

2024 年 8 月

永安研究

策略报告

工业品部

纯碱：人，樽，月

刘洋（分析师-化工品）  
F0286567 Z0010893

## 摘要

## ★操作建议：

4 月初我们提出“近期市场焦点在于下游浮法玻璃走出了一周左右的超预期补库行情，纯碱也相应地跟涨，修复了一部分估值；鉴于当前纯碱处于‘高供应+高需求+中估值’的状态，建议纯碱多单可继续持有，并重点关注下游库存去化的持续性”，之后玻璃的超预期启动顺利向上传导，带动玻璃纯碱产业链的估值在 4-5 月份持续上修，玻璃估值从低估修复至中性（涨幅 15%），纯碱估值从低估修复至中高（涨幅 30%）。当前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。

持仓：SA409 多单可择机止盈。

## 核心逻辑：

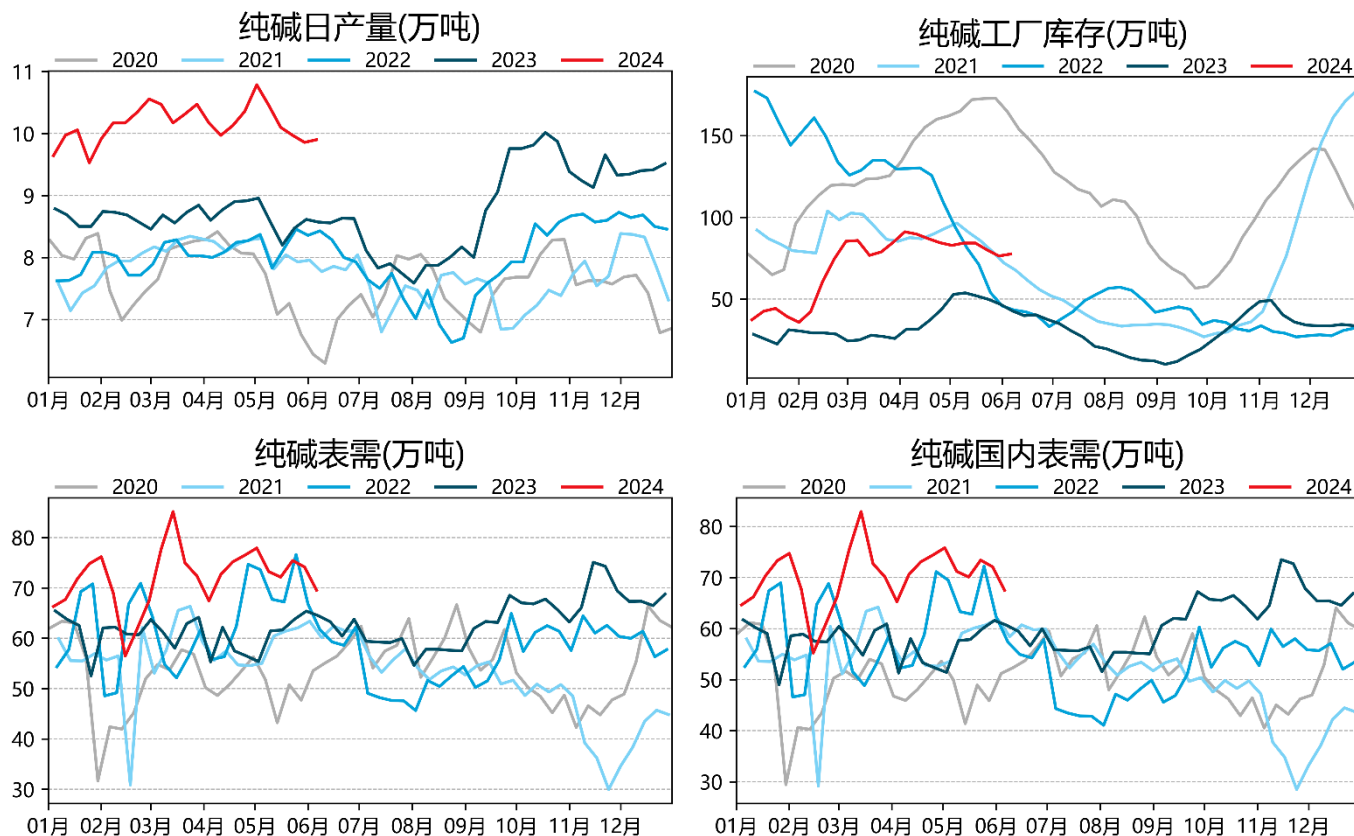
- 1、供需：过剩，但不完全过剩
- 2、估值：上修至中高位

## 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：过剩但又不完全过剩

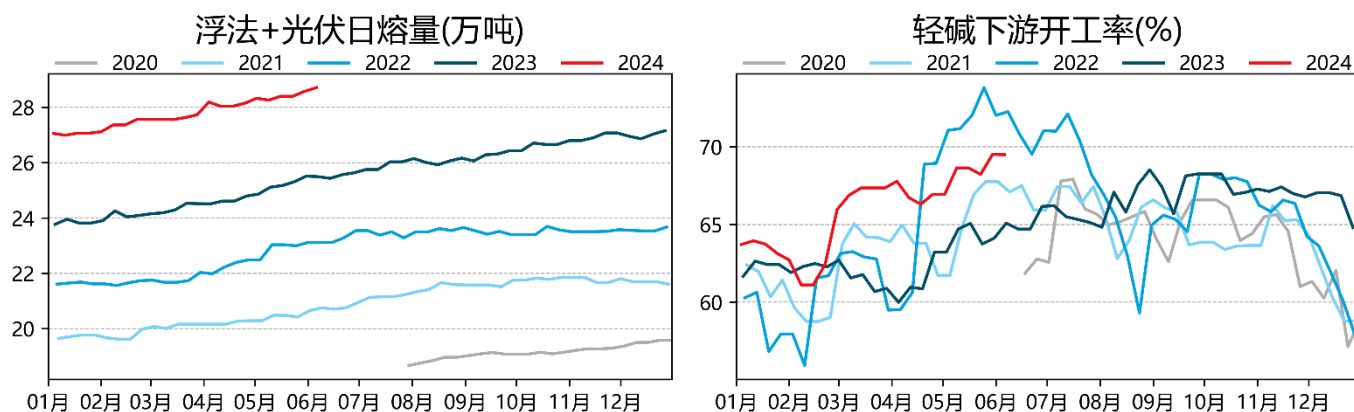
图1：纯碱产量、库存及表需



数据来源：卓创资讯，海关总署，永安期货研究院

截至5月底纯碱产量同比增加238万吨，国内供应增幅19%；此外1-4月纯碱净进口29万吨，同比去年增加82万吨，国外供应增幅7%；合并计算2024年1-5月纯碱供应增量320万吨，供应增幅高达26%。供应大幅增长的情况下纯碱厂库同比增加约35万吨，累库幅度并不大，预期的供需大幅失衡情况并未发生，表需也始终维持在高位。

图2：纯碱下游运行情况



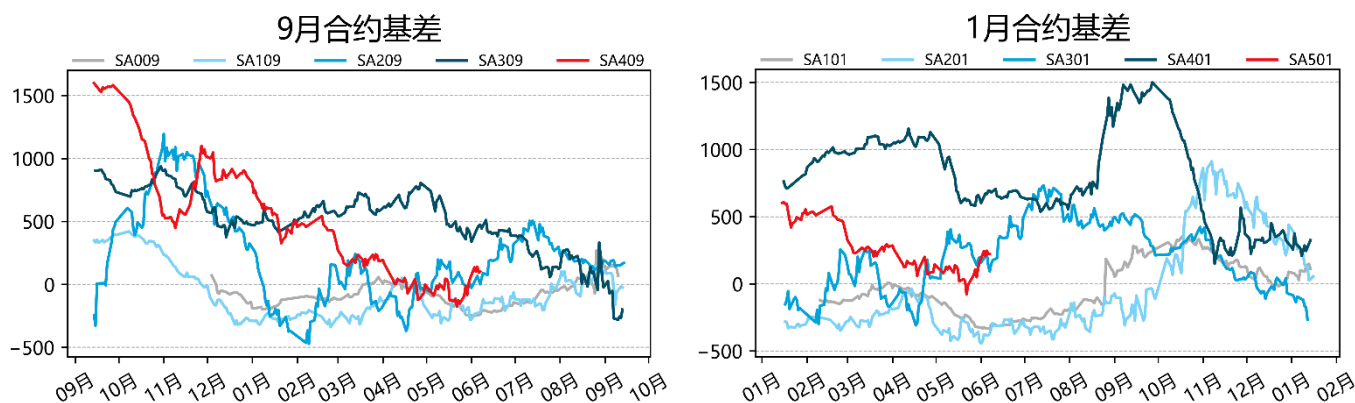
数据来源：卓创资讯，永安期货研究院

从纯碱下游运行情况可以看到，重碱需求增长较多，增量约 97 万吨，同比增幅 14%；轻碱需求增长较少，增量约 40 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 40 万吨，期现商库存增量约 25 万吨，另有 80 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 320 万吨增量中，44%被下游需求增长消耗，20%被下游期现商及玻璃厂分担掉，25%分散在其他库存环节，最终只有 11%积累在纯碱厂库，供应增量流向分布尚属合理。

综上纯碱整体上供大于求不过供需偏离并不大，属于过剩但又不完全过剩，供需短期扰动或预期兑现程度等短期因素权重较大，推动了二季度的估值快速上修过程。当前纯碱供应及下游刚需处于高位，下游投机需求在中高社会库存背景下环比走弱，在检修季之前供需格局预计较前期宽松，估值上修动力略显不足。

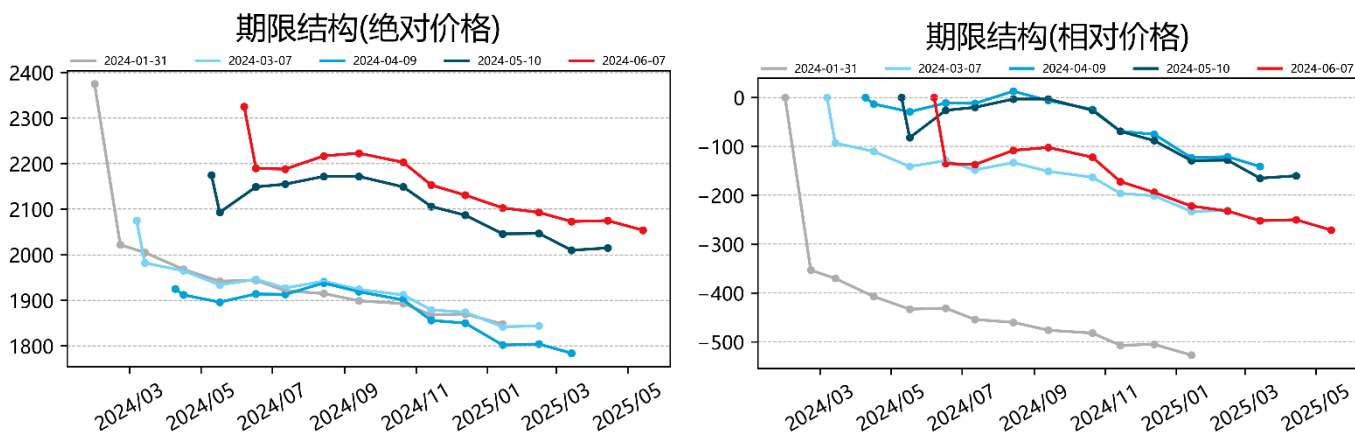
## 二、估值：上修至中高位

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

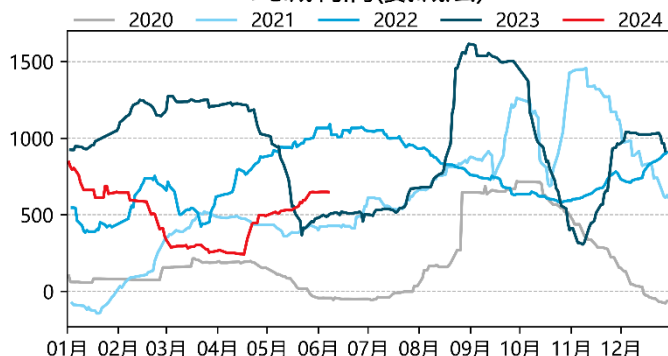


数据来源：wind 资讯，永安期货研究院

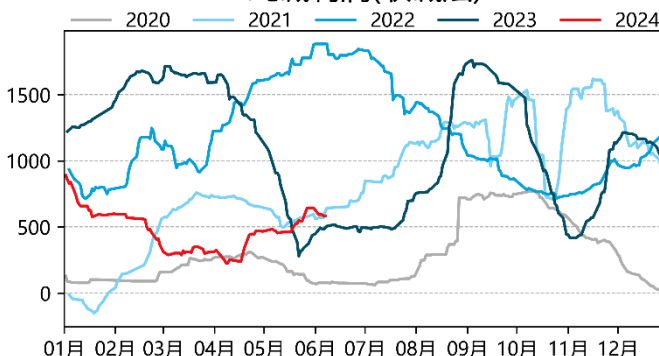
纯碱本轮估值上修过程中持续弱现实强预期，期货相对现货的溢价处于高位，基差始终压在低位；5月下旬至今期货相对现货超跌，9月基差上修至微升水，1月基差从平水修复至贴水，而期限结构近端从升水结构转为平坦结构，远端从微贴水结构转为贴水结构，盘面溢价大幅收缩。

图5：纯碱毛利

纯碱利润(氨碱法)



纯碱利润(联碱法)



数据来源: Wind 资讯, 永安期货研究院

成本端的煤、液氨等原料价格走强但幅度不大, 成品价格在快速修复后再度转弱, 相应地毛利修复至年内次高位后走低; 当前氨碱法毛利处于近 5 年的中高位, 而联碱法毛利受氯化铵拖累处于近 5 年的中位。

当前纯碱处于“高供应+高需求+中高估值”的状态, 行业矛盾不大, 估值相对合理, 继续上行的动力略显不足, 因此建议纯碱多单可择机止盈, 并重点关注检修季前的供需节奏动向。

### 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。