

工业品部

纯碱：预期照进现实，需求逐步兑现

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》、《纯碱：供需好转，继续寻底》和《纯碱：供应在明，需求在暗》，提出“可继续‘空SA505’，理想价格区间在1600~1700元/吨……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”。从2月14日至3月14日，纯碱先上后下，现货走强约50元/吨，纯碱2505跌10元/吨，基差走强；同期玻璃持续走弱，现货走弱约100元/吨，玻璃2505跌100元/吨，基差持平；玻璃产业链期现估值仍是碱高玻低。考虑到下游需求虽然同比仍低但是环比开始持续回升，需求最终恢复的高度及持续时间尚不明朗，因此建议如下：

策略：“空SA505”或“多FG505空SA505”平仓

核心逻辑：

- 1、供减需增，短期格局向好
- 2、估值低位，升水结构延续

风险提示：

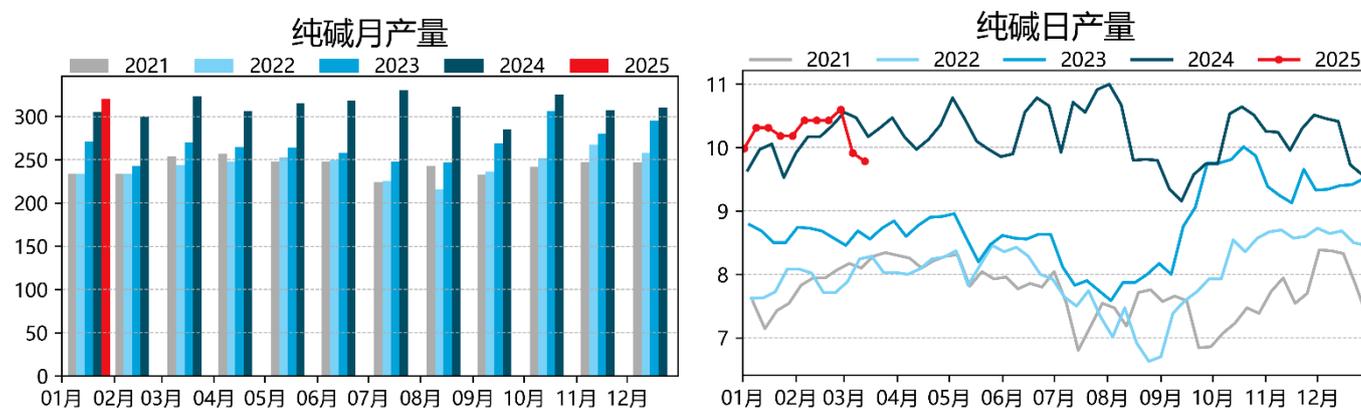
- 1、碱厂持续减产
- 2、光伏及浮法日熔量增加超预期

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。

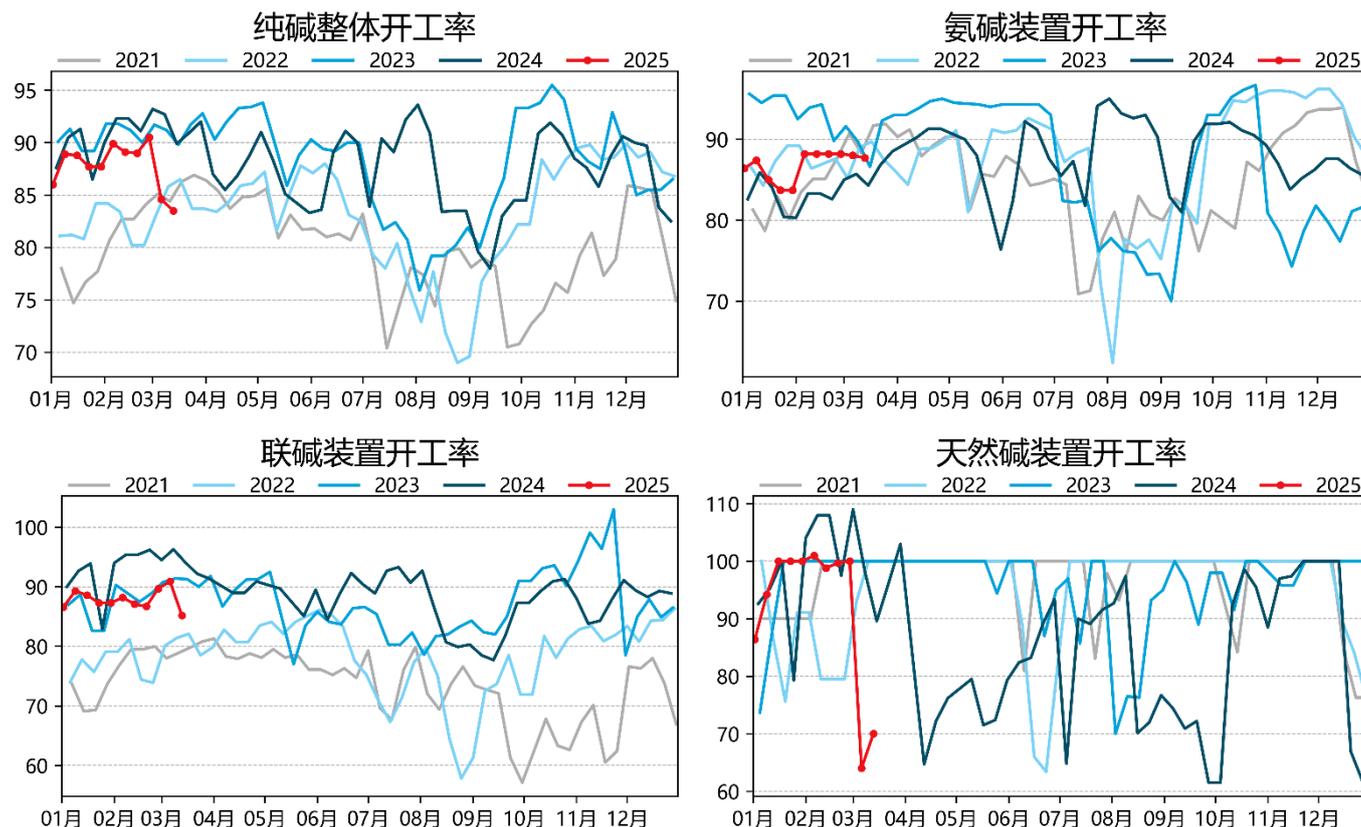
一、供减需增，短期格局向好

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：%）

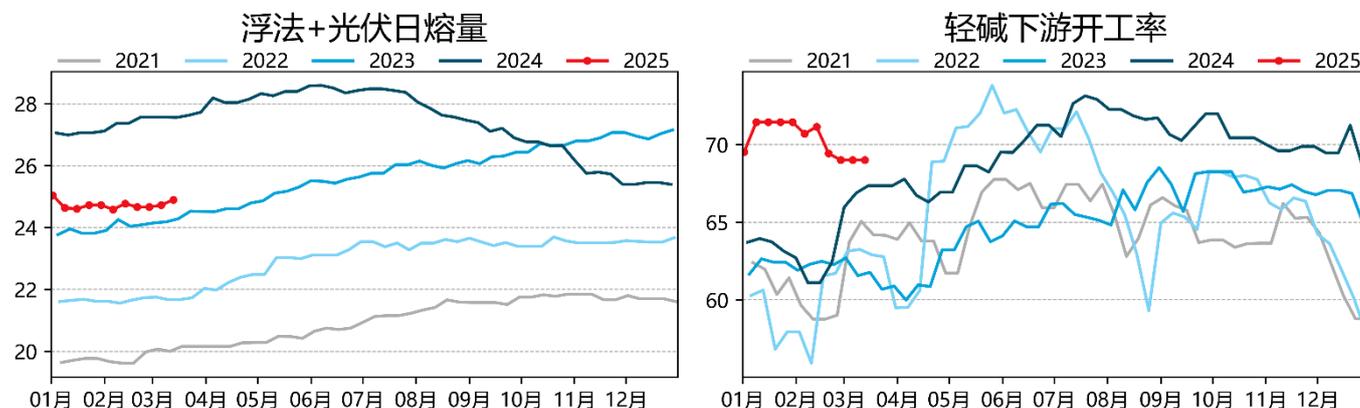


资料来源：卓创资讯，永安期货研究院

进入3月以来，头部碱厂陆续开始减产或公布减产计划，碱厂开工率从90.5%下降至83.5%，供应大幅减少，日产量降至10万吨以下。和2024年1季度的减产结构类似，天然碱法装置以15%的产能占比贡献了65%的减产量，联碱法装置的减产占比略低于其产能占比，而氨碱法装置的减产占比较小。两轮减产过程中结构的相似性源于行业对后市相似的看法，即下游持续回暖，短期旺季需求可期。

如果从短期视角上移到中期视角，那么我们前期提到的“……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”仍然是未来2-3年纯碱行业需要解决的核心问题，特别是处于传统淡季的时间节点。

图3 纯碱下游运行情况（左图单位：万吨，右图单位：%）

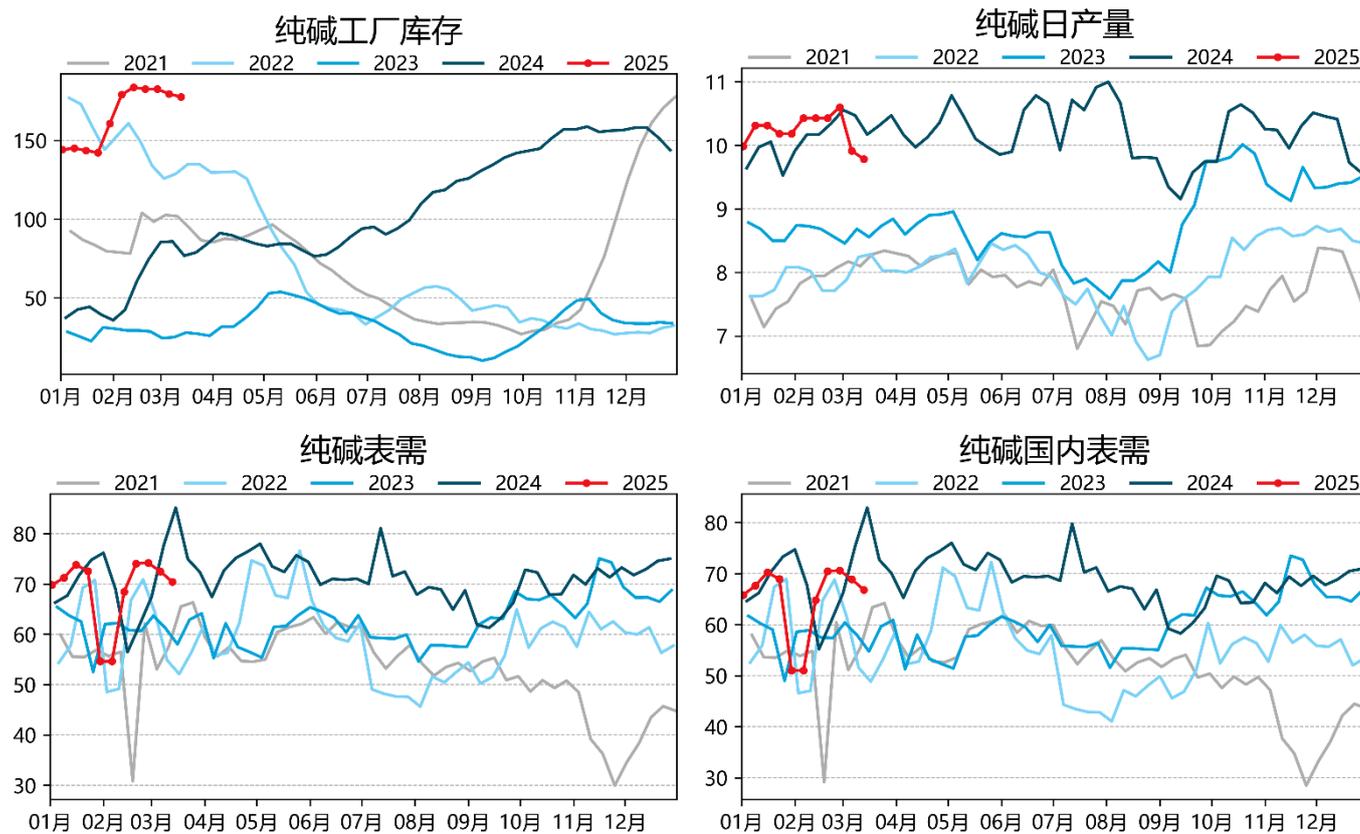


资料来源：卓创资讯，永安期货研究院

同样进入3月以来，重碱下游需求增长幅度不大但是持续增长，综合供应减少起到了1+1>2的效果，重碱供需格局及预期有所改善。轻碱下游开工从数据上看持续走弱，不过微观层面了解到需求环比回升并且优于重碱，相应地轻碱价格涨幅大于重碱，供需格局同样改善。

我们前期关于纯碱需求的短期观点提到“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”，因此近期供需格局的改善在纯碱工厂库存、期现商库存等表内环节表现得并不充分，传导顺畅需要等待表外库存进一步的消耗。此外关于需求的长期观点不变，即“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）

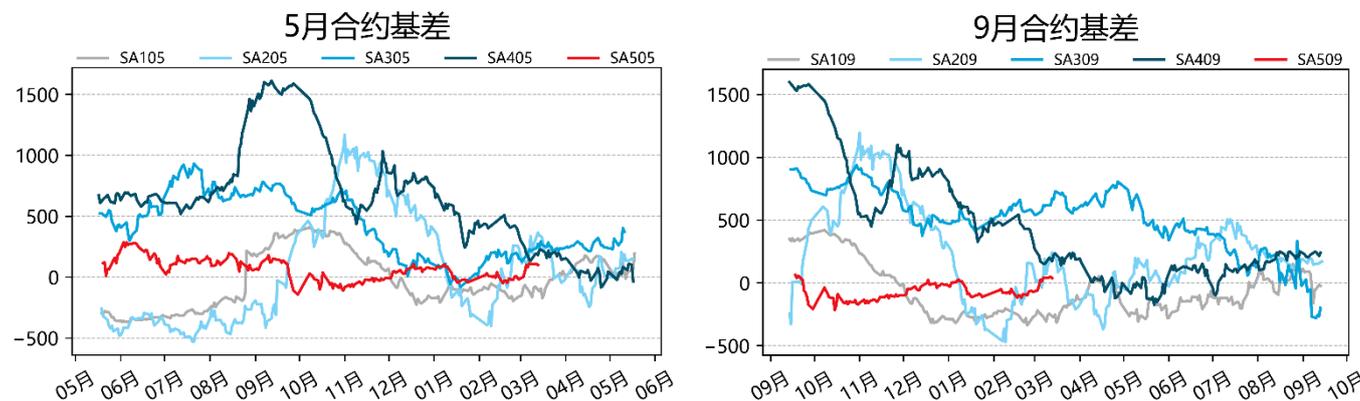


资料来源：卓创资讯，海关总署，永安期货研究院

综上所述，短期纯碱供需格局向好，关注需求恢复的高度及持续时间；中期纯碱处于供应扩张阶段，而下游传统需求及新兴需求承接起来有一定压力，自 2024 年年中开始的供需失衡局面或将继续。

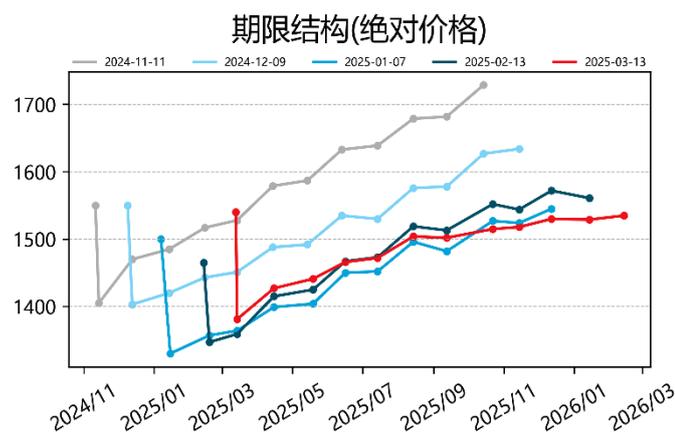
二、估值低位，升水结构延续

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年春节后玻璃及纯碱先上后下，市场情绪先涨后落，盘面溢价先高后低，基差先走弱后大幅走强，走出了类似前几年的轨迹。当前纯碱现货估值较低且盘面相对偏低，绝对价格相较于基差可能是更好的交易工具。

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、液氨等原料价格小幅走高，而成品价格走强约100元/吨，毛利持续走高，不过当前氨碱法毛利和联碱法毛利仍处于近5年的最低位。

当前纯碱处于“中低供应+中高需求+低估值”的状态，短期驱动转强而中期驱动仍弱，建议可止盈“空SA505”；此外玻璃处于“低供应+低需求+低估值”的状态，估值与纯碱接近但供应开始恢复驱动弱于纯碱，因此建议可平仓“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。