

工业品部

纯碱：两可之间

刘洋（分析师-化工品）

F0286567 Z0010893

摘要

★操作建议：

6 月中旬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……SA409 多单可择机止盈”。之后玻碱产业链在市场压力下持续压缩估值：玻璃现货跌幅 20%，FG409 合约跌幅 25%；纯碱现货跌幅 23%，SA409 合约跌幅 27%。

策略：空仓观望或 SA501 合约轻仓多。

核心逻辑：

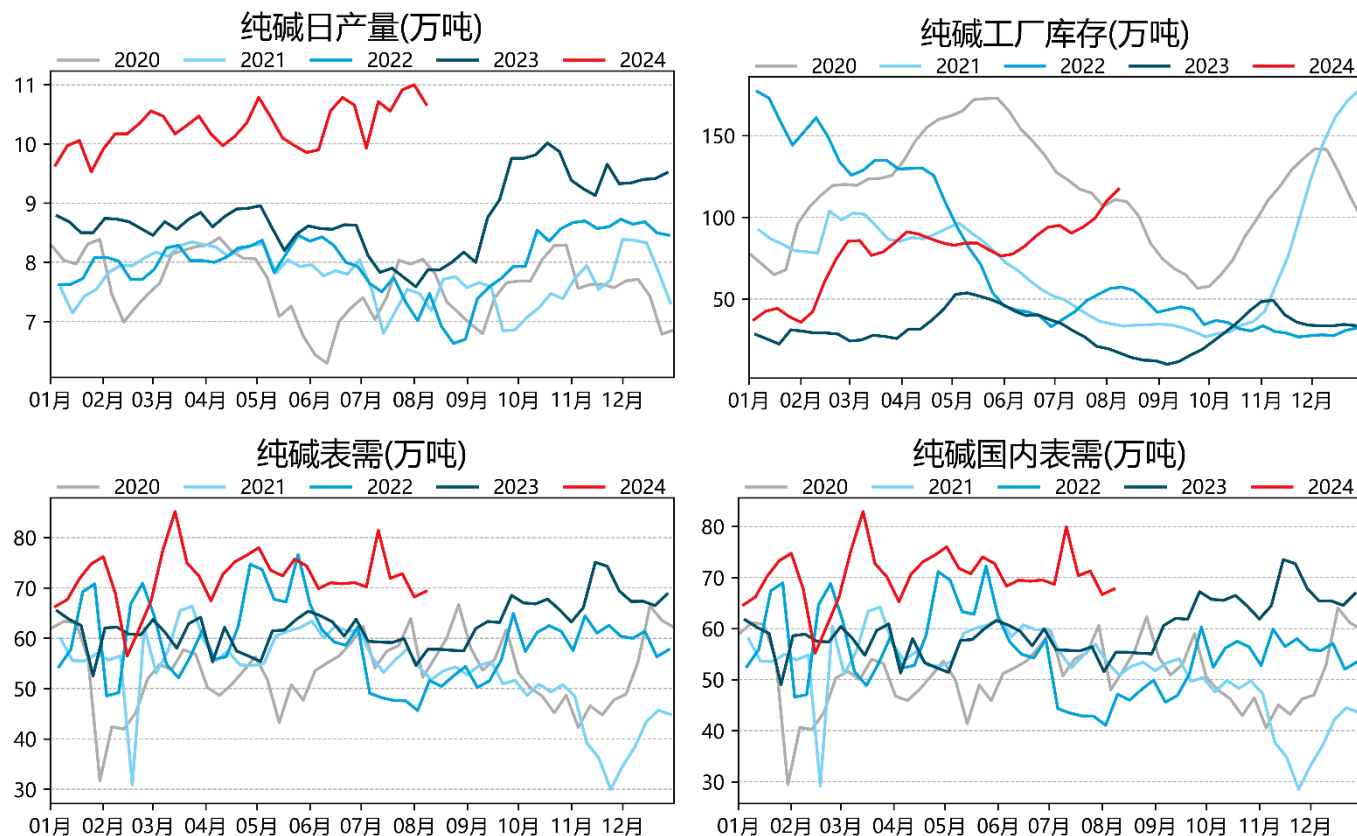
- 1、供需：供应快变量，需求慢变量
- 2、估值：持续压缩，下修至中低位

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、供需：供应快变量，需求慢变量

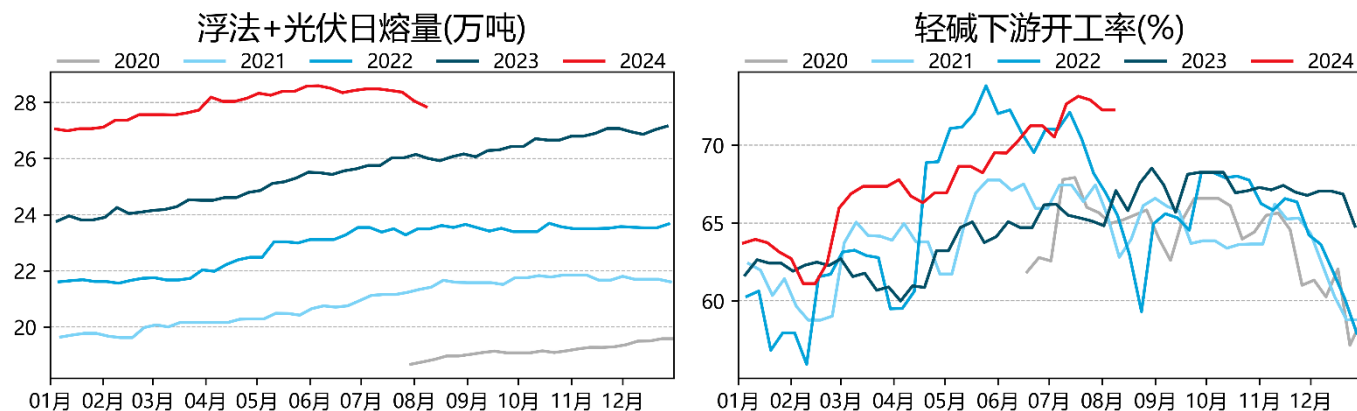
图1：纯碱产量、库存及表需



数据来源：卓创资讯，海关总署，永安期货研究院

截至8月中旬纯碱产量同比增加380万吨，国内供应增幅20%；此外1-6月纯碱净进口30万吨，同比去年增加100万吨，国外供应增幅5%；合并计算截至2024年8月中旬纯碱供应增量约480万吨，供应增幅约27%。供应大幅增长的情况下纯碱厂库同比增加约105万吨，占供应增量的五分之一；同时纯碱供需在6月中旬之后进入过剩状态，厂库持续积累，表需在7月中旬后从高位持续回落，表需增幅约19%，供需增速差从6月中旬的6%走阔至8月中旬的8%。面对市场压力，纯碱厂在进入8月后陆续开始计划内检修，供应压力暂时得到大幅缓解，不过在持续下跌的市场环境中下游观望情绪浓重，供需双减的情况下供应格局仍偏过剩，以价换量暂未起效。

图2：纯碱下游运行情况



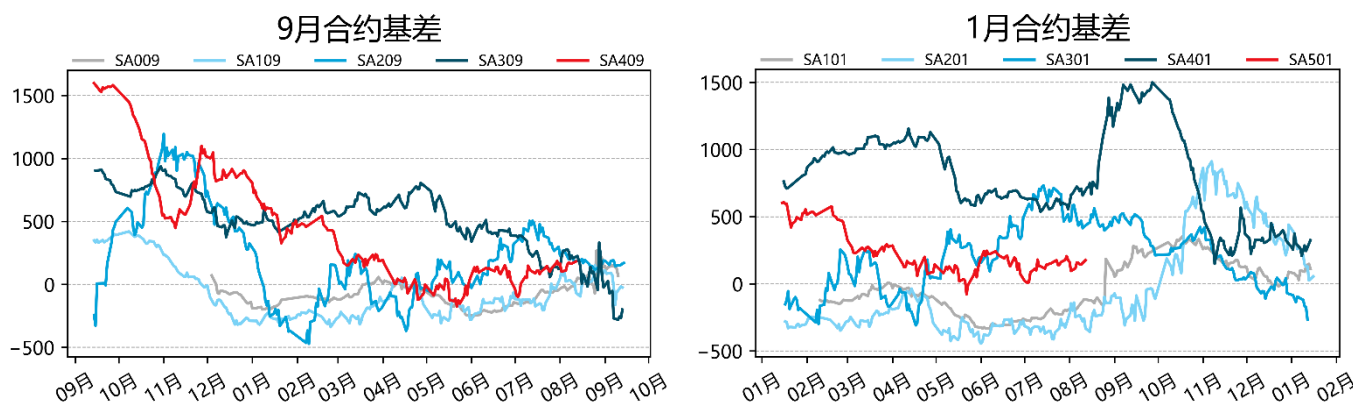
数据来源：卓创资讯，永安期货研究院

从纯碱下游运行情况可以看到，重碱需求高位回落，累计增量约 135 万吨，累计同比增幅降至 12%；轻碱需求增长较少，增量约 55 万吨，同比增幅 6%。此外下游各环节库存均有一定增量，玻璃厂库存增量约 30 万吨，期现商库存增量约 40 万吨，另有 115 万吨量分布在碱厂外库、进口货港库、贸易商库存等环节。因此纯碱供应的 480 万吨增量中，40%被下游需求增长消耗，22%积累在纯碱厂库，15%被下游期现商及玻璃厂分担掉，剩余 24%分散在其他环节，在需求增速下降的情况下，供应增量逐步向中游积累（从 6 月中旬的 11%到 8 月中旬的 22%）。动态看下游浮法玻璃竞争仍在白热化，终端地产主要指标仍负，不过增速边际好转；下游光伏玻璃同样压力较大，终端光伏产业仍处于洗牌阶段；短期重碱需求难有持续大幅好转。

综上纯碱自 6 月中旬以来持续供大于求，近期供应快速调整后仍处于中高位；过剩格局中，下游刚需拿货意愿不足，下游投机需求在高库存背景下同样持续走弱；碱厂在有一定利润水平的情况下以走量为主，估值持续下修至中低位，负反馈停止信号需下游竞争趋缓。

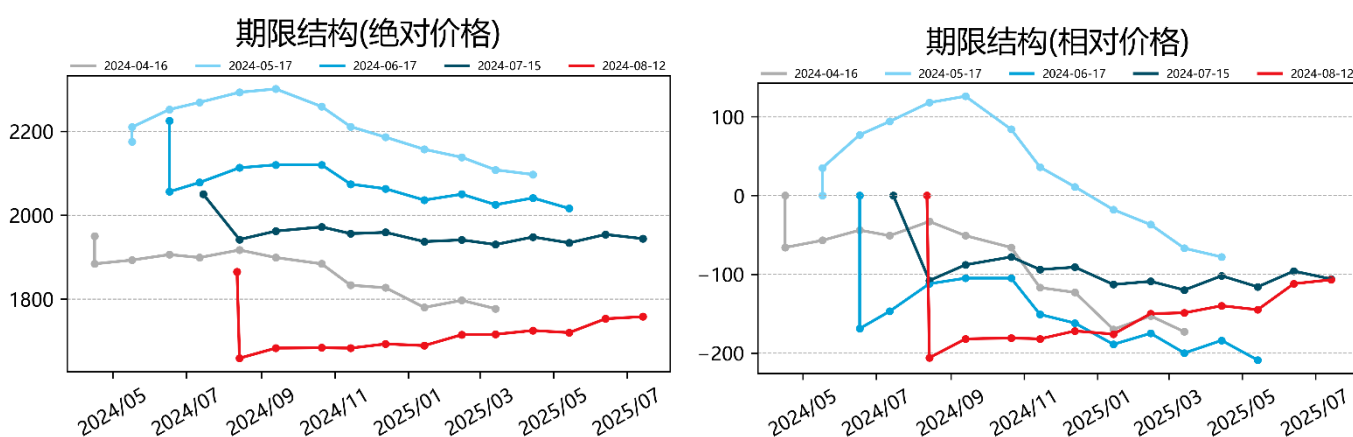
二、估值：持续压缩，下修至中低位

图3：纯碱基差



数据来源：wind 资讯，永安期货研究院

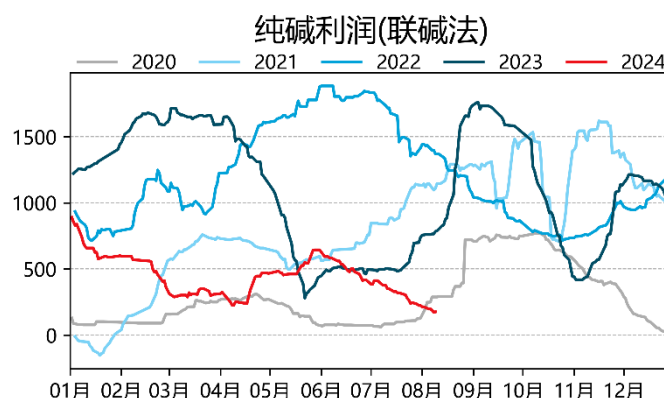
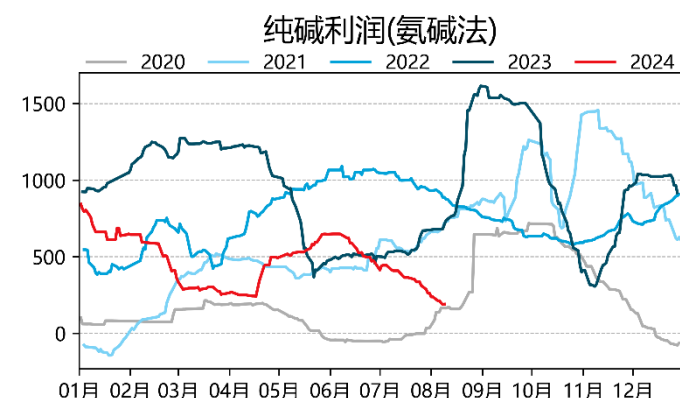
图4：纯碱期限结构



数据来源：wind 资讯，永安期货研究院

纯碱本轮估值压缩过程中持续弱现实强预期，期货相对现货的溢价减少，基差持续走强；6 月中旬至今期货相对现货超跌，9 月及 1 月基差从 -50~-100 走强至平水附近，而期限结构近端从升水结构转为平坦结构，远端从微贴水结构转为升水结构，盘面近端溢价减少，远端溢价增加。

图5：纯碱毛利



数据来源: Wind 资讯, 永安期货研究院

近期成本端的煤、液氨等原料价格走弱但幅度不大, 成品价格持续走弱, 相应地毛利继 3 月底 4 月初后创年内新低, 当氨碱法毛利处于近 5 年的次低位, 而联碱法毛利受氯化铵拖累处于近 5 年的最低位。

当前纯碱处于“中高供应+中高需求+中低估值”的状态, 行业供需格局从前期的持续过剩进入调整期, 动态看后市处于上下两可之间, 估值有优势但驱动仍向下, 因此建议在下游明确转势前以空仓观望或轻仓多为主。

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。