

工业品部

纯碱：弱现实弱预期，谨防估值陷阱

刘洋（分析师-化工品）
F0286567 Z0010893

摘要

★操作建议：

前期我们发布深度报告《纯碱：估值已达，驱动未满足》，提出“当前纯碱低估值与弱现实大致匹配，但竞争格局改善路径尚不明确，估值改善的动力不足；在行业洗牌的中局，顺势或是更好的选择”。从 11 月 5 日至 12 月 13 日玻璃纯碱震荡走弱，其中玻璃现货跌 2%，玻璃 2401 跌 11%，基差大幅走强；而纯碱现货基本持平，纯碱 2401 跌 8%，基差同样大幅走强；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 1 季度水平。综上，具体建议如下

策略：“空 SA505”或“多 FG505 空 SA505”

核心逻辑：

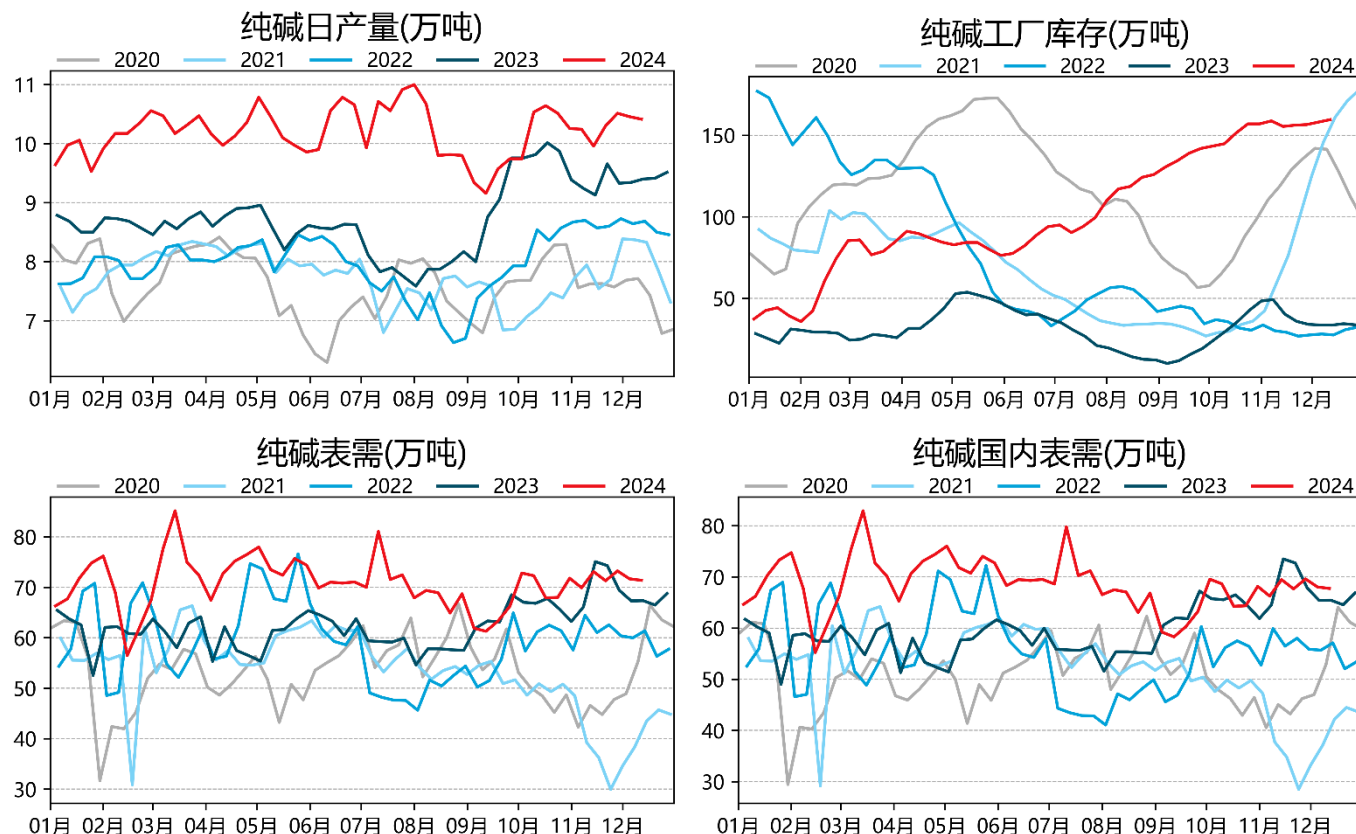
- 1、供应高需求低，天平失衡
- 2、现实预期双弱，顺势为主

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、供应高需求低，天平失衡

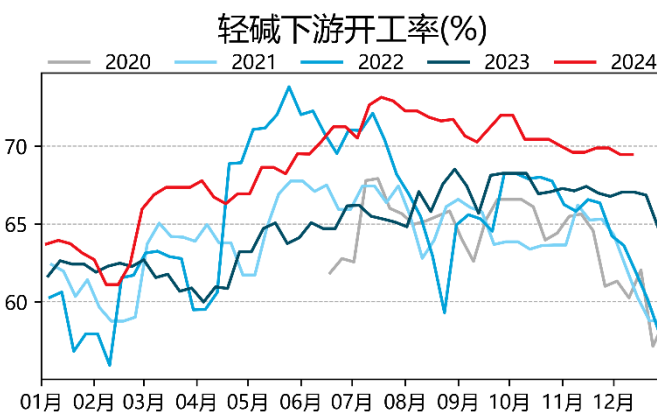
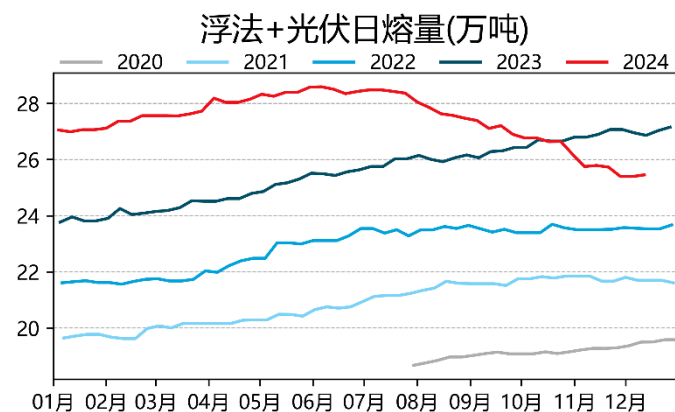
图1：纯碱产量、库存及表需



数据来源：卓创资讯，海关总署，永安期货研究院

截至12月中旬纯碱产量同比增加510万吨，国内供应增幅17%；此外1-10月纯碱净进口5万吨，同比去年增加80万吨；合并计算截至2024年12月中旬纯碱供应增量约590万吨，供应增幅约20%。供应大幅增长的情况下纯碱厂库同比增加约124万吨，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月中旬后先下后上，表需增幅约13%，供需增速差从6月中旬的6%走阔至12月中旬的7%。面对供需失衡，纯碱厂在8月底9月初进行了一轮集中检修，减产约40万吨（4天产量）；检修带来的供应减量在中短期缓解了市场压力，并配合宏观转向在9月底10月初迎来了一轮市场情绪上扬；不过随着供应快速回到高位，供需差再度对市场形成压制，现货市场趋弱，期货溢价大幅收敛。

图2：纯碱下游运行情况



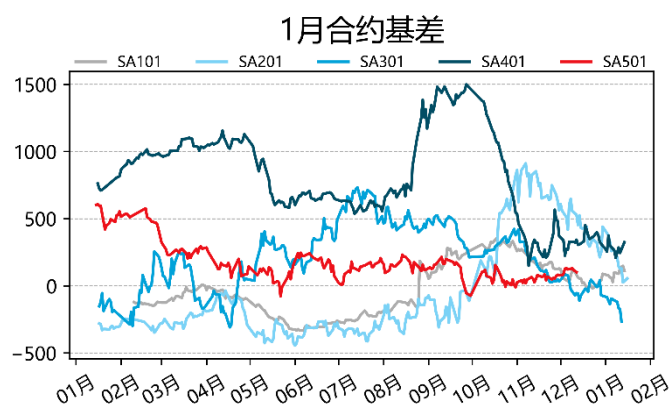
数据来源：卓创资讯，永安期货研究院

从纯碱下游运行情况可以看到，重碱需求特别是浮法需求高位回落，累计增量约 115 万吨，累计同比增幅降至 8%；轻碱需求增量约 75 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 15 万吨，期现商库存增量约 50 万吨，另有 1/3 增量分布在碱厂外库、进口货港库、贸易商库存等其他环节。即自 6 月以来的供需失衡使得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，并且随着纯碱厂库逐渐接近 2020 年的阈值，表外因素的权重已经具备一定影响力。动态看下游浮法玻璃仍处于洗牌格局的中段，短期竞争缓解但出清任重道远；浮法终端地产主要指标仍负，边际好转但没有改变行业过剩的现状；下游光伏玻璃同样压力较大，终端光伏产业估值持续压缩，未来需求仍有增量但价格难以跟上；综上重碱中长期需求好转需要新的积极因素出现。

综上纯碱自 6 月中旬以来持续供大于求，供应在 8 月底 9 月初快速调整后再度回到高位；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；碱厂在利润水平分化的情况下以走量为主（特别是低成本装置），估值持续下修至中低位，暂未看到负反馈停止信号。

二、现实预期双弱，顺势为主

图3：纯碱基差



数据来源：wind 资讯，永安期货研究院

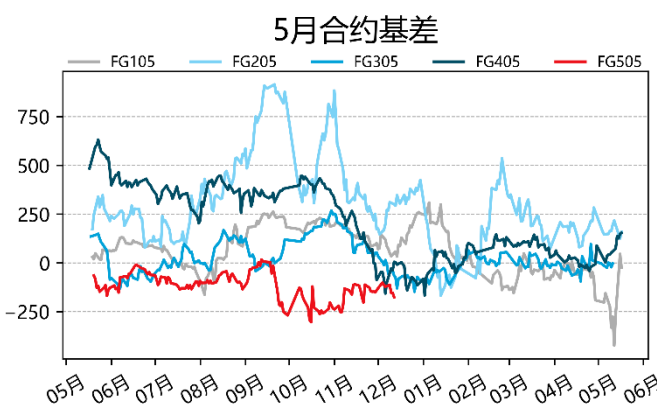
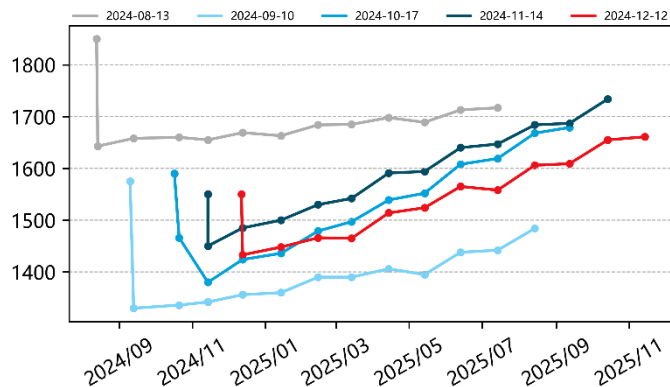
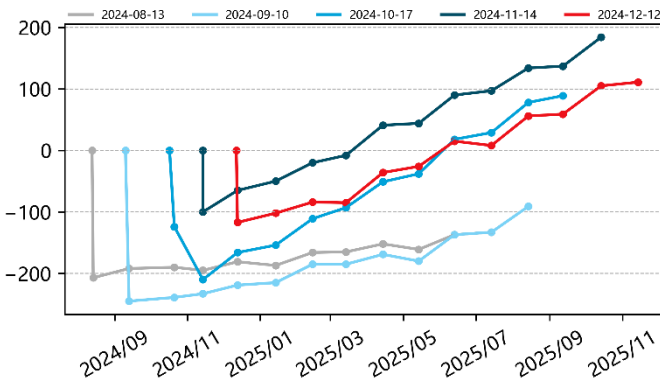


图4：纯碱期限结构

期限结构(绝对价格)



期限结构(相对价格)

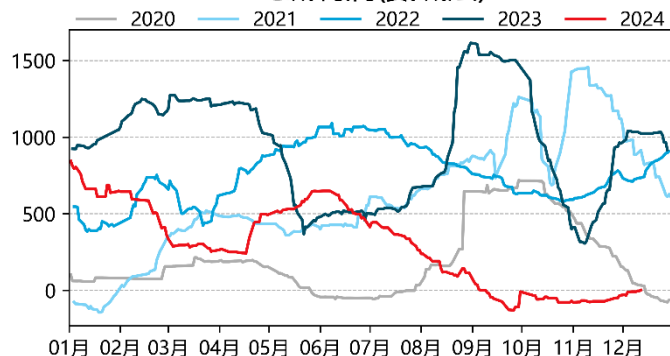


数据来源: wind 资讯, 永安期货研究院

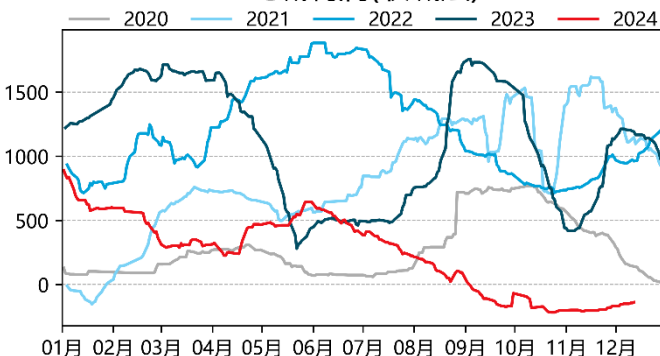
自 10 月中旬以来新一轮估值压缩过程中延续弱现实, 而预期降波, 期货相对现货的溢价减少, 基差持续走强; 10 月中旬至今期货相对现货超跌, 1 月及 5 月基差走强约 100 元/吨, 而期限结构整体溢价减少。

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

近期成本端的煤、液氨等原料价格小幅走弱, 成品价格边度不大, 相应地毛利小幅反弹, 当前氨碱法毛利及联碱法毛利仍处于近 5 年的最低位。

当前纯碱处于“高供应+中需求+低估值”的状态, 在检修季过后供应持续过剩, 估值有优势但动态看驱动向下难止, 因此建议“空 SA505”或“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。