

工业品部

纯碱：供应增加需求走弱，情绪易动局面难解

刘洋（分析师-化工品）

F0286567 Z0010893

摘要

★操作建议：

3月中旬我们发布策略报告《纯碱：预期照进现实，需求逐步兑现》，提出“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，建议……‘空 SA505’或‘多 FG505 空 SA505’平仓”。从3月14日至4月14日，玻璃先上后下，现货走强 50-100 元/吨，玻璃 2505 跌 10 元/吨，基差走强；同期纯碱横盘后走弱，现货走弱约 50-100 元/吨，纯碱 2505 跌 100 元/吨，基差小幅走弱；当前玻璃与纯碱期现估值接近。

截至4月中旬，纯碱需求或进入平台期，年内累计表需增速在-3%左右，大幅低于我们年初预计的 10%增速。鉴于上半年旺季期间表需不及预期，且2季度陆续有装置投产，供增需减的背景下建议如下：

策略：“空 SA509”或“多 FG509 空 SA509”

核心逻辑：

- 1、供增需减，中期格局偏弱
- 2、估值低位，升水结构延续

风险提示：

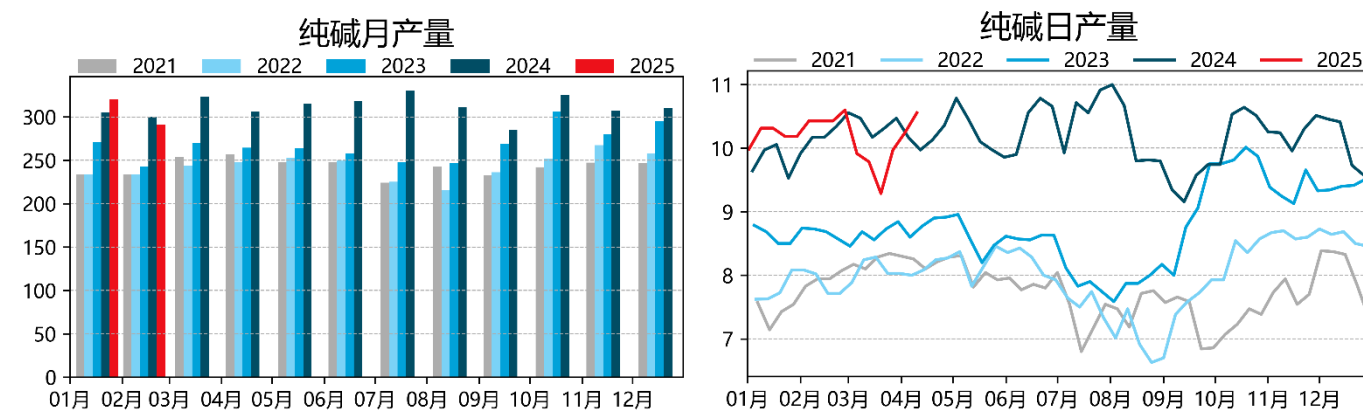
- 1、玻璃规模冷修
- 2、地产资金大幅纾解

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。

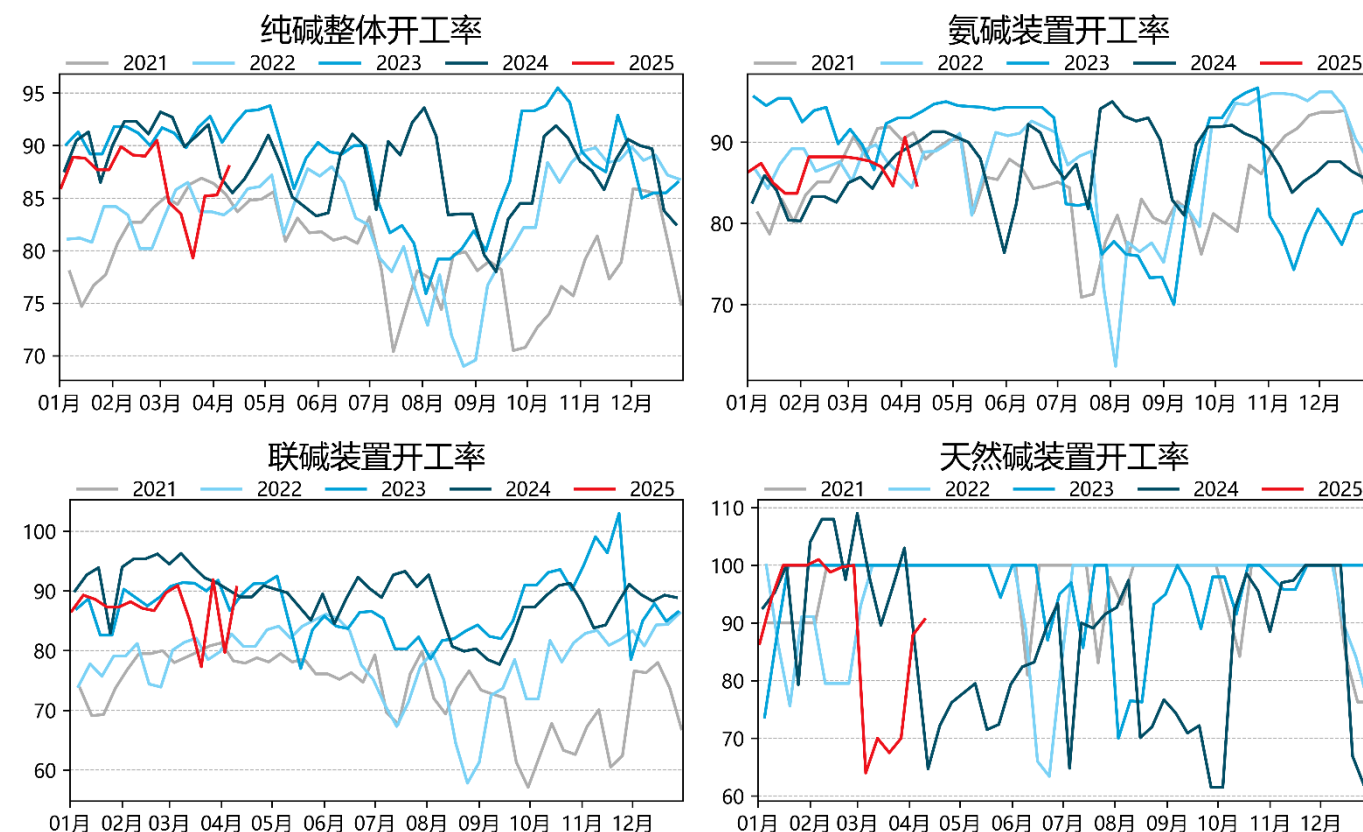
一、供增需减，中期格局偏弱

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

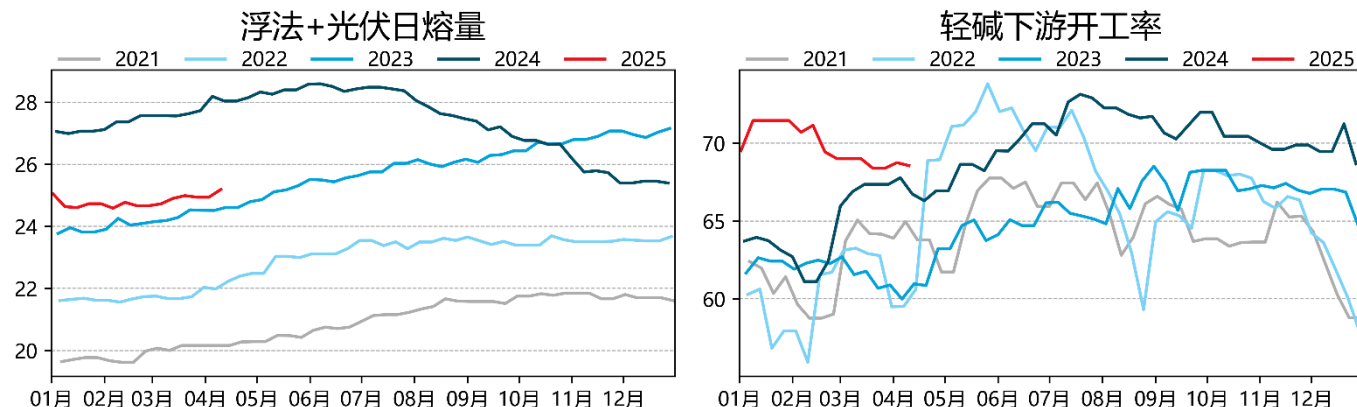
图2 纯碱装置开工率（单位：%）



资料来源：卓创资讯，永安期货研究院

3月下旬至4月中旬，前期检修装置陆续复产，碱厂开工率从79%回升至88%，4月前2周日产量回到10万吨以上。从图2可以看到，天然碱法装置贡献大部分的减产，而氨碱法装置对于供应减量的贡献占比较小。氨碱法装置贡献占比较小的原因在于部分高成本氨碱法装置因利润问题早已处于不饱和运行的状态，在亏损没有进一步扩大的情况下大概率不会进一步降负荷。总体上看本轮减产及复产进程大致符合预期，在下游浮法需求维持且光伏需求回暖的背景下（图3），各厂家行为相对克制。

图3 纯碱下游运行情况（左图单位：万吨，右图单位：%）



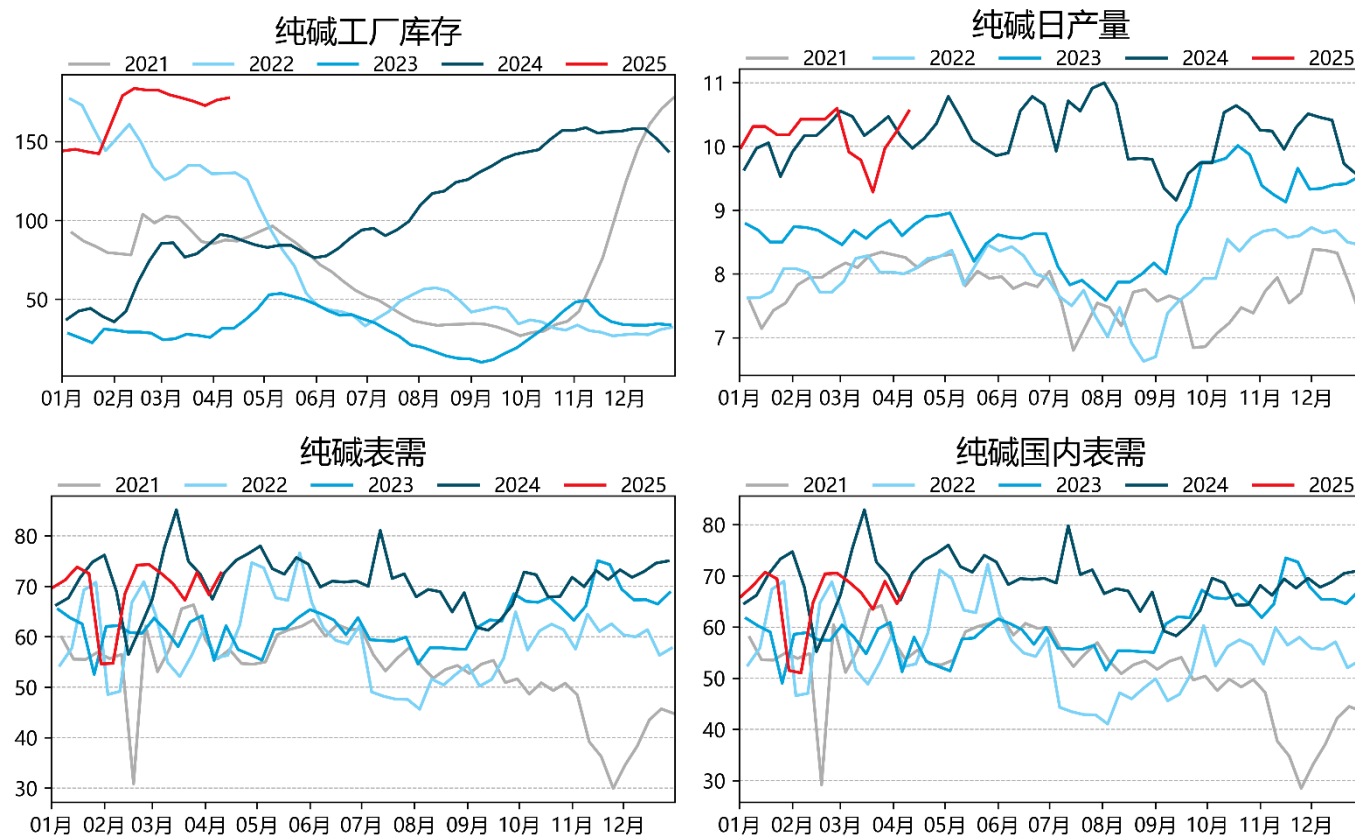
资料来源：卓创资讯，永安期货研究院

纯碱中期供应压力较大：进入 2-3 季度后，前期投产的连云港碱业、德邦等装置将陆续形成供应，在 2024 年高供应增量的背景下预计将显示比较显著的供应冲击效应。此外，4 季度预计阿碱二期将投产，虽然形成供应大概率要到 2026 年，但是对于**存量市场而言，潜在的低成本装置投产仍然会提前反应到市场主体行为中**。

纯碱中期需求走弱：传统轻碱需求预计持续正增长但增速有限；新型轻碱需求预计增速大幅走弱；光伏需求正增长但预计增速低于 2024 年；浮法需求短期可能走强，年内则压力较大；综合轻重碱情况看，纯碱短期需求可能走强，但从全年视角看大概率走弱。综合纯碱中期的供应及需求情况，**纯碱自 2024 年年中开始的供需失衡局面或将继续**；2-3 季度纯碱供需格局改善可行的路径仍然是行业被动或主动降负荷，如通过传统的通过利润传导至负荷的形式，再如以行业自律主动集中减产的形式，总之**需要生产环节采取更加积极的动作**。

最后，我们关于纯碱需求的短期观点仍然有效——“**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**”，即供需格局的变化在纯碱工厂库存、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**”。

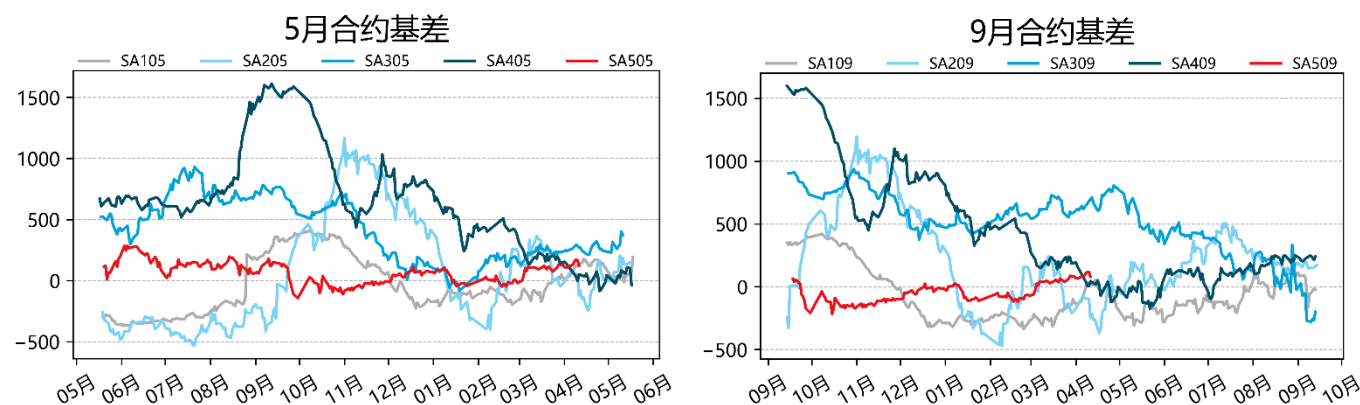
图4 纯碱产量、库存及表需（单位：万吨）



资料来源：卓创资讯，海关总署，永安期货研究院

二、估值低位，升水结构延续

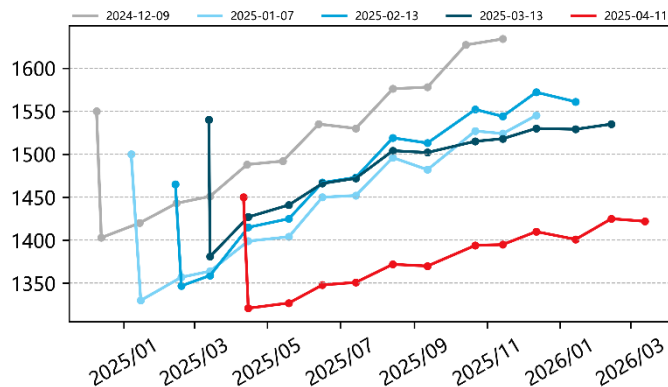
图5 纯碱基差（单位：元/吨）



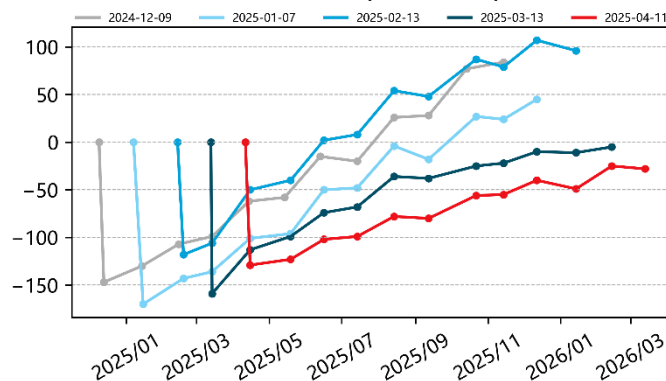
资料来源：Wind，永安期货研究院

图6 纯碱期限结构（单位：元/吨）

期限结构(绝对价格)



期限结构(相对价格)

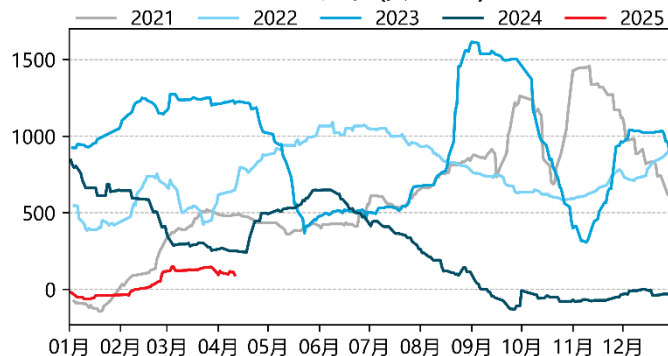


资料来源: Wind, 永安期货研究院

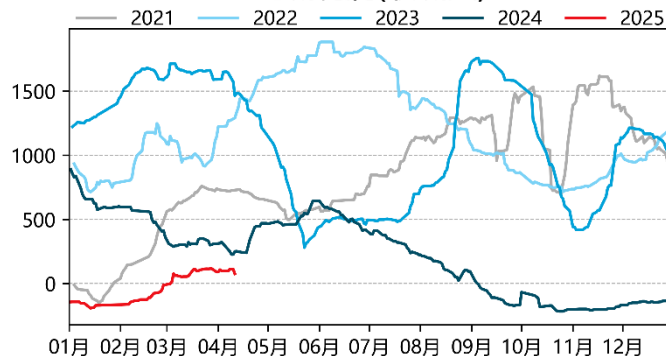
2025年3月下旬开始,玻璃期现价格走弱,纯碱在下游不振的情况下价格持续新低,截至4月中旬已低于2024年9月水平。纯碱现货市场情绪持续走低,盘面溢价持续压缩,基差持续走强,期现联动的模式和前几年比出现差异:一方面,虽然纯碱虚实比仍然较高,但是期现与现期联动的持续性大幅降低,体现为绝对价格变动幅度和相对价格变动幅度均比较有限;另一方面,期现市场参与者数量与质量均大幅增加,博弈更为均衡,价格大幅偏离难度较大。

图7 纯碱毛利(单位:元/吨)

纯碱利润(氨碱法)



纯碱利润(联碱法)



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弱,而成品价格走弱约100元/吨,毛利小幅回落,当前氨碱法毛利和联碱法毛利仍处于近5年的最低位。

总的来说纯碱当前向下驱动仍在继续,虽然期现货估值较低,但预计交易绝对价格的盈亏比仍好于相对价格,建议可继续“空SA509”,理想价格区间在1400~1500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端情况好于纯碱,因此建议可“多FG509空SA509”,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。