

## 2025 年玻璃纯碱二季度策略报告

2025 年 3 月 31 日

国联期货

玻璃：需求弱势 行业信心待重建

纯碱：估值低位 供应波动或加剧

期货交易咨询业务资格：

证监许可[2011]1773 号

分析师：

张可心

从业资格证号：F03108011

投资咨询证号：Z0021476

相关研究报告：

纯碱专题报告：《轻碱&烧碱有限替代关系》

纯碱专题报告：《联碱法副产氯化铵基本面梳理》

纯碱专题报告：《进出口：中美国际市场格局分析》

### ➤ 玻璃：

2025 年一季度玻璃供应趋稳，需求反馈同比弱势，节后上游库存积累，现货价格大势下行。降价背景下，中下游持货谨慎导致库存偏低，外加沙河地区上游库存低，库存结构性矛盾外加需求边际好转给出 3 月中下旬中下游补库带来的反弹行情。

玻璃表现偏弱的背后，依旧是地产行业资金、信用偏紧，产业链利润缩水的大矛盾。从地产资金情况和下游深加工盈利情况来看，截至一季度末，地产行业“止跌企稳”在上游玻璃行业的兑现仍有待观望。

二季度展望来看，高库存背景下玻璃供需矛盾或不激烈，玻璃估值或继续在底部寻找上行驱动。供应端就产线变动计划来看玻璃供应预期趋稳，但低估值高库存背景下，玻璃面临供应下行的风险。需求端，玻璃一季度定调需求同比明显缩水，二季度看短期弱需求仍将延续，但需要关注房地产“止跌企稳”的大方向、外加一季度末银行注资能否在中期重新定价玻璃需求预期。

弱需求+高持仓预期仍是玻璃 05 合约两个交易点，需求同比弱势外加 3 月末中游库存得到补充，05 合约整体或难表现出明显去库，对应估值承压。此外，截至一季度末来看 05 合约高持仓矛盾延续，对应多空双方基于交割逻辑或仍有博弈，导致期价波动放大。05 合约参考估值 1100-1250，下边界动态锚点在湖北低价。短期弱需求逻辑下，考虑 05-09 反套机会，空间看到-80。

09 合约在 05 合约交割后，需要去关注地产端资金、信心情况是否好转带来需求预期。

关注风险点：1. 高持仓导致高波动；2. 需求超预期好转；3. 冷修出清超预期；4. 宏观政策扰动。

### ➤ 纯碱：

中长期来看，纯碱行业在产能扩张周期面临的主要矛盾依旧是供应过剩，而行业出清过程漫长，使得估值很难回归行业盈利水平，月间价格来看，排除单月份交割贴水扰动，纯碱维持远月升水近月。



展望二季度纯碱平衡表，供需敞口的不确定性主要在供应端。供应端，一方面连云港、湖北新增产能压力预期落地 09 合约；另一方面，低估值高库存背景下，不排除碱厂主动降负范围的扩大和检修季的提前。需求方面，重碱端浮法/光伏玻璃产能恢复带动二季度需求环比好转，但刚需仍难匹配高开功率下的纯碱供应。进出口方面，海外碱价中枢处于较低水平，限制净出口对国内纯碱供应敞口的消化。

站在 3 月末来看，4 月份检修预期有限，纯碱供应回归高位或带动供应敞口边际走阔，纯碱估值下方支撑需要跟踪市场再次酝酿减产/检修预期。低估值下今年纯碱检修季有提前的风险，对应二季度纯碱供应敞口收紧，09 合约可能在二季度末提前兑现旺季预期。

策略来看，4 月份 05 合约估值看 1300-1500；05-09 合约价差区间-20-90。

关注风险点：1. 光伏玻璃投产超预期；2. 检修超预期提前；3. 连云港投产进度不及预期；4. 月初宏观政策预期落地。

## 目录

图表目录 .....	2
一、 玻璃 2025 年二季度策略报告 .....	1
1.1 玻璃 2025 年一季度回顾：弱需求 低估值 .....	1
1.2 玻璃 2025 年二季度展望 .....	7
1.2.1 玻璃需求：行业信心待重塑 .....	7
1.2.2 玻璃供应：资金压力推高冷修风险 .....	9
1.2.3 玻璃库存：关注中下游补库周期和地区间库存矛盾 .....	10
1.3 玻璃平衡表和策略展望 .....	11
二、 纯碱 2025 年二季度策略报告 .....	13
2.1 纯碱 2025 年一季度回顾：价格低位震荡 .....	13
2.2 纯碱 2025 年二季度展望 .....	20
2.2.1 供应：连云港投产压力待兑现 检修预期继续摇摆 .....	20
2.2.3 需求：光伏玻璃增仓短期或延续 .....	22
2.2.4 交割博弈：05 合约仓单压力初显 .....	23
2.3 纯碱平衡表和策略展望 .....	24
免责声明 .....	26
联系方式 .....	26

## 图表目录

图表 1: 玻璃期现价格走势 (元/吨)	1
图表 2: 2025 年玻璃产线变动跟踪 (统计截至 3 月底)	2
图表 3: 浮法玻璃日产能 (吨)	3
图表 4: 浮法玻璃日运行产能 (吨)	3
图表 5: 浮法玻璃理论成本 (元/吨)	3
图表 6: 浮法玻璃理论利润 (元/吨)	3
图表 7: 隆众: 玻璃周度表需 (吨)	4
图表 8: 房地产竣工面积及同比 (万平方米, %)	4
图表 9: 房地产施工面积及同比 (万平方米, %)	4
图表 10: 沙河 5mm 大板和 3.8mm 小板价差(元/平方米)	4
图表 11: 深加工订单天数和原片库存天数 (天)	4
图表 12: 30 大中城市商品房成交面积 (7DMA)	4
图表 13: 产业在线: 三大白电实际产量 (万台)	5
图表 14: 中汽协: 汽车产量及同比 (万辆, %)	5
图表 15: 玻璃企业总库存季节性分析 (万重量箱)	5
图表 16: 样本深加工企业原片库存天数 (天)	5
图表 17: 沙河地区浮法玻璃社会库存 (万重量箱)	6
图表 18: 华中地区玻璃库存 (万重量箱)	6
图表 19: 华北地区玻璃库存 (万重量箱)	6
图表 20: 华南地区玻璃库存 (万重量箱)	6
图表 21: 华东地区玻璃库存 (万重量箱)	6
图表 22: 房地产开发资金累计 (亿元)	7
图表 23: 2025 年 2 月房地产投资资金分项同比 (%)	7
图表 24: 房屋销售同比 (%)	7
图表 25: 三大白电排产同比去年实际生产 (万台, %)	8
图表 26: 产业在线: 冰箱月库存 (万台)	8
图表 27: 产业在线: 渠道+厂家空调库存 (万台)	9
图表 28: 产业在线: 渠道+厂家洗衣机库存 (万台)	9
图表 29: 玻璃产线变动计划表 (更新至 2025 年 3 月底)	9
图表 30: 玻璃供需平衡表推算	12
图表 31: 玻璃 2025 年供应推演	12
图表 32: 玻璃 2025 年表需推演	12
图表 33: 玻璃 2025 年上游库存推演	12
图表 34: 纯碱期现价格走势 (元/吨)	13
图表 35: 分地区重碱市场主流价 (元/吨)	14
图表 36: 沙河重碱市场低端价 (元/吨)	14
图表 37: 分地区轻碱市场主流价 (元/吨)	14
图表 38: 华东地区轻重碱价差 (元/吨)	14
图表 39: 纯碱周产量 (万吨)	15
图表 40: 碱厂开工率 (%)	15

图表 41: 纯碱周度损失量 (万吨)	15
图表 42: 纯碱重质化率 (%)	15
图表 43: 卓创: 纯碱生产理论成本 (元/吨)	15
图表 44: 卓创: 纯碱生产理论毛利 (元/吨)	15
图表 45: 浮法+光伏玻璃总日熔量 (万吨)	16
图表 46: 浮法+光伏玻璃推测纯碱日耗量 (万吨)	16
图表 47: 碳酸锂产量及同比 (万吨, %)	16
图表 48: 味精开工率 (%)	16
图表 49: 卓创小苏打开工率 (%)	17
图表 50: 华东轻碱-烧碱价差 (元/吨)	17
图表 51: 纯碱净出口量 (万吨)	17
图表 52: 纯碱进出口价差 (出口-进口) (美元/吨)	17
图表 53: 中国出口集装箱运价指数	18
图表 54: 中国进口集装箱运价指数: 美东航线	18
图表 55: 美元兑人民币	18
图表 56: 碱厂总库存 (万吨)	19
图表 57: 碱厂重碱库存 (万吨)	19
图表 58: 碱厂轻碱库存 (万吨)	19
图表 59: 卓创: 样本浮法玻璃厂纯碱库存天数 (天)	19
图表 60: 分地区碱厂库存 (万吨)	19
图表 61: 分地区碱厂库存压力 (库存/周产量)	19
图表 62: 纯碱新产能投产一览表 (更新至 2025 年 2 月底)	20
图表 63: 纯碱检修计划一览表 (更新至 2025 年 3 月底)	21
图表 64: 山东海盐低端价 (元/吨)	21
图表 65: 隆众原盐产量 (万吨)	21
图表 66: 中国氯化铵月度社会库存 (万吨)	21
图表 67: 华东干铵出厂价 (元/吨)	21
图表 68: 卓创中国复合肥周度库容率 (%)	22
图表 69: 卓创中国复合肥周度产能运行率 (%)	22
图表 70: 光伏玻璃理论生产利润 (元/吨)	23
图表 71: 样本光伏玻璃厂库存天数 (天)	23
图表 72: 纯碱月度单边交割量 (吨)	23
图表 73: 纯碱仓单及有效预报仓单数量 (手)	23
图表 74: 纯碱 2025 年供需平衡表测算	25
图表 75: 纯碱 2025 年供应推演	25
图表 76: 纯碱 2025 年表需推演	25
图表 77: 纯碱 2025 年库存推演	25

## 一、玻璃 2025 年二季度策略报告

### 1.1 玻璃 2025 年一季度回顾：弱需求 低估值

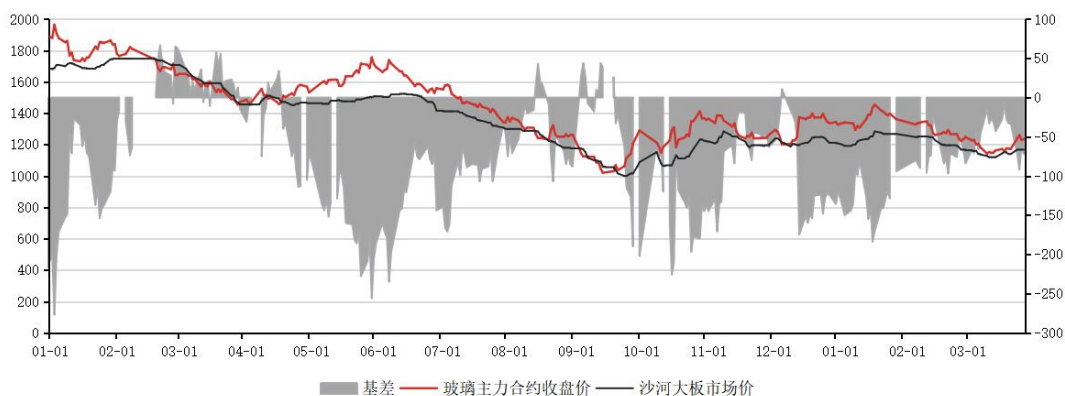
回顾一季度玻璃价格，1 月份玻璃表现震荡，2 月份至 3 月中旬玻璃价格大势下行，3 月中下旬玻璃价格低位反弹。

1 月份，现货市场围绕传统冬储和需求淡季展开博弈。1 月上旬现货价格在补库支撑+终端节前赶工尾声带动下，价格抬涨；中旬后刚需进入周期淡季，中下游回款情况仍不理想，基于对开年需求的谨慎态度，2025 年春节前中游备库意愿同比较弱，中下旬随产销降温玻璃期现价格转弱。

2 月份至 3 月中旬，玻璃供应低位恢复，但需求反馈同比缩量延迟，产销整体延续弱势，中下游延续低库存，上游持续累库，期现价格大势阴跌。

3 月中旬开始，中下游补库行情带动现货产销表现强势，现价挺涨。期货层面，主力合约高持仓矛盾激化，玻璃期货低位反弹，波动放大。

图表 1：玻璃期现价格走势（元/吨）



数据来源：文华财经，隆众资讯，我的钢铁，国联期货研究所



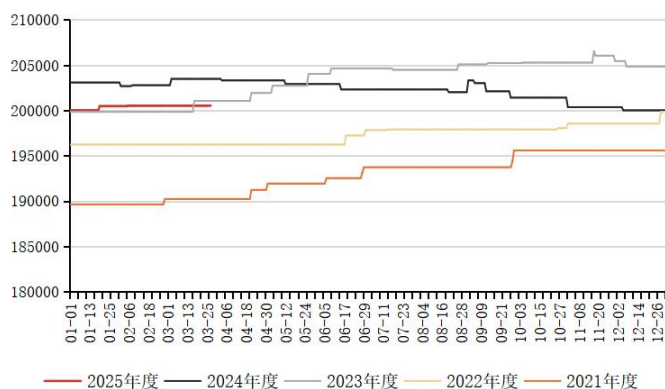
供应方面，一季度玻璃供应先降后增。一季度共有 8 条浮法玻璃产线冷修，6 条产线点火，加之 2024 年底点火产线达产，截止 3 月末，玻璃日熔 15.80 万吨/日，环比年初下行 150 吨/日。产线变动节奏来看可以看到进入 2 月份玻璃厂点火意愿逐渐增加，冷修节奏放缓，3 月玻璃产线冷修落地不及预期。估值方面，**价格下行外加燃料降价导致行业利润水平恶化**。一季度，玻璃现货价格大势下行，外加石油焦价格抬涨，玻璃行业整体利润恶化。截至 3 月底，据隆众资讯，仅以煤制气为燃料的产线有理论生产利润。

**图表 2：2025 年玻璃产线变动跟踪（统计截至 3 月底）**

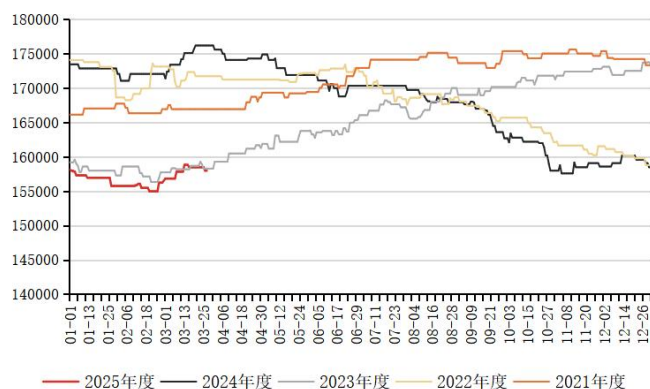
浮法玻璃复投/新投产进度跟踪				
序号	公司	产线	日产能增量	时间
1	本溪玉晶玻璃有限公司	置换线	1260	1 月 19 日
2	芜湖信义玻璃有限公司	电子线	200	1 月 25 日
3	秦皇岛弘华特种玻璃有限公司	一期	50	2 月 5 日
4	广东英德市鸿泰玻璃有限公司	一线	600	2 月 6 日
5	信义玻璃（重庆）有限公司		900	2 月 13 日
6	株洲醴陵旗滨玻璃有限公司	三线	500	3 月 1 日
合计			3510	
浮法玻璃冷修产线跟踪				
序号	公司	产线	日产能减量	时间
1	湖北亿钧能耀新材股份有限公司		1200	1 月 3 日
2	中国耀华玻璃集团有限公司	技改线	560	1 月 5 日
3	凯盛晶华玻璃有限公司	一线	600	1 月 10 日
4	中玻（陕西）新技术有限公司		1000	1 月 12 日
5	信义环保特种玻璃（江门）有限公司	江海 D 线	800	1 月 27 日
6	金晶科技股份有限公司	浮法五线	600	2 月 15 日
7	陕西神木瑞诚玻璃有限公司		450	2 月 20 日
8	佛山市三水西城玻璃制品有限公司		300	3 月 16 日
9	新疆普耀新型建材有限公司		500	3 月 26 日
合计			6010	
总计			-2500	

数据来源：隆众资讯，我的钢铁，国联期货研究所

图表 3：浮法玻璃日产能（吨）



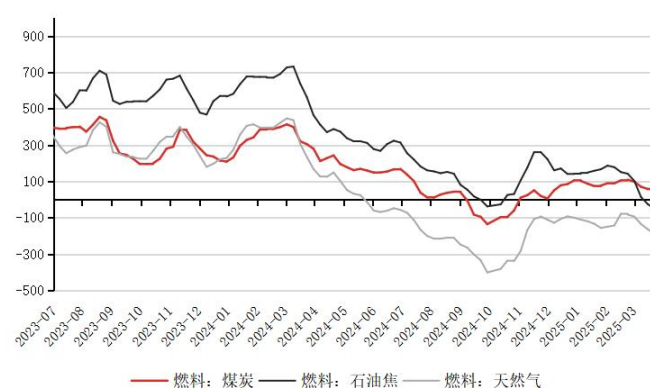
图表 4：浮法玻璃日运行产能（吨）



图表 5：浮法玻璃理论成本（元/吨）



图表 6：浮法玻璃理论利润（元/吨）



数据来源：隆众资讯，我的钢铁，国联期货研究所

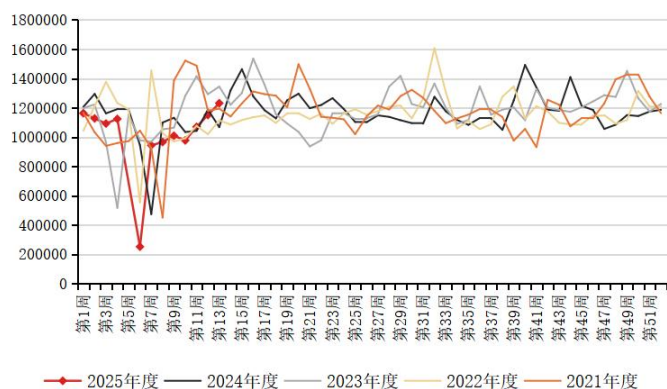
需求端，一季度玻璃需求恢复呈现同比滞后缩量，深加工订单同比表现差。截至3月中旬，玻璃下游深加工订单天数8天，环比17.6%，同比-35.3%。从订单反馈来看，节后家电深加工订单反应尚可，大头地产端工程订单成为拖累。

地产方面，销售端2025年一季度，二手房销售同比表现强势，且占据商品房成交大头；新房成交呈现同比降幅收窄中一线商品房成交同比较好，与二、三线商品房成交表现分化。据统计局数据，1—2月份，新建商品住宅销售面积9207万平方米，同比下降3.4%，降幅比上年全年收窄10.7个百分点。但从地产投资数据来看，房企仍面临资金紧张的局面。据统计局数据，1—2月份，房地产开发企业到位资金15577亿元，同比下降3.6%。

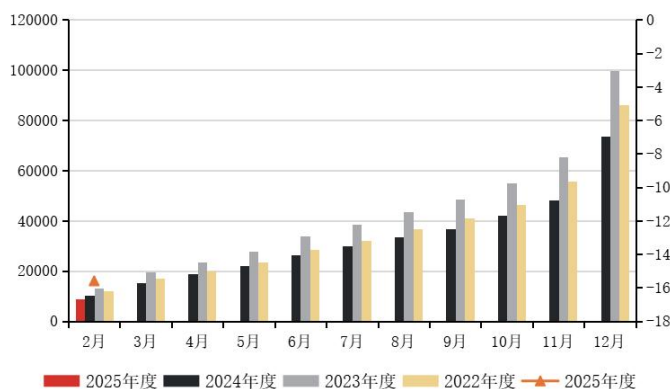
2025年一季度，汽车和白电产量延续同比有增。1-2月全国汽车合计产量455.26万辆，同比+16.27%。家电方面，产业在线数据显示，2025年一季度三大白电合计排单1.02亿台，同比+12.31%；1月实际产量3238.8万台，同比-3.80%。



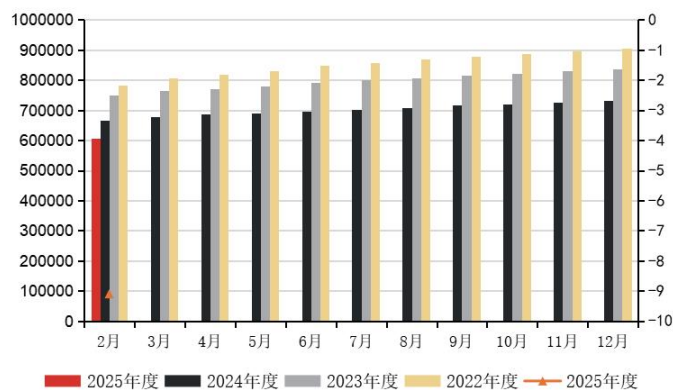
图表 7：隆众：玻璃周度表需（吨）



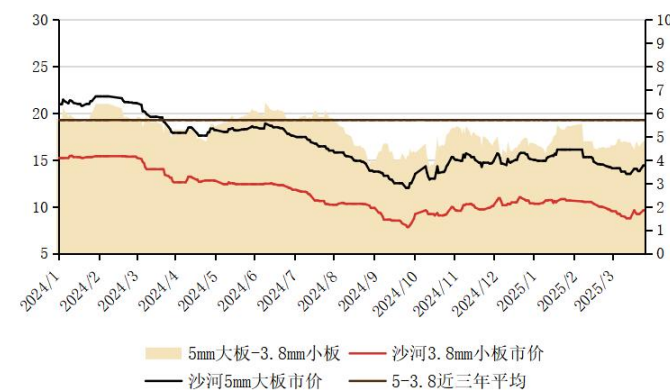
图表 8：房地产竣工面积及同比（万平方米，%）



图表 9：房地产施工面积及同比（万平方米，%）



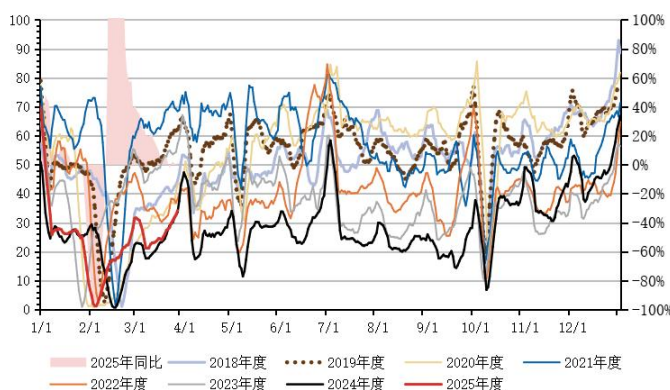
图表 10：沙河 5mm 大板和 3.8mm 小板价差(元/平方米)



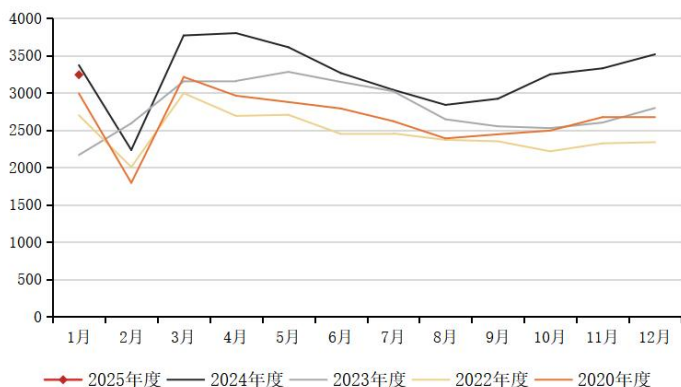
图表 11：深加工订单天数和原片库存天数（天）



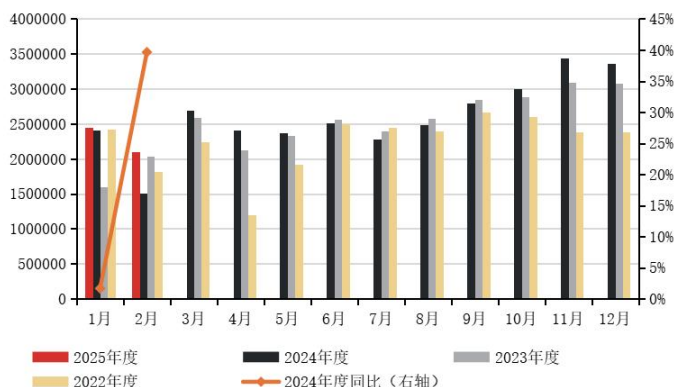
图表 12：30 大中城市商品房成交面积（7DMA）



图表 13：产业在线：三大白电实际产量（万台）



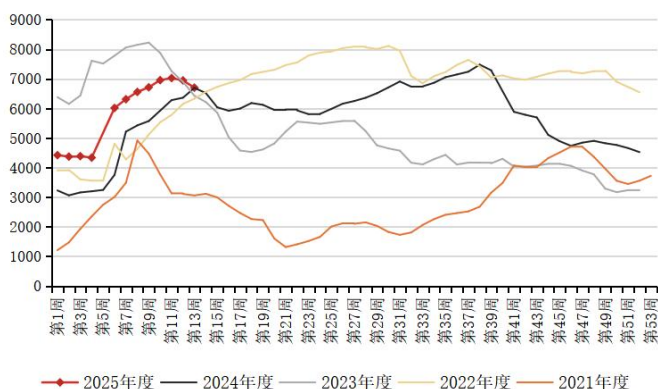
图表 14：中汽协：汽车产量及同比（万辆，%）



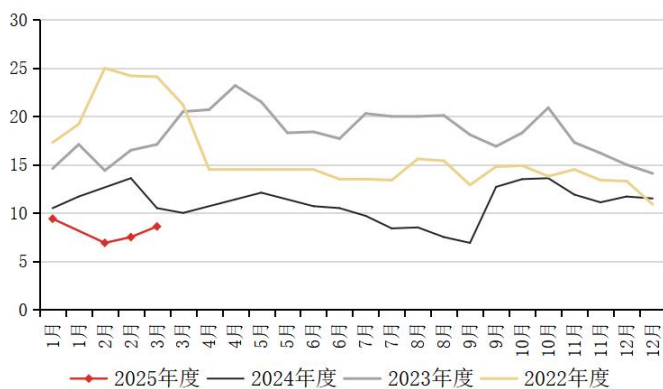
数据来源：隆众资讯，我的钢铁，国联期货研究所

库存来看，一季度玻璃上游库存先增后减，整体压力仍大，产业链上下游、地区间存在库存矛盾。截至 3 月 27 日，浮法玻璃厂家总库存 6701.2 万重量箱，环比年初 +51.63%，同比 0.11%。从产业链库存结构来看，截至 3 月底，玻璃上游库存位于近年平均水平，华中、华南地区上游库存存在历史同期高位，玻璃上游整体依旧面临一定的现金流压力；下游在弱需求背景下维持刚需采购，库存水平与订单差距不大，截至 3 月中，深加工持有原片库存 8.6 天，同比-18.10%；中游在 3 月份中下旬释放投机性补库需求，库存抬升，沙河看目前社会库存在历史同期高位。

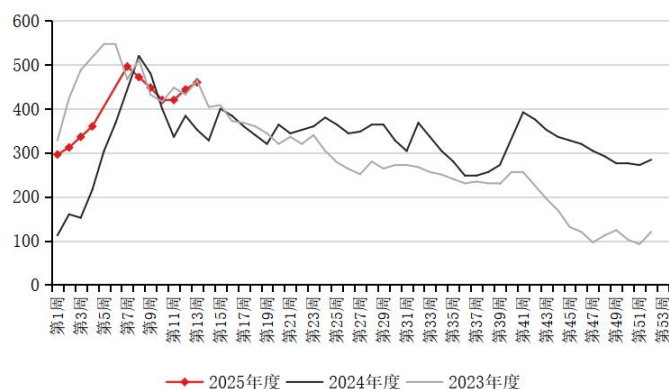
图表 15：玻璃企业总库存季节性分析（万重量箱）



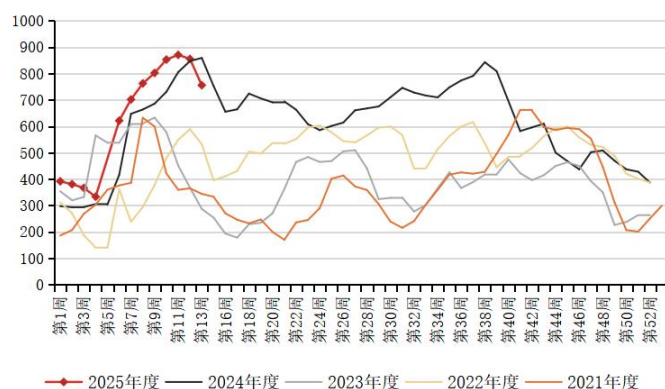
图表 16：样本深加工企业原片库存天数（天）



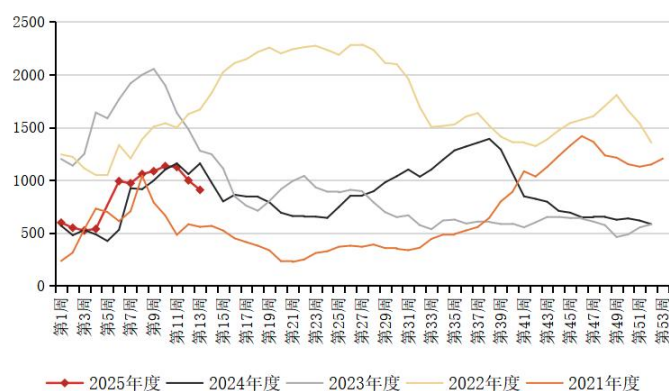
图表 17：沙河地区浮法玻璃社会库存（万重量箱）



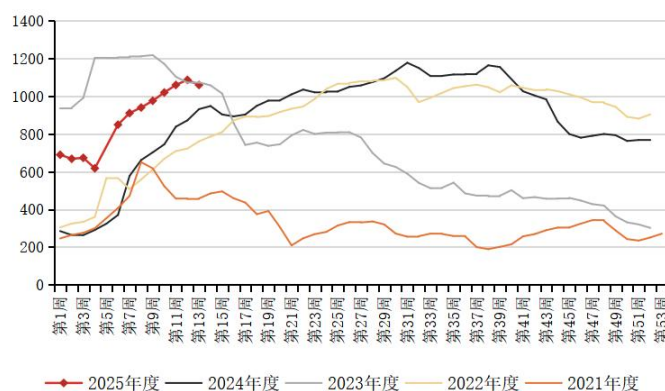
图表 18：华中地区玻璃库存（万重量箱）



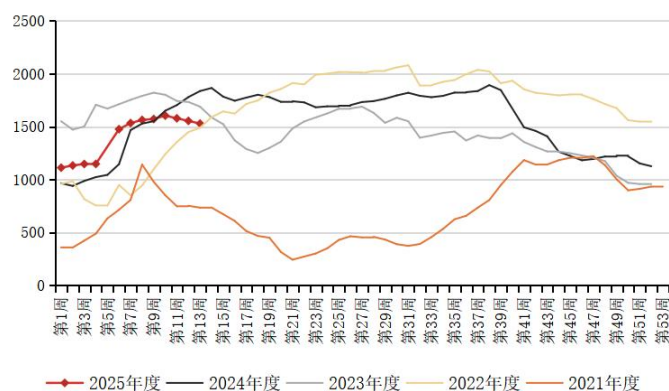
图表 19：华北地区玻璃库存（万重量箱）



图表 20：华南地区玻璃库存（万重量箱）



图表 21：华东地区玻璃库存（万重量箱）



数据来源：隆众资讯，国联期货研究所

## 1.2 玻璃 2025 年二季度展望

### 1.2.1 玻璃需求：行业信心待重塑

#### 1.2.1.1 地产：关注地产链信心能否好转

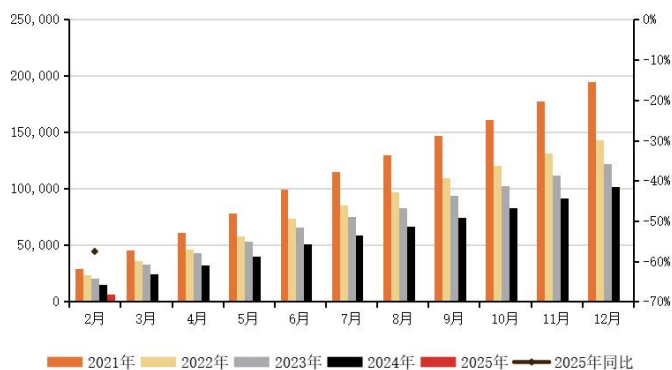
考虑地产新开工周期向竣工的传导，以及近三年竣工端的加速，2025 年存量竣工交房需求预期持续下行，对应竣工需求释放的玻璃需求同比预期继续缩量。此外，前期地产资金问题导致从房地产上游建材市场整体信用缩水，反馈一季度深加工接单和备库动作依旧谨慎。

房地产“止跌企稳”的大方向上，需要关注开发商资金情况好转，地产链实业信心的恢复。反馈到玻璃行业则是订单的同比降幅持续收窄，以及深加工备货意愿增加、库存和订单天数差距的扩大。

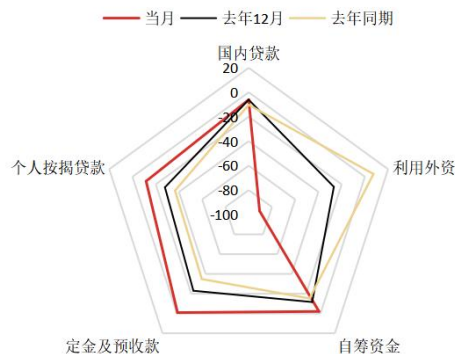
销售端来看，1-2 月新建住房销售同比仍呈下降走势，30 城住房销售数据前置来看 3 月新建住房累计销售数据在同比上会呈现进一步好转，但我们对累计销售数据同比转正仍抱谨慎态度。据百年建筑调研，截至 3 月 25 日，样本建筑工地资金到位率为 57.87%，周环比上升 0.34 个百分点。其中，房建项目资金到位率为 48.83%，周环比上升 1.40 个百分点。

二季度地产链信心能否好转，或许会在后续影响市场对“金九银十”的预期，继而决定 7-8 月份中游是否会有旺季预期下提前备库的动作。基于当下玻璃下游大头地产仍处于现实同比弱的状态，05-09 合约缺乏翻结构动力。

图表 22：房地产开发资金累计（亿元）

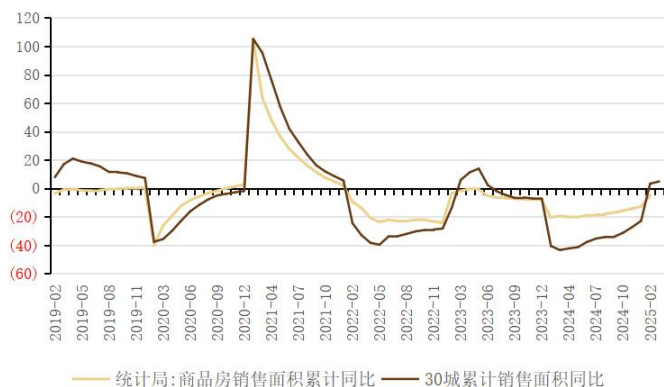


图表 23：2025 年 2 月房地产投资资金分项同比（%）



图表 24：房屋销售同比（%）





数据来源：Wind，国联期货研究所

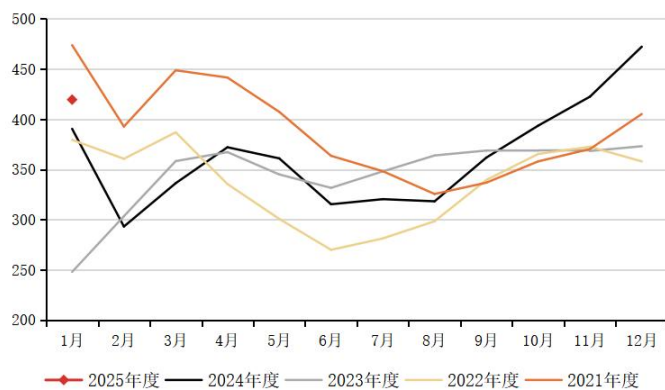
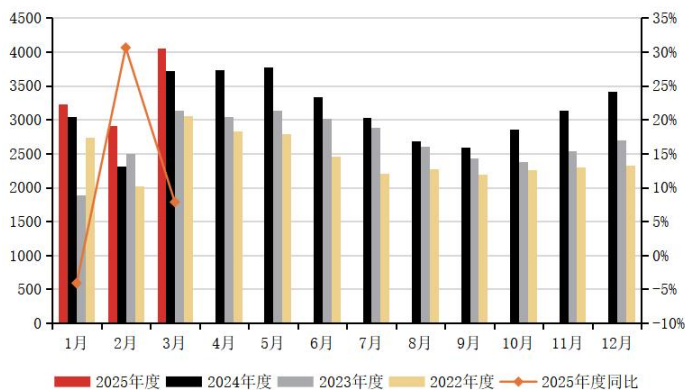
### 1.2.1.2 汽车和家电：排产同比强势 关注库存压力

一季度，汽车和家电或延续对玻璃需求的支撑。2024 年末，中央经济工作会议提出，“大力提振消费”“加力扩围实施‘两新’政策”。2025 年 1 月 8 日，国家发展改革委、财政部落地加力扩围政策；15 日，商务部等 5 部门办公厅关于印发《手机、平板、智能手表（手环）购新补贴实施方案》。

当前排产来看，二季度或能看到汽车、家电排产延续在同期较高水平，但同比有回落风险。考虑一方面 2024 年 3 月在两新政策出台推动汽车、家电产量有明显同比增幅，对应 2025 年同比基数较高；另一方面从库存水平来看，据产业在线数据，截至 1 月底冰箱库存、空调渠道库存在同期高位，后续在库存压力下，个别家电的排产或有环比回落。

图表 25：三大白电排产同比去年实际生产（万台，%）

图表 26：产业在线：冰箱月库存（万台）

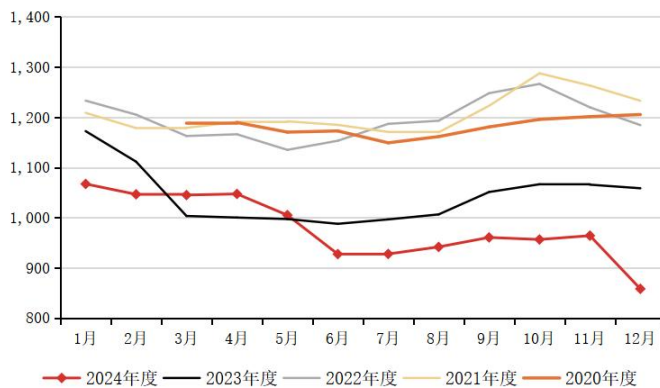




图表 27：产业在线：渠道+厂家空调库存（万台）



图表 28：产业在线：渠道+厂家洗衣机库存（万台）



数据来源：隆众资讯，产业在线，国联期货研究所

### 1.2.2 玻璃供应：资金压力推高冷修风险

3 月中下旬的反弹行情带动玻璃行业盈利有所修复，玻璃冷修意愿下滑，3 月预期内冷修未落地。二季度产线变动预期来看，计划相对明确的目前有 6 条产线有点火预期，4 条产线冷修，玻璃日供应或环比一季度末进一步上行。

长期营业低利润/亏损以及高库存带来的资金压力依旧存在。3 月中下旬中下游补库需求释放推动上游玻璃厂抬价去库，资金流情况环比好转。但从上游整体库存水平来看，玻璃厂仍旧面临较大的资金压力，3 月中下旬补库行情有中游参与，后续若玻璃厂回归累库，不能排除冷修加速导致的供应下行风险。

从产线变动计划来看，二季度计划内有 5 条左右产线点火，4 条产线冷修，玻璃供应预期偏稳。

图表 29：玻璃产线变动计划表（更新至 2025 年 3 月底）

#### 2025 年具备新点火条件

编号	省份	企业名称	生产线名称	日产能（吨）	计划点火时间
1	江西	江西萍乡	二线	700	2025.05
2	河北	河北安全	超白线	1000	2025.07
3	江西	江西萍乡	一线	500	2025.08
4	辽宁	本溪玉晶	技改四线	840	2025.11
5	安徽	安徽福耀	一线	600	2025 年底
6	河北	河北正大	三线	1200	2025 视行情
7	贵州	贵州海生	凯里二线	700	2025 视行情

5540

#### 2025 年复产预期产线

编号	省份	企业名称	生产线名称	日产能（吨）	计划点火时间
1	河北	河北鑫利	鑫利一线	600	2025 年三四月份
2	江苏	吴江南玻	吴江二线	900	2025. 05
3	安徽	安徽凤阳	二线	600	2025. 06
4	福建	漳州旗滨	漳州八线	600	2025. 06
5	天津	天津耀皮	耀皮二线	600	2025 年二季度
6	安徽	安徽冠盛蓝玻	一线	600	2025 年中
7	浙江	福莱特	一线	600	2025 年中
8	广东	广东八达	一线	600	2025 年下半年，视行情
9	四川	成都明达	明达一线	700	冷修完成，待定
10	甘肃	兰州蓝天	红古线	1000	2025 视行情
11	辽宁	营口信义	营口二线	1000	2025 视行情
12	河北	河北长城	四线	700	2025 视行情
				8500	
2025 年冷修产线					
编号	省份	企业名称	生产线名称	日产能（吨）	计划冷修时间
1	湖南	醴陵旗滨	醴陵四线	600	2025. 03
2	河南	河南中联	二线	600	2025. 03
3	湖北	湖北瀚煜	石首一线	700	2025 视行情，或二季度
4	辽宁	大连耀皮	大连一线	700	2025. 06
5	河北	河北南玻	河北二线	900	2025. 10
6	江苏	吴江南玻	吴江一线	600	2025 年下半年
7	湖南	醴陵旗滨	醴陵二线	600	2025 四季度
8	辽宁	本溪玉晶	本溪四线	850	2025. 11
9	湖北	湖北三峡	三峡一线	450	2025 年底
10	四川	成都明达	明达二线	550	一线投产后停
11	河北	河北正大	正大一线	500	2025 年视行情，需新线点火
12	河北	沙河德金	德金一线	800	2025 视行情
13	河北	河北鑫利	鑫利四线	800	2025 视行情
14	湖北	武汉长利	洪湖一线	1200	2025 视行情
15	内蒙古	乌海中玻	乌海一线	800	2025 视行情
16	湖北	咸宁南玻	咸宁一线	700	计划 2026 年，可能提前 2025 年
				11350	
总计				2690	

数据来源：隆众资讯，卓创资讯，我的钢铁，国联期货研究所

### 1.2.3 玻璃库存：关注中下游补库周期和地区间库存矛盾

一季度深加工订单和库存天数来看，下游在订单环比好转但备货方面延续低库存刚需采购的策略。3 月中下旬中下游呈现主动补库动作，尤其中游库存得到补充。二季度短期来看，若下游延续随单采购，中游进入库存去化周期挤兑上游出货，或能看

到玻璃表需再度转弱。

地区间库存矛盾是影响 3 月中下旬玻璃期现价格反弹的一大因素。尽管玻璃上游整体库存水平较高，但截止到 3 月中，各地区上游库存压力有明显分化。聚焦玻璃两大低价区湖北和沙河来看，湖北上游库存压力位于历史同期高位，但沙河玻璃厂库存水平位于同期偏低水平。低库存使得产销持续好转背景下，沙河呈现出比较好的涨价弹性，而湖北上游挺价信心则不如沙河。

二季度来看，在地产信心仍待恢复的前提下，补库周期仍会是玻璃在低估值下的一大驱动。驱动的弹性或需要关注低价区沙河、湖北的上游库存，低库存配合产销好转能带来更强势的现货挺价。

### 1.3 玻璃平衡表和策略展望

2025 年一季度玻璃供应趋稳，需求反馈同比弱势，节后上游库存积累，现货价格大势下行。降价背景下，中下游持货谨慎导致库存偏低，外加沙河地区上游库存低，库存结构性矛盾外加需求边际好转给出 3 月中下旬中下游补库带来的反弹行情。

玻璃表现偏弱的背后，依旧是地产行业资金、信用偏紧，产业链利润缩水的大矛盾。从地产资金情况和下游深加工盈利情况来看，截至一季度末，地产行业“止跌企稳”在上游玻璃行业的兑现仍有待观望。

二季度展望来看，高库存背景下玻璃供需矛盾或不激烈，玻璃估值或继续在底部寻找上行驱动。供应端就产线变动计划来看玻璃产量预期趋稳，但低估值高库存背景下，玻璃面临供应下行的风险。需求端，玻璃一季度定调需求同比明显缩水，二季度看短期弱需求仍将延续，但需要关注房地产“止跌企稳”的大方向、外加一季度末银行注资能否在 05 交割后重新定价玻璃需求预期。

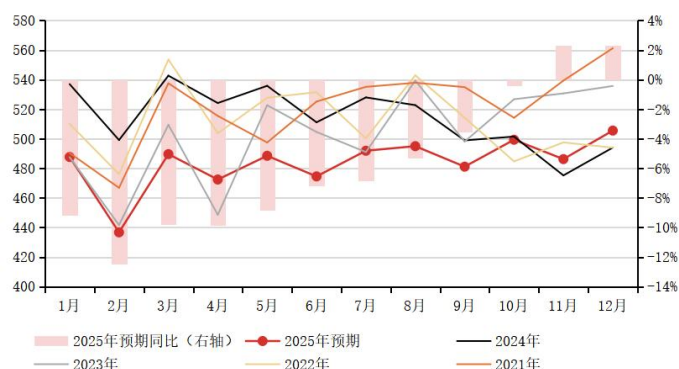
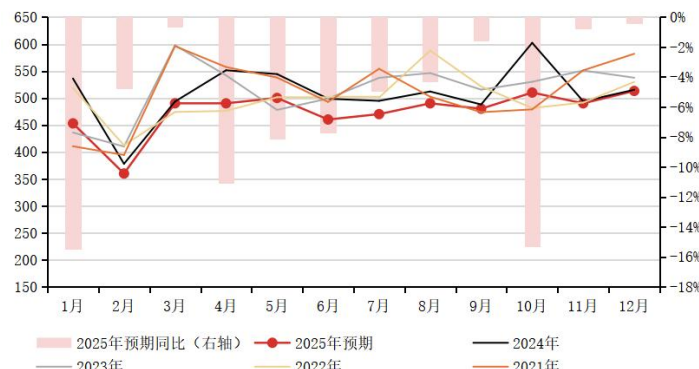
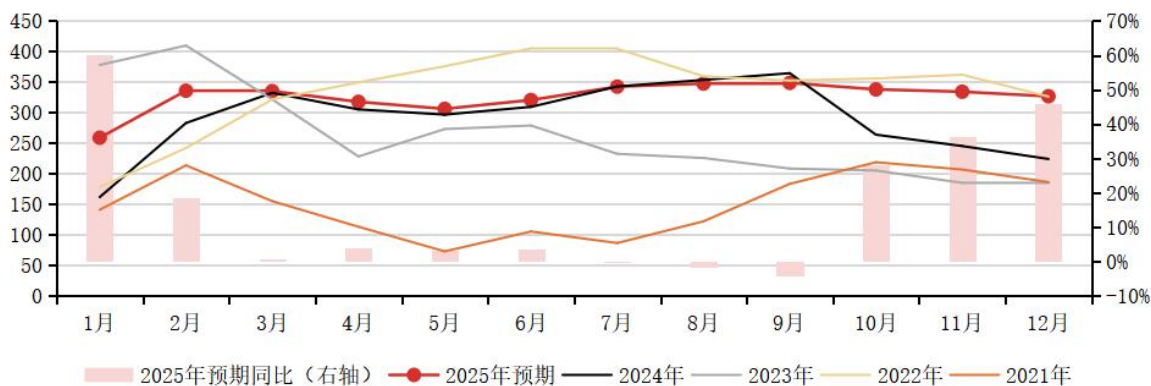
弱需求+高持仓预期仍是玻璃 05 合约两个交易点，需求同比弱势外加 3 月末中游库存得到补充，05 合约整体或难表现出明显去库，对应估值承压。此外，截至一季度末来看 05 合约高持仓矛盾延续，对应多空双方基于交割逻辑或仍有博弈，导致期价波动放大。05 合约参考估值 1100-1250，下边界动态锚点在湖北低价。短期弱需求逻辑下，考虑 05-09 反套机会，空间看到-80。

09 合约在 05 合约交割后，需要去关注地产端资金、信心情况是否好转带来需求预期，对应 09-01 正套机会。

**关注风险点：**1. 高持仓导致高波动；2. 需求超预期好转；3. 冷修出清超预期；4. 宏观政策扰动。

**图表 30：玻璃供需平衡表推算**

2025 年	1 月	2 月	3 月	4 月 E	5 月 E	6 月 E	7 月 E	8 月 E	9 月 E	10 月 E	11 月 E	12 月 E
月产量	487.66	436.69	489.60	472.43	488.48	474.53	491.89	494.99	481.13	499.33	486.23	505.53
同比	-9.18%	-12.5%	-9.78%	-9.87%	-8.84%	-7.16%	-6.83%	-5.31%	-3.56%	-0.43%	2.34%	2.33%
月产量累计	487.66	924.35	1414.0	1886.4	2374.9	2849.38	3341.28	3836.27	4317.39	4816.73	5302.95	5808.48
累计同比	-9.18%	-10.8%	-10.4%	-10.3%	-10.0%	-9.54%	-9.15%	-8.67%	-8.13%	-7.39%	-6.57%	-5.86%
表需预测	452.82	359.77	490.06	480.00	500.00	470.00	470.00	490.00	480.00	510.00	490.00	513.00
库存变动	34.84	76.93	-0.46	-7.58	-11.52	4.53	21.89	4.99	1.13	-10.67	-3.77	-7.47
上游库存 E	258.75	335.68	335.06	317.49	305.97	310.49	342.39	347.38	348.50	337.84	334.06	326.59
2024 年	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
月产量	536.94	499.11	542.70	524.18	535.83	511.12	527.98	522.75	498.89	501.49	475.20	494.00
月产量累计	536.94	1036.1	1578.8	2102.9	2638.8	3149.88	3677.85	4200.60	4699.49	5200.98	5676.18	6170.19
累计同比	9.47%	11.18%	10.97%	10.46%	9.60%	8.65%	7.63%	6.70%	5.72%	4.53%	3.34%	2.36%
上游库存	161.51	282.80	332.19	305.04	296.60	309.22	342.59	353.37	364.39	263.69	245.09	223.91
表需	536.02	377.82	493.31	551.32	544.27	498.51	494.60	511.97	487.88	602.19	493.80	515.18

**图表 31：玻璃 2025 年供应推演**

**图表 32：玻璃 2025 年表需推演**

**图表 33：玻璃 2025 年上游库存推演**


数据来源：国联期货研究所

## 二、纯碱 2025 年二季度策略报告

### 2.1 纯碱 2025 年一季度回顾：价格低位震荡

2025 年一季度纯碱整体延续供应过剩的格局，产业链库存环比年初增加。纯碱现货价格表现窄幅震荡，高库存压力下厂家缺乏涨价动力，但下方重碱 1400 元/吨附近支撑仍有效。

1 月份，纯碱供增需减，基本面边际走弱，上游在年末补库带动下环比小幅去化：供应方面，新增供应兑现投放，在产产能检修环比增加，纯碱日均产量环比 12 月上行；需求端农历年底轻碱下游刚需走弱，重碱下游光伏和浮法冷修推进导致重碱刚需持续回落，此外中下游补库也逐步放缓。但年末宏观氛围变化，市场对商品风险偏好增加，纯碱期价上行对低价华北地区现货价格有所带动。

2 月份，纯碱新产能投放、现有产能维持高开工，供应呈现环比有增；需求端春节假期兑现季节性走弱，节后反馈轻碱需求同比恢复慢，浮法玻璃仍显弱势，光伏玻璃有增产迹象。整体 2 月份上游库存积累。价格方面，纯碱现货月底背靠轻碱复苏强势以及检修预期挺涨。

3 月，纯碱供应随产能检修增加环比显著下行，需求方面，光伏玻璃前期堵窑口产能回归带来刚需恢复；供减需增纯碱供需边际走强。但价格在上游高库存背景下整挺价幅度有限，现货价格表现震荡。

图表 34：纯碱期现价格走势（元/吨）

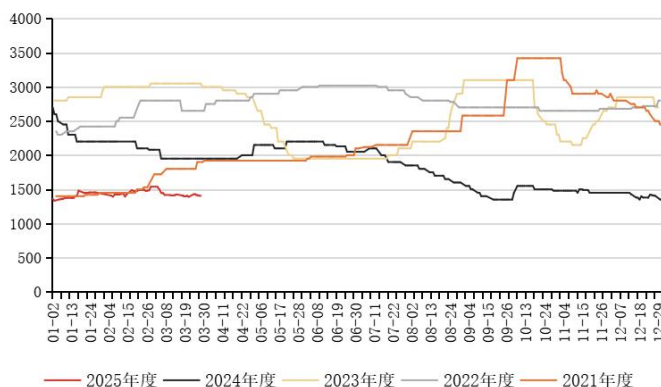
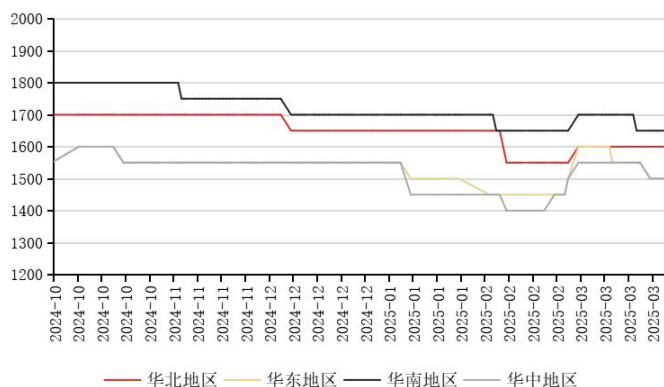






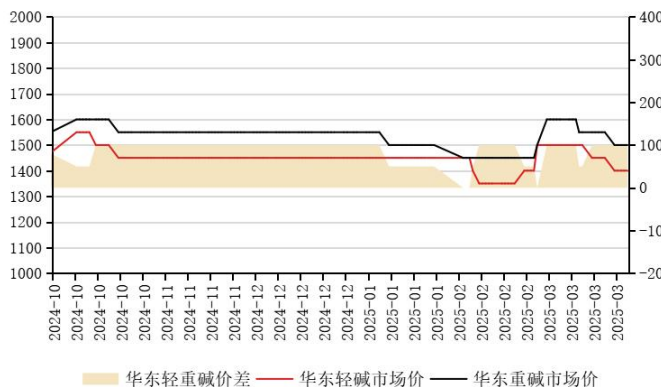
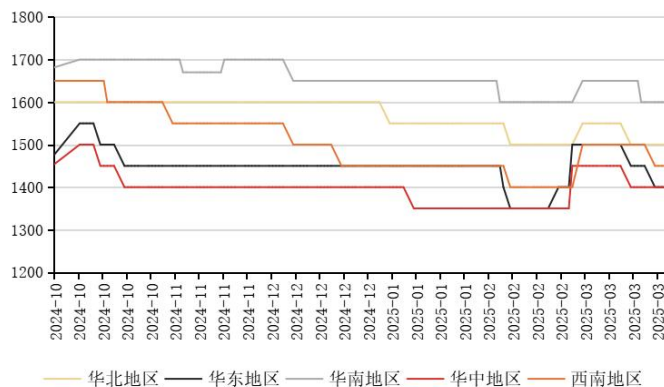
图表 35：分地区重碱市场主流价（元/吨）

图表 36：沙河重碱市场低端价（元/吨）



图表 37：分地区轻碱市场主流价（元/吨）

图表 38：华东地区轻重碱价差（元/吨）

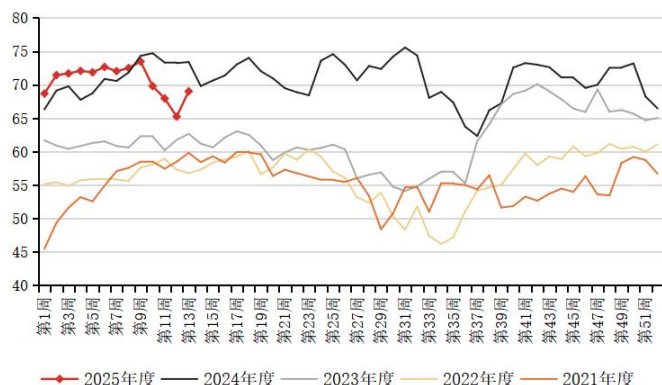


数据来源：隆众资讯，国联期货研究所

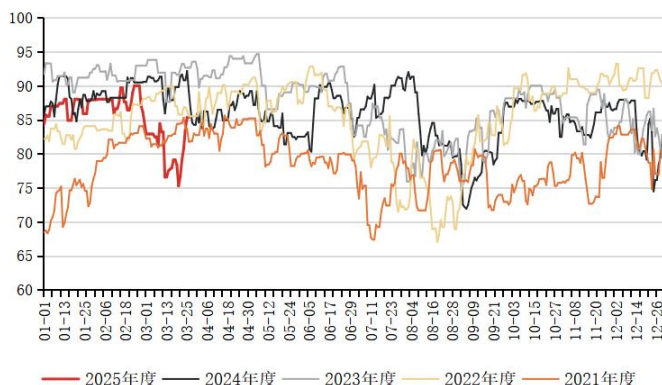
供应端，一季度新增产能投放推高纯碱供应上限，高库存低利润下纯碱检修增多，供应不确定性增加。一季度一方面，部分长期降负企业，延续降负动作，以应对库存和资金压力；另一方面，3月开始纯碱检修落地春检预期，损失量增加，开工率明显下滑。据隆众咨询数据，截至3月27日，3月纯碱产量261.63万吨，其中重碱产量140.98万吨，轻碱产量120.65万吨，3月平均重质化率53.86，月环-2.51%。3月碱厂开工率80.80%，环比-7.19%，同比-8.46%。

利润方面，一季度在原料价格松动带动下，纯碱行业利润水平环比明显好转。一方面在长期资金压力下，多数碱厂背靠低估值稳价意向强，重碱送到价格在 1400-1500 元/吨波动；另一方面原料端煤炭、原盐价格在一季度松动，带动合成法制碱成本下行。结合来看，一季度合成法制碱利润有明显好转。截至 3 月下旬，卓创口径氨碱法制碱理论亏损 42 元/吨；联碱法制碱理论生产盈利 60 元/吨。

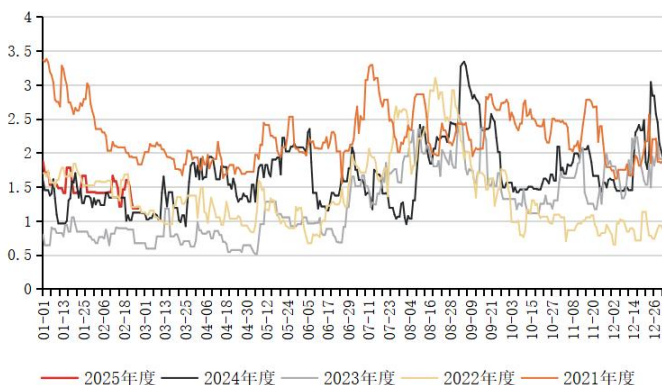
图表 39：纯碱周产量（万吨）



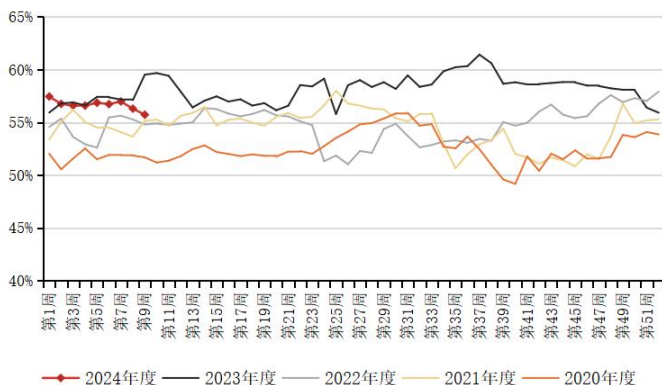
图表 40：碱厂开工率（%）



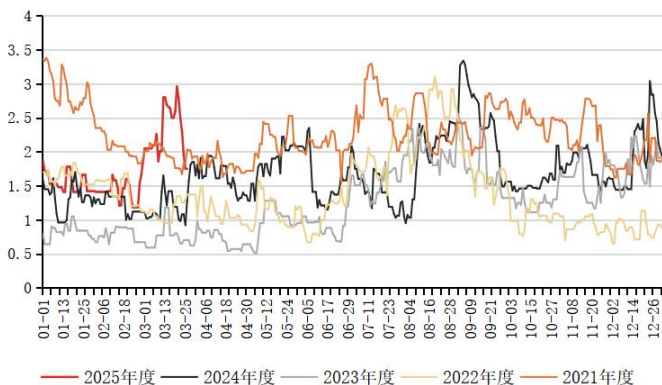
图表 41：纯碱周度损失量（万吨）



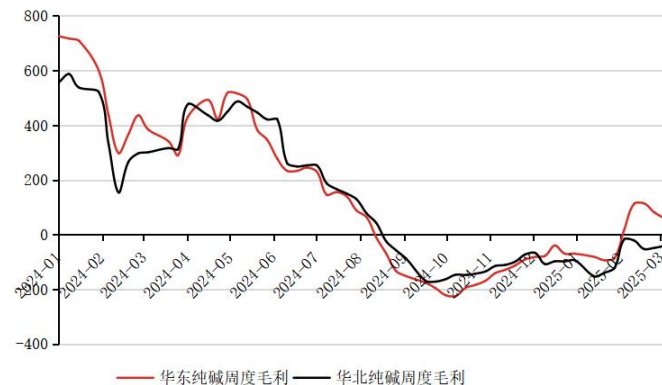
图表 42：纯碱重质化率（%）



图表 43：卓创：纯碱生产理论成本（元/吨）



图表 44：卓创：纯碱生产理论毛利（元/吨）

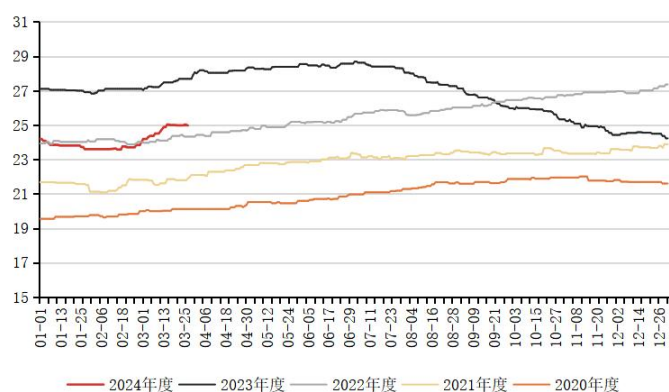


数据来源：隆众资讯，卓创资讯，我的钢铁，国联期货研究所

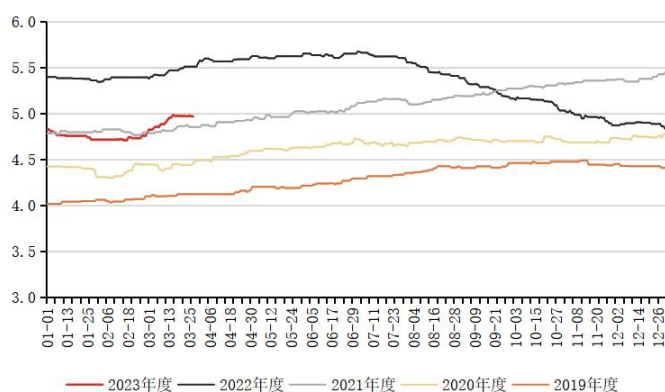
需求方面，重碱端来看，一季度随浮法、光伏玻璃产量恢复，纯碱刚需增加。截至 3 月 27 日，浮法+光伏日消耗重碱约 4.97 万吨，月环比+0.21 万吨/日，同比-0.54 万吨/日。

节后反馈轻碱下游反馈开工同比较慢，一季度轻碱表需均值反馈同比变化不大。截至 3 月末，轻碱周均表需 29.11 万吨，环比 2024 年均值 28.92 万吨增加 0.66%。碳酸锂 1-2 月产量 11.05 万吨，同比+44.11%；味精 1-2 月均开工率 88.1%，同比-0.2%；小苏打一季度平均开工率 79.5%，同比-1.25%。另外轻碱-烧碱价差来看，一季度轻碱总体相比烧碱对于二者共同下游延续性价比，对应该部分需求倾向于使用轻碱。

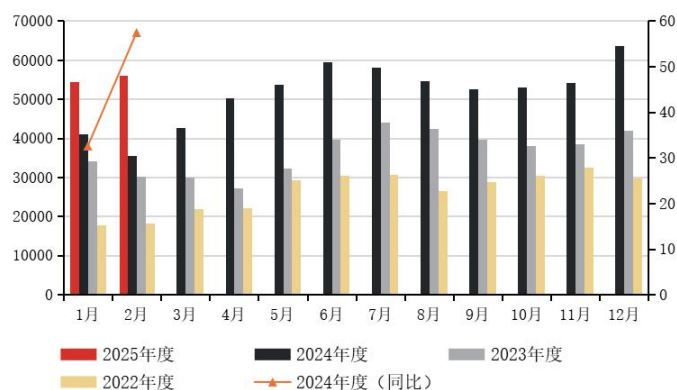
图表 45：浮法+光伏玻璃总日熔量（万吨）



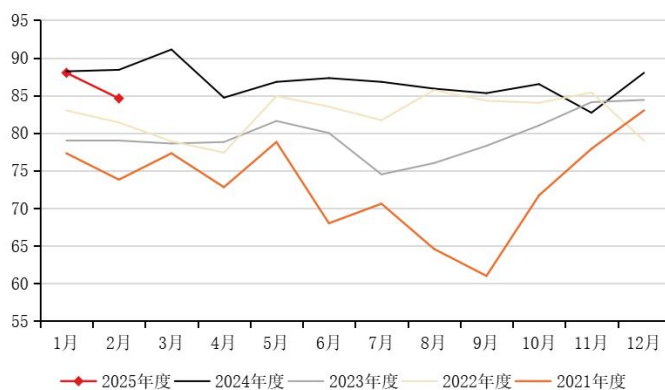
图表 46：浮法+光伏玻璃推测纯碱日耗量（万吨）



图表 47：碳酸锂产量及同比（万吨，%）

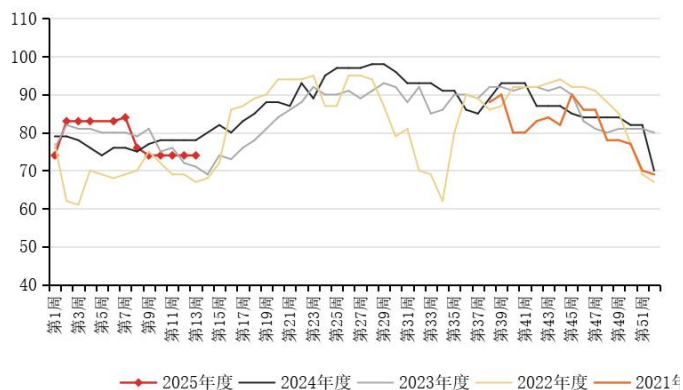


图表 48：味精开工率（%）

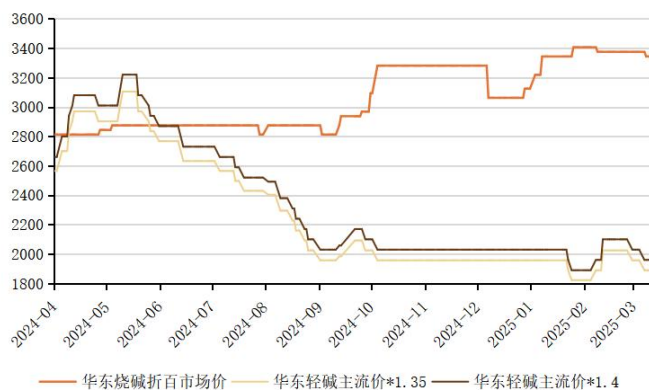




图表 49：卓创小苏打开工率 (%)



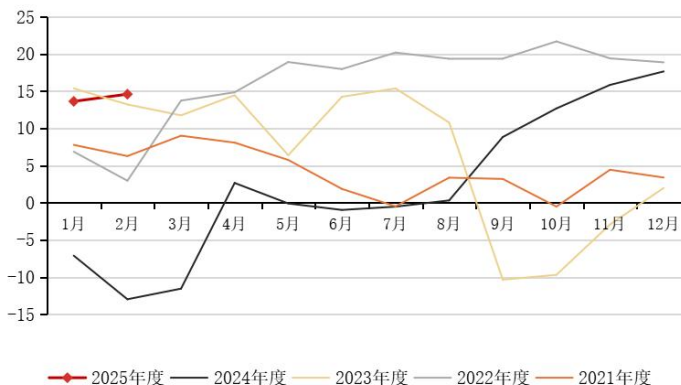
图表 50：华东轻碱-烧碱价差 (元/吨)



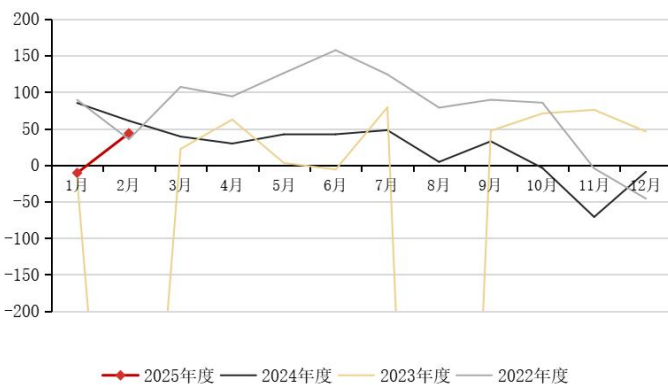
数据来源：隆众资讯，我的钢铁，国联期货研究所

进出口方面，1-2 月纯碱延续净出口格局，但价格看海外价格中枢下滑明显。2025 年 1 月份，我国出口纯碱 13.76 万吨，出口 FOB 均价 206.67 美元/吨；进口 0.12 万吨，进口 CIF 均价 217.40 美元/吨。2025 年 2 月份，我国出口纯碱 15.14 万吨，出口 FOB 均价 189.94 美元/吨，折人民币 1364.84 元/吨；进口 0.55 万吨，进口 CIF 均价 146.34 美元/吨，折人民币 1052.47 元/吨。

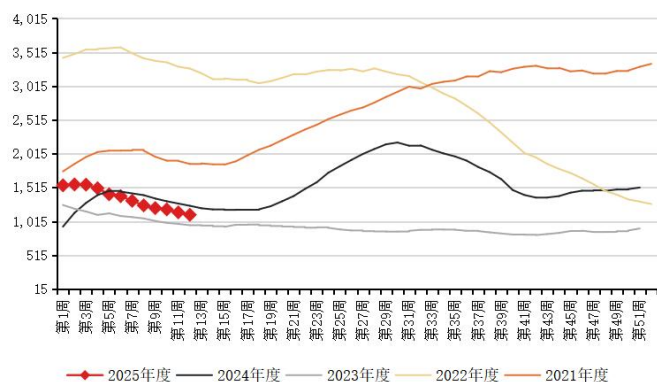
图表 51：纯碱净出口量 (万吨)



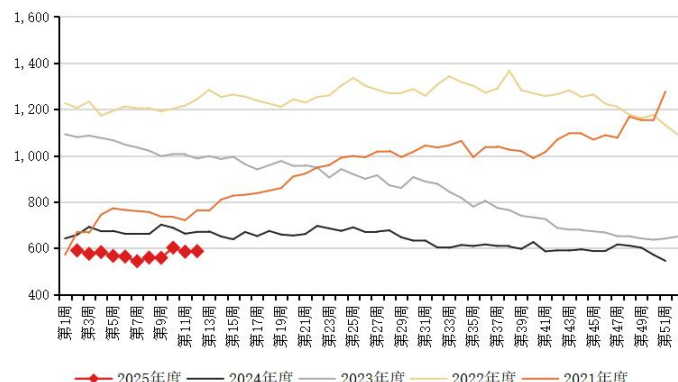
图表 52：纯碱进出口价差 (出口-进口) (美元/吨)



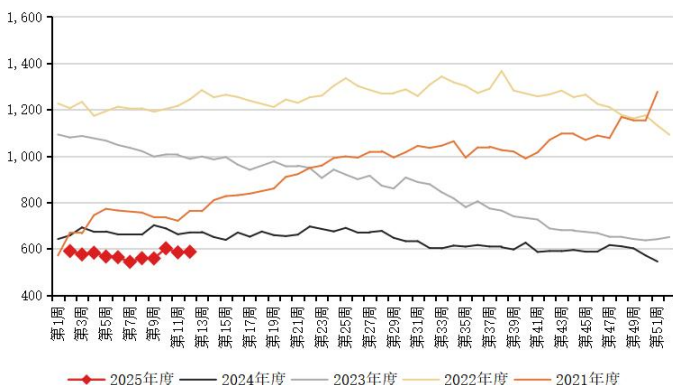
图表 53：中国出口集装箱运价指数



图表 54：中国进口集装箱运价指数：美东航线



图表 55：美元兑人民币

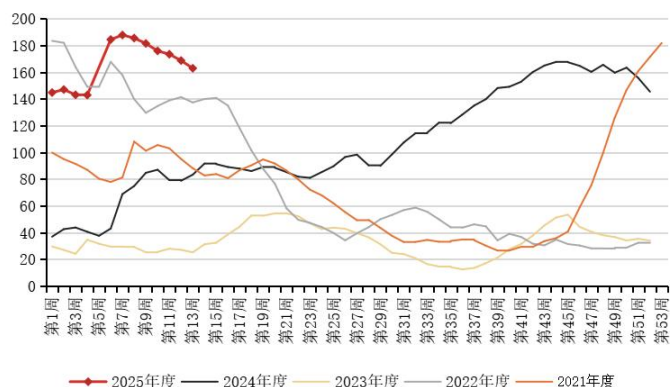


数据来源：wind，海关进出口总署，国联期货研究所

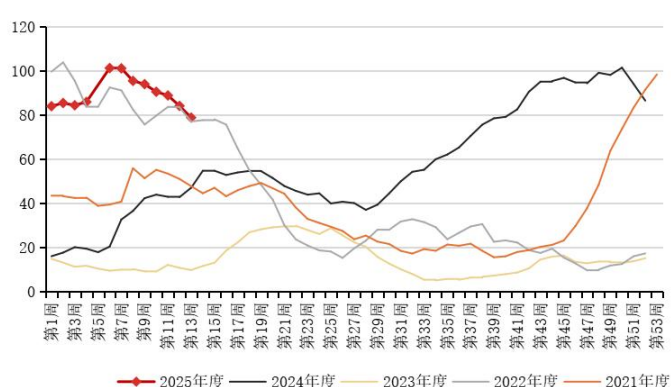
库存来看，一季度上游库存先增后降，整体抬升。截至 3 月 27 日，纯碱厂库存 163.00 万吨，月环比-18.55 万吨；其中重碱库存 78.76 万吨，月环比-15.16 万吨；轻碱库存 84.24 万吨，月环比-3.39 万吨。分碱厂地区分布来看，近三年平均库存水平来看各地区库存压力皆在高位，一季度变化来看西北地区库存压力相对年初回落，而华北、华东、华南上游库存压力相比年初增加。



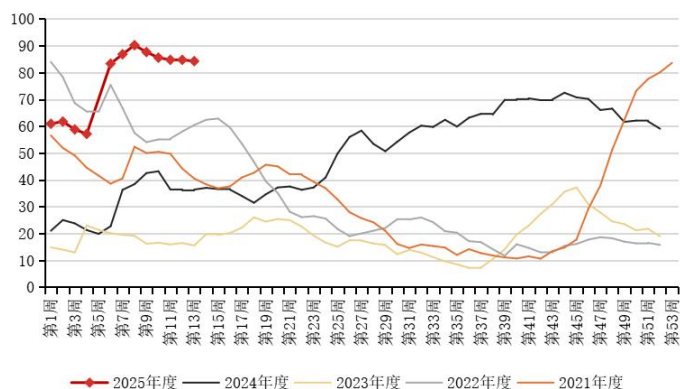
图表 56：碱厂总库存（万吨）



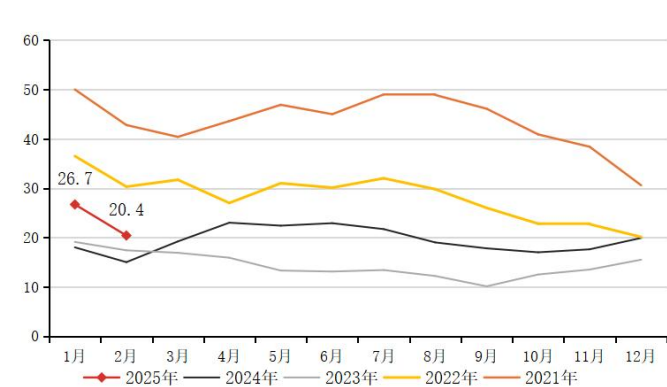
图表 57：碱厂重碱库存（万吨）



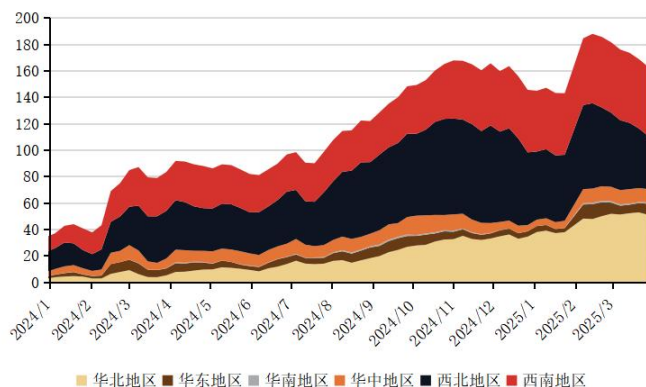
图表 58：碱厂轻碱库存（万吨）



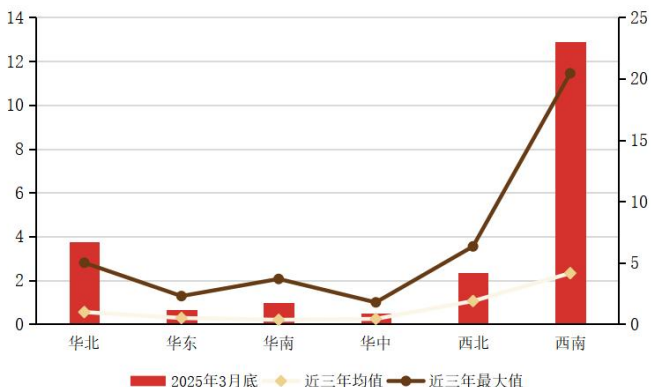
图表 59：卓创：样本浮法玻璃厂纯碱库存天数（天）



图表 60：分地区碱厂库存（万吨）



图表 61：分地区碱厂库存压力（库存/周产量）



数据来源：隆众资讯，卓创资讯，我的钢铁，国联期货研究所

## 2.2 纯碱 2025 年二季度展望

### 2.2.1 供应：连云港投产压力待兑现 检修预期继续摇摆

新增产能方面，3 月份看连云港碱业 110 万吨产能推进试车阶段，从过往产能投放经验来看，投料至稳定出优等品需时间调试，目前看连云港带来的供应压力会落在 09 合约。连云港新增产能的落地或带动华东地区碱厂竞争恶化，后续或能看到华东地区价格下行，与西北、华中地区价差收窄从而倒逼低价区碱厂再降价；或华东其余碱厂主动降负范围增加。另外，湖北双环项目预期 4 月末交付，试车预期来看新增供给压力同样会给到 09 合约。

截至 3 月底来看，二季度预期内检修计划有限。个别碱厂的长期降负，外加 3 月份个别碱厂扎堆检修，带动供应呈现阶段性显著回落，纯碱日产最低下行至 9 万吨附近。二季度供应预期来看，基于当下检修计划来看，纯碱开工或环比 3 月份回升，在连云港出品前，纯碱日产或围绕 10 万吨左右波动，流动性整体仍较宽松。

尽管当下碱厂库存压力环比 2 月份有所缓解，但上游库存体量总体依旧较高，且纯碱现货估值长期处于偏低估值，碱厂经营或面临资金压力。低估值+高库存背景下，今年检修季有同比提前的风险。碱厂检修的节奏或决定了 5-9 价差的定价以及 05 合约估值的支撑，检修季的提前或带动 05 合约季节性同比强势而 09 合约弱势，带来 05-09 正套机会。

利润仍是检修计划的一个前置指标。二季度来看，短期合成法制碱的成本仍有下行可能，原盐春扒提前、煤炭进入需求淡季货带来合成法制碱两大原料价格下行。但二季度联碱法制碱副产品氯化铵的或由旺季转入淡季，氯化铵价格有回落风险。

图表 62：纯碱新产能投产一览表（更新至 2025 年 2 月底）

公司	产能	性质	工艺路线	投产时间
江苏德邦	60	搬迁项目投产	联碱法	2 月出货
中天集团	30			1 月已出产品
连云港碱业	110	搬迁，产能置换	联碱法	试生产阶段
湖北双环	40		联碱法	2025 年 4 月底项目交付
天然碱塔木素二期	280	新投产	天然碱法	预计 2025 年底投产

新都化工

60

联碱法

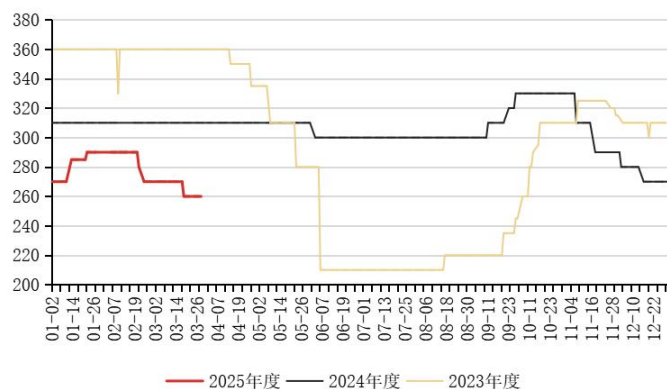
预期 2025 年底建成，2026 年投产

图表 63：纯碱检修计划一览表（更新至 2025 年 3 月底）

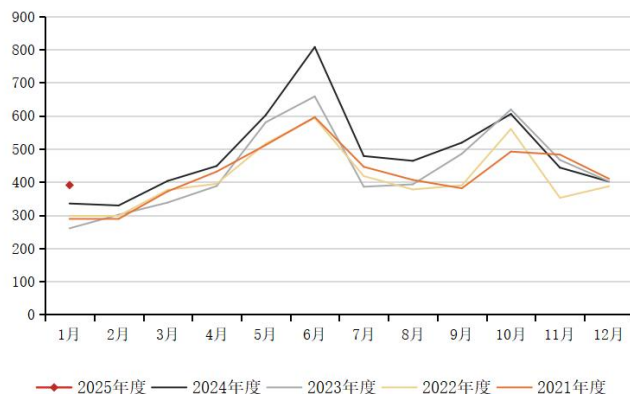
公司	产能	计划
天津碱厂	80	预计 4 月 5 日起减量 4 成，持续 20 天
实联化工	120	具体检修待定
河南金山	570	4-5 月或存减量检修计划，具体待定
丰成盐化	60	具体检修待定

数据来源：隆众资讯，卓创资讯，我的钢铁，国联期货研究所

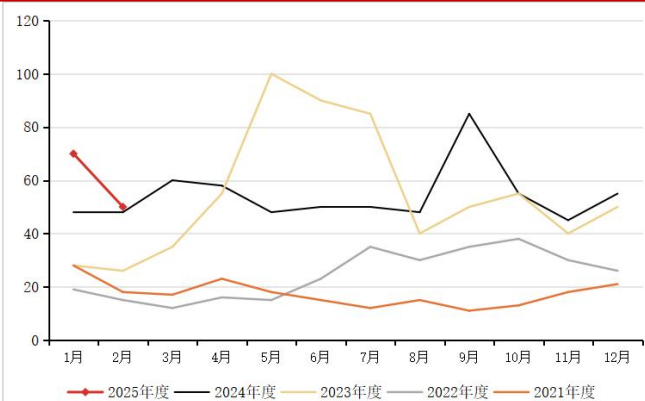
图表 64：山东海盐低端价（元/吨）



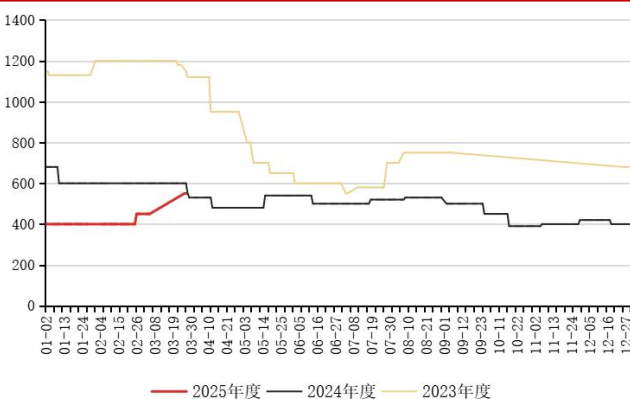
图表 65：隆众原盐产量（万吨）



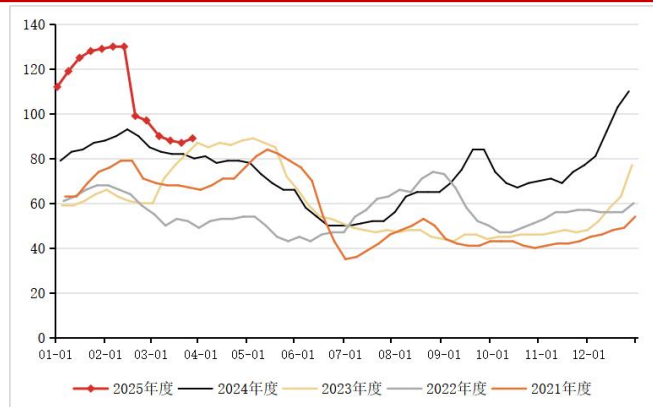
图表 66：中国氯化铵月度社会库存（万吨）



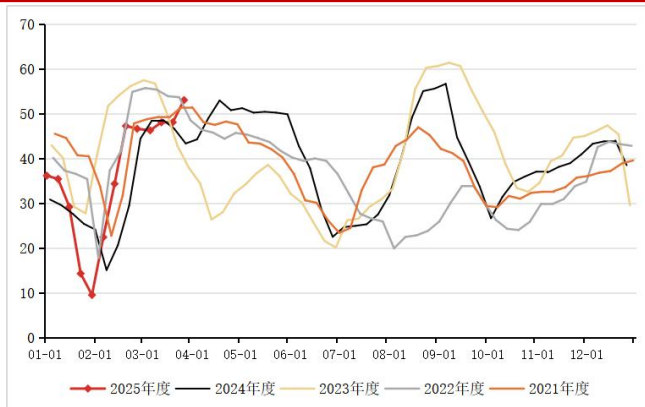
图表 67：华东干铵出厂价（元/吨）



图表 68：卓创中国复合肥周度库存率（%）



图表 69：卓创中国复合肥周度产能运行率（%）



数据来源：隆众资讯，卓创资讯，国联期货研究所

### 2.2.3 需求：光伏玻璃增仓短期或延续

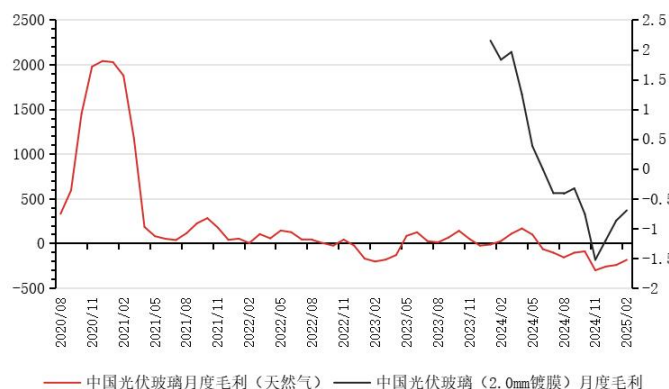
一季度，“430 新政”、“530 新政”推动的终端抢装机带来光伏玻璃需求好转，光伏玻璃上游库存节后持续去化，光伏玻璃实现挺价，部分前期堵窑口产线复产。据卓创资讯，截至 1 月末，天然气为燃料产光伏玻璃理论亏损 244.5 元/吨，月环修复 17.5 元/吨；2mm 镀膜光伏玻璃毛利-0.87 元/平方米，月环比修复 0.33 元/平方米。2 月份，据隆众资讯，截至 2 月末，光伏玻璃厂库存天数 34.86 天，环比节后下降 6.88 天，部分前期堵窑口光伏玻璃产线恢复生产，光伏玻璃日熔抬升。

短期看两大新政带来的光伏玻璃需求改善仍会延续，对应光伏玻璃产量或在二季度继续上行。从年后光伏玻璃去库周期推算来看，2 月至 3 月下旬时间段对应光伏表需在 9.95 万吨/日，高于 3 月底的 9.18 万吨/日，由此推测短期光伏玻璃去库节奏会延续，上游厂商仍有复产动力。考虑到光伏玻璃除了新点火产线复产，也有部分前期堵窑口产线复产，这部分产能恢复会相对迅速，对应重碱刚需和备货需求抬升明显。

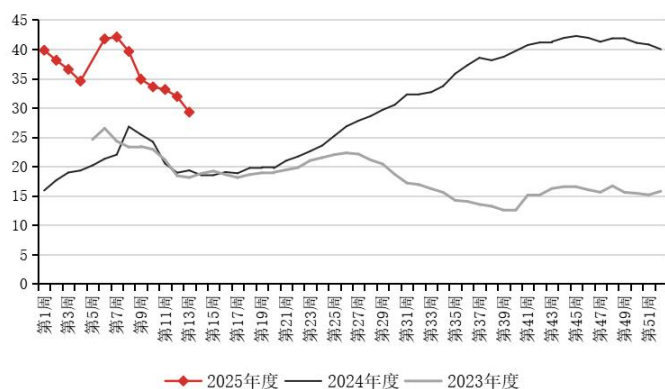
但从中期来看，考虑今年装机需求增速回落预期，抢装机结束后光伏玻璃或面临需求回落，加之目前行业本身仍在亏损水平，短期看好光伏玻璃复产同时，需要关注二季度末光伏玻璃或仍面临供需推动利润恶化、行业产能出清的风险。



图表 70：光伏玻璃理论生产利润（元/吨）



图表 71：样本光伏玻璃厂库存天数（天）



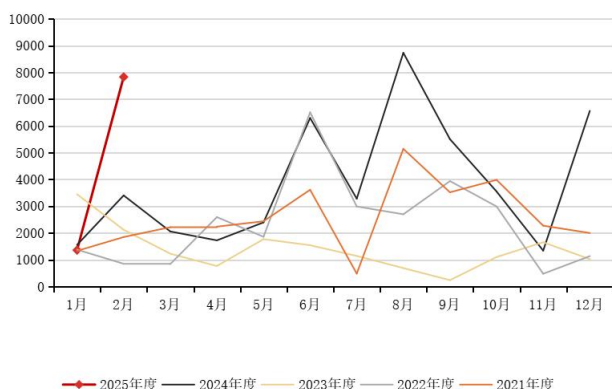
数据来源：隆众资讯，卓创资讯，国联期货研究所

## 2.2.4 交割博弈：05 合约仓单压力初显

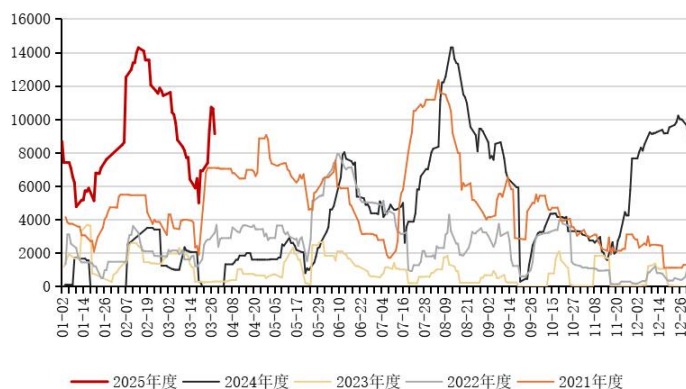
2024 年随着纯碱进入供应过剩周期，纯碱交割仓单压力明显增加，目前 05 合约仓单压力初显。截至 3 月 28 日，纯碱仓单注册仓单 2093 手，有效预报 7033 手，对应 04+05 合约 18.25 万吨交割当量。

高仓单带来的交割压力或在 4 月中下旬 SA05 合约进入交割周期给价格带来压力：一方面届时会面临纯碱现实验证，纯碱若延续高库存高供应下的弱基本面格局，或短期面临升水回吐压力；另一方面，交割结束后仓单货源流入市场也将短期增加市场流动性。另外，短期来看，交割前现实的高仓单也将从交割库库容和成本方面限制中游期现套利的空间，从而使得市场投机性补库需求不足。

图表 72：纯碱月度单边交割量（吨）



图表 73：纯碱仓单及有效预报仓单数量（手）



数据来源：我的钢铁，国联期货研究所



## 2.3 纯碱平衡表和策略展望

中长期来看，纯碱行业在产能扩张周期面临的主要矛盾依旧是供应过剩，而行业出清过程漫长，使得估值很难回归行业盈利水平，月间价格来看，排除单月份交割贴水扰动，纯碱维持远月升水近月。

展望二季度纯碱平衡表，供需敞口的不确定性主要在供应端。供应端，一方面连云港、湖北新增产能压力预期落地 09 合约；另一方面，低估值高库存背景下，不排除碱厂主动降负范围的扩大和检修季的提前。需求方面，重碱端浮法/光伏玻璃产能恢复带动二季度需求环比好转，但刚需仍难匹配高开功率下的纯碱供应。进出口方面，海外碱价中枢处于较低水平，限制净出口对国内纯碱供应敞口的消化。

站在 3 月末来看，4 月份检修预期有限，纯碱供应回归高位或带动供应敞口边际走阔，纯碱估值下方支撑需要跟踪市场再次酝酿减产/检修预期。低估值下今年纯碱检修季有提前的风险，对应二季度纯碱供应敞口收紧，09 合约可能在二季度末提前兑现旺季预期。

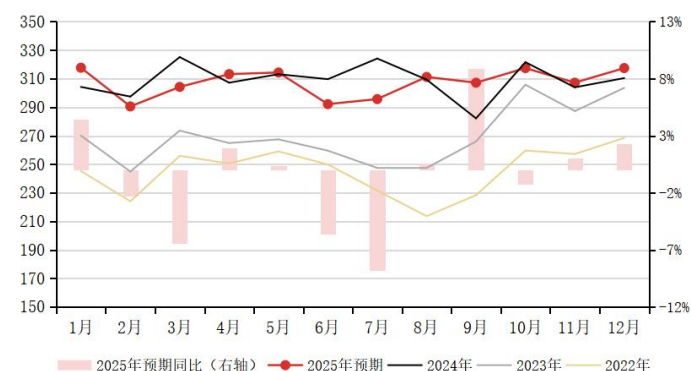
策略来看，4 月份 05 合约估值看 1300-1500；05-09 合约价差区间-30-90。

**关注风险点：**1. 光伏玻璃投产超预期；2. 检修超预期提前；3. 连云港投产进度不及预期；4. 月初宏观政策预期落地。

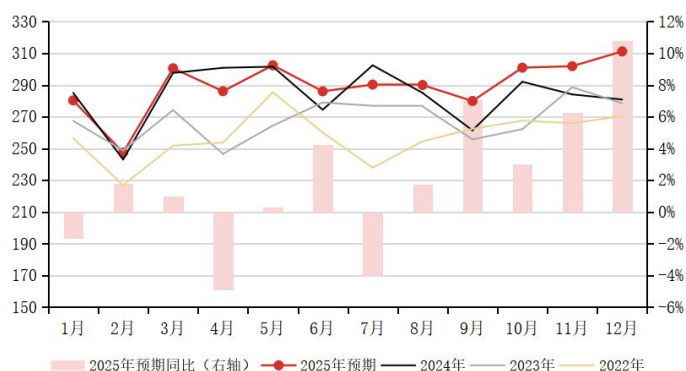
图表 74：纯碱 2025 年供需平衡表测算

2025 年	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
纯碱产量	317.68	290.52	304.22	310.18	314.30	292.14	295.67	311.19	307.16	317.40	307.16	317.40
重碱产量	180.83	163.80	164.29	176.87	177.03	165.31	167.72	177.90	175.23	181.07	175.23	181.07
浮法玻璃产量	487.66	436.69	489.60	468.53	484.45	470.63	487.86	490.96	477.23	495.30	482.33	501.50
光伏玻璃产量	254.20	227.29	269.53	267.29	288.60	288.29	307.20	313.40	309.29	322.70	312.29	322.70
玻璃重碱需求	148.16	132.62	151.33	146.50	153.68	150.72	157.75	159.51	155.89	162.10	157.50	163.40
重碱净出口	5.38	5.50	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9
重碱表需	153.55	138.12	157.23	155.76	162.49	158.90	165.16	166.37	159.67	168.12	163.51	169.42
重碱供需差	27.28	25.68	7.06	21.11	14.54	6.41	2.56	11.53	15.55	12.95	11.71	11.65
轻碱产量	136.83	126.73	139.93	133.31	137.27	126.83	127.95	133.29	131.94	136.34	131.94	136.34
轻碱表需	126.74	109.27	143.32	130.35	139.96	127.13	125.12	123.64	120.25	132.84	138.37	141.79
轻碱供需差	10.09	17.43	(3.39)	2.96	(2.70)	(0.30)	2.83	9.65	11.69	3.50	(6.43)	(5.46)
纯碱供需差	37.37	43.11	3.67	24.07	11.84	6.12	5.39	21.19	27.24	16.45	5.28	6.19

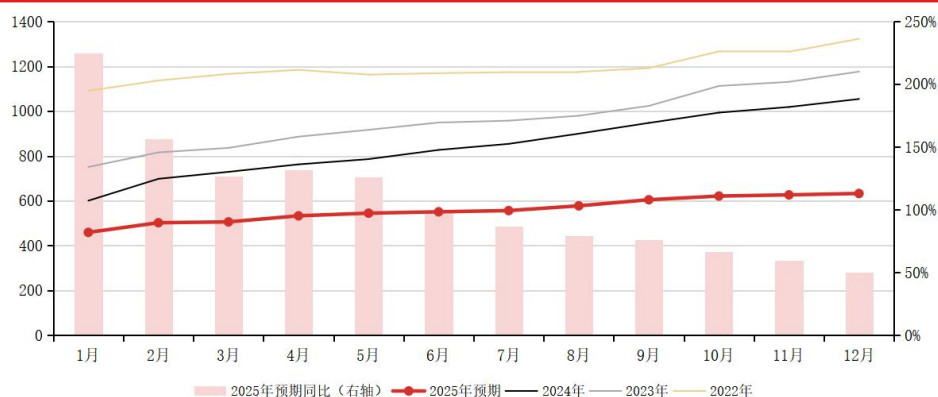
图表 75：纯碱 2025 年供应推演



图表 76：纯碱 2025 年表需推演



图表 77：纯碱 2025 年库存推演



数据来源：国联期货研究所

## 免责声明

本报告中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作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

## 联系方式

国联期货研究所无锡总部

地址：无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 6 楼（214121）

电话：0510-82758631

传真：0510-82758630

国联期货研究所上海总部

地址：上海市浦东新区滨江大道 999 号高维大厦 9 楼（200135）

电话：021-60201600

传真：021-60201600