

2024 年玻璃纯碱四季度策略报告

2024 年 10 月 1

现实未见底 但弱预期消化

国联期货

期货交易咨询业务资格：

证监许可[2011]1773 号

分析师：

沈祺苇

从业资格证号：F3049174

投资咨询证号：Z0015672

联系人：

张可心

从业资格证号：F03108011

相关研究报告：

《轻碱&烧碱有限替代关系》——纯碱专题报告

➤ 玻璃：

三季度玻璃基本面回顾：供应端浮法冷修节奏加快，玻璃产量下行超预期；需求端对比近 5 年的平均值，三季度玻璃表需同比由增转减，深加工订单同比降幅走阔，弱预期+弱现实背景下，传统季节性补库行情没有出现，月末中游补库前，中下游库存水平偏低。利润估值层面，截至三季度末，玻璃行业进入整体亏损。

四季度基本面展望：产线变动计划以及生产利润来看，玻璃冷修预期仍将推进，供应压力环比预期回落；需求端，按照年产需-3%的预期来看，年内或在冷修带动下出现玻璃供需敞口收窄。此外 9 月末释放的政策利好信息需要关注落地。

估值逻辑来看，四季度现货预计仍在底部区间，现货价格在行业亏损范围内波动，但进一步下破空间有限。期价来看，三季度期价消化行业弱预期，低估值下预期对利多扰动敏感，但现实供需好转带来的价格强预期尚未出现。节奏上来看需要关注政策预期释放以及实际落地之间的空窗期，10 月中下旬市场或回归弱现实逻辑。四季度交易操作来看，单边偏震荡看，估值区间预期 900-1450。跨月交易来看，政策预期兑现前，仍可关注近月-远月反套机会。

关注风险点：1. 成本下行带动玻璃估值坍塌；2. 房地产触底回升；3 宏观情绪扰动。

➤ 纯碱：

三季度纯碱基本面回顾：截至 9 月中旬，纯碱在检修季供应减量的同时，需求回落更甚，供需现实和预期持续恶化，上游压力快速积累，纯碱期现价格加速阴跌。9 月下旬，宏观利好释放，市场对经济预期回暖，期价抬升刺激中游投机性补库需求大量释放，纯碱产销好转现价挺涨，库存大幅向中游流动。

四季度平衡表推演来看，考虑 9 月底市场投机性补库行为回补了碱厂资金流且显著消化了碱厂库存压力，四季度纯碱或延续较高的开工率。需求端，重碱方面



玻璃产能仍然面临出清压力，对应重碱需求或继续回落；需求端轻碱季节性来看或有刚需支撑。整体来看纯碱产业链库存将持续积累。

估值方面来看，当前平衡表推演来看，四季度纯碱供需依旧延续弱势，估值仍有压力，产业链库存持续积累下，价格波动或主要受库存转移带动。9月末看，投机性补库需求释放后，中游库存体量大幅上行，流动性充裕的背后是继续补库体量有限，基本面来看纯碱期现价格进一步上抬需要下游真实/补库需求推进。若需求承接有限，中游库存压力或兑现11、12月份仓单压力。策略上来看，四季度纯碱预期仍背靠供应过剩的低估值，交易弱现实和强预期，期价或表现震荡，空间1200-1800元/吨。考虑库存压力兑现盘面以及需求验证的节奏，关注10月中下旬政策落地后需求检验带来的沽空机会；以及年末对来年需求预期的博弈。

关注风险点：1. 浮法和光伏玻璃产量预期外好转；2. 供应预期外收缩；3. 下游释放补库需求超预期；4. 宏观因素扰动。

目录

| | |
|---------------------------------|----|
| 图表目录 | 2 |
| 一、 玻璃 2024 年四季度策略报告 | 1 |
| 1.1 玻璃三季度回顾：估值下行 行业进入出清节奏 | 1 |
| 1.2 玻璃四季度展望：冷修推动供需好转 | 6 |
| 1.2.1 玻璃供应：冷修预期上调 | 6 |
| 1.2.2 玻璃需求：关注宏观预期落地 | 7 |
| 1.2.3 玻璃估值：弱预期消化 强预期酝酿 | 8 |
| 1.3 玻璃平衡表和策略展望 | 9 |
| 二、 纯碱 2024 年四季度策略报告 | 12 |
| 2.1 纯碱三季度回顾：行业进入局部亏损 | 12 |
| 2.2 纯碱四季度展望：弱供需下 关注库存流通 | 17 |
| 2.2.1 供应：开工波动增加 短期维持高位 | 17 |
| 2.2.2 重碱需求：玻璃出清节奏延续 | 18 |
| 2.2.3 进出口：进出口成本波动大 | 19 |
| 2.3 纯碱平衡表和策略展望 | 20 |
| 免责声明 | 23 |
| 联系方式 | 23 |

图表目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 图表 1: 2024 年玻璃期现价格走势 (元/吨) | 1 |
| 图表 2: 浮法玻璃理论成本 (元/吨) | 2 |
| 图表 3: 浮法玻璃理论利润 (元/吨) | 2 |
| 图表 4: 浮法玻璃日产能 (吨) | 2 |
| 图表 5: 浮法玻璃日运行产能 (吨) | 2 |
| 图表 6: 隆众: 玻璃周度表需 (吨) | 3 |
| 图表 7: 房地产竣工面积及同比 (万平方米, %) | 3 |
| 图表 8: 房地产施工面积及同比 (万平方米, %) | 4 |
| 图表 9: 沙河 5mm 大板和 3.8mm 小板价差(元/平方米) | 4 |
| 图表 10: 深加工订单天数 (天) | 4 |
| 图表 11: 30 大中城市商品房成交面积 (7DMA) | 4 |
| 图表 12: 产业在线: 三大白电实际产量 (万台) | 4 |
| 图表 13: 中汽协: 汽车产量及同比 (万辆, %) | 4 |
| 图表 14: 玻璃企业总库存季节性分析 (万重量箱) | 5 |
| 图表 15: 样本深加工企业原片库存天数 (天) | 5 |
| 图表 16: 华北地区玻璃库存 (万重量箱) | 5 |
| 图表 17: 华中地区玻璃库存 (万重量箱) | 5 |
| 图表 18: 华东地区玻璃库存 (万重量箱) | 5 |
| 图表 19: 华南地区玻璃库存 (万重量箱) | 5 |
| 图表 20: 玻璃产线变动计划表 (更新至 2024 年 9 月底) | 6 |
| 图表 21: 房地产投资资金分项同比 (%) | 8 |
| 图表 22: 产业在线: 三大白电排产 (万台) | 8 |
| 图表 23: 石家庄工业用管道天然气低端价 (元/立方米) | 9 |
| 图表 24: 广州 LNG 低端价 (元/吨) | 9 |
| 图表 25: 玻璃供需平衡表推算 | 10 |
| 图表 26: 玻璃 2024 年供应推演 | 10 |
| 图表 27: 玻璃 2024 年表需推演 | 10 |
| 图表 28: 玻璃 2024 年上游库存推演 | 11 |
| 图表 29: 2024 年纯碱期现价格走势 (元/吨) | 12 |
| 图表 30: 分地区重碱市场主流价 (元/吨) | 13 |
| 图表 31: 沙河重碱市场低端价 (元/吨) | 13 |
| 图表 32: 分地区轻碱市场主流价 (元/吨) | 13 |
| 图表 33: 华东地区轻重碱价差 (元/吨) | 13 |
| 图表 34: 纯碱周产量 (万吨) | 14 |
| 图表 35: 碱厂开工率 (%) | 14 |
| 图表 36: 纯碱周度损失量 (万吨) | 14 |
| 图表 37: 纯碱重质化率 (%) | 14 |
| 图表 38: 卓创: 纯碱生产理论成本 (元/吨) | 14 |
| 图表 39: 卓创: 纯碱生产理论毛利 (元/吨) | 14 |
| 图表 40: 浮法+光伏玻璃总日熔量 (万吨) | 15 |

| | |
|-------------------------------------|----|
| 图表 41: 浮法+光伏玻璃推测纯碱日耗量 (万吨) | 15 |
| 图表 42: 碳酸锂开工率 (%) | 15 |
| 图表 43: 味精开工率 (%) | 15 |
| 图表 44: 卓创小苏打开工率 (%) | 16 |
| 图表 45: 华东轻碱-烧碱价差 (元/吨) | 16 |
| 图表 46: 碱厂总库存 (万吨) | 16 |
| 图表 47: 碱厂重碱库存 (万吨) | 16 |
| 图表 48: 碱厂轻碱库存 (万吨) | 17 |
| 图表 49: 卓创: 样本浮法玻璃厂纯碱库存天数 (天) | 17 |
| 图表 50: 分地区碱厂库存 (万吨) | 17 |
| 图表 51: 分地区碱厂库存压力 (库存/周产量) | 17 |
| 图表 52: 纯碱新产能投产一览表 (更新至 2024 年 9 月底) | 18 |
| 图表 53: 光伏玻璃理论生产利润 (元/吨) | 19 |
| 图表 54: 光伏玻璃库存 (万吨) | 19 |
| 图表 55: 纯碱净出口量 (万吨) | 19 |
| 图表 56: 纯碱进出口价差 (出口-进口) (美元/吨) | 19 |
| 图表 57: 中国出口集装箱运价指数 | 20 |
| 图表 58: 中国进口集装箱运价指数: 美东航线 | 20 |
| 图表 59: 美元兑人民币 | 20 |
| 图表 60: 纯碱 2024 年供需平衡表测算 | 21 |
| 图表 61: 纯碱 2024 年供应推演 | 21 |
| 图表 62: 纯碱 2024 年表需推演 | 21 |
| 图表 63: 纯碱 2024 年库存推演 | 22 |

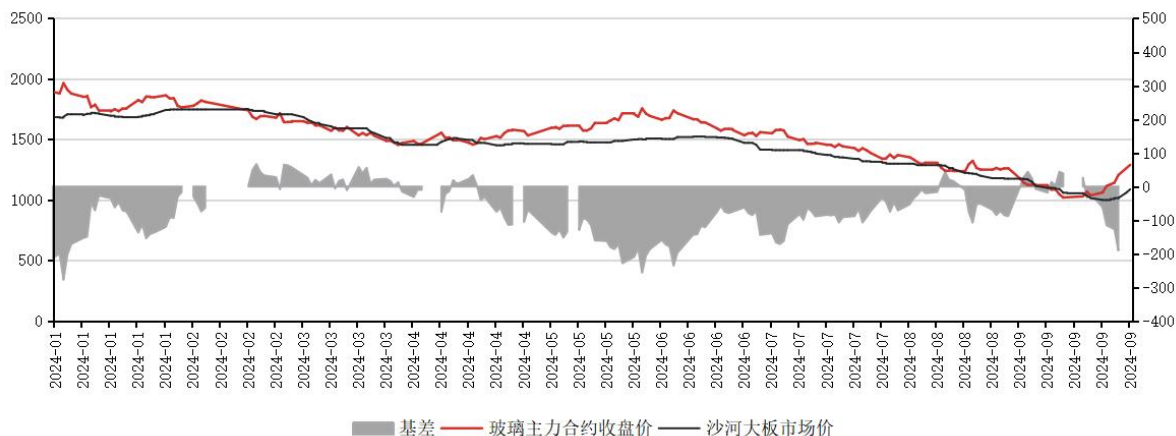
一、玻璃 2024 年四季度策略报告

1.1 玻璃三季度回顾：估值下行 行业进入出清节奏

三季度浮法玻璃供应过剩的矛盾通过库存积累兑现估值持续下行，行业生产进入整体亏损，企业现金流持续恶化下，浮法玻璃产线冷修加速，行业进入出清节奏。

价格方面，三季度玻璃期现价格在 9 月中旬前阴跌为主，9 月下旬在宏观利好带动下大幅反弹。截止 9 月 30 日，沙河大板交割品均价 1150.0 元/吨，环比 6 月底 1519.4 元/吨下行 369.4 元/吨；文华玻璃加权截止 9 月 30 日收盘 1305 元/吨，环比 6 月底下行 255 元/吨；FG01 合约截至 9 月 30 日收盘 1290 元/吨，环比 6 月底-266 元/吨。

图表 1：2024 年玻璃期现价格走势（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

估值下行，三季度玻璃行业进入整体亏损。三季度，成本端纯碱价格阴跌让利不抵玻璃现价持续阴跌。截至 9 月底，据卓创资讯数据，管道气玻璃产线、动力煤玻璃

产线、石油焦玻璃产线都进入营业亏损。

供给层面，亏损和库存压力驱动下，玻璃产线冷修加速。三季度浮法玻璃点火 4 条产线，对应产量新增 3700 吨/日，截至月底新增产能达产 2400 吨/日；冷修 17 条产线。截至 9 月 30 日浮法玻璃总日运行产能为 16.36 万吨/日，环比 7 月初下滑 0.67 万吨/日，同比-3.86%。三季度浮法玻璃产量测算为 1549.71 万吨，同比增幅 0.24%。

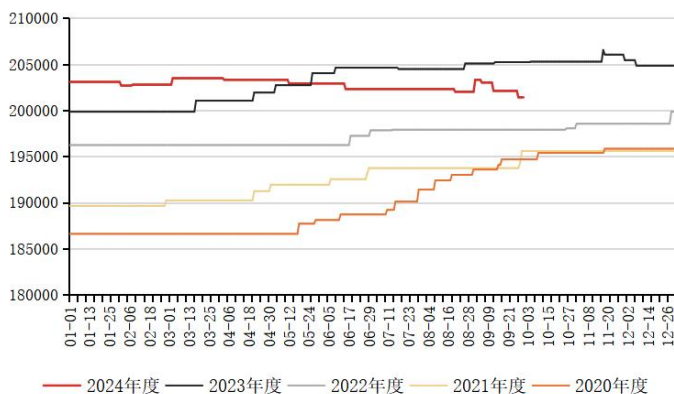
图表 2：浮法玻璃理论成本（元/吨）



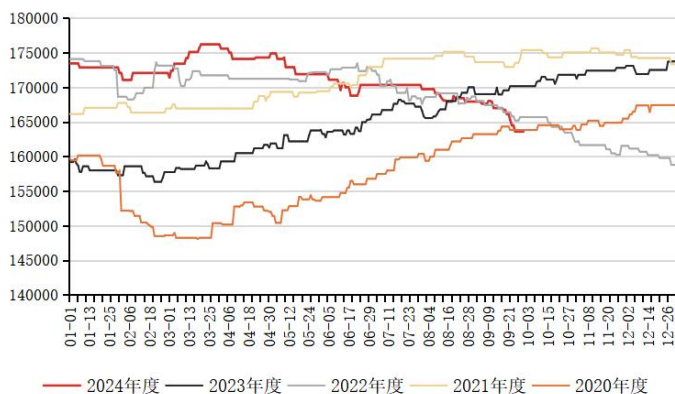
图表 3：浮法玻璃理论利润（元/吨）



图表 4：浮法玻璃日产能（吨）



图表 5：浮法玻璃日运行产能（吨）



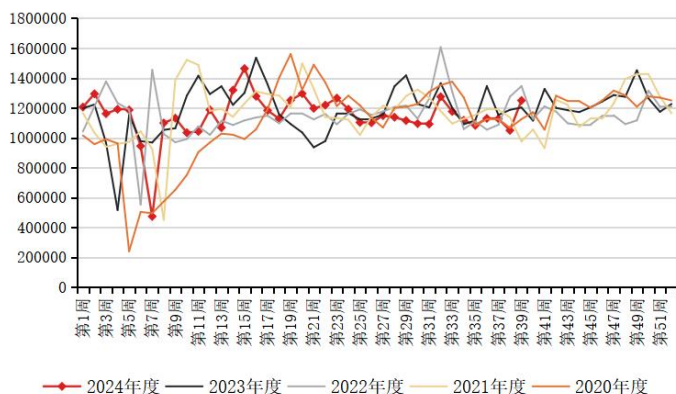
数据来源：隆众资讯，我的钢铁，国联期货研究所

需求端，三季度玻璃需求同比转差，中秋后表需有环比好转。三季度回顾来看，一方面玻璃下游深加工订单同比跌幅在二季度走阔；另一方面深加工企业资金和需求较差且对未来预期悲观，整体持货意愿较差，原片库存持续压缩。截至 9 月中旬，样本深加工订单天数 10.2 天，同比-8.3 天；样本深加工原片库存天数 6.9 天。中秋节后，随着深加工资金季节性好转，经销商低价采购放量，以及国庆节前盘面拉涨带动期现投机性需求释放，玻璃产销出现环比好转。

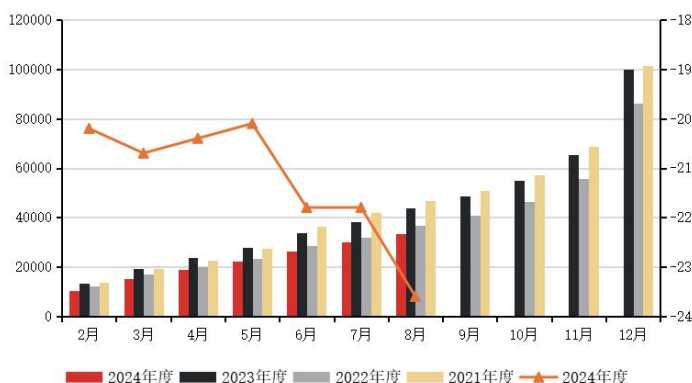
下游细分领域来看，房地产方面施工，竣工数据在三季度同比跌幅走阔，地产资金情况再三季度同比降幅收窄。2024 年 1-8 月房屋住宅新开工面积 35909 万平方米，下降 23.0%；房屋竣工面积 33394 万平方米，同比降幅走阔至 23.6%；房地产开发企业房屋施工面积 709420 万平方米，同比下降 12.0%。1-8 月全国房地产开发投资同比下降 10.2%；其中，住宅投资下降 10.5%；房地产开发企业本年到位资金同比下降 20.2%，同比降幅收窄。从地产数据来看，竣工、施工数据同比降幅走阔对应玻璃工程订单缩水，且从新开工周期来看，后续在没有竣工端政策推进的假设前提下，对于玻璃需求仍将延续下行看待；另外房地产资金情况虽然边际有好转但整体仍走差，对应玻璃产业链估值或难有向好驱动。

下游汽车和家电行业三季度对玻璃需求呈现环比回落，“两新”政策加码意在提振汽车、家电等消费。8 月全国汽车产量 249.23 万辆，同比-3.22%，同比降幅相比二季度走阔。家电方面，产业在线数据显示，2024 年 7 月三大白电实际产量合计 3036.8 万台，同比去年实际生产+0.61%，环比有所回落同比涨幅收窄。9 月三大白电合计排产量达到 2589.0 万台，较去年同期生产实际增长 1.61，细分来看 9 月排单增量主要在洗衣机。

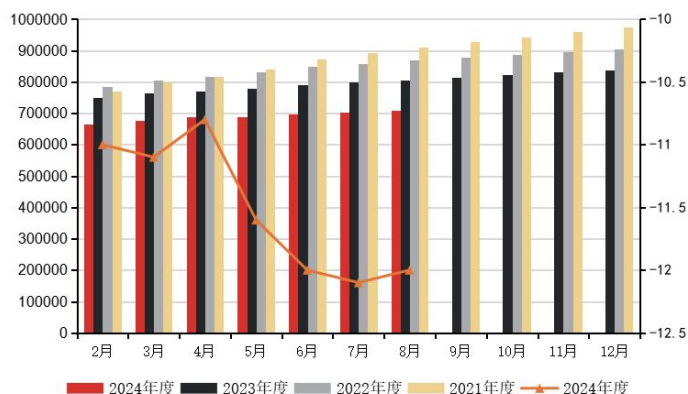
图表 6：隆众：玻璃周度表需（吨）



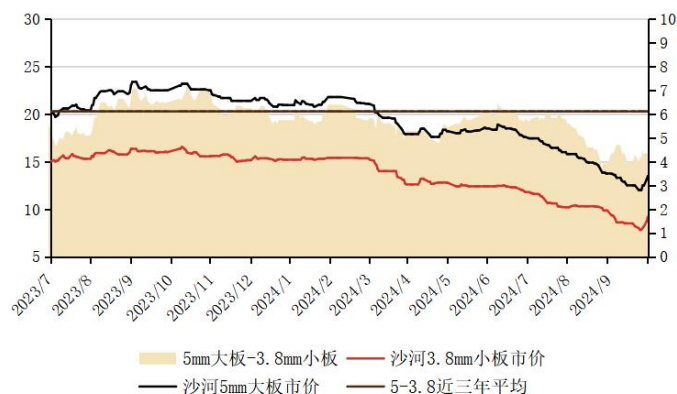
图表 7：房地产竣工面积及同比（万平方米，%）



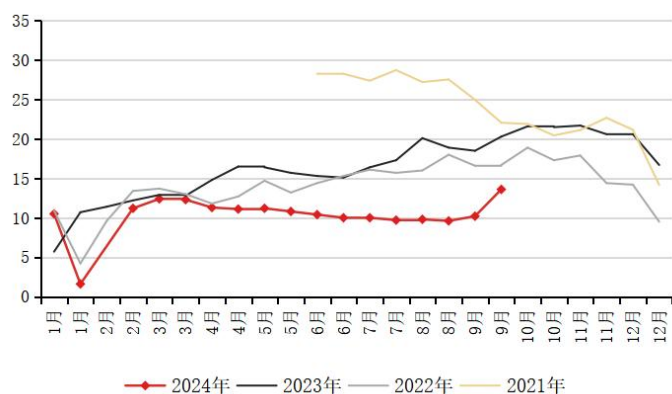
图表 8：房地产施工面积及同比（万平方米，%）



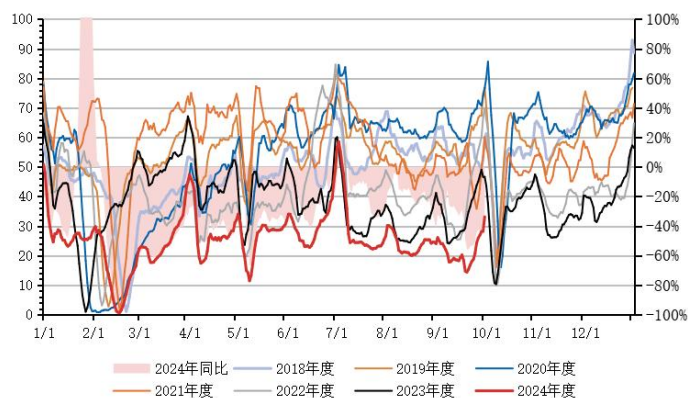
图表 9：沙河 5mm 大板和 3.8mm 小板价差(元/平方米)



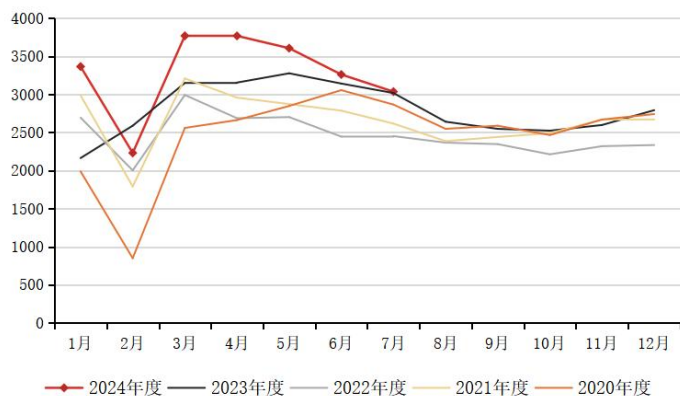
图表 10：深加工订单天数（天）



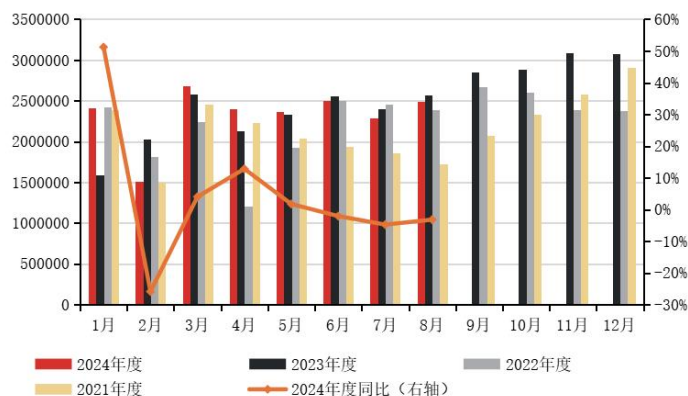
图表 11：30 大中城市商品房成交面积（7DMA）



图表 12：产业在线：三大白电实际产量（万台）



图表 13：中汽协：汽车产量及同比（万辆，%）

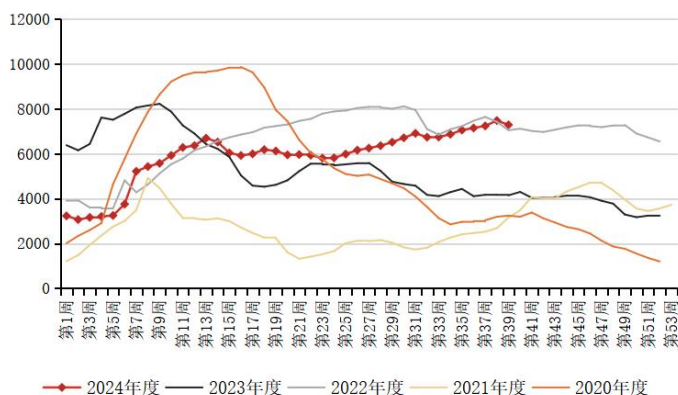


数据来源：隆众资讯，我的钢铁，国联期货研究所

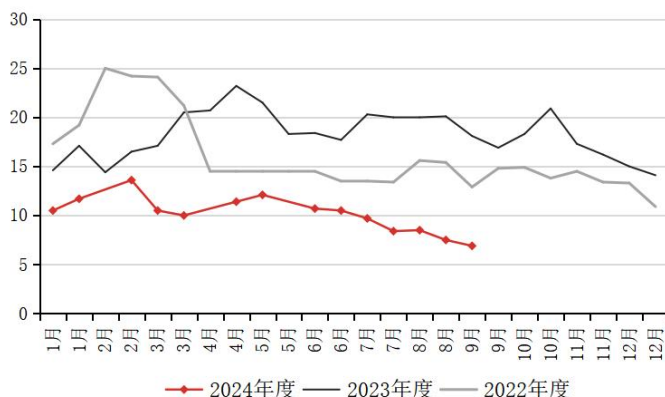
三季度玻璃现实供需矛盾继续积累，反映到上游库存来看压力持续增加，多地库存水平直逼历史峰值。截至 9 月 26 日，浮法玻璃厂家总库存 7287.8 万重量箱，环比

6 月底+17.84%%, 同比+75.91%。产业链库存分布来看, 玻璃库存主要集中在中上游。

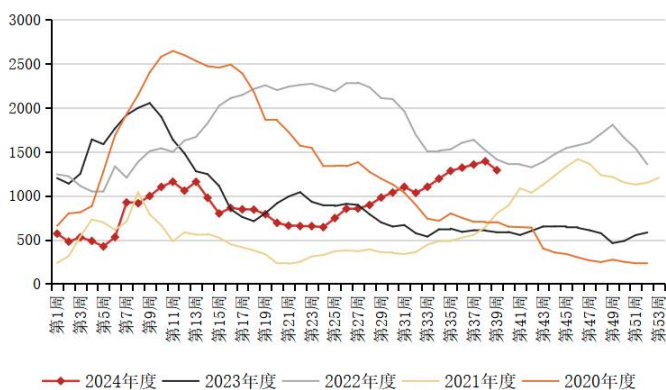
图表 14: 玻璃企业总库存季节性分析 (万重量箱)



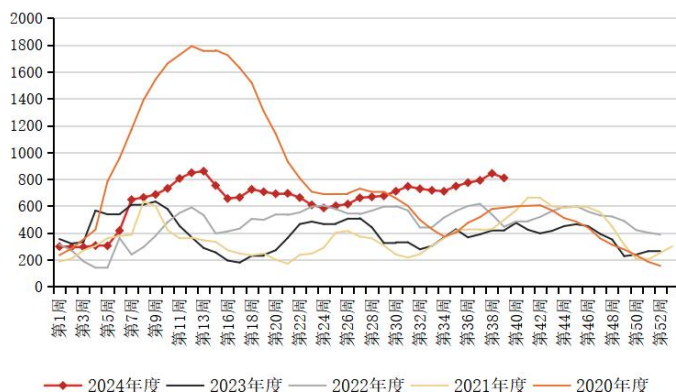
图表 15: 样本深加工企业原片库存天数 (天)



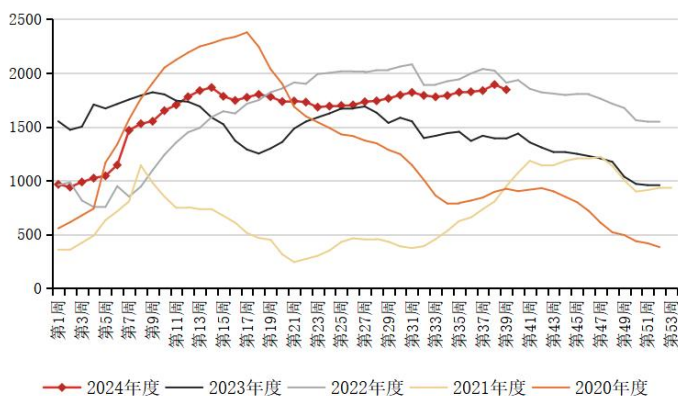
图表 16: 华北地区玻璃库存 (万重量箱)



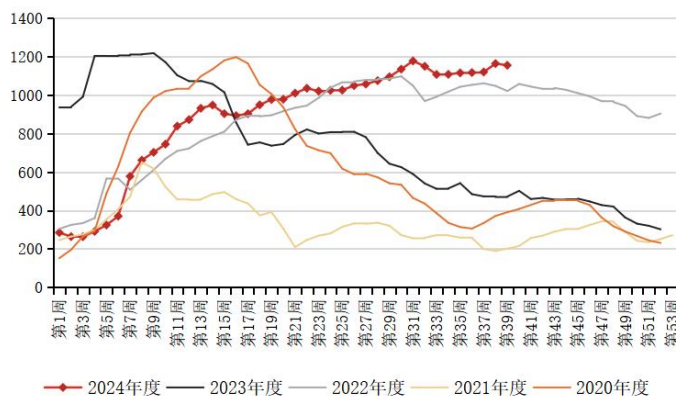
图表 17: 华中地区玻璃库存 (万重量箱)



图表 18: 华东地区玻璃库存 (万重量箱)



图表 19: 华南地区玻璃库存 (万重量箱)



数据来源: 隆众资讯, 国联期货研究所

1.2 玻璃四季度展望：冷修推动供需好转

目前玻璃行业进入全行业亏损，现货表现跌势放缓，持续亏损下玻璃企业现金流压力增大，8、9 月份产线冷修呈现加速推进。四季度来看，供应端，当前产业估值低，我们依旧维持冷修带动供应压力减少的预期；需求端，从地产存量玻璃需求和房企资金来看，对终端下游提振产业链估值的预期相对有限，但 9 月末宏观政策提振预期，需要关注后续政策落地对玻璃需求的带动。

站在 3 季度末这个时间节点，玻璃供需弱预期阶段性消化，但现实最差的时候可能尚未到来。估值和供需平衡表来看，在看到持续去库验证供需矛盾消化之前，玻璃现货预期维持弱稳，但考虑亏损推动冷修出清，现货继续下破的空间相对有限。从期货估值的角度，一方面现货止跌企稳前，近月期货价格及月间差仍会收到约束；但另一方面，随着冷修预期以及宏观政策预期反复，玻璃远月或有上行机会。

1.2.1 玻璃供应：冷修预期上调

二季度看玻璃行业利润持续恶化，截至 9 月底进入全行业亏损模式，8 月份开始可以看到玻璃产线计划内和预期外冷修加速，产线计划来看，新点火和复产产线点火计划延期频出，而产线冷修预期增加。

后续玻璃预期内供应压力或持续去化。从点火计划来看，四季度玻璃产量预期持续下行。节奏来看，库存和资金流压力仍是冷修的直接驱动，9 月末来看，全国玻璃厂玻璃库存到达历史压力位，分地区来看华中、华东、华南地区接近历史峰值，对应产能出清压力较大。从需求预期来看，季节性看 9、10 月份会看到下游深加工订单环比好转，但今年截止 9 月底来看，深加工订单情况环比有所好转但幅度有限，且库存来看深加工对后续需求预期较差，若 10 月份需求延续三季度颓势，或能看到玻璃厂冷修加速。

图表 20：玻璃产线变动计划表（更新至 2024 年 9 月底）

| 2024 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 | 河北 | 河北正大 | 三线 | 850 | 推后 |
| 2 | 湖北 | 武汉长利 | 洪湖四线 | 1000 | 2024. 10 |
| 4 | 重庆 | 重庆信义 | 三线 | 2500 | 2024. 10 |
| 5 | | 重庆信义 | 四线 | | 2024 年底 |
| | | | | 4350 | |
| 2024 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 | 河北长城 | 四线 | 700 | 推后 |
| 2 | 广东 | 广东八达 | 一线 | 600* | 取消 |
| 3 | 浙江 | 浙江旗滨 | 长兴三线 | 600 | 2024. 11, 或推后 |
| 4 | 四川 | 成都明达 | 一线 | 550 | 计划 2024. 09-10 月点火 |
| 5 | 四川 | 德阳信义 | 一线 | 800 | 计划 2024. 10 点火 |
| 6 | 新疆 | 新疆光耀 | 一线 | 600 | 计划 2024. 09-10 点火 |
| 7 | 广东 | 英德鸿泰 | 一线 | 600* | 取消 |
| | | | | 3250 | |

| 2024 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 | 河北 | 河北安全 | 七线 | 1200 | 2024. 09 |
| 2 | 河北 | 河北德金 | 一线 | 800 | 推后，时间不明确 |
| 3 | 河北 | 河北正大 | 一线 | 500 | 计划新线投产后停产 |
| 4 | 山东 | 淄博金晶 | 五线 | 600 | 2024 年 11 月份 |
| 5 | 江苏 | 吴江南玻 | 二线 | 900 | 2024. 09 |
| 6 | 湖北 | 武汉亿钧 | 武汉一线 | 700 | 预计 2024. 10 月放水 |
| 7 | 湖南 | 醴陵旗滨 | 三线 | 600 | 推后 |
| 8 | 广东 | 东莞信义 | 一线 | 600 | 年内可能停产，时间待定 |
| 9 | 广东 | 江门信义 | 江海二线 | 900 | 年内意向冷修，时间待定 |
| 10 | 贵州 | 毕节明钧 | 二线 | 900 | 2024. 09-10 |
| 11 | 贵州 | 凯里凯荣 | 一线 | 500 | 预计 2024. 09-10 停产 |
| 12 | 内蒙 | 乌海中玻 | 一线 | 800 | 年内可能冷修 |
| 13 | 新疆 | 新疆普耀 | 一线 | 500 | 年内，具体时间待定 |
| | | | | 9500 | |
| 总计 | | | | (1900) | |

数据来源：隆众资讯，卓创资讯，我的钢铁，国联期货研究所

1.2.2 玻璃需求：关注宏观预期落地

三季度需求来看，一方面现货端上下游对于未来的需求悲观情绪未发生扭转；但另一方面，9 月底可以看到，宏观层面释放了政策利好预期。

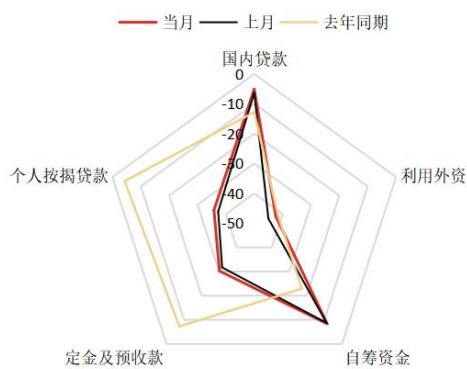
玻璃下游大头房地产端，施工存量来看，考虑新开工仍未有明显好转，对应施工体量大势依旧下行，以及房企资金仍有压力，地产端或难带给玻璃乐观的需求高度，地产带来的玻璃需求或向内装倾斜。

但不可忽视的是，9 月末释放的宏观利好对于地产端有所支撑，需要关注政策在“推动房地产实现止跌回稳”上的落地。一方面，“白名单”政策、保障性住房再贷

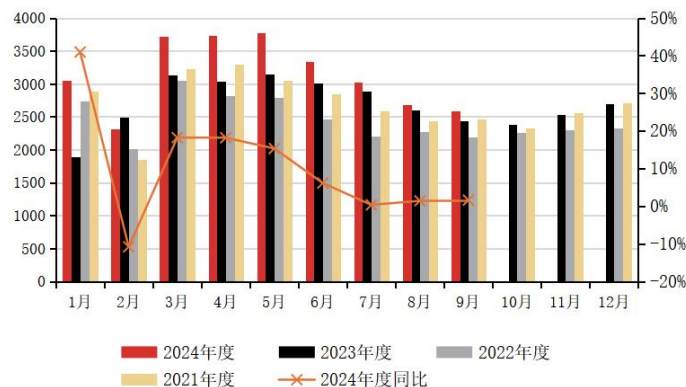
款比例上调等政策，或推动部分停滞地产项目竣工以及房企资金流转，从地产竣工端释放玻璃潜在需求。另一方面，地产消费端限制政策放开、门槛调降，以及住建部、金融监管总局发声“推动房地产市场实现止跌回稳”后，需要关注市场对于房地产信心能否回暖。

家电、汽车方面，下半年白电和汽车进入传统生产淡季，但“两新”政策从消费端带动汽车、白电生产增加，对应该部分玻璃需求预期环比前期有所上抬。排单情况来看，9月白电释放玻璃需求或环比8月继续回落，但同比增幅走扩。

图表 21：房地产投资资金分项同比（%）



图表 22：产业在线：三大白电排产（万台）



数据来源：隆众资讯，国联期货研究所

投机性需求来看，下游库存水平偏低，有补库需求的空间。三季度来看，玻璃产业端仍旧维持对未来的悲观预期，深加工企业储备库存意愿低，库存水平同环比下滑明显。后续若政策落地，订单超预期好转，深加工以及中游补库或带来额外的需求弹性。但库存结构来看，9月下旬宏观刺激盘面拉涨时，中游出现大量采买，中游库存蓄水池得到补充，若四季度玻璃下游需求环比不见好转，三季度末中央后补库或提前消化冬储需求。

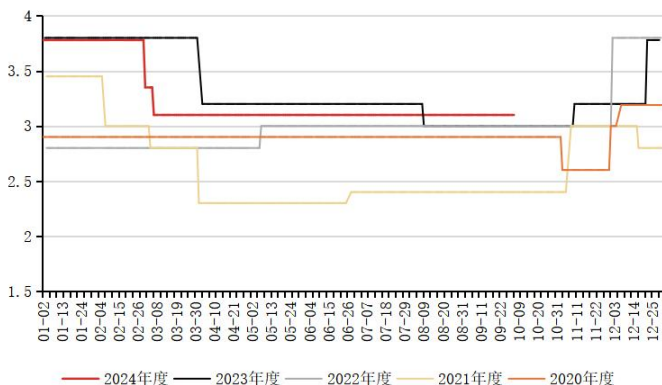
1.2.3 玻璃估值：弱预期消化 强预期酝酿

回顾三季度，玻璃供需关系继续恶化，上游库存压力增加，现货价格持续阴跌，全行业进入亏损阶段。玻璃估值下行通过冷修传递至上游纯碱，玻璃成本连带松动。

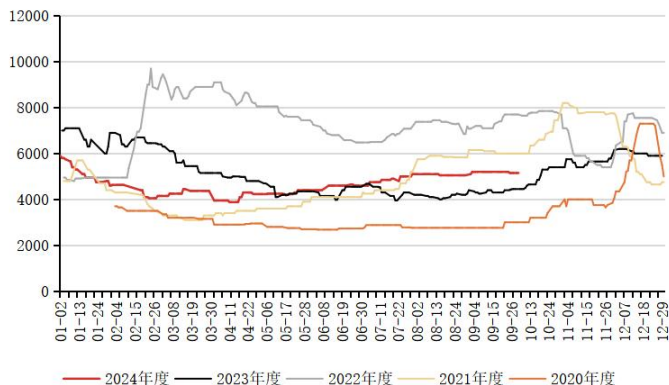
持续亏损下，我们对玻璃行业会继续推动产能出清有预期，后续玻璃供需敞口或

随供应压力下行收窄。冷修预期下，现货价格进一步下破前低的空间或比较有限，但目前预期来看，在行业持续性去库验证供需矛盾缓解出现之前，现货价格预期或难回归行业整体有盈利的水平，预期现货价格依旧在亏损区间波动。

图表 23：石家庄工业用管道天然气低端价（元/立方米）



图表 24：广州 LNG 低端价（元/吨）



数据来源：隆众资讯，国联期货研究所

1.3 玻璃平衡表和策略展望

三度玻璃基本面回顾：供应端浮法冷修节奏加快，供应下行超预期；需求端对比近 5 年的平均值，三季度表需环比二季度同比变化由增转减，深加工订单同比降幅走阔，弱预期+弱现实背景下，传统季节性补库行情没有出现，中下游持货意愿整体不强。利润估值层面，截至三季度末，玻璃行业进入整体亏损。

四季度基本面展望：冷修和投产计划来看，玻璃供应压力环比预期回落；需求端，按照年产需-3%的预期来看，年内或在冷修带动下或出现玻璃供需敞口收窄。但 9 月末释放的政策利好信息需要关注落地。

估值逻辑来看，四季度现货预计仍在底部区间，现货价格在行业亏损范围内波动，但进一步下破空间有限。期价来看，三季度期价消化行业弱预期，低估值下预期对利多扰动敏感，但现实供需好转带来的价格强预期尚未出现。节奏上来看需要关注政策预期释放以及实际落地之间的空窗期，10 月中下旬市场或回归弱现实逻辑。四季度交易操作来看，单边偏震荡看，估值区间预期 900-1450。跨月交易来看，政策预期落地前，仍可关注近月-远月反套机会。

关注风险点：1. 利润恶化玻璃产线冷修超预期；2. 地产政策超预期；3 宏观情

绪扰动。

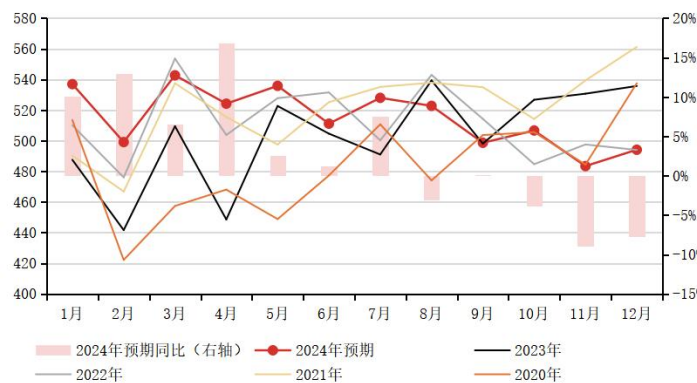
图表 25：玻璃供需平衡表推算

| 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 | 498.64 | 506.66 | 483.42 | 494.11 |
| 同比 | 9.47% | 13.08% | 10.58% | 8.93% | 6.38% | 3.96% | 1.93% | 0.61% | -1.91% | -4.50% | -6.51% | -7.70% |
| 月产量累计 | 536.94 | 1036.05 | 1578.75 | 2102.93 | 2638.75 | 3149.88 | 3677.85 | 4200.60 | 4699.24 | 5205.90 | 5689.32 | 6183.43 |
| 累计同比 | 9.47% | 11.18% | 10.97% | 10.46% | 9.60% | 8.65% | 7.63% | 6.70% | 5.72% | 4.63% | 3.58% | 2.58% |
| 表需预测 | 536.02 | 377.82 | 493.31 | 551.32 | 544.27 | 498.51 | 494.60 | 511.97 | 490.00 | 505.00 | 490.00 | 500.00 |
| 库存变动 | 0.92 | 121.30 | 49.39 | -27.15 | -8.45 | 12.62 | 33.38 | 10.78 | 8.64 | 1.66 | -6.58 | -5.89 |
| 上游库存推算 | 161.51 | 282.80 | 332.19 | 305.04 | 296.60 | 309.22 | 342.59 | 353.37 | 362.01 | 363.68 | 357.10 | 351.21 |
| 2023 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 | 487.52 | 441.63 | 509.43 | 448.58 | 522.67 | 504.60 | 491.01 | 539.34 | 498.09 | 526.74 | 530.69 | 535.71 |
| 月产量累计 | 487.52 | 929.15 | 1438.58 | 1887.16 | 2409.83 | 2914.43 | 3405.44 | 3944.78 | 4442.86 | 4969.61 | 5500.30 | 6036.01 |
| 累计同比 | -4.41% | -5.77% | -6.57% | -7.65% | -6.28% | -6.07% | -5.48% | -4.85% | -4.66% | -3.41% | -2.52% | -1.63% |
| 上游库存 | 377.83 | 409.59 | 321.38 | 228.05 | 272.88 | 278.70 | 232.33 | 225.50 | 208.23 | 205.03 | 184.82 | 183.00 |
| 表需 | 435.79 | 409.87 | 597.64 | 541.91 | 477.84 | 498.78 | 537.38 | 546.17 | 515.36 | 529.94 | 550.90 | 537.53 |
| 近 5 年平均 | 462.71 | 358.92 | 485.11 | 503.11 | 539.70 | 490.93 | 527.68 | 533.40 | 485.06 | 512.14 | 511.22 | 530.66 |

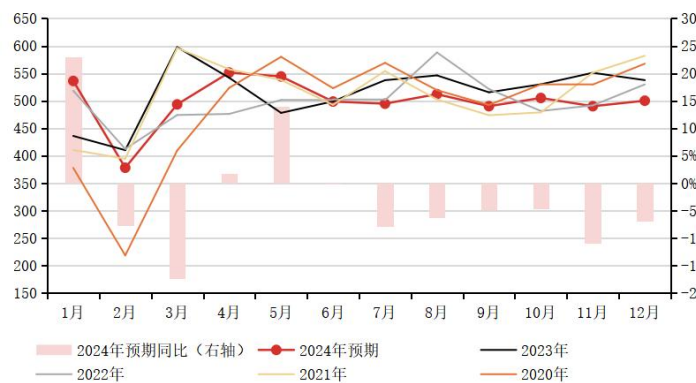
假设调整：

1. 基于目前产线变动计划，调整后续供应；
2. ，下修下半年表需预期。

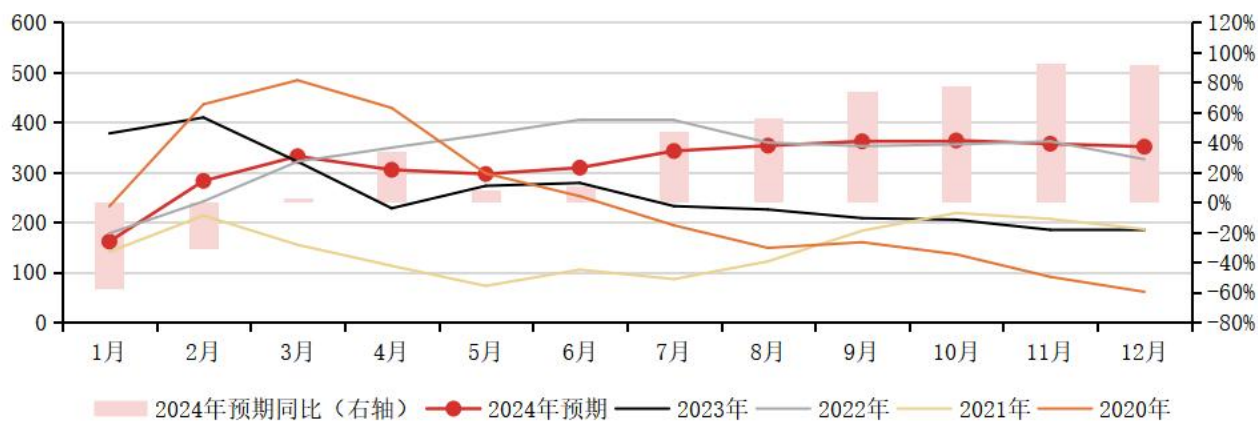
图表 26：玻璃 2024 年供应推演



图表 27：玻璃 2024 年表需推演



图表 28：玻璃 2024 年上游库存推演



数据来源：国联期货研究所

二、纯碱 2024 年四季度策略报告

2.1 纯碱三季度回顾：行业进入局部亏损

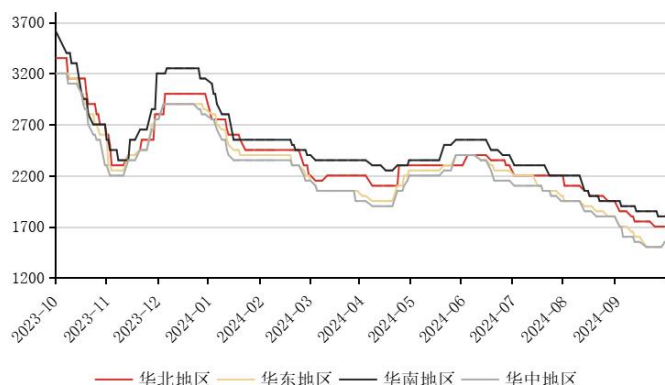
三季度，纯碱价格在纯碱供需持续恶化，产业链利润恶化以及预期偏弱使得现货价格持续阴跌。截至 9 月 30 日，沙河重碱低端价格 1450 元/吨，环比月初下降 100 元/吨；环比 7 月初下行 600 元/吨；纯碱加权合约期价收盘 1713 元/吨，月环+7.00%，季环比-17.64%。

三季度整体来看纯碱供需关系持续恶化。夏季检修季产能有下滑，但需求端浮法玻璃和光伏玻璃冷修导致需求回落更甚，上游库存压力持续增加，现货持续调降，中下游持货意愿不高。9 月下旬，宏观利好释放带动期价上行，库存向中游转移。

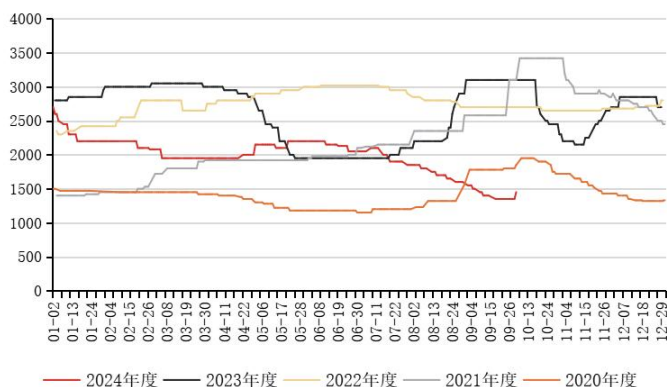
图表 29：2024 年纯碱期现价格走势（元/吨）



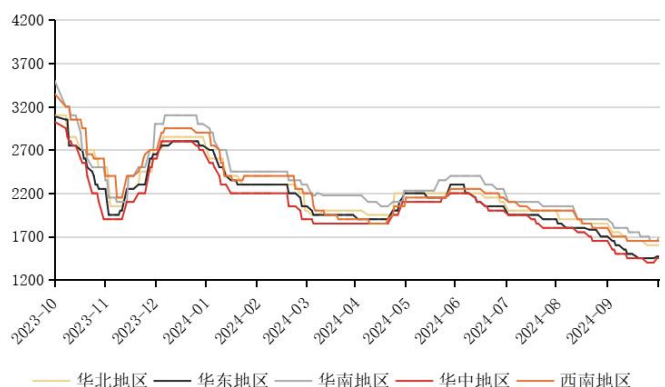
图表 30：分地区重碱市场主流价（元/吨）



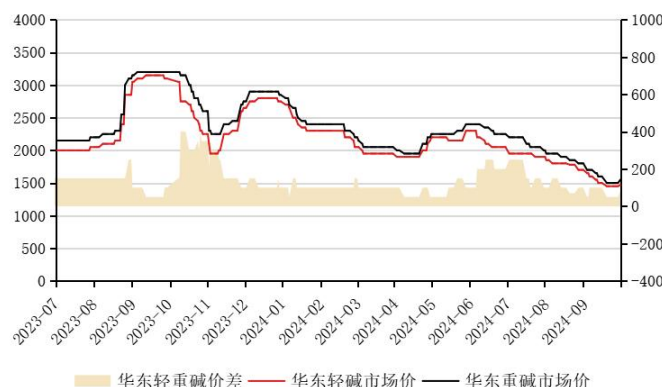
图表 31：沙河重碱市场低端价（元/吨）



图表 32：分地区轻碱市场主流价（元/吨）



图表 33：华东地区轻重碱价差（元/吨）

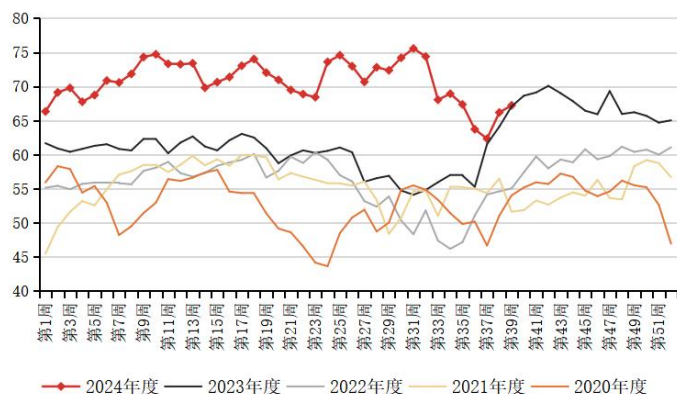


数据来源：隆众资讯，国联期货研究所

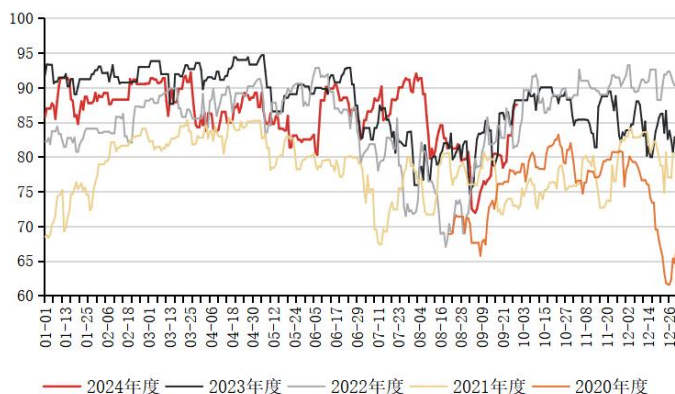
供应端，三季度供应端环比二季度回落但同比增量显著。纯碱同月比增量主要来自于新增产能落地，而环比减量主要归因于检修导致的负荷下行以及海外进口碱的减量。三季度，除部分碱厂计划内年检落地，个别碱厂在现价阴跌导致生产亏损以及库存压力较大等因素下，开工负荷主动下调。进口方面三季度随着国内碱价持续松动，进口利润窗口关闭，但前期进口单继续兑现，纯碱进口体量环比有所回落但体量依旧不低。截至 9 月 26 日，三季度纯碱产量约 915 万吨，同比+20.27%，其中重碱产量 543.10 万吨，同比+33.64%，轻碱产量 371.89 万吨，同比+4.95%，重质化率 59.36%，同比+5.94%；进口方面，7-8 月份进口纯碱 14.27 万吨。

利润层面，供需矛盾发酵推动库存持续上行，现货价格承压，截至 9 月底，联碱法、氨碱法边际产能都进入亏损阶段。截至 9 月末，卓创口径氨碱法制碱理论亏损 88 元/吨；联碱法制碱理论生产亏损 152 元/吨。

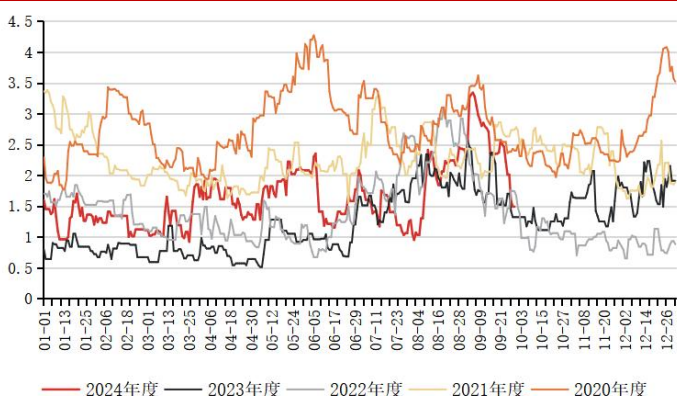
图表 34：纯碱周产量（万吨）



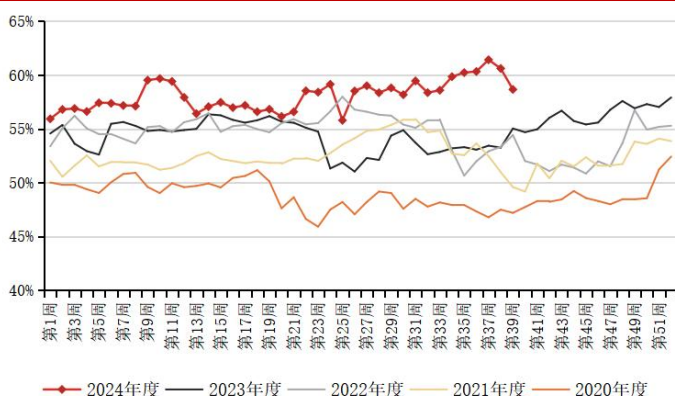
图表 35：碱厂开工率（%）



图表 36：纯碱周度损失量（万吨）



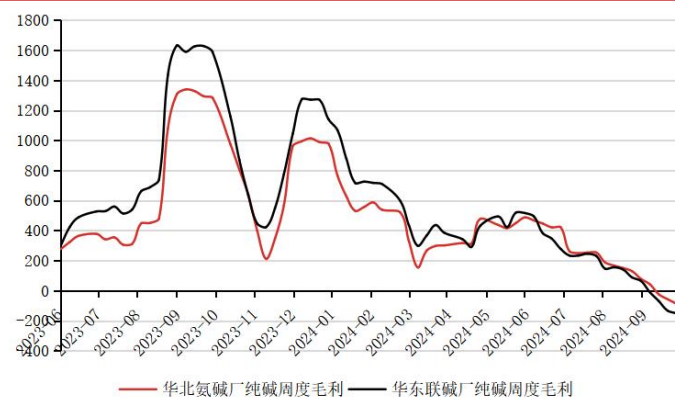
图表 37：纯碱重质化率（%）



图表 38：卓创：纯碱生产理论成本（元/吨）



图表 39：卓创：纯碱生产理论毛利（元/吨）



数据来源：隆众资讯，我的钢铁，国联期货研究所

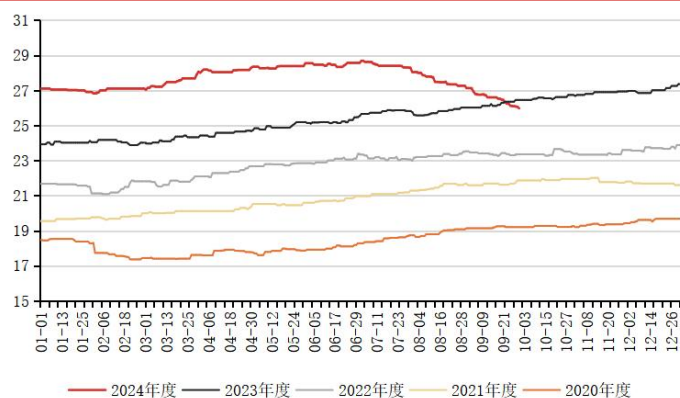
三季度纯碱表需环比二季度下行，单 9 月来看，重碱刚需回落，轻碱表需同环比

回落明显。截至 9 月底，纯碱周均表需 57.28 万吨，环比-11.79%，同比-3.19%；其中重碱周均表需 34.97 万吨，环比-8.54%，同比+6.20%；轻碱周均表需 23.32 万吨，环比-16.26%，同比-14.52%。重碱下游库存来看，三季度下游库存整体下行，重碱实际表需不及真实消耗。截至 9 月下旬，隆众口径下游样本玻璃厂纯碱库存天数 14.43 天，环比 7 月初减少 7.39 天，月环-1.2 天，同比+5.92 天。

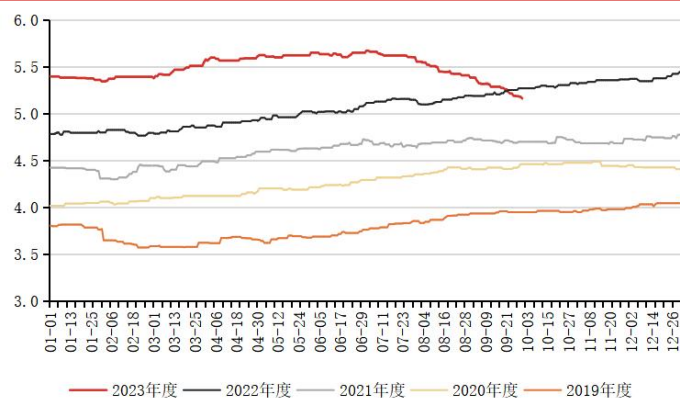
重碱端来看，三季度浮法玻璃、光伏玻璃冷修出清推动玻璃端重碱刚需快速回落。截至 9 月 30 日，玻璃端重碱刚需回落至低于 2023 年同期水平，浮法+光伏日消耗重碱约 5.18 万吨，环比月初-3.79，同比-1.70%。

轻碱端个别下游产业产量和开工来看，2024 年 8-9 月小苏打、碳酸锂和味精开工同环比回落。碳酸锂 9 月月均开工率约 63.73%，环比-2.20%，同比-2.28%；月味精月均开工率测算 85.3%，环比-0.6%，同比+7.0%；小苏打 9 月平均开工率 90.0%，环比-0.25%，同比-1.0%。另外轻碱-烧碱价差来看，三季度轻碱和烧碱价差持续走阔，9 月来看二者共同下游需求转移边际或无变化。

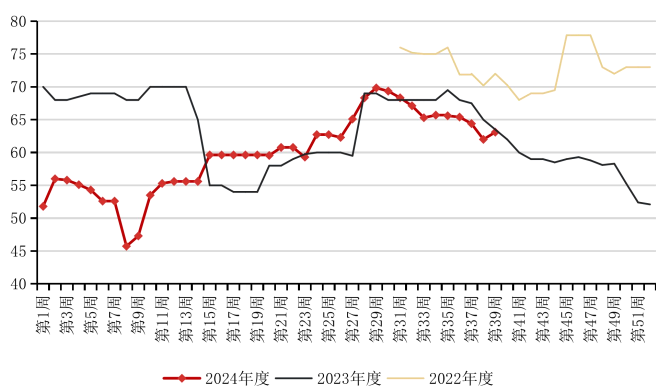
图表 40：浮法+光伏玻璃总日熔量（万吨）



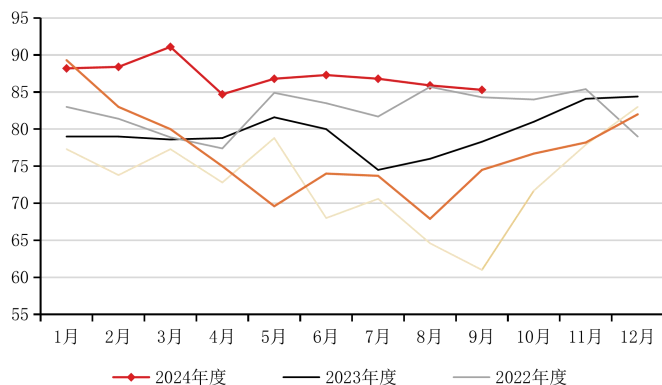
图表 41：浮法+光伏玻璃推测纯碱日耗量（万吨）



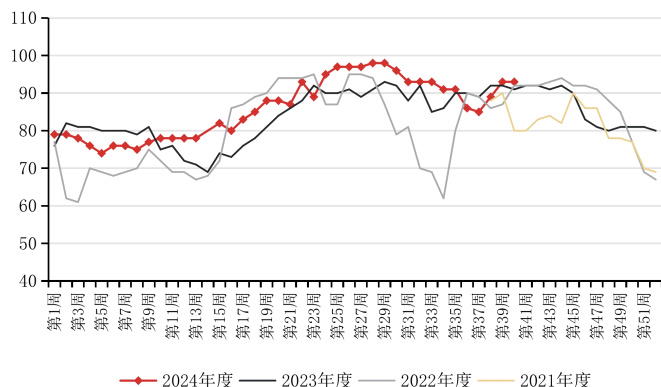
图表 42：碳酸锂开工率（%）



图表 43：味精开工率（%）



图表 44：卓创小苏打开工率（%）



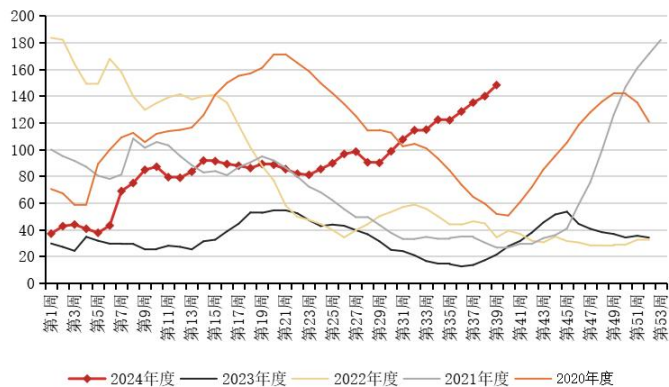
图表 45：华东轻碱-烧碱价差（元/吨）



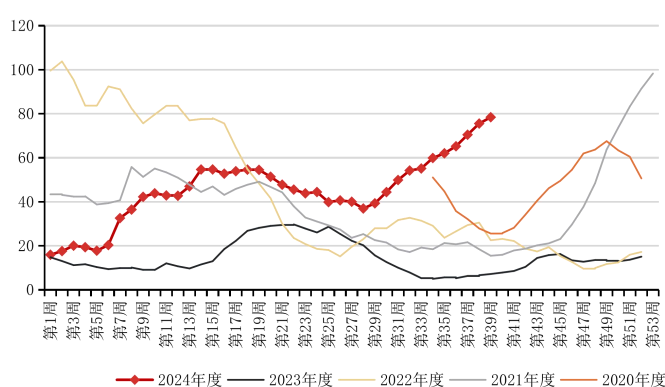
数据来源：隆众资讯，我的钢铁，国联期货

库存来看三季度纯碱供需矛盾积累，上游库存大幅积累至历史偏高水平。截至 9 月 30 日，纯碱厂库存 149.15 万吨，月环比+21.45%；其中重碱库存 79.08 万吨，环比 8 月底+26.54%；轻碱库存 70.07 万吨，月环比+16.18%。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/产量比都在历史较高水平。

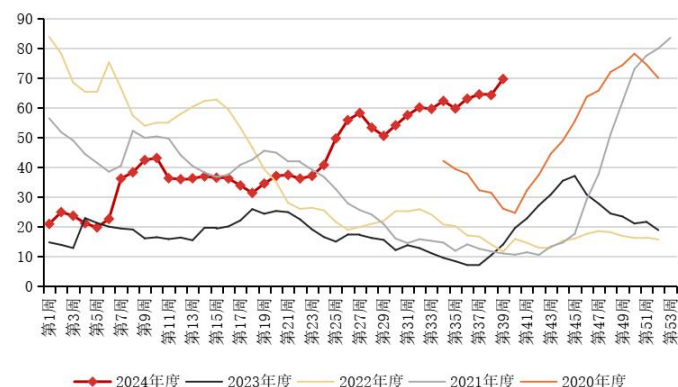
图表 46：碱厂总库存（万吨）



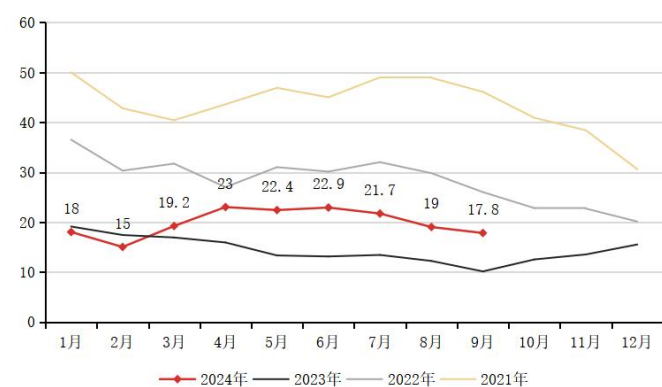
图表 47：碱厂重碱库存（万吨）



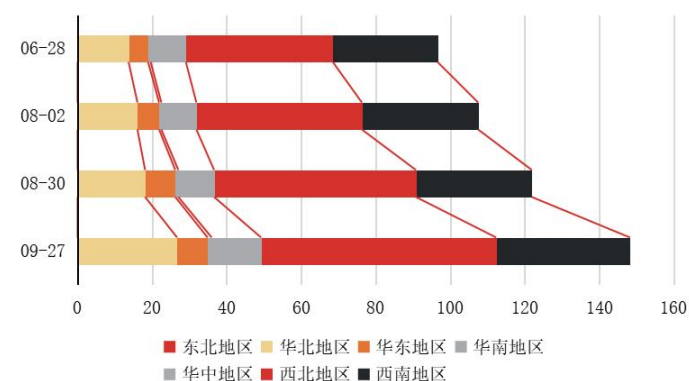
图表 48：碱厂轻碱库存（万吨）



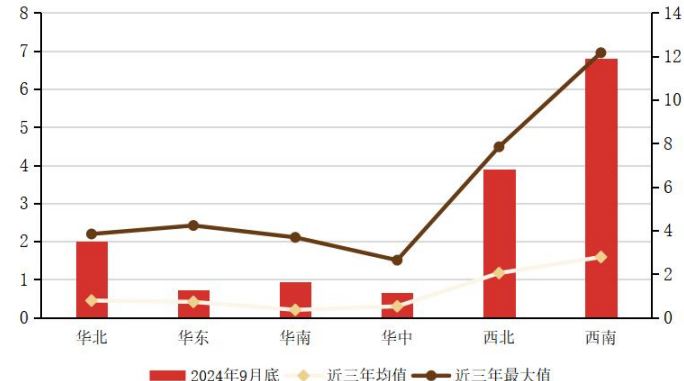
图表 49：卓创：样本浮法玻璃厂纯碱库存天数（天）



图表 50：分地区碱厂库存（万吨）



图表 51：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 纯碱四季度展望：弱供需下 关注库存流通

2.2.1 供应：开工波动增加 短期维持高位

从产能变动来看，纯碱供应仍有上行空间，但年内复盘来看新增落地不及预期。从产能新增投放来看，截至目前金山技改产线、远兴三四线落地，但此外德邦、阜丰以及中天新产线落地不及预期，四季度若新线成功投产，纯碱供应仍有上行空间。

利润和库存对开工的向下扰动加大。截至 9 月下旬，联碱法和氨碱法理论边际产能已经进入亏损，库存来看部分碱厂库存压力较大。现金流和库存压力下，碱厂或主动降负，四季度供应下行风险增加。

9 月末行情或延长碱厂维系高开工格局。9 月末宏观利好释放刺激期价上涨，投机性需求大量释放，上游挺价大量出货，使得碱厂短期资金流情况好转，库存压力去

化，产能过剩行业出清博弈下，去库回血或延续碱厂延续较高开工的时间。

图表 52：纯碱新产能投产一览表（更新至 2024 年 9 月底）

| 公司 | 产能 | 性质 | 工艺路线 | 投产时间 | 备注 |
|----------|-----|---------|------|-------------|-------|
| 湘渝盐化 | 10 | 新投产 | 联碱法 | 已投产 | |
| 江苏德邦 | 60 | 搬迁项目投产 | 联碱法 | 截至 9 月底未开工 | |
| 金山四期 | 50 | 技改扩产 | 联碱法 | 已投产 | |
| 天然碱塔木素一期 | 500 | 新投产 | 天然碱法 | 已投产 | |
| 中天集团 | 30 | | | 截至 9 月底未投产 | |
| 连云港碱业 | 110 | 搬迁，产能置换 | 联碱法 | 2024 年四季度投产 | |
| 阜丰集团 | 30 | 新投产 | 联碱法 | 截止 9 月底未落地 | 自用全轻碱 |

数据来源：隆众资讯，卓创资讯，我的钢铁，国联期货研究所

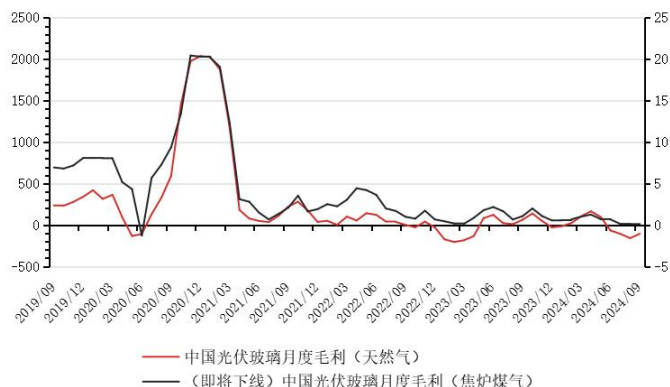
2.2.2 重碱需求：玻璃出清节奏延续

三季度回顾来看，浮法玻璃和光伏玻璃端供需矛盾积累，行业延续亏损，边际产能出清，对应重碱刚需下行。四季度预期来看，一方面浮法和光伏玻璃估值仍在较低水平，产线依旧有出清压力，重碱刚需有进一步下行的预期。另一方面，若浮法玻璃和光伏玻璃供需关系未来预期发生好转，产线冷修放缓或新点火推进，叠加低库存下的补库，或带动重碱弱需求预期边际好转。

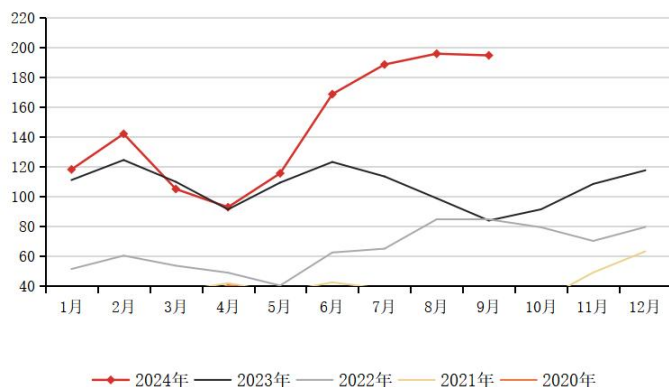
对于浮法玻璃而言，9 月末宏观政策带来利多预期，玻璃同纯碱一样，经历了盘面带动现价实现涨价，上游接单去库，现金流得到补充。叠加 9 月末反馈部分地区深加工订单出现好转，需要关注玻璃厂后续是否补库推动正反馈延续。

另光伏玻璃而言，三季度光伏玻璃冷修/堵窑口实现了光伏玻璃供需出现边际好转，9 月份上游库存止涨回跌，现货价格止跌。季节性来看，光伏终端装机旺季在年末，但表需高峰多出现在三季度，对应四季度光伏玻璃表需或有环比回落，光伏玻璃端要通过去库实现利润修复，或需要期待进一步冷修/堵窑口，或者下游光伏装机端出现需求利多。

图表 53：光伏玻璃理论生产利润（元/吨）



图表 54：光伏玻璃库存（万吨）

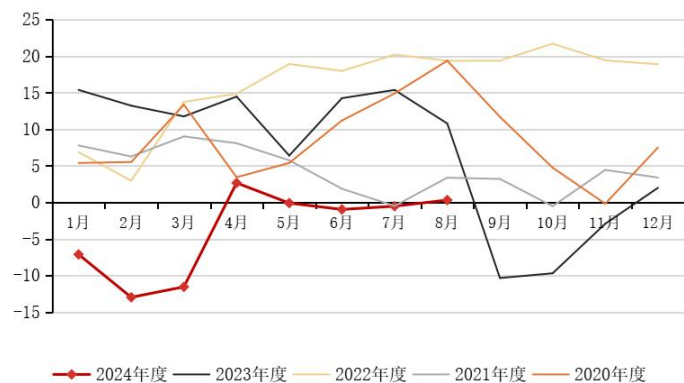


数据来源：隆众资讯，我的钢铁，国联期货

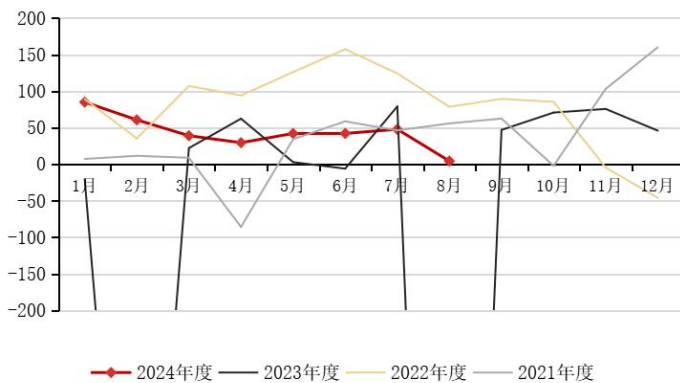
2.2.3 进出口：进出口成本波动大

三季度来看，我国纯碱边际上向传统净出口格局变化，但9月底看进出口仍有变数。国内纯碱价格阴跌而海外纯碱调价相对延迟，国内进口利润关闭，考虑进口订单周期在1-2个月，基于三季度进口利润窗口关闭，中下游进口意愿回落，四季度纯碱进口或回归往年体量较小的格局，但不排除个别下游长协进口订单仍会兑现。出口来看，9月上中旬，现货端反馈出口订单有环比好转，考虑海外订单周期较长，出口环比好转或在四季度更加明显。但9月末国内纯碱期现价格上抬，叠加人民币相对美元走强，二者皆不利于纯碱出口，考虑海外纯碱同样是供应过剩的格局，年内对纯碱净出口高度暂不做乐观预期。

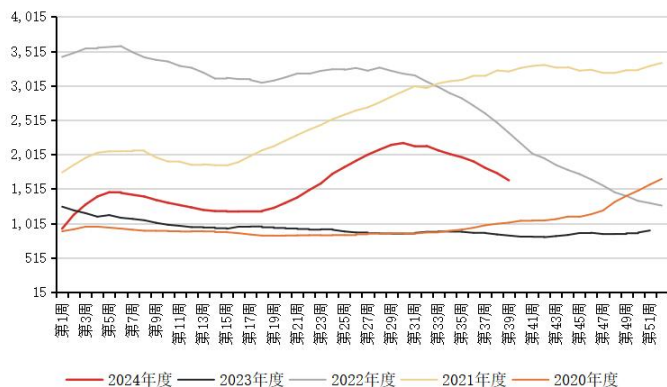
图表 55：纯碱净出口量（万吨）



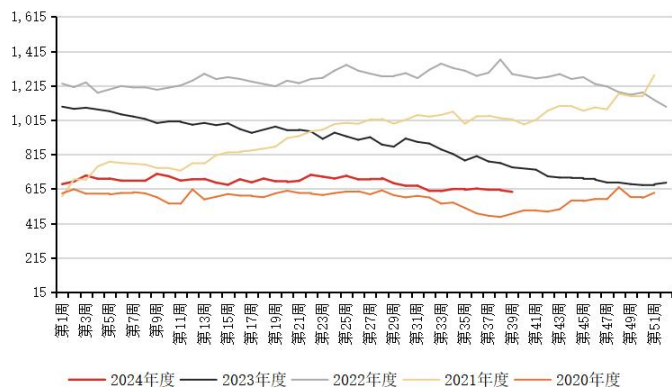
图表 56：纯碱进出口价差（出口-进口）（美元/吨）



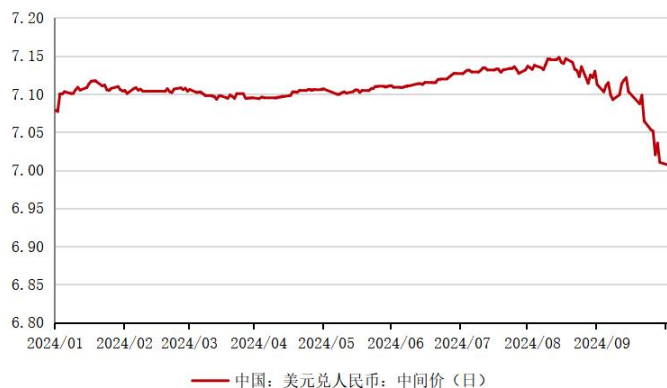
图表 57：中国出口集装箱运价指数



图表 58：中国进口集装箱运价指数：美东航线



图表 59：美元兑人民币



数据来源：隆众资讯，卓创资讯，我的钢铁，国联期货研究所

2.3 纯碱平衡表和策略展望

三季度纯碱基本面回顾，截至 9 月中旬，纯碱在检修季供应减量的同时，需求回落更甚，供需现实和预期持续恶化，上游压力快速积累，纯碱期现价格加速阴跌。9 月下旬，宏观利好释放，市场对经济预期回暖，期价抬升刺激中游投机性补库需求大量释放，纯碱产销好转现价挺涨，库存大幅向中游流动。

四季度平衡表推演来看，考虑 9 月底市场投机性补库行为回补了碱厂资金流且显著消化了碱厂库存压力，供四季度纯碱或延续较高的开工率。需求端，重碱方面浮法和压延玻璃产能仍然面临出清压力，对应重碱需求或持续回落；需求端轻碱季节性来看或有刚需支撑。整体来看纯碱产业链库存将持续积累。

估值方面来看，当前平衡表推演来看，四季度纯碱供需依旧延续弱势，估值仍有压力，产业链库存持续积累下，价格波动或主要受库存转移带动。9 月末看，投机性补库需求释放后，中游库存体量大幅上行，流动性充裕的背后是继续补库体量有限，

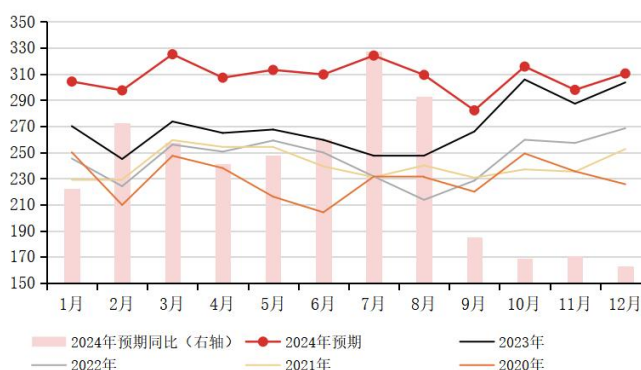
基本面来看纯碱期现价格进一步上抬需要下游真实/补库需求推进。若需求承接有限，中游库存压力或兑现 11、12 月份仓单压力。策略上来看，四季度纯碱预期仍背靠供应过剩的低估值，交易弱现实和强预期，期价或表现震荡，空间 1200-1800 元/吨。考虑库存压力兑现盘面以及需求验证，考虑 10 月中下旬下游需求检验后的沽空机会；以及年末对来年需求预期的博弈。

关注风险点：1. 浮法和光伏玻璃产量预期外好转；2. 供应端预期外减量；3. 下游释放补库需求超预期；4. 宏观因素扰动。

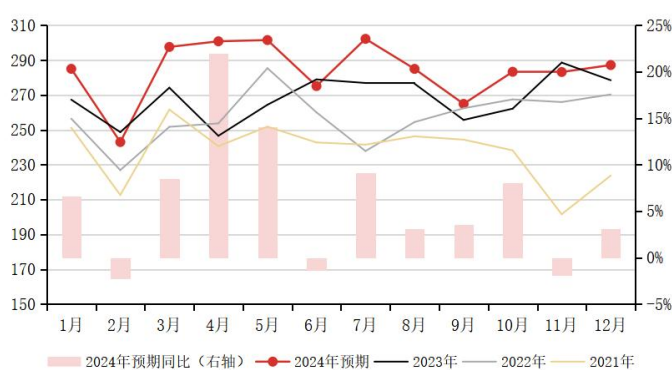
图表 60：纯碱 2024 年供需平衡表测算

| 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 |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 纯碱产量 | 304.20 | 297.44 | 325.12 | 307.17 | 313.11 | 309.63 | 324.11 | 309.42 | 282.15 | 315.70 | 297.84 | 310.37 |
| 重碱产量 | 172.94 | 171.97 | 189.62 | 173.75 | 178.33 | 179.71 | 190.63 | 183.32 | 169.43 | 181.23 | 168.36 | 172.95 |
| 浮法玻璃产量 | 536.94 | 499.11 | 542.70 | 524.18 | 535.83 | 513.36 | 527.11 | 522.75 | 498.98 | 506.66 | 483.42 | 494.11 |
| 光伏玻璃产量 | 301.36 | 286.46 | 309.54 | 319.79 | 342.79 | 343.24 | 354.18 | 331.66 | 307.06 | 300.82 | 291.11 | 300.82 |
| 玻璃重碱需求 | 167.00 | 156.38 | 172.24 | 168.69 | 175.88 | 170.09 | 172.46 | 57.65 | 52.40 | 54.15 | 52.40 | 54.15 |
| 重碱净进口 | 12.4 | 17.1 | 19.6 | 3.7 | 5.3 | 4.9 | 0.53 | -0.31 | -7.5 | -10 | -11.5 | -11.5 |
| 重碱表需 | 154.57 | 139.24 | 152.69 | 165.01 | 170.60 | 165.16 | 168.51 | 162.73 | 159.89 | 163.35 | 158.22 | 162.21 |
| 重碱供需差 | 18.37 | 32.73 | 36.93 | 10.42 | 7.78 | 14.55 | 22.12 | 20.59 | 9.55 | 17.88 | 10.15 | 10.74 |
| 轻碱产量 | 131.26 | 125.47 | 135.50 | 133.42 | 134.78 | 129.92 | 133.48 | 125.98 | 112.72 | 134.47 | 129.47 | 137.42 |
| 轻碱表需 | 130.48 | 103.77 | 144.93 | 135.84 | 130.97 | 110.00 | 133.75 | 122.29 | 105.03 | 120.00 | 125.00 | 125.00 |
| 轻碱供需差 | 0.78 | 21.70 | -9.43 | -4.10 | 3.76 | 19.92 | -0.27 | 3.69 | 7.69 | 14.47 | 4.47 | 12.42 |
| 纯碱供需差 | 19.15 | 54.43 | 27.50 | 6.32 | 11.54 | 34.47 | 21.85 | 24.28 | 17.24 | 32.35 | 14.62 | 23.16 |

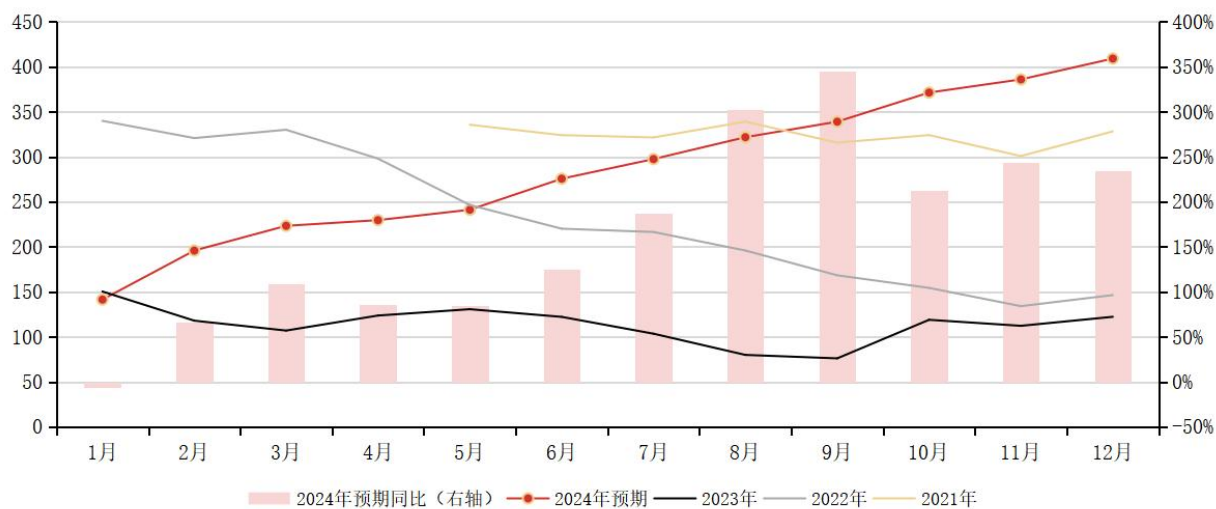
图表 61：纯碱 2024 年供应推演



图表 62：纯碱 2024 年表需推演



图表 63：纯碱 2024 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