

## 纯碱玻璃：柳暗花未明，上下游供需格局分化

资深高级分析师：张凌璐

### 年报摘要：

#### ● 2024 年行情回顾

**纯碱：**2024 年纯碱从紧平衡转向宽松，全年产能、产量增速分别为 13.4%、15.86%。消费在重碱需求持续下降环境中仍增加 10.53%，略超预期。下半年需求加速下滑、库存持续累积，沙河重碱价格从年初高点 2750 元/吨近乎腰斩，行业也结束高利润时代，氨碱、联碱进入全面亏损阶段。

**玻璃：**2024 年地产需求仍偏弱，行业靠日熔量下降调节供需压力。全年玻璃产量预计增加 3.07%，需求预计下滑 2.61%，但若考虑到深加工折算出口，则玻璃全年供需差约为-166 万吨。2024 年玻璃期、现价格持续下跌，最低一度接近 1000 元/吨，四季度之后宏观政策提振明显。

#### ● 2025 年市场分析逻辑

**纯碱：**2025 年纯碱宽松程度将进一步扩大，即便碱厂可调节开工或通过出口缓解压力，但区别仅在于过剩程度不同，并非扭转过剩状态。乐观预计 2025 年纯碱产需差 300 万吨，悲观预计将超过 400 万吨。行业将面临更加激烈的价格竞争，纯碱价格也将冲击天然碱成本线，而期货价格运行中轴将下移至 1200-1300 元/吨  $\pm$  200-300 元/吨。

**玻璃：**2025 年地产消费将进一步下滑，但二手房装修、电子产品及家电等消费回暖将对冲部分地产消费降幅。2025 年玻璃消费下滑幅度预计为 3%-6%，不确定因素在于出口及国内政策执行力度。乐观情况下出口或能带动全年供需基本平衡，悲观情况下玻璃年度供需差将达到 183 万吨，价格也将处于震荡或继续下行周期。

#### ● 风险提示：政策传导速度偏慢、出口不确定性提升

## 一、2024 年纯碱宽松格局不断兑现，价格持续下行

2024 年纯碱宽松格局不断落实，且下半年幅度不断扩大，这一点从持续累积的企业库存便可验证。全年价格的分水岭在 5 月底至 6 月初左右，在此之前纯碱仍能维持阶段性紧平衡状态，虽有部分转结产能落实压力，但库存水平相对可控。下半年主导纯碱价格的核心因素从供给端过渡至需求端，在重碱下游浮法玻璃和光伏玻璃产能不断缩减的压制下，纯碱需求快速走弱，加剧供需宽松的程度。

上半年纯碱期货主力合约围绕 2000 元/吨中枢区间波动，下半年需求不断走弱，期价运行中枢也持续下移，四季度之后主力合约围绕 1500 元/吨中枢区间波动。

图表 1：2024 年纯碱期货价格走势及原因剖析

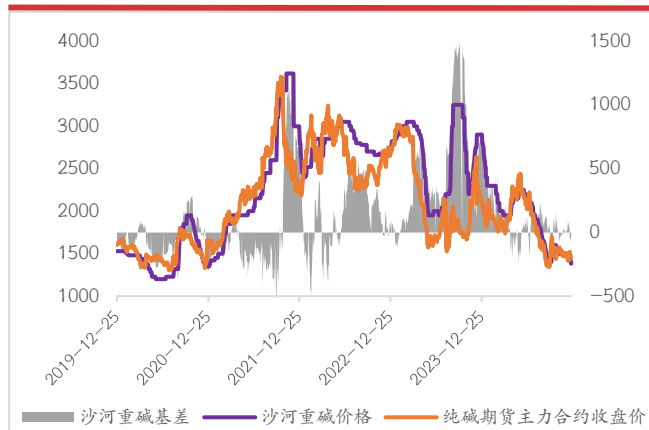


资料来源：文华财经、光大期货研究所

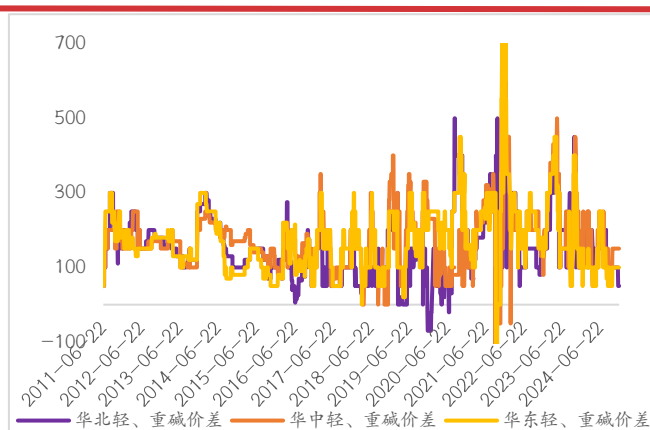
现货市场（以沙河地区重碱市场价为参考）自年初高点 2750 元/吨一路下跌，在 4 月初跌破 2000 元/吨至 1950 元/吨。4 月下旬之后在检修逻辑支撑下现货价格反弹至 2250 元/吨，持续周期近两个月。下半年纯碱需求快速下降、库存持续累积，现货市场再度进入下跌趋势，沙河重碱价格最低跌至 9 月下旬的 1400 元/吨，四季度之后便在 1450~1550 元/吨区间波动。

纯碱期货盘面贴水现货幅度全年也在不断收窄，年初基差（以沙河地区重碱市场价为参考）最高达到 732 元/吨，随后不断走弱，4 月中旬至 5 月底基差转负。下半年纯碱期、现价格关联度较高，纯碱基差在  $\pm 200$  元/吨区间窄幅波动，缺乏明显趋势性。

图表 2：沙河地区重碱基差（元/吨）

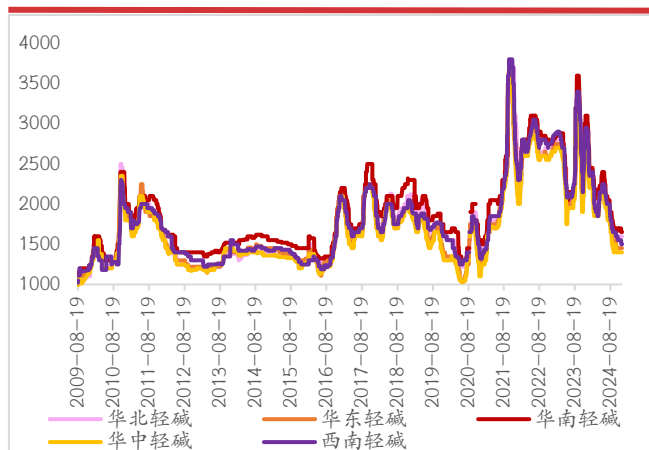


图表 3：华北、华中、华东轻重碱价差（元/吨）

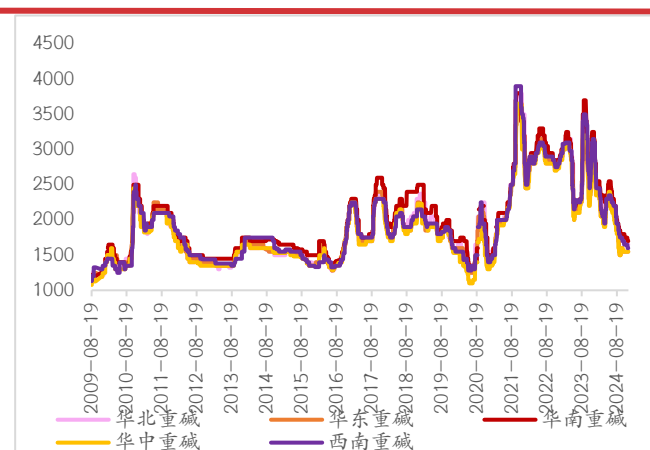


资料来源：Mysteel、iFind、光大期货研究所

图表 4：轻碱价格走势图（元/吨）



图表 5：重碱价格走势图（元/吨）



资料来源：iFind、光大期货研究所

## 二、2025 年纯碱供增需减，宽松程度进一步扩大

2024 年纯碱行业景气度进一步下行，高开工、高库存、弱需求是行业长期面临的困境。一方面，新增产能不断投放，纯碱供需转向宽松格局，且过剩幅度不断扩大；另一方面，下半年需求的超预期走弱也在加剧纯碱宽松格局的程度。

### 1、新增产能仍将不断投放，纯碱产量持续提升

2024 年纯碱行业产能在 2023 年大增的基础上进一步提升，2024 年全年行业预计有 490 万吨产能新增计划，目前仍有 170 万吨待落实。倘若年底前产能如期投放，则今年行业总产能将达到

4148 万吨，增长幅度达到 13.40%，创近十年最高水平。

图表 6：2024 年纯碱行业新增产能

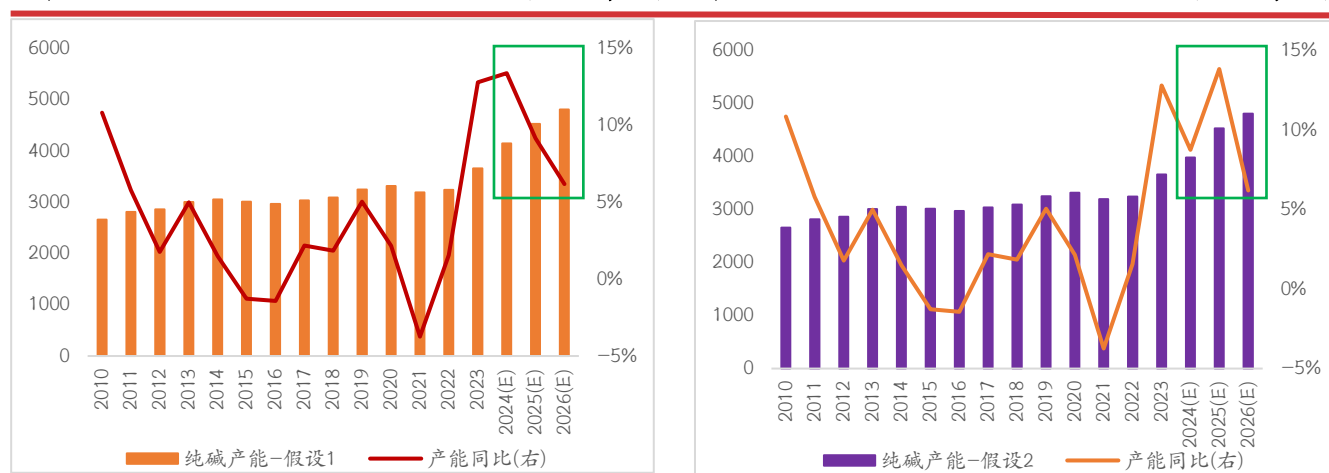
企业	工艺	产能 (万吨)	投产时间	备注
内蒙古博源集团	天然碱	200	2024 年一季度	一期项目三四线 2023 年底投产，产量落实在 2024 年初
金山化工	联碱	50	2024 年二季度	项目扩产
阜丰味精	联碱	30	2024 年二季度	味精企业自用轻碱，暂不外售
重庆湘渝	联碱	10	2024 年三季度	扩产项目 20 万吨，2023 年已实现 10 万吨
中天碱业	天然碱	30	2024 年四季度	此前投产后未出产品，实际产量预计体现在年底
连云港德邦	联碱	60	预计 2024 年 12 月	/
连云港碱业	联碱	110	预计 2024 年 12 月	2021 年年底退出市场，2024 年底计划重启

资料来源：卓创资讯、隆众资讯、光大期货研究所

考虑到产能投放存在不确定因素，尚未落实的 170 万吨产能对纯碱的供应增量将大概率体现在 2025 年。若剩余产能投放延迟，则 2024 年纯碱产能增速将下调至 8.75%。

2025 年之后行业仍有大量产能投放，增速根据今年产能落实情况存在差异。假设今年剩余的 170 万吨产能如期投放（假设 1），则 2025 年纯碱行业新增产能预计为 380 万吨、2026 年新增产能预计为 280 万吨，产能增速分别回落至 9.16%、6.18%。倘若今年剩余产能推迟至 2025 年投放（假设 2），则 2025 年、2026 年纯碱行业产能增速将分别为 13.83%、6.18%。如此一来，2025 年将成为纯碱行业产能增速最高的一年。

图表 7：纯碱产能及同比增速—假设 1（万吨；%）图表 8：纯碱产能及同比增速—假设 2（万吨；%）



资料来源：卓创资讯、光大期货研究所

图表 9：2025 年及以后纯碱行业潜在新增产能

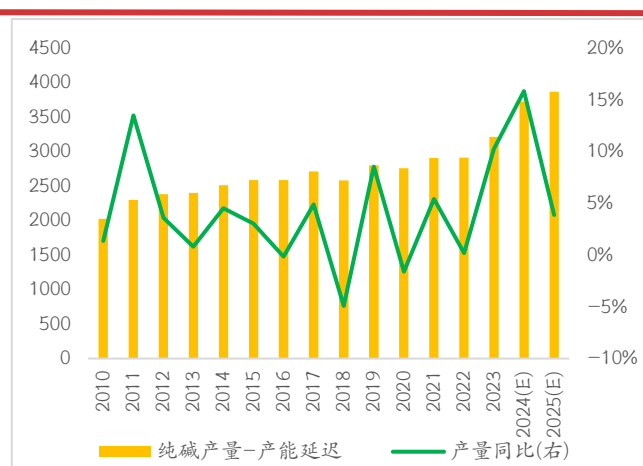
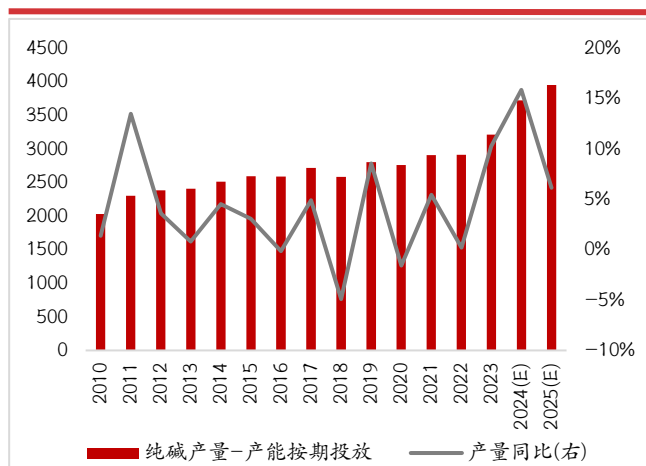
年份	企业	工艺	产能(万吨)	投产时间	备注
2025	湖北双环科技	联碱	30	预计 2025 年下半年	/
	应城新都	联碱	70	预计 2025 年下半年	合成氨项目，纯碱产能待验证
	内蒙古博源集团	天然碱	280	预计 2025 年底	二期项目
2025-2026	金山化工	联碱	200	预计 1-2 年左右	项目所在地为湖北潜江
	雪天碱业	联碱	80	预计 2026 年	/

资料来源：卓创资讯、隆众资讯、光大期货研究所

无论年底之前产能落实程度如何，目前待投放的新增产能对纯碱供应的影响都将体现在 2025 年。尽管截至目前为止全年产量并未体现全部产能增量，但依旧不改当前纯碱供应量高速增长的事实。预计 2024 年纯碱产量为 3725 万吨，同比增幅达到 15.86%，再创历史新高。

2025 年的实际供应压力除了包含今年延迟的产能之外，还包含明年产能增量。博源集团二期产能预计明年年底投放，暂不对 2025 年供应产生影响。明年下半年湖北双环、应城新都产能若顺利投放，叠加今年年底 170 万吨产能对应的大约 145 万吨产量增量，则 2025 年纯碱产量将提升约 230 万吨，上半年占 63%，下半年占 37% 左右（年度开工率按 85% 计算），纯碱年度产量增速仍接近 6.2%。乐观情况下，若明年湖北双环、应城新都产能投放延迟或改投其他产品，则 2025 年纯碱供应增量仅为今年转结的 170 万吨，则明年纯碱产量提升幅度仅 144.5 万吨（年度开工率按 85% 计算），产量增速也将回落至 3.88%。

图表 10：纯碱产量及增速-悲观预计（万吨；%） 图表 11：纯碱产量及增速-乐观预计（万吨；%）



资料来源：卓创资讯、光大期货研究所

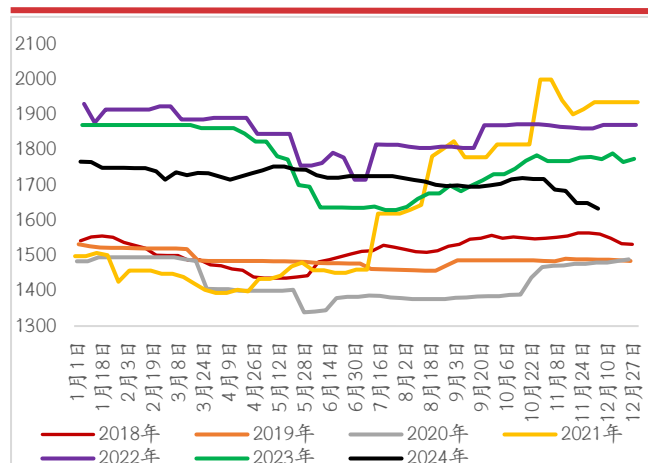


## 2、行业进入负利润时代，低价竞争更加激烈

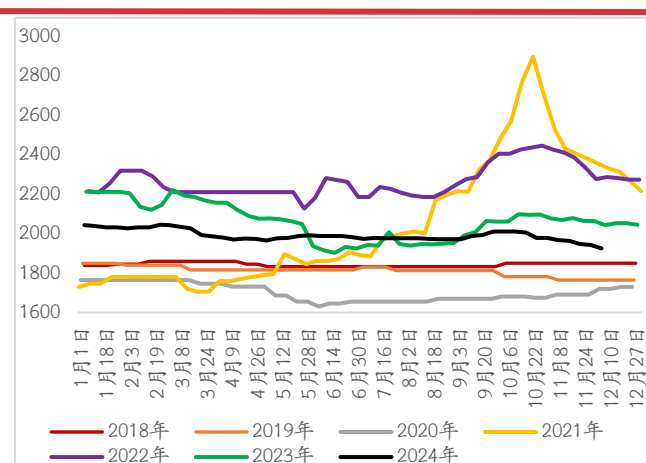
纯碱行业自 2021 年 10 月开始进入高利润周期，氨碱利润一度超 1800 元/吨，联碱双吨利润最高超 2300 元/吨，2024 年之后纯碱行业进入百元利润时期。即便是经历了一轮价格大幅下跌，氨碱企业也能够在今年前 9 个月的时间里维持 412 元/吨的周均利润，联碱企业同时期维持 660 元/吨的周均利润。9 月中旬之后，氨碱、联碱企业进入全面亏损阶段。

由于纯碱行业经历了近三年的高利润阶段，当前亏损数十元的幅度尚不足以导致企业现金流紧张。另外，天然碱成本低下，目前仍保有一定利润空间，生产动力充足。氨碱和联碱即便在微幅亏损的情况下也需要与天然碱企业竞争市场份额。因此，行业明年仍难以看到大规模产能淘汰。除此之外，在天然碱仍有较大成本优势的情况下，纯碱行业的低价竞争将更加激烈。

图表 12：氨碱企业成本（元/吨）

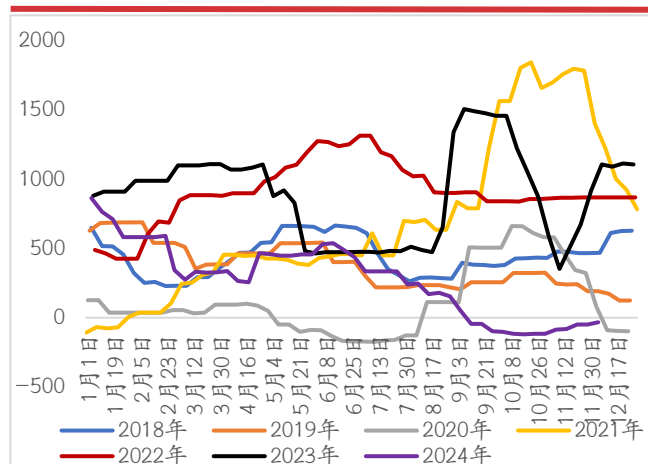


图表 13：联碱企业成本-双吨（元/吨）

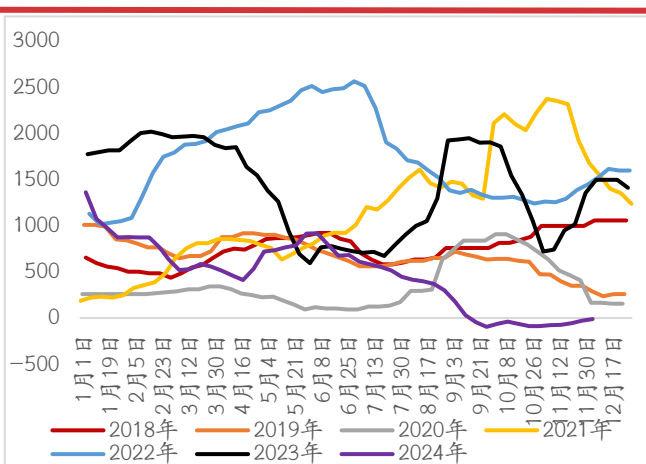


资料来源：Mysteel、光大期货研究所

图表 14：氨碱企业毛利（元/吨）



图表 15：联碱企业毛利-双吨（元/吨）



资料来源：Mysteel、光大期货研究所

图表 16：核心上市公司纯碱产品成本及利润数据概览

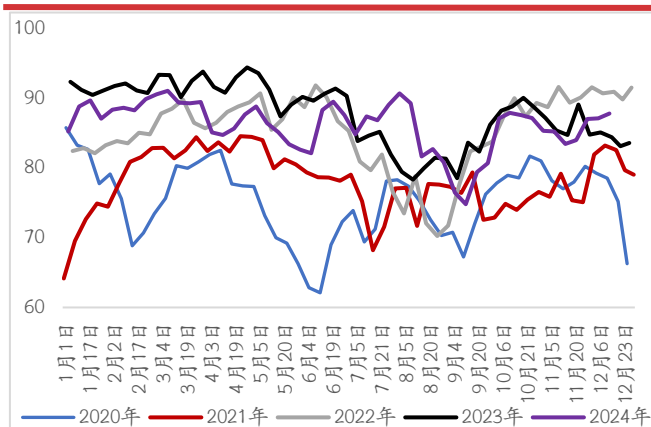
公司名称	营收(万元)	成本(万元)	毛利(万元)	毛利率	产量(万吨)	根据中报数据测算 单吨生产成本(元/吨)	工艺
远兴能源	392362.66	171043.9	221318.76	56.41%	271.94	628.98	天然碱法
山东海化	272231.43	230471.28	41760.15	15.34%	161.81	1424.33	氨碱法

资料来源：上市公司 2024 年中报、光大期货研究所（注：表格中成本仅为生产成本，非完全成本）

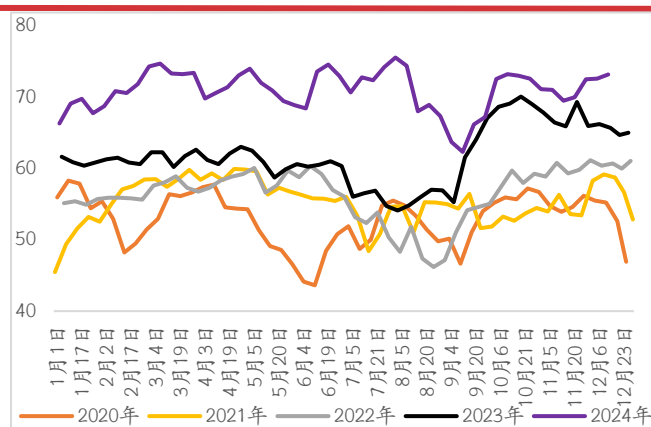
### 3、生产水平季节规律减弱，未来调节负荷缓解压力或成途径之一

2024 年上半年纯碱企业仍保有一定利润水平，生产积极性偏高，即便在 4-5 月市场交易提前检修逻辑时纯碱开工水平也未明显下降。6-7 月高温期纯碱行业检修力度被 4-5 月的提前检修抵消，后期又被 9 月之后的延迟检修分散，生产水平季节性规律大幅减弱。

图表 17：纯碱周度开工率（%）

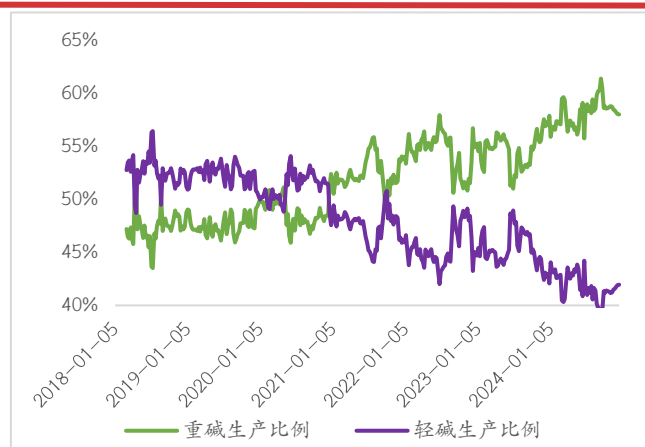
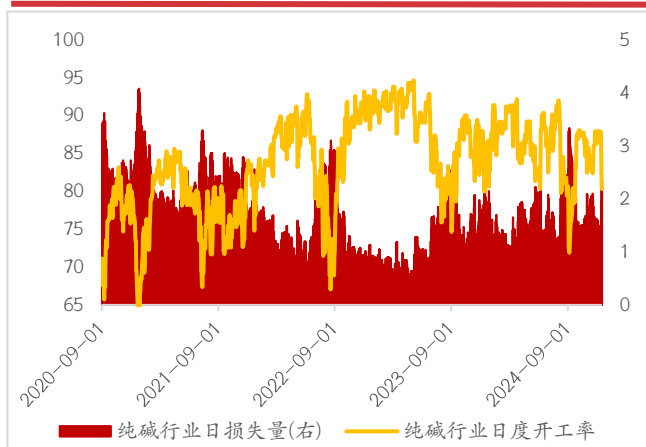


图表 18：纯碱周度产量（万吨）



资料来源：Mysteel、光大期货研究所

图表 19：纯碱日度开工及日损失量（%；万吨） 图表 20：轻、重碱周度生产比例（%）



资料来源：Mysteel、光大期货研究所

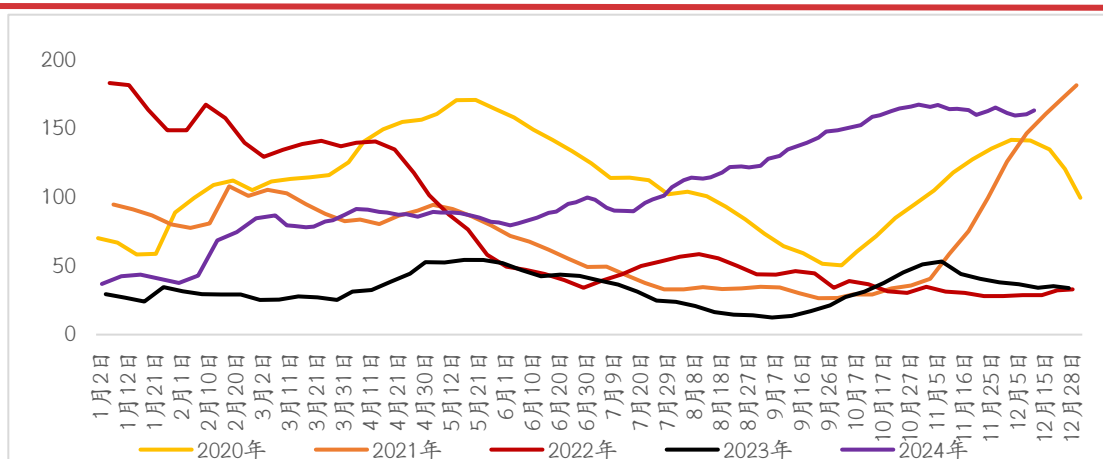
即便是9月中旬纯碱生产水平降至年度最低点、近几年同期第二低位时，纯碱周产量也仍维持同比最高位。这意味着纯碱开工率的下降对纯碱实际供应量的影响力度在减弱，也意味着即使在检修高峰期，纯碱开工率的大幅下降也不能抵消近两年产能增加的全部压力。换言之，以往纯碱供给明显下降给期货、现货价格带来强劲上涨驱动的情况将不复存在，市场对纯碱供应下降的敏感度也在持续降低，这一点从今年6-9月检修高峰期纯碱期、现价格都出现明显下跌便可验证。

2025 年纯碱新增产能继续投放，行业低价竞争也愈加激烈。碱厂一方面为了维持市场份额不得不维持高生产水平，另一方面又迫于经营压力，在检修周期或将如期甚至提前进行年度大修，以期通过调节生产水平缓解压力。这样的矛盾将导致 2025 年纯碱生产水平波幅进一步加大，但可操作空间也更大，非常时期可通过降低负荷来对冲过高的失衡状态。

#### 4、企业库存反季节性波动，产业链压力将继续攀升

2024 年全年纯碱企业库存几乎都处于增加阶段，增幅前后存在分化。上半年企业库存水平整体可控，仅春节前后出现阶段性累库，3 月至 6 月企业库存便保持相对平稳状态波动。7 月中旬之后企业进入反季节性累库趋势，在往年三季度纯碱本该是去库周期，但今年的持续累库侧面印证行业供需格局不断恶化的情况在持续兑现。10 月之后企业累库幅度虽有所放缓，但生产端库存已达到五年来的绝对高位，这将导致 2025 年开年纯碱市场仍面临超高库存压力。

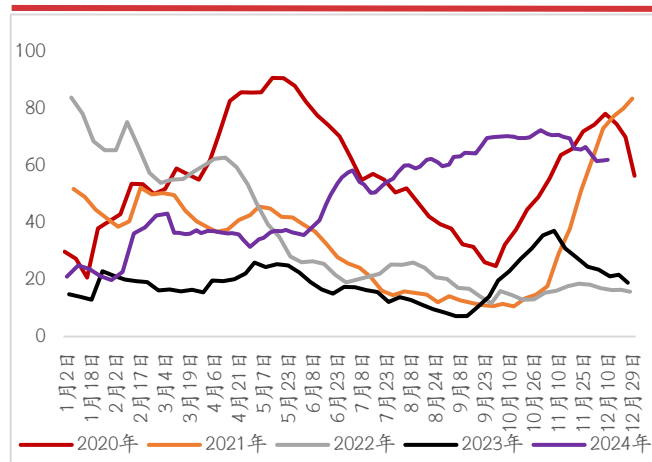
图表 21：纯碱企业库存（万吨）



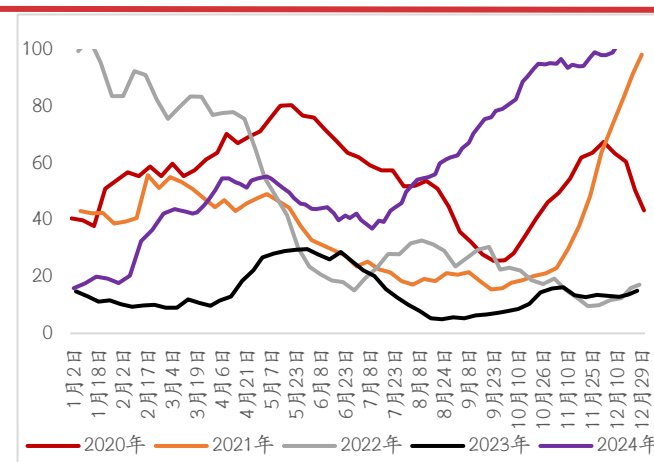
资料来源：Mysteel、光大期货研究所



图表 22：轻碱企业库存（万吨）



图表 23：重碱企业库存（万吨）

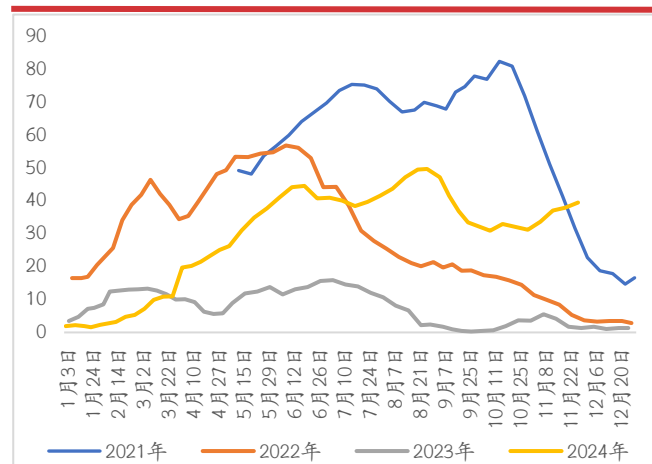


资料来源：Mysteel、光大期货研究所

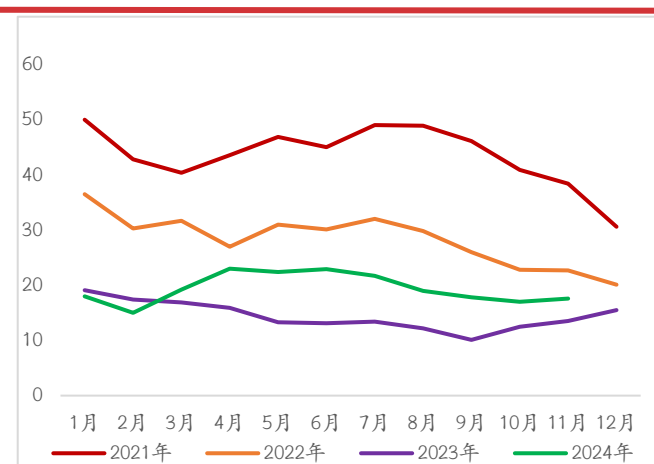
另外，今年的高库存和 2020 年末、2021 年末的高库存有本质区别。后两者一个是处于全球公共卫生事件管控期间，外界客观因素所导致的超预期累库，而另一个则是在纯碱行业景气周期内，企业年末主动累库以期待来年行情更好时掌握更多货权和利润主导权。相比之下，今年纯碱库存累积更多是供需逐步失衡所导致的被动累库，企业面临巨大的库存压力。

纯碱社会库存今年也一改此前长期低位运行状态。相较于 2023 年最高 15.9 万吨库存水平，今年二季初中社会环节库存已达到 20 万吨附近的同比高位，随后社会库存持续累积至 8 月末的年内高点，绝对水平近 50 万吨。临近年底，纯碱社会库存仍处于近几年最高位。当前纯碱市场信息较为透明，厂家、期现商价格与盘面难以出现较大升贴水，这将意味着 2025 年纯碱社会环节库存或难以出现超预期趋势，整体或维持相对可控水平波动。

图表 24：纯碱社会环节库存（万吨）



图表 25：下游玻璃厂原料库存天数（天）



资料来源：卓创、公开资料、光大期货研究所

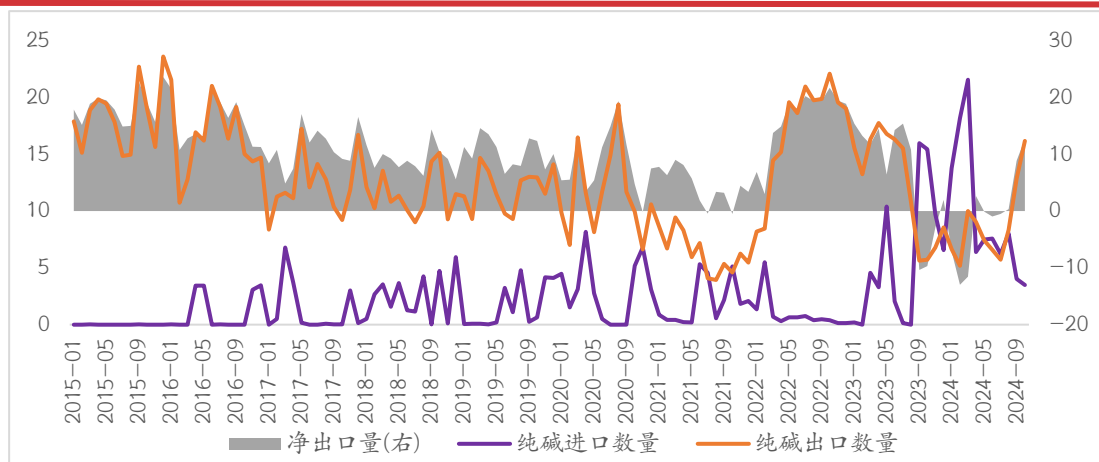
下游浮法玻璃企业对原料纯碱不再进行大量囤积,全年行业可用原料天数在 20 天附近波动,较 2023 年明显提升。一方面,纯碱下游企业仍将维持一定原料数量,以避免再度出现原料紧缺、窑炉断料风险;另一方面,纯碱供需压力将继续提升,市场货源充足,下游也难以大规模采购纯碱。这将导致下游环节的纯碱库存明年仍难以出现明显增长,但风险也将来自于玻璃产线进一步冷修导致下游进一步削减原料库存储备。

综合纯碱产业链各环节库存情况来看,明年社会环节、下游环节库存波动幅度或相对有限,但在纯碱宽松格局进一步加剧的情况下,产业链整体仍将保持累库趋势,且压力仍将主要集中在生产企业环节。另外,当前库存数据统计并未包含隐性库存,其他如贸易商环节、在途运输、光伏玻璃及轻碱下游原料库存也未涉及,因此产业链整体面临的库存压力或远超目前数据统计水平。

#### 4、出口或成为缓解国内压力的主要途径

2024 年上半年我国仍是阶段性纯碱净进口国,1-7 月净进口数量 30.62 万吨,对比 2023 年同期净出口数量 90.79 万吨,相当于进出口环节在今年前七个月就给国内市场提供了 121.41 万吨供应增量。8 月进出口格局再度扭转:进口大幅下降、出口大幅增加,我国也再度回归纯碱净出口国。10 月纯碱进口量降至 3.5 万吨,出口量提升至 16.17 万吨,二者均已恢复至 2023 年以前常态化水平。但是,1-10 月我国纯碱累计进口数量 96.70 万吨,累计出口数量 87.90 万吨,净进口仍有 8.8 万吨。11-12 月若进出口维持 10 月相当水平,则今年我国仍将处于净出口状态。

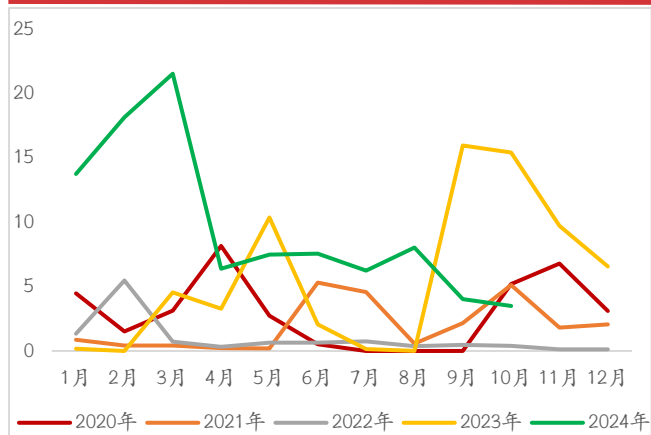
图表 26: 纯碱净出口量 (万吨)



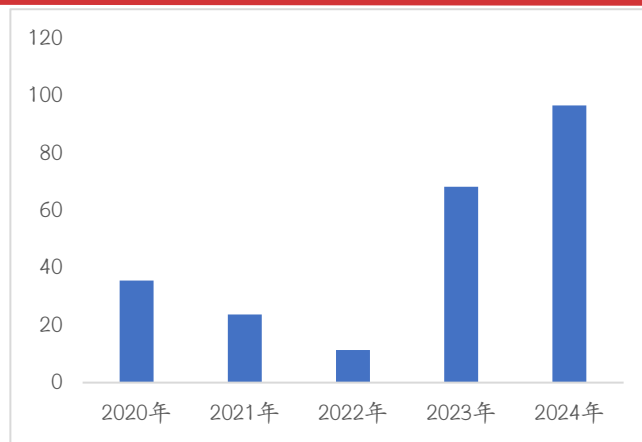
资料来源: Mysteel、光大期货研究所

(注: 2024 年进出口数量、均价等数据均截至到 10 月份,下同)

图表 27：纯碱进口量季节性（万吨）

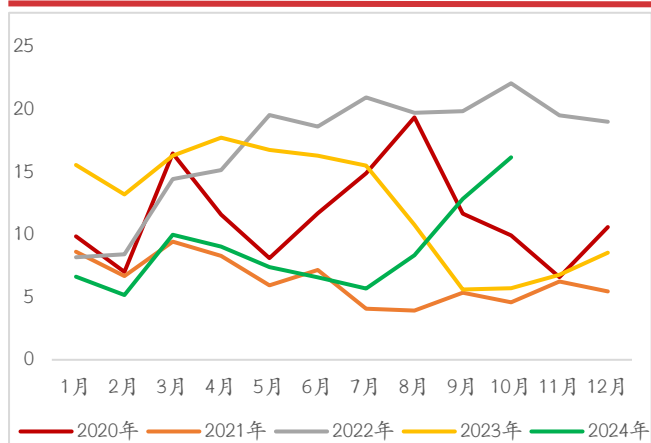


图表 28：纯碱年度进口量（万吨）

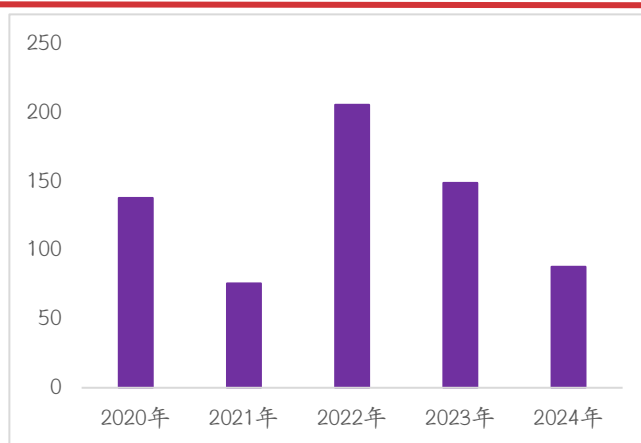


资料来源：Mysteel、光大期货研究所

图表 29：纯碱出口量季节性（万吨）

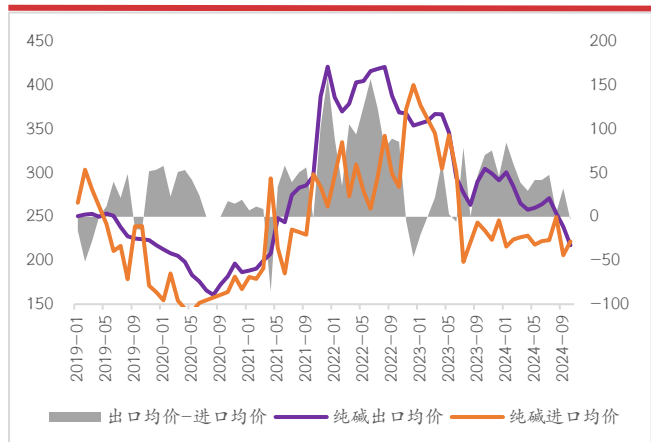


图表 30：纯碱年度出口量（万吨）

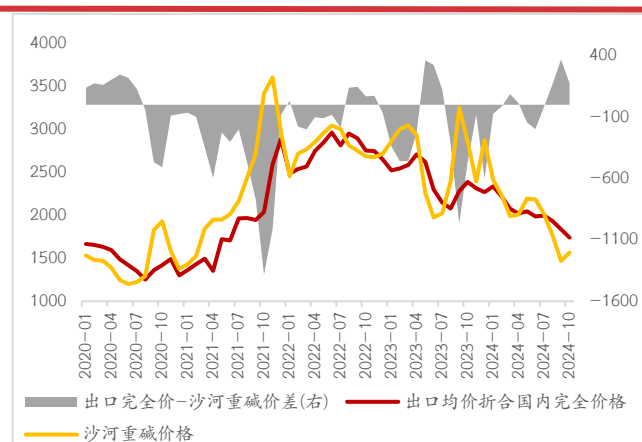


资料来源：Mysteel、光大期货研究所

图表 31：纯碱出口-进口价差（美元/吨）



图表 32：出口价格-沙河价差（元/吨）



资料来源：iFind、Mysteel、光大期货研究所

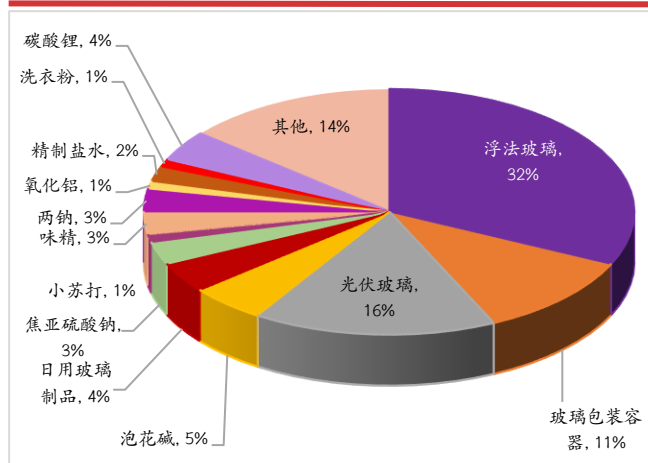
2025 年纯碱进出口格局有望进一步扭转，我国全年仍可能维持纯碱净出口格局。一方面，国际市场面临美元强势、国内人民币贬值预期，相较于美国纯碱，中国纯碱在国际市场上竞争力将有所提升；另一方面，在国内供需压力增大、价格竞争激烈的同时，碱厂主动寻求出口机会来缓解国内压力也将成为大势所趋。

根据过去十年纯碱出口情况来看，仅 2015 年、2022 年年度出口超过 200 万吨，其他年份出口多数在 130-150 万吨区间。即便今年出口量明显回落，全年出口预计也将达到 120 万吨附近。考虑到 2025 年国际市场变化及国内纯碱供需情况，可充分上调对 2025 年纯碱出口预期至 180 万吨，乐观情况下不排除冲击 200 万吨的可能。反之，纯碱年度进口数量或回落至 50 万吨以下甚至更低水平。按此结果推算，2025 年我国纯碱净出口量乐观情况下将达到 170 万吨，即使不及预期也将维持在 130 万吨附近，对国内供需压力缓解大有裨益。

## 5、需求增速将由正转负，轻重碱消费趋势有分化

纯碱下游需求占比最大的仍是玻璃行业，其中包含浮法玻璃、光伏玻璃以及日用玻璃等行业，重碱下游以浮法玻璃和光伏玻璃为主，今年占纯碱下游消费的比例分别为 32%、16%。按照 1-11 月浮法玻璃和光伏玻璃平均日熔量计算，2024 年全年纯碱消费量预计为 3431.34 万吨，同比增幅 10.53%，略超预期，但与产量增速 15.86%相比仍偏慢 5.33 个百分点。全年需求增量主要来自重碱下游光伏玻璃，轻碱下游碳酸锂、味精及两钠行业，消费减量主要来自浮法玻璃、玻璃包装容器、小苏打等行业。

图表 33：2024 年纯碱下游消费占比



图表 34：纯碱主要下游需求占比变化

下游板块	2023 年	2024 年	变化
浮法玻璃	34%	32%	-2%
玻璃包装容器	12%	11%	-1%
光伏玻璃	14%	16%	+2%
小苏打	2%	1%	-1%
味精	2%	3%	+1%
两钠	2%	3%	+1%
精制盐水	3%	2%	-1%
碳酸锂	3%	4%	+1%
其他	13%	14%	+1%

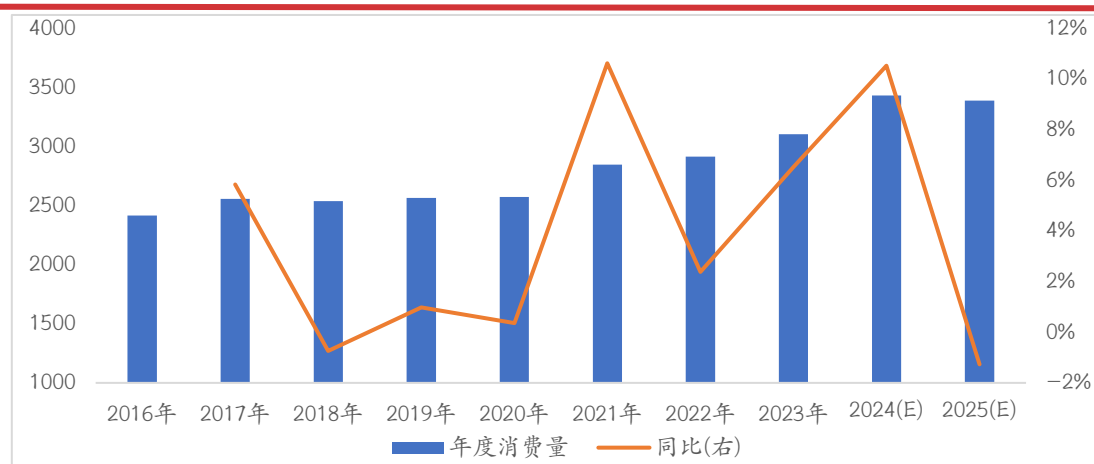
资料来源：卓创资讯、光大期货研究所

由于光伏玻璃当前经营状况未有明显改善，产能出清或继续推进，考虑到部分新建产线及部分堵窑产线将适时生产，对冲部分光伏产量缩减，预计 2025 年光伏行业日熔量整体存在 5% 左右的下降空间。浮法玻璃行业将同时面临产线冷修和新增产线投产，2025 全年日熔量均值较今年下降 6% 左右。由于 2024 年上半年光伏玻璃和浮法玻璃在产产能基数高，拉高全年均值水平，故二者产能分别下滑 5%、6% 之后与目前年底在产产能水平差异不大，这意味这光伏玻璃和浮法玻璃对纯碱需求进一步下滑的空间有限。

轻碱下游较为分散，2025 年需求增量仍来自于碳酸锂、氧化铝等行业，初步预计明年二者对轻碱需求增量分别为 18 万吨、80 万吨，但由于部分下游行业对轻碱需求的缩减将抵消碳酸锂等行业的需求增量，2025 年轻碱需求预计增加 49 万吨左右。

综合重碱和轻碱需求，预计 2025 年纯碱消费量将下降 1.27% 至 3387.81 万吨，其中，重碱需求下降 5.62%，轻碱需求提升 2.75%。

图表 35：纯碱年度消费量及同比变化（万吨；%）



资料来源：Mysteel、光大期货研究所

### 三、玻璃需求短期仍偏弱，长期终端有望缓慢触底回升

2024 年玻璃期、现价格同步下跌，但二者节奏有所不同。期货价格从年初高点持续下行，全年跌幅近 30%。玻璃主力合约 9 月中旬低点一度接近 1000 元/吨，4-5 月、9 月底-10 月期价虽有阶段性反弹，但多以宏观及政策提振为主、供应下降为辅。

现货价格长期处于下跌趋势，即便二季度期货价格快速反弹也未能带动现货价格上涨。9 月底在宏观政策不断刺激下，主流地区产销好转，沙河 5mm 市场价跌至 1000 元/吨附近触底反弹，

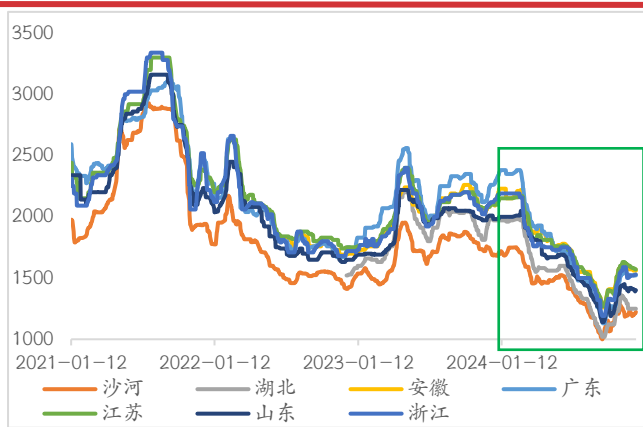


近一个半月上涨 28.4%，同期湖北 5mm 市场价上涨 33.33%。11 月中下旬处于政策真空期，且基本面驱动，玻璃现货价格再度下跌，沙河、湖北 5mm 大板市价全年跌幅分别约为 27.14%、36.55%。

图表 36：玻璃期货主力合约收盘价（元/吨）



图表 37：5mm 大板玻璃现货价格（元/吨）



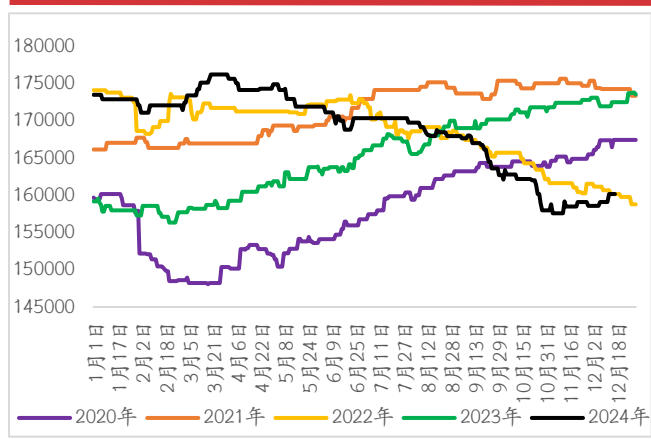
资料来源：iFind、Mysteel、光大期货研究所

## 1、玻璃在产产能或已见底，2025 年变化幅度有限

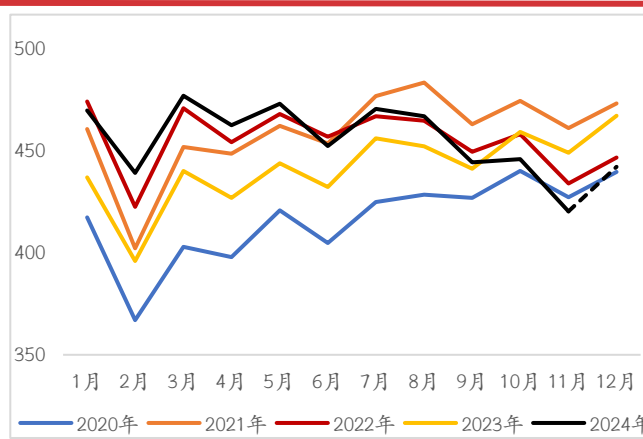
2024 年前三个月玻璃日熔量仍处于上升通道，最高于3月中下旬达到17.62万吨的历史高位，随后在行业利润不断萎缩的影响下，产线开始停产、冷修，带动在产产能快速回落。9 月底玻璃在产日熔量降至五年最低水平，11 月以来日熔量维持 15.8-16 万吨附近波动。

2024 年 1-11 月浮法玻璃在产日熔量均值 16.96 万吨，同比小幅提升 1.41%；1-11 月浮法玻璃产量 5024.54 万吨，同比增幅 3.90%。玻璃供应增量部分主要来自于上半年历史偏高的生产水平，拉高全年供应均值。预计全年玻璃产量增加 3.07%至 5466.89 万吨。

图表 38：浮法玻璃在产日熔量（吨/天）



图表 39：浮法玻璃月度产量（万吨）



资料来源：Mysteel、卓创资讯、光大期货研究所

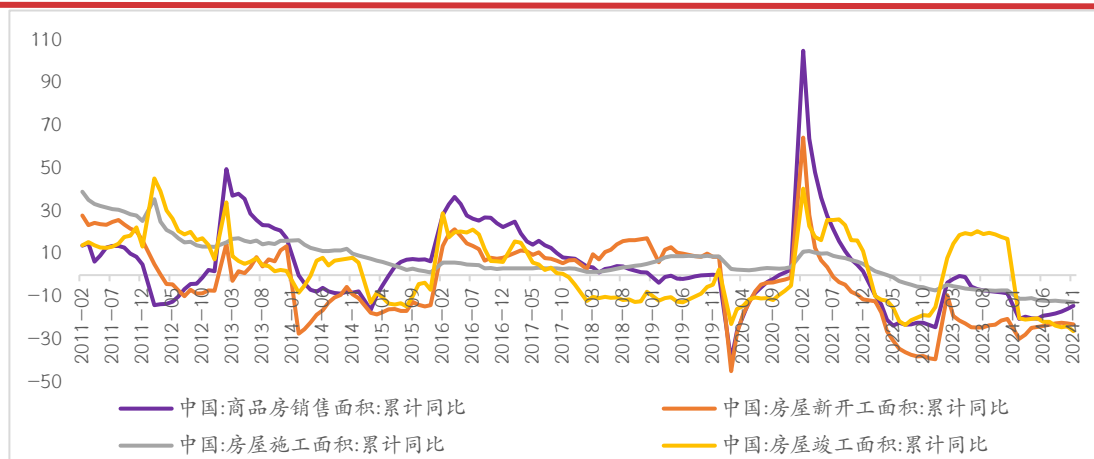
2024 年玻璃供应水平的快速下降成为市场主要支撑之一，2025 年浮法玻璃行业虽然仍处于产线冷修和复产交替进行的阶段，但当前玻璃供应水平或已见底，对市场的支撑力度也将逐步减弱。根据现有数据测算，预计 2025 年玻璃在产日熔量平均水平将较今年下降 6% 左右，年度均值回落至 15.94 万吨左右，上下方保有一定波动空间。如前文所述，今年玻璃日熔量均值被上半年水平拉高，即便 2025 年降幅明显，但年度均值与今年年底日熔量 15.91 万吨相比，仍略微回升，对应玻璃供应增量约 0.19%。因此，2025 年全年玻璃产量或小幅提升至 5477.28 万吨。

## 2、地产需求继续下降，二手房家装、电子产品、家电消费将对冲需求降幅

2024 年玻璃终端需求继续低迷，商品房相关数据全年仍处于累计同比负增长状态。统计局数据显示，1-11 月国内商品房销售面积累计同比降幅 14.3%、房屋新开工、施工及竣工面积累计同比降幅分别为 23%、12.70%、26.20%。

2020 年之后国内房屋新开工面积进入同比负增长阶段，2022 年下半年降幅持续扩大。2023-2024 年新开工面积降幅整体虽有收窄，但同比降幅仍超 20%。按照新开工到竣工传导周期 18-24 个月测算，2025-2026 年地产竣工面积仍处于负增长状态，导致地产对玻璃消费继续下降。

图表 40：地产数据累计同比增速（%）



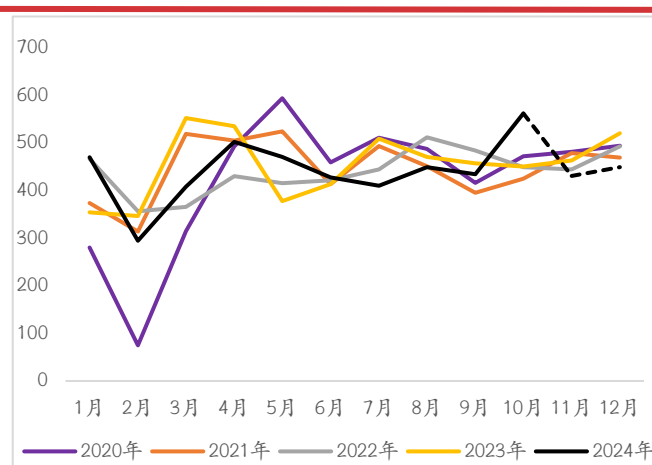
资料来源：Mysteel、光大期货研究所

受制于终端需求疲软，玻璃消费量也将随之下降。2024 年 1-10 月国内浮法玻璃消费量合计 4426.10 万吨，同比降幅 0.85%。11 月-12 月虽有年底赶工需求支撑，但东北等地区需求已经结束，且部分下游存在提前停工放假计划，玻璃消费水平年底前将有所回落。据测算，2024 年全年玻璃消费水平预估约为 5305.40 万吨，同比下降 2.61% 左右。

图表 41：浮法玻璃年度消费量（万吨）



图表 42：浮法玻璃月度消费量及季节性（万吨）



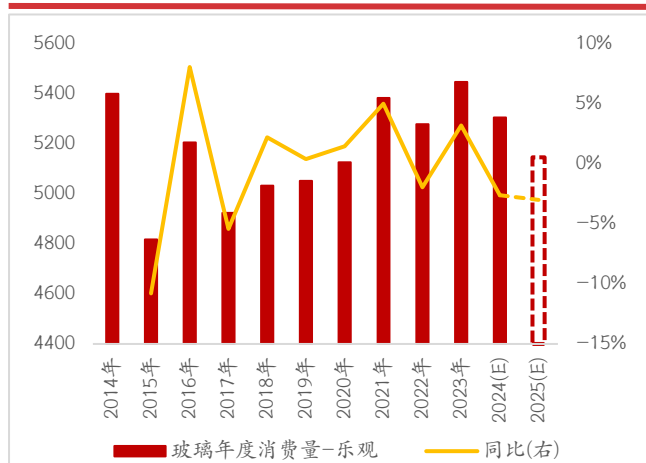
资料来源：卓创资讯、光大期货研究所

2024 年 12 月中央政治局会议提出，“2025 年将实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求”，“实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充实完善政策工具箱，加强超常规逆周期调节，打好政策‘组合拳’”，“稳住楼市股市”，“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”。在一系列政策刺激下，地产行业已经具备止跌回稳的客观条件，只是落实至产业链、地产数据全面进入同比正增长状态仍需数年时间方能见效。

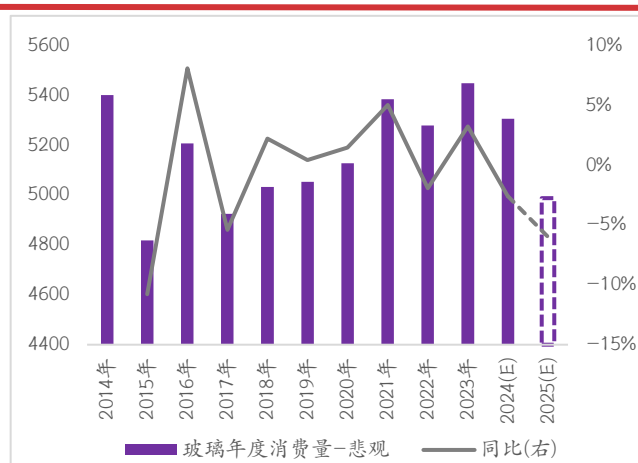
好的方面在于，在政策不断刺激下，二手房家装需求、“以旧换新”等补贴政策有望带动部分平板玻璃置换需求、汽车、电子产品及家电等消费回暖，对冲部分地产行业对玻璃消费水平的下降幅度。

市场对于 2025 年玻璃需求表现意见分歧较大，但多数态度仍偏悲观。预计明年玻璃需求仍将继续下降，但区别则是降幅多少的问题。经初步计算，相对乐观情况下，若地产及家电消费政策落实顺利，2025 年玻璃消费水平降幅将在 3% 左右；悲观情况下，则 2025 年玻璃需求降幅或将达到 6%。以上两种情况对应玻璃消费水平分别为 5146 万吨（-159.17 万吨）、4987 万吨（-318.32 万吨）。

图表 43：玻璃 2025 年消费预计-乐观（万吨）



图表 44：玻璃 2025 年消费预计-悲观（万吨）

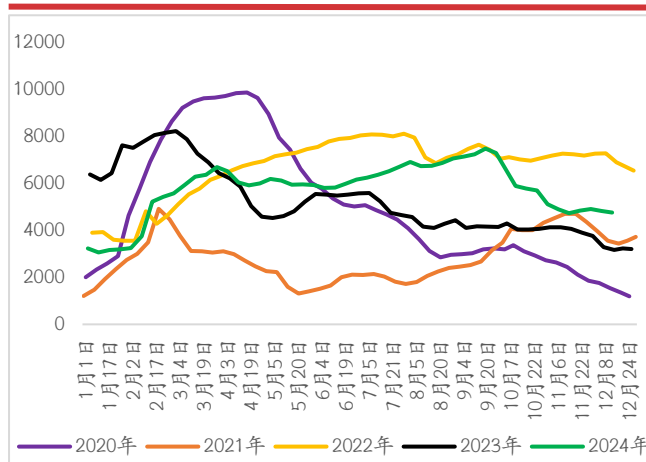


资料来源：卓创资讯、光大期货研究所

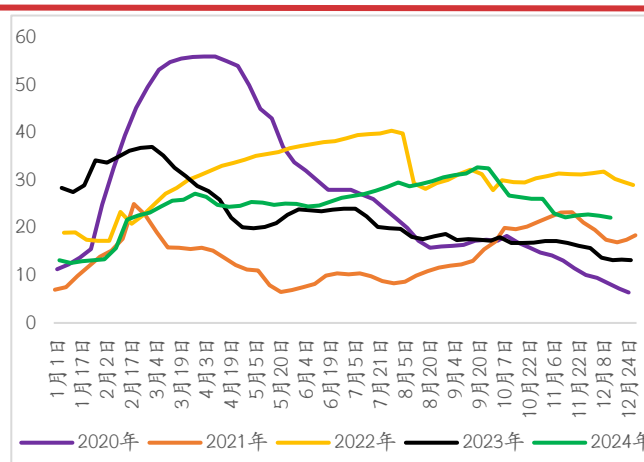
### 3、2025 年玻璃库存趋势取决于出口变化

2024 年玻璃行业库存处于中高水平波动，9 月底在市场情绪不断好转带动下，中下游提货积极性明显提升，带动玻璃企业库存明显去化，但玻璃的库存去化主要以转移至中下游为主，且玻璃消费量的持续下滑也将限制企业库存的进一步去化。截至 12 月中旬，玻璃企业库存 4762.5 万重箱，较 2023 年年底增幅 48.54%。

图表 45：浮法玻璃企业库存（万吨）



图表 46：玻璃企业库存可用天数（天）



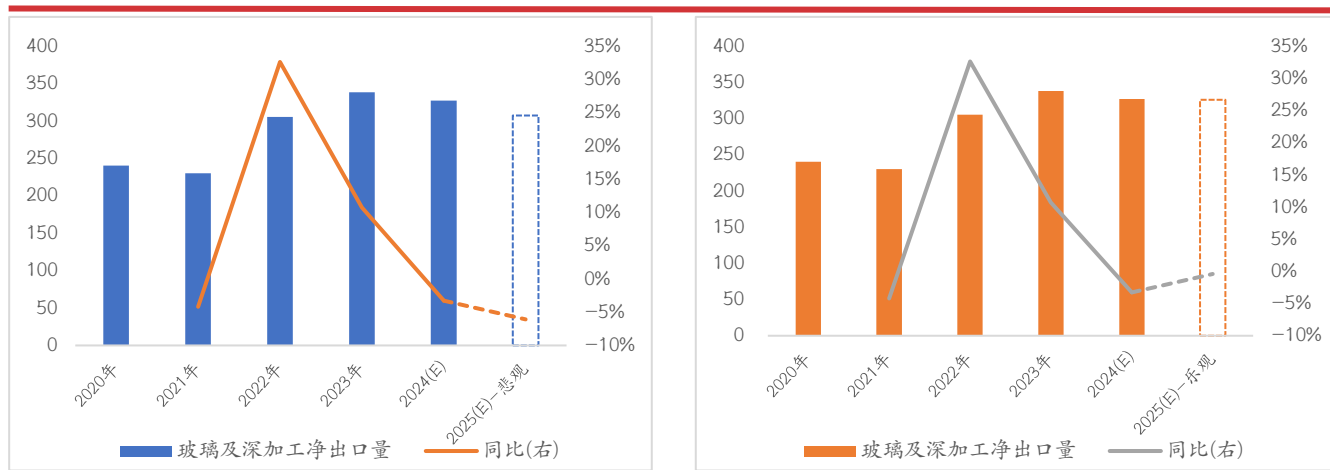
资料来源：Mysteel、光大期货研究所

2025 年玻璃供应变化幅度暂忽略不计，仅需求下滑幅度便足以让 2025 年玻璃再度进入高库存状态，但是，市场容易忽略的一个点在于玻璃及深加工产品的进出口影响。原片玻璃近两年净

出口量多维持在 46-47 万吨左右，绝对水平不高且难以扭转国内玻璃颓势。但若考虑到深加工产品的进出口，折算成原片进出口量，则将大幅缓解国内玻璃供需压力。

初步预计 2024 年玻璃及其深加工产品折合原片净出口数量约 327.3 万吨，同比下降 3.26% 左右。2025 年出口存在较多变数，一方面，国际市场美元强势、国内人民币贬值预期加强，我国玻璃及加工品出口竞争力将有所提升；另一方面，国际市场部分地区贸易摩擦或将阻碍我国出口机会，我国进出口格局面临较大变化。综合考虑各方因素，初步预计悲观情况下 2025 年我国玻璃及深加工产品折合原片净出口数量 307.4 万吨，同比下降 6%；乐观情况下净出口或能达到 326 万吨，较今年变化幅度甚微。

图表 47：玻璃及深加工净出口量-悲观（万吨） 图表 48：玻璃及深加工净出口量-乐观（万吨）



资料来源：Mysteel、光大期货研究所

综上，2025 年出口也将成为决定玻璃供需格局的关键因素之一。乐观情况下，玻璃及其深加工产品的出口能够抵消国内需求下降幅度，进而带动玻璃全年供需基本达到平衡状态，库存仅略微累积。在悲观情况下，出口对于缓解国内玻璃消费水平下降力度有限，玻璃供需差值将达到 183 万吨左右，过剩量也将进一步体现在库存压力上。

## 四、回顾及未来展望

### 1、2024 年纯碱宽松格局不断兑现

2024 年纯碱市场从紧平衡逐步转向宽松，且宽松程度不断扩大。行业全年新增产能 490 万吨，同比增速 13.4%。年底前仍有 170 万吨产能待落实，此部分增量将体现在 2025 年产量上。2024 年纯碱产量预计为 3725 万吨，同比增速 15.86%。纯碱产能、产量增幅均达到历史新高，成为助推



供需宽松的主因之一。

2024 年纯碱消费量在重碱需求持续下降的情况下预计仍有 10.53% 的增速，绝对水平提升至 3431.34 万吨。与产能产量相比，纯碱需求增速仍偏慢 5.33 个百分点，且下半年重碱需求超预期下滑成为其宽松格局加剧的第二推手。

2024 年纯碱进出口格局转换，我国成为阶段性纯碱净进口国。即使 8 月之后进口数量大幅下降、出口数量大幅增加，但 1-10 月我国纯碱净进口数量仍有 8.8 万吨，相当于在本就宽松的格局中再给国内市场增加 8.8 万吨供应。

在供应提升速度高于需求增速的状态下，纯碱企业加速累库。企业库存全年提升约 126.5 万吨，库存水平达到五年来绝对高位。今年库存累积主要是供需逐步失衡所导致的被动累库，企业面临巨大的去库压力，不得不持续降价以维持市场份额。沙河地区重碱市场价格从年初高点 2750 元/吨下降至 12 月中旬的 1400 元/吨，价格基本腰斩。纯碱行业也结束高利润时代，氨碱、联碱企业已进入全面亏损阶段。

## 2、2025 年纯碱过剩程度持续扩大，低价竞争也更加激烈

2025 年纯碱行业仍将面临今年转结的 170 万吨产能增量以及明年将落实的 100 万吨产能增量，远兴二期项目产量或体现在 2026 年，暂不对 2025 年供应产生压力。若产能落实到位，2025 年纯碱行业产量将增加 230 万吨左右，增速回落至 6.2%；但若明年 100 万吨产能延迟或投放其他产品，则纯碱产量增速将下滑至 3.88%，产量仅提升 144.5 万吨左右。

纯碱需求仍将下滑，光伏行业在产日熔量均值 2025 年预计将有 5% 的下降空间，浮法玻璃行业年均日熔量将有 6% 的下滑空间。轻碱需求相对分散，2025 年增量仍来自于碳酸锂、氧化铝等行业，其他行业或有分化表现，但轻碱需求整体增加约 49 万吨。综合计算后预计 2025 年纯碱消费量将下降 1.27% 至 3387.81 万吨，其中，重碱需求下降 5.62%，轻碱需求提升 2.75%。

在供增需减的情况下，纯碱产业链仍将保持累库趋势，且主要压力仍集中在生产环节。若不考虑隐性库存、贸易及在途货源，从供需差角度计算则纯碱库存压力明年或提升两倍甚至以上。

缓解供需压力的途径之一在于降低行业开工负荷，但在价格竞争愈加激烈的环境下，碱厂为了维持市场份额不得不维持高生产水平，同时又迫于经营压力不得不如期或提前进行年度检修。这样的矛盾将导致 2025 年纯碱生产水平波幅进一步加大，但可操作空间也更大。

缓解供需压力的途径之二在于积极出口。2025 年进出口市场将同时面临美元强势、人民币贬值的双重变化，中国纯碱在国际市场上将更具竞争力。另一方面，在国内压力持续扩大的情况下碱厂也将积极寻求出口机会。预计 2025 年纯碱出口将提升至 180 万吨，乐观情况下不排除冲击 200 万吨的可能，纯碱净出口量有望提升至 130 甚至 170 万吨附近。

即便出口大幅提升，但也难以改变国内纯碱供需压力进一步提升的事实，区别则是过剩程度的高低之分。悲观预计下，2025 年纯碱供需差将超过 400 万吨，乐观情况下供需差也有 300 万吨左右。因此，行业将继续面临更加激烈的价格竞争，纯碱价格也可能冲击天然碱成本线。

图:49：纯碱年度供需平衡表（单位：万吨）

	2023 年	2024 年(E)	2025 年(E)-悲观	2025 年(E)-乐观
产量	3214.40	3725.00	3954.50	3869.5
进口	68.32	103.70	50.00	30.00
总供应	3282.72	3828.70	4004.50	3899.50
出口	148.89	120.90	180.00	200.00
消费量	3104.53	3431.34	3387.81	3387.81
总需求	3253.42	3552.24	3567.81	3587.81
供需差	29.30	276.47	436.69	311.69

资料来源：卓创资讯、光大期货研究所

2025 年纯碱期货价格中枢也将继续下移，主力合约运行中轴预计将从 2024 年的 2000 元/吨下移至 1200-1300 元/吨，上下存在 200-300 元/吨的波动范围。

### 3、2024 年玻璃供应降至低位，宏观政策提振显著

2024 年玻璃全年处于需求偏弱、期现价格双双大幅下跌状态。9 月底之后在宏观政策不断提振下现货成交有所好转，叠加供应水平降至近几年低位，玻璃市场出现阶段性反弹。

2024 年玻璃产能不断下降，在产日熔量自 3 月中下旬高点 17.62 万吨持续回落，年底日熔量降至 15.8-16 万吨附近，全年产量预计增加 3.07%至 5466.89 万吨。

玻璃需求长期受制于终端地产低迷，按照新开工到竣工传导周期 18-24 个月测算，2022-2024 年新开工面积同比负增长状态将导致未来两年竣工面积进一步下降，进而导致地产对玻璃消费进一步下降。预计 2024 年全年玻璃消费水平约为 5305.40 万吨，同比下降 2.61%左右。

不考虑库存增量的情况下，2024 年玻璃供需差约为-165.81 万吨。而抵消产量提升、需求下

降的关键变量在于出口，2024 年全年玻璃及深加工出口量预计为 358.8 万吨，同比虽有 3.18% 的降幅，但对国内供需压力有明显缓解作用。

#### 4、2025 年部分玻璃消费有望好转，出口仍是关键因素

2025 年玻璃在产日熔量均值预计下降 6%，年度均值回落至 15.94 万吨左右。上半年玻璃生产水平处于历史高位，拉高全年产能均值，即便 2025 年玻璃产能下降 6% 后，距离今年年底 15.91 万吨的日熔量差距不大。对应至玻璃产量则变化幅度非常有限，全年产量提升幅度预计仅为 0.19%。

2025 年玻璃需求分歧较大，但市场对地产板块需求继续下降的观点较一致。好的方面则在于，在国家提振消费、稳住楼市等一系列政策刺激下，二手房家装需求、“以旧换新”等补贴政策有望带动部分平板玻璃置换需求、汽车、电子产品及家电等消费回暖，对冲部分地产消费水平的降幅。

2025 年玻璃消费在乐观情况下降幅预计为 3% 左右，悲观情况下需求降幅或达到 6%，二者对应玻璃年度消费分别为 5146 万吨（-159.17 万吨）、4987 万吨（-318.32 万吨）。

从国内供需情况来看 2025 年国内玻璃仍有较大幅度过剩，但决定整体供需格局的变量也仍在于出口环节。受制于国际政局及贸易格局的变化预期，我国也将出台更有利的政策对应不利影响，但玻璃进出口仍面临较大变数。乐观情况下，玻璃原片及深加工出口能带动全年玻璃供需基本达到平衡状态，库存仅略微累积。在悲观情况下，出口影响有限，玻璃年度供需差将达到 183 万吨左右，过剩量也将进一步体现在库存压力上。

综上，乐观情况下玻璃价格仍将处于震荡区间，随着宏观政策及部分消费好转而有阶段性行情。一旦某环节表现不及预期，玻璃价格也将继续下行。

图表 50：玻璃年度供需平衡表（单位：万吨）

	2024 年(E)	2025 年(E)-乐观	2025 年(E)-悲观
产量	5466.89	5477.28	5477.28
玻璃及深加工折进口	31.50	34.00	34.40
总供应	5498.39	5511.28	5511.68
玻璃及深加工折出口	358.80	360.00	341.80
消费量	5305.40	5146.00	4987.00
总需求	5664.20	5506.00	5328.80
供需差	-165.81	5.28	182.88

资料来源：卓创资讯、Mysteel、光大期货研究所

## 资源品团队研究成员介绍

• 张笑金，光大期货研究所资源品研究总监，长期专注于白糖产业研究。多次参与郑州商品交易所重大课题、中国期货业协会系列丛书撰写工作。多次在期货日报、证券时报最佳期货分析师评选中荣获“最佳农产品分析师”称号。多次荣获郑州商品交易所白糖高级分析师称号，2023 年荣获郑州商品交易所白糖资深高级分析师称号。2024 年在证券时报、期货日报第十七届中国最佳期货分析师评选中荣获“最佳农产品首席期货分析师”称号。

期货从业资格号：F0306200

期货交易咨询资格号：Z0000082

• 张凌璐，英国布里斯托大学会计金融学硕士学位。现任光大期货研究所资源品分析师，负责尿素、纯碱、玻璃等期货品种研究工作，数次参与中国期货业协会、郑州商品交易所大型项目及课题，多次在郑州商品交易所、期货日报及证券时报等权威媒体及评选中获奖。2023 年荣获郑州商品交易所纯碱资深高级分析师、尿素高级分析师等荣誉称号，2024 年荣获第十七届最佳工业品期货分析师荣誉称号。

期货从业资格号：F3067502

期货交易咨询资格号：Z0014869

• 孙成震，光大期货研究所资源品分析师，云南大学金融硕士，主要从事棉花、棉纱、铁合金等品种基本面研究、数据分析等工作。曾参与郑商所相关课题撰写，长期在期货及现货网站发表文章。2024 年荣获郑商所纺织品类高级分析师称号。

期货从业资格号：F03099994

期货交易咨询资格号：Z0021057

## 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性、可靠性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成任何具体产品、业务的推介以及相关品种的操作依据和建议，投资者据此作出的任何投资决策自负盈亏，与本公司和作者无关。