

纯碱玻璃：矛盾从玻璃转向纯碱

摘要

2024年浮法玻璃供需矛盾相对明确，如预期走上了产能出清之路，但也并非一帆风顺，期间由于宏观预期以及投机情绪等因素而有所反复。由于上半年玻璃日熔处于历史相对高位，2024年玻璃整体供应增速为2.4%，表需为-2%。展望2025，我们预计浮法玻璃日熔将在15.5-16万吨窄幅波动，全年供应或明显下滑。我们不否认2024年下半年产能出清已基本解决阶段性的过剩矛盾，产销看上去基本达到平衡。后续重点关注的变量则是需求，从地产数据和预期看，2025年地产竣工数据仍将处于下滑通道，也将继续制约浮法玻璃的需求。因此从整个供需层面看，2025年全年尚无法给到玻璃产业链很高的利润弹性，但也不排除在一些中下游补库时有阶段性的行情。2025年开年玻璃将处于一个相对低估值+低供应的状态，矛盾也必不像2024年明确，需要更多去捕捉阶段性机会。

2024年是纯碱产能过剩显性化的一年，产业链的超额利润也随之消失。展望2025年，随着存量产能继续释放以及新产能的加入，供应居高不下的情况下，预计过剩压力将进一步放大，从而再次往下压缩碱厂利润，纯碱或将走上和玻璃一样的产能出清之路，方可解决当下的矛盾以及扭转过剩预期。因此，相较于玻璃，我们认为纯碱或表现更为弱势。

第1章 行情回顾

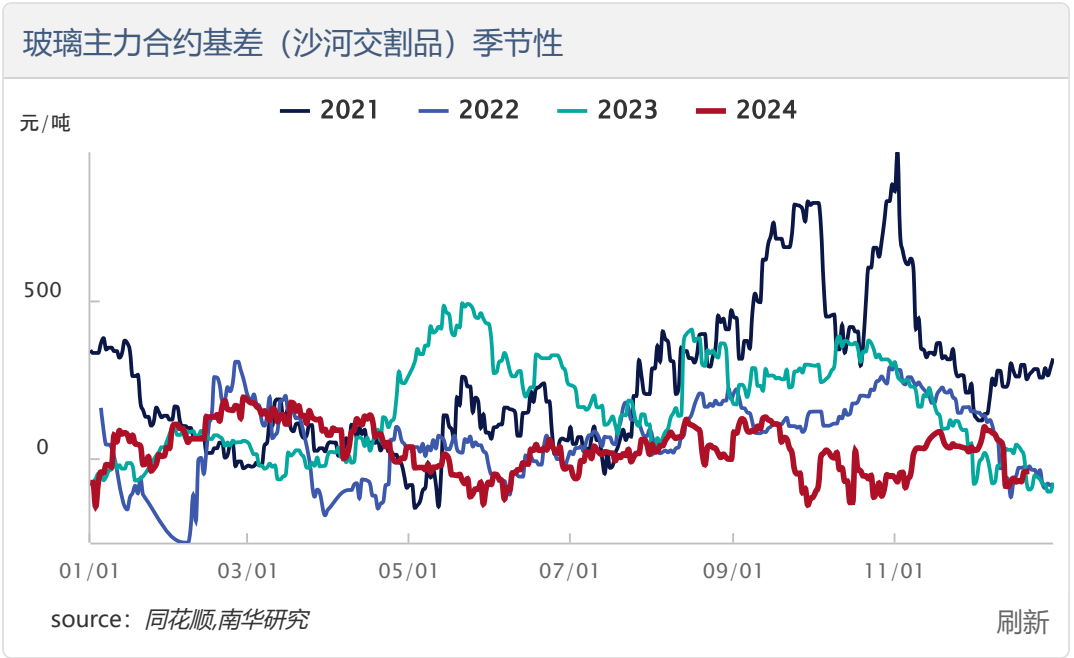
1.1玻璃2024年行情回顾

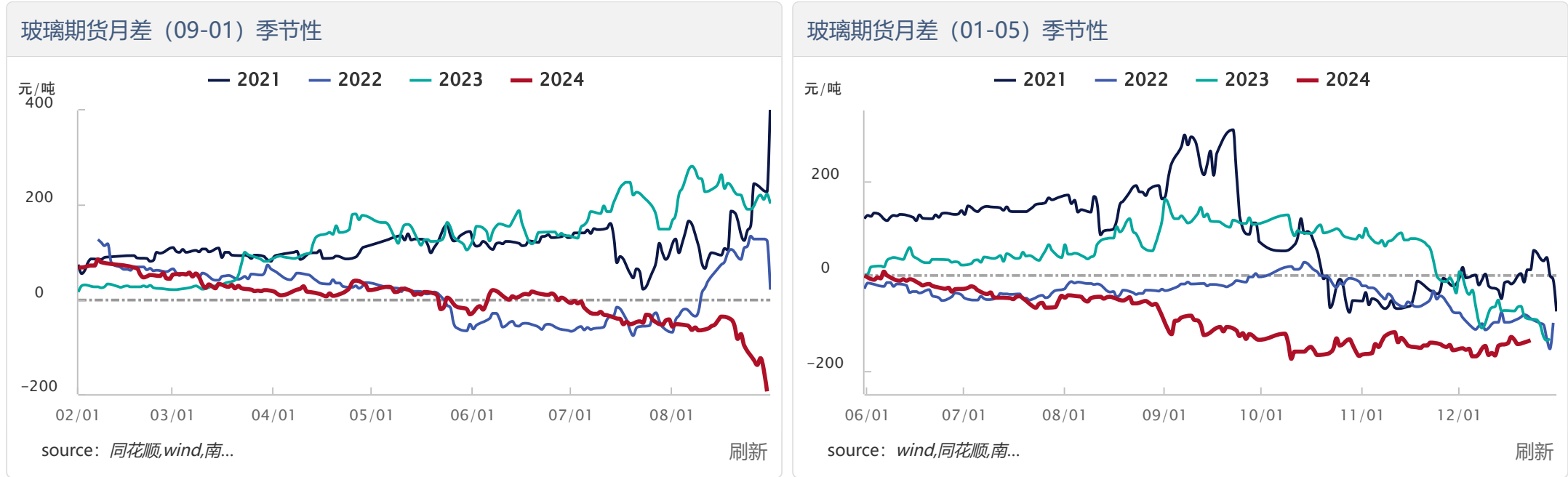
回顾2024年，玻璃整体走势以震荡下跌为主。一季度玻璃价格开始转弱弱势，从春节前震荡偏强转为趋势性下跌，且期货盘面领先现货。主力合约价格从1900+跌至1450，整体跌幅超过22%。主要逻辑在于刚性的高供应、持续疲弱的近端需求以及地产竣工缩量的悲观预期。4月下旬到5月底，玻璃价格出现明显反弹，一是对前期悲观情绪的反抗，二是在一系列地产政策，尤其517楼市新政后，乐观预期推动下玻璃价格从底部反弹超过300点，市场情绪也在“能耗双控”文件后达到顶峰。5月中下旬后，交易逻辑再次回归现实，玻璃产销持续走弱，叠加6月梅雨季，各大区均出现累库，玻璃价格从高位回落。

下半年，产业过剩预期一致，玻璃走势呈现单边下行趋势，当时的主力合约2409合约一度跌破900元/吨（进入交割月后），9-1基差也扩大至接近-200。产业链几乎处于全亏损状态，冷修预期也在叠加过程中逐步增强。现货同样处于弱势，产销持续低于同期

水平。不过自9月24日宏观释放利好且超预期，叠加国庆假期前夕，空头集中离场导致盘面出现大幅反弹，并给了期现套利机会，投机需求爆发，正反馈下产销也持续放量。随着供应端的持续出清，旺季下需求环比转好，叠加宏观会议与预期被反复交易，盘面再次反弹至1300-1400元/吨的价格区间。

临近年底，随着01合约面临交割，交易再次转向现实，市场供需整体达到一个平衡状态，上游厂家库存压力有限，下游虽即将进入淡季，但整体承接能力略超预期，玻璃价格震荡为主。



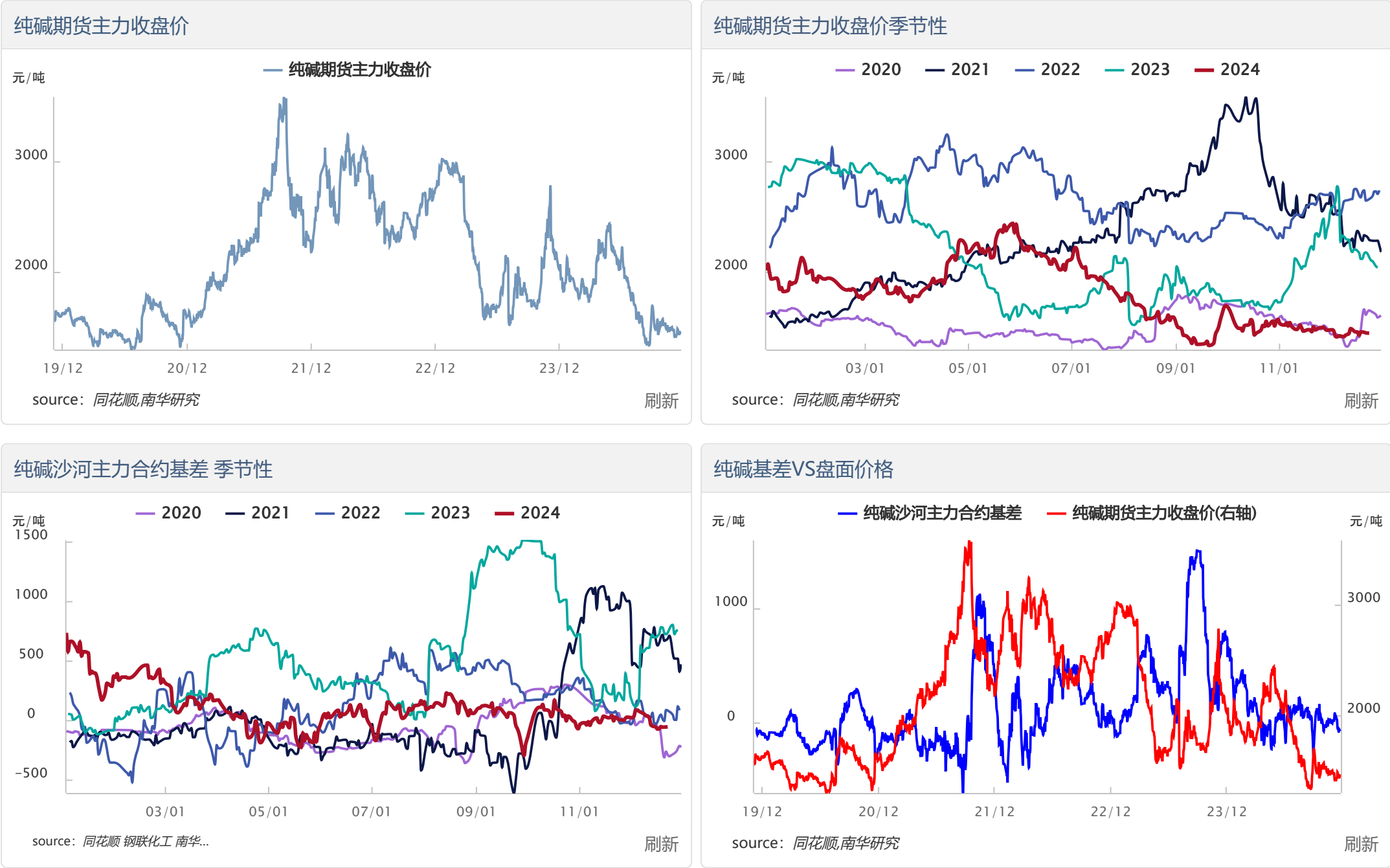


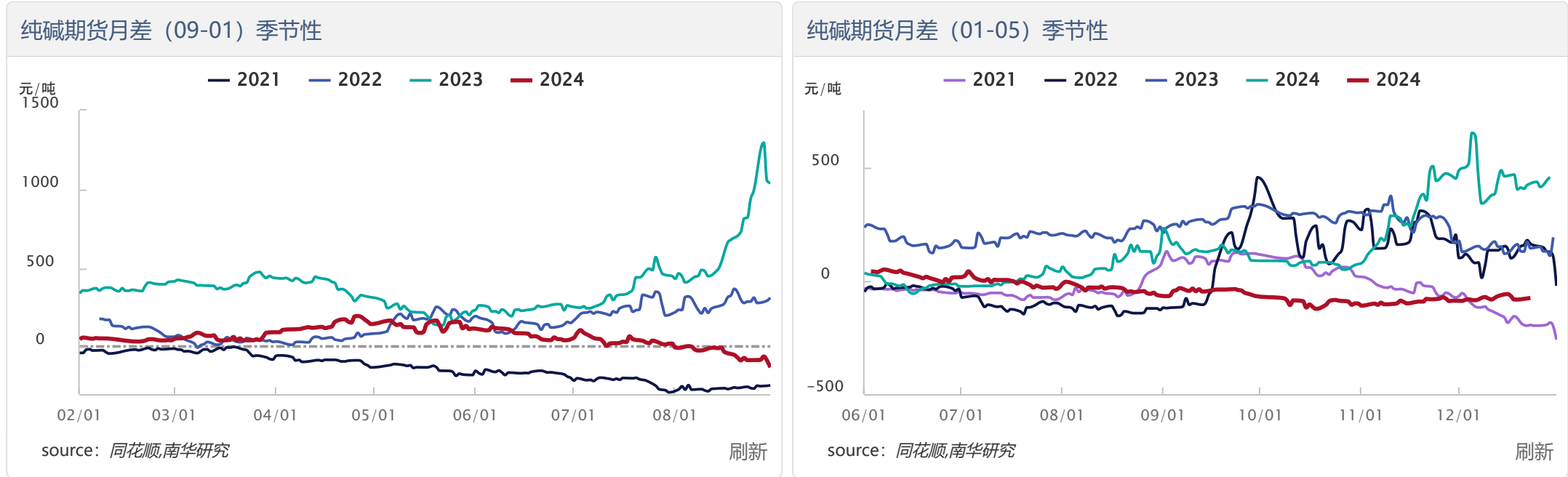
1.2纯碱2024年行情回顾

回顾2024年，纯碱走势与玻璃趋同，价格震荡下跌为主。

上半年纯碱价格中枢略持稳，整体呈现先抑后扬的态势，其中一季度盘面出现一定跌幅，主要在于国内供应放量叠加进口冲击，纯碱库存迅速从低位大幅回升。4-5月，伴随着宏观情绪改善，供应端陆续检修，玻璃厂补库的进行，盘面反弹显著。三季度，随着浮法玻璃和光伏玻璃的走弱，纯碱供需矛盾凸显，期货价格随之呈现单边下行走势，主力合约价格在9月中旬触及年内低点，接近1300元。

随后，在国庆节前，宏观利好刺激下，商品情绪好转叠加空头集中离场，盘面出现大幅反弹，但整体过剩预期下，纯碱上方压力显著，反弹程度不如玻璃。和玻璃供应端逐步出清的状态不同，纯碱供应居高不下，即使供应端联合减产等消息层出不同，但尚不能达成一致，叠加光伏玻璃冷修加速，重碱刚需下滑趋势难改，纯碱价格呈现震荡偏弱走势。临近年底，纯碱显性库存高位，下游补库动力不足，过剩压力继续凸显，纯碱走势明显弱于玻璃。





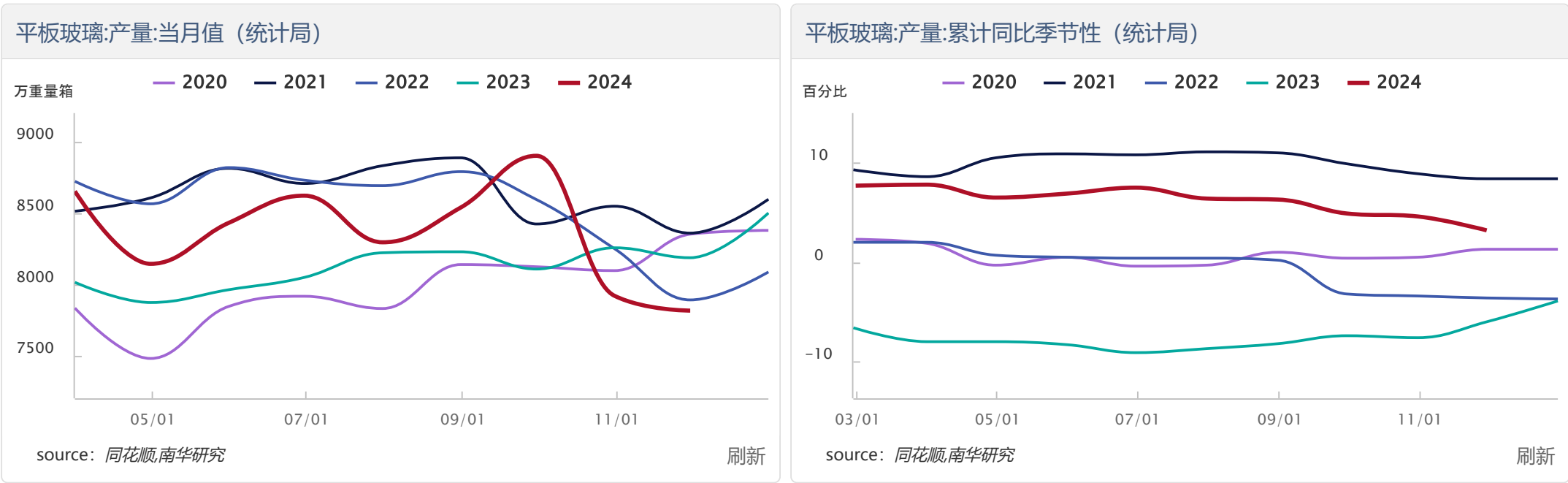
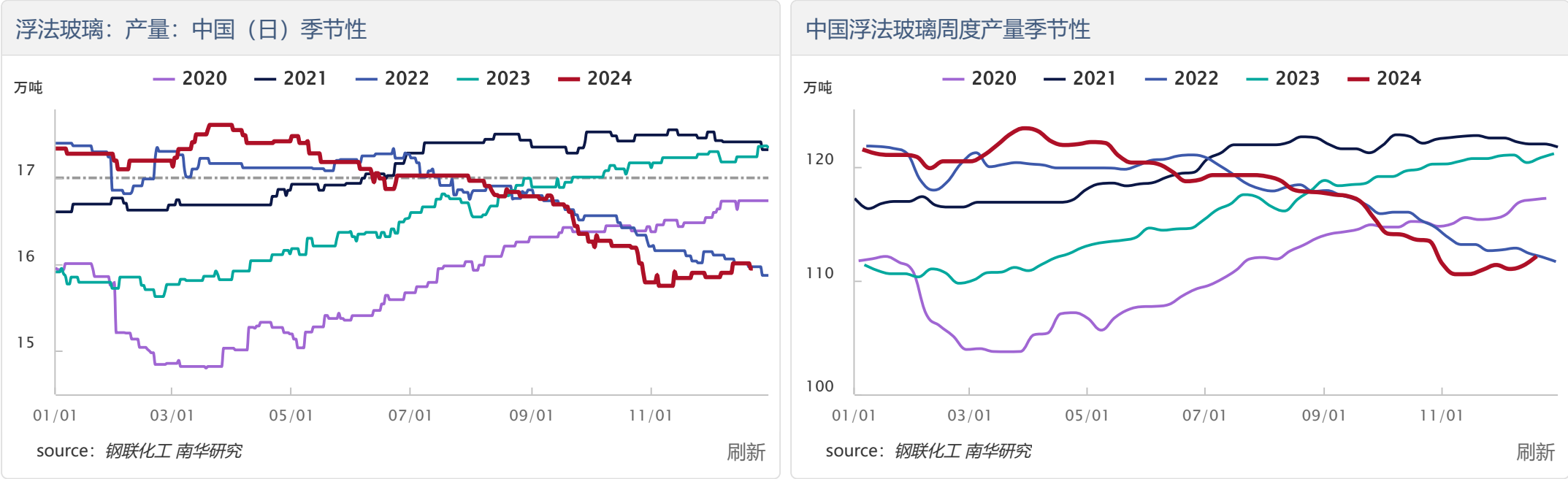
第2章 玻璃供需总结及展望

2.1玻璃供应出清基本完成

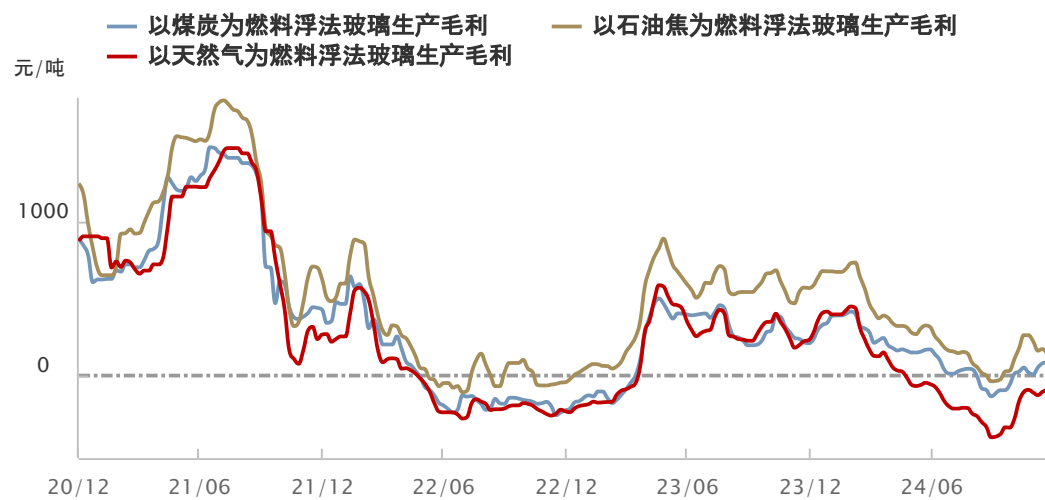
截止到2024年12月底，玻璃日熔回落到16万吨附近，较年初的17.3万吨下滑1.3万吨日熔。主要原因是三季度玻璃价格大幅下跌，导致高成本的玻璃产线进入亏损状态，冷修加速。2024年，玻璃产量预估在6171万吨左右，增速2.4%-2.5%。2024年浮法玻璃平均日熔16.86万吨，上半年日熔17.3万吨，下半年16.4万吨。展望2025年供应，我们预计浮法玻璃日熔或维持在15.5-16万吨附近，总体或不会出现大幅的趋势性波动。我们预计2025年玻璃总产量或在5770万吨附近，较2024年下滑6.4%。

利润看，按照隆众数据，截止到12月底玻璃厂平均利润在50元/吨，其中以天然气为燃料的浮法玻璃产线仍处于亏损状态，约-100元/吨左右，以煤炭和石油焦为燃料的浮法玻璃产线则处于盈亏线上方，分别在+80/+170元/吨。后续冷修预期尚存，但斜率或明显放缓。

我们看到，玻璃成本端右侧的产线尚处于亏损状态，在年底赶工期过后进入2025年淡季，仍有部分产线或进入冷修状态，日熔有进一步下滑的预期。从整个供需层面看，2025年全年尚无法给到玻璃产业链很高的利润弹性，但也不排除在一些中下游补库时机会有阶段性的行情。



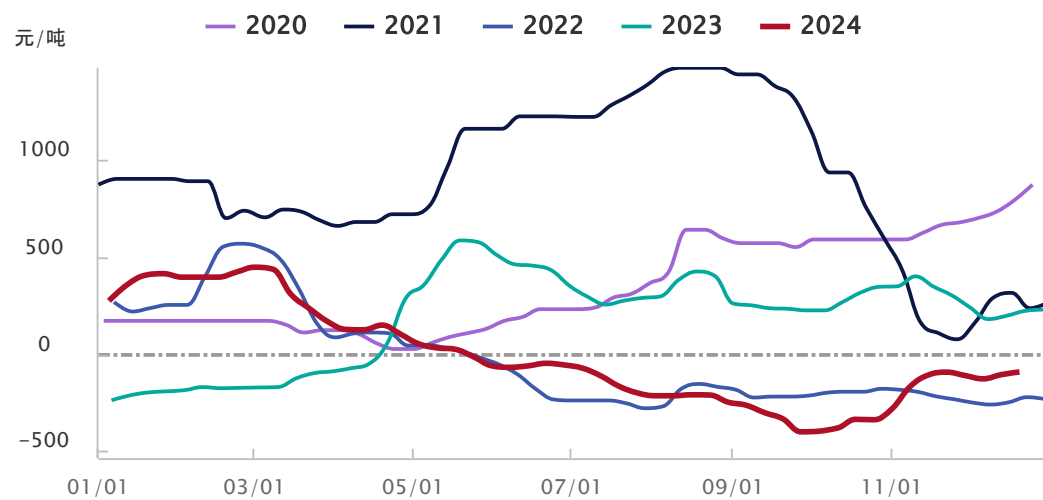
浮法玻璃不同工艺利润（现货）



source: 钢联化工 南华研究

刷新

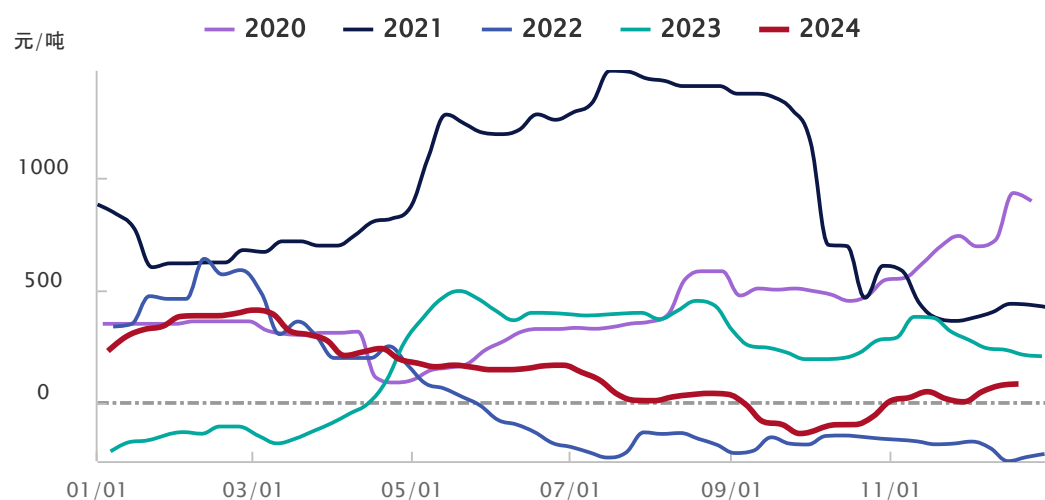
浮法玻璃：以天然气为燃料的浮法工艺：生产毛利：中国（周）季节性



source: 钢联化工 南华研究

刷新

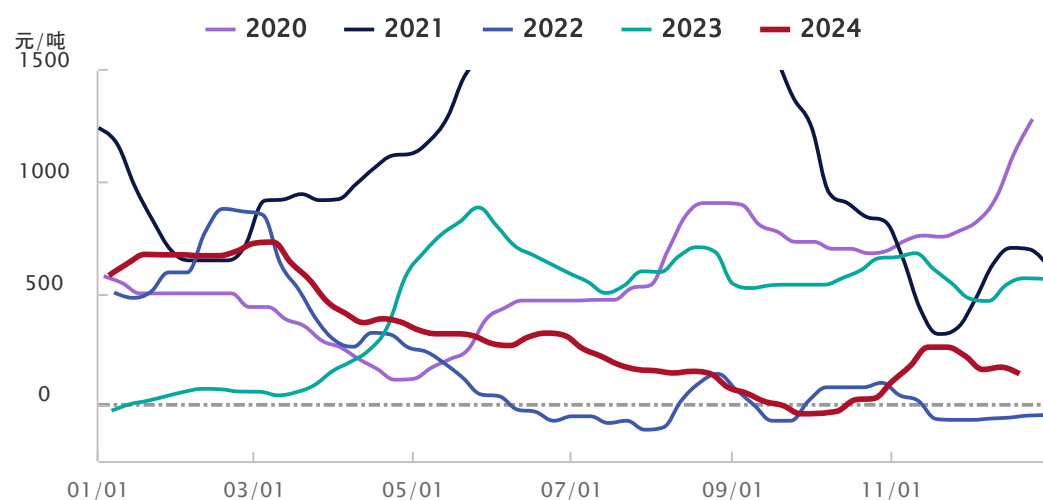
浮法玻璃：以煤炭为燃料的浮法工艺：生产毛利：中国（周）季节性



source: 钢联化工 南华研究

刷新

浮法玻璃：以石油焦为燃料的浮法工艺：生产毛利：中国（周）季节性



source: 钢联化工 南华研究

刷新

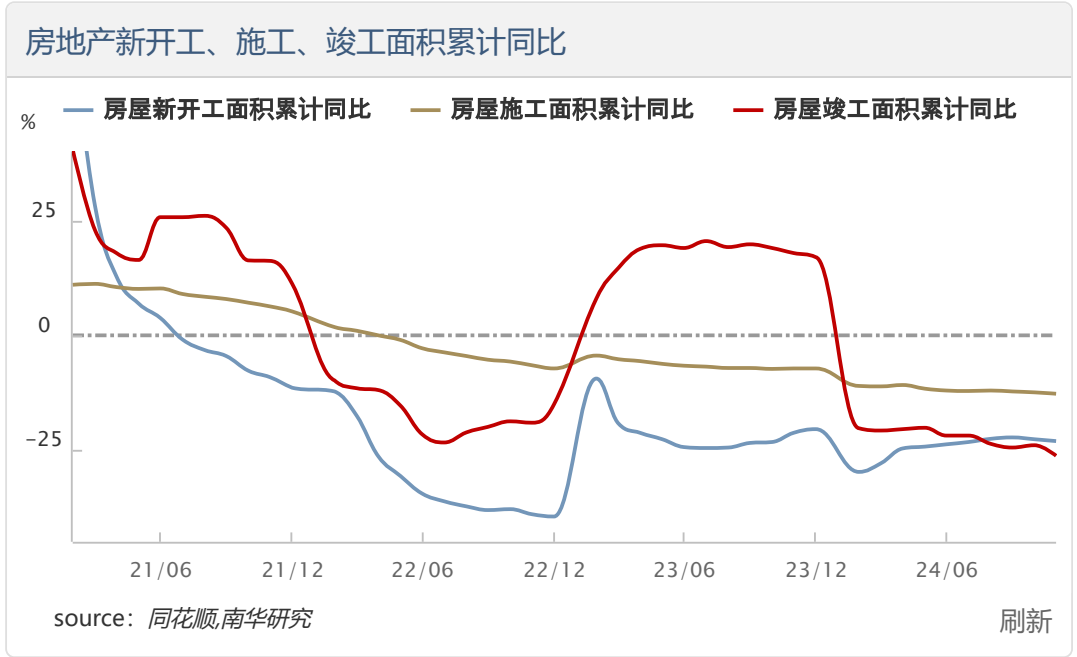
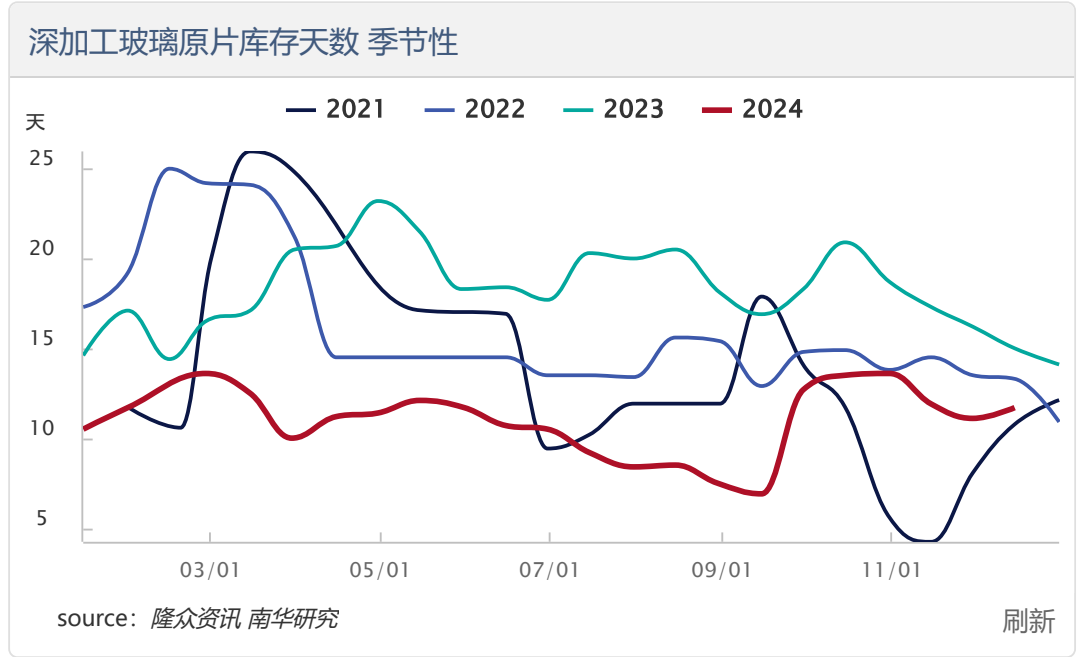
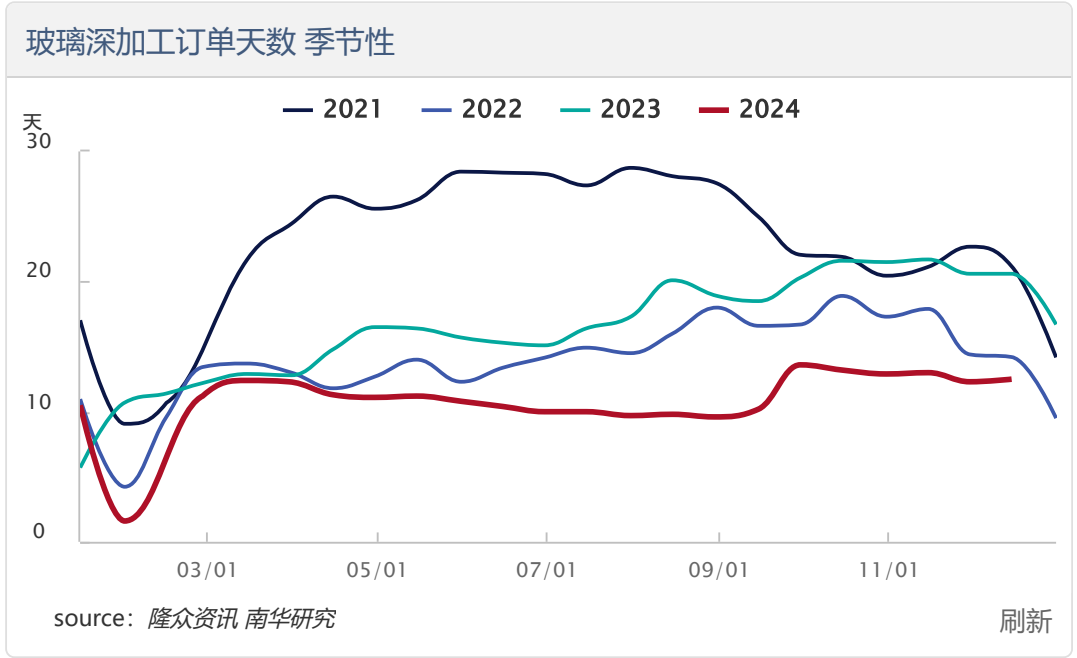
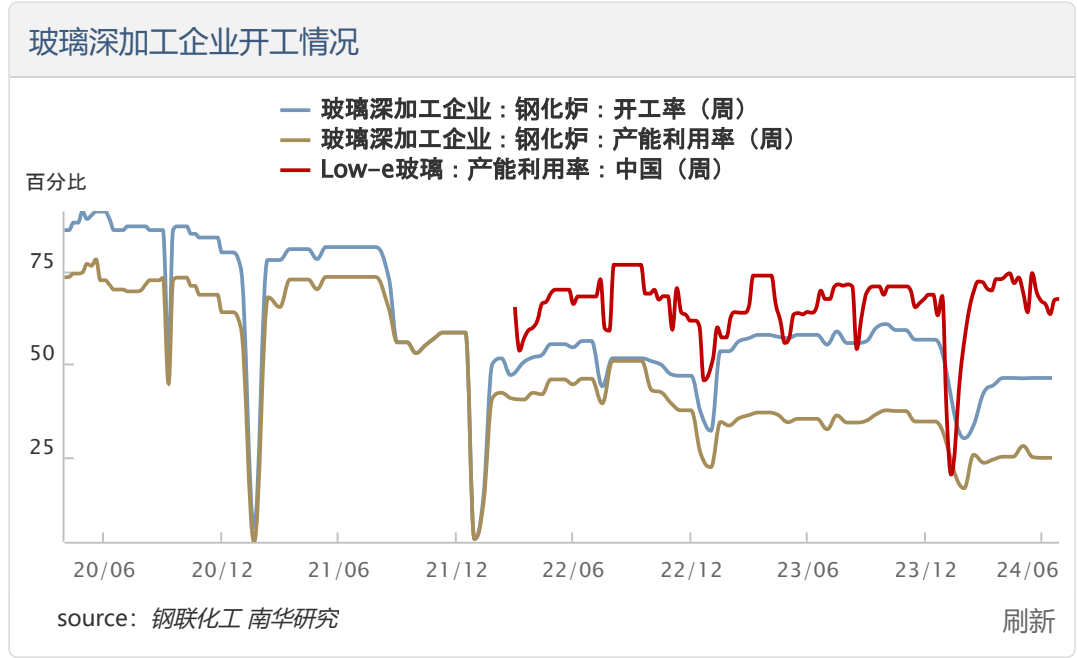
2024年浮法玻璃产线变动情况										
复产/点火产线	省份	地区	日熔量	时间	冷修停产线	省份	日熔量	地区	时间	点火时间
广东明轩阳江一线	广东	华南	1000	2024.1.16	信义天津三线	天津	600	华北	2024.1.7	2012.7
株洲醴陵旗滨一线	湖南	华中	1000	2024.1.28	石家庄玉晶四线	河北	800	华北	2024.1.31	2013.5
石家庄玉晶一线	河北	华北	1000	2024.2.1	信义营口二线	辽宁	1000	东北	2024.2.2	2024.2
信义营口一线	辽宁	东北	1000	2024.2.1	平湖旗滨二线	浙江	860	华东	2024.3.1	2014.9
凯里凯荣玻璃一线	贵州	西南	500	2024.2.8	信义海南四线	海南	600	华南	2024.4.1	2022.6
信义江门一线	广东	华南	900	2024.2.19	沙河安全四线	河北	600	华北	2024.4.7	2015.4
威海中玻四线	山东	华东	500	2024.2.21	台玻成都二线	四川	900	西南	2024.4.8	2008.1
信义海南二线	海南	华南	600	2024.5.7	明达玻璃一线	四川	700	西南	2024.5.8	2009.4
石家庄玉晶新二线	河北	华北	1000	2024.5.12	石家庄玉晶一线	河北	600	华北	2024.5.10	2009.12
信义天津三线	天津	华北	600	2024.5.25	石家庄玉晶二线	河北	800	华北	2024.5.10	
信义节能玻璃（江门）鹤山二线	广东	华南	950	2024.6.1	新疆光耀玻璃科技	新疆	600	西北	2024.5.9	2012.8
平湖旗滨玻璃有限公司二线	浙江	华东	600	2024.7.14	成都南玻三线	四川	1000	西南	2024.5.16	2009.7
武汉长利洪湖四线	湖北	华中	900	2024.7.18	德阳信义节能玻璃一线	四川	800	西南	2024.6.5	2014.11
台玻成都玻璃有限公司二线	四川	华南	900	2024.8.12	长兴旗滨玻璃有限公司三线	浙江	600	华东	2024.6.11	2015.7
吉林迎新—窑三线	吉林	东北	1300	2024.9.7	武汉长利汉南一线	湖北	900	华北	2024.6.12	2015.6
德阳信义节能玻璃一线	四川	西南	800	2024.10.9	信义玻璃海南三线	海南	600	华南	2024.6.18	2022.5
武汉长利洪湖四线	湖北	华北	1000	2024.10.18	武汉长利汉南二线	湖北	1000	华北	2024.6.18	2016.4
长兴旗滨玻璃有限公司长兴三线	浙江	华东	600	2024.10.25	中建材（濮阳）光电材料有限公司	河南	560	华中	2024.7.31	2020.5
明轩玻璃-英德市鸿泰玻璃有限公司一线	广东	华南	600	2024.11.11	安徽凤阳玻璃二线	安徽	700	华东	2024.8.8	2016.8
信义玻璃（重庆）有限公司浮法玻璃（一窑两线）	重庆	西南	1100	2024.11.10	江苏苏华达新材料一线（原宿迁中玻）	江苏	400	华东	2024.8.11	2017.6
合计	16850				株洲醴陵旗滨玻璃三线	湖南	500	华中	2024.8.12	2017.3
新建生产线	省份	地区	日熔量	时间	沙河德金6线计划停产改造	河北	800	华北	2024.8.12	2014.8
贵州海生一线	贵州	西南	700	2024.3.3	蚌埠凯盛玻璃	安徽	250	华东	2024.8.12	2017.12
合计	700				重庆凯源玻璃有限公司	重庆	170	西南	2024.8.20	2015.9
					漳州旗滨八线	福建	800	华南	2024.8.26	2014.1
					重庆渝荣玻璃	重庆	240	西南	2024.9.5	2012.12
					信义玻璃（重庆）有限公司浮法玻璃一线	重庆	500	西南	2024.9.9	
					吉林迎新玻璃有限公司一线	吉林	700	东北	2024.9.12	2013.11
					四川省泸州市海纳环保科技有限公司	四川	520	西南	2024.9.18	2017.8
					安源玻璃有限公司浮法玻璃厂二线	江西	600	华东	2024.9.20	2018.2
					兰州新蓝天新材料有限责任公司	甘肃	1000	西北	2024.9.22	2015.6
					福建瑞玻玻璃有限公司	福建	800	华南	2024.9.23	2019.12
					信义玻璃（重庆）有限公司	重庆	900	西南	2024.9.25	
					吴江南玻玻璃有限公司二线	江苏	900	华东	2024.9.30	2011.09
					山西利虎青春二线	山西	600	华北	2024.10.3	
					安徽凤阳玻璃股份有限公司	安徽	600	华东	2024.10.5	2016.08
					宁夏金晶科技有限公司	宁夏	600	西北	2024.10.12	2016.11
					信义节能玻璃(芜湖)有限公司电子线	安徽	200	华东	2024.10.22	
					四川武骏光能股份有限公司一线	四川	600	西南	2024.10.25	2014.08
					亿钧耀能新材（武汉）有限公司	湖北	600	华北	2024.10.25	2015.4
					耀华（洛阳）玻璃有限公司一线	河南	650	华中	2024.10.26	2016.03
					沙河市安全实业有限公司七线	河北	1200	华北	2024.10.28	2011.04
					毕节明钧玻璃股份有限公司二线	贵州	900	西南	2024.10.29	2016.05
					山东金晶科技股份有限公司5线	山东	600	华东	2024.11.1	2014.11
					福莱特玻璃集团股份有限公司浮法玻璃一线	浙江	600	华东	2024.11.5	
					天津中玻北方新材料有限责任公司一线	天津	700	华北	2024.11.14	
					合计	31150				

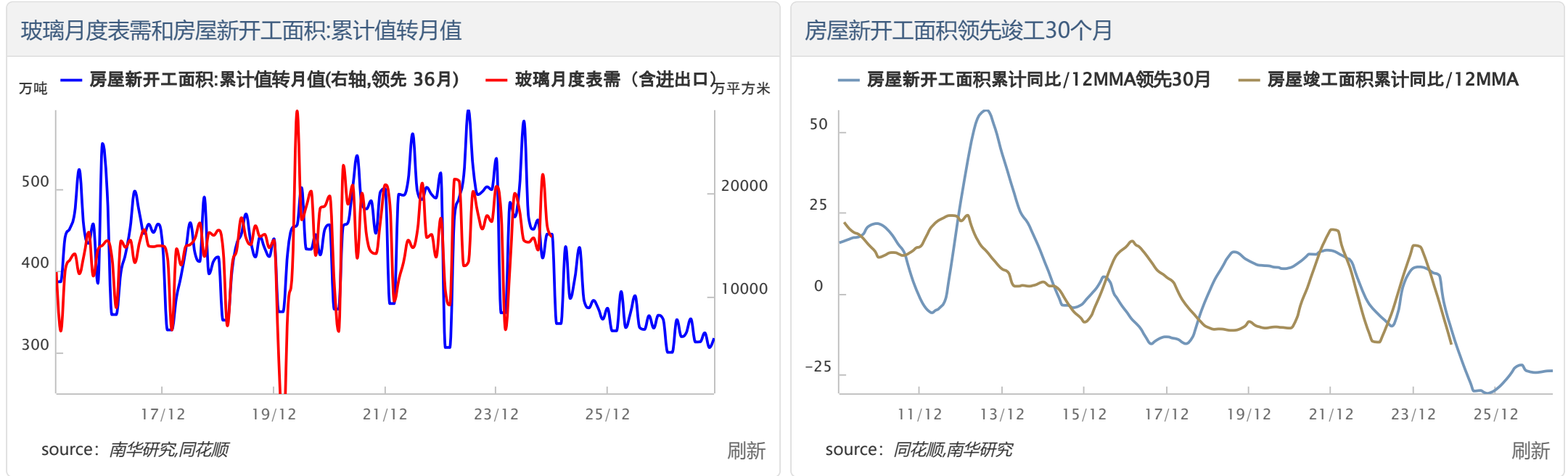
2.2未来需求仍是分歧点

2024年地产数据持续偏弱，截止到2024年11月底，房屋新开工面积累计同比-23%，施工面积累计同比-12.7%，竣工面积累计同比-26.2%。虽然地产端利好不断，相关政策也在进一步松绑，但地产复苏必然还需一段时间，这个过程也必然将持续制约浮法玻璃的需求。

当然，我们也看到，2024年地产端新开工/竣工数据与玻璃表需的拟合较差，竣工下滑超20%，但浮法玻璃表需仅仅下滑2%左右，只能说趋势上保持了一致。我们从定性上分析，认为有一部分家装需求提供了支撑，以及中下游采购情况也产生了一定影响。这些情况尚无法通过数据去量化验证。

从新开工数据领先竣工30-36个月左右的情况看，竣工仍有进一步下滑的趋势，尚没有进入扭转局面，因此展望2025年，我们也无法给到玻璃需求太过乐观的预期。相对乐观的情形，或是在政策刺激并起效的作用下，重新缓冲这种下滑，从而平滑对需求的影响。

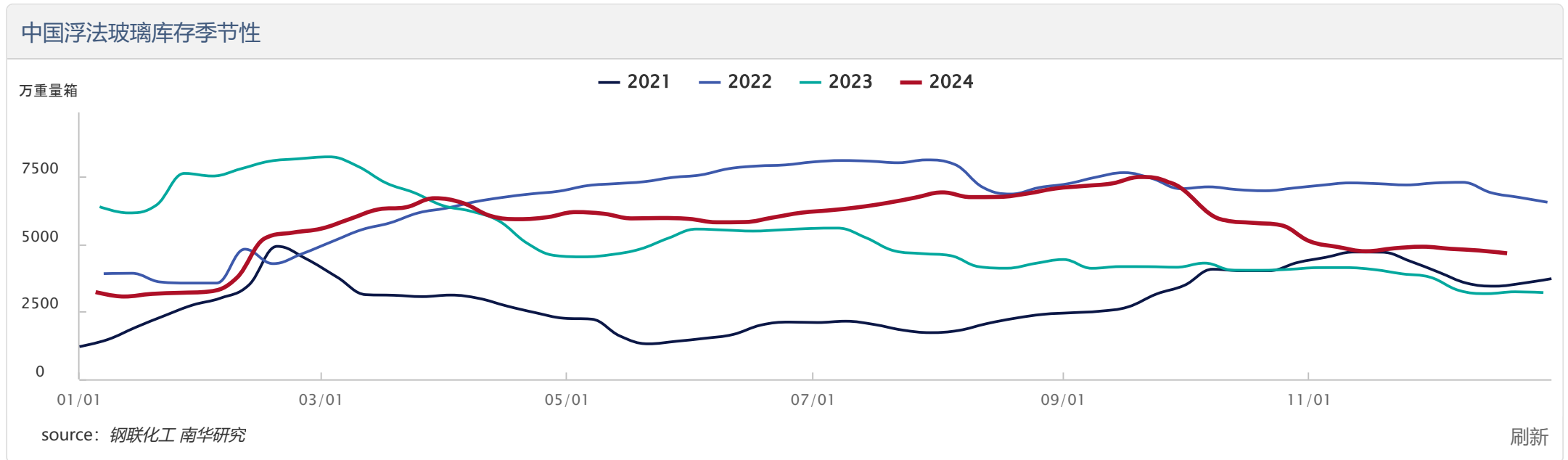


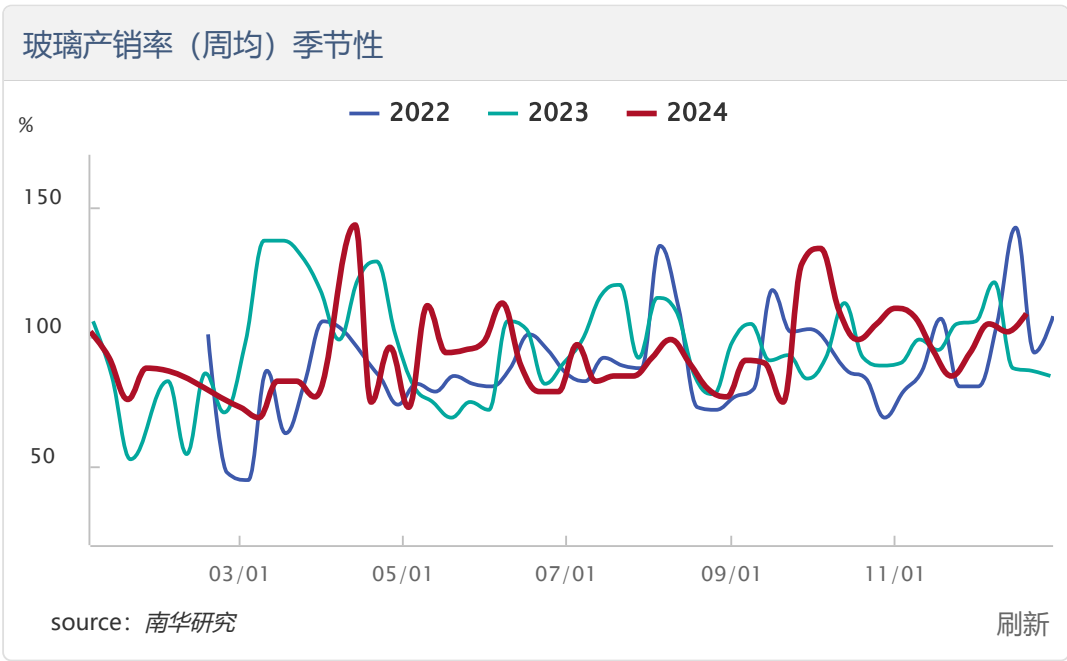
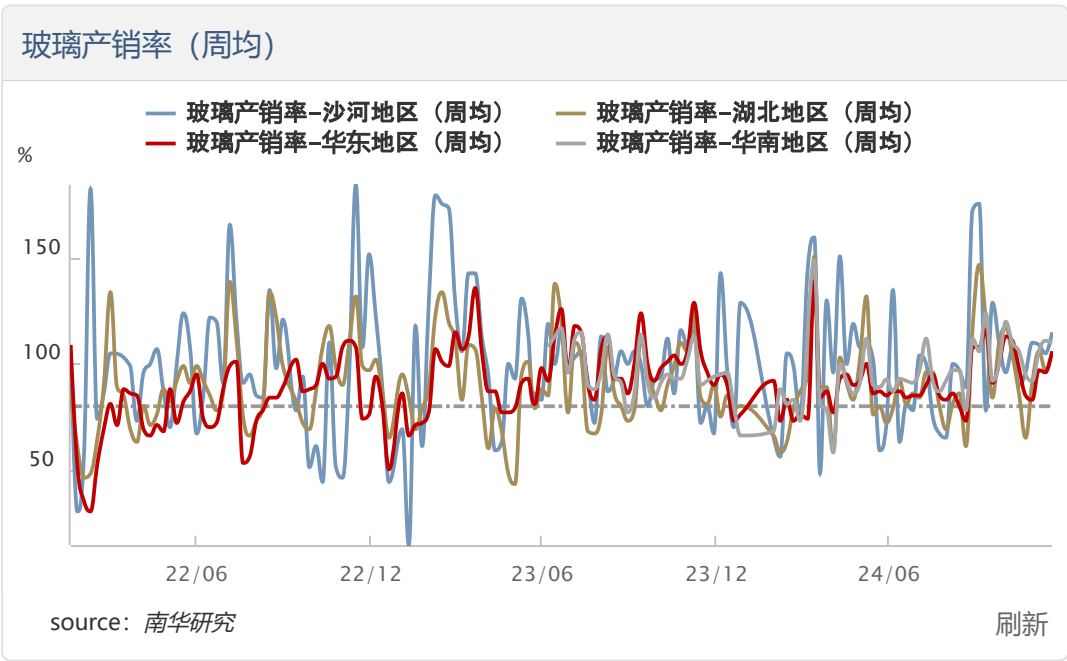
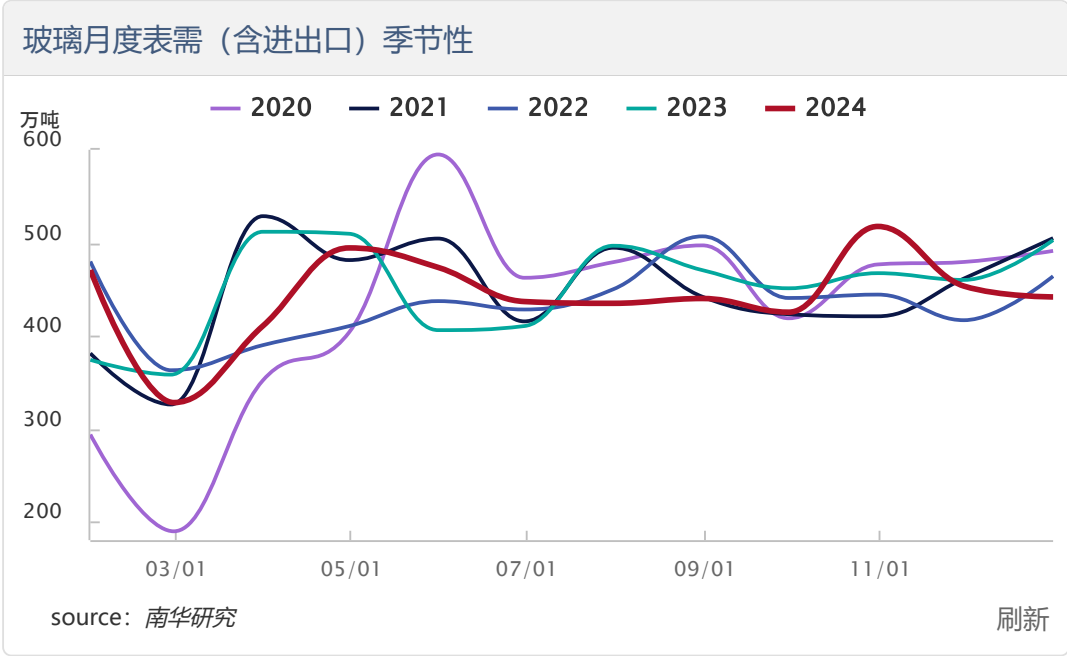
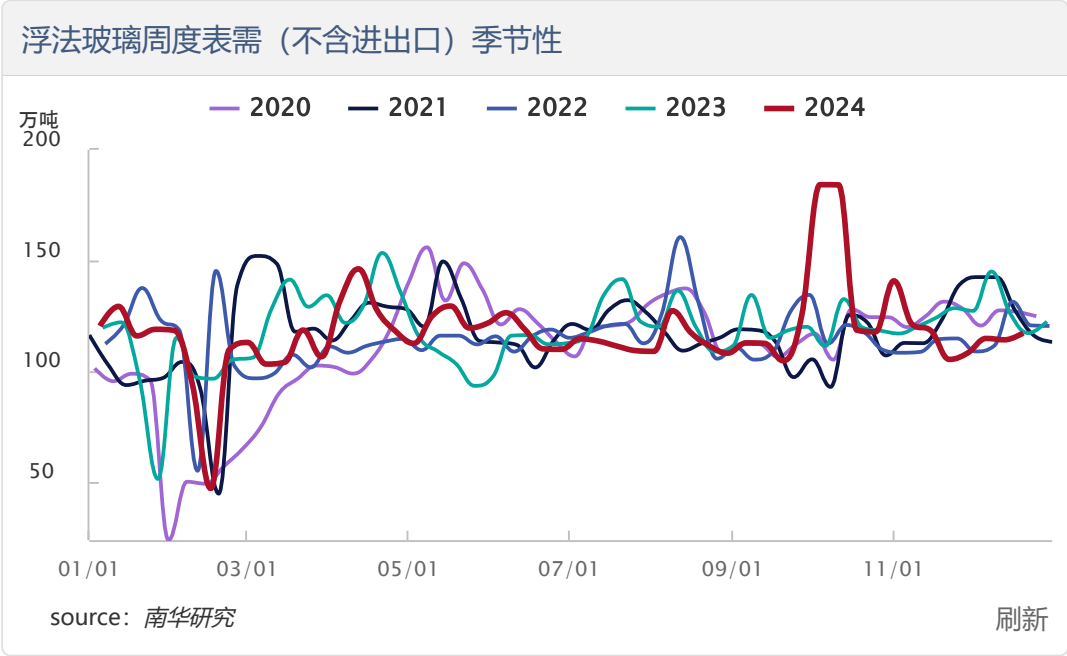


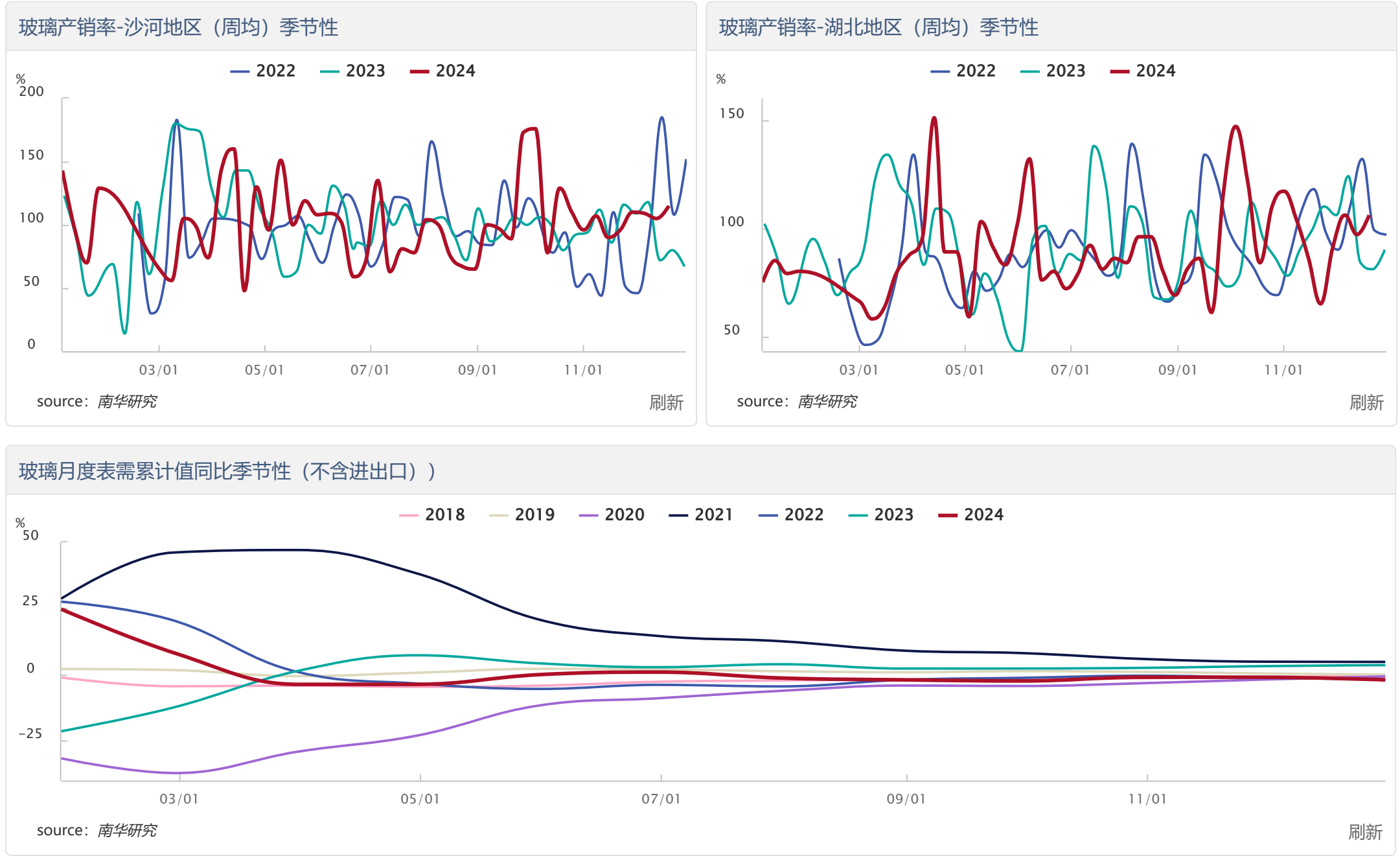
2.3阶段性库存压力尚存

截止到2024年12月底，全国浮法玻璃样本企业总库存4500万重箱附近，年内库存高点出现在9月中下旬，随后四季度进入了一波相对流畅的去库周期，幅度达35%-40%，极大程度得缓解了上游厂家的库存压力，旺季表现和中下游的承接力略超预期。

目前浮法玻璃日熔水平已下滑至15.9-16万吨的水平，产销水平看也基本达到一个平衡的状态。但过了2025年初，节后下游尚未恢复的情况下，预计库存或迎来一波显著上涨，库存压力下预计玻璃价格也将继续承压，复产的节奏在这个阶段或放缓，同时或看到进一步的冷修的出现，从而达到新的平衡状态。







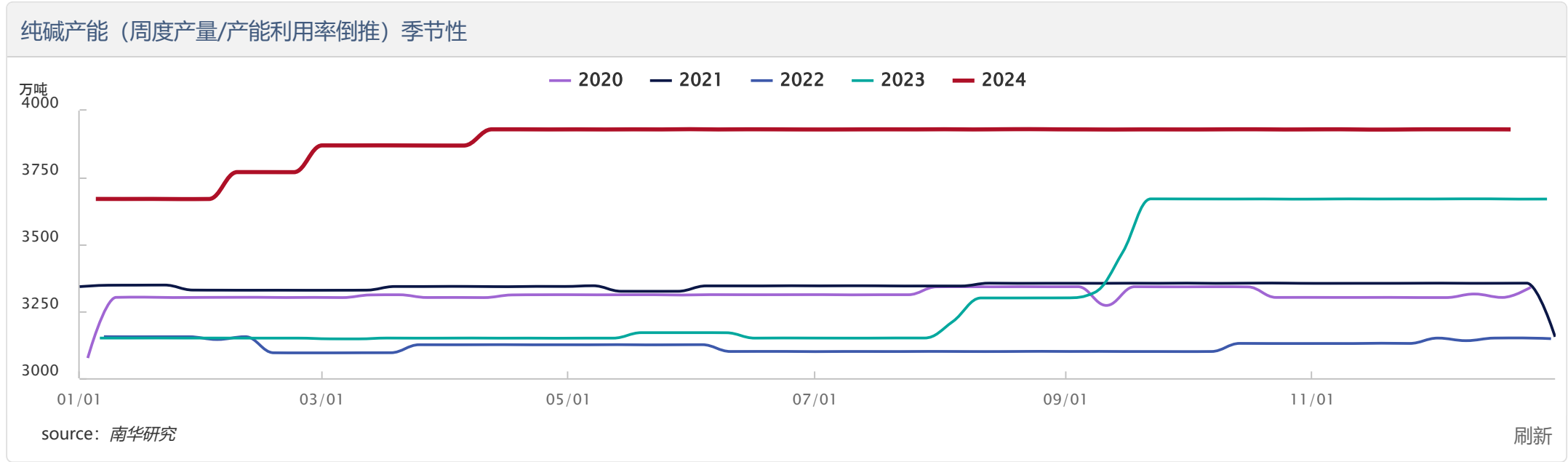
纯碱

第3章 纯碱供需总结及展望

3.1纯碱产量仍将居高不下

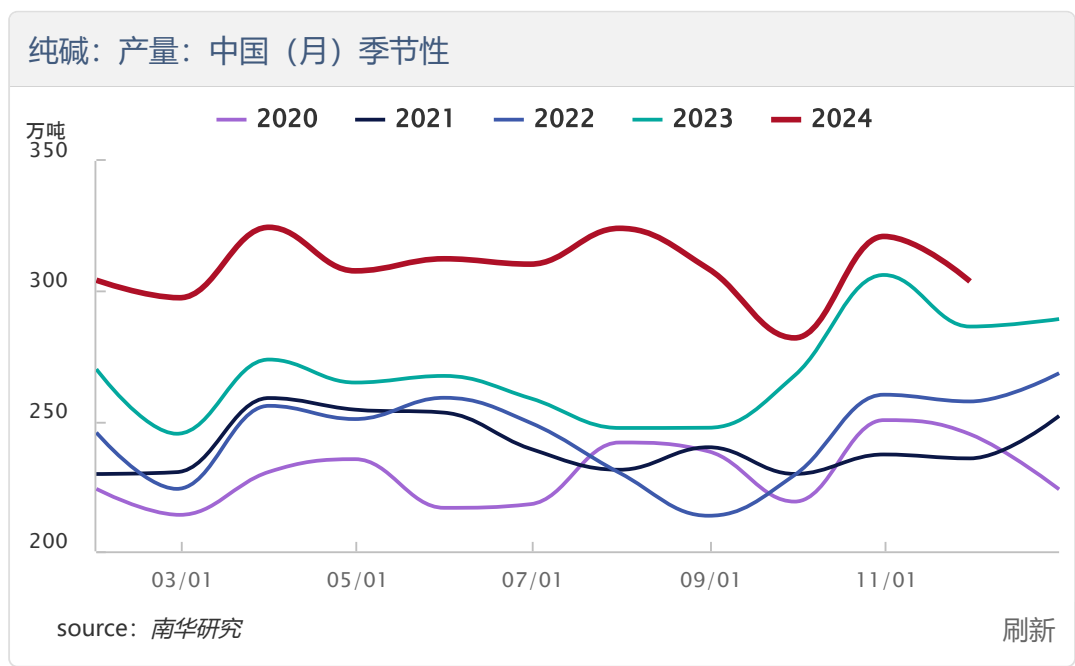
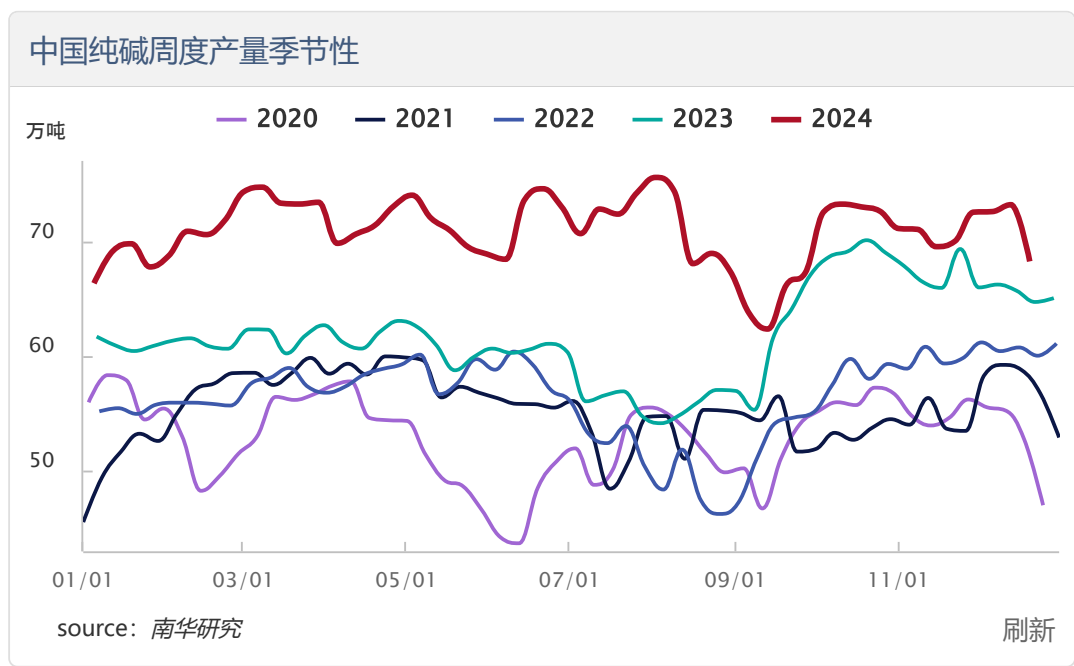
近三年都是纯碱产能扩张期，2023年底纯碱产能为3670万吨，到2024年底，预计纯碱产能达3960万吨左右。从今年下半年开始，纯碱利润已经大幅收缩至部分亏损，2024年下半年投产略不及预期，其中包括连云港德邦60万吨、连云港碱业110万吨以及中天碱业30万吨均延迟投产。展望2025年，除了上述200万吨延迟投放的产能外，还有湖北双环、应城新都合计100万吨产能待投，因此我们预计2025年纯碱新增产能在300万吨左右，另外2025年底或有远兴二期280万吨产能建成或投产。

2024年及以后纯碱产能规划				
企业	产能（万吨）	工艺	投产时间	备注
远兴能源一期三线	100	天然碱法	2023/11/1，实际出产品24年一季度	一期第三条生产线于2023年11月28日开始投料，实际兑现在24年2月
远兴能源一期四线	100	天然碱法	2024年2月	2023年已投3条产线400万吨，四线负荷尚不稳定
金大地	50	联碱法	2024年二季度	
内蒙古阜丰生物科技	30	联碱法	2024年二季度	5月有出产品，试运行阶段，并不稳定
重庆湘瑜盐化	10	联碱法	2024年四季度	
连云港德邦	60	联碱法	2024年12月（或延迟）	
连云港碱业	110	联碱法	2024年12月（或延迟）	
中天碱业	30	天然碱法	2024年12月（或延迟）	
湖北双环	40	联碱法	2025年6月	2025年上半年计划新增40万吨。未对外公布，网上能查到60万吨老产能进行技术改造产能等量置换，2023年5月开工，2025年5月拟投产
湖北应城新都	60	联碱法	2025下半年	合成氨改造扩产，规划70万吨合成氨。未对外公布，网上能查到盐化循环经济产业链绿色转型及产品结构调整升级项目,新建年产70万吨精制盐、20万时碳酸氢钠(小苏打)；改扩建30万吨两钠、70万吨合成氨
远兴能源二期	280	天然碱法	初步计划2025年底建成，2026年投产	共投产3条线，每条线100万吨纯碱，其中一条线拿出20万吨纯碱去生产40万吨小苏打，二期合计280万吨纯碱及40万吨小苏打。
湖北金江新材料	200	联碱法	2026年	计划2025年年底投产，预计2026年实际投产。股东为河南金山，地址从湖北荆州改为湖北潜江。未对外公布，网上能查到拟建年产60万吨液氨和200万吨工业盐，240万吨小苏打，40万吨两钠
湖南省雪天盐碱新材料	40	联碱法	2026年	2023年3月29日承接湖南柳化桂成化工有限公司40万吨纯碱搬迁改造项目产能置换。2024年1月22日建设主体由“湖南省湘衡化学有限公司”变更为“湖本省雪天盐碱新材料有限公司”
湖北湘衡盐业	90	联碱法	40万吨合成氨，初步计划2024年开工，2026年投产	
中源化学伴生盐项目	120	天然碱法	尚未动工	
山东瑞星	60		尚未动工	
广西心连心	60		初步规划，尚处于调研阶段	
通辽奈曼旗天然碱资源	1000		待开发	
合计	2440			

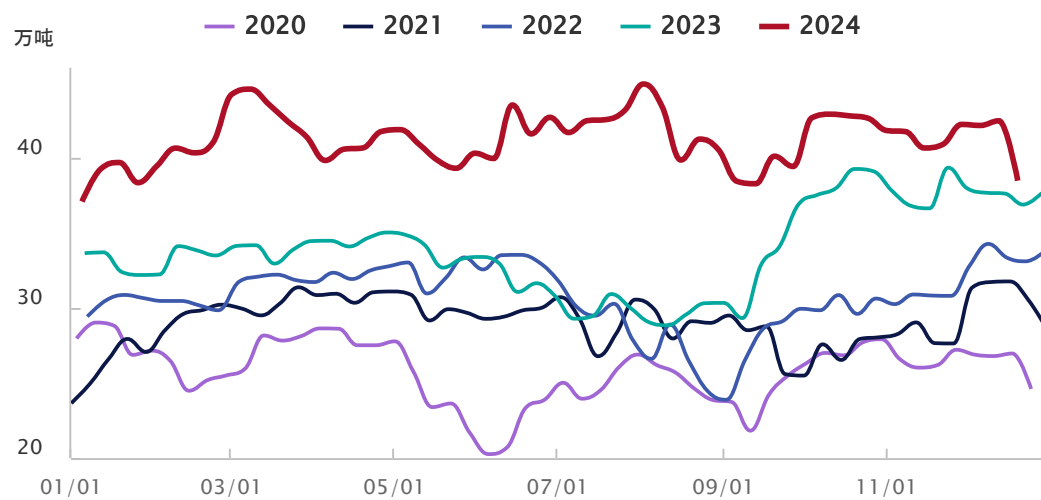


从产能兑现到产量上，2024年，纯碱产量预计达到3714万吨，较2023年3222万吨增加492万吨，增幅达15.2%。其中重碱产量2160万吨，增幅+22.3%，轻碱产量1554万吨，增幅+3.7%。全年重质化率在58.16%，周产为71.4万吨（按照52周计算）。

展望2025年，随着存量产能继续释放以及新产能的加入，供应短期仍将处于高位，但随着过剩压力的进一步放大，纯碱或将走上和玻璃一样的产能出清之路，方可解决当下的矛盾以及扭转过剩预期。



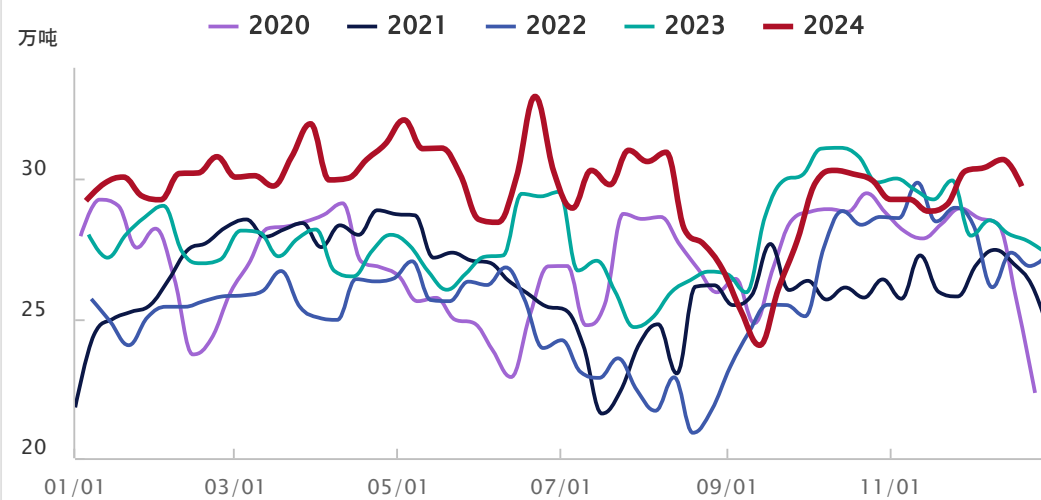
重质纯碱：国内企业：产量（周）季节性



source: 钢联化工 南华研究

刷新

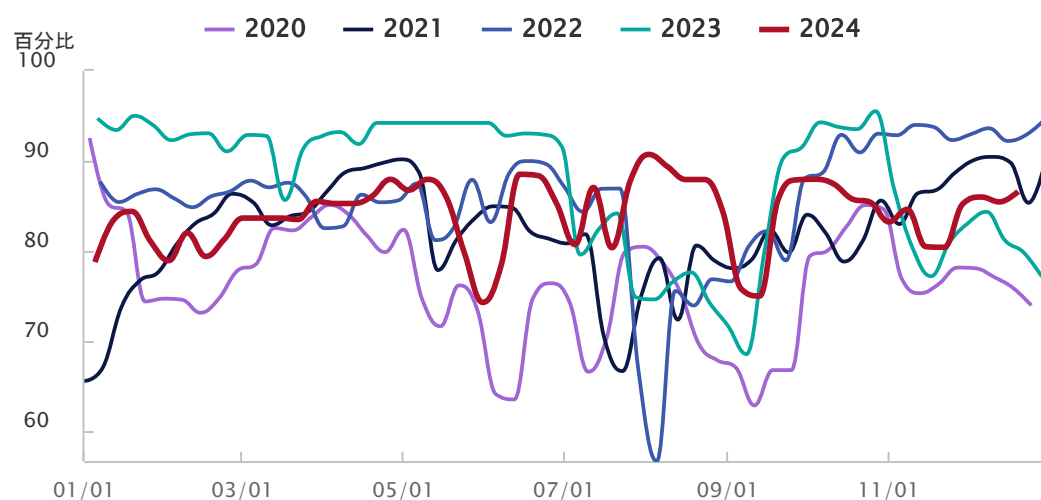
轻质纯碱：国内企业：产量（周）季节性



source: 钢联化工 南华研究

刷新

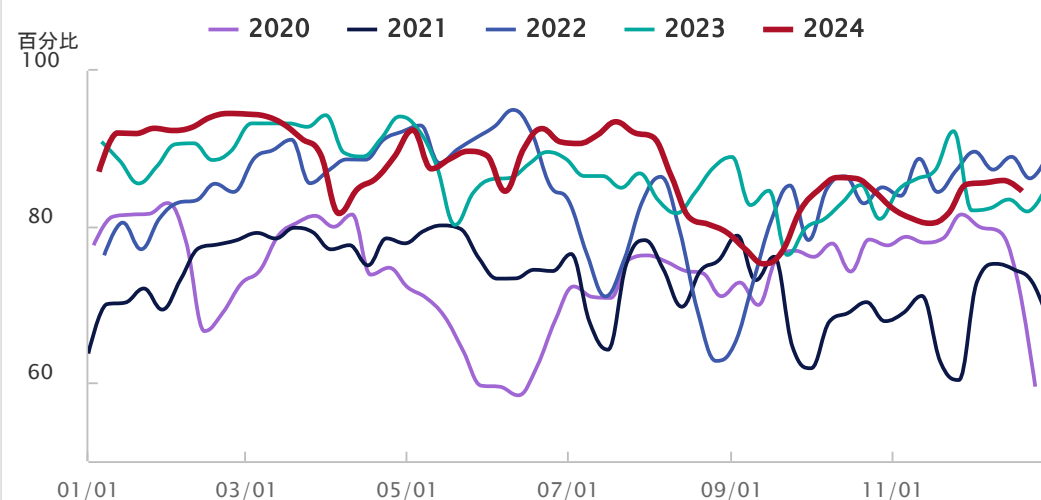
纯碱：氨碱法：产能利用率：中国（周）季节性



source: 钢联化工 南华研究

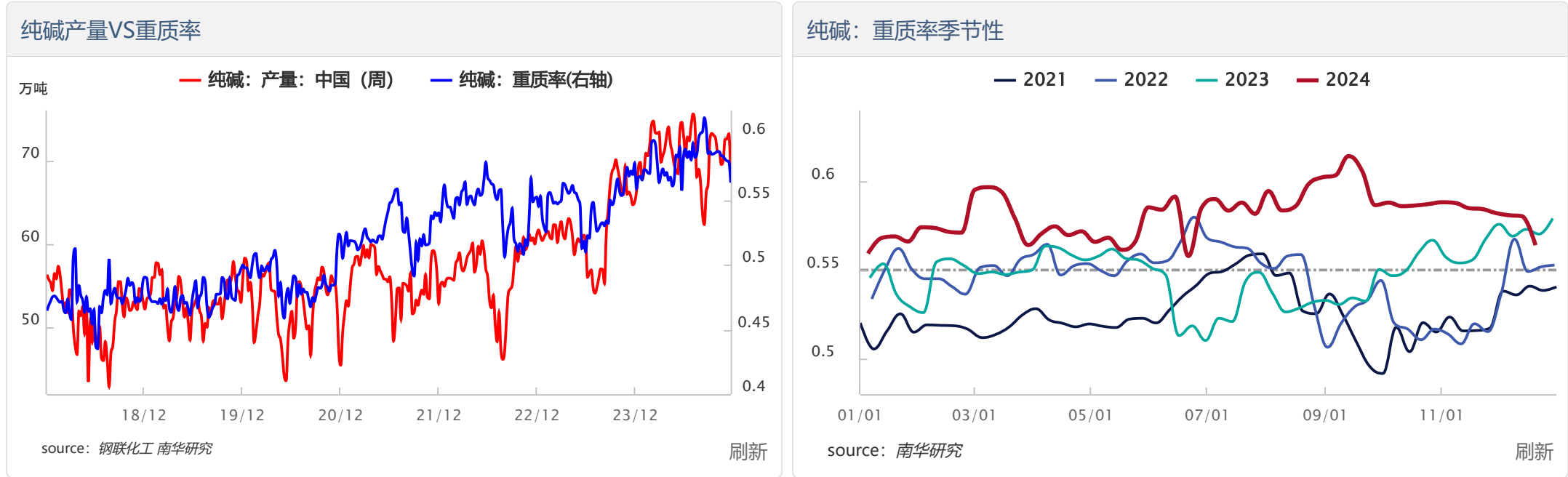
刷新

纯碱：联碱法：产能利用率：中国（周）季节性



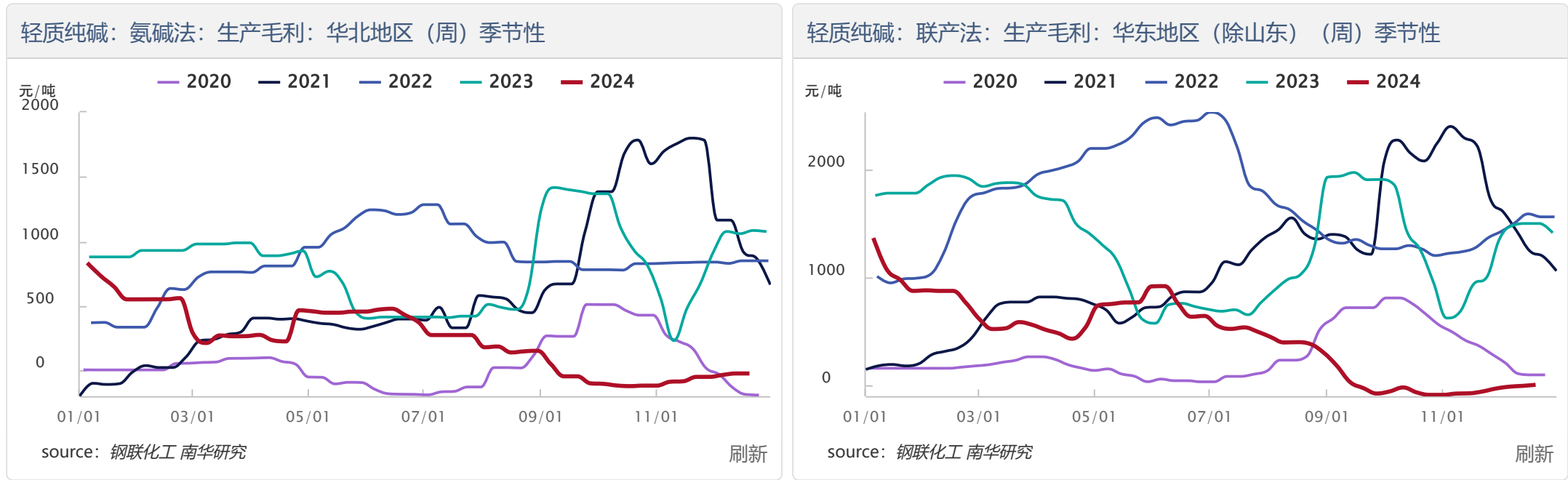
source: 钢联化工 南华研究

刷新

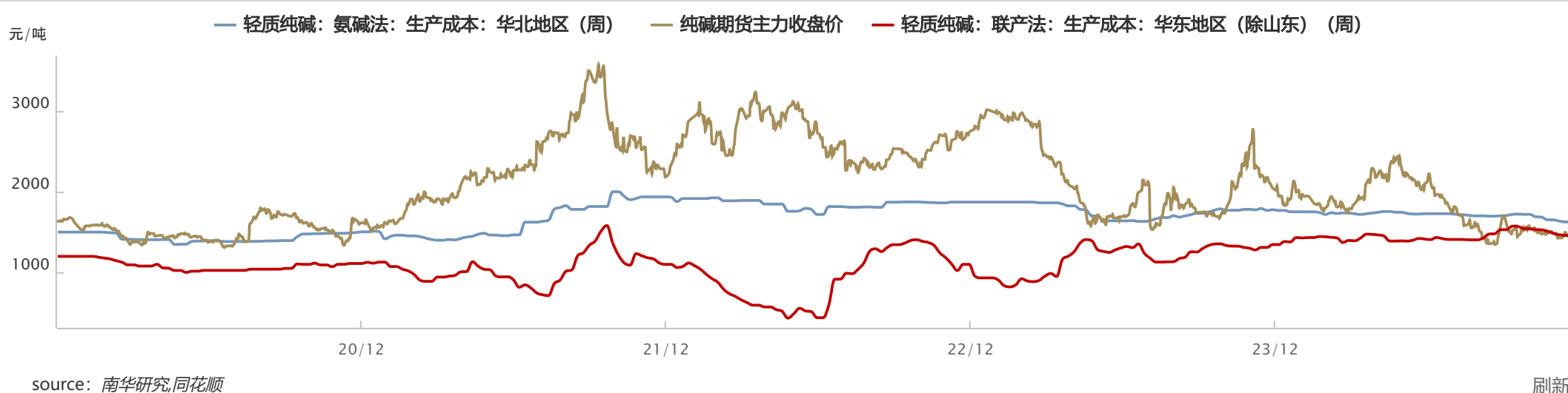


估值角度，纯碱企业的超额利润从下半年开始几乎消失，部分氨碱法企业和联碱法企业已处于亏损状态。在纯碱价格跌破1600元/吨这个平台，走向1400元/吨甚至击穿，这也意味着边际产能正式进入亏损，从碱厂行为看，这个过程中有出现联合减产的意向，尤其是位于成本曲线更为右侧氨碱法企业，但似乎一直难以达成共识。因此我们看到产量在经历集中检修后仍然处于高位状态。而且市场对间断性的预期外检修似乎开始免疫，更多的是交易远期过剩的矛盾，因为有个共识是这一矛盾的解决是无法通过个别企业的降负荷或者检修停产所能完成的。

目前相对低估值的状态与本身纯碱基本面的矛盾还是相匹配的。展望2025年，就如上述所言，短期纯碱供应居高不下，预期上无法再给到纯碱利润，并且需要进一步的下挫去完成产能出清之路。



纯碱：成本VS价格



3.2纯碱刚需冲击明显

根据隆众产量和库存数据，2024年预估纯碱表需（含进出口）3510万吨，累计同比+11.7%，其中重碱表需累计同比+15.2%，轻碱表需累计同比+6.3%。

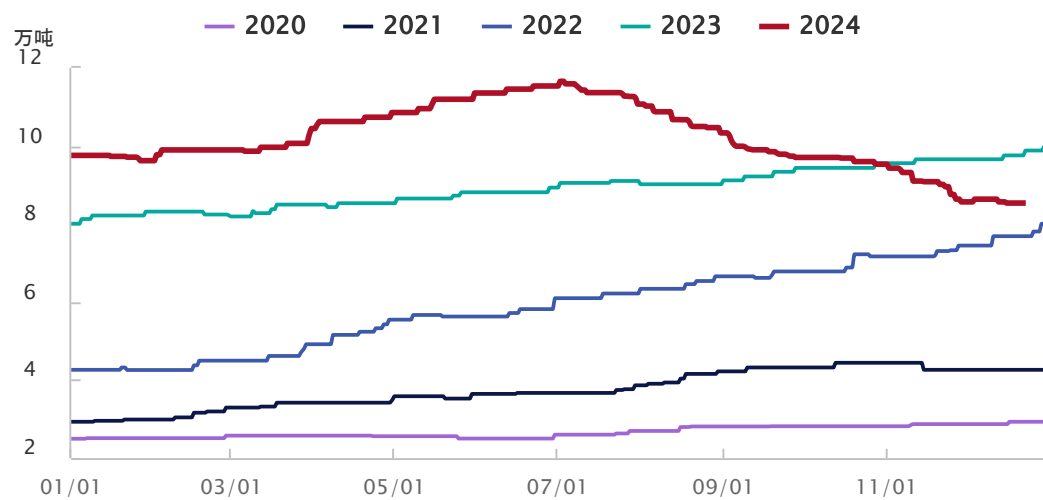
重碱方面，进入三四季度后，浮法玻璃生产逐步进入亏损状态，且随着玻璃价格下跌亏损逐步增加，日熔从17万吨逐步下滑至15.8-16万吨。光伏玻璃，行业面临高库存和亏损，光伏日熔量也从11.53万吨下滑至8.5万吨。到年底，光伏+浮法日熔量合计24.5万吨，这也意味着重碱周度刚需从上半年的39-40万吨附近一路跌至32-33万吨。因此我们看到，虽然纯碱供应端会出现一些小扰动甚至超预期减量，但整体静态平衡依旧保持过剩，其中需求的加速下滑是重要因素。

轻碱方面，表现较为平淡，正常轻碱周表需在28万吨，月表需在210万吨，但三季度周表需最低跌至22万吨附近，不过在年底集中库存阶段周表需也可达到35万吨以上。

进出口方面，1-7月纯碱进口压力较大，月均进口量7-8万吨左右，对国内纯碱价格也造成一定压力。从8-9月开始，随着国内纯碱价格的一路下探，纯碱出口有所放量，最新数据显示，10-11月，纯碱月均出口在15万吨左右，纯碱也从净进口转为进出口。纵观2024年1-11月，纯碱累计进口量为96.85万吨，同比增加35.1万吨，增幅56.84%；累计出口103.86万吨，同比减少45.04万吨，降幅32.09%；累计净出口7万吨。预计2024年纯碱净进口在20-22万吨左右，较2023年净出口80.6万吨少了60万吨。展望2025年，我们认为国内纯碱处于相对低价状态的情况下，出口预计将维持高位，2025年纯碱月均出口或仍保持在10-15万吨左右。

我们也看到，纯碱的出口缓解了部分国内过剩的压力，但考虑到从全球纯碱的平衡看，同样处于一个小过剩的状态，因此纯碱出口想要在目前基础上继续放量也恐有难度。

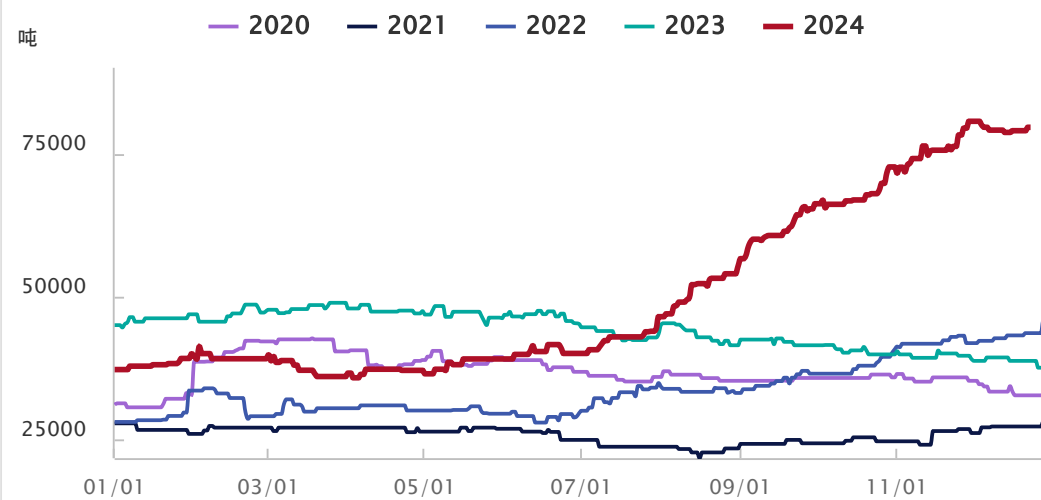
光伏玻璃：日熔量：中国（日）季节性



source: 钢联化工 南华研究

刷新

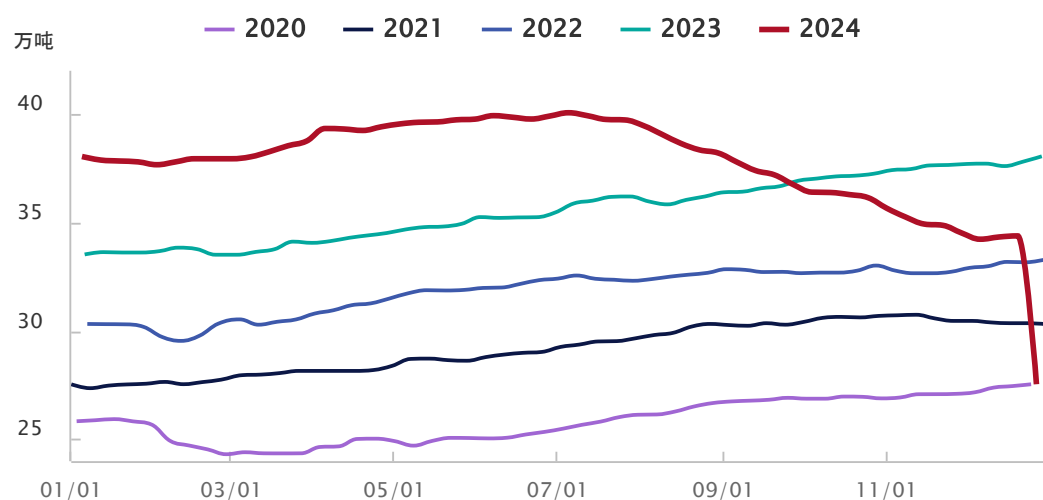
浮法+光伏：损失量（日）季节性



source: 钢联化工 南华研究

刷新

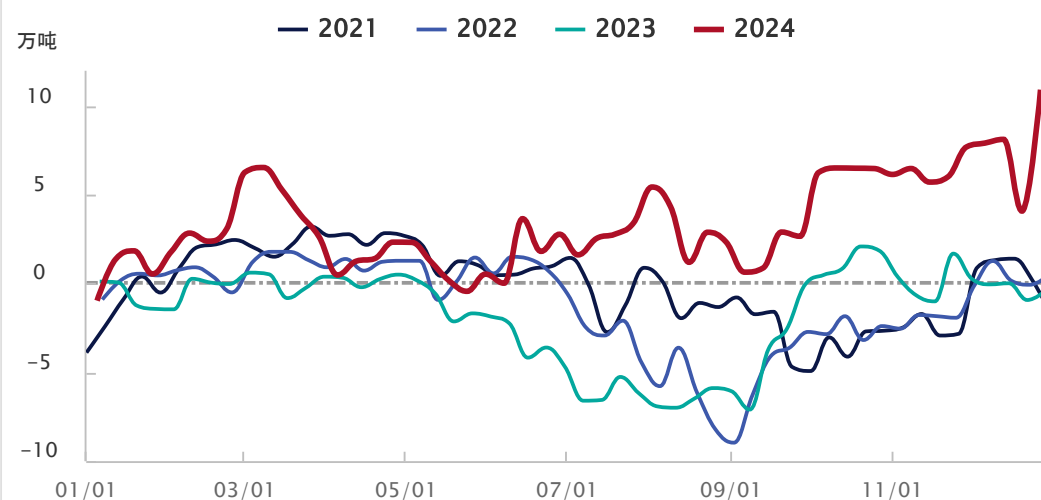
重碱周度刚需（浮法+光伏产量倒推）季节性



source: 南华研究

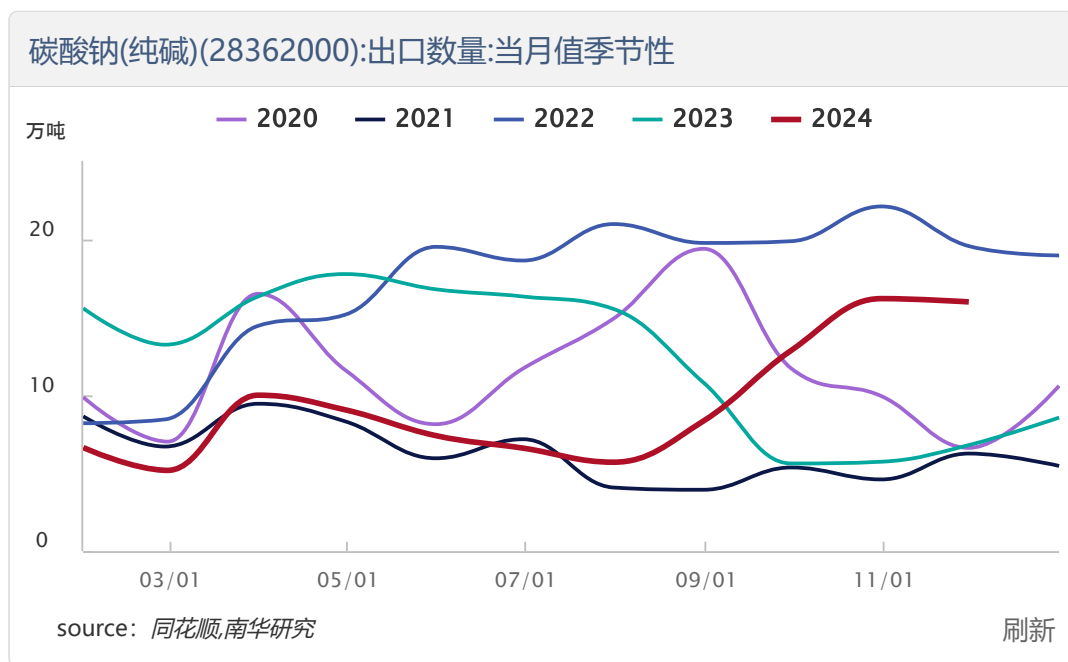
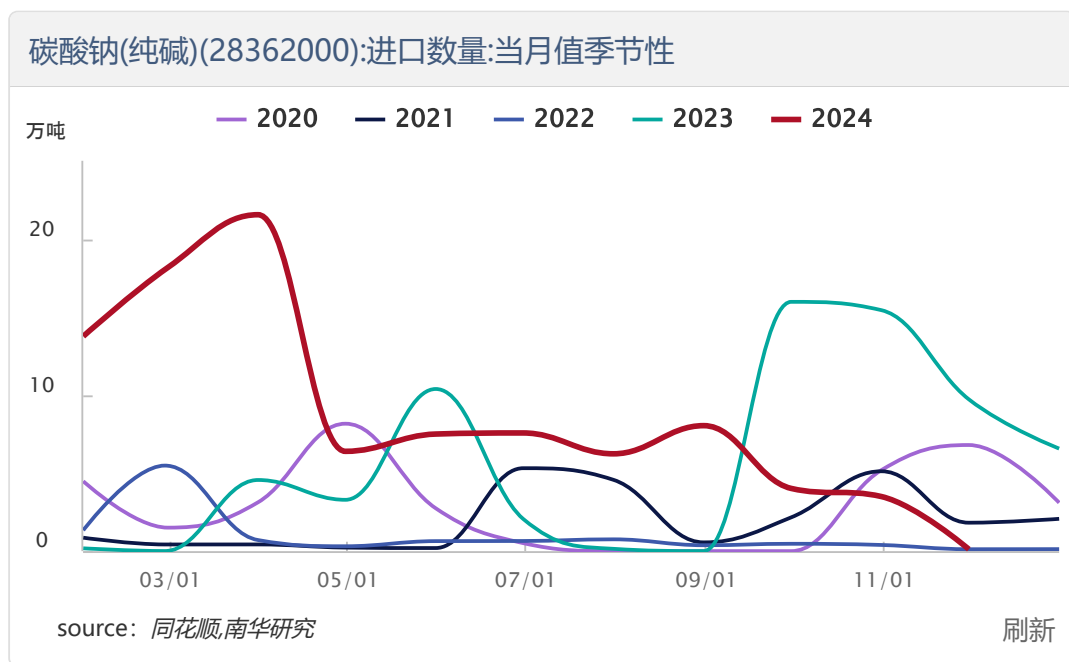
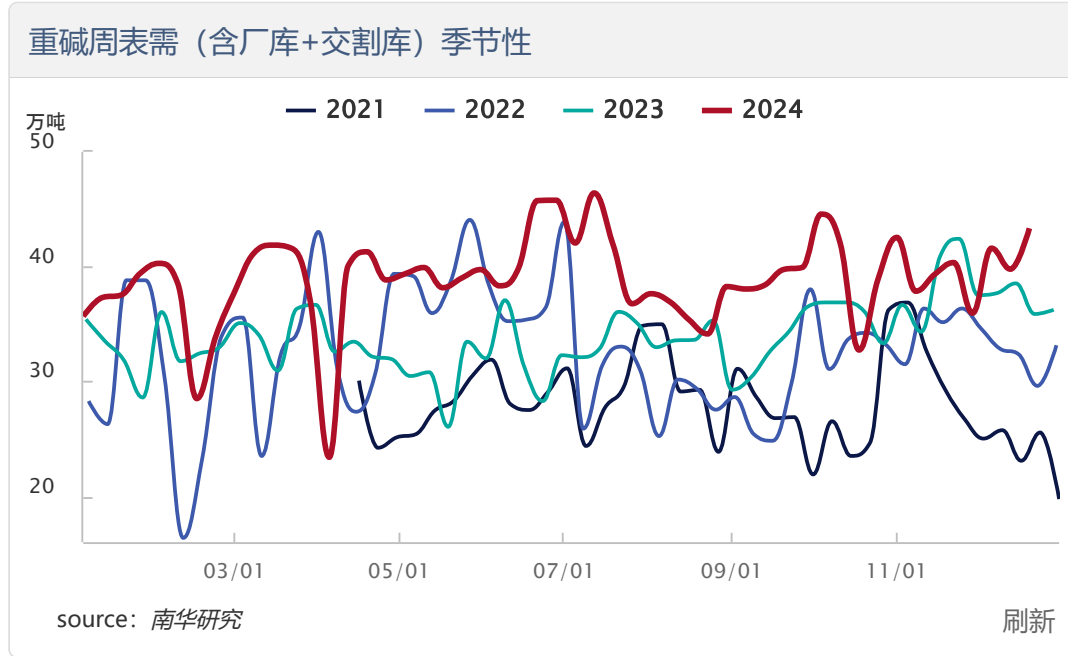
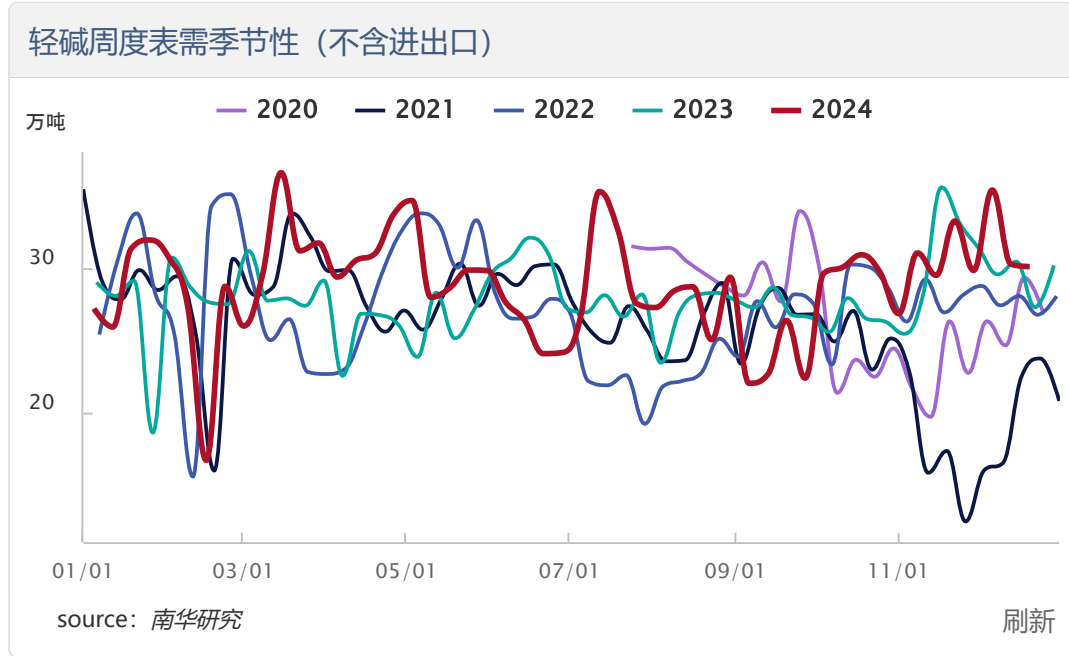
刷新

重碱周度表需缺口季节性



source: 南华研究

刷新

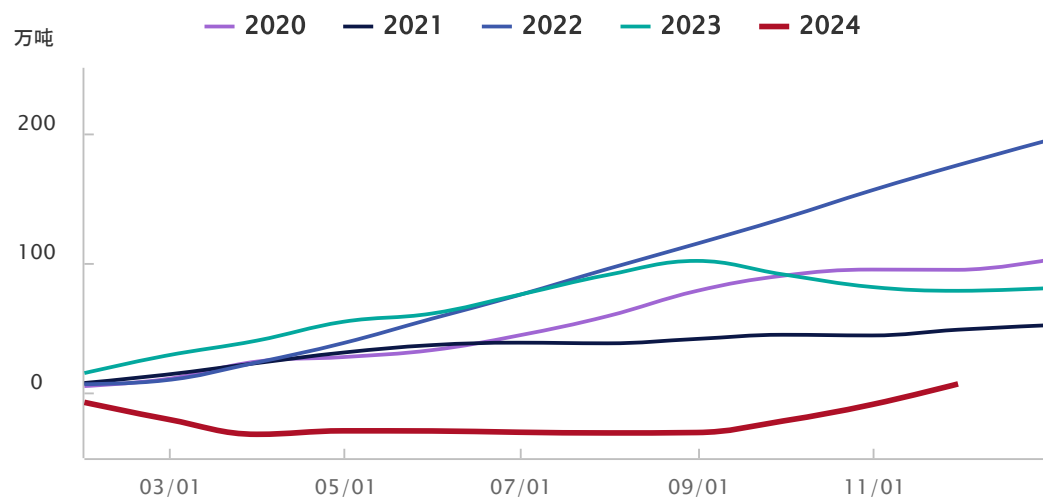


3.3过剩恐进一步加剧

2024年纯碱显性库存（厂家 + 交割库）从年初的39万吨增长至199万吨，全年累库约160万吨，其中轻碱累库41万吨，重碱累库78万吨，交割库累库41万吨。再加下游的原料库存，我们估算的纯碱中下游总库存接近300万吨。

四季度，纯碱日产在10.1-10.2万吨左右，按照58.5%的重碱率计算，重碱日产约为5.9-6万吨，周产则达42万吨，远高于目前的重碱刚需（32-33万吨）。这样推演下，即使偶尔供应扰动，也不影响静态平衡的过剩。即使上游厂家库存或阶段性被转移到中游，即期现和贸易商手中，但过剩的矛盾始终不会被解决。

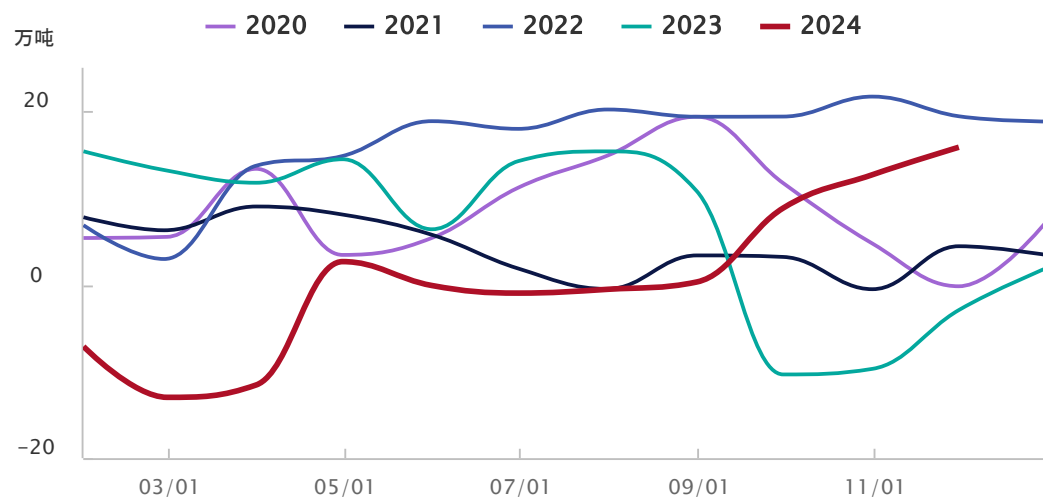
碳酸钠（纯碱）：净出口：累计值季节性



source: 同花顺,南华研究

刷新

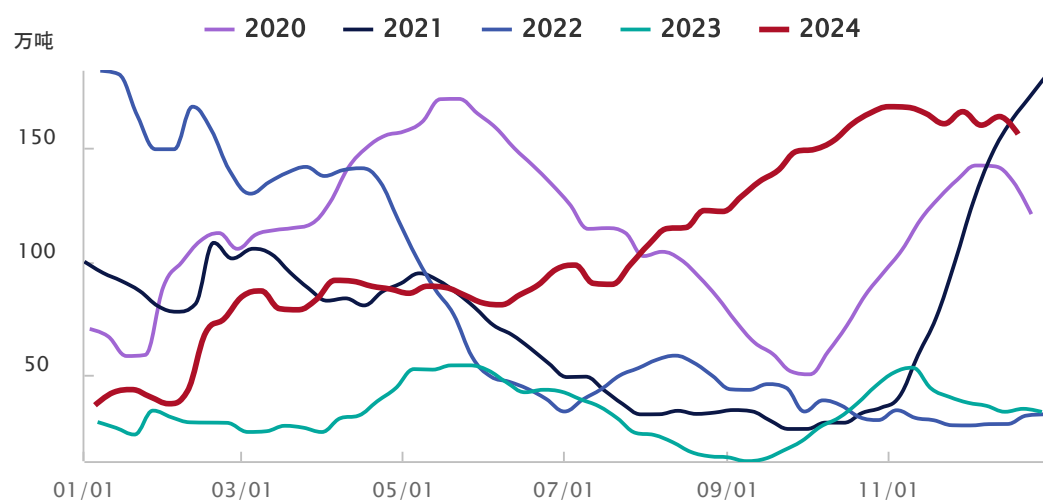
碳酸钠（纯碱）：净出口：当月值季节性



source: 同花顺,南华研究

刷新

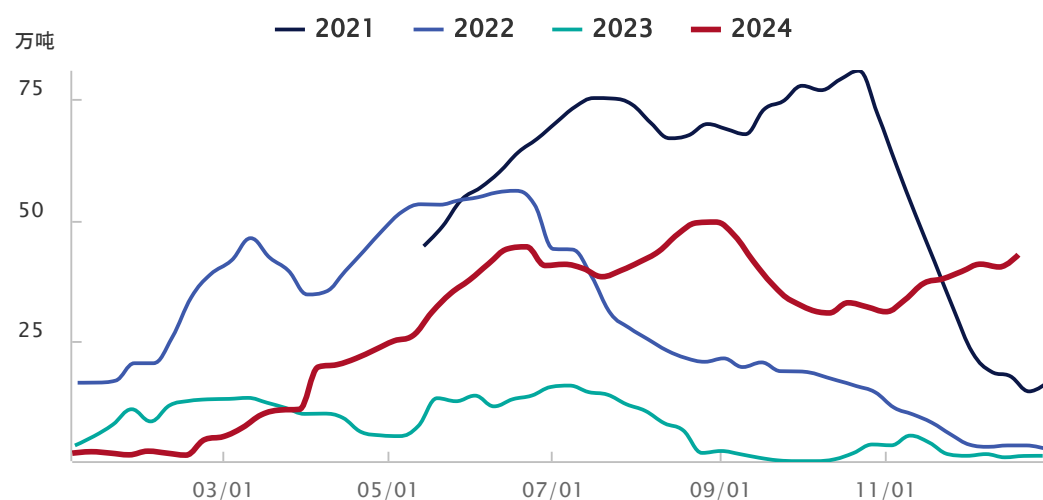
纯碱：厂内库存：中国（周）季节性



source: 钢联化工 南华研究

刷新

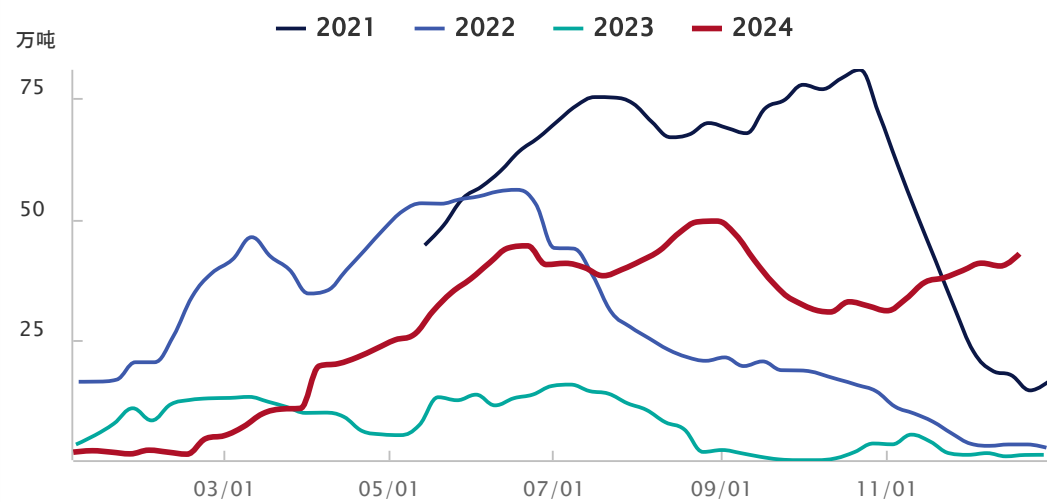
纯碱交割库库存季节性



source: 南华研究

刷新

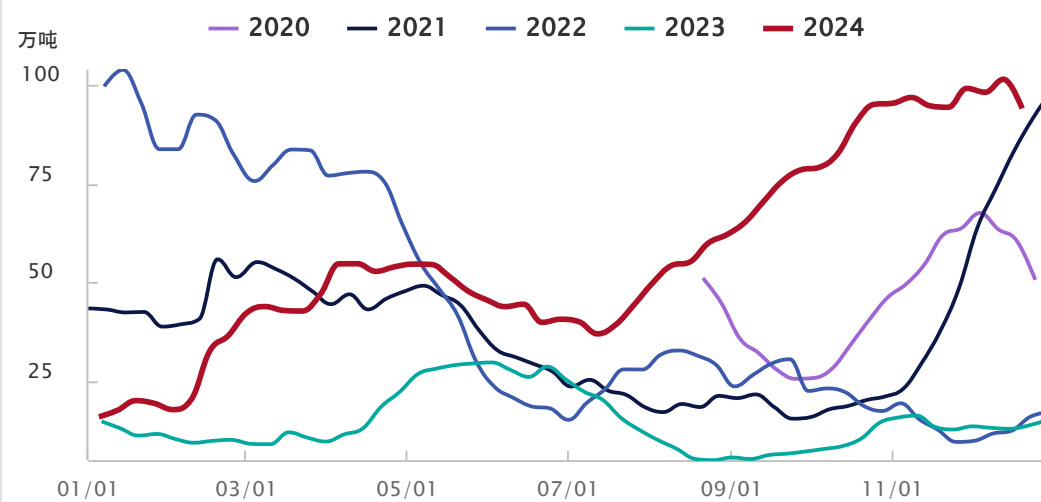
纯碱交割库库存季节性



source: 南华研究

刷新

中国重质纯碱库存季节性



source: 钢联化工 南华研究

刷新

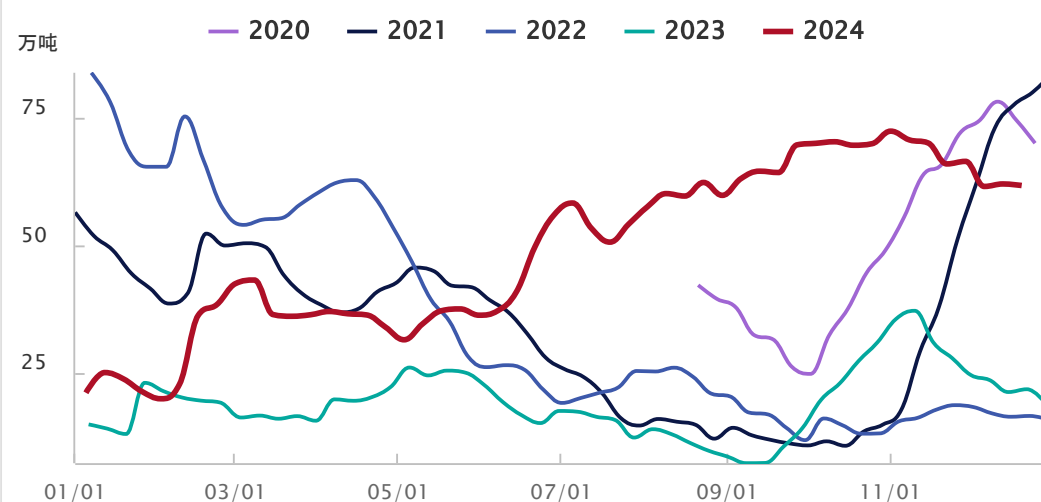
重碱库存（厂库+交割库）



source: 南华研究

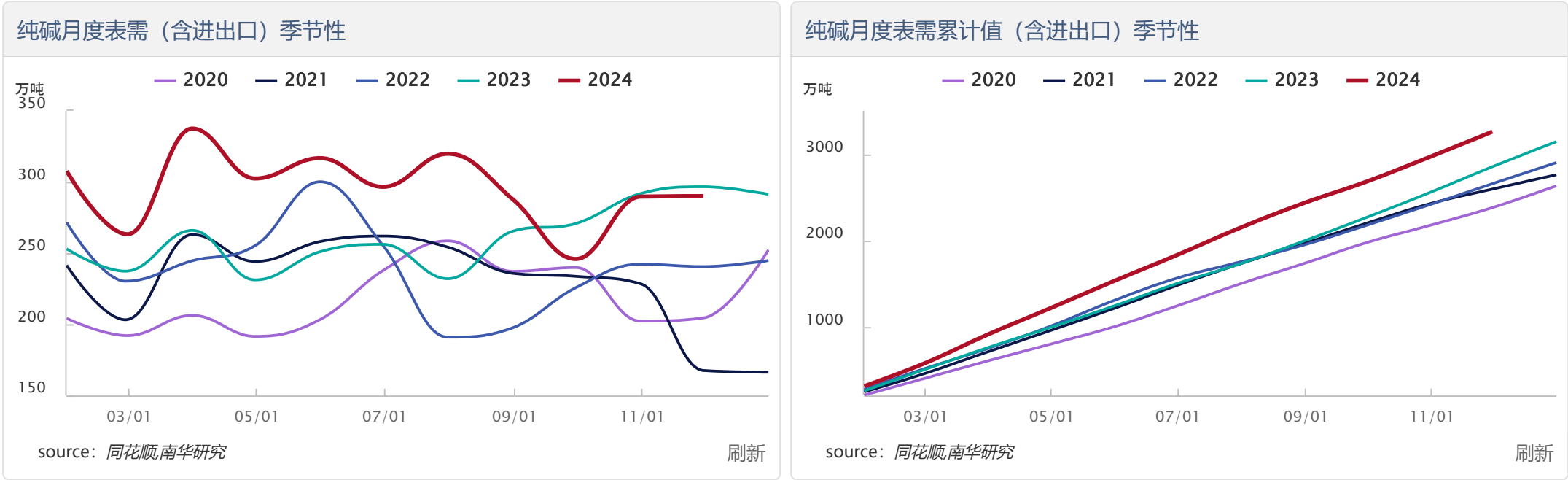
刷新

纯碱：轻质：库存：中国（周）季节性



source: 钢联化工 南华研究

刷新



总结

第3章 总结与展望

2024年浮法玻璃供需矛盾相对明确，如预期走上了产能出清之路，但也并非一帆风顺，期间由于宏观预期以及投机情绪等因素而有所反复。由于上半年玻璃日熔处于历史相对高位，2024年玻璃整体供应增速为2.4%，表需为-2%。展望2025，我们预计浮法玻璃日熔将在15.5-16万吨窄幅波动，全年供应或明显下滑。我们不否认2024年下半年产能出清已基本解决阶段性的过剩矛盾，产销看上去基本达到平衡。后续重点关注的变量则是需求，从地产数据和预期看，2025年地产竣工数据仍将处于下滑通道，也将继续制约浮法玻璃的需求。因此从整个供需层面看，2025年全年尚无法给到玻璃产业链很高的利润弹性，但也不排除在一些中下游补库时有阶段性的行情。2025年开年玻璃将处于一个相对低估值+低供应的状态，矛盾也必不像2024年明确，需要更多去捕捉阶段性机会。

2024年是纯碱产能过剩显性化的一年，产业链的超额利润也随之消失。展望2025年，随着存量产能继续释放以及新产能的加入，供应居高不下的情况下，预计过剩压力将进一步放大，从而再次往下压缩碱厂利润，纯碱或将走上和玻璃一样的产能出清之路，方可解决当下的矛盾以及扭转过剩预期。因此，相较于玻璃，我们认为纯碱或表现更为弱势。

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

重要声明：本报告和内容仅供参考，不构成任何投资建议。

南华研究院
投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1290号

南华能化研究团队
寿佳露 投资咨询证号：Z0020569

智慧创造财富