

2025 年 5 月

永安研究

深度报告

工业品部

**纯碱：估值已达，驱动未满足**刘洋（分析师-化工品）  
F0286567 Z0010893迪力（分析师-化工品）  
F03108225

## 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。

## 摘要

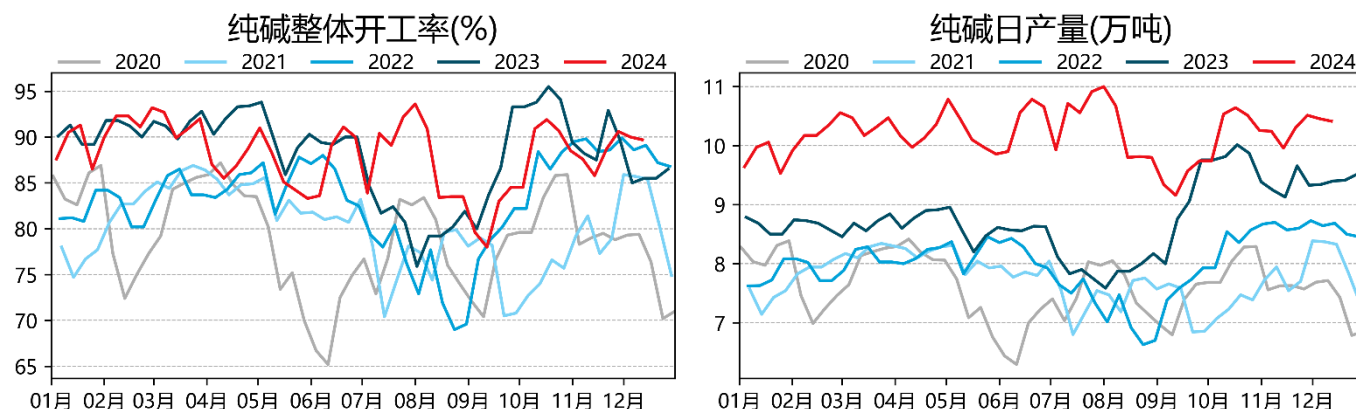
2024 年 11 月 5 日深度报告《纯碱：投鞭断流未可知》中提出“当前纯碱供需与估值大致匹配，产业链矛盾逐步从下游回到自身，行业目前正如淝水河畔投鞭断流时，静待变局或是更好的选择”，即下游浮法玻璃竞争格局随着日熔量接近产销平衡而大幅缓解，玻璃产业链矛盾从下游浮法/光伏环节回归上游纯碱环节，解决路径尚不确定，类似 2 季度末的浮法/光伏玻璃悬而未决。从 11 月 5 日至 12 月 13 日玻璃纯碱震荡走弱，其中玻璃现货跌 2%，玻璃 2401 跌 11%，基差大幅走强；而纯碱现货基本持平，纯碱 2401 跌 8%，基差同样大幅走强；玻璃产业链在 10 月份经过年内的第 2 次估值再分配后，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。

当前浮法玻璃日熔量已处于供需平衡点附近，从库存持续积累转为库存基本持平，竞争格局日渐明朗。而纯碱供应局面尚不清晰：首先，随着前期检修装置复产，纯碱整体开工率回到高位，供需再度失衡；其次，当前厂库处于极高位，因此供应压力更多体现在市场端而非生产端；再次，各装置自低位恢复的幅度有所差异，低成本装置供应恢复幅度更为明显，供应可调节空间较大但调节意愿未必会重复前期故事。当前宏观处于预期转向到政策落地之间的过渡期，玻璃现货估值因现实矛盾不大变动幅度有限，而期货估值则因预期降波大幅下修。总的来说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。本文内容大致如下：

- 1、供应居高不下
- 2、需求晦涩难明
- 3、估值近平远高

## 一、供应居高不下

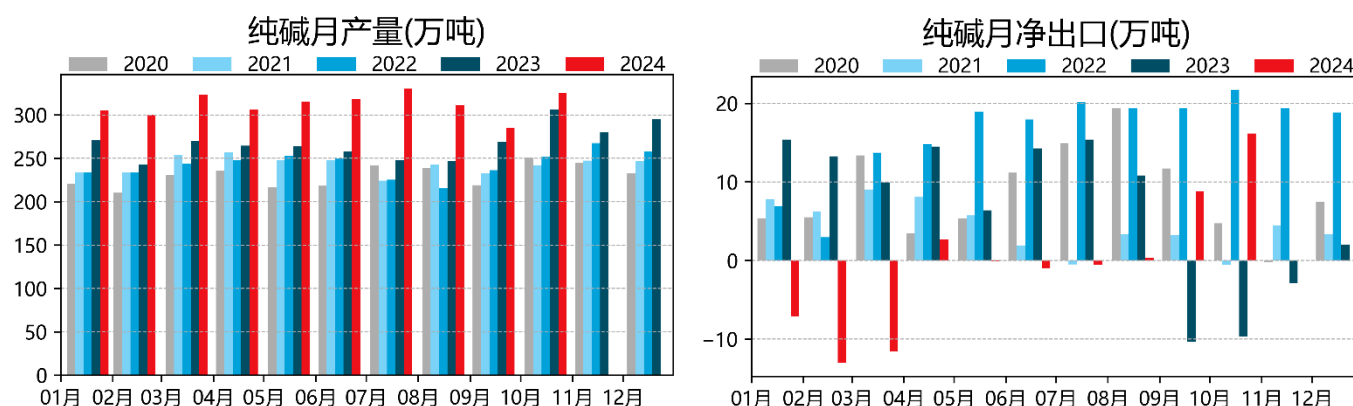
图1：纯碱开工率及日产量



数据来源：卓创资讯，永安期货研究院

2024 年除 9 月前 2 周外，纯碱整体开工率一直维持在 80% 以上（图 1 左），日产量维持在 10 万吨至 11 万吨之间（图 1 右），在 2023 年产能增加近 500 万吨的背景下形成高供应符合市场预期，但持续时间如此长则远超年初市场预期。2024 年 1-10 月产量同比增加 506 万吨，此外 1-10 月净进口同比增加 85 万吨，合并计算则 1-10 月供应同比增加 590 万吨，供应增幅高达 22%；按更高频的周度数据（图 1），纯碱 1-50 周国内供应同比增加 500 万吨，1-50 周国外供应同比增加约 70 万吨，供应合计同比增加 570 万吨，供应增幅从峰值的 29% 下降至 20%。2024 年剩余时间里纯碱仍有计划新增产能，如全部落地则产能增速在 5% 左右，不过鉴于目前市场情况，预计形成供应的时间点将适当后延。目前看在 2023 年四季度供应高基数的基础上以及现货市场低迷的情况下，预计四季度剩余时间里纯碱供应同比增速大概率向下，但全年供应增幅仍超出我们年初“纯碱中期供应增速超过 2023 年（15%）”的预期。

图2：纯碱月度供应



数据来源：卓创资讯，海关总署，永安期货研究院

图3：氨碱法、联碱法及天然碱法装置开工率



数据来源：卓创资讯，永安期货研究院

国内纯碱装置按成本从高到低可粗略分为高成本氨碱法、联碱法、低成本氨碱法、天然碱法，其中氨碱法装置的成本差异较大，理论的供应调整弹性也较大。实际情况并非完全如此：在 2024 年 1 季度的下跌过程中，供应减量基本全部来自氨碱法装置，比较符合预期；而在 2024 年 6 月至 9 月的下跌过程中，联碱法和氨碱法的供应减量贡献占比均低于产能占比，而天然碱法对供应减量有超额贡献；2024 年 10 月至今的下跌过程中，氨碱法有超额贡献，联碱法贡献约等于产能占比，而天然法供应反而有增量。三轮下跌过程的最大区别在于下游重碱需求情况（图 4），第一轮下跌时下游重碱需求量处于高位且持续增加，第二轮下跌时下游重碱需求量持续萎缩，并在 10 月中旬同比增速转负；第三轮下跌时下游需求预期好转但现实仍差，估值短期修复后重新受弱现实主导。相应的我们结论调整为：下游需求正常波动时，产能成本曲线调节机制正常运行；下游或产业链持续弱势时，低成本厂家有主动维护市场的意愿；量价传导不畅时，高成本装置主动超额减少供应，低成本装置逆势扩张。

图4：纯碱下游重碱及轻碱需求示意



数据来源：卓创资讯，永安期货研究院

## 二、需求晦涩难明

图5：纯碱下游情况示意



数据来源：卓创资讯，Wind，永安期货研究院

和 2024 年 1 季度下跌行情不同，2024 年 6 月以来的两轮下跌过程中玻碱产业链的核心矛盾在于重碱（图 5），即浮法环节和光伏环节。其中浮法环节前期主要矛盾集中在华中、华南等南方主产区，后期矛盾从南方主产区向北方传导，在 8 月末时全国各主产区玻璃厂的库存积累至历史高位和季节性高位（图 6），最终企业被动选择降价及减产以缓解现实压力。在不利竞争局面下降价的最终目的仍然是减产，因此我们以达到产销平衡所需的冷修量为基底衡量冷修进度：截至 12 月初按不同口径及不同平衡点估算，冷修进度在 100%附近，即当前日熔量已接近产销平衡点。

图6：各地玻璃厂库情况



数据来源：卓创资讯，永安期货研究院

光伏环节同样面临产业链利润压缩的情况，2 季度时已经出现新点火产线未按时形成供应的情况，而 3 季度后更是进入没有新产线点火并且陆续有产线冷修的状态，当前浮法与光伏合并计算的日熔量同比已经转负。按浮法加光伏的日熔量估算，重碱需求同比增幅从 13%收窄至-5%，累计同比增幅从 14%收窄至 8%。

图7：重碱与轻碱价差



数据来源：卓创资讯，Wind，永安期货研究院

2024 年以来除 5-6 月外轻碱大部分时间里强于重碱，以“重碱-轻碱”为表征的轻重碱价差持续处于低位（图 7）：2024 年 1 季度轻碱延续了自 2023 年 4 季度以来的高景气，而同期重碱下游趋弱，轻重碱价差在 2023 年 4 季度低位基础上再创新低，仅次于 2021 年极端行情时的水平，轻碱成为重碱的下限；2 季度的 4、5 月份，重碱量价回升，带动轻重碱价差收敛至正常位；2 季度 6 月以来，重碱定价跟随下游持续走低，而轻碱下游相对稳定，轻碱再度成为重碱下限；3 季度末 4 季度初重碱价格快速回升，带动轻重碱价差走强 100~200 元/吨，不过随着 10 月中旬下游再度转弱，重碱相对轻碱超跌，轻重碱价差再度回到低位。

图8：纯碱厂库及表需



数据来源：Wind 资讯，卓创资讯，海关总署，永安期货研究院

在 8 月下旬时我们提到“目前看供应增量流向分布尚属合理，但是厂库大幅积累的影响与日俱增，下游需求不振的背景下仍需要减少供应以平衡市场”，但后续纯碱开工率仅在 80%以下维持了 2 周（图 1），产量在 9 月降至 300 万吨后，10 月、11 月产量分别为 325 万吨和 307 万吨，恢复了 2024 年上半年的供应状态。高开工高产量叠加重碱需求的转弱使得纯碱供需在 6 月以来处于过剩状态，碱厂库存持续创年内新高并且持续处于季节性高

位，目前纯碱 1-50 周供应增量（+570 万吨）中有 22%体现在了纯碱厂库环节（+124 万吨），20%流向重碱需求增量（+115 万吨），13%流向轻碱需求增量（+74 万吨），12%体现在玻璃厂、期现商等库存环节（+70 万吨），另有 1/3 尚无明确归属。目前看下游各环节潜在需求已经接近满格，当前处于库存传导的最后阶段——纯碱厂库积累，因此供应端减量是打破当前供需格局最直接的方式。

### 三、估值近平远高

图9：纯碱期限结构（4 个月）



数据来源：wind 资讯，永安期货研究院

图10：纯碱基差



数据来源：wind 资讯，永安期货研究院

图11：纯碱期限结构（12 个月）



数据来源：wind 资讯，永安期货研究院

在本轮下跌过程中纯碱持续弱现实强预期，期货近端对现货的敏感度高于期货远端，近端持续被压制在平水附近，远端受现货向下牵引的影响依次减弱，整体结构从平坦变得陡峭，结构逐步转为升水结构（图 9）。基差方面近端持平远端走弱，1 月升水在 0-50 元/吨之间，5 月升水在 50-100 元/吨之间（图 10）。从近一年视角看，当前期货溢价处于较高的水平，弱现实强预期或将延续至年底（图 11）。

图12：纯碱利润



数据来源：Wind 资讯，永安期货研究院

纯碱成本端的煤、液氨等原料价格走弱，而成品价格大致持平，氨碱法及联碱法利润小幅反弹，不过仍在年内新低附近，并且均处于近 5 年的最低位，现货估值仍处于低位的水平。

图13：玻璃厂库



数据来源：卓创资讯，永安期货研究院



经历了 4-5 月份需求超预期主导的行情、6-9 月供需宽松超预期主导的行情、9 月底至 10 月中旬的宏观导向行情以及 10 月中旬至今的弱现实主导的行情后，预计春节前行情逻辑回归纯碱自身。现阶段行情的主驱动是纯碱供需失衡，即产业链的需求及潜在需求已经顶格，供需过剩情况已经充分体现在厂库环节，并且随着厂库绝对值接近阈值，表外库存的影响权重也在逐步提升；此外，前段行情的主驱动即下游玻璃尚未完全解决过剩格局，虽然日熔量已达供需平衡点附近，但是动态看明年的供需平衡点仍将进一步下移，而当前的潜在复产量大于潜在冷修量，随着复产开始可能会形成新一轮的供需失衡。综上纯碱当前估值处于低位，外部驱动仍弱但有所好转，内部驱动仍然较差；综合看下游局势逐步明朗，而自身存在结构化矛盾，低成本装置未必会重复前两轮下跌过程中的策略，因此低成本装置降负荷是直接之道，在此之前预计估值仍有压缩空间。

#### 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。