

工业品部

纯碱：达者为先

刘洋（分析师-化工品）
F0286567 Z0010893

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。

摘要

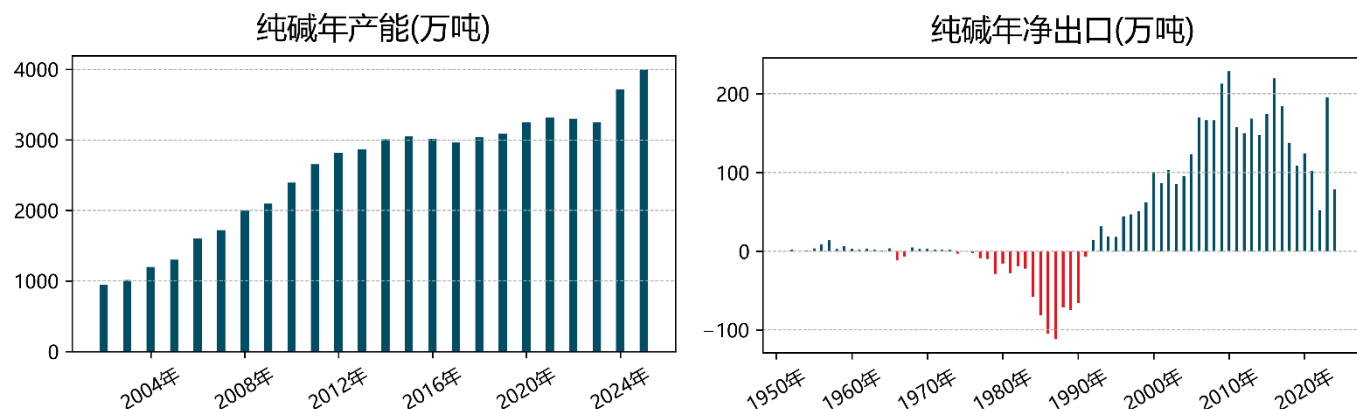
2023 年下半年随着阿碱一期、孟州金山等项目相继投产，国内纯碱产能增长迅速，行业集中度持续提高，行业格局从联碱、氨碱的“二人转”进一步向联碱、氨碱、天然碱的“三国演义”演进；2024 年国内仍有阿碱二期、连碱等项目待投产，产能仍在扩张，不过扩张速度大幅放缓。除了国内供应增量外，国外供应同样出现超预期增量，2024 年 1-3 月净进口同比增加 70 万吨，大致相当于同期国内产量增量（145 万吨）的一半。在供应大扩张背景下，纯碱需求同样实现了快速增长：2023 年纯碱供应量同比增加 414 万吨（内 299 万吨+外 115 万吨），厂库同比基本持平，供应增量与需求增量大致相当；2024 年截至 4 月 18 日，纯碱供应量同比至少增加 236 万吨（内 166 万吨+外 70 万吨），而厂库同比增加 50 万吨，间接反映供应增量大于需求增量，但过剩程度有限。

在供需矛盾尚不明显的情况下，2024 年 1 季度纯碱价格波动较小，波动区间在 20%左右；进入 2024 年 2 季度特别是清明假期以后，北方及南方玻璃厂先后启动了一轮涨价去库进程，去库强度及持续性远超预期，带动上游纯碱价格止跌并持续上行。近期纯碱估值从中低位修复至中位，能否继续上行需考虑现实能否匹配，具体如下：

- 1、 内外供应俱增
- 2、 新旧需求皆盛
- 3、 三方重新定位

一、内外供应俱增

图1：纯碱产能及净出口

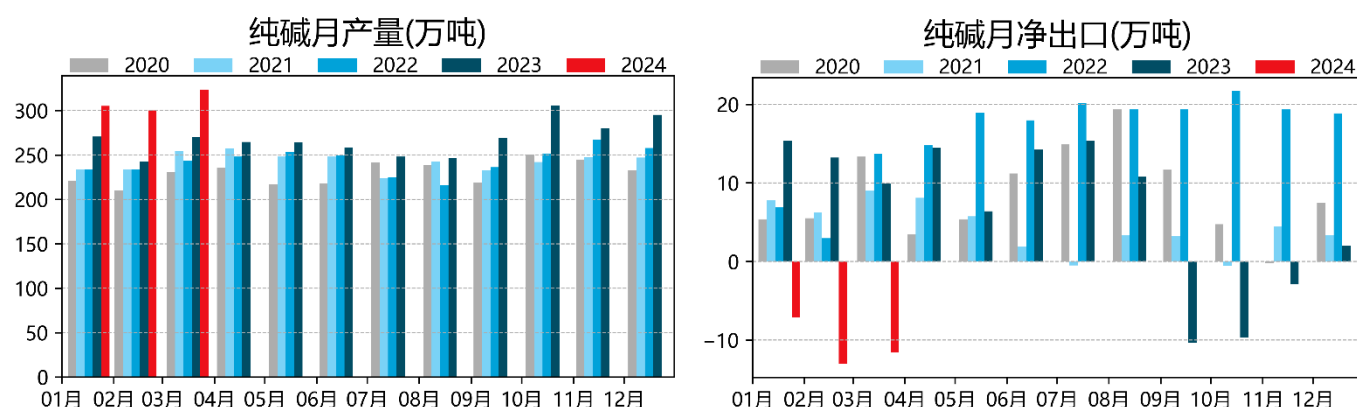


数据来源：卓创资讯，海关总署，永安期货研究院

2000 年以来，纯碱的产能发展大致分为三个阶段：扩张期（2001 年-2013 年），产能从不足 1000 万吨扩张至 3000 万吨，年均增量约 150 万吨；维持期（2014 年-2018 年），产能维持在 3000 万吨左右；扩张期（2019 年-2024 年），产能从 3000 万吨扩张至 4000 万吨，年均增量约 170 万吨。2000 年以来，纯碱进出口发展同样经历了三个阶段：增长期（2001 年-2009 年），净出口量从 100 万吨增长至峰值的 229 万吨；维持期（2010 年-2015 年），净出口量在 150 万吨-220 万吨之间；下降期（2016 年至今），除 2022 年因下游浮法集中检修出现异常外，净出口量从 2016 年的 184 万吨一路下降至 2023 年的 79 万吨，进入 2024 年后纯碱从净出口进一步转为净进口，1-3 月净进口量合计 32 万吨，是 1990 年之后国内首次出现持续的、规模以上的净进口。

如果以净出口量来衡量国内纯碱产能的冗余情况，则可分为三个阶段：冗余增加（2001 年-2009 年），产能扩张极快，需求增速较高但难以匹配供应增速，产能利用率从近 100% 下降至 80%，产能冗余从 0 增长至 200 万吨；冗余持平（2010 年-2014 年），供应增量和需求增量大致相等，供需格局处于均衡态附近，产能利用率回升至 85%，产能冗余维持在 300-400 万吨；冗余不足（2015 年至今），2015 年-2019 年产能冗余降至 200 万吨，虽然 2020 年-2021 年产能冗余增至 400 万吨左右，但接下来的 2022 年产能冗余大幅降至 140 万吨左右，冗余不足的影响最终体现为 2023 年下半年的两轮短时间快速上涨。

图2：纯碱供应

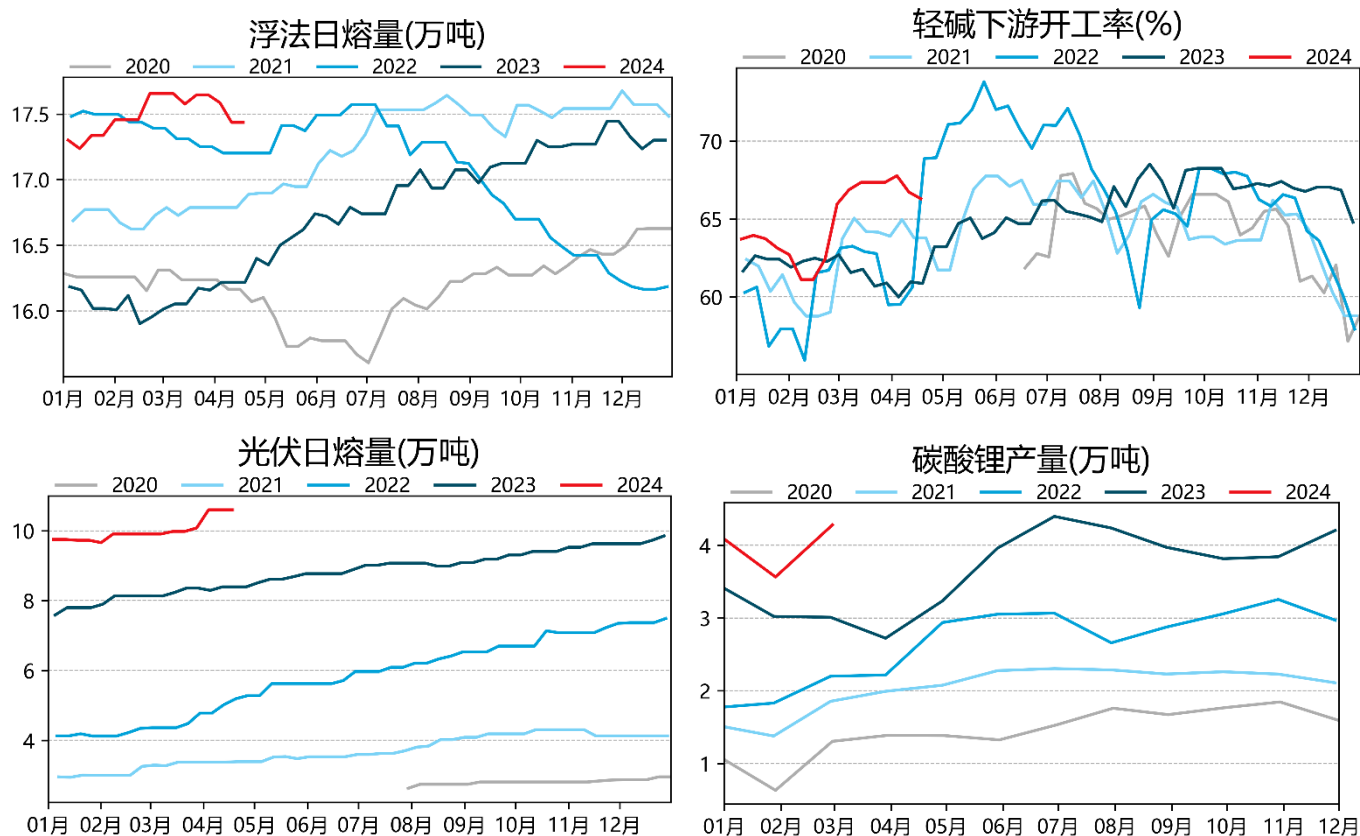


数据来源：卓创资讯，海关总署，永安期货研究院

按月频数据，纯碱 1-3 月国内供应同比增加 145 万吨，1-3 月国外供应同比增加 70 万吨，供应合计增加 215 万吨，供应增幅 34%；按周频数据，纯碱 1-16 周国内供应同比增加 166 万吨，1-16 周国外供应同比增加约 85 万吨，供应合计增加 236 万吨，供应增幅 26%。此外考虑到下半年有连云港碱业及远兴二期投产，因此预计 2024 年纯碱产能及供应仍有显著增长，并且供应增速很可能超过 2023 年（15%）。

二、新旧需求皆盛

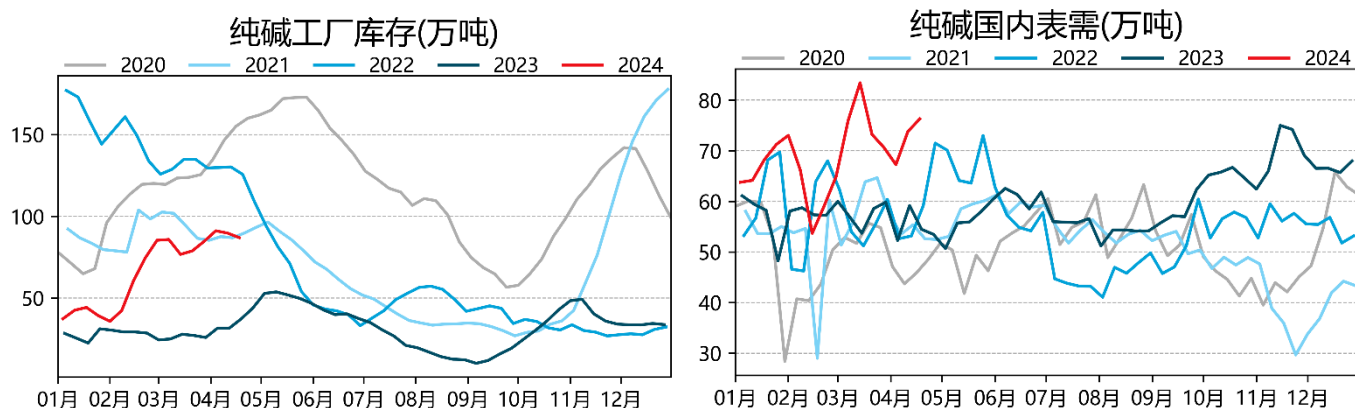
图3：纯碱下游情况



数据来源：Wind，永安期货研究院

我们以浮法日熔作为重碱旧需求，以味精、小苏打等复合开工率作为轻碱旧需求，以光伏日熔作为重碱新需求，以碳酸锂产量作为轻碱新需求，则可半定量得出重碱旧需求增速 9%，轻碱旧需求增速 6%，重碱新需求增速 22%，轻碱新需求增速 25%：一方面新旧需求均有增长且旧需求增速略超预期，另一方面新需求增速明显高于旧需求增速，更接近供应增速。

图4：纯碱厂库及国内表需

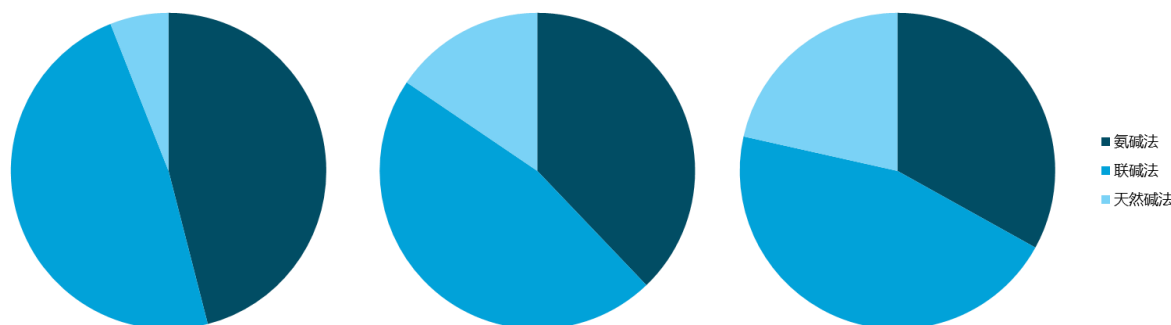


数据来源：Wind 资讯，卓创资讯，海关总署，永安期货研究院

从纯碱厂视角看，供应增量（+236 万吨）中只有 21%体现到了厂库环节（+50 万吨），一方面说明供大于求，2023 年下半年项目确实形成了一定的供应压力，以库存的方式在碱厂积累；另一方面也说明供应过剩程度低于年初预期，绝大部分供应增量还是可以通过刚需增长、社会库存积累等方式消化掉。此外，虽然 1-4 月纯碱需求强度超预期，但是下半年需求继续维持高增长面临诸多挑战，例如浮法终端竣工需求日趋下行、光伏装机增速难以维持 2023 年超高增速、传统轻碱开工已处于高位等等。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、三方重新定位

图5：纯碱产能占比变迁



数据来源：wind 资讯，永安期货研究院

在 2023 年下半年远兴阿拉善一期项目投产之前，国内纯碱供应主要来自氨碱法和联碱法，二者合计占比接近 95%，纯碱格局为氨碱法和联碱法的“二人转”：国内氨碱法源于索尔维制碱法，在上世纪 20 年代经侯德榜先生改进工艺后在永利碱厂实现规模化生产，一度是人工制碱的唯一成熟工艺；联碱法为国内所特有，源于抗战时期侯德邦先生发明的新工艺，于新中国成立后经进一步改良后在国内大规模推广，该工艺原子利用率高且副产品为氮肥，大幅缓解了当时的化肥短缺情况。基于原料采购和产品销售的综合考量，氨碱法装置多在盐资源丰富的沿海地区及内陆盐湖地区，而联碱法装置多在需调入食盐的农业大省。在“二人转”时期，联碱法和氨碱法竞争相对比较温和，各碱厂对应下游市场相对比较稳定；不过由于联碱法一部分利润来自氯化钠，因此在农需旺季、淡季及出现极端情况时会一定程度上影响联碱厂纯碱的定价及销售策略。

目前国内纯碱产能格局处于“二人转”向氨碱法、联碱法及天然碱法三分天下的局面过渡：天然碱法占比提升至 16%，氨碱法占比降至 38%，联碱法占比仍有 46%。目前受限于工艺条件，天然碱法对原有纯碱市场的冲击主要体现在个别细分领域上，需进一步改善工艺流程以进一步拓展市场。未来 1-2 年随着阿碱二期、连云港碱业等项目投产及南方碱业等项目退出，国内联碱法、氨碱法与天然碱法产能比例将大致变为 4: 3: 2，正式进入“三国时代”，其中联碱法占比最大、和粮食生产密切相关但占比不足一半，天然碱法成本最低但产能仅 2 成多，氨碱法占比下降但各碱厂基本盘稳固，总的来说各工艺甚至单个碱厂均不可或缺，各工艺间的博弈将更加多元化。

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。