

工业品部

纯碱：供需好转，继续寻底

刘洋（分析师-化工品）

F0286567 Z0010893

摘要

★操作建议：

前期我们先后发布深度报告《纯碱：估值已达，驱动未满足》和策略报告《纯碱：弱现实弱预期，谨防估值陷阱》，提出“玻碱产业链在 10 月份经过年内的第 2 次估值再分配后，纯碱与玻璃估值大致拉平，二者估值差再度回到 24 年 1 季度水平，建议‘空 SA505’或‘多 FG505 空 SA505’”。从 12 月 17 日至 1 月 14 日纯碱震荡走弱而玻璃先下后上：纯碱现货走弱 30-80 元/吨，纯碱 2501 跌 70 元/吨，纯碱 2505 基本持平，1 月基差持平，5 月基差走弱；同期玻璃现货 10-30 元/吨，玻璃 2401 跌 20 元/吨，玻璃 2405 涨 20 元/吨，1 月基差持平，5 月基差走强；玻碱产业链 1 月估值仍是碱高玻低，而远月估值延续了 24 年 10 月以来的估值再分配。综合考虑，具体建议如下：

策略：继续“空 SA505”或“多 FG505 空 SA505”

核心逻辑：

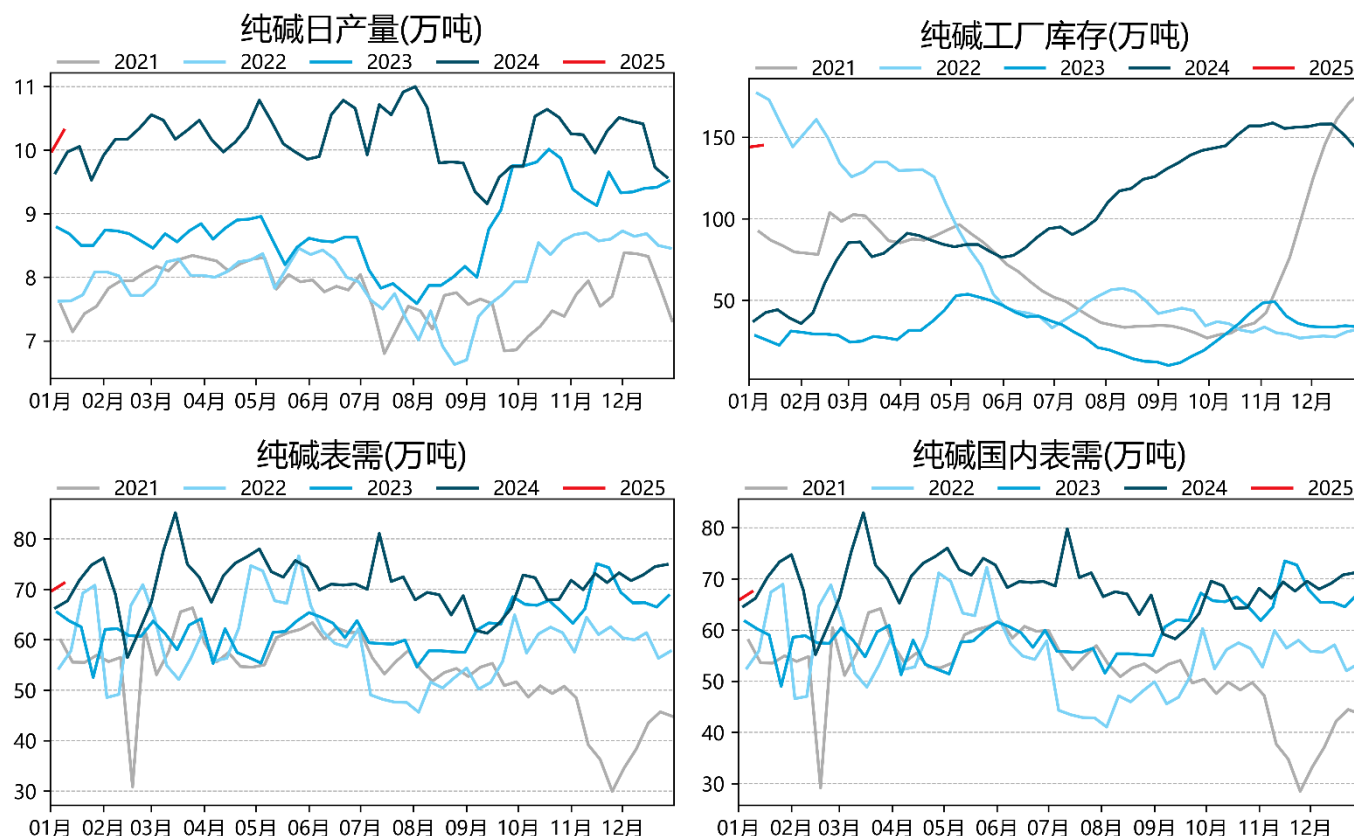
- 1、供需短期好转，中期压力仍在
- 2、期现估值均低，持续升水结构

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、供需短期好转，中期压力仍在

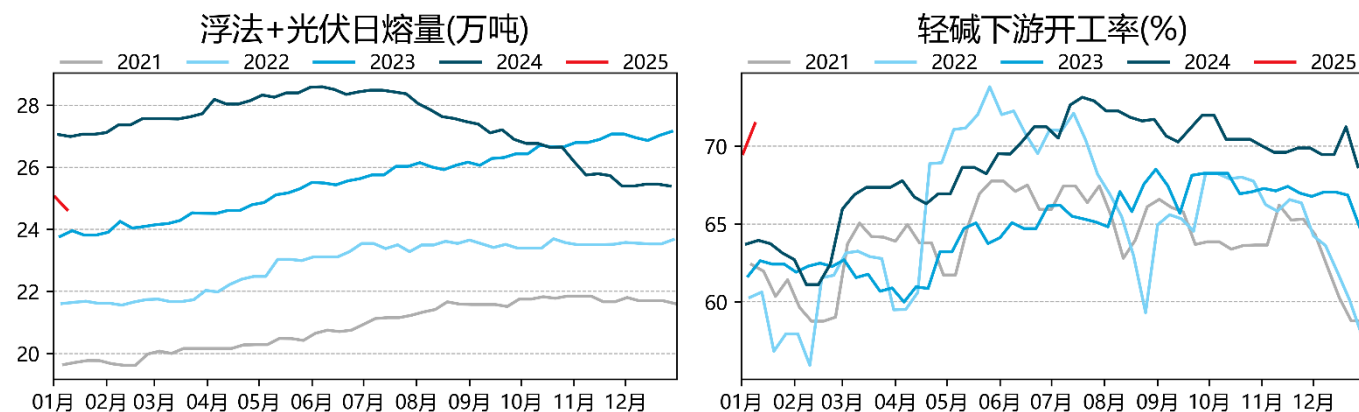
图1：纯碱产量、库存及表需



数据来源：卓创资讯，海关总署，永安期货研究院

2024 年纯碱产量同比增加 520 万吨，国内供应增幅 16%；此外 2025 年全年净出口约 20 万吨，同比去年减少 60 万吨；合并计算 2024 年纯碱供应增量约 580 万吨，供应增幅速 19%。供应大幅增加的情况下表需/国内表需增速分别为 13%/15%，因此 24 年整体呈现供应过剩局面；不过过剩情况在 3 季度末开始边际好转：供应与表需/国内表需的增速差分别从 8 月中旬的 10%/6%收窄至年底的 5%/3%。3 季度末供需好转始于纯碱厂的一轮集中检修，集中检修带来的供应减量短期缓解了市场压力；后续随着 4 季度检修装置恢复供应，现货市场再度承压走弱。进入 25 年以来纯碱供需双双走强，供应、表需及国内表需均处于 5 年高位，预计强度可维持至春节前 1-2 周；而从中期视角（特别是春节后复工阶段）看，纯碱维持当前供需双强状态面临较大挑战：一方面 24 年底投产的连云港碱业、德邦等新装置将陆续形成供应，另一方面则在于下游轻重碱需求在高基数基础上很难达到高增速。

图2：纯碱下游运行情况



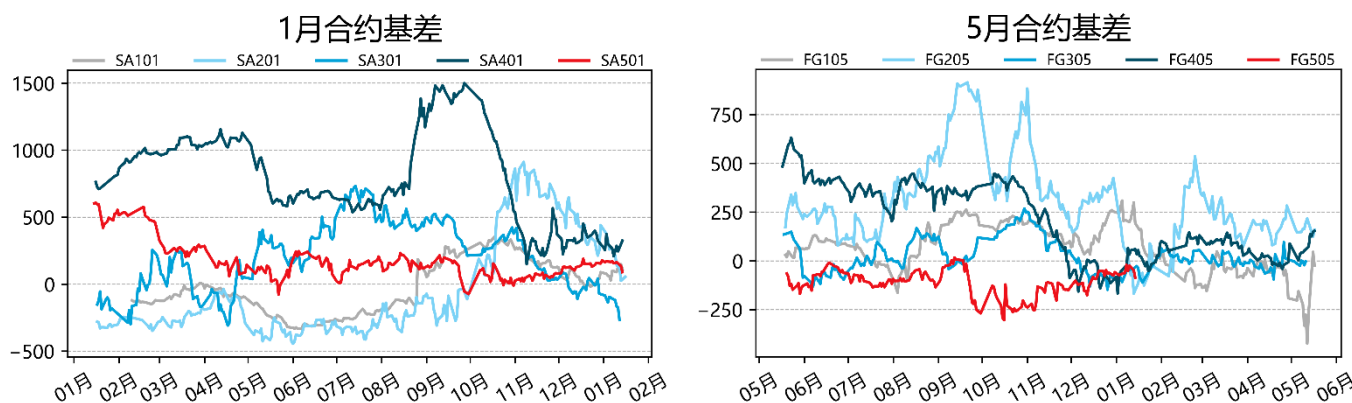
数据来源：卓创资讯，永安期货研究院

回顾 2024 年纯碱下游运行情况可以看到：重碱需求特别是浮法需求在下半年持续回落，虽然全年累计增量仍有近 130 万吨，但累计同比增幅从 13% 降至 7%；轻碱需求增量约 90 万吨，同比增幅 6%。此外各环节库存均有一定增量，纯碱厂库存增量约 110 万吨，玻璃厂库存增量约 15 万吨，期现商库存增量约 40 万吨，合计约 165 万吨。综上，2024 年 580 万吨供应增量中仍有 200 万吨增量尚未明确去向，可能的去向包括碱厂外库、传统贸易商、定向外贸等等。总的来说对于纯碱需求我们维持原有观点，即“整个产业链的纯碱潜在需求逐步饱和，并一路传导至最上游的纯碱厂环节……表外因素的权重已经具备一定影响力”。从年度视角看，下游浮法玻璃受制于终端地产，仍将处于洗牌格局，产能出清任重道远；下游光伏玻璃同样压力较大，2024 年光伏产业增速较 2023 年大幅下降，预计 2025 年光伏产业增速将进一步下滑，光伏产业链估值将持续承压，延续量价相互制约状态。可以看到纯碱中长期需求增量难寻，转变需要产业外强积极因素的出现。

综上纯碱在 2024 年下半年持续供大于求，年底至今供需短期大幅好转，中长期面临较大压力。

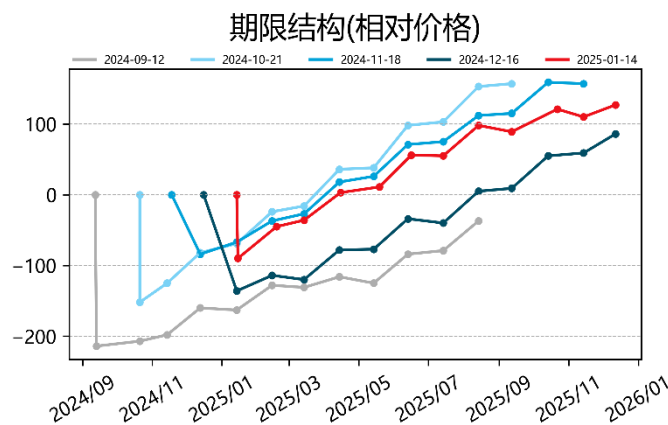
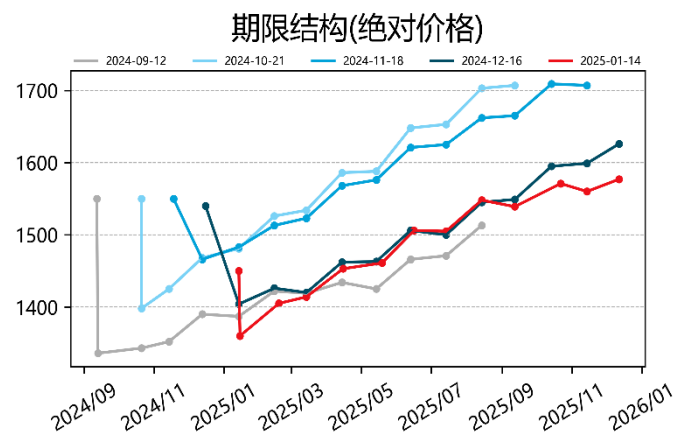
二、期现估值均低，持续升水结构

图3：纯碱基差



数据来源：Wind，永安期货研究院

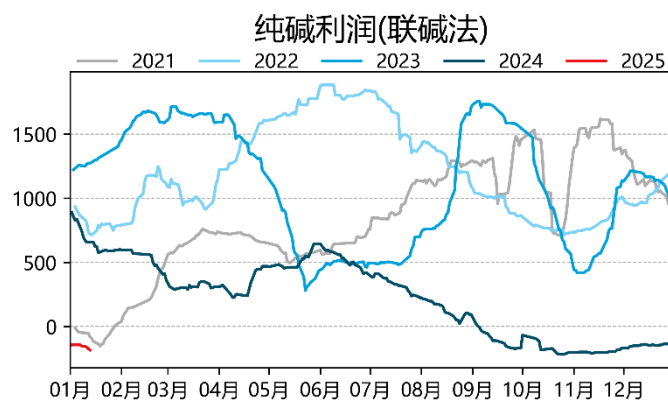
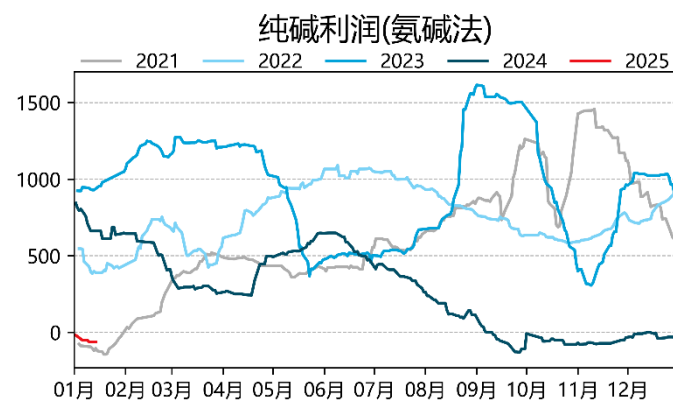
图4：纯碱期限结构



数据来源：Wind，永安期货研究院

自2024年10月中旬以来新一轮估值压缩过程中延续弱现实，预期降波使得期货相对现货的溢价减少，基差持续走强；进入2025年后预期短期好转，期货相对现货走强，1月及5月基差走弱约80元/吨，期限结构整体溢价增加。

图5：纯碱毛利



数据来源：Wind，永安期货研究院

近期成本端的煤、液氨等原料价格基本持平，成品价格小幅走弱，相应地毛利小幅走弱，当前氨碱法毛利处于近5年的次低位，而联碱法毛利处于近5年的最低位。

当前纯碱处于“高供应+高需求+低估值”的状态，短期驱动向上不过中期驱动向下难止，建议可继续“空SA505”；此外玻璃处于“低供应+低需求+低估值”的状态，估值与纯碱接近但驱动具备转好的基础，因此建议可继续“多FG505空SA505”。

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。