

2024 年 8 月

永安研究

策略报告

工业品部

纯碱：否极泰来？

刘洋（分析师-化工品）
F0286567 Z0010893

摘要

★操作建议：

在高供给的背景下，纯碱在春节前累库进度大幅缓于预期，而在春节后累库进度高于预期，相应地纯碱期现货价格在 2024 年呈现震荡走低的态势，截至 3 月底期现价格压缩至中性水平，利润压缩至中低位水平，不过基差仍在低位，估值整体从中高位回到中性水平。

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。

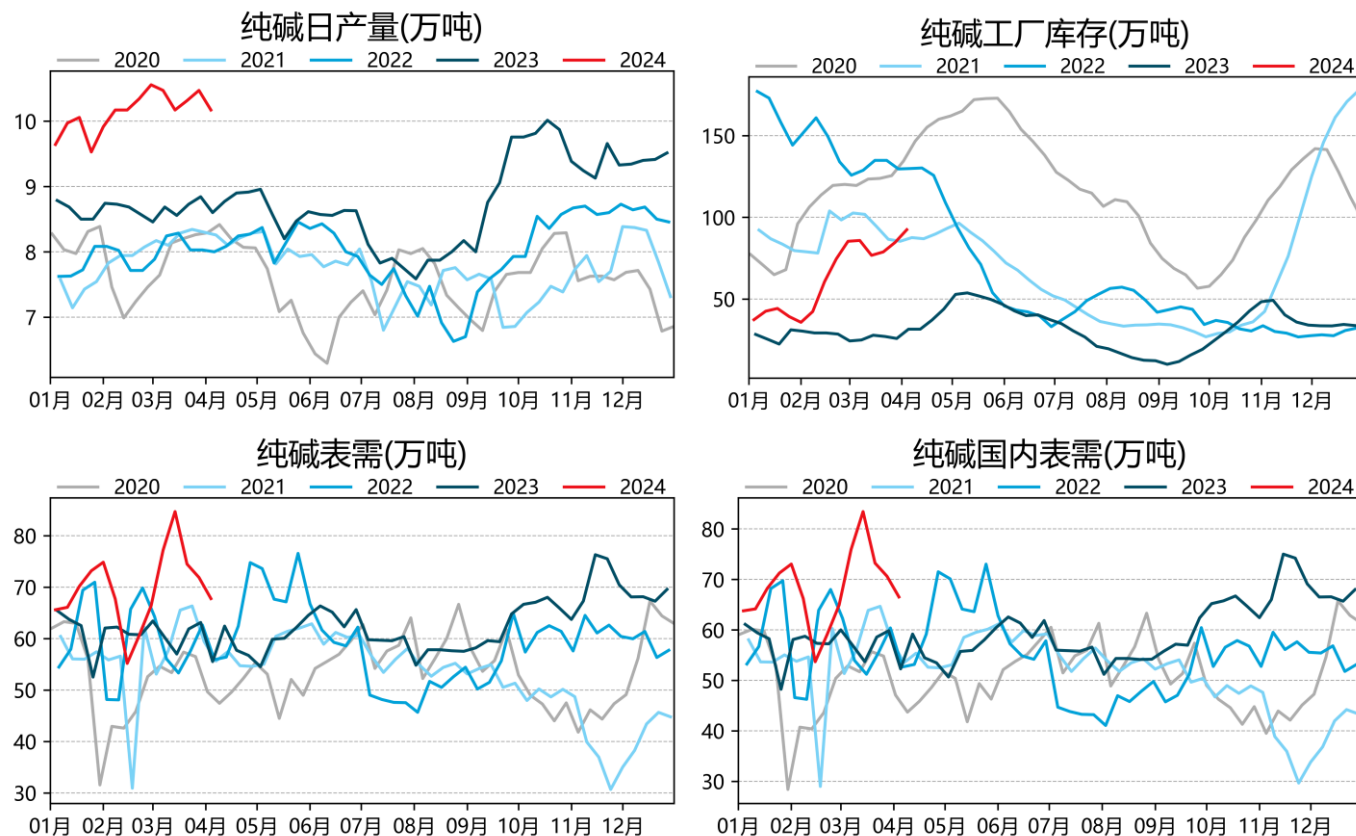
持仓：继续持有 SA409 多单。

核心逻辑：

- 1、供需：过剩还是不过剩？
- 2、估值：相对价格中性

一、供需：过剩还是不过剩？

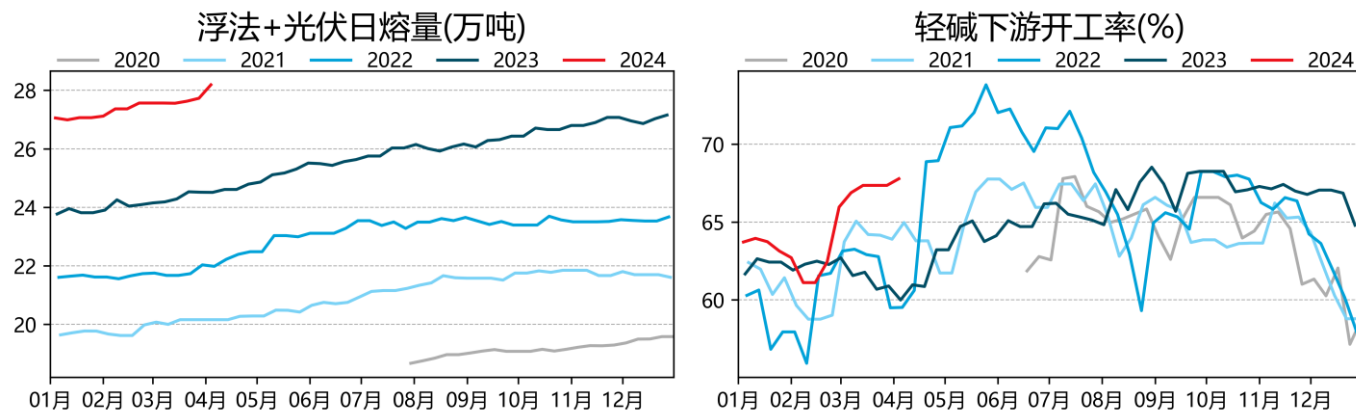
图1：纯碱产量、库存及表需



数据来源：卓创资讯，永安期货研究院

纯碱产能在 2023 年 H2 大幅扩张，开工率同比大致相当的同时产量同比增加约 140 万吨，增幅 10% 左右；此外 1-2 月纯碱净进口 20 万吨，同比去年增加 30 万吨；纯碱供应增量约 190 万吨。供应大幅增长的情况下纯碱厂库同比增加约 60 万吨，累库幅度并不高，预期的供需失衡情况并未发生，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

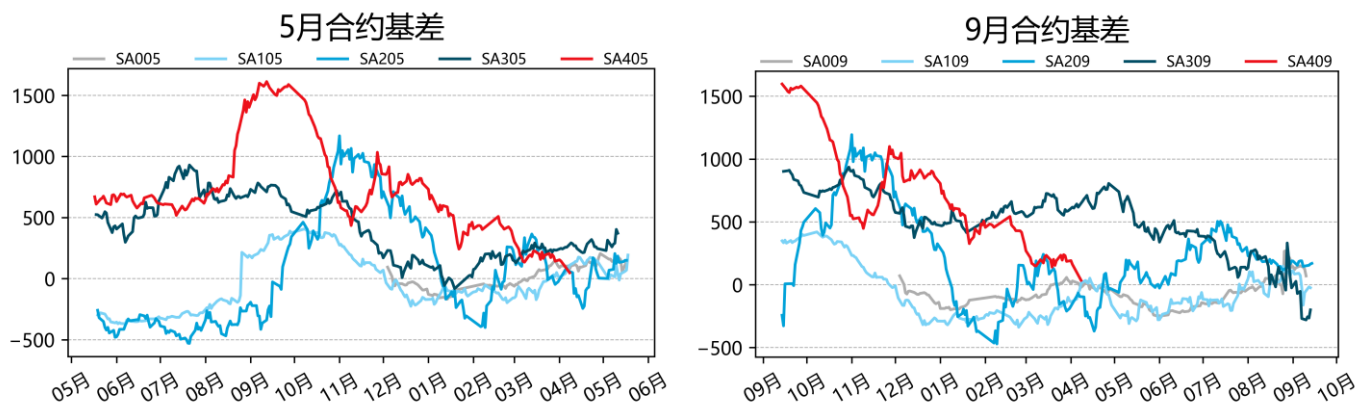
从纯碱下游运行情况可以看到，重碱需求增长较多，增量约 60 万吨；轻碱需求增长较少，增量约 25 万吨。此外下游各环节库存均有一定增量，玻璃厂库存增量 10-20 万吨，期现商库存增量 10-20 万吨，贸易商库存增量

约 5 万吨。因此纯碱供应增量中，4-5 成被下游需求增长消耗，2-3 成被下游贸易商及玻璃厂分担掉，最终只有 3 成体现到纯碱厂库环节。

综上，纯碱供需格局呈现供大于求的状况；但是鉴于进出口项的巨大变化以及倒挂的内外价差，若未来进出口项恢复常态，则供需格局也会回归均衡位置，供应增量和需求增量大致匹配。

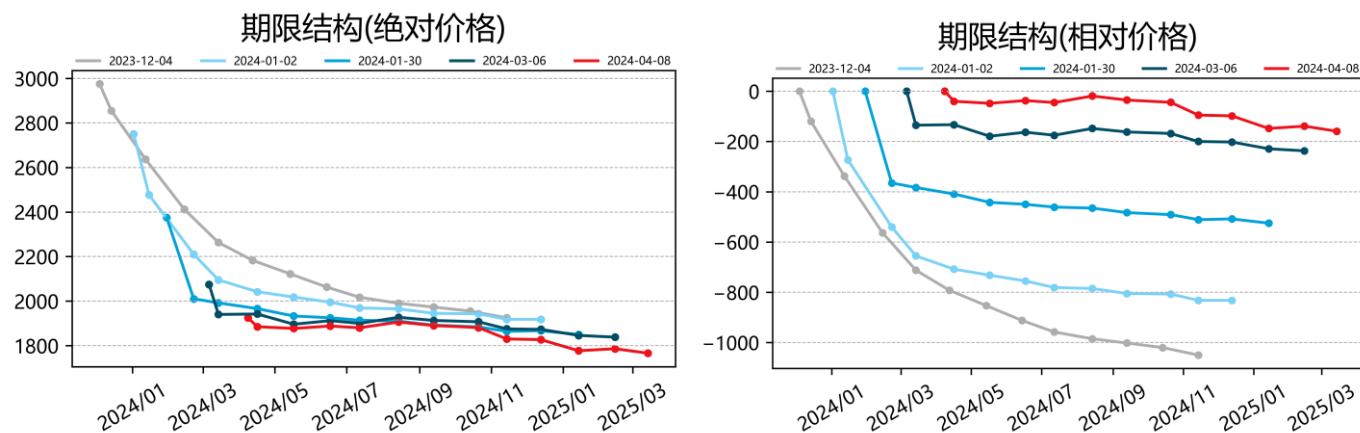
二、估值：相对价格中性

图3：纯碱基差



数据来源：wind 资讯，永安期货研究院

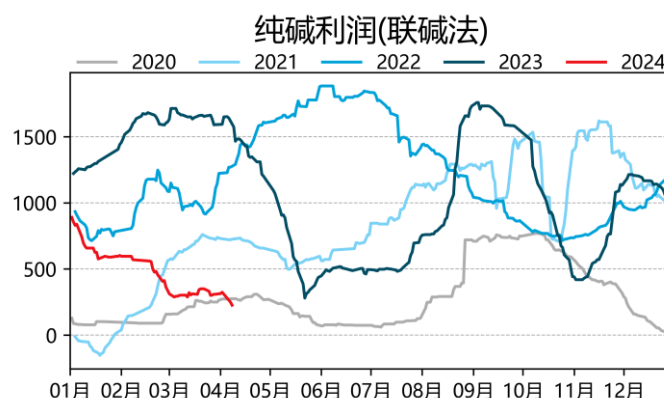
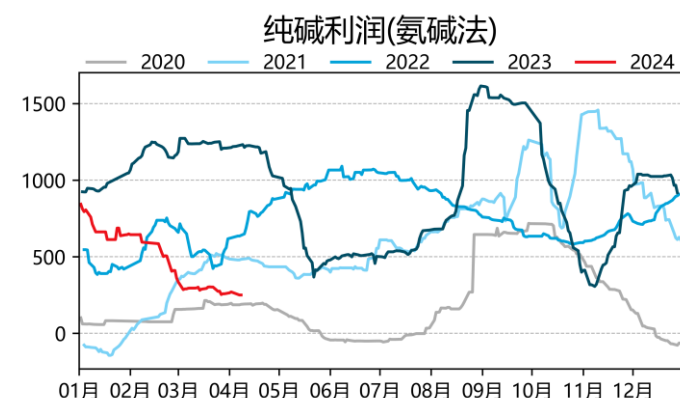
图4：纯碱期限结构



数据来源：wind 资讯，永安期货研究院

前期纯碱现货下跌过程中，盘面在边际成本之下的阻力较大，因此纯碱 5 月基差及 9 月基差持续走低至微升水状态。期限结构近端从大贴水结构转为平坦结构，各合约特别是近月合约贴水幅度大幅减少。

图5：纯碱毛利



数据来源: Wind 资讯, 永安期货研究院

3月中旬取暖季后原料价格偏弱, 纯碱成本持续下降, 毛利短暂走强; 3月下旬开始现货价格快速下跌, 现货价格跌幅远大于成本下降幅度, 毛利持续压缩, 当前生产利润已经处于近5年低位。

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。

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。