

工业品部

纯碱：供应在明，需求在暗

刘洋（分析师-化工品）
F0286567 Z0010893

摘要

★操作建议：

前期我们先后发布策略报告《纯碱：弱现实弱预期，谨防估值陷阱》和《纯碱：供需好转，继续寻底》，提出“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，建议‘空SA505’或‘多FG505空SA505’”。从1月15日至2月13日纯碱和玻璃先上后下：纯碱现货走强30元/吨，纯碱2505跌20元/吨；同期玻璃现货走弱10-30元/吨，玻璃2405跌110元/吨；玻碱产业链期现估值仍是碱高玻低，二者基差均大幅走强。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、供应明确需求混沌，失衡格局延续
- 2、估值较低基差走强，升水结构难改

风险提示：

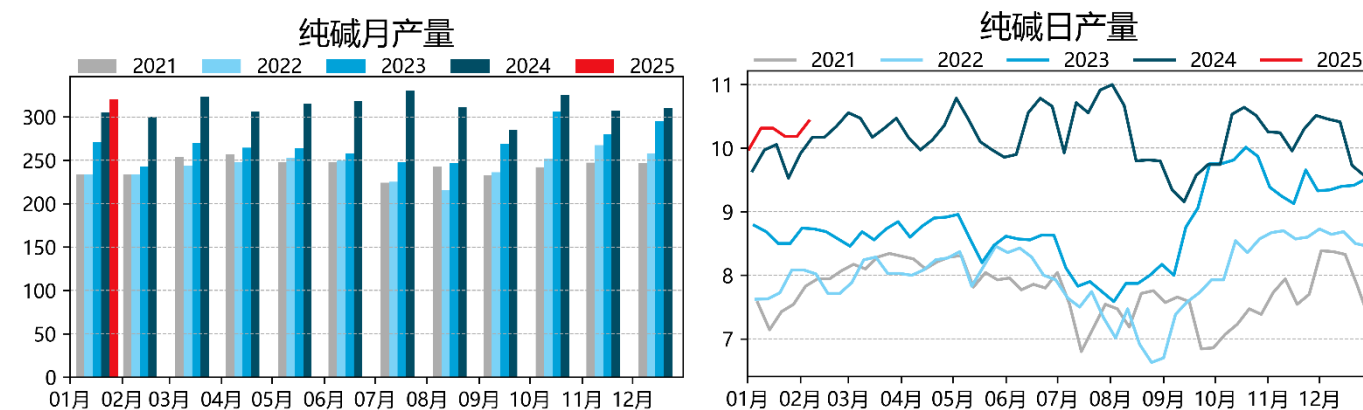
- 1、碱厂持续降负荷
- 2、纯碱及终端产品出口大幅增加

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。

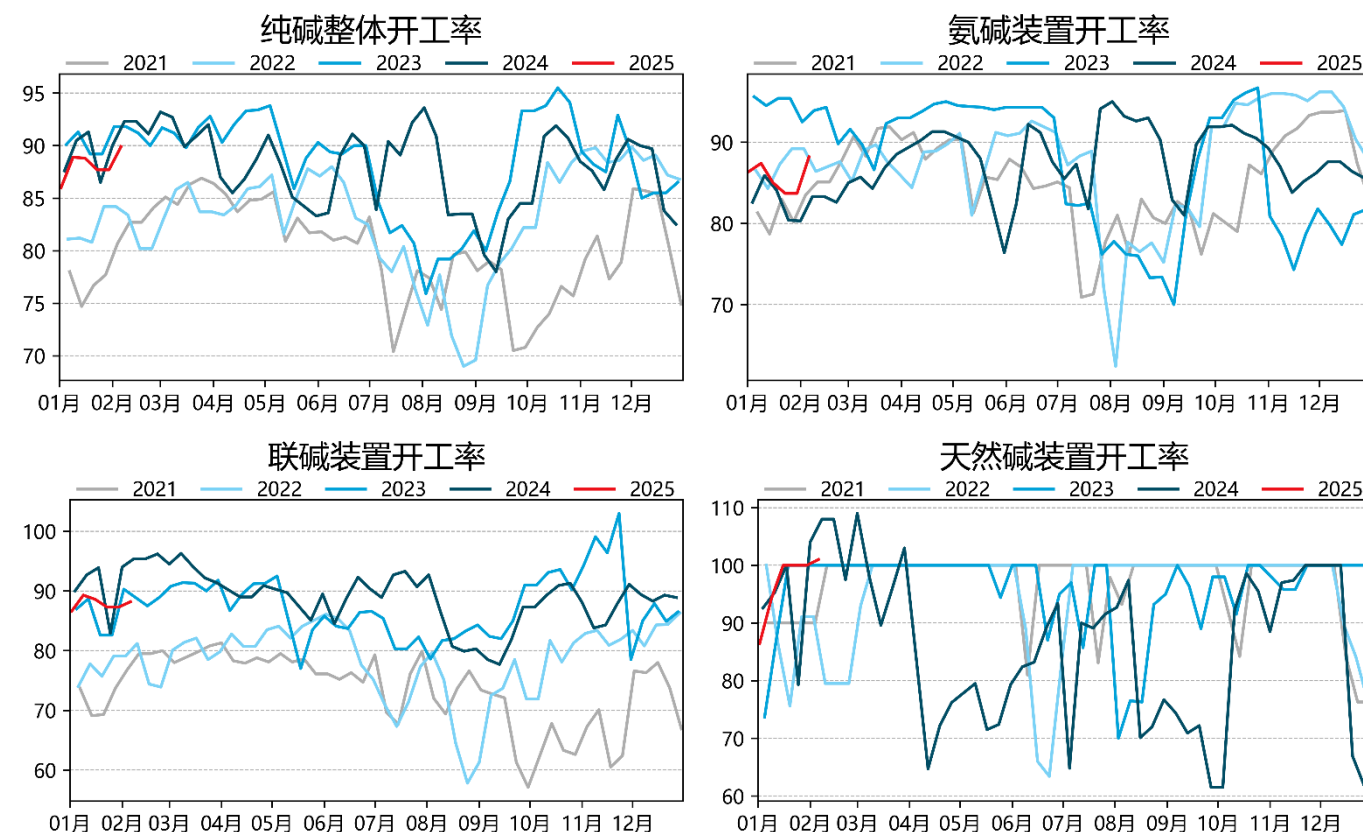
一、供应明确需求混沌，失衡格局延续

图1 纯碱产量（单位：万吨）



资料来源：卓创资讯，永安期货研究院

图2 纯碱装置开工率（单位：%）

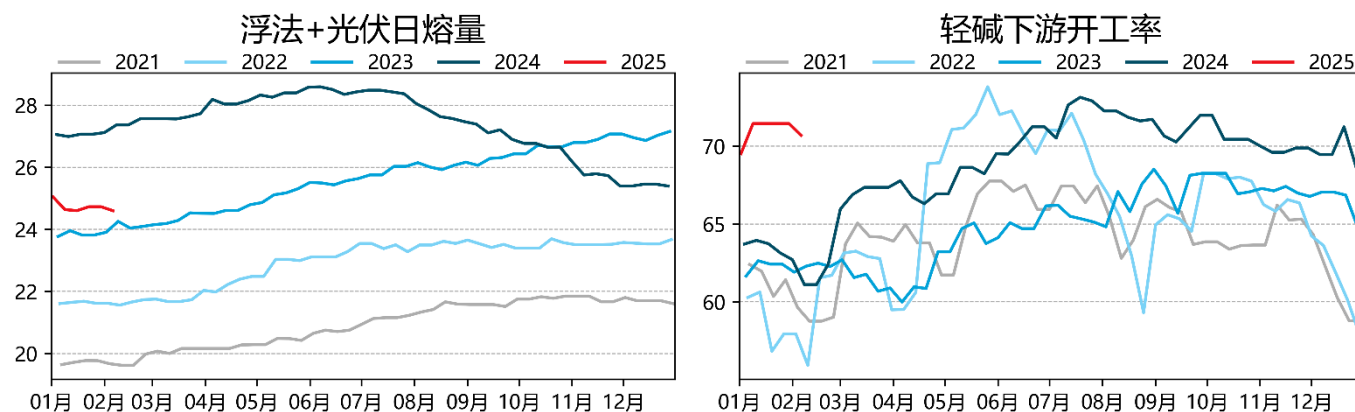


资料来源：卓创资讯，永安期货研究院

2023 年和 2024 年均均为纯碱扩产大年，纯碱产能从 3250 万吨增长至 4000 万吨，相应地纯碱产量从 2930 万吨增长至 3730 万吨，国内供应年均增幅 13%；此外全年净出口从 200 万吨减少至 30 万吨，进口供应增长了 170 万吨；合并计算 2023-2024 年纯碱供应增量约 970 万吨，供应增幅速 14%；此外，2025 年纯碱仍有约 300 万吨产能陆续形成供应。从行业周期的视角来看，当前纯碱行业处于产能快速扩张的后半段，供应冗余需要通过产能出清、

需求曲线上移等方式逐步消解。事实上行业内的产能出清已经开始，在生产利润处于盈亏线附近的情况下，表现为高成本装置低于行业平均水平的开工率；未来随着行业进一步洗牌，高成本装置可能面临更大运行压力。

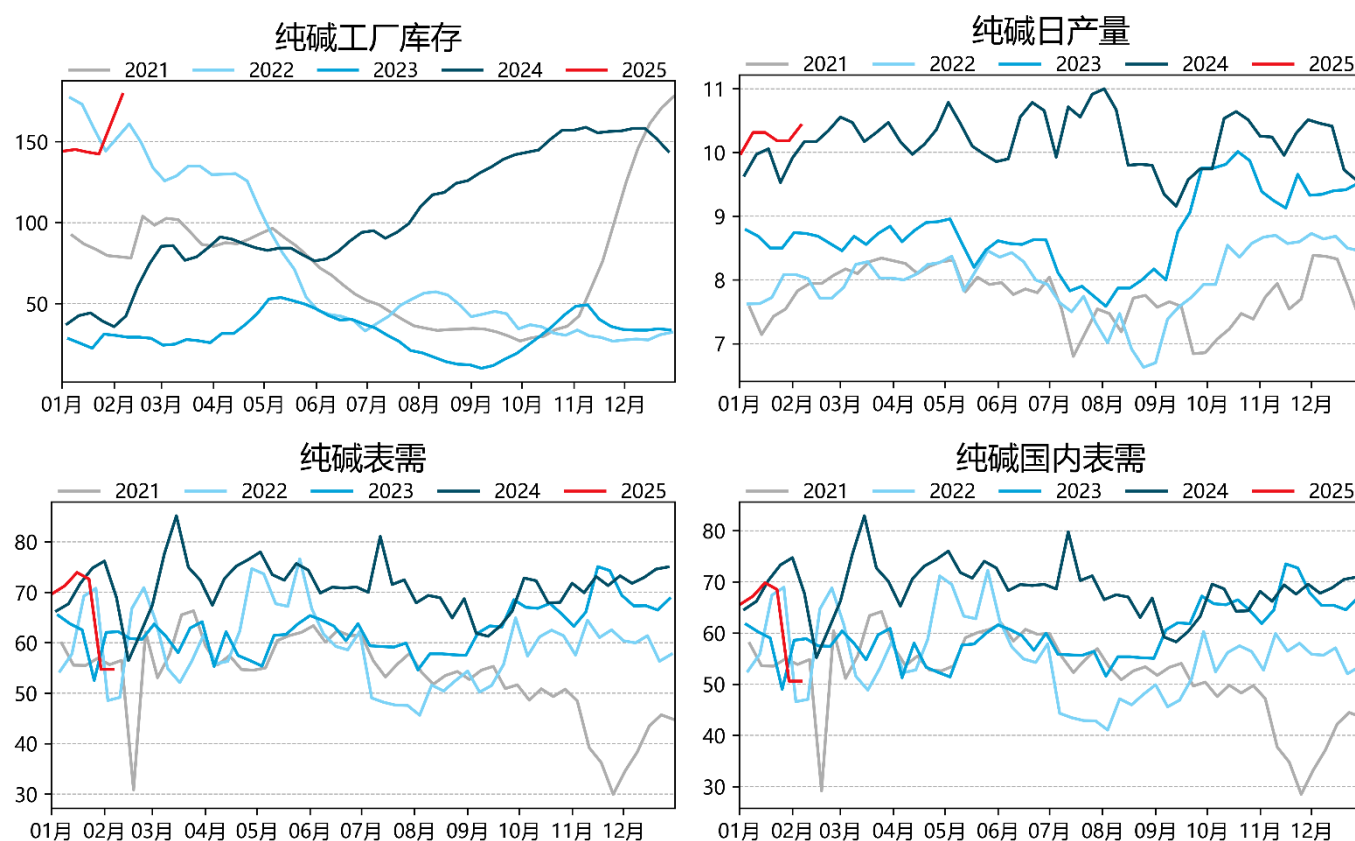
图3 纯碱下游运行情况（左图单位：万吨，右图单位：%）



资料来源：卓创资讯，永安期货研究院

纯碱传统需求属于慢变量，逆周期属性较强，不过在人口增长转负的背景下只能起到托底作用；而光伏玻璃、碳酸锂等纯碱新兴需求则属于快变量，近年来表现出较强的周期性和波动性，因此纯碱需求曲线能否上移取决于和新兴需求景气度的匹配情况。目前国内光伏需求增长已经从高速发展期进入低速发展期，而储能需求方兴未艾仍处于高速增长期，综合来看纯碱需求曲线上移幅度有限，大概率难以和供应增长匹配。总的来说对于纯碱需求我们维持原有短期观点（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）和长期观点（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）。

图4 纯碱产量、库存及表需（单位：万吨）

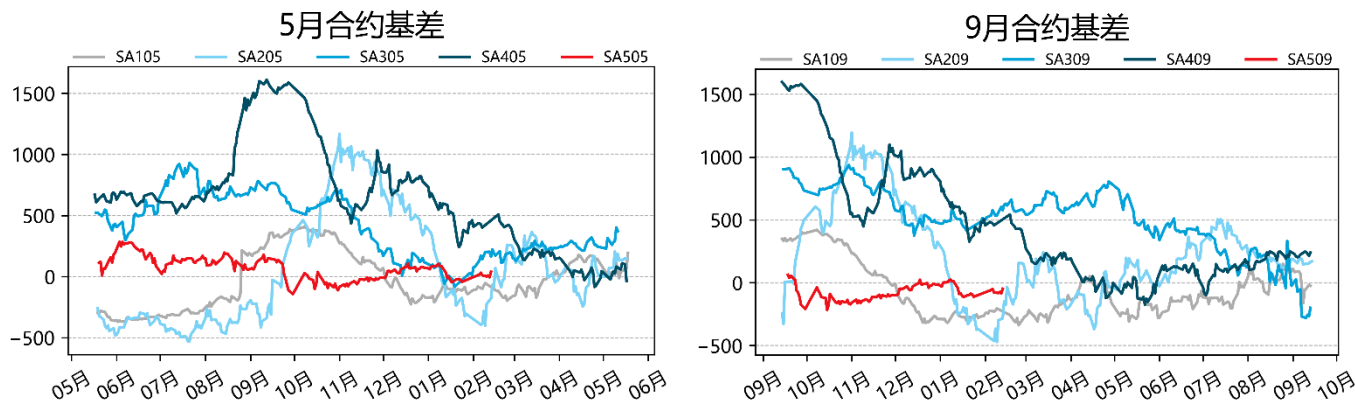


资料来源：卓创资讯，海关总署，永安期货研究院

综上所述，面对“供应增加”这张明牌，“需求增量”却处于混沌之中，自2024年年中开始的供需失衡局面或将继续。

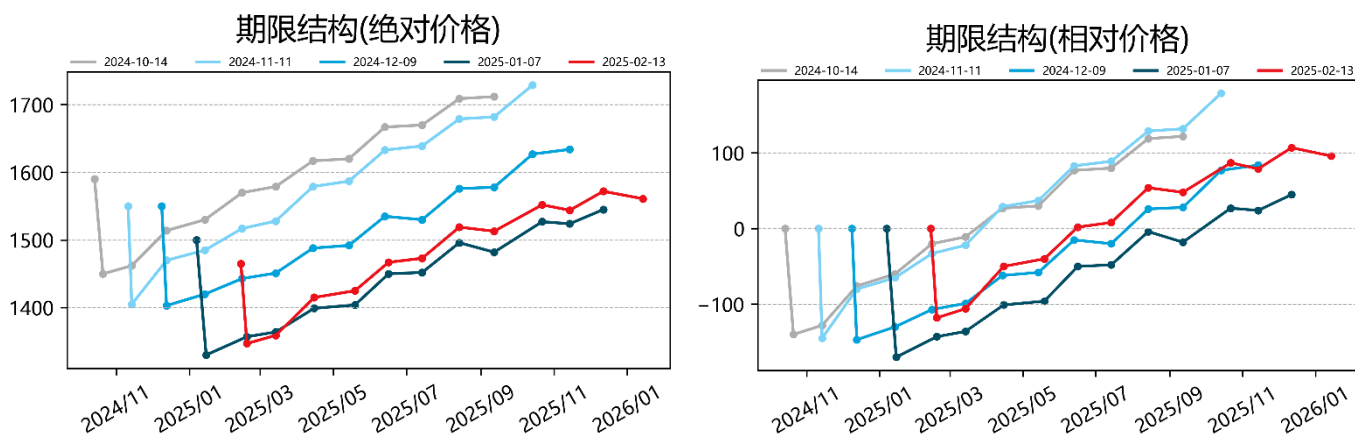
二、估值较低基差走强，升水结构难改

图5 纯碱基差（单位：元/吨）



资料来源：Wind，永安期货研究院

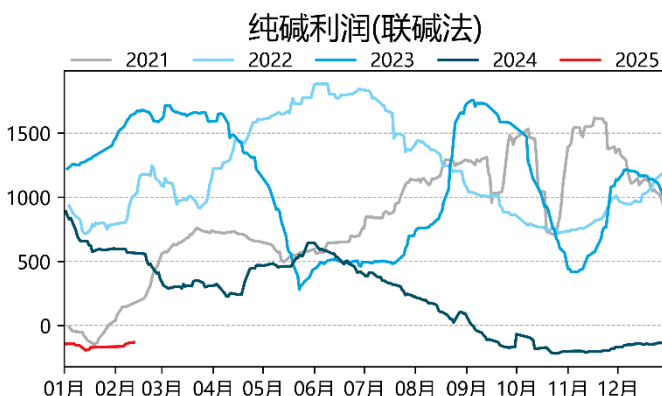
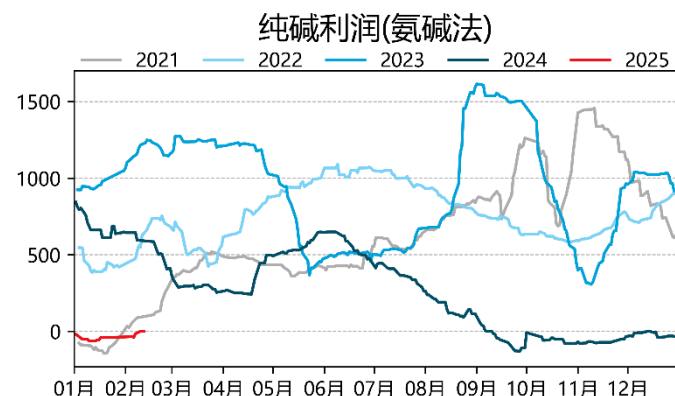
图6 纯碱期限结构（单位：元/吨）



资料来源：Wind，永安期货研究院

2025年春节前玻璃及纯碱在期现市场联动下开始了一轮上行，同时情绪走高盘面溢价增加，基差快速走弱；春节后在现货市场尚未大规模恢复的情况下开启了一轮降波，价格下行的同时盘面溢价走低，基差走强。在纯碱现货估值较低且盘面有溢价的情况下，基差或是更好的交易工具。

图7 纯碱毛利（单位：元/吨）



资料来源: 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, 短期驱动转弱, 中期驱动同样向下难止, 建议可继续“空 SA505”, 理想价格区间在 1600~1700 元/吨; 此外玻璃处于“低供应+低需求+低估值”的状态, 估值与纯碱接近但供应处于低位, 具备一定驱动转好的基础, 也可以考虑“多 FG505 空 SA505”以降低波动, 理想价差区间在-200~-300 元/吨。

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。