

## 工业品部

## 纯碱：投鞭断流未可知

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

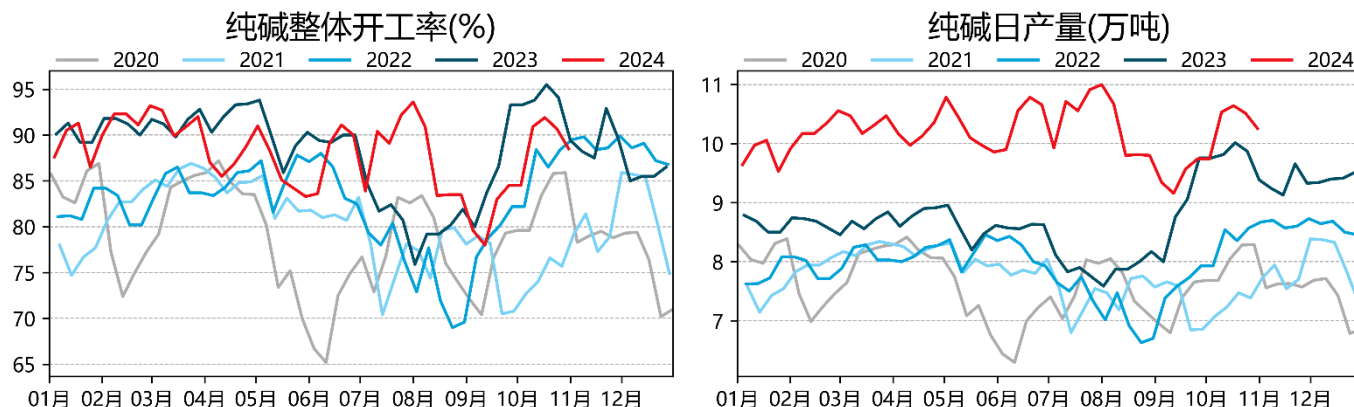
2024 年 8 月 24 日深度报告《纯碱：潜龙勿用》中提出“当前纯碱供需与估值大致匹配，产业链矛盾仍集中在下游及终端环节，纯碱行业处于潜龙勿用阶段”，即玻璃竞争格局缓解或者显著恶化之前，纯碱因自身矛盾不大以跟随玻璃为主。从 8 月 26 日至 10 月 31 日玻璃纯碱走 V 字行情，其中玻璃现货涨 7%，玻璃 2401 涨 9%，基差小幅走弱；而纯碱现货跌 6%，纯碱 2401 基本持平，基差大幅走弱；玻璃产业链在不景气周期进行了估值再分配，纯碱相对玻璃的溢价进一步收敛。估值再分配源于玻璃在供应端调整的差异：8 月底至 10 月底，玻璃开工率下降 5%（83%→78%）而纯碱开工率增加 5%（84%→89%），在需求持续低位的情况下使得玻璃去库 300 万吨而纯碱累库 30 万吨。

当前随着浮法玻璃日熔量越来越临近供需平衡点，冷修进度已在 80% 以上，预计四季度剩余时间里浮法供应下降空间有限，局面日趋明朗。而纯碱供应局面则愈发混沌，一方面盈亏线附近的装置已经做出减量调整，而盈利尚可的装置供应调整空间仍然较大，供应变动冗余充足；另一方面低成本厂家今年以来在市场低迷时多次主动降低供应，预计未来在行业地位稳定的前提下仍将维持一定的稳价意愿。当前随着宏观预期好转，玻璃估值在供需格局没有明显变化的情况下从极低位修复至低位，其中玻璃现货及期货估值从极低位性修复至低位，而纯碱现货估值变动不大，估值修复集中在期货特别是远月合约。总的来说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。本文内容大致如下：

- 1、供应有增有减
- 2、需求先浮后沉
- 3、估值近低远高

## 一、供应有增有减

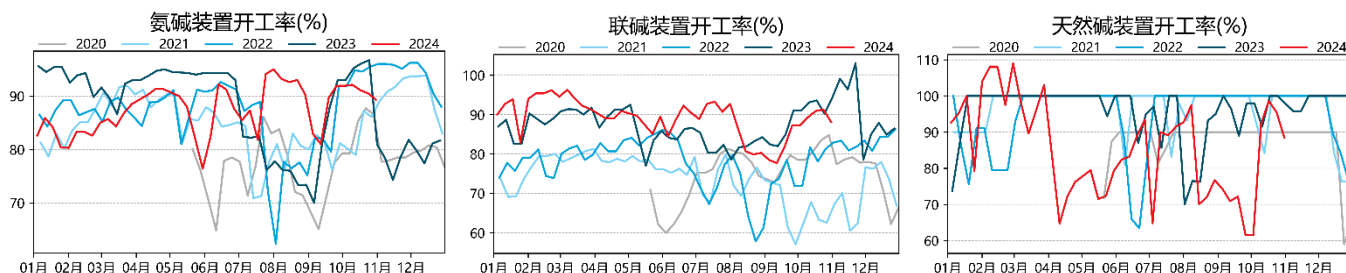
图1：纯碱开工率及日产量



数据来源：卓创资讯，永安期货研究院

2024 年以来除 9 月前 2 周外，纯碱开工率一直维持在 80% 以上（图 1 左），日产量维持在 10 万吨至 11 万吨之间（图 1 右），在产能增加近 500 万吨的背景下如此长时间的高供应远超年初市场预期。

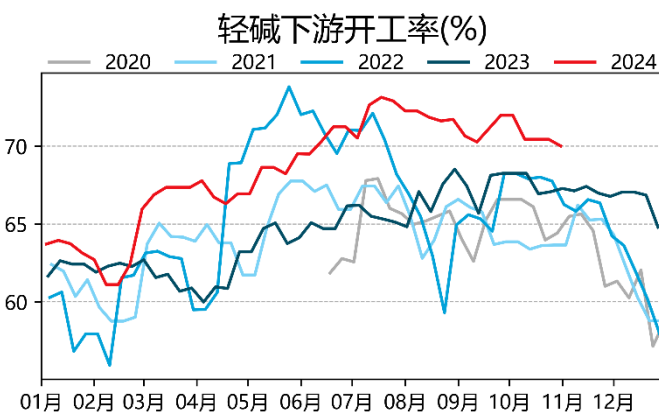
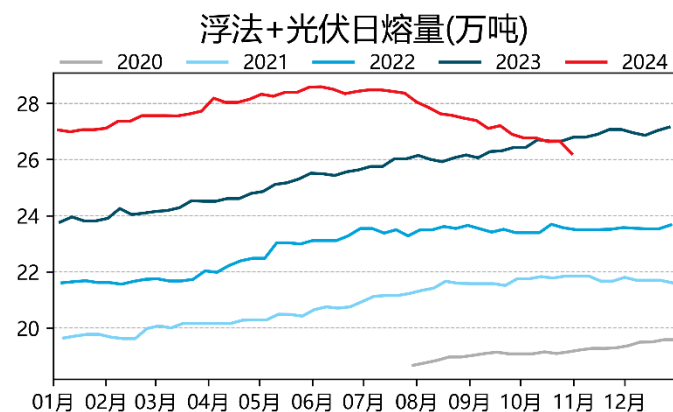
图2：氨碱法、联碱法及天然碱法装置开工率



数据来源：卓创资讯，永安期货研究院

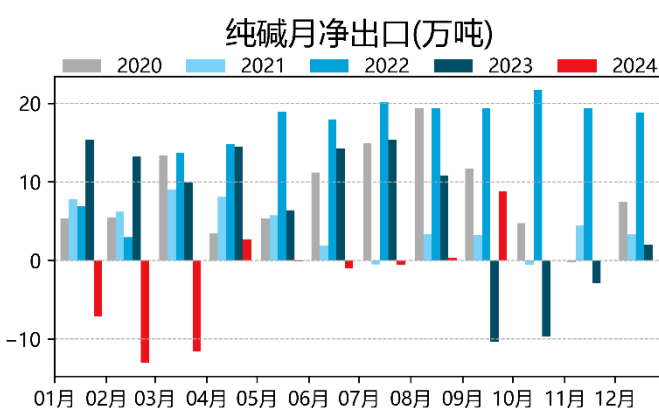
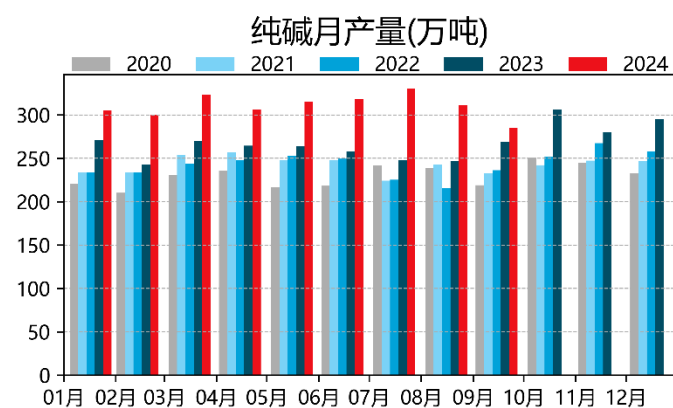
按成本可以将国内纯碱装置粗略划分如下：高成本氨碱法>联碱法>低成本氨碱法>天然碱法，即氨碱法装置的成本差异较大，因此理论的供应调整弹性也较大。实际情况也是如此：2024 年 1-10 月的供应减量中，氨碱法装置贡献的减量占比远高于产能占比，联碱法装置贡献的减量占比远低于产能占比，而比较意外的是成本最低的天然碱法装置贡献的减量占比高于产能占比（图 2）。具体来看，在 2024 年 1 季度的下跌过程中，供应减量基本全部来自氨碱法装置，比较符合产能成本曲线在下跌过程中的影响兑现；而在 2024 年 6 月至 9 月的下跌过程中，联碱法和氨碱法的供应减量贡献占比均低于产能占比，而天然碱法对供应减量有超额贡献。两轮下跌过程的最大区别在于下游重碱需求情况（图 3），第一轮下跌过程中下游重碱需求量处于高位且持续增加，而第二轮下跌过程中下游重碱需求量持续萎缩，并在 10 月中旬同比增速转负；可以理解为下游需求正常波动时，产能成本曲线调节机制正常运行，而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。

图3：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

图4：纯碱月度供应

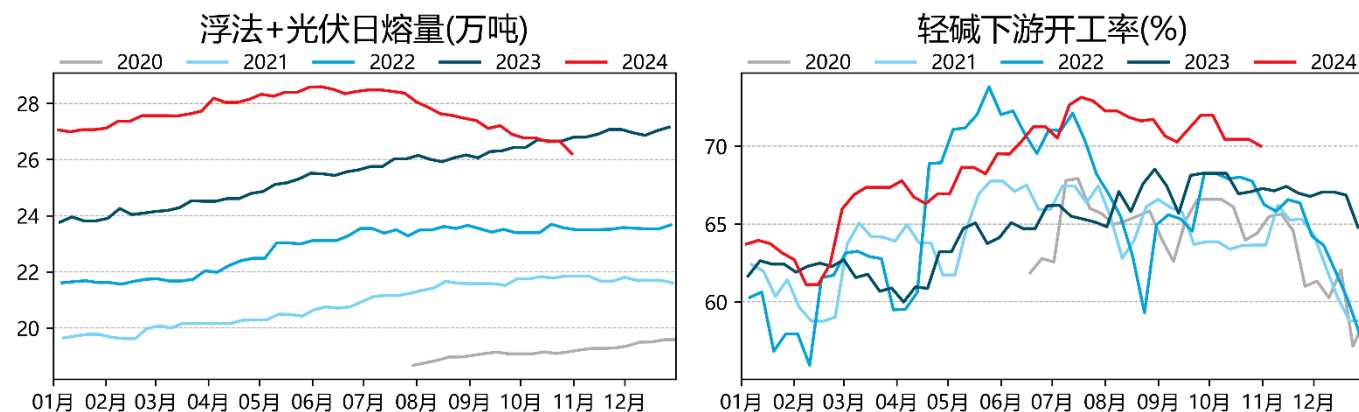


数据来源：卓创资讯，海关总署，永安期货研究院

纯碱在 2023 年下半年的大扩产在 2024 年上半年形成了大供应（图 4），1-9 月产量同比增加 460 万吨，此外 1-9 月净进口同比增加 110 万吨，合并计算则 1-9 月供应增量同比增加 570 万吨，供应增幅高达 25%；按更高频的周度数据（图 1），纯碱 1-44 周国内供应同比增加 480 万吨，1-44 周国外供应同比增加约 90 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 23%。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。

## 二、需求先浮后沉

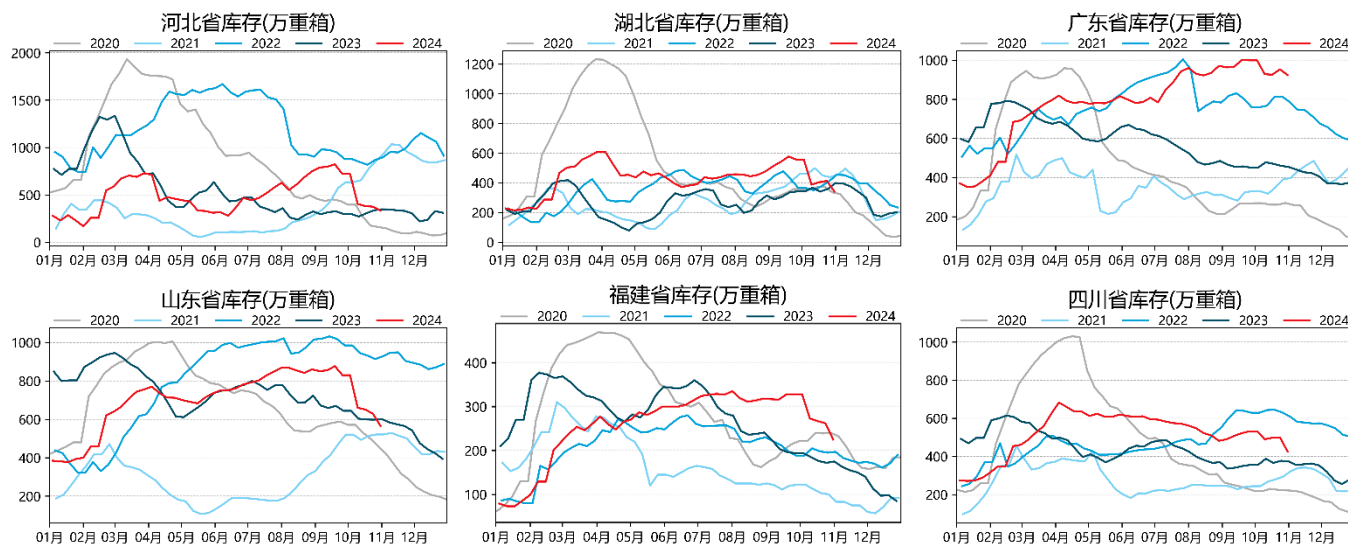
图5：纯碱下游情况示意



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或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 10 月底按不同口径及不同平衡点估算，冷修进度在 80%-90% 之间。而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 -2%，累计同比增幅从 14% 收窄至 9%。

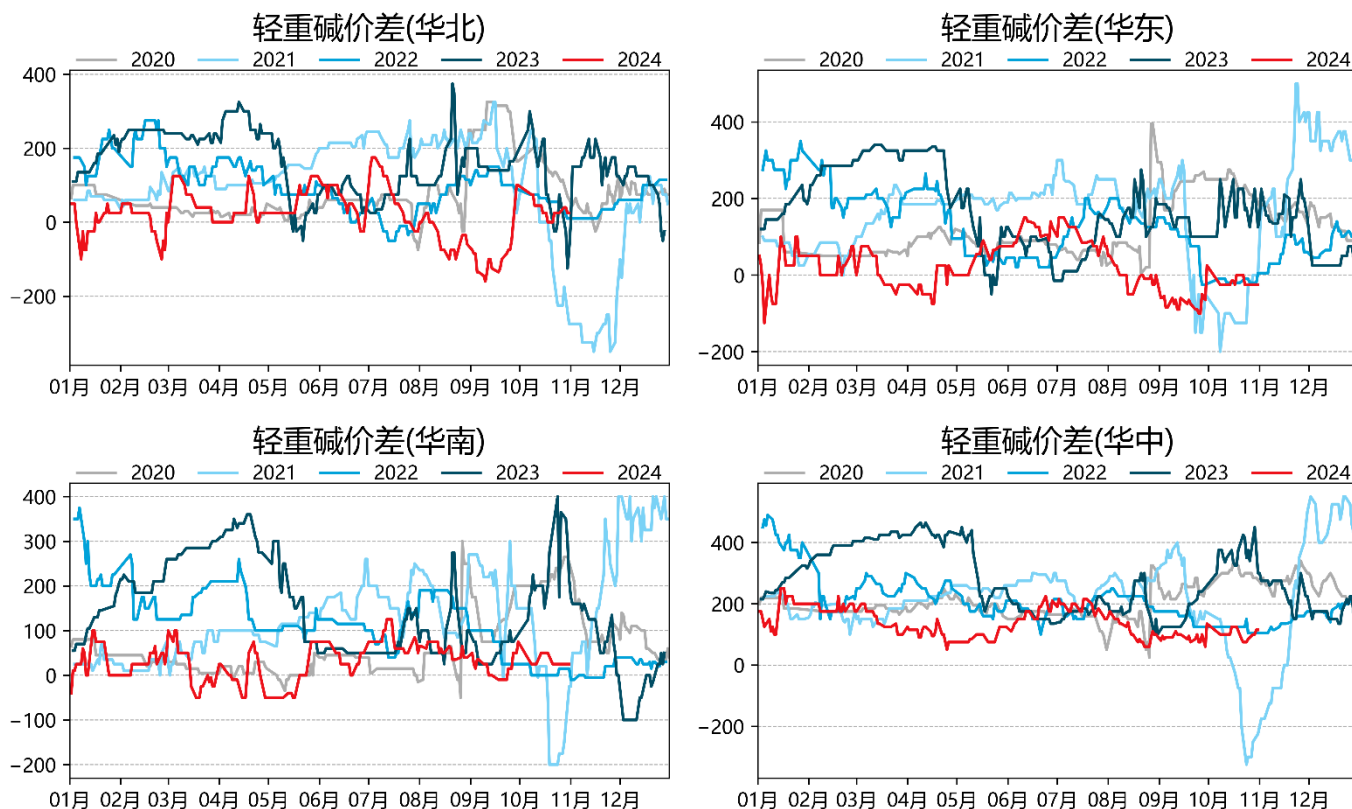
图6：各地玻璃厂库情况



数据来源：卓创资讯，永安期货研究院

图7：重碱与轻碱价差

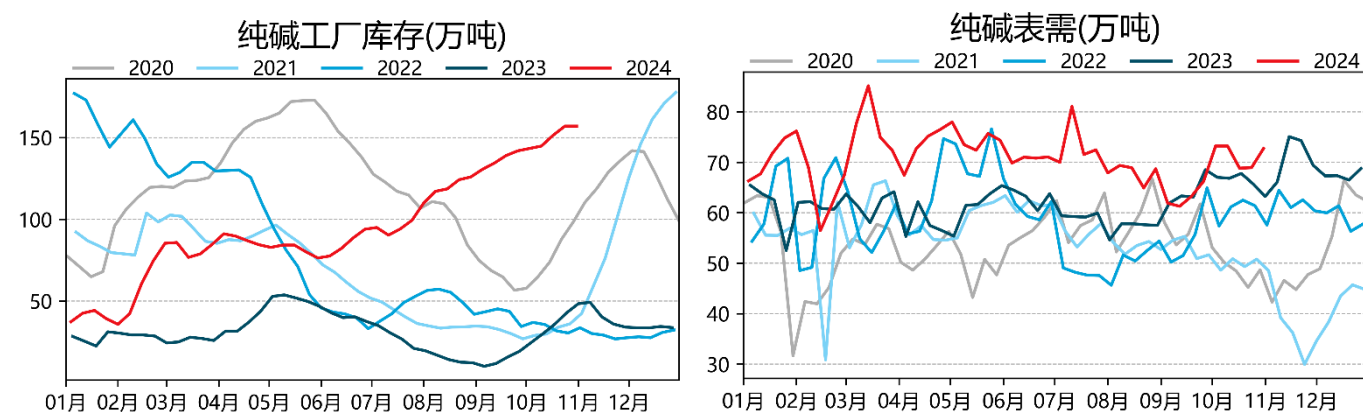




数据来源：卓创资讯，Wind，永安期货研究院

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。

图8：纯碱厂库及表需



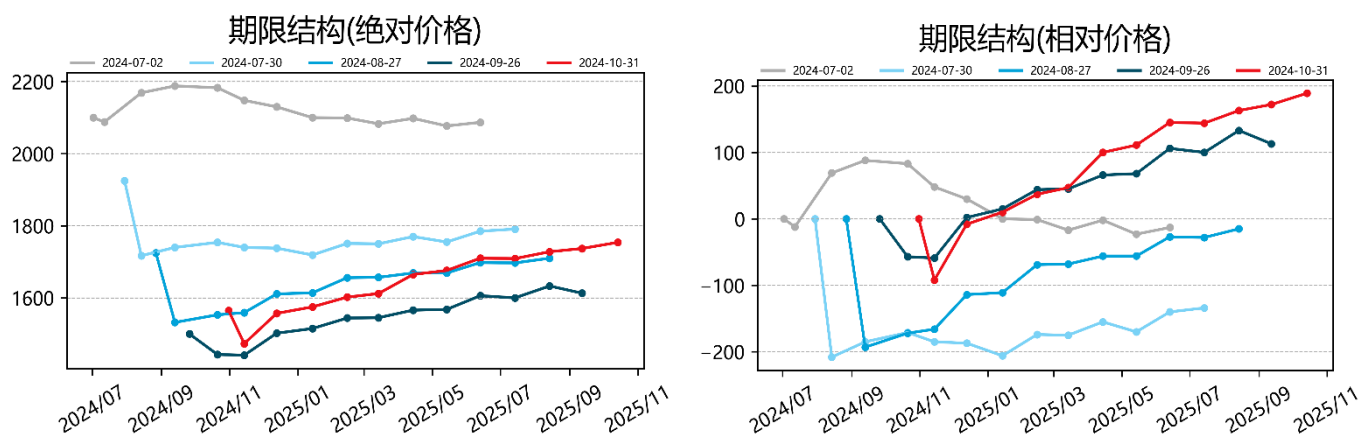
数据来源：Wind 资讯，卓创资讯，海关总署，永安期货研究院

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，到10月又恢复至325万吨，单月产量仅次于7月的330万吨。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1-44周供应增量（+570万吨）中有20%体现在了纯碱厂库环节（+111万吨），25%流向重碱需求增量（+144万吨），13%流

向轻碱需求增量(+77 万吨)，47%体现在玻璃厂、期现商等库存环节(+270 万吨)，另有 8%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，因此当前平衡市场最直接的方法仍是供应端做减法。

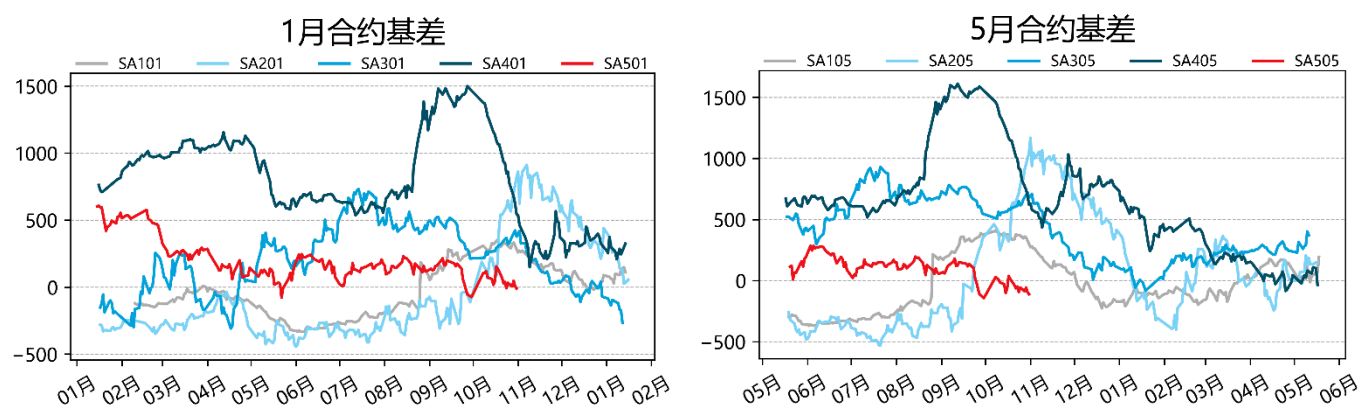
### 三、估值近低远高

图9：纯碱期限结构（4 个月）



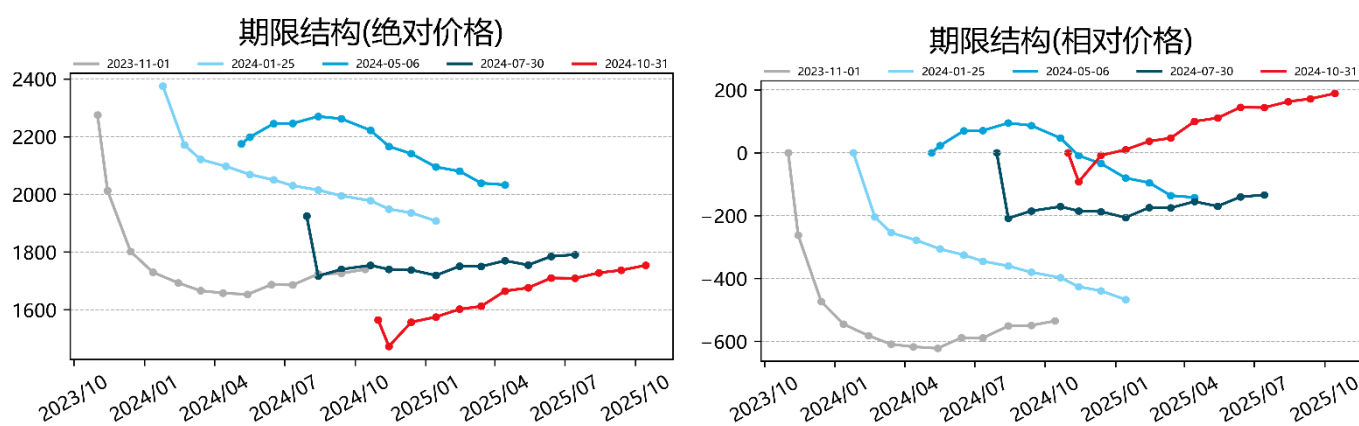
数据来源：wind 资讯，永安期货研究院

图10：纯碱基差



数据来源：wind 资讯，永安期货研究院

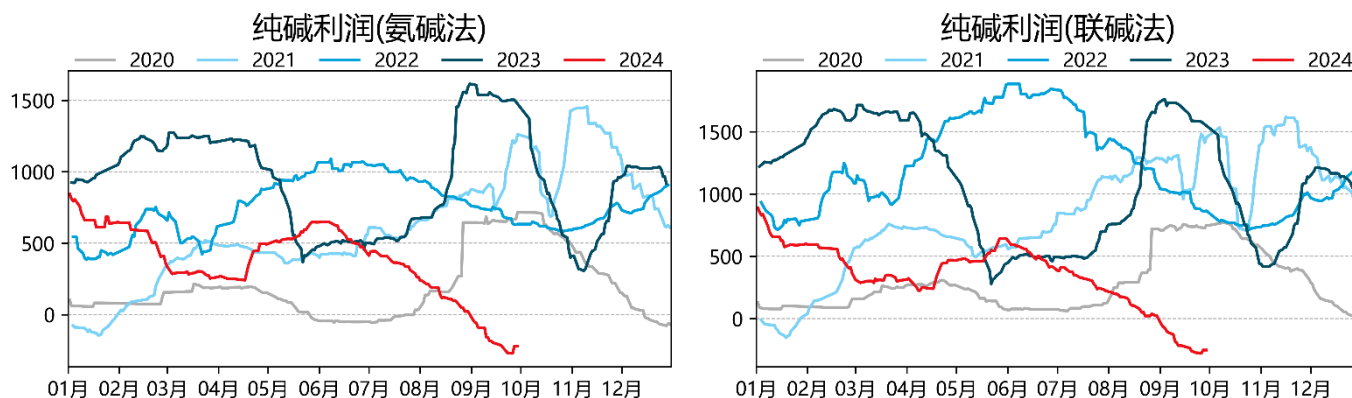
图11：纯碱期限结构（12 个月）



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，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 50-100 元/吨之间，5 月升水在 150-200 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四季度（图 11）。

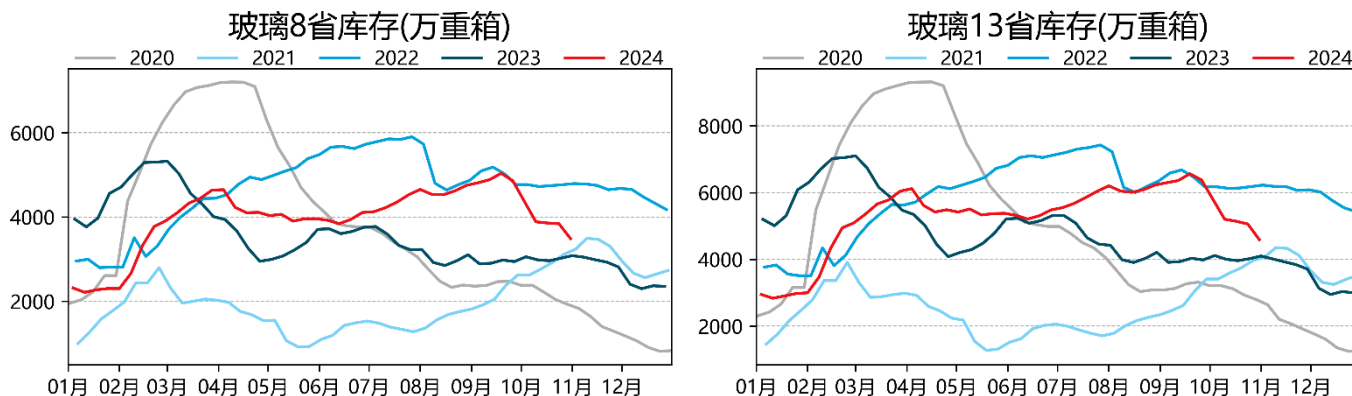
图12：纯碱利润



数据来源：Wind 资讯，永安期货研究院

纯碱成本端的煤、液氨等原料价格变化不大，而成品价格持续走弱，氨碱法及联碱法利润仍在年内新低附近，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以及 9 月底至今的宏观导向行情后，4 季度接下来的行情驱动预计从行业外回归行业内。现阶段行情的主驱动仍来自行业外，即玻璃厂的库存去化途径，经历了连续 5 周的去库后玻璃厂库存已经低于 2022 年。和 2022 年相比，2024 年的冷修进度类似，持续时间也接近（8 个月 vs 7 个月），需求方面增加了期现商集中购销的扰动项，总体看短期对纯碱的影响逐步减弱。接下来行情驱动将主要取决于碱厂在盈亏线附近的决策，目前看大部分高成本碱厂已经被动减产，并且也有少部分低成本碱厂主动减产。综上纯碱当前估值处于低位，外部驱动仍弱但季节性好转，内部驱动较差但有积极因素出现；综合看下游局势逐步明朗，产业链矛盾回归自身，在行业和宏观存在较大变数的 11 月上旬建议观望为主。

### 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。本报告版权仅为本公司所有，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。