

2025 年玻璃纯碱年度策略报告

2024 年 11 月 29 日

国联期货

玻璃：等待估值修复机会

纯碱：验证估值下行边际

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：

供需情况来看，2024 年玻璃经历了供应过剩，产业链库存积累，玻璃生产利润承压下行后转亏，冷修出清外加需求季节性好转推动基本面边际好转的演绎。截至年底，玻璃处于低供应、低利润、中低库存的行业情势，需求处于淡季而市场对来年需求预期仍不乐观，供需端缺乏动力推动玻璃价格彻底走出亏损区间。

玻璃供需预期来看，2025 年会是供需双减，寻找估值向上驱动的一年。供应端，2025 年在 2024 年大幅冷修后的低基数基础上，总量预期同比下行，但低供应同样给玻璃带来了需求阶段性好转后估值修复的机会。需求端，2025 年新开工推动竣工需求大势继续下行，但房地产“止跌企稳”的大背景下，二手房需求持续强势、投机性购房需求修复，或能对冲地产端玻璃需求下行。另外在美国加关税的背景下，2025 年玻璃下游终端产品出口或有回落，但“两新”政策下仍看好汽车和家电的产量。从平衡表推演来看，2025 年玻璃供需双减背景下，库存来看可以关注二季度需求验证以及玻璃传统旺季带来的供需错配机会。

估值层面来看，玻璃价格上行空间的限制，归根是由于地产链盈利水平不高，资金情况不理想，2024 年产业链上下游利润枯竭。在地产“止跌企稳”的大政策方向上，地产资金情况好转需要时间验证，证实之前玻璃现货价格上行空间相对有限，玻璃厂可以关注阶段性基差走弱带来的套保机会。

关注风险点：1. 地产政策落地超预期；2. 成本端纯碱扰动；3 宏观政策扰动。

➤ 纯碱：

回顾 2024 年基本面，纯碱从供应紧缺格局转为供应过剩，上游行业库存大幅积累近历史峰值，生产由盈转亏，行业竞争格局加剧。截至 2024 年 11 月，纯碱行业处于高供应、高库存、低估值的行业格局。2024 年四季度，伴随中下游补库

带动的阶段性需求好转，碱厂开工下调稳价，现货交割主流地区送到价格稳在1450-1500 元/吨。

2025 年推演来看，供应端，新产能的投放将继续抬高纯碱供应上限，而供应压力下，碱厂或主动下调开工应对订单和现金流压力，春节后或能看到高库存压力下碱厂春检推动去库。需求端，下游轻碱需求预期持续增长，重碱端浮法玻璃和光伏玻璃通过供应出清推动行业基本面扭转仍需时日，玻璃产量止跌回暖或出现在二季度。另外出口方面，预期 2025 年我国纯碱延续 2024 年四季度格局，但考虑海内外都在供应扩张周期，进出口对于纯碱供应过剩矛盾的边际消化力度，同比推测不及 2022 年。

平衡表推演来看，纯碱 2025 年库存压力大势上行，高供应如何消化仍是行业需要面临的核心问题。春夏季检修，以及下半年玻璃带来的重碱刚需回升或带来纯碱低估值下交易边际供需好转的机会。另外，轻重碱细分看 2025 年轻碱供需矛盾相比重碱预期较小，纯碱仍有轻碱下游阶段性补库带动碱价企稳的风险，已经重质化率进一步下行消化重碱供需矛盾的空间。

策略来看，目前从供需角度看，纯碱 2025 年估值上行驱动和空间都比较有限，价格上行空间一方面需要看到供需有阶段性好转，另一方面也需要关注终端下游房地产和光伏产业利润和资金好转。在亏损推动行业开工下行的逻辑下，纯碱价格的下边际验证需要关注库存矛盾爆发时对应的亏损水平，预期矛盾会在上半年爆发，纯碱期价前低或能会得到二次检验。

另外玻碱价差来看，2024 年面临同样的供应过剩困局，玻璃先一步纯碱进入产能出清节奏，带来走空玻碱价差的机会。若 2025 年纯碱通过降负改善基本面供需矛盾，而玻璃受限于需求估值难有起色，或有多纯碱空玻璃的机会

关注风险点：1. 浮法和光伏玻璃产量预期外好转；2. 环保等因素限制供应；3. 出口体量超预期；4. 宏观因素扰动。

目录

图表目录	2
一、 玻璃 2025 年年度策略报告	1
1.1 玻璃 2024 年回顾：供应过剩矛盾起又落	1
1.2 玻璃 2025 年展望：等待估值修复机会	7
1.2.1 玻璃需求：地产仍是拖累 “两新” 政策或延续发力	7
1.2.2 玻璃估值：需求下行限制估值高度 机会在阶段性错配	10
1.2.3 玻璃供应：同比下行但降幅逐步收窄	10
1.3 玻璃平衡表和策略展望	11
二、 纯碱 2025 年年度策略报告	14
2.1 纯碱 2024 年回顾：高估值回吐 过剩矛盾积累	14
2.2 纯碱 2025 年展望：验证估值下行边际	20
2.2.1 供应：产能扩张周期延续 开工下行风险大	20
2.2.2 需求：光伏玻璃期待估值修复	21
2.2.3 进出口：净出口格局下 关注海外新兴经济体需求	22
2.3 纯碱平衡表和策略展望	24
免责声明	27
联系方式	27

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)	3
图表 5: 浮法玻璃日运行产能 (吨)	3
图表 6: 隆众: 玻璃周度表需 (吨)	4
图表 7: 房地产竣工面积及同比 (万平方米, %)	4
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: 深加工订单天数和原片库存天数 (天)	4
图表 11: 30 大中城市商品房成交面积 (7DMA)	4
图表 12: 房地产开发资金累计 (亿元)	5
图表 13: 房地产投资资金分项同比 (%)	5
图表 14: 产业在线: 三大白电实际产量 (万台)	5
图表 15: 中汽协: 汽车产量及同比 (万辆, %)	5
图表 16: 玻璃企业总库存季节性分析 (万重量箱)	6
图表 17: 样本深加工企业原片库存天数 (天)	6
图表 18: 沙河地区浮法玻璃社会库存 (万重量箱)	6
图表 19: 华中地区玻璃库存 (万重量箱)	6
图表 20: 华北地区玻璃库存 (万重量箱)	6
图表 21: 华南地区玻璃库存 (万重量箱)	6
图表 22: 华东地区玻璃库存 (万重量箱)	7
图表 23: 房地产竣工、施工和新开工面积, 及玻璃表虚 (万平方米, 万吨)	8
图表 24: 期房/现房销售面积及期房占比 (万平方米, %)	8
图表 25: 一线城市新房/二手房成交 (万平方米, %)	8
图表 26: 消费“以旧换新”政策成果梳理	9
图表 27: 玻璃产线变动计划表 (更新至 2024 年 11 月底)	11
图表 28: 玻璃供需平衡表推算	12
图表 29: 玻璃 2025 年供应推演	13
图表 30: 玻璃 2025 年表需推演	13
图表 31: 玻璃 2025 年上游库存推演	13
图表 32: 2024 年纯碱期现价格走势 (元/吨)	14
图表 33: 分地区重碱市场主流价 (元/吨)	15
图表 34: 沙河重碱市场低端价 (元/吨)	15
图表 35: 分地区轻碱市场主流价 (元/吨)	15
图表 36: 华东地区轻重碱价差 (元/吨)	15
图表 37: 纯碱周产量 (万吨)	16
图表 38: 碱厂开工率 (%)	16
图表 39: 纯碱周度损失量 (万吨)	16
图表 40: 纯碱重质化率 (%)	16

图表 41: 卓创: 纯碱生产理论成本 (元/吨)	17
图表 42: 卓创: 纯碱生产理论毛利 (元/吨)	17
图表 43: 浮法+光伏玻璃总日熔量 (万吨)	17
图表 44: 浮法+光伏玻璃推测纯碱日耗量 (万吨)	17
图表 45: 碳酸锂产量及同比 (万吨, %)	18
图表 46: 味精开工率 (%)	18
图表 47: 卓创小苏打开工率 (%)	18
图表 48: 华东轻碱-烧碱价差 (元/吨)	18
图表 49: 碱厂总库存 (万吨)	19
图表 50: 碱厂重碱库存 (万吨)	19
图表 51: 碱厂轻碱库存 (万吨)	19
图表 52: 卓创: 样本浮法玻璃厂纯碱库存天数 (天)	19
图表 53: 分地区碱厂库存 (万吨)	19
图表 54: 分地区碱厂库存压力 (库存/周产量)	19
图表 55: 纯碱新产能投产一览表 (更新至 2024 年 11 月底)	20
图表 56: 光伏玻璃理论生产利润 (元/吨)	21
图表 57: 样本光伏玻璃厂库存天数 (天)	21
图表 58: 光伏玻璃需求测算	21
图表 59: 纯碱净出口量 (万吨)	22
图表 60: 纯碱进出口价差 (出口-进口) (美元/吨)	22
图表 61: 中国出口集装箱运价指数	22
图表 62: 中国进口集装箱运价指数: 美东航线	22
图表 63: 美元兑人民币	23
图表 64: 各地区人均年耗碱 (千克/年)	23
图表 65: 纯碱 2025 年供需平衡表测算	25
图表 66: 纯碱 2025 年供应推演	25
图表 67: 纯碱 2025 年表需推演	25
图表 68: 纯碱 2025 年库存推演	26

一、玻璃 2025 年年度策略报告

1.1 玻璃 2024 年回顾：供应过剩矛盾起又落

2024 年，玻璃的大矛盾在于供应过剩，年中产业链累库、高利润回吐，行业在进入大范围亏损之后进入规模出清，从而推动估值企稳修复。

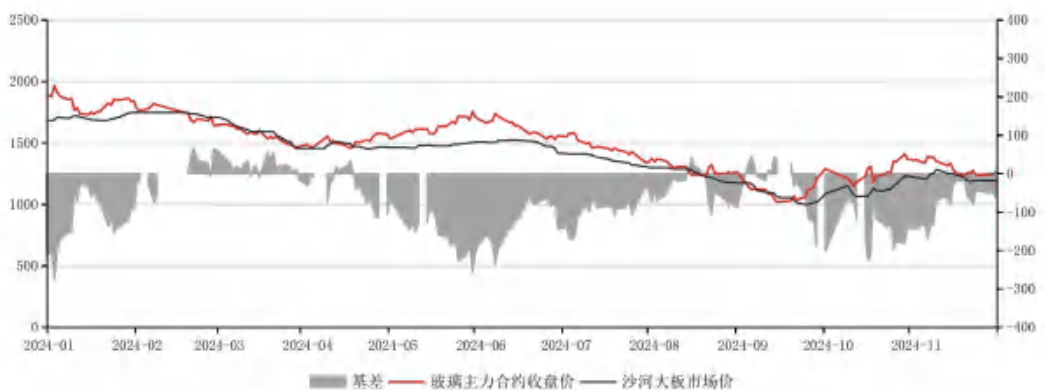
春节后至 3 月底，玻璃供应过剩矛盾发酵，上游持续累库，现货大幅降价。4 月-5 月底，宏观氛围好转外加需求在竣工支撑下好转，玻璃期现价格止跌反弹。但下游资金依旧紧张，玻璃下游深加工利润受限对原片玻璃高价接受不力，现货强度不及期货，玻璃基差走弱。

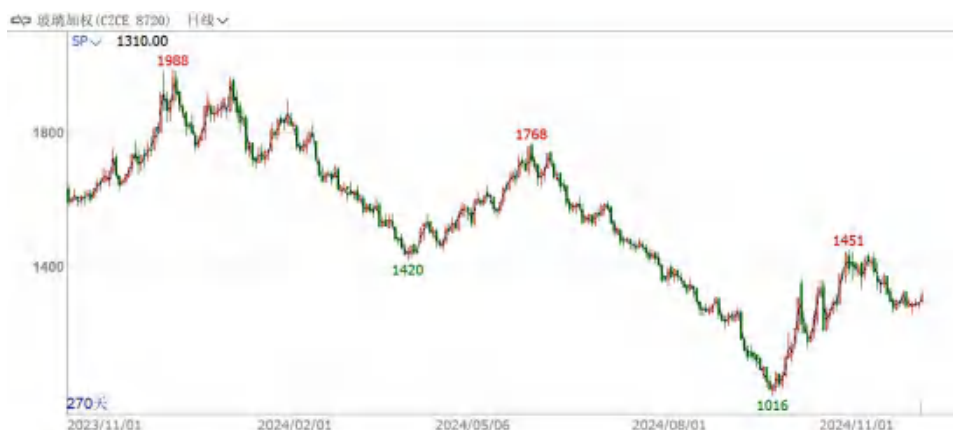
6 月开始至 9 月中旬，玻璃深加工反馈订单不理想，叠加行业对后市需求预期悲观，中下游各环节持货意愿不高，传统季节性补库延迟且缩量。需求缩水加剧玻璃供应过剩矛盾，上游持续累库下，玻璃估值持续承压下行。弱现实+弱预期下，玻璃厂加速冷修推进。

截至 9 月下旬，玻璃供应冷修至近年同期低位，在宏观转向以及需求好转带动下，玻璃供需矛盾得到边际消化，期现价格低位回升。截至 11 月底，玻璃从年初高供应+高估值的行业格局进入低供应+低估值+中等库存的行业格局。

价格方面，年内玻璃现货价格大势下行，9 月底玻璃厂冷修加码以及需求季节性好转带动玻璃价格止跌企稳。截止 11 月 29 日，沙河大板交割品均价 1281.0 元/吨，环比年初 1799 元/吨下降 518 元/吨；文华玻璃加权截止 11 月 29 日收盘 1315 元/吨，环比年初下降 584 元/吨，30.75-%。

图表 1：2024 年玻璃期现价格走势（元/吨）



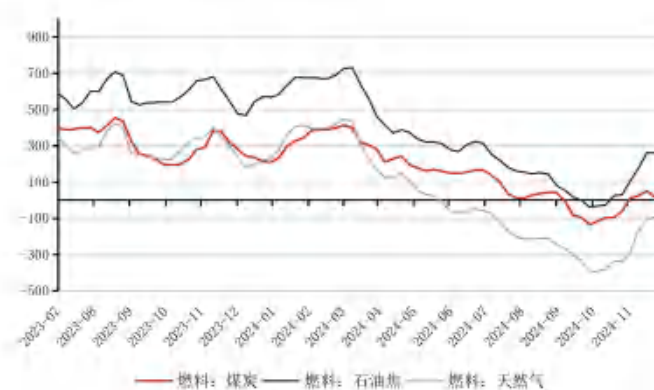
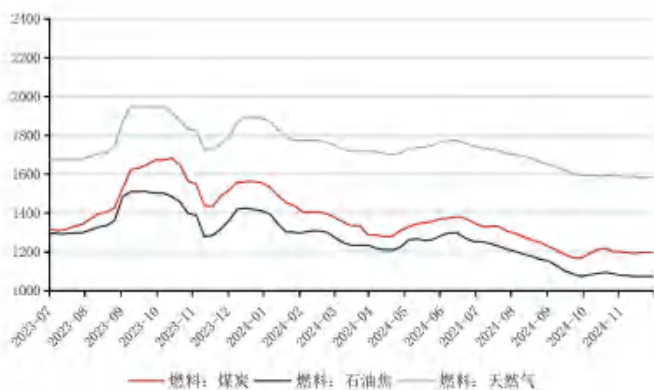


数据来源：文华财经，隆众资讯，我的钢铁，国联期货研究所

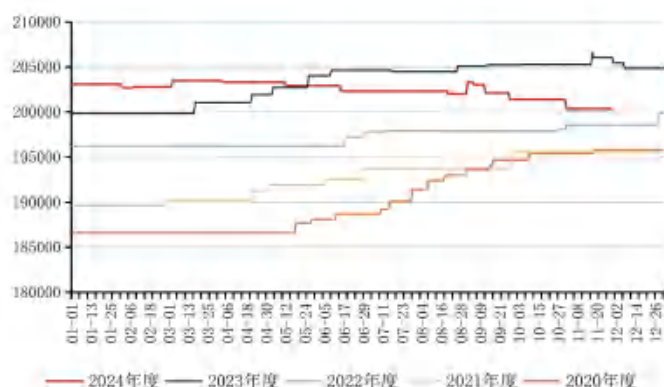
供应方面，2024 年玻璃供应高位回落。上半年，在行业库存积累的背景下玻璃利润承压下行，至年中开启行业亏损格局，玻璃厂冷修推进。10 月份开始，供需矛盾边际缓解，玻璃行业利润触底反弹，部分新建/复产产线点火。1 至 11 月底，玻璃年内冷修产线 47 条，合计日产量 3.158 万吨；点火 20 条产线，合计日产量 1.705 万吨；玻璃日产量从年初 17.35 万吨下行至 15.90 万吨，环比-8.36%。玻璃 1-11 月产量合计 5672.95 万吨，同比+3.28%。据卓创资讯数据，截至 11 月末，管道气玻璃产线营业处于亏损，动力煤玻璃产线微利、石油焦玻璃产线营业有利润。

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，2024 年玻璃表需呈现同比小幅回落。截至 11 月底，根据隆众口径测算，玻璃表需 5591.68 万吨，同比-0.75%。

回顾 2024 年，地产竣工进入下行周期，资金仍是需求掣肘。新开工周期以及存量施工面积来看，2021 年开始我国房地产新开工和施工面积开始环比回落，周期传导至 2024 年我国竣工和玻璃表需进入缩量周期。上半年，随着保交楼存量项目进入尾声，新开工和施工存量下行周期兑现玻璃下游深加工订单同比降幅明显。2024 年地产竣工端表现同比依旧优于新开工和施工，对应玻璃表需表现不弱。1-10 月，我国房地产开发企业累计房屋施工面积 72.07 亿平方米，同比-12.4%，同比降幅环比年初扩大；累计新开工面积 6.12 亿平方米，同比-22.6%；1-10 月我国累计竣工 4.20 亿平方米，同比-23.9%。

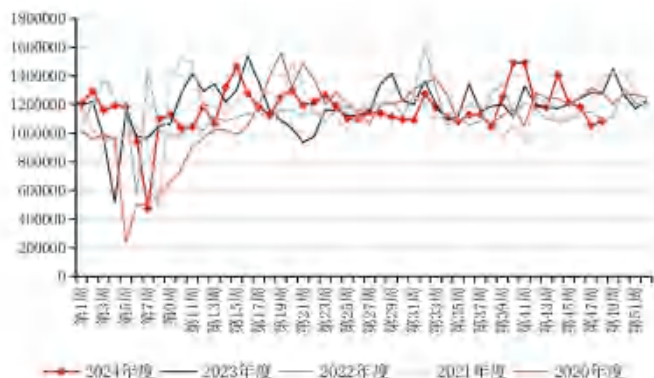
下行周期中，房企资金紧张的问题依旧没有解决，10 月份累计房地产开发资金 8.28 万亿元，同比-19.65%，同比降幅在 2024 年逐渐收窄，资金对于终端释放玻璃需求的限制依旧存在。

地产消费向二手房偏移，家装表现订单好于工程单。年内地产处于探底阶段，市场对于新房（尤其是）的交付和竣工仍有忧虑，今年二手房市场依旧活跃，对应玻璃家装单需求相对工程单需求强势。从大小板价差来看，今年沙河大小板价差整年低于近三年水平。

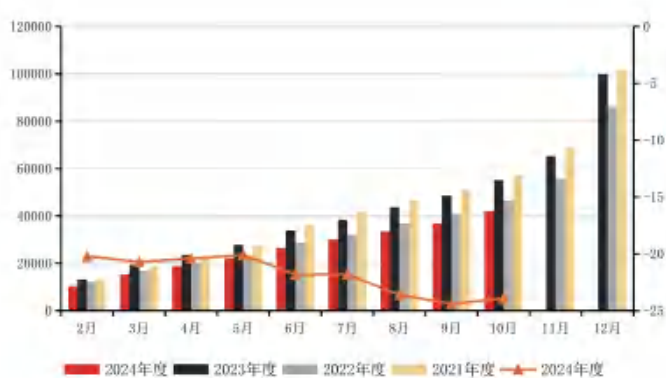
政策发力刺激需求释放。9 月 26 日，中共中央政治局会议强调，要促进房地产市场止跌回稳，四季度政策发力主要在松绑消费，推动竣工以及消化存量。政策加持下，四季度地产新房消费好转，深加工订单环比回升，四季度玻璃需求表现乐观。

汽车和白电带来玻璃需求增量。2024 年，汽车及家电等品类在“以旧换新”等消费刺激政策下，需求好转带动排产同比有增，对应玻璃需求有增量。1-10 月全国汽车产量 2445.933 万辆，同比+2.11%。家电方面，产业在线数据显示，2024 年 1-10 月份三大白电合计排产量 3.21 亿台，同比+13.65%。

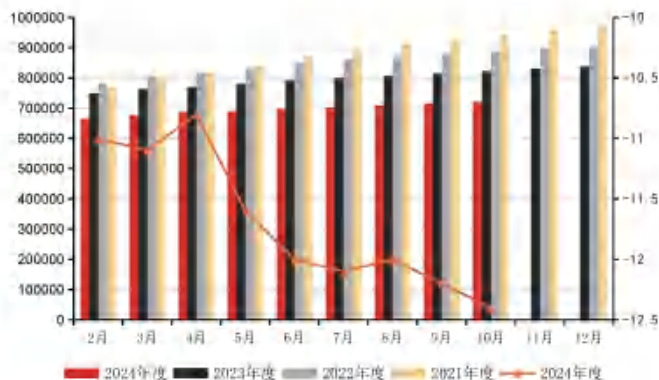
图表 6：隆众：玻璃周度表需（吨）



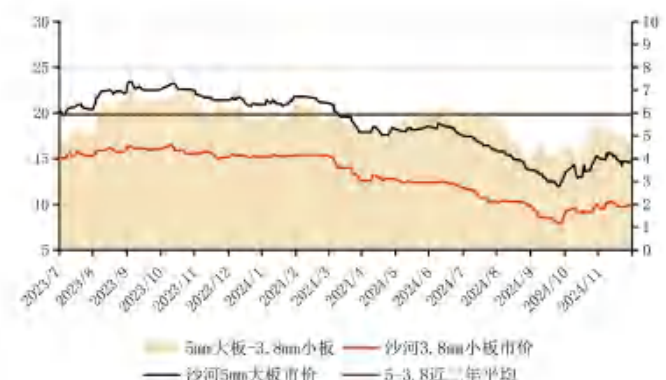
图表 7：房地产竣工面积及同比（万平方米，%）



图表 8：房地产施工面积及同比（万平方米，%）



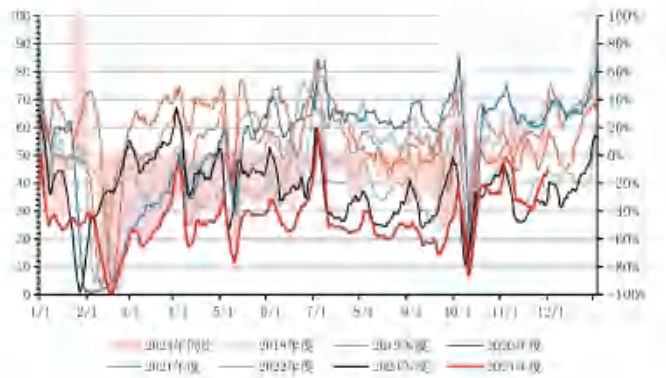
图表 9：沙河 5mm 大板和 3.8mm 小板价差(元/平方米)



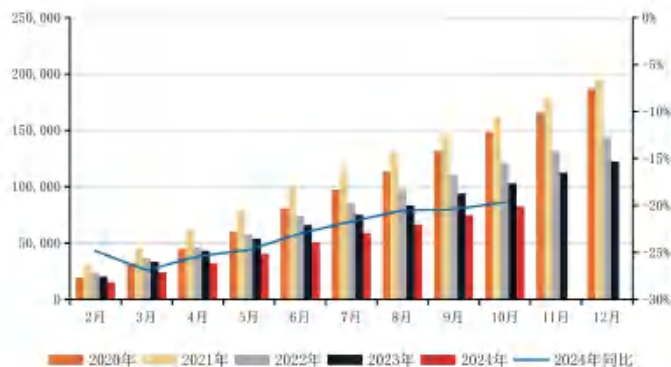
图表 10：深加工订单天数和原片库存天数（天）



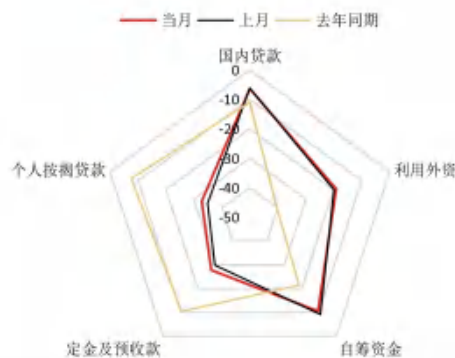
图表 11：30 大中城市商品房成交面积（7DMA）



图表 12：房地产开发资金累计（亿元）



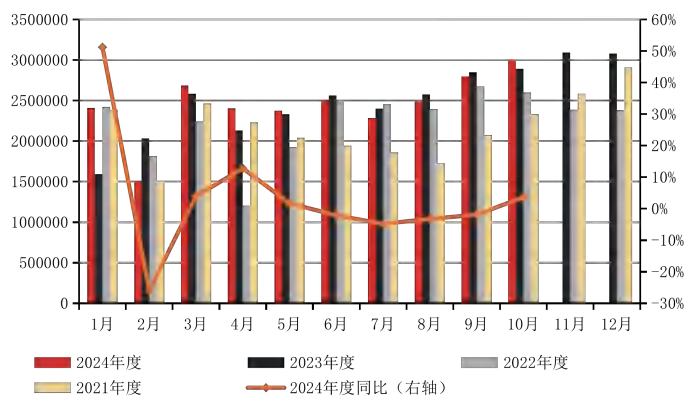
图表 13：房地产投资资金分项同比（%）



图表 14：产业在线：三大白电实际产量（万台）



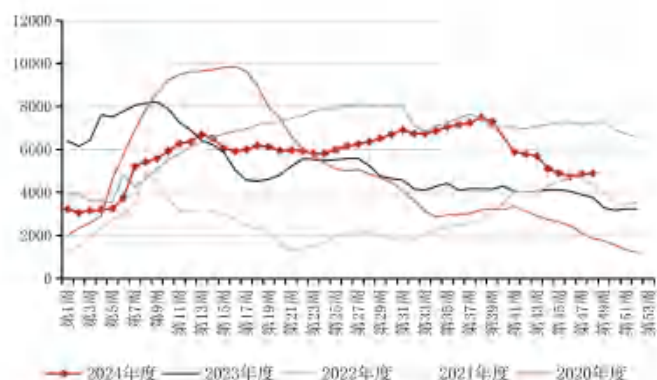
图表 15：中汽协：汽车产量及同比（万辆，%）



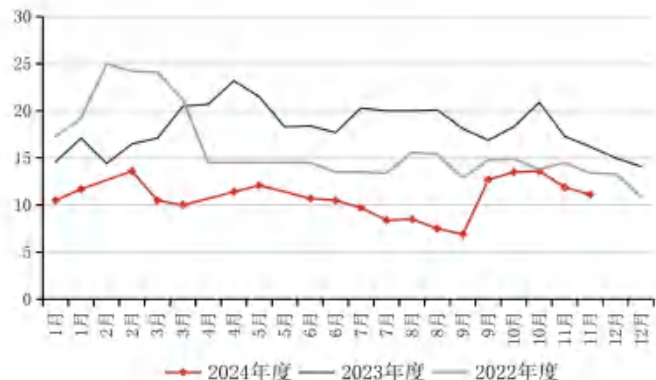
数据来源：隆众资讯，我的钢铁，国联期货研究所

从库存水平和结构回顾供需关系，春节后截至9月底，浮法玻璃供需关系整体呈现持续恶化，9月底后供需关系呈现阶段性改善。截至11月28日，浮法玻璃厂家总库存4901.7万重量箱，环比年初+51.97%，同比+30.02%。从产业链库存结构来看，截至11月底，玻璃上游库存位于历史中等偏高水平，主产销地区中仅华北地区库存处于低位，其余地区上游玻璃厂仍面临库存压力；中游贸易商库存处于历史偏高水平；在回款压力以及订单同比不及背景下，下游持货水平较低。

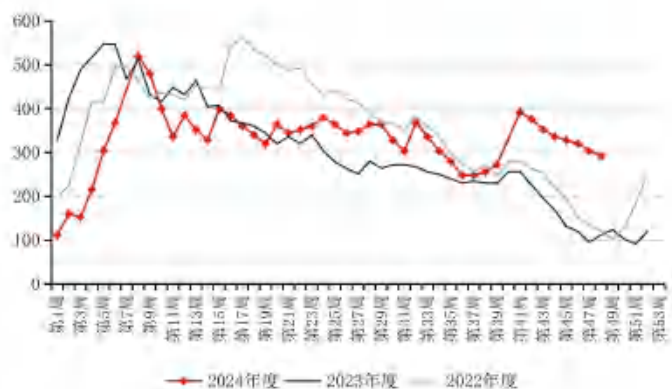
图表 16：玻璃企业总库存季节性分析（万重量箱）



图表 17：样本深加工企业原片库存天数（天）



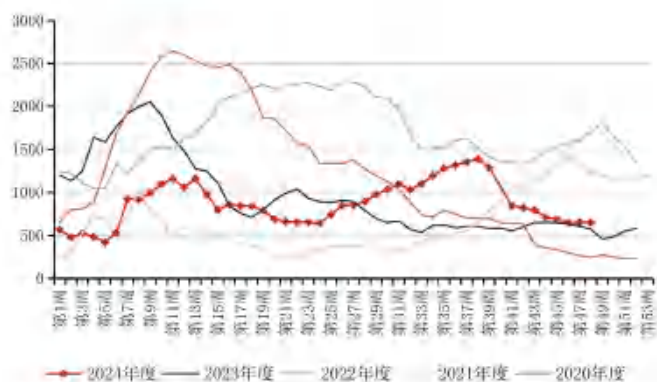
图表 18：沙河地区浮法玻璃社会库存（万重量箱）



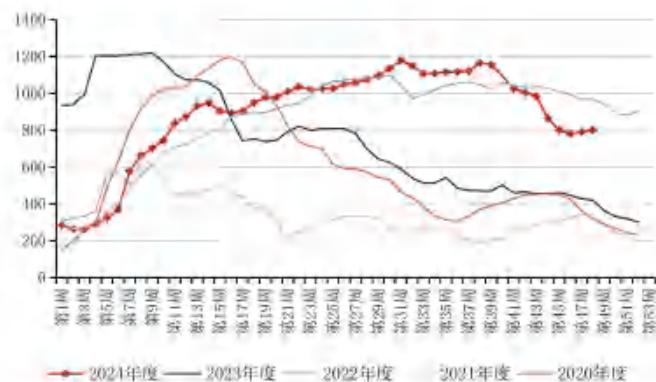
图表 19：华中地区玻璃库存（万重量箱）



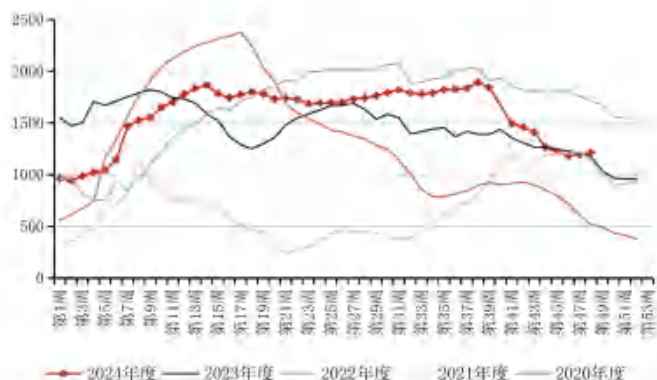
图表 20：华北地区玻璃库存（万重量箱）



图表 21：华南地区玻璃库存（万重量箱）



图表 22：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 年展望：等待估值修复机会

1.2.1 玻璃需求：地产仍是拖累 “两新” 政策或延续发力

2025 年，预期地产端竣工存量需求预期继续缩水，但在房地产“止跌企稳”的大政策方向下，或许能看到房价回温带来的投机性需求回暖，另外融资支持政策、收储政策或也能带动玻璃需求的加速释放。汽车和家电方面对玻璃的需求，在“以旧换新”政策下，有可能进一步延续 2024 年增势，但同比预期增速放缓或转负。此外，在美国对中国实行高关税政策的预期下，由于美国占中国玻璃深加工产品出口体量不算太低，外加出口退税政策的下调，玻璃及其深加工制品的出口在 2025 年或有回落。

考虑地产竣工端需求占比玻璃下游需求大头，预期 2025 年玻璃需求总量环比 2024 年持续下行约 3.5%。

1.2.1.1 地产：存量需求持续缩水

2025 年，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预期同比继续回落。考虑三玻两腔等因素导致的单位平方米玻璃用量上升，实际工程单需求下滑或不及竣工体量缩水速度。

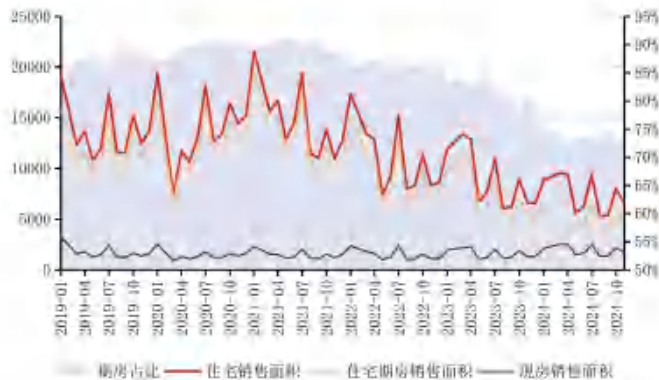
“止跌企稳”的地产大方向上，2025 年预期能看到投机性需求回暖，以及地产

消费重心往一手新房偏移。2024 年 10 月份，一线城市新建商品住宅销售价格环比降幅收窄，二手住宅价格环比由降转涨；二、三线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比降幅均出现不同程度收窄。若 2025 年，一线城市新建商品住宅销售价格同环比转正，或带动市场投机需求重新回暖，表现为新房销售增加以及居民持房意愿好转。从一二手房消费比例来看，惯性下 2025 年二手房销售预期依然强势，但市场在“止跌企稳”的大方向上，或能看到市场对于一手新房的偏好的回升。

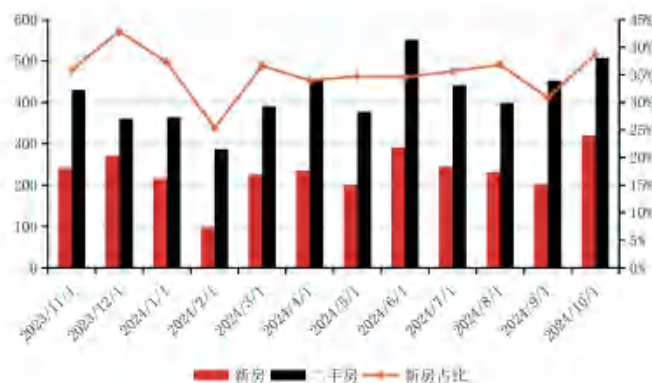
随市场对新房尤其期房信心重塑，或对应家装需求相比工程需求再度走弱。但考虑市场心态扭转需要时间，预期 2025 年整体家装订单对于玻璃的需求依旧有支撑。

但也需要注意，目前地产政策“止跌企稳”的思路在于消化存量，控制增量，这些政策在中期层面并不利多玻璃需求。

图表 23：房地产竣工、施工和新开工面积，及玻璃表虚（万平方米，万吨） 图表 24：期房/现房销售面积及期房占比（万平方米，%）



图表 25：一线城市新房/二手房成交（万平方米，%）



数据来源：隆众资讯，Wind，我的钢铁，国联期货研究所

此外，考虑地产企业资金情况对于需求释放的限制，2025 年对于玻璃短期节奏的把握，依旧需要关注地产政策刺激对玻璃需求的提振。一方面，2024 年地产消费

端支持政策加码：存量新增住房贷款下调，首付比例下调，房税契税优惠……2025 年若看到政策对于地产消费的提振效果得以持续，房企资金回补能促进竣工的推动。另一方面，政府保障房收储项目或在一定程度上刺激符合条件的未完成房屋加速竣工，释放玻璃需求；城中村改造、老旧小区改造或也给玻璃需求带来增量。

合计来看，2025 年房地产端带来的玻璃需求在竣工大周期下行的背景下预期回落，但玻璃门窗、家装需求升级，投机性住房需求好转，城中村和老旧小区改造项目或对冲需求缩水幅度。

1.2.1.2 汽车和家电：需求支撑或延续

2025 年，汽车和家电或延续对玻璃需求的支撑，但在 2024 年基数上预期同比增速回落或转负。

2024 年，“两新”政策的出台给家电和汽车的消费带来提振，其中“双十一”传统消费旺季对于“两新”政策的有明显推动。

图表 26：消费“以旧换新”政策成果梳理

		政策成果
2024/09/30	商务部	截至目前，全国家电以旧换新活动参与人数超 500 万。截至 9 月 29 日 0 时，511 万名消费者购买 8 大类家电产品 711 万台，享受 64.03 亿元中央补贴，带动销售超 335 亿元。
2024/10/09	商务部	国庆假期七天，以旧换新排名前三的家电品类为空调、电冰箱、电脑。自家电“以旧换新”政策实施以来，已有超 823.8 万名消费者购买 9 大类家电产品 1177.98 万台，带动销售超 557.93 亿元。同时汽车方面，截至 10 月 7 日 24 时，商务部汽车以旧换新平台已收到补贴申请超 127 万份，带动新车销售额超 1600 亿元，其中，新能源车补贴申请量占比超 60%。
2024/11/09	商务部	截至 11 月 8 日 24 时，2025.7 万名消费者购买 8 大类家电产品 3045.8 万台，带动消费 1377.9 亿元。
2024/11/11	商务部	截止 11 月 11 日，汽车报废更新补贴申请 188.6 万份，置换更新补贴申请超 180 万份，2160.8 万名消费者购买 8 大类家电产品 3271.9 万台。
2024/11/21	2024 汽车金融产业峰会	商务部消费促进司二级调研员宋英杰：目前全国汽车报废更新申请量、全国汽车置换更新申请量均已突破 200 万份，累计超过 400 万份。 中国汽车流通协会副会长王都：预计“以旧换新”政策可以拉动全年乘用车市场超 160 万辆的增量。

数据来源：中华人民共和国商务部，公开咨询整理，国联期货研究所

2025 年预期来看，“两新”政策的持续推进，或给家电、汽车销售带来支撑，向上传导至玻璃需求。但考虑 2024 年作为“两新”政策元年，对消费端刺激效果相对显著，明年随着换新需求存量市场的消化，政策效果可能呈现边际递减，对应汽车和

家电释放的玻璃需求同比增速放缓或转负。

1.2.2 玻璃估值：需求下行限制估值高度 机会在阶段性错配

2024 年玻璃经历了行业利润的大幅缩水，多家玻璃厂面临经营压力冷修停产。2024 年四季度，玻璃行业通过冷修出清+需求阶段性的好转实现了上游库存压力去化，现货价格的止跌企稳，部分产线营业回归利润区间。截至 11 月下旬，据卓创资讯口径，管道气燃料玻璃本周生产成本 1486.41 元/吨，毛利亏损 6.41 元/吨；华北动力煤为燃料玻璃生产成本 1233.91 元/吨，毛利 12.59 元/吨；湖北石油焦为燃料玻璃本周生产成本 1136.31 元/吨。

玻璃作为产能利用率弹性较差的品种，估值受需求影响较大，一方面 2025 年玻璃下游需求预期继续缩水，对玻璃估值高度有限制；另一方面截止 2024 年四季度玻璃供应去化至历史同水平低位，且上游库存压力不大，后续或呈现阶段性供需错配，低供应+低估值下玻璃存在利润修复的弹性。预期 2025 年玻璃利润上限同比 2024 年回落，玻璃毛利区间估计在【-200,500】元/吨。

1.2.3 玻璃供应：同比下行但降幅逐步收窄

2024 年末预期玻璃供应压力减速下行，或有阶段反复。从产线变动计划来看，年末玻璃产量预期继续下行。四季度一方面玻璃产业整体亏损有环比修复，需求表现好于预期推动部分产线冷修预期延后，但另一方面，以天然气为燃料的玻璃厂经营情况仍不乐观，入冬后若刚需回落，玻璃仍有冷修推动的供应下行风险。从新增来看，11 月份点火产线预期在年底达产放量，会对冲冷修导致的产量下行，由此预期年末玻璃供应下行速度会滞缓，也可能在前期点火产线带动下产量呈现阶段性上行。

2025 年在 2024 年的供应大幅减量的基数上，预期年供应同比会有显著回落。目前玻璃供应和利润都在低位，冬季下游需求停滞，春节前后或许能看到玻璃供需边际恶化，推动冷修加剧。但玻璃目前供应水平偏低、上游库存位于历史中等水平，加之玻璃产能利用率弹性较差，若需求阶段性好转，玻璃或能通过去库带来玻璃估值向上修复弹性，我们依旧看好 2025 年中玻璃供应会有阶段性回升。综上，我们对 2025 年玻璃供应预期为同比减量约 6.7%，年中月供应先减后增，年末日供应回归 16.2 万吨水平。

图表 27：玻璃产线变动计划表（更新至 2024 年 11 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	1200	推后
2	重庆	重庆信义	三线	900	2024. 10
3	辽宁	本溪玉晶	技改一线	1160	计划 2024 年底，或推后
				3260	
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
				1300	
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	河北德金	一线	800	推后，时间不明确
2	河北	河北正大	一线	500	计划新线投产后停产
3	山东	淄博金晶	五线	600	2024 年 11 月份
4	湖北	武汉亿钧	武汉一线	700	可能停产，暂不明确
5	广东	东莞信义	一线	600	推后
6	广东	江门信义	江海二线	900	年内意向冷修，时间待定
7	广东	江门信义	江海四线	1200	2024. 10-11
8	重庆	重庆福耀	一线	450	2025 年
9	贵州	凯里凯荣	一线	500	预计年内停产
10	内蒙	乌海中玻	一线	800	年内可能冷修
11	新疆	新疆普耀	一线	500	年内，具体时间待定
				7550	
总计				(2990)	

数据来源：隆众资讯，卓创资讯，我的钢铁，国联期货研究所

1.3 玻璃平衡表和策略展望

供需情况来看，2024 年玻璃经历了供应过剩，产业链库存积累，玻璃生产利润承压下行后转亏，冷修出清外加需求季节性好转推动基本面边际好转的演绎。截至年底，玻璃处于低供应、低利润、中等库存的行业情势，需求处于淡季而市场对来年需求预期仍不乐观，供需端缺乏动力推动玻璃价格彻底走出亏损区间。

玻璃供需预期来看，2025 年会是供需双减，寻找估值向上驱动的一年。供应端，2025 年在 2024 年大幅冷修后的低基数基础上，总量预期同比下行，但低供应同样给玻璃带来了需求阶段性好转后估值修复的机会。需求端，2025 年新开工推导竣工需求大势继续下行，但房地产“止跌企稳”的大背景下，二手房需求持续强势、投机性购房需求修复，或能对冲地产端玻璃需求下行。另外在美国加关税的背景下，2025 年玻璃下游终端产品出口或有回落，但“两新”政策下仍看好汽车和家电的产量。从平衡表推演来看，2025 年玻璃供需双减背景下，库存来看可以关注二季度需求验证以及玻璃传统旺季带来的供需错配机会。

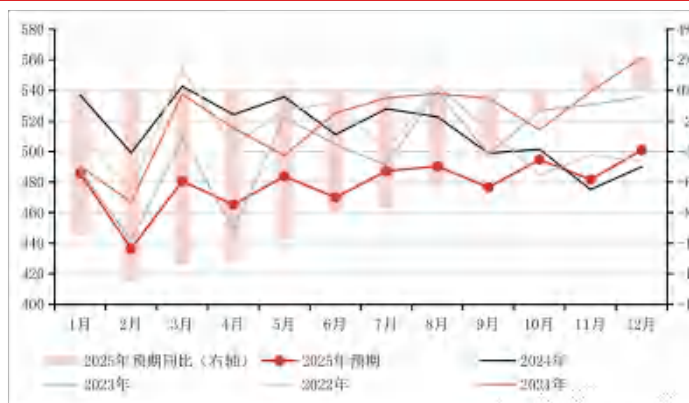
估值层面来看，玻璃价格上行空间的限制，归根是由于地产链盈利水平不高，资金情况不理想，2024 年产业链上下游利润枯竭。在地产“止跌企稳”的大政策方向上，地产资金情况好转需要时间验证，证实之前玻璃现货价格上行空间相对有限，玻璃厂可以关注阶段性基差走弱带来的套保机会。

关注风险点：1. 地产政策落地超预期；2. 成本端纯碱扰动；3 宏观政策扰动。

图表 28：玻璃供需平衡表推算

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
月产量	485.69	436.45	480.73	465.23	483.83	470.03	487.24	490.34	476.63	494.68	481.73	500.88
同比	-9.5%	-12.6%	-11.4%	-11.2%	-9.7%	-8.0%	-7.7%	-6.2%	-4.5%	-1.4%	1.2%	2.2%
月产量累计	485.69	922.14	1402.9	1868.1	2351.9	2821.96	3309.20	3799.54	4276.17	4770.85	5252.58	5753.46
累计同比	-9.5%	-11.0%	-11.1%	-11.2%	-10.9%	-10.4%	-10.0%	-9.5%	-9.0%	-8.3%	-7.5%	-6.7%
表需预测	410.53	342.14	474.10	505.98	500.98	467.36	512.29	496.87	466.93	506.00	483.74	513.68
库存变动	75.16	94.31	6.63	-40.75	-17.14	2.67	-25.05	-6.53	9.70	-11.32	-2.02	-12.79
上游库存 E	330.62	425.22	432.26	391.93	375.20	378.27	353.65	347.54	357.63	346.73	342.52	333.93
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 E
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	490.03
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	6166.22
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%	2.29%
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	255.12
表需	536.02	377.82	493.31	551.32	544.27	498.51	494.60	511.97	487.88	602.19	493.80	480.00

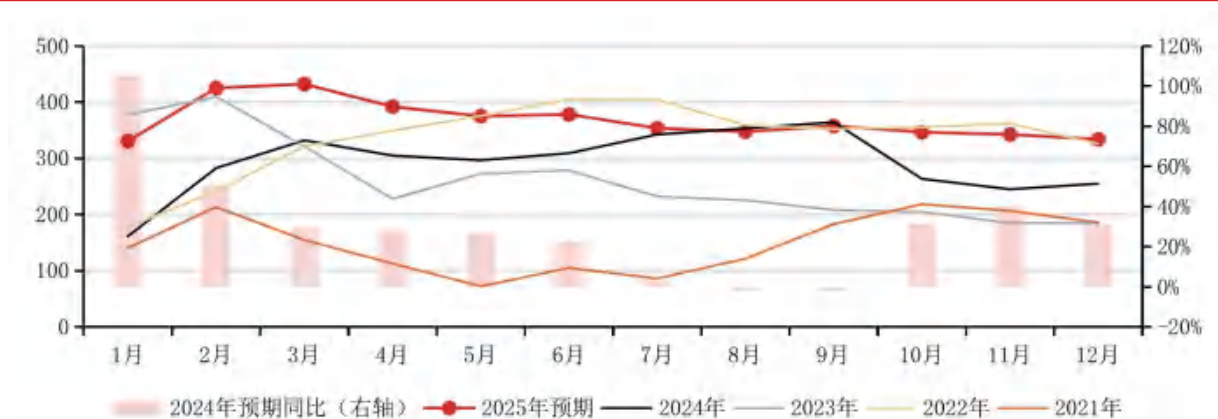
图表 29：玻璃 2025 年供应推演



图表 30：玻璃 2025 年表需推演



图表 31：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 年年度策略报告

2.1 纯碱 2024 年回顾：高估值回吐 过剩矛盾积累

2024 年纯碱供增需减，基本面边际恶化。全年来看，供应端新增产能陆续落地，产量上升，纯碱走出供应紧张的格局。需求端，重碱下游两大行业——浮法玻璃和光伏玻璃在 2024 年也各自面临供应过剩的矛盾，年中前后各自进入供应出清节奏，对应重碱需求回落明显。截至 11 月底，纯碱价格环比年初有较大回落。截至 11 月 29 日，沙河重碱低端价格 1450 元/吨，环比年初 2700 元/吨下降 1250 元/吨；纯碱加权合约期价收盘 1511 元/吨，环比年初 529 元/吨，-25.93%。

一季度随远兴一期项目产能达产，纯碱走出供应偏紧的格局，上游库存快速积累，但细分看大多数地区的流动性仍然偏低，纯碱期价呈现高估值震荡下行。

4-5 月份，纯碱提前交易检修季供应收缩，上游预期外检修动作增加，下游逢低补库做库存，推动上游库存继续去化。此外，宏观层面，一来地产政策落地，对竣工端产品（玻璃纯碱 PVC）有所带动；二来市场交易海外降息预期，商品整体氛围想多。宏观+基本面共振下，纯碱 4 月至 5 月底期价表现强势。

6 月份至 9 月中旬，纯碱随上游库存持续积累，供应过剩的矛盾积累，纯碱期价随现货大幅下挫，加权合约最低 1326 元/吨。

9 月末，宏观政策提振下，纯碱基差走弱推动库存向中下游移动，另外供应端碱厂主动降负范围环比扩大，供应过剩的矛盾边际有所缓解，纯碱现货价格稳于 1450-1500 元/吨区间，期价底部回升后窄幅震荡，波动率下降。

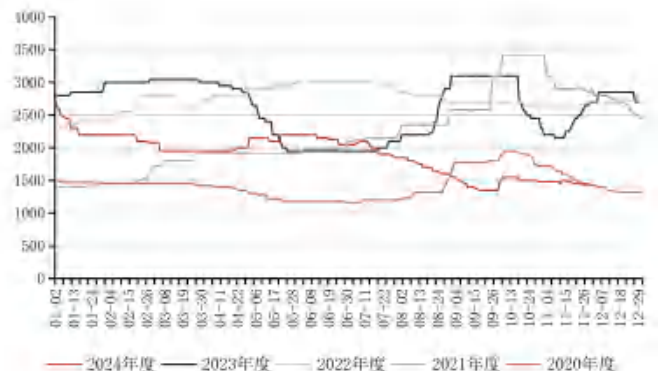
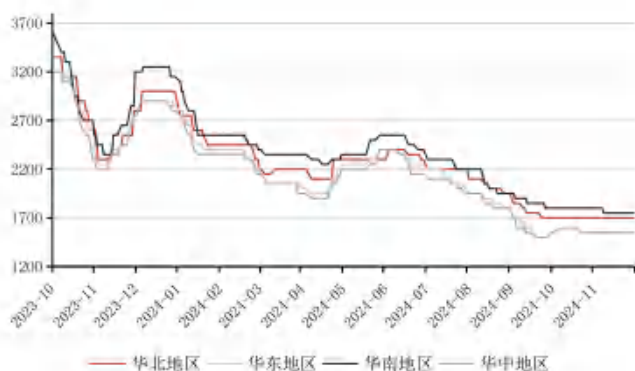
图表 32：2024 年纯碱期现价格走势（元/吨）





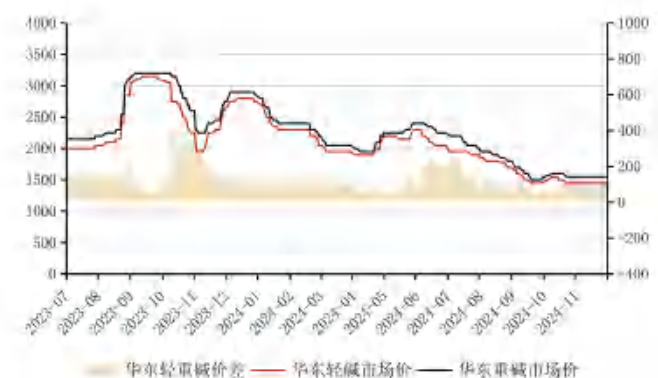
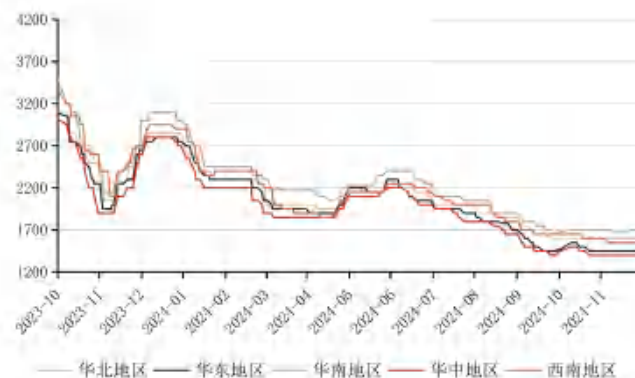
图表 33：分地区重碱市场主流价（元/吨）

图表 34：沙河重碱市场低端价（元/吨）



图表 35：分地区轻碱市场主流价（元/吨）

图表 36：华东地区轻重碱价差（元/吨）



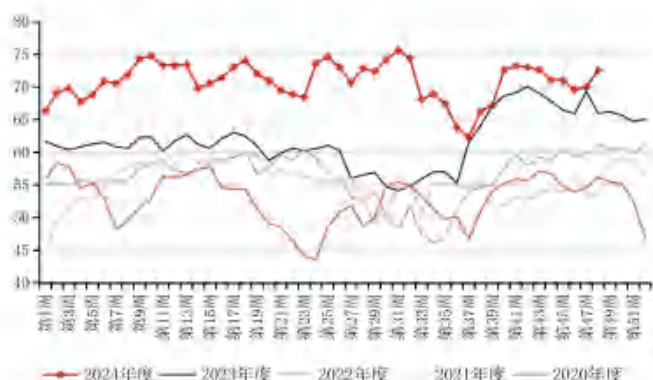
数据来源：隆众资讯，国联期货研究所

供应端，2024 年纯碱走出供应紧张的行业格局，产量同比增量明显。年内新建产能落地带动供应显著上行：阿碱一期项目落地，金山四期 50 万吨技改项目于 4 月

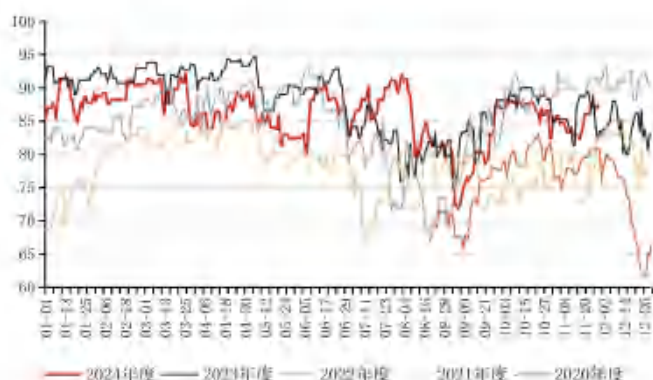
达产，中天集团 30 万吨项目、德邦 60 万吨项目于 11 月试车，湘渝盐化 10 万吨项目于 11 月提负，另外阜丰自用 30 万吨轻碱项目于年内投产。据隆众咨询数据，2024 年 1-10 月，我国纯碱产量 3092.67 万吨，同比增加 16.76%，其中重碱产量 1917.47 万吨，同比增加 32.88%，轻碱产量 1371.46 万吨，同比增加 13.59%，1-10 月平均重质化率 58.34%，同比+3.99%。

纯碱生产利润由正转负，开工率高位回落。归因 2024 年纯碱行业利润恶化，一方面是纯碱基本面的恶化，供应过剩的大矛盾下，纯碱产业链库存压力在 2024 年持续积累，企业面临订单缩水以及与日俱增业内争夺市场的压力；另一方面是下游主要行业浮法玻璃和光伏玻璃行业在 2024 年同样面临行业利润转负，企业经营压力增大的困局，产业链利润缩水加速了纯碱高利润下行。截至 11 月末，卓创口径氨碱法制碱理论亏损 135 元/吨；联碱法制碱理论生产亏损 169 元/吨。营业亏损带来的现金流压力，以及供应过剩行业格局下各家订单缩水、库存压力上行，检修季结束后，多家碱厂有主动下调负荷动作，纯碱行业开工率阶段性回落。

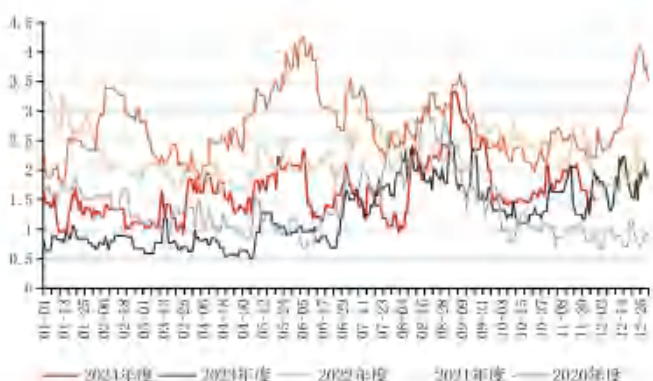
图表 37：纯碱周产量（万吨）



图表 38：碱厂开工率（%）



图表 39：纯碱周度损失量（万吨）

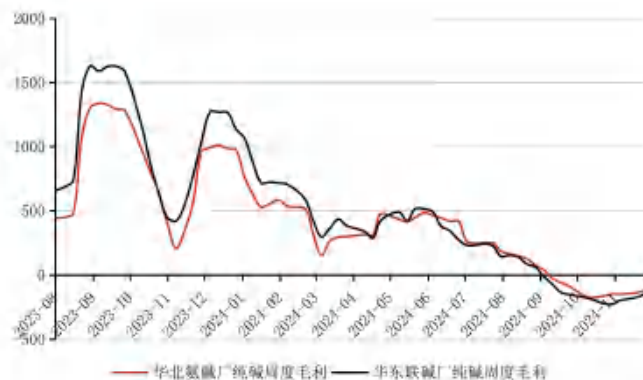


图表 40：纯碱重质化率（%）



图表 41：卓创：纯碱生产理论成本（元/吨）

图表 42：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

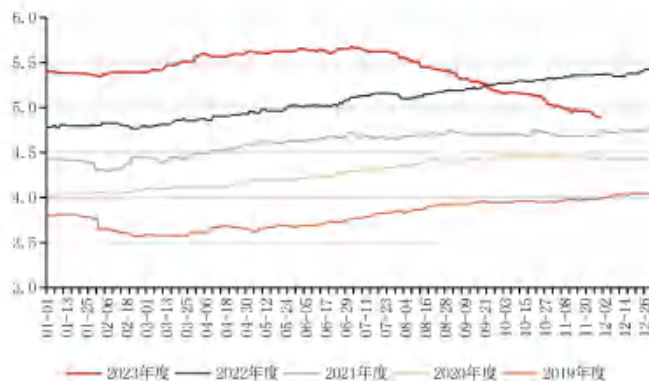
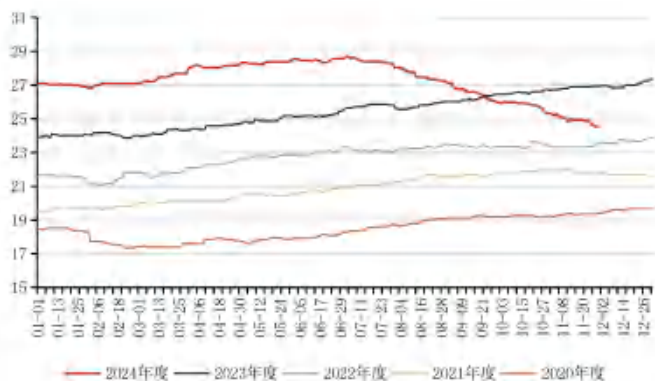
2024 年轻重碱表需都呈现同比增长。2024 年 1-11 月底，纯碱表需 3130.70 万吨，同比+5.90%；其中重碱表需 1753.8 万吨，同比+7.91%；轻碱表需 1377.24 万吨，同比+4.11%。

重碱端来看，2024 年玻璃端重碱刚需先增后减。截至 11 月 29 日，浮法+光伏日消耗重碱约 4.89 万吨，同比-8.80%。下游库存来看，今年下游玻璃厂在自身经营压力较大背景下，整体纯碱库存体量不高，截至 11 月下旬，卓创口径下游样本玻璃厂纯碱库存天数 14.56 天，同比水平略低于去年同期。

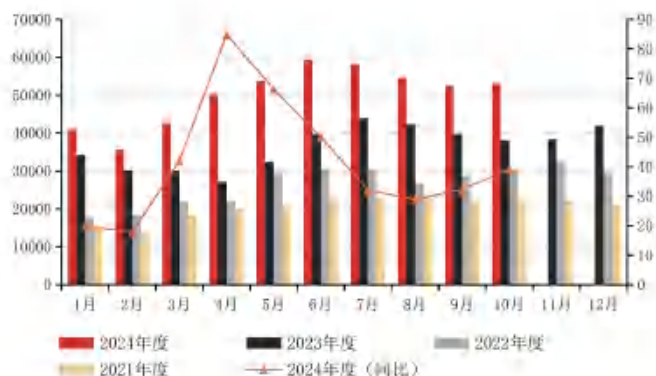
2024 年轻碱端个别下游产业产量和开工同比有所增长。碳酸锂 1-10 月产量 50.14 万吨，同比+40.09%；味精 1-10 月均开工率 87.1%，同比+8.4%；小苏打 1-11 月平均开工率 86.04%，同比+1.80%。另外轻碱-烧碱价差来看，2024 年轻碱总体相比烧碱对于二者共同下游更具有性价比，对应该部分需求倾向于使用轻碱。

图表 43：浮法+光伏玻璃总日熔量（万吨）

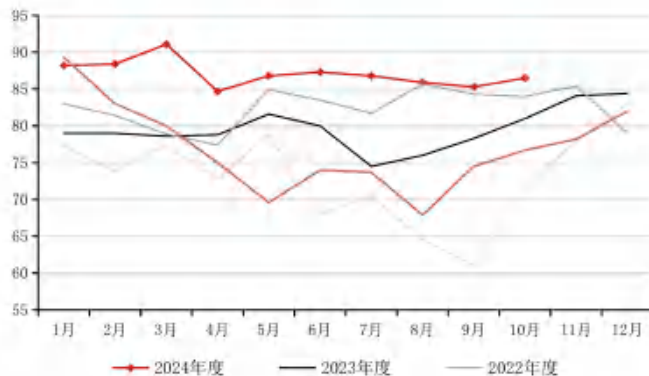
图表 44：浮法+光伏玻璃推测纯碱日耗量（万吨）



图表 45：碳酸锂产量及同比（万吨，%）



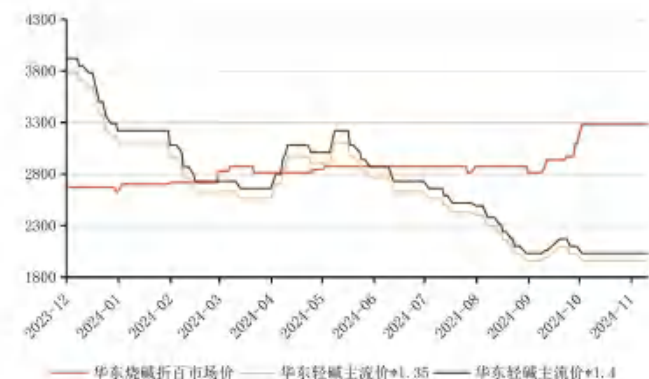
图表 46：味精开工率（%）



图表 47：卓创小苏打开工率（%）



图表 48：华东轻碱-烧碱价差（元/吨）

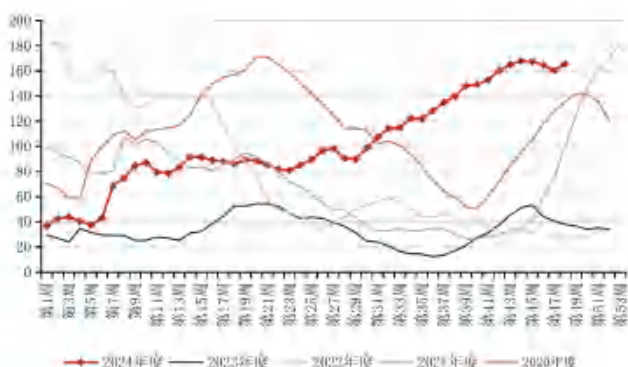


数据来源：隆众资讯，我的钢铁，国联期货

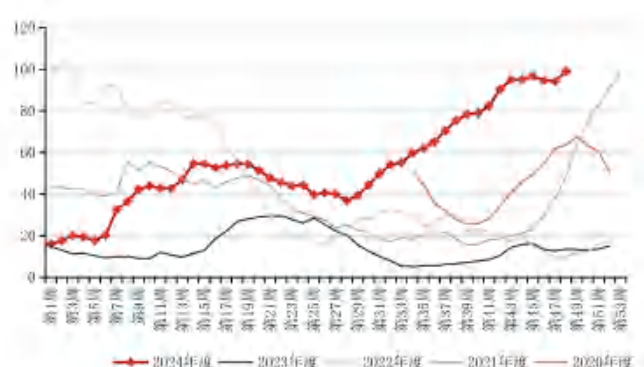
进出口方面，2024 年纯碱回归净出口格局。今年随着纯碱国内格局从供应紧缺向供应过剩切换，国内碱价中枢不断回落，进口利润收窄出口利润打开，纯碱在三季度回归传统净出口格局。

库存来看 2024 年上游库存积累至历史高位。截至 11 月 28 日，纯碱厂库存 165.58 万吨，环比年初+128.62 万吨；其中重碱库存 99.06 万吨，环比年初+83.11 万吨；轻碱库存 66.52 万吨，环比年初+45.51 万吨。分碱厂地区分布来看，近三年平均库存水平来看，华北、西北以及西南地区上游库存水平相对于地区产量，处于较高水平。

图表 49：碱厂总库存（万吨）



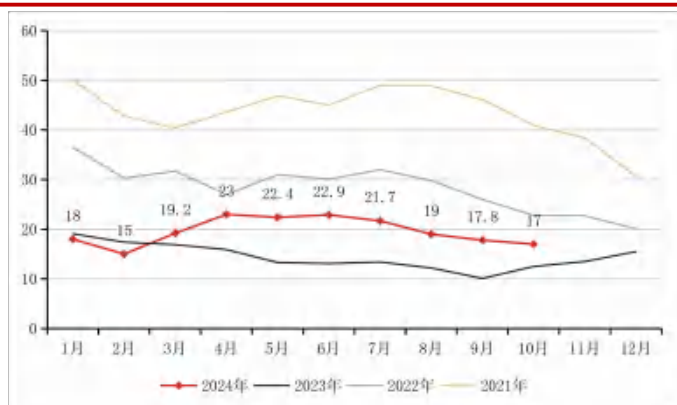
图表 50：碱厂重碱库存（万吨）



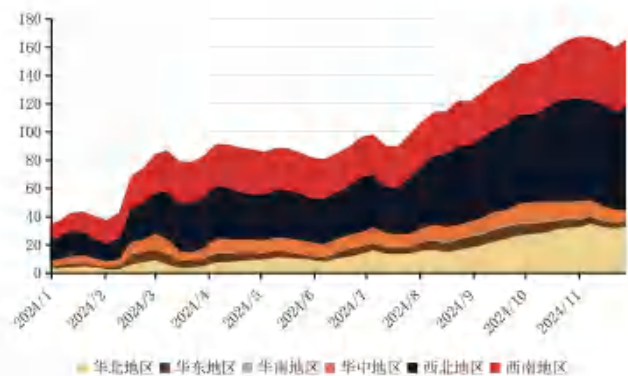
图表 51：碱厂轻碱库存（万吨）



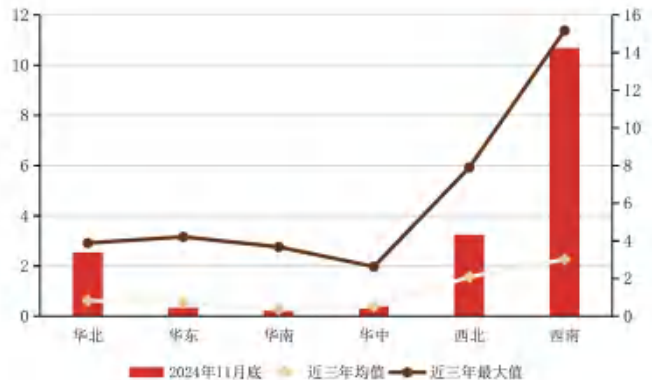
图表 52：卓创：样本浮法玻璃厂纯碱库存天数（天）



图表 53：分地区碱厂库存（万吨）



图表 54：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 年展望：验证估值下行边际

2024 年，纯碱及其两大下游——浮法玻璃和光伏玻璃都面临了供应过剩的行业困局，产业链整体估值缩水，生产由盈转亏，截至年底，三个工业品的估值都处于历史偏低水平。2025 年，我们一方面需要关注纯碱自身供需格局的变化，追踪纯碱能否通过开工下行、需求回暖改善自身基本面格局，另一方面也需要关注，终端地产以及光伏产业的资金、盈利水平能否好转打开产业链利润空间。

2.2.1 供应：产能扩张周期延续 开工下行风险大

从产能变动来看，2025 年仍有新增产能落地预期。从产线变动预期来看，2024 年底至 2025 年初纯碱供应压力或随新增进一步上行：德邦 60 万吨以及中天 30 万吨产能预期年底出货，连云港 110 万吨产能预期在春节前落地。参考近两年新产能投放进度，以及目前纯碱行业亏损相对普遍的状态，需要关注明年新增投产落地进度不及预期的风险。

图表 55：纯碱新产能投产一览表（更新至 2024 年 11 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	预期 11 月出货
中天集团	30			预期 11 月出货
连云港碱业	110	搬迁，产能置换	联碱法	2024 年 1 月投产
湖北双环	40		联碱法	2025 年上半年
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

数据来源：隆众资讯，卓创资讯，我的钢铁，国联期货研究所

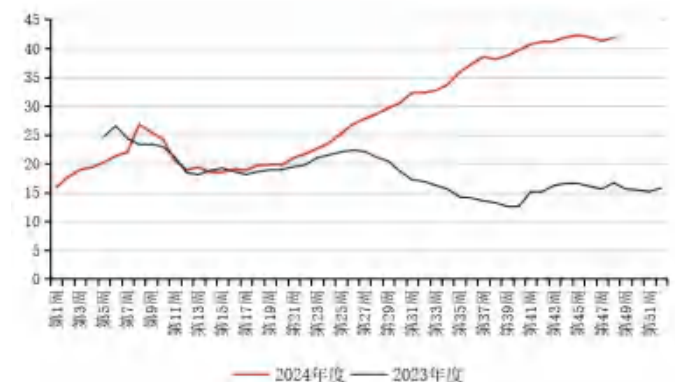
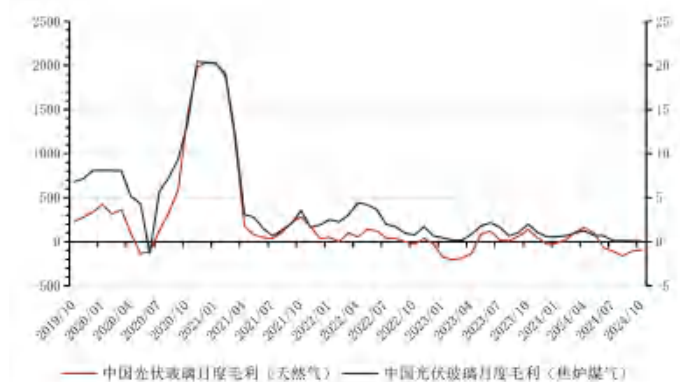
高库存+低利润的行业格局下，2025 年碱厂开工下行压力较大。2024 年纯碱价格大幅下行、行业竞争格局加剧的环境下，纯碱生产企业今年的订单、库存压力以及现金流压力增加。考虑对于碱厂来说，产能退出面临出让市场等难以计量的机会成本，2025 年或难看到规模性产能出清。在高库存且生产亏损的背景下，更大可能是看到更多纯碱生产企业主动降负的行为，以及先行降负企业减产幅度扩大。从盈利和库存压力推断来看，2025 年或能看到碱厂通过春季检修推动去库，以及夏季检修的提前。

2.2.2 需求：光伏玻璃期待估值修复

2024 年，光伏玻璃行业同样面临供应过剩的矛盾。根据卓创资讯数据，2024 年 6 月份开始光伏玻璃厂库存大幅增长，天然气制光伏玻璃进入亏损，随后光伏玻璃进入产能出清节奏。截至 11 月底，光伏玻璃日产能 87549 吨/日，环比年初减少 10011 吨/日，相比年中峰值下降约 2.9 万吨/日；1-10 月我国光伏新增装机 181.3GW，同比增长 27.17%；上游光伏玻璃厂库存天数从年初 15.89 天的上涨至 41.93 天。

图表 56：光伏玻璃理论生产利润（元/吨）

图表 57：样本光伏玻璃厂库存天数（天）



数据来源：隆众资讯，我的钢铁，国联期货

展望 2025 年，从终端装机倒推光伏玻璃需求来看，当前光伏玻璃日产量低于预期需求日熔，光伏玻璃在供应出清基础上，有望在 2025 年实现估值修复，但前提是需要看到上游库存得到有效去化。

图表 58：光伏玻璃需求测算

假设前提：

1. 2025 年全球光伏新增装机在乐观和悲观预期下分别为 546GW、572GW；
2. 容配比 1:1.2；
3. 考虑光伏玻璃的损耗率和成品率；
4. 中国占全国光伏玻璃供应 75%。

	单位	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 E	2025 年 E_L	2025 年 E_H
中国光伏装机	GW	48.2	54.9	87.4	216.88	240	252	264
全球光伏装机	GW	151.19	170.52	228.22	420	520	546	572
配比		1:1.2	1:1.2	1:1.2	1:1.2	1:1.2	1:1.2	1:1.2
实际需求	GW	181.43	204.62	273.86	504.00	624.00	655.20	686.40
组件占比								
单玻	%	74%	70%	65%	34%	23%	25%	25%
双玻	%	21%	27%	33%	64%	75%	73%	73%
薄膜	%	5%	3%	2%	2%	2%	2%	2%
166mm	%	38%	42%	12%	2%	1%	0%	0%

182mm	%	2%	27%	63%	74%	68%	54%	54%
210mm	%	2%	13%	23%	24%	31%	46%	46%
单玻光伏玻璃需求	万吨				1056.91	883.76	1013.61	1061.87
双玻光伏玻璃需求	万吨				2858.21	3396.30	3474.12	3639.55
合计					3915.12	4280.07	4487.72	4701.43
75%折算					2936.34	3210.05	3365.79	3526.07
日熔量					80447.57	87946.55	92213.51	96604.63

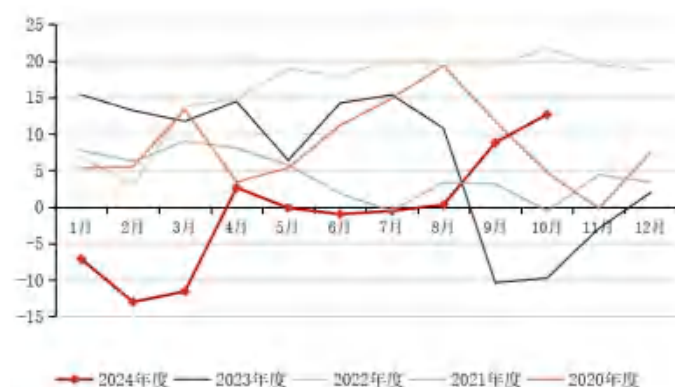
数据来源：公开资料搜索，国联期货研究所

节奏来看，从当前光伏玻璃上游库存压力以及终端装机季节性来看，明年一季度或能看到光伏玻璃上游库存去化，但利润修复、供应回暖或许要在一季度末。

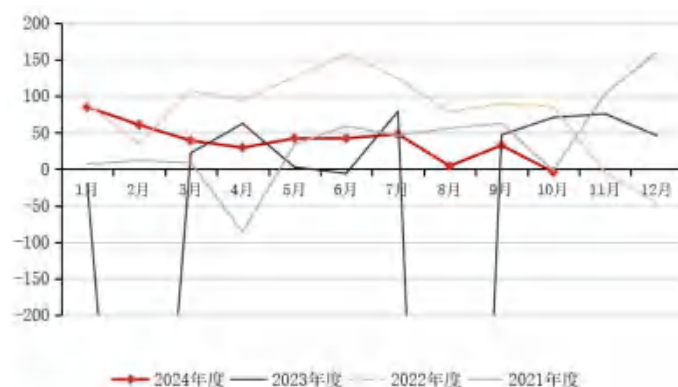
2.2.3 进出口：净出口格局下 关注海外新兴经济体需求

2024 年 1-10 月份，我国纯碱累计进口 96.70 万吨，同比+85.87%，累计出口 87.90 万吨，同比-34.17%，净进口 8.80 万吨。

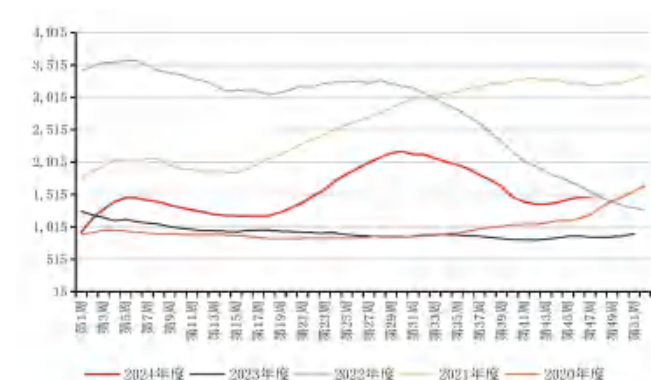
图表 59：纯碱净出口量（万吨）



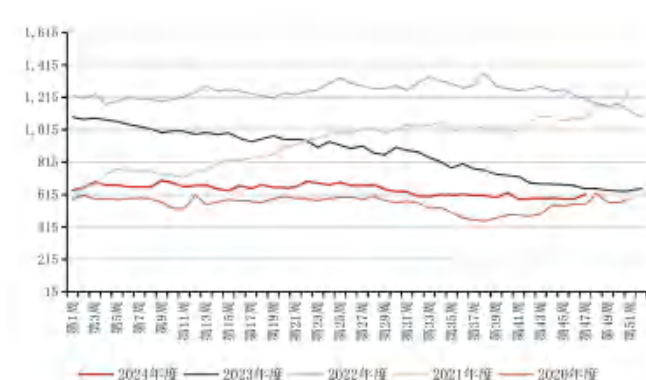
图表 60：纯碱进出口价差（出口-进口）（美元/吨）



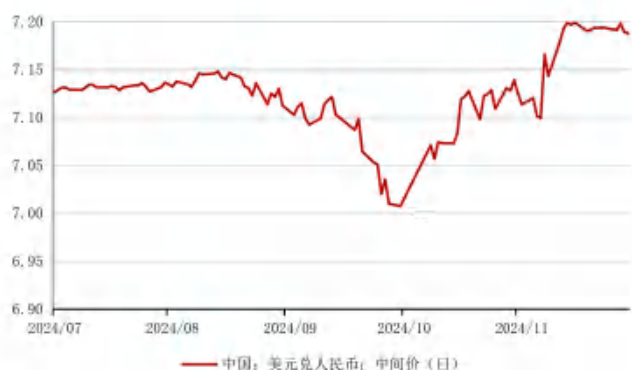
图表 61：中国出口集装箱运价指数



图表 62：中国进口集装箱运价指数：美东航线



图表 63：美元兑人民币

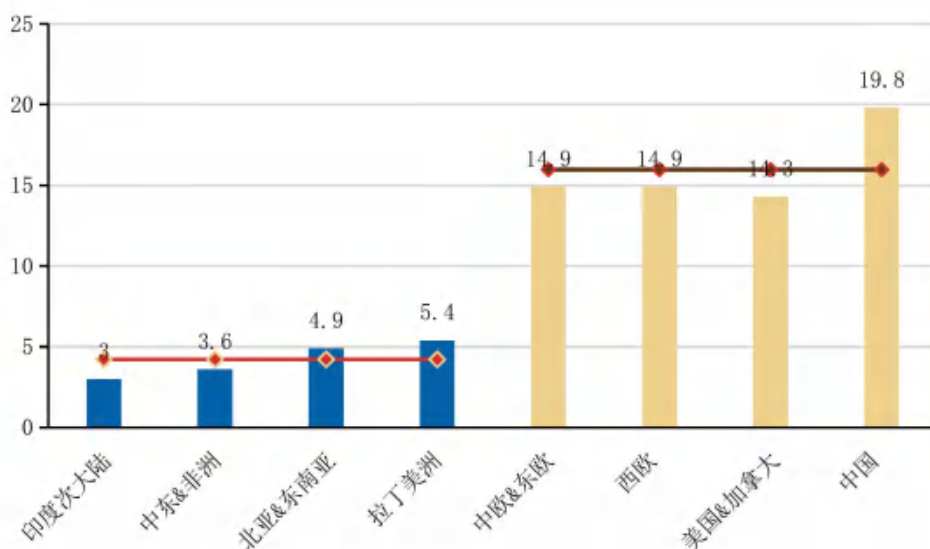


数据来源：wind，海关进出口总署，国联期货研究所

2024 年纯碱回归净出口传统格局。今年随着纯碱国内格局从供应紧缺向供应过剩切换，国内碱价中枢不断回落，进口利润收窄出口利润打开，纯碱在三季度回归传统净出口格局。

展望 2025 年纯碱进出口，从国内外产能投放周期来看，全球依旧处于产能扩张周期，而需求的增长点一方面在于新能源发展导向下，光伏玻璃以及锂电等产业的发展；另一方面在于新兴经济对于日用玻璃、日化产品需求的日益增长释放对纯碱的需求。但短期来看，海内外供应过剩的格局或在 2025 年延续，预期 2025 年净出口体量难回归 2022 年高度。

图表 64：各地区人均年耗碱（千克/年）



来源：Per Chemical Market Analytics, USGS, Genesis, 国联期货研究所

2.3 纯碱平衡表和策略展望

回顾 2024 年基本面，纯碱从供应紧缺格局转为供应过剩，上游行业库存大幅积累至历史峰值附近，纯碱生产由盈转亏，行业竞争格局加剧。截至 2024 年 11 月，纯碱行业处于高供应、高库存、低估值的行业格局。2024 年四季度，伴随中下游补库带动的阶段性需求好转，碱厂开工下调稳价，现货交割主流地区送到价格稳在 1450-1500 元/吨。

2025 年推演来看，供应端，新产能的投放将继续抬高纯碱供应上限，而供应压力下，碱厂或主动下调开工应对订单和现金流压力，春节后或能看到高库存压力下碱厂春检推动去库。需求端，下游轻碱需求预期持续增长，重碱端浮法玻璃和光伏玻璃通过供应出清推动行业基本面扭转仍需时日，玻璃产量止跌回暖或出现在二季度。另外出口方面，预期 2025 年我国纯碱延续 2024 年四季度格局，但考虑海内外都在供应扩张周期，进出口对于纯碱供应过剩矛盾的边际消化力度，同比推测不及 2022 年。

平衡表推演来看，纯碱 2025 年库存压力大势上行，高供应如何消化仍是行业需要面临的核心问题。春夏季检修，以及下半年玻璃带来的重碱刚需回升或带来纯碱低估值下交易边际供需好转的机会。另外，轻重碱细分看 2025 年轻碱供需矛盾相比重碱预期较小，纯碱仍有轻碱下游阶段性补库带动碱价企稳的风险，已经重质化率进一步下行消化重碱供需矛盾的空间。

策略来看，目前从供需角度看，纯碱 2025 年估值上行驱动和空间都比较有限，价格上行空间一方面需要看到供需有阶段性好转，另一方面也需要关注终端下游房地产和光伏产业利润和资金好转。在亏损推动行业开工下行的逻辑下，纯碱价格的下边际验证需要关注库存矛盾爆发时对应的亏损水平，预期矛盾会在上半年爆发，纯碱期价前低或能会得到二次检验。

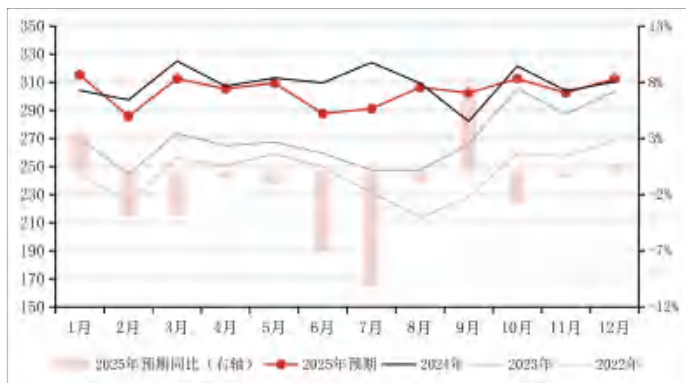
另外玻碱价差来看，2024 年面临同样的供应过剩困局，玻璃先一步纯碱进入产能出清节奏，带来走空玻碱价差的机会。若 2025 年纯碱通过降负改善基本面供需矛盾，而玻璃受限于需求估值难有起色，或有多纯碱空玻璃的机会。

关注风险点：1. 浮法和光伏玻璃产量预期外好转；2. 环保等因素限制供应；3. 出口体量超预期；4. 宏观因素扰动。

图表 65：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	315.25	285.91	312.52	305.38	309.47	287.71	291.21	306.43	302.44	312.52	302.44	312.52
重碱产量	183.84	165.05	178.58	171.93	174.62	163.09	165.49	175.47	172.81	178.58	172.81	178.58
浮法玻璃产量	485.69	436.45	480.73	465.23	483.83	470.03	487.24	490.34	476.63	494.68	481.73	500.88
光伏玻璃产量	259.00	231.70	259.62	257.85	276.36	277.95	296.51	305.81	304.95	324.41	322.95	343.01
玻璃重碱需求	148.62	133.36	147.69	144.11	151.35	148.74	155.69	158.02	154.98	162.28	159.29	166.93
重碱净进口	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7
重碱表需	155.32	140.06	154.39	150.81	158.05	155.44	162.39	164.72	161.68	168.98	165.99	173.63
重碱供需差	28.52	24.99	24.19	21.12	16.57	7.66	3.09	10.75	11.13	9.60	6.82	4.95
轻碱产量	131.41	120.86	133.94	133.45	134.86	124.61	125.72	130.96	129.62	133.94	129.62	133.94
轻碱表需	130.16	113.92	131.29	125.57	134.83	122.46	120.53	119.10	115.84	127.97	133.07	132.05
轻碱供需差	1.25	6.94	2.66	7.88	0.03	2.15	5.20	11.86	13.78	5.98	(3.45)	1.89
纯碱供需差	29.77	31.93	26.85	29.00	16.59	9.81	8.29	22.61	24.92	15.57	3.37	6.84

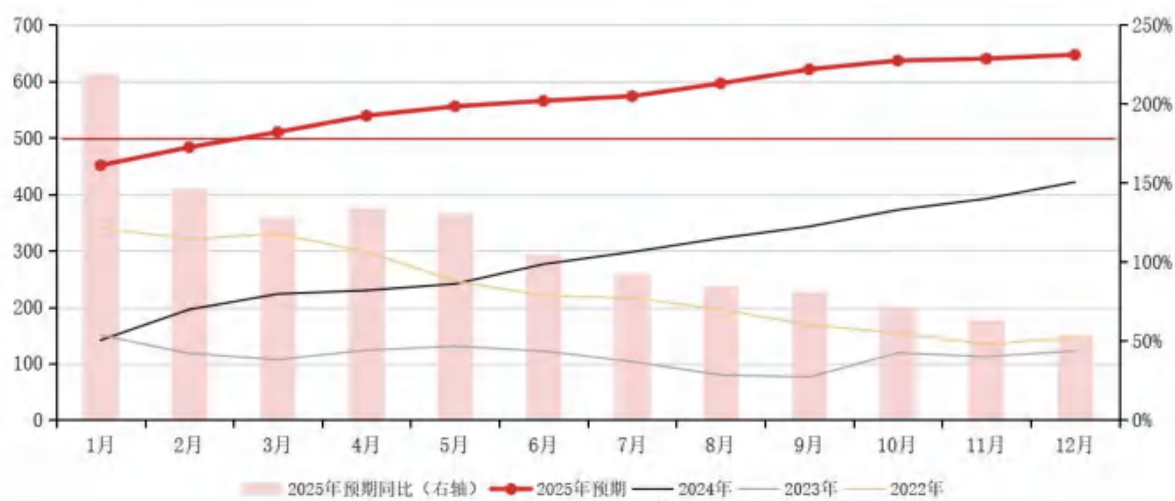
图表 66：纯碱 2025 年供应推演



图表 67：纯碱 2025 年表需推演



图表 68：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