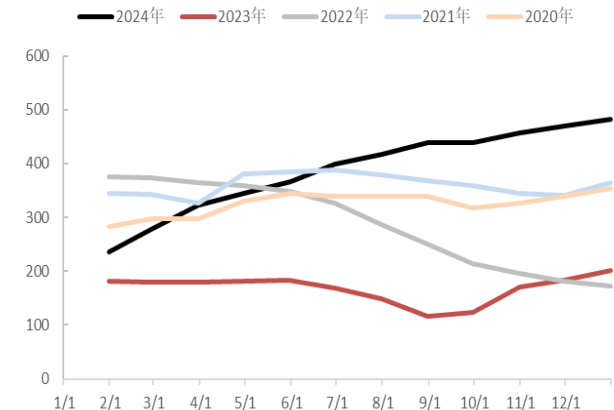
数据来源：国家统计局，海关总署，中信建投期货测算

图表 20：37%样本玻璃企业纯碱可用天数（天）



数据来源：上海钢联，中信建投期货整理

图表 22：推算国内纯碱总库存（万吨）



数据来源：上海钢联等，中信建投期货整理

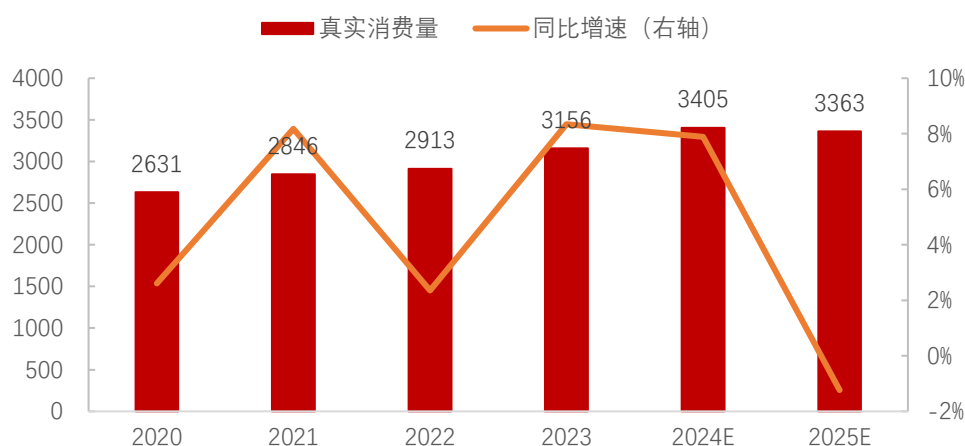
### 三、重碱需求疲软，2025 年总需求或下滑

#### 1、2025 年纯碱总需求或小幅下滑

2024 年国内纯碱需求保持较快增速。根据纯碱下游产量和单耗数据测算，2024 年国内纯碱需求增加约 249 万吨至 3405 万吨，增速约 7.89%。其中重碱需求增加约 135 万吨至 1905 万吨，轻碱需求增加约 114 万吨至 1500 万吨。年内轻碱需求增长超预期，碳酸锂、日用玻璃、小苏打、味精用碱需求均增加。2024 年轻重碱需求占比相对稳定，全年国内重碱消费量占纯碱总消费量的比重约 56%，轻碱消费占比约 44%。

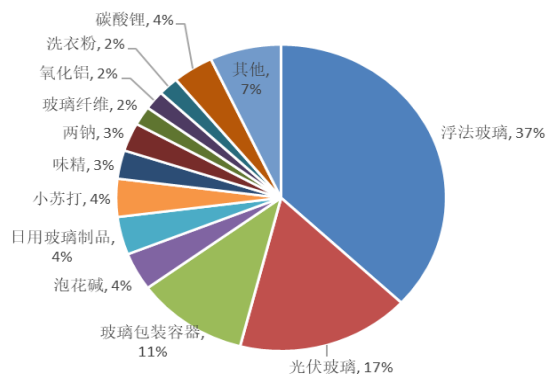
2025 年轻碱需求或维持小幅增长态势，重碱需求或下滑。2024 年下半年国内浮法玻璃和光伏玻璃日熔量大幅下降，重碱需求自高点明显下滑。高基数影响下，2025 年重碱需求或下降，总需求小幅下滑。粗略估计，2025 年国内纯碱需求下降 42 万吨至 3363 万吨，迎来近五年首次下降。2025 年轻碱需求或增加 52 万吨，重碱需求或下降 90 万吨。

图表 24：2020-2024 年国内纯碱消费量及预测（%）



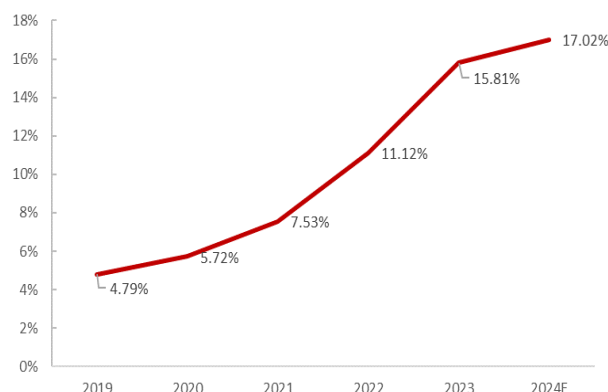
数据来源：百川资讯等，中信建投期货测算

图表 25：2024 年底纯碱需求占比（%）



数据来源：百川资讯，中信建投期货整理

图表 26：2019-2024 年光伏玻璃用碱需求占比（%）



数据来源：卓创资讯，中信建投期货测算



## 2、终端拖累，重碱需求难改善

2024 年国内重碱需求呈现前高后低的走势，重碱需求增加约 135 万吨至 1905 万吨，同比增长 7.63%。上半年浮法玻璃、光伏玻璃日熔明显增加，带来较多增量需求；下半年浮法玻璃、光伏玻璃价格均大幅下挫并陷入亏损，亏损状态下浮法玻璃和光伏玻璃日熔快速下滑、用碱需求下降。短中期房地产行业难言反转，光伏行业仍处于产能出清阶段，终端景气度偏弱压制浮法玻璃和光伏玻璃供应，叠加高基数影响，预计 2025 年浮法玻璃和光伏玻璃供应维持低位、用碱需求同比下滑。

浮法玻璃景气度与房地产密切相关。自 2021 年下半年以来，国内房屋开工、施工、竣工、销售面积均大幅下降，尤其是新开工和销售面积下降明显，近四年新开工面积较高位下降约 67%，近四年销售面积较高位下降约 46%。2024 年 1—10 月份，全国房地产开发投资 8.63 万亿元，同比下降 10.3%；房地产开发企业房屋施工面积 72.06 亿平方米，同比下降 12.4%；新开工面积 6.12 亿平方米，同比下降 22.6%；竣工面积 4.20 亿平方米，同比下降 23.9%；新建商品房销售面积 7.79 亿平方米，同比下降 15.8%。

受房企资金紧张影响，国内房屋从新开工到竣工约 30 个月周期。2024 年的竣工面积由 2021 年下半年和 2022 年上半年房屋新开工面积决定。2025 年房屋竣工面积由 2022 年下半年和 2023 年上半年房屋新开工面积决定。根据统计局数据，2022 年上半年国内房屋新开工面积降幅 34.4%，2022 年新开工面积降幅 39.4%，2023 年上半年新开工面积降幅 24.3%。自 2021 年 7 月新开工面积增速转负以来，国内新开工面积增速已下降近 40 个月。从地产周期来看，2025 年房屋竣工面积将延续下行趋势；但考虑“保交楼”政策的效果，2025 年竣工面积降幅或低于主流预期，预计 2025 年国内房屋竣工面积在 7.3-7.5 亿平米，较 2024 年下降约 7%。按 7%的新房竣工面积降幅测算，考虑 2024 年下半年二手房成交大增，2025 年玻璃需求同比降幅约 2-3%。

2024 年浮法玻璃在产日熔均值为 169100T/D，较 2023 年均值的 165152T/D 上升约 4000T/D，增幅 2.39%。通过库存、日熔倒推测算出的 2024 年浮法玻璃供需平衡供应为 160000T/D，按照需求下降 2-3%测算，2025 年均衡日熔为 155200T/D-156800T/D。考虑政策影响、季节性因素带来的价格波动，预计 2025 年浮法玻璃在产日熔量运行区间为 157000-168000T/D，日均值为 164000T/D。折算成年产量，按卓创口径，2024 年国内浮法玻璃年产量预计为 5446 万吨，较 2023 年增加 150 万吨，用碱需求增加 30 万吨。2025 年浮法玻璃产量或下降 190 万吨至 5256 万吨，用碱需求下降 38 万吨。

图表 27：近十年国内房屋竣工、开工、施工、销售面积及预测（亿㎡）

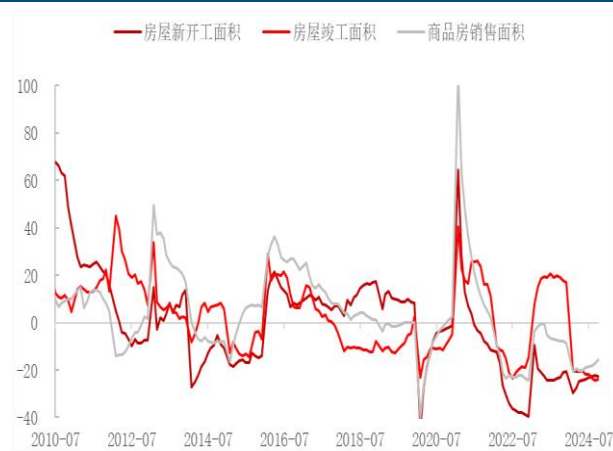
年份	房屋竣工面积	房屋新开工面积	房屋施工面积	房屋销售面积
2015	10.00	15.45	73.57	12.85
2016	10.61	16.69	75.90	15.73
2017	10.15	17.87	78.15	16.94
2018	9.36	20.93	82.23	17.17
2019	9.59	22.72	89.38	17.16
2020	9.12	22.44	92.68	17.61
2021	10.14	19.89	97.54	17.94
2022	8.62	12.06	90.50	13.58
2023	9.98	9.54	83.84	11.17
2024E	8.00	7.45	73.13	9.62
2025E	7.45	6.33	65.81	8.95

数据来源：国家统计局，中信建投期货整理



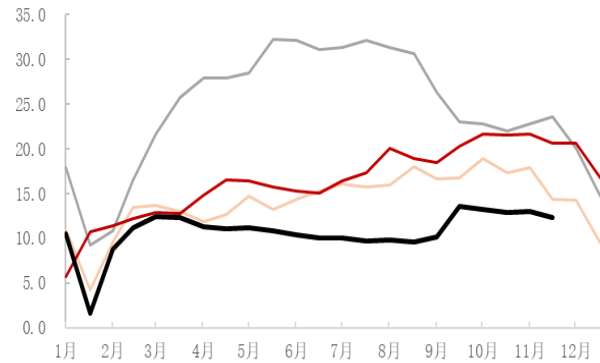


图表 28：房屋开工、施工、竣工、销售面积累计同比（%）



数据来源：国家统计局，中信建投期货整理

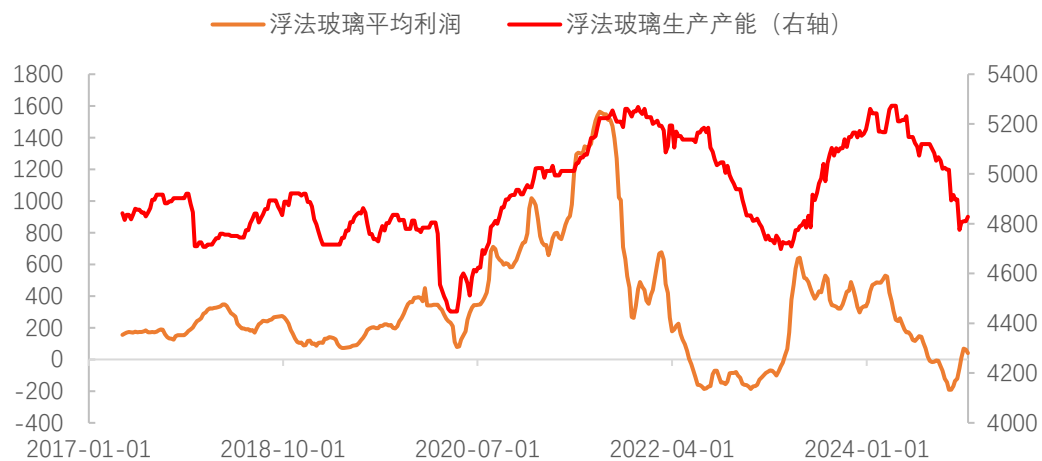
图表 29：玻璃深加工企业订单天数（天）



数据来源：上海钢联，中信建投期货整理

玻璃生产具有刚性特征，其供应与利润高度相关。受政策影响，浮法玻璃总产能在 200000T/D 附近，利润是影响企业开工率的核心指标。经验显示，当行业平均亏损超过 100 元/吨，浮法玻璃冷修现象会明显增加；当行业平均利润超过 300 元/吨时，冷修产线复产概率较高。2024 年下半年国内浮法玻璃平均利润转负，行业均亏损一度达到 200 元/吨，下半年供应快速下降。截至 2024 年底，国内浮法玻璃在产日熔量为 159000T/D，行业平均利润约 48 元/吨。低利润和悲观预期影响下，2025 年浮法玻璃供应整体或维持低位，上半年供应低于下半年。

图表 30：国内浮法玻璃平均生产利润与在产产能（元/吨；万吨）



数据来源：上海钢联，中信建投期货整理

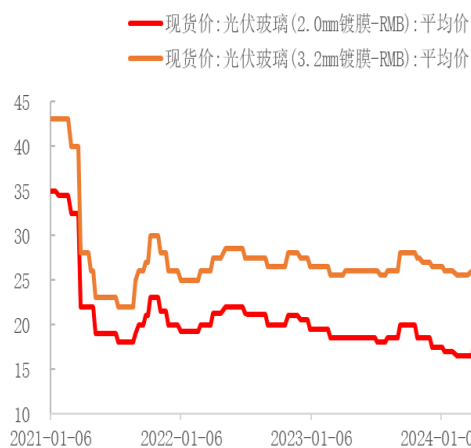
图表 31：2024 年浮法玻璃产能变动（T/D）

	数量（条）	日熔量（T/D）
新建点火	5	+4900
复产点火	17	+12850
放水冷修	45	-29900

数据来源：上海钢联，中信建投期货整理

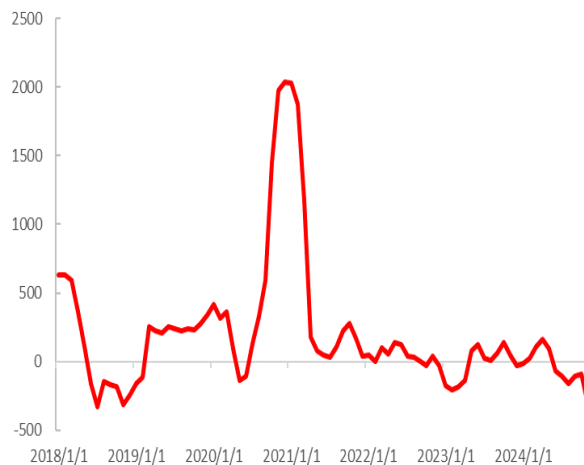
光伏玻璃方面，**2024 年光伏玻璃景气度明显下滑，2025 年仍难言乐观**。受光伏装机增速放缓、贸易摩擦等因素影响，2024 年国内光伏行业出现全行业亏损，各产业链价格、利润均大幅下降。2024 年 1-10 月，国内光伏新增装机量为 181.30GW，同比增加 27.17%；1-10 月国内光伏组件产量为 475GW，同比增加 14.46%；1-10 月国内光伏玻璃产量为 2446 万吨，较去年同期增加 413 万吨，增幅 20.30%。因供应增速快于需求，光伏玻璃库存大幅增加，年内光伏玻璃生产企业库存一度升至 202 万吨。库存压力使得光伏玻璃价格重挫，2mm 镀膜光伏玻璃年内价格下跌 33%，3.2mm 光伏玻璃价格下跌 26%。2024 年 6 月开始，国内光伏玻璃企业利润转负并不断加剧亏损。截至 2024 年 11 月，国内以天然气为燃料的光伏玻璃单吨亏损为 304 元/吨。为减少亏损，2024 年三季度开始国内光伏玻璃冷修和堵窑口现象频发，光伏玻璃在产日熔量从 6 月底的 115340T/D 下降至 12 月初的 86350T/D，累计下降 29000T/D，降幅 25.13%。光伏玻璃大量减产后，其对纯碱的需求增量明显下滑。预计 2024 年光伏玻璃产量为 2870 万吨，较 2023 年增加约 375 万吨，对纯碱需求增加约 75 万吨。

2024 年 11 月财政部、国家税务总局公告，将部分光伏产品出口退税率由 13% 下调至 9%，自 2024 年 12 月 1 日开始实施。该出口退税涉及的光伏产品包括光伏玻璃、硅片、电池片及组件。据海关总署统计数据显示，2024 年 1-10 月国内光伏玻璃累计出口量为 307.27 万吨，较去年同期增加 10.72 万吨，增幅 3.61%。当前全球光伏产业链处于重构阶段，海外部分国家拟对我国光伏和海外建厂的东南亚国家加征关税，光伏组件、光伏玻璃出口预期均转弱。国内主动下调光伏出口退税率，目的在于加快行业产能出清，恢复行业良性竞争局面。2025 年全球光伏装机增速或在 10-15% 区间，但国内光伏组件产量或下滑，**预计 2025 年光伏玻璃供需均转弱，全年产量较 2024 年的 2870 万吨下降至 2623 万吨，用碱需求下降约 54 万吨**。考虑需求的季节性特征等因素，预计 2025 年上半年光伏玻璃产量维持低位，下半年产量略高于上半年。

 图表 32：光伏玻璃现货价格（元/m<sup>2</sup>）


数据来源：Wind，中信建投期货整理

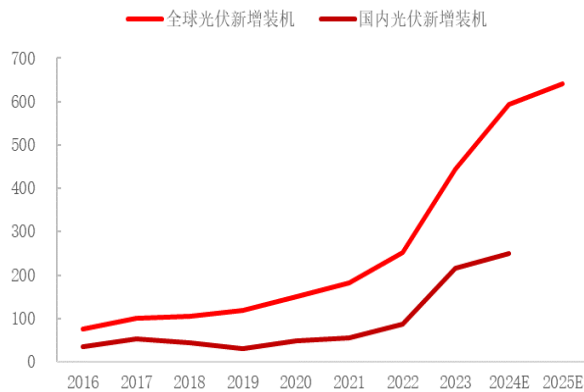
图表 33：以天然气为燃料的光伏玻璃毛利（元/吨）



数据来源：卓创资讯，中信建投期货整理

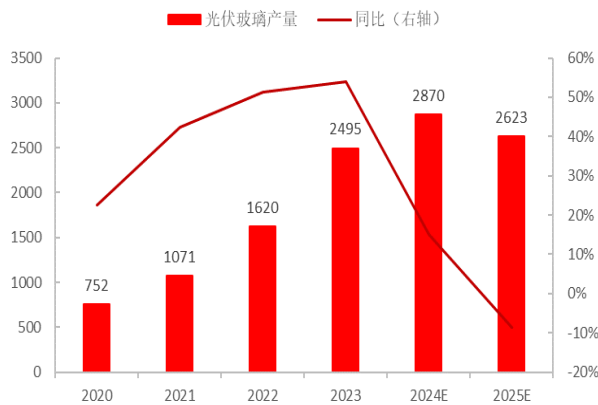


图表 34：全球及中国光伏新增装机量（GW）



数据来源：彭博，CPIA，中信建投期货整理

图表 36：光伏玻璃年度产量及预测（万吨）



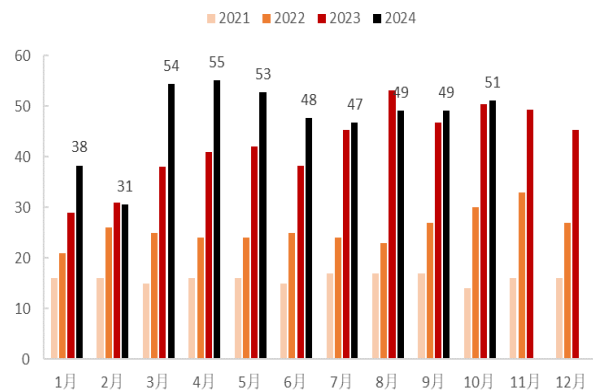
数据来源：卓创资讯，中信建投期货整理

图表 38：2024 年光伏玻璃产线变动（T/D）

	数量（条）	日熔量（T/D）
放水冷修	31	-18730
复产点火	2	+1450
新建点火	17	+19200

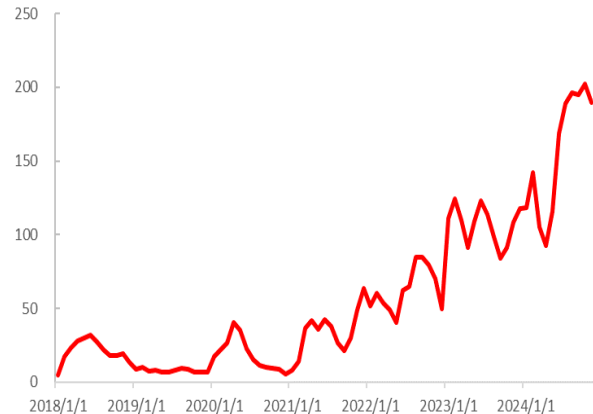
数据来源：隆众资讯，中信建投期货整理

图表 35：国内光伏组件月度产量（GW）



数据来源：SMM，中信建投期货整理

图表 37：光伏玻璃生产企业库存（万吨）

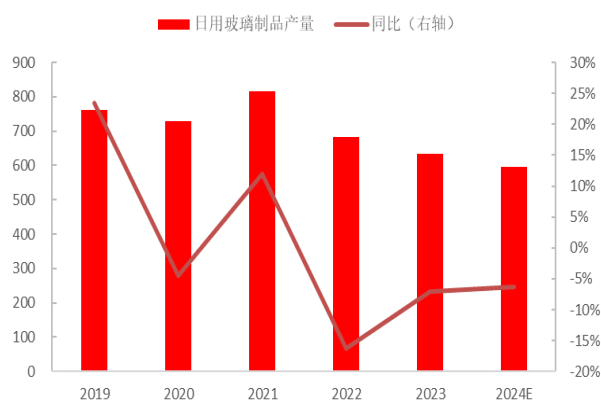
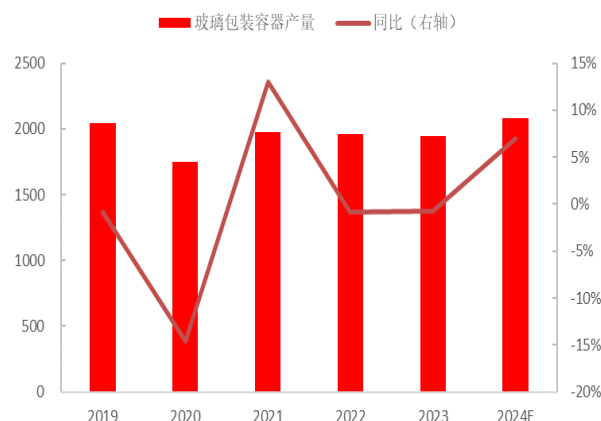


数据来源：卓创资讯，中信建投期货整理

### 3、碳酸锂需求释放，轻碱需求小幅增长

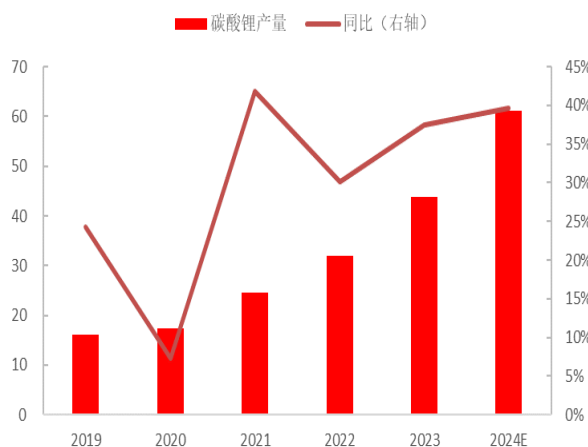
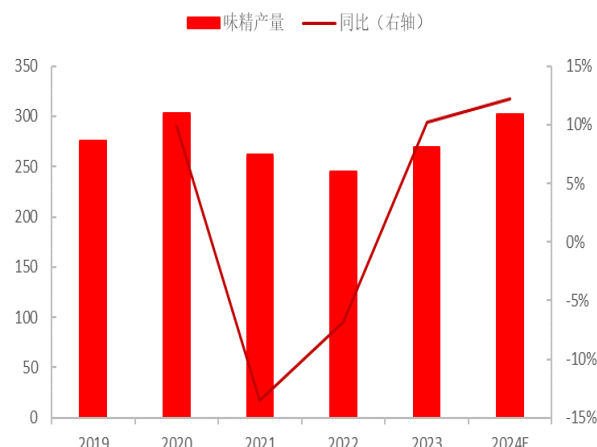
国内轻碱下游较为分散，多数行业终端需求较为饱和、产量变动不大，对纯碱的需求维持刚性，近几年需求增加较快的下游主要是碳酸锂。2024 年国内 GDP 增速约 5%，轻碱需求增速较快。**2024 年多数轻碱下游需求增加，全年轻碱需求增加约 114 万吨至 1500 万吨，增速约 8.23%**。年内以碳酸锂为代表的新能源用碱量明显上升，2024 年国内碳酸锂产量预计为 62 万吨，同比增加 18 万吨，用碱增加 36 万吨；日用玻璃产量增加约 4%，用碱需求增加近 17 万吨；味精用碱需求增加约 10 万吨，小苏打需求增加约 17 万吨。洗涤剂、氧化铝用碱需求略增，泡花碱用碱需求下降近 10 万吨。其余轻碱下游用碱需求增加近 40 万吨。

基于对 2025 年经济的中性预测和碳酸锂供应增加的预期，预计 2025 年国内轻碱下游需求小幅增加，对纯碱需求增加 50 万吨，带动纯碱需求增长 1.5%。

**图表 39：国内日用玻璃制品产量及增速（万吨；%）**

**图表 40：国内玻璃包装容器产量及增速（万吨；%）**


数据来源：中国日用玻璃协会，中信建投期货整理

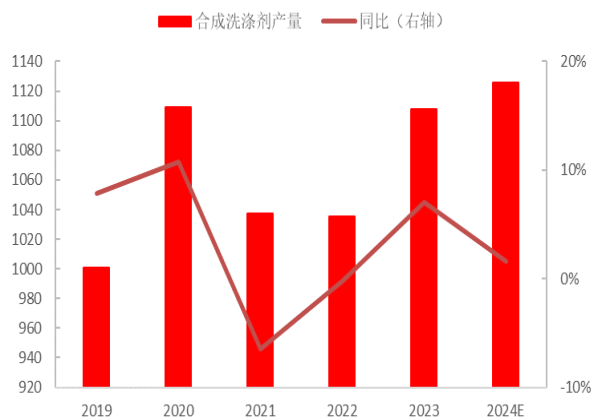
数据来源：中国日用玻璃协会，中信建投期货整理

**图表 41：国内碳酸锂产量及增速（万吨；%）**

**图表 42：国内味精产量及增速（万吨；%）**


数据来源：上海钢联，中信建投期货整理

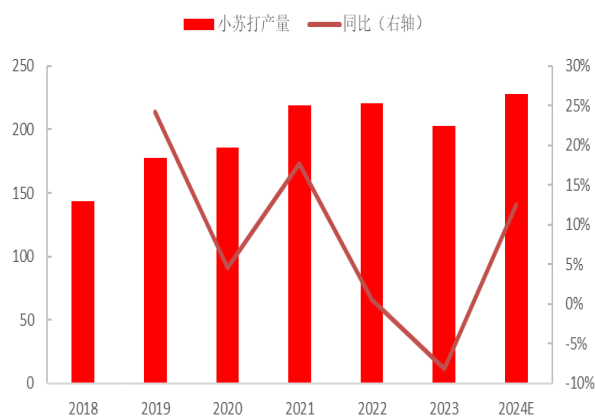
数据来源：百川资讯，中信建投期货整理

图表 43：国内合成洗涤剂产量及增速（万吨；%）



数据来源：国家统计局，中信建投期货整理

图表 44：国内小苏打产量及增速（万吨；%）

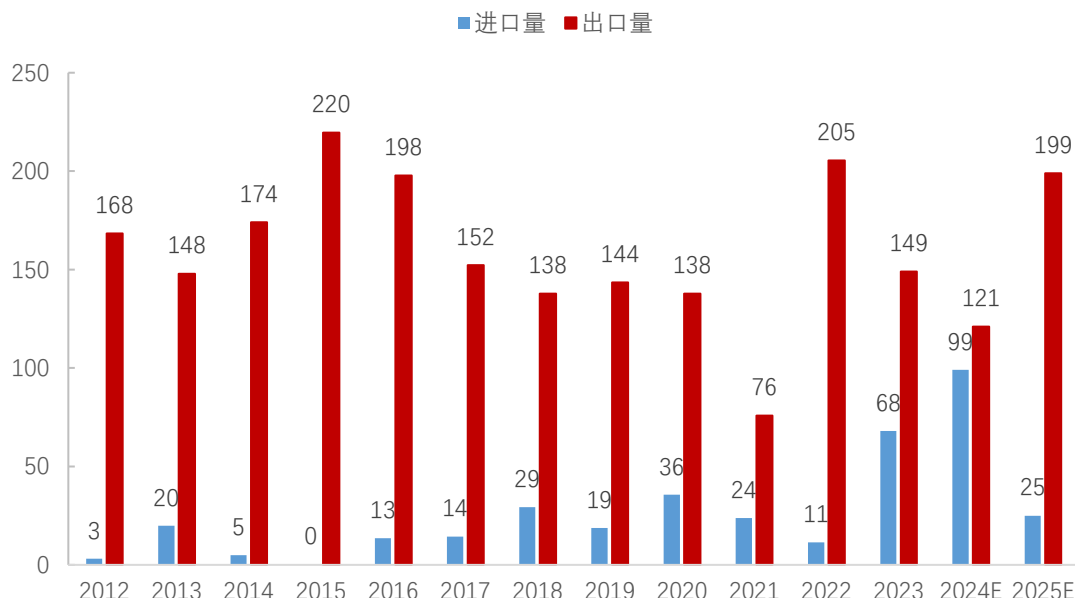


数据来源：百川资讯，中信建投期货整理

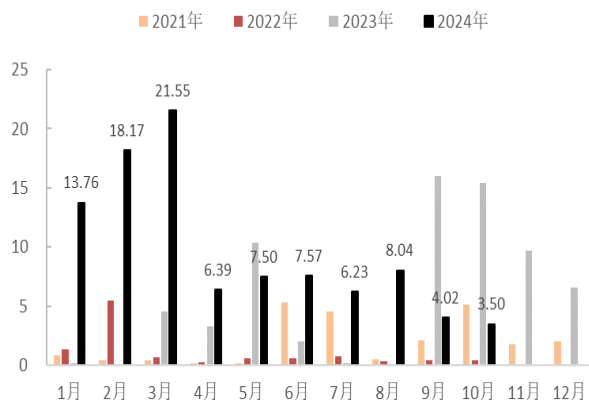
## 4、低价背景下，外需值得期待

2024 年国内纯碱进口量大幅增加，出口量明显下滑，进口呈现前高后低的特征，出口呈现前低后高的特征。海关数据显示，2024 年 1-10 月国内纯碱累计进口 96.73 万吨，同比增加 44.70 万吨，增幅 85.93%；1-10 月累计出口 87.90 万吨，同比减少 45.66 万吨，降幅 34.19%。预计 2024 年国内纯碱进口量为 99 万吨，出口量为 121 万吨，进口量同比增加 31 万吨，出口量同比减少 28 万吨，进口量升 10 余年新高，出口量降至 3 年新低。

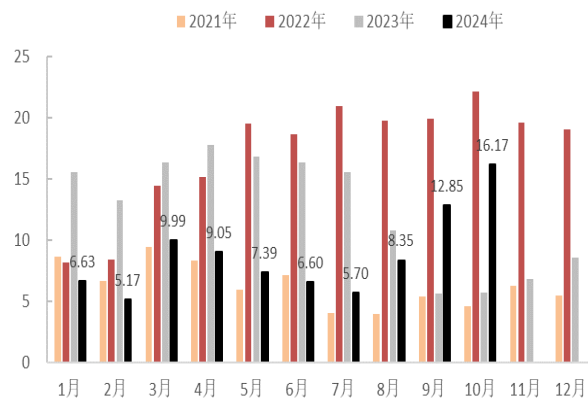
图表 45：2012-2024 年国内纯碱进出口情况及预测（万吨）



数据来源：海关总署，中信建投期货整理

**图表 46：2021-2024 年纯碱月度进口量（万吨）**


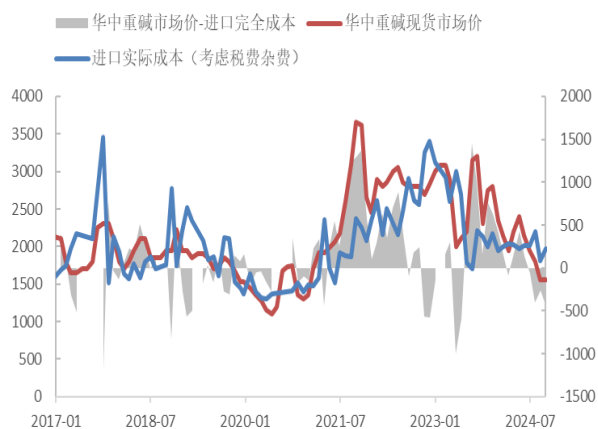
数据来源：海关总署，中信建投期货

**图表 47：2021-2024 年纯碱月度出口量（万吨）**


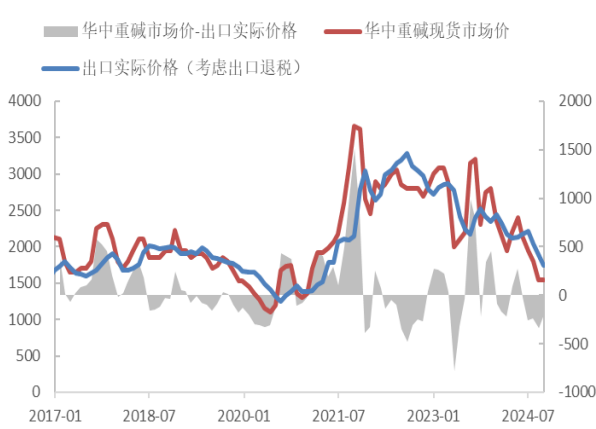
数据来源：海关总署，中信建投期货

2024 年纯碱净出口大幅下降，主要是受内外价差影响。2023 年底和 2024 年初国内纯碱价格处于高位，且明显高于进口价格，故国内玻璃企业大量增加进口并在一季度集中到港；4-5 月国内纯碱价格反弹，进口窗口再度打开，6-8 月进口量高于 6 万吨。下半年国内纯碱价格大跌，进口利润收缩、出口优势增加，故 9 月后纯碱进口逐渐缩减、出口逐渐放量。2024 年 1-10 月国内纯碱进口均价为 224 美元/吨，折合人民币 1611 元/吨，考虑关税、增值税、港杂费等费用后进口成本约 2010 元/吨；1-10 月纯碱出口均价为 254 美元/吨，折合人民币 1830 元/吨，考虑出口退税后 2178 元/吨。

参考过去十三年国内价格和进出口量走势，当国内现货价格低于 1500 元/吨，年度出口量大概率突破 150 万吨。2015 年国内重碱送到均价为 1468 元/吨，出口量上升至历史最高 220 万吨；2016 年重碱均价为 1479 元/吨，出口量为 198 万吨。除 2020 年特殊年份和 2022 年海外能源价格大涨国内出口优势明显外，其余年份国内现货价格和出口均呈现明显的负相关关系。按照 2025 年国内 1400-1600 元/吨的现货均价进行测算，预计 2025 年国内纯碱进口量将大幅下降至 2 万吨/月，全年进口量为 25 万吨；预计 2025 年出口量将大幅上升至 15-18 万吨/月，全年出口量为 199 万吨。

**图表 48：国内纯碱价格与进口实际成本（元/吨）**


数据来源：海关总署，中信建投期货测算

**图表 49：国内纯碱价格与出口实际价格（元/吨）**


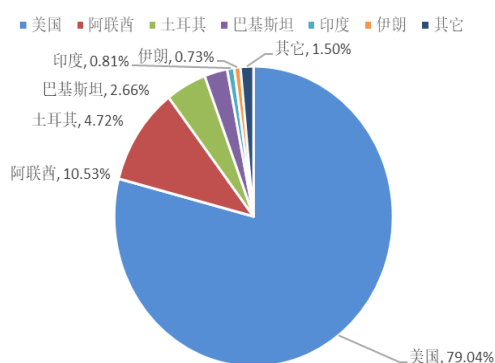
数据来源：海关总署，中信建投期货测算

**图表 50：2012-2024 年纯碱进出口与国内现货价格（万吨；元/吨）**

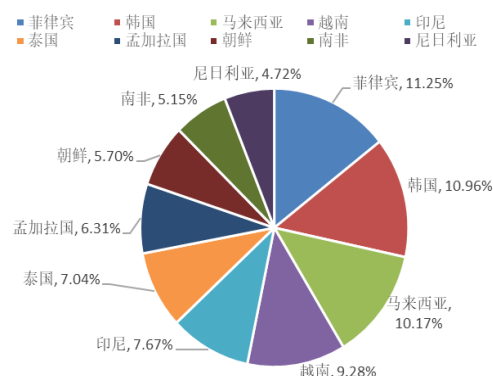
年份	进口量（万吨）	出口量（万吨）	净出口量（万吨）	华中重碱均价（元/吨）
2012	3	168	165	1475
2013	20	148	128	1413
2014	5	174	169	1594
2015	0	220	220	1468
2016	13	198	184	1479
2017	14	152	138	1974
2018	29	138	108	1929
2019	19	144	125	1842
2020	36	138	102	1417
2021	24	76	52	2350
2022	11	205	194	2812
2023	68	149	81	2680
2024E	101	113	12	1947
2025E	25	199	174	1500

数据来源：海关总署，彭博，中信建投期货整理

除价差外，出口增加需考虑出口目的地能否消化国内的出口增量。近十年我国纯碱出口目的地以东南亚、日韩为主，东南亚出口量占国内纯碱总出口的 40-50%，日韩占比近 20%。亚洲是全球纯碱消费量最大的区域，人口密度较大，经济增速较高，我国距离东南亚和日韩均较近、海运运费明显低于美国到东南亚的运费。当绝对价格跌至 1500 元/吨甚至更低，我国出口纯碱优势将明显增加。综合东南亚地区人口、经济增速、光伏行业发展潜力等多因素，2025 年中国纯碱出口有较大的增长空间。

**图表 51：2024 年 1-10 月纯碱进口主要来源地占比（%）**


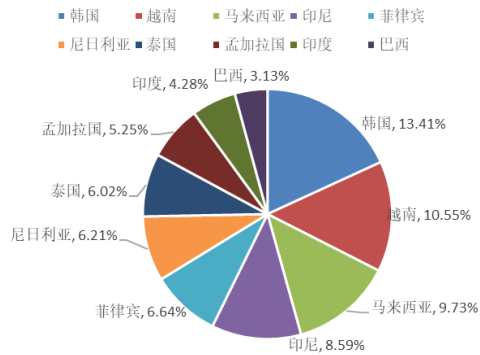
数据来源：海关总署，中信建投期货整理

**图表 52：2024 年 1-10 月纯碱出口前十国家占比（%）**


数据来源：海关总署，中信建投期货整理

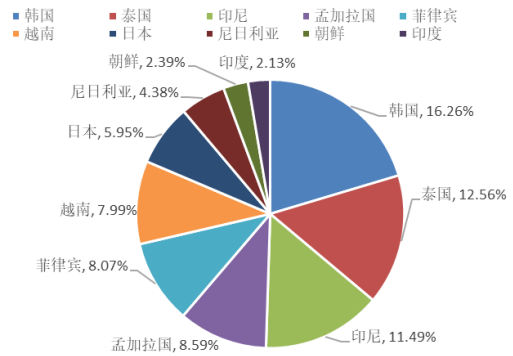


图表 53：2015 年 1-10 月纯碱出口前十国家占比（%）



数据来源：海关总署，中信建投期货整理

图表 54：2016 年 1-10 月纯碱出口前十国家占比（%）



数据来源：海关总署，中信建投期货整理

图表 55：国内纯碱主要出口国基本情况

国家	2024 年 1-10 月进口 中国纯碱量（万吨）	2023 年 GDP 增速（%）	2023 年人口 （亿）	2023 年 光伏装机量（GW）
菲律宾	9.89	5.6	1.17	0.2
韩国	9.63	1.4	0.52	3.0
马来西亚	8.94	3.7	0.34	0.5
越南	8.15	5.0	0.99	0.6
印尼	6.74	5.0	2.78	0.3
泰国	6.19	1.9	0.72	0.2
孟加拉国	5.55	5.8	1.73	——
朝鲜	5.01	3.1	0.26	——
南非	4.52	0.6	0.60	3.3
尼日利亚	4.15	2.9	2.24	——

数据来源：海关总署，彭博，中信建投期货整理

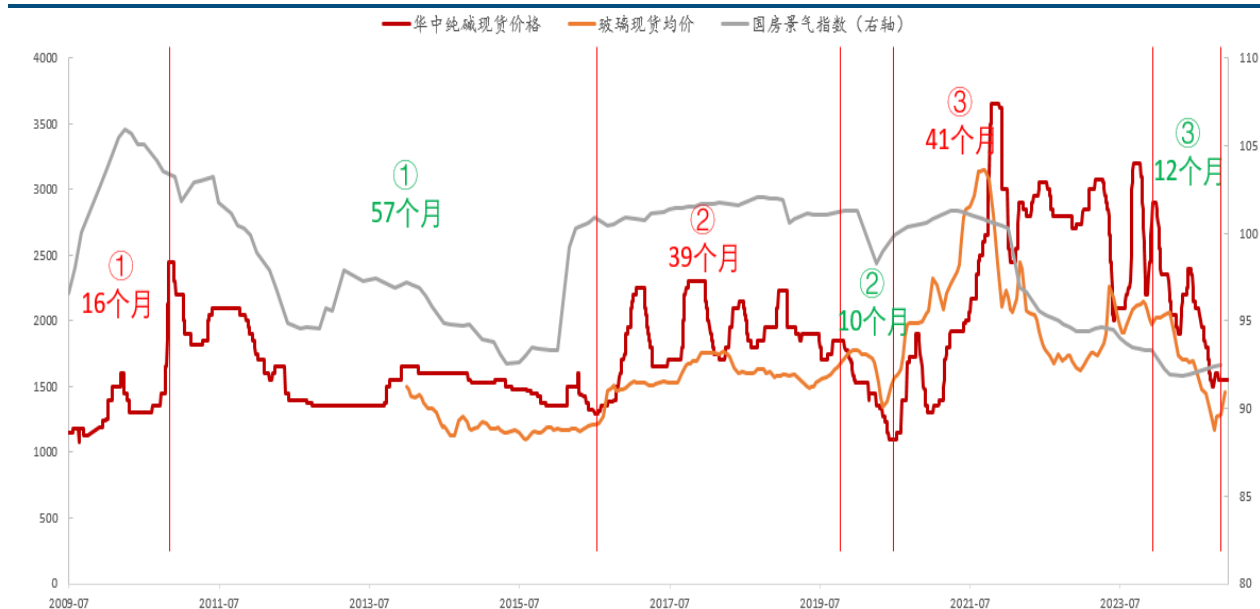
## 四、历史上的纯碱产能出清和启示

### 1、近十五年纯碱周期复盘

2024 年纯碱进入真正意义的熊市，2025 年也将延续供应过剩和价格下行。熊市如何结束？产能如何出清？回答这个问题之前，需复盘一下历史上纯碱的牛熊周期。受数据限制和可比性考虑，此处仅探讨 2009 年 7 月至 2024 年 12 月底纯碱价格波动和主要驱动。

过去十五年，纯碱行业经历了三轮典型的牛熊周期：2009 年 8 月至 2010 年 11 月，华中重碱现货价格自 1070 元/吨上涨至 2450 元/吨，期间大宗商品整体上扬，纯碱价格上涨主要受“四万亿”政策刺激和需求增加的利好。2010 年 12 月至 2016 年 6 月，纯碱现货价格自 2450 元跌至 1300 元/吨，期间大宗商品指数重挫，纯碱下跌主要受宏观利空和产能大幅扩张利空影响。2016 年 7 月至 2019 年 9 月，纯碱现货价格自 1300 元/吨上涨至最高 2300 元/吨，期间国内大宗商品整体上扬，纯碱价格反弹主要受“供给侧改革”、房地产市场回暖、浮法玻璃日熔回升影响。2019 年 10 月至 2020 年 7 月，纯碱现货价格自 1850 元/吨跌至 1100 元/吨，期间大宗商品指数整体稳定，纯碱下跌主要受产能扩张、浮法玻璃日熔下降的利空影响。2020 年 8 月至 2023 年 12 月，纯碱现货价格自 1100 元/吨上涨至最高 3700 元/吨，期间大宗商品指数大幅反弹，纯碱受宏观利好、光伏玻璃扩张带动明显。2024 年 1 月至 2024 年 12 月，纯碱现货价格自 2800 元/吨跌至 1500 元/吨，期间商品指数小幅下跌，纯碱下跌主要受产能大量扩张和需求转弱的利空影响。

图表 56：2009 年-2024 年华中重碱现货价格走势（元/吨）



数据来源：Wind，中信建投期货整理

## 2、历史经验和启示

复盘过去十五年的纯碱价格走势，可以发现纯碱价格除受到供应端的产能扩张影响外，还明显受宏观经济运行情况尤其是房地产影响。2021 年以前纯碱最大的下游为浮法玻璃，最终端为房地产行业，房地产的景气度直接影响浮法玻璃的供需，进而影响纯碱的需求和景气度；轻碱下游较为分散，轻碱需求增速和 GDP 增速具有较强的正相关关系，对价格的影响小于重碱端玻璃的影响。

纯碱过去十五年的三轮熊市各有其产生因素（产能扩张、终端需求疲软等），但走出熊市几乎是相同的原因——需求增长。无论是 2009-2010 年的反弹、2016-2019 年的反弹，还是 2020 年的反转，纯碱走出熊市的驱动均来自于需求端的增长。2008 年的“四万亿”带来房地产行业的强势反弹和大宗商品的需求增长，2009-2010 年多数商品呈现供需两旺的特征，纯碱也是受需求端的利好影响出现反弹。2016-2019 年“供给侧改革”和房地产行业的上行带来浮法玻璃价格反弹，浮法玻璃日熔量上升对纯碱也形成利好。2021-2023 年浮法玻璃日熔增长、光伏玻璃产能大量扩张，纯碱需求端强势、价格大幅上涨。

历史上的纯碱反复在“需求增加供不应求、价格上涨-产能扩张（或需求下降）供应过剩、价格下跌-需求增加供不应求、价格上涨”之间切换。大周期里，纯碱行业因亏损而主动去产能的现象并不多见，走出熊市主要靠需求增加；小周期里，价格重挫亏损严重时，纯碱行业联合减产以降低亏损。2024 年开始的纯碱熊市，一方面是受产能扩张的利空影响，另一方面是受需求下滑的利空拖累。短周期内，终端地产和光伏行业难有明显好转，纯碱需求增加预期不足；行业因前三年积累的高额利润和不同工艺生产成本巨大，暂时难有较多的产能退出和大规模减产。因此，短中期纯碱的熊市格局将延续，直到房地产行业重新回暖、浮法玻璃日熔上升或光伏行业回暖、光伏玻璃日熔上升。若高成本、高能耗企业主动退出市场，熊市或提前结束。

要渡过未来的艰难阶段，纯碱企业需内外兼修。除改进技术、降低成本、开拓海外市场外，纯碱企业应积极关注和拥抱纯碱期货、期权。本轮熊市周期与以往最大的不同是国内已上市流动性充裕、定价功能较强的纯碱期货，并配套纯碱期权。企业可积极利用纯碱期货进行销售或套期保值对冲价格下跌风险。

图表 57：2015-2024 年浮法玻璃在产日熔量与国房景气指数（元/吨）



数据来源：Wind，中信建投期货整理

## 五、策略：延续空头思路，关注产业链套利机会

### 1、总结：2024 年供强需弱，库存持续累积

2024 年纯碱供需均出现增长，但供应增速远快于需求，行业进入明显的供应过剩阶段。2024 年国内新增纯碱产能约 360 万吨，2024 年纯碱产量预测值为 3774 万吨，较 2023 年增加 512 万吨，增幅 15.70%；2024 年纯碱需求量预测值为 3405 万吨，较 2023 年增加 249 万吨，增速 7.89%；预计 2024 年纯碱进口量 96 万吨，同比增加 28 万吨；预计全年出口量 123 万吨，同比减少 26 万吨。

图表 58：2016-2025 年国内纯碱年度平衡表（万吨）

	期初库存	产量	消费量	进口量	出口量	期末库存
2017	200	2677	2518	14	152	221
2018	221	2624	2579	29	138	157
2019	157	2888	2645	19	144	275
2020	275	2812	2631	36	138	354
2021	354	2913	2846	24	76	369
2022	369	2920	2913	12	206	182
2023	182	3262	3156	68	149	207
2024E	207	3774	3405	99	121	554
2025E	554	3809	3363	25	199	826

数据来源：国家统计局，海关总署，卓创资讯，中信建投期货测算

### 2、展望：熊市难改，价格低位运行为主

2024 年纯碱从供应短缺转向供应过剩，熊市周期正在进行中，预计 2025 年纯碱延续熊市特征——低价格、低波动、高库存。预计 2025 年纯碱供应增加 35 万吨至 3809 万吨，需求下降 42 万吨至 3363 万吨，其中重碱需求下降约 90 万吨，轻碱需求增加约 50 万吨；低价背景下，2025 年纯碱净出口有望明显增加，预计 2025 年纯碱出口增加 78 万吨至 199 万吨、进口下降 74 万吨至 25 万吨。具体来看，因新增产能具有较低的成本优势，预计新产能将为纯碱带来增量供应；但高成本企业面临亏损压力，高成本企业被迫减产或间歇性发生，预计 2025 年纯碱整体开工率下滑，部分对冲新产能的供应增量。需求端，受终端地产和光伏行业不景气影响，2025 年浮法玻璃和光伏玻璃产量预计下滑，尤其是上半年重碱需求将维持弱势；轻碱下游碳酸锂用碱需求将继续增加，为纯碱带来近 40 万吨需求增量。

高库存影响下，终端或维持中性偏低库存，产业链矛盾不大，只有极低的价格出现下游才会有明显的补库动作。预计 2025 年纯碱波动将收敛，价格重心继续下移，全年重碱现货价格重心在 1400-1600 元/吨，悲观预期和极高库存或导致重碱价格跌破 1300 元/吨，阶段性下游补库和宏观利好或使得价格升至 1700 元/吨附近。预计 2025 年重碱现货价格运行区间为 1250-1750 元/吨，期货主力合约运行区间为 1200-1850 元/吨。考虑亏损减产、夏季检修等因素，2025 年纯碱价格或先抑后扬，下半年价格略高于上半年。

### 3、策略：高空为主，极低估值博弈反弹

2025 年纯碱有望呈现标准的熊市结构和熊市走势，价格或偏空运行。基于供需展望和估值分析，我们给出以下年度策略作为参考：

（1）基于供强需弱的行业格局，建议以偏空震荡思路对待，上半年以反弹沽空为主，上游企业关注卖出套保机会，SA2505 重点关注 1700-1800 元/吨的压力位。

（2）基于极低估值下游补库和出口增加的预期，若重碱现货价格跌至 1300 元/吨下方，下游可增加原料库存并关注期货价格反弹机会，SA2509 关注 1250-1350 附近支撑。

（3）基于纯碱熊市格局分析，一季度可重点关注 5-9 反套机会，价差在-70 附近可尝试介入。

（4）基于玻璃冷修预期和纯碱高库存压力分析，上半年可关注做空纯碱-玻璃价差机会，SA2505-FG2505 价差在 200 以上可尝试。

（5）基于纯碱波动收敛的判断，可关注做空纯碱期权波动率的策略，纯碱期权隐含波动率升至 40%以上可尝试。

未来潜在的风险因素包括宏观超预期、需求表现超预期、供应减量超预期等。

**图表 59：2025 年国内纯碱月度供需平衡表（万吨）**

	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
纯碱产量	322	300	329	320	331	325	315	311	310	318	312	316
进口量	2	1	2	3	2	1	2	2	1	3	2	4
出口量	14	15	16	15	16	17	20	18	17	16	18	17
国内总供应	310	286	315	308	317	309	297	295	294	305	296	303
浮法日熔量	16.0	16.1	16.2	16.3	16.5	16.6	16.5	16.6	16.7	16.7	16.7	16.6
光伏日熔量	8.8	8.9	9.0	9.0	9.0	9.0	9.2	9.4	9.6	9.7	9.8	9.8
浮法+光伏日熔量	24.8	25.0	25.2	25.3	25.5	25.6	25.7	26.0	26.3	26.3	26.5	26.4
重碱消费量	146	131	149	145	150	146	154	156	156	161	157	161
轻碱消费量	125	125	122	127	127	134	135	134	129	132	128	133
国内总消费	271	256	271	272	277	280	289	290	285	293	285	294
库存变动	39	30	44	36	40	29	8	5	9	12	11	9

数据来源：中信建投期货测算

## 联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：[www.cfc108.com](http://www.cfc108.com)

获取更多研报报告、专业客户经理一对一服务、  
了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获得！



## 重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更



改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。