工业品部

纯碱：或跃在渊

刘洋（分析师-化工品）
F0286567 Z0010893

摘要

2024 年 4 月我们先后发布策略报告《纯碱：否极泰来》和深度报告《纯碱：达者为先》，提出“上半年纯碱供需格局的亮点来自需求的超预期增长”，“纯碱多单可继续持有，并重点关注下游库存去化的持续性”；6 月我们发布策略追踪报告《纯碱：人、樽、月》，提出“估值修复进程大致完成，绝对价格和相对价格处于合理位置，估值继续上行需要现实进一步好转为基础”。在此期间纯碱以现实好于预期为基础进行了一轮估值修复行情，期/现货先上后下（涨幅 29%/18%，跌幅 17%/5%），估值从低位上修至中高位后回落至中位附近。

当前纯碱供需与估值大致匹配，产业链矛盾集中在下游及终端环节，纯碱自身或跃在渊，具体情况如下：

1、 中期供应增量仍多

2、 轻重碱强弱或逆转

3、 估值无咎，驱动有为

免责声明

本报本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为永安期货公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

一、中期供应增量仍多

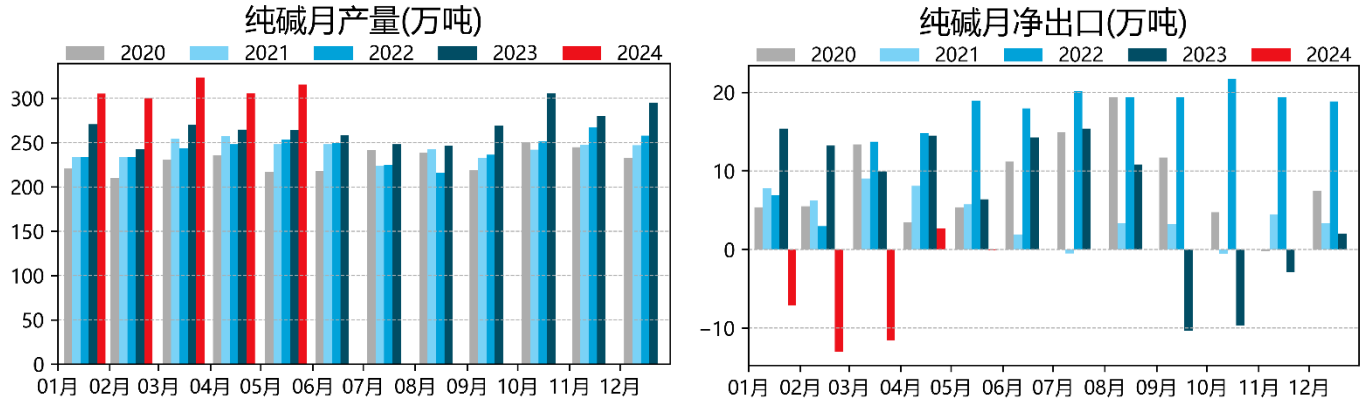
图1：2024 年下半年新投产装置

企业	产能（万吨）	工艺	时间
东北阜丰	30	联碱法	2024Q3
江苏德邦	60	联碱法	2024Q3
湘渝盐化	10	联碱法	2024Q3
连云港碱业	110	联碱法	2024Q4
中源化学	30	天然法	2024Q4
合计	240		

图2：
数据来源：卓创资讯，永安期货研究院

纯碱产能在 2023 年下半年大幅增加，并在 2024 年上半年基本释放为供应：纯碱月产量从 2024 年 1-3 季度的 259 万吨增加至 2023 年 4 季度的 294 万吨，并在 2024 年 1-2 季度进一步增加至 309 万吨，月供应量增加了 50 万吨。2024 年 3-4 季度纯碱仍有多套装置计划投产，增幅远不及去年同期但扩张基数较高，对当前供需大致平衡的局面的影响并不弱。此外，国内纯碱行业已经由联碱法和氨碱法的“二人转”逐步过渡为联碱法、氨碱法和天然碱法的“三国演义”；后续氨碱法面临的挑战较多，而联碱法和天然碱法各有定位和特色，未来国内纯碱行业可能再度回归“二人转”。

图3：纯碱供应

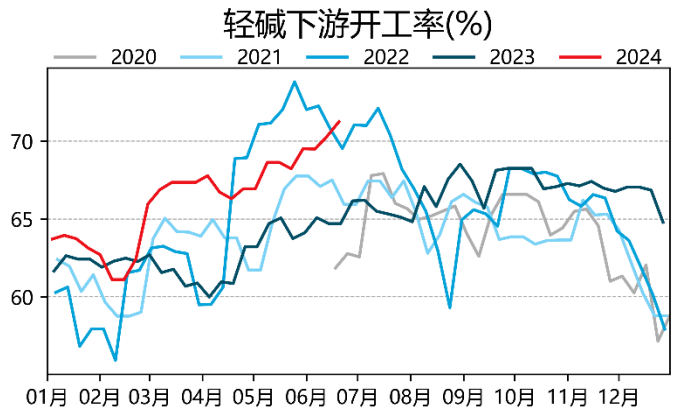


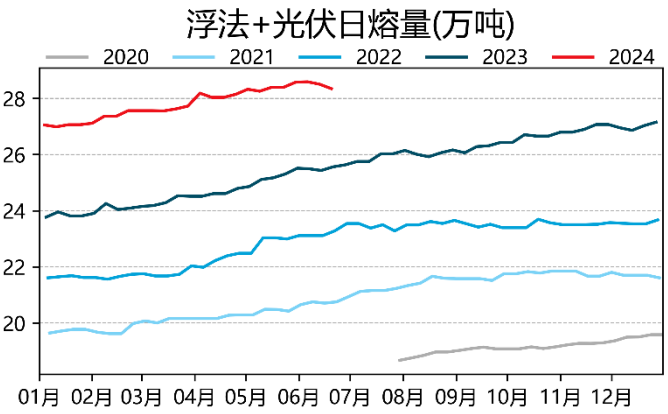
数据来源：卓创资讯，海关总署，永安期货研究院

按月度数据，纯碱 1-5 月国内供应同比增加 238 万吨，1-5 月国外供应同比增加 88 万吨，供应合计同比增加 326 万吨，供应增幅从 1-3 月的 34%放缓至 26%；按更高频的周度数据，纯碱 1-25 周国内供应同比增加 184 万吨，1-25 周国外供应同比增加约 102 万吨，供应合计同比增加 286 万吨，供应增幅从 1-4 月的 26%放缓至 21%。虽然远兴二期项目后延，并且连云港碱业实际形成供应要到 2025 年，但三季度仍有多套装置陆续形成增量供应，因此维持纯碱中期供应增速超过 2023 年（15%）的预期。

二、轻重碱强弱或逆转

图4：纯碱下游情况

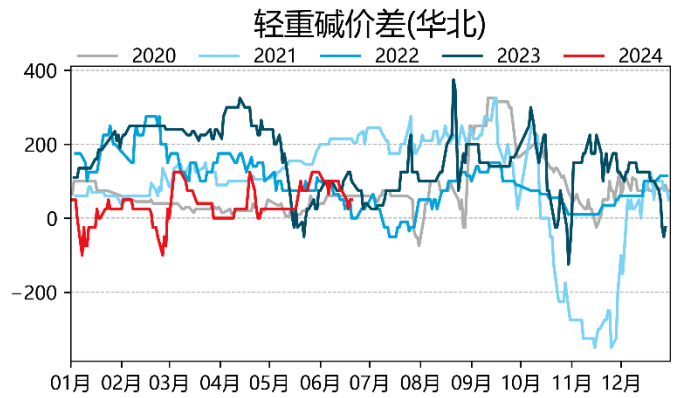


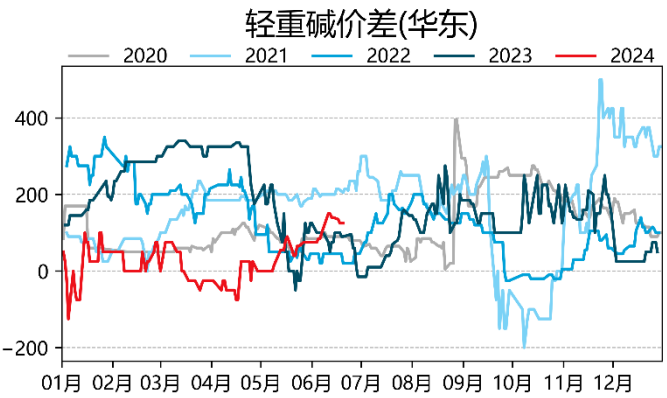


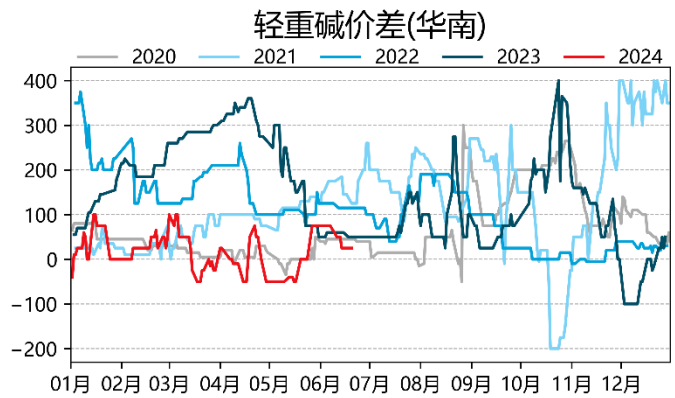
数据来源：卓创资讯，Wind，永安期货研究院

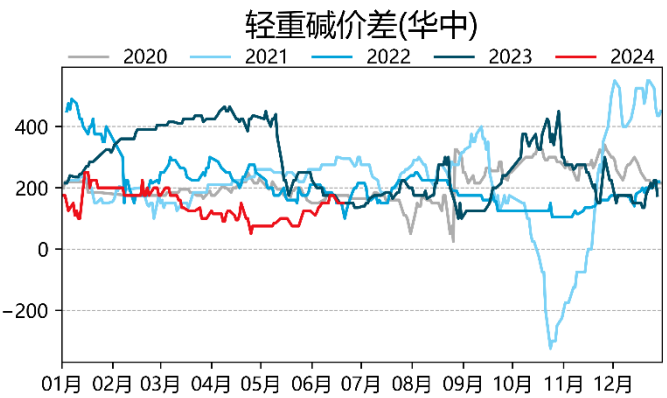
我们分别以传统轻碱下游开工率和“浮法+光伏日熔量”衡量轻重碱下游需求情况：可以看到重碱需求已经连续 4 年快速增长；而传统轻碱需求的季节性较强，不过自 2023 年 11 月开始至 2024 年 5 月的半年时间里出现了“淡季不淡，旺季更旺”的情况，需求强度持续超预期。在轻碱需求持续超预期的情况下，市场轻碱货源始终比较紧张，国内大部分地区的轻重碱价差自去年 11 月以来持续处于高位，个别地区还复现了 2021 年轻重碱价格大幅倒挂的情况。2021 年 10 月、2023 年 5 月和最近这三轮轻重碱价差走强的主逻辑并不相同：2021 年轻重碱价差走强源于碱厂及玻璃厂被动减少供应，华东、华南等轻碱消费区出现了一货难求的情况，而重碱货源相对宽裕；2023 年轻重碱价差走强源于“经济强复苏”预期被证伪，宏观属性更强的重碱相对轻碱超跌；最近一轮的轻重碱价差走强则主要来自需求预期兑现程度的差异，轻碱需求大幅超预期，而重碱需求虽然高增长但基本在预期内。近期轻碱需求在现货价格走到高位后明显转弱，而重碱需求相对平稳，轻重碱价差有所收敛；相应地轻碱的托底效应逐步减弱，定价权或逐步回归重碱端。

图5：重碱与轻碱价差



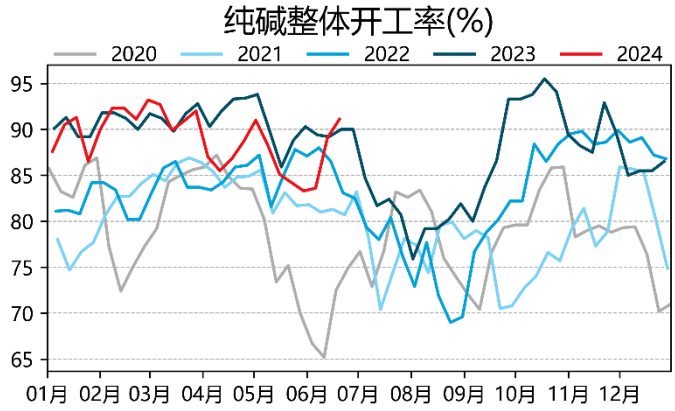


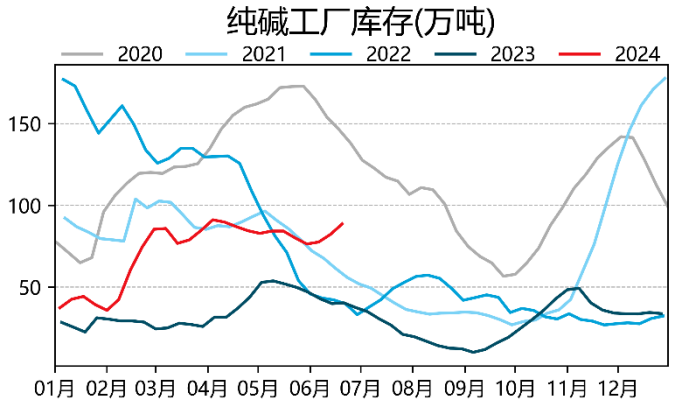


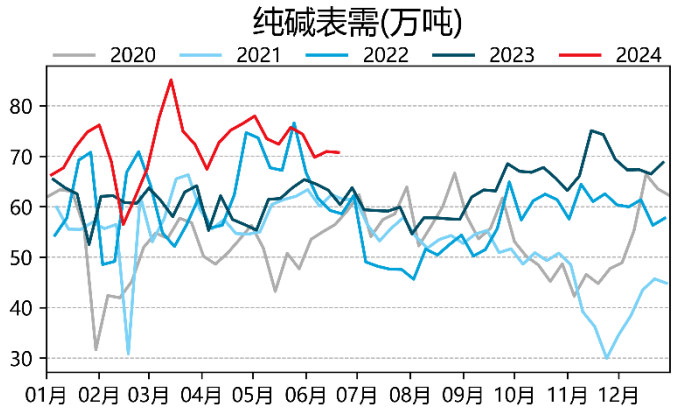


数据来源：卓创资讯，Wind，永安期货研究院

图6：纯碱开工、厂库及表需





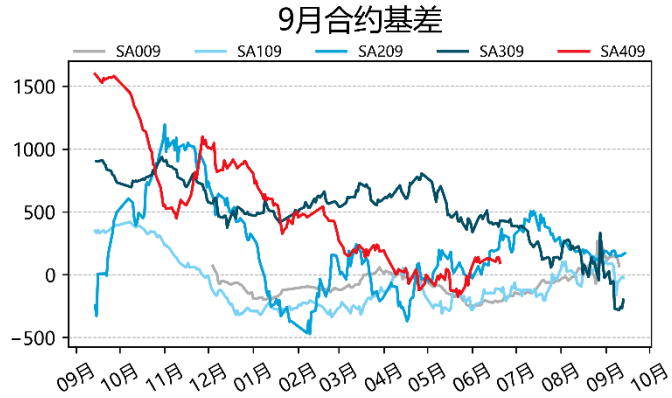


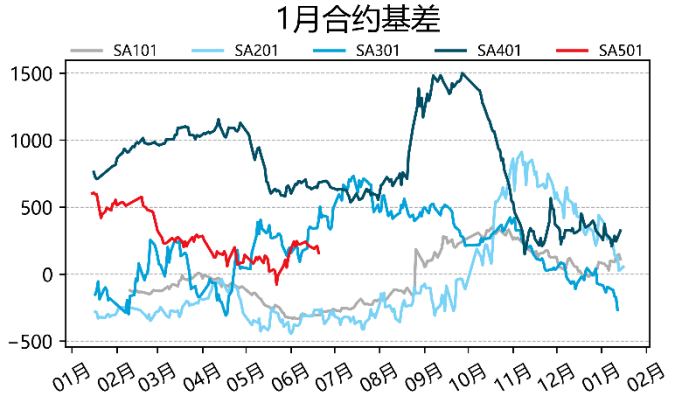
数据来源：Wind 资讯，卓创资讯，海关总署，永安期货研究院

前期检修装置复工、轻碱需求的转弱以及贸易商集中出货使得纯碱供需在 5 月底 6 月初以来处于略过剩状态，碱厂库存与开工同步走高，接近年内高位。目前纯碱 1-5 月供应增量（+326 万吨）中有 2 成体现在了厂库环节（+58 万吨），有接近 5 成被下游需求增长消耗掉，剩余 3 成分散在玻璃厂、期现商、贸易商等环节，供应增量流向分布尚属合理，货权仍集中在下游。综合供需两端情况看，我们维持之前的结论：“如果说上半年纯碱供需格局的亮点来自需求的超预期增长，那么下半年纯碱供需格局如果想要维持在相对健康的状态，那么供应端的调配可能是关键，特别是 7、8 月份集中检修的时间段”。

三、估值无咎，驱动有为

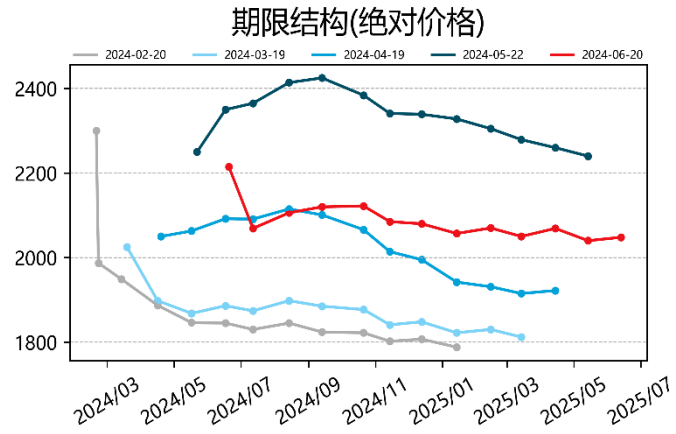
图7：纯碱基差

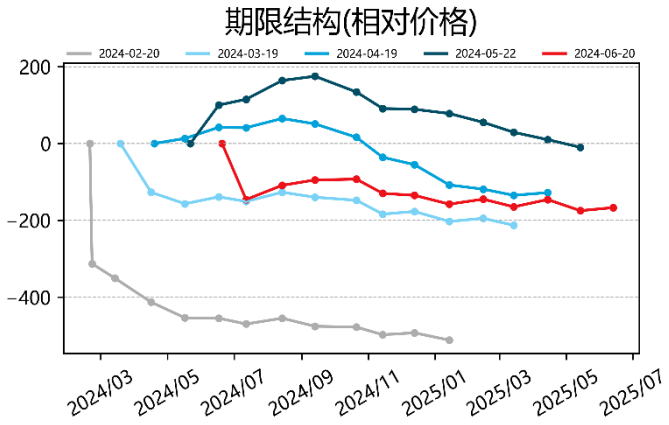




数据来源：wind 资讯，永安期货研究院

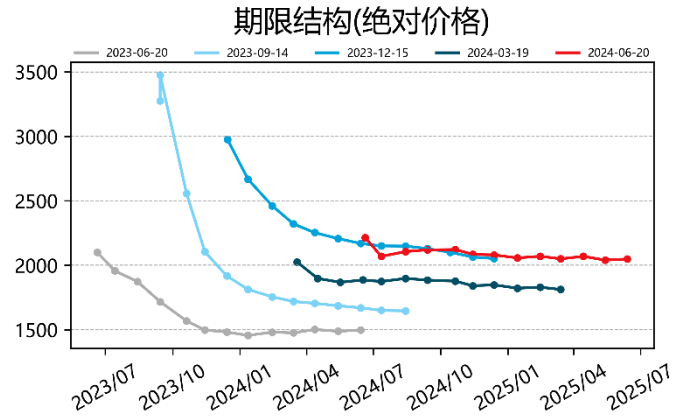
图8：纯碱期限结构（4 个月）

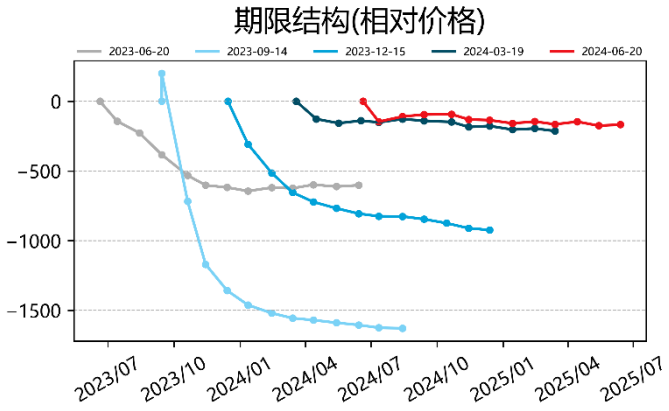




数据来源：wind 资讯，永安期货研究院

图9：纯碱期限结构（12 个月）

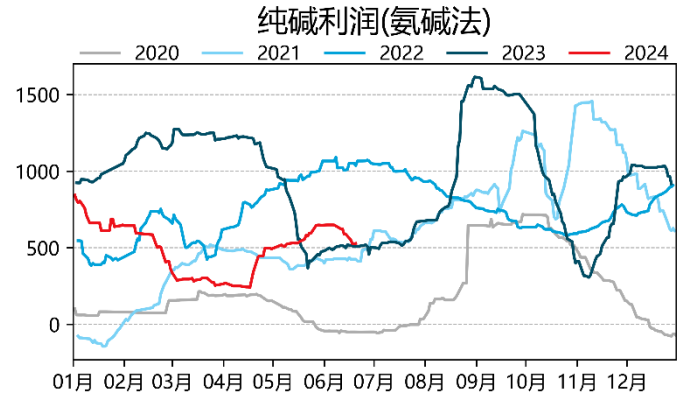


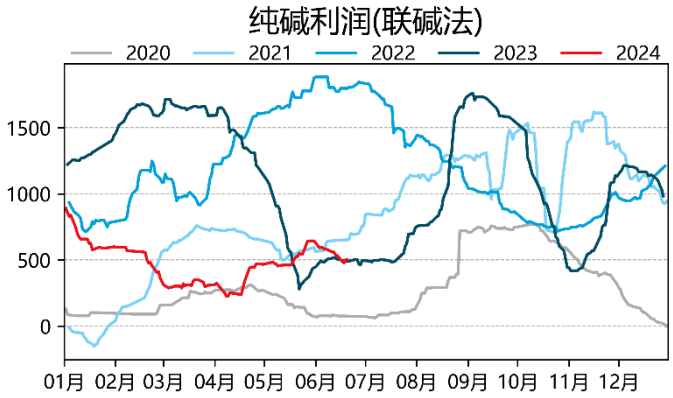


数据来源：wind 资讯，永安期货研究院

在本轮估值上行及回调过程中纯碱持续弱现实强预期，期货近端较现货及远端敏感，在上行过程中快速升水，并在回调过程中下修至微贴水同时结构走平；而期货远端受近端牵引的影响依次减弱，结构始终较平，基差也在平水附近震荡。当前 9 月基差贴水 50-100 元/吨，1 月基差贴水 100-150 元/吨，期限结构回到类似 3 月中下旬平坦结构的状态，盘面溢价大幅收缩，处于中性水平。从近 1 年视角看，当前期货溢价处于较高的水平，弱现实强预期或将延续至 4 季度。

图10：纯碱利润





数据来源：Wind 资讯，永安期货研究院

纯碱成本端的煤、液氨等原料价格走强暂缓，同时成品价格也在持续走弱，毛利修复至年内次高位后回落，当前氨碱法毛利处于近 5 年的中位，而联碱法毛利受氯化铵拖累处于近 5 年的中低位，现货溢价从中高位回到中性略高的水平。

综合看纯碱估值中性略高，而驱动在供应略宽松的局面下缺乏持续因素，因此在 2 季度预期差主导的行情过后，3 季度的行情推手仍将是供需节奏的差异：首先是国内检修兑现情况，目前已有部分厂家延后检修，因此纯碱短期仍将是高开工；其次关注进口货源消化情况，今年 1 季度纯碱进口量较大，对沿海纯碱定价影响较大；最后关注除沙河外玻璃厂的去库方式，经历了挺价稳市场和降价走量两个阶段后，尽管玻璃区域价差缩至极值甚至倒挂，但是大部分玻璃厂库存并没有化解至相对理想的位置，去库仍在路上。估值无咎的前提下，我们认为纯碱或跃在渊，盈亏比或许比胜率更为重要。

免责声明：

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为永安期货公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。