

烧碱：故事已开讲，待看后续如何

广发期货金果实 投资咨询号：Z0019144

2025 年伊始，烧碱成为期货商品中的明星品种，市场参与及话题度大幅提升。盘面持仓量倍数增加，价格走出亮眼行情。本文意在 对 2025 年烧碱的主要供需逻辑进行梳理分析并给出展望。

复盘 24 年烧碱行情，大抵可分为 4 段。第一阶段从年初至三月初，在春检预期叠加出口支撑下烧碱价格高位震荡运行。第二阶段，在三月末检修炒作仍未落地但新增产能带来区域供应压力，现货涨价后下游跟进力度不足，盘面开始破位下跌。至 4 月中上游积极套保锁仓而下游连续调降，价格加速下跌。后续尽管主力移仓 09 后有短期拉升，但因宏观、烧碱高开工下碱厂累库等基本面压力，盘面震荡下行，一路跌至 9 月的 2250 一线。第三阶段从 9 月末开始，在宏观政策高频刺激下商品股市氛围齐飞，烧碱作为液体危化品同样具备高弹性的特点，盘面快速拉涨。国庆后伴随主产区检修以及氧化铝高利润刺激采购意愿，一度出现供不应求局面，盘面上冲至 2800 一线。第四阶段，伴随氧化铝链的利润传导，烧碱价格水涨船高下开工积极，山东区域持续维持 9 成产能利用率下供需边际逐步转弱，伴随碱厂累库以及下游备货结束后的下调采购价，盘面跌破 2600 一线支撑后加速回落。

图 1：2024 年烧碱主力合约走势（元/吨）



从烧碱供应来看，我国烧碱新增产能主要为在产企业的二期项目、前期停产搬迁投产的装置和部分废盐综合利用生产烧碱的项目，生产企业数量有所增加。由于烧碱产品效益整体相对较好，企业生产积极性较高，2022 年至今我国烧碱装置无退出产能，而扩产及新增产能增加明显。至 2024 年，我国烧碱产能在 4830 万吨左右，年产量预估达到 4200 万吨，产能产量年增速分别在 2.69%和 5.13%。

据计划新增产能来看 2025 年待投产产能仍多，包含海湾化学 20 万吨、渤化化工 35 万吨、北元化工 40 万吨等，合计超过 430 万吨。根据过往投产节奏以及对临近交割地区华东华北区域产能顺利投产的中性假设预估，全年实际落地产能将在 250 万吨左右，对应产能增速在 5%附近。

从 24 年烧碱产能利用率及液碱厂库表现看烧碱行业未见长线供需矛盾。且由于下游需求较好行业维持高产状态，烧碱行业开工年均维持在 87% 的高位水平。高产能利用率导致存量产能释放空间有限，2025 年假设烧碱端仍能在较长的一段时间内受到氧化铝高利润传导的“福利”下维持高产水平，但新的产量增长仍主要来源于新的产能投放。结合对产能投放的推算全年新增产量在 150 万吨左右，增速在 3.56% 附近。节奏行情上可以关注山东烧碱持续维持 9 成以上负荷对区域供需冲击进而带来价格压力的机会。

图 2: 烧碱产能产量及增速 (万吨、%)

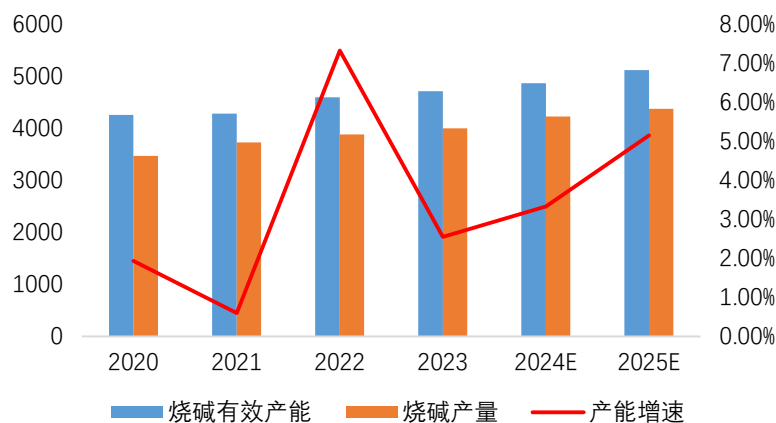


图 3: 烧碱行业开工率 (%)

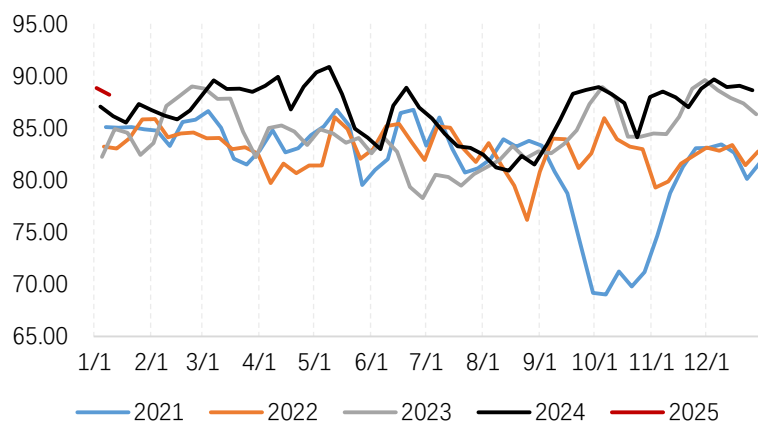
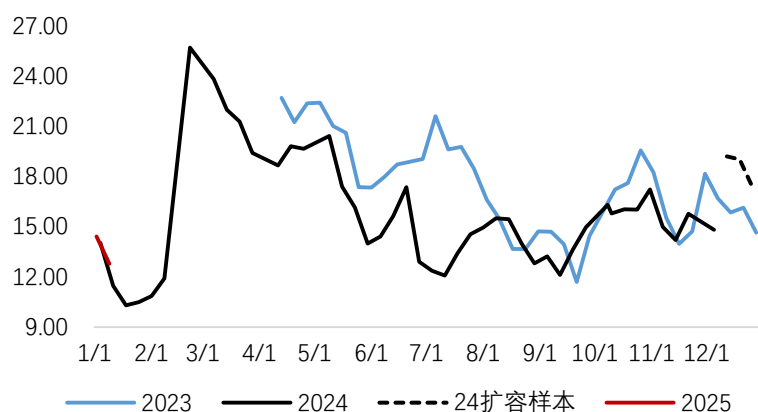


图 4：华东液碱库存（万吨）



从烧碱需求看

(1) 氧化铝由于产能集中度高在产业链中具有较强话语权。以山东为例，魏桥、信发自身体量较大且集中对山东烧碱需求影响明显。对于烧碱企业而言，由于低浓度碱运输性价比不高，省内直供下游需求通常为优选项，则在此产销半径内，进一步强化了氧化铝企业在需求端的话语权。

2024 年氧化铝供高利润源于需偏紧，一方面在于原料铝土矿供应，另一方面源于电解铝产量持续增长导致。

展望 2025 年，随着进口补充，铝土矿紧张趋于缓解。由于环保及安全生产严格，我国多地铝土矿产量下降且复产艰难。我国铝土矿进口依存度逐年提升，至 24 年在 74% 附近，其中近 7 成源于几内亚。根据 SMM 预测 2025 年几内亚铝土矿增量预计 2400 万湿吨，届时在进口窗口打开下几内亚发运量将继续走高。

从氧化铝供需看，2025 年国内氧化铝待投产能在 1230 万吨左右，其中 200 万吨置换），推算年产能增速在 10% 附近。结合产能增速、利润以及原材料供应预期看，预计 2025 年即便高利润难以持续维系，氧化铝供应环比也将环比有增量，预估 2025 年氧化铝年产量在 8800 万吨以上，产量增速在 6% 附近。需求端国内电解铝受限 4500 万吨产能红线，结合当前产能利用率以持续维持在 95% 高位，进一步提负荷空间有限；且 2024 年由于云南地区降雨良好区域电解铝开工未受限，2025 年降雨存不确定性扰动。整体来看故对 2025 年电解铝供应增量预期有限。总体来看，氧化铝 2025 年供应有增量预期，而需求受限，届时供需矛盾将有所缓解，相应的价格、利润水平预计有回落。

之于烧碱而言可以关注：1、投产节奏问题：氧化铝 25 年新增投产项目多是使用进口矿的装置，按进口矿单耗算 550 万吨新增氧化铝折 40-55 万吨烧碱/年。由于新产能投产时需要给产线灌碱（用量集中），按 100 万吨、单耗一次灌碱 2-4 万，合计全年 30 万吨灌碱量。故合计对烧碱需求增量在 80 万吨附近，其中 4-6 月因新投较多相对集中有 15 万吨左右需求新增。此外 2、氧化铝在高投产以及高开工下供需逐步向过剩倾斜，当前期现同步回落，氧化铝厂利润估算已有不小回吐，若用当前盘面主力合约报价估算利润已经亏损，故后续氧化铝端能否维持高产以及投产能否顺利的预期差是烧碱基本面的主要关注点之一。

图 5：氧化铝产能产量及增速（万吨、%）

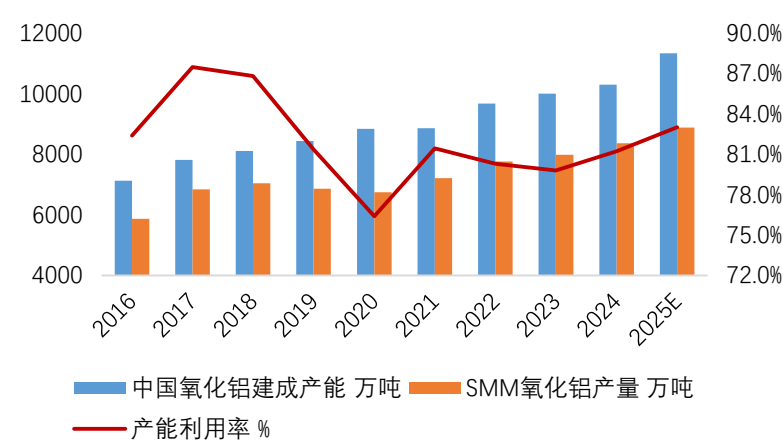


图 6：全国氧化铝开工率（%）

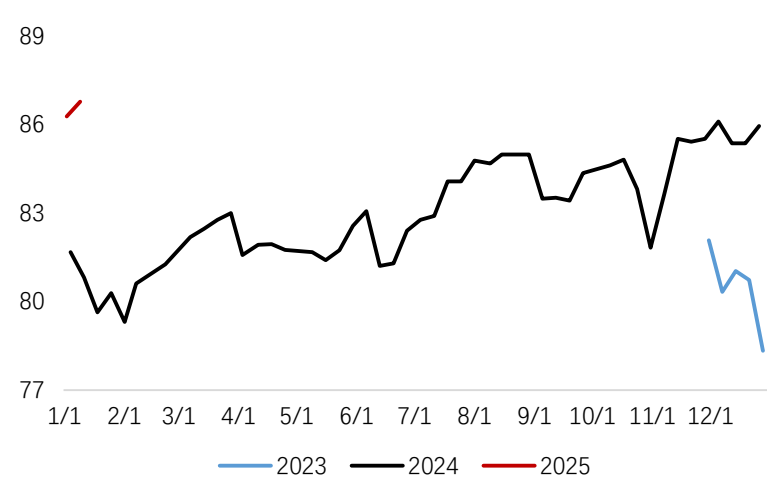


图 7：电解铝产能运行情况（万吨、%）

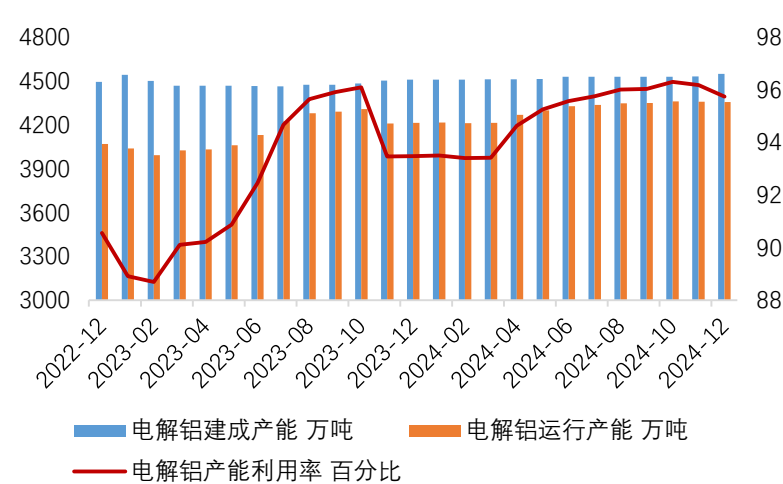
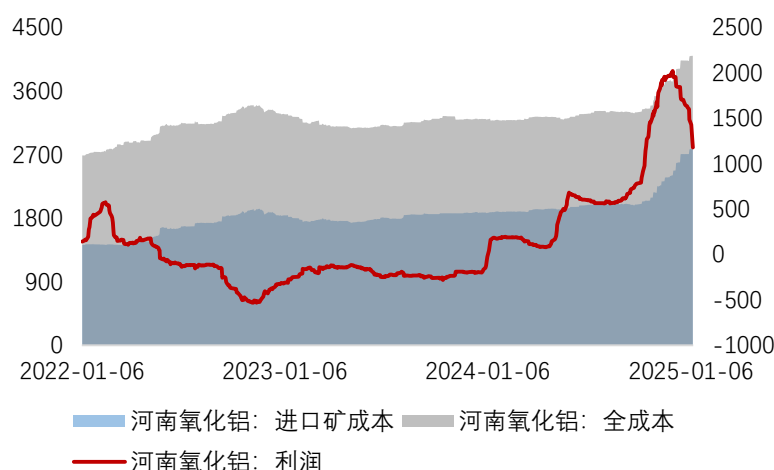


图 8：氧化铝利润估算：进口矿（元/吨）



(2) 印染化纤整体看处于需求稳中向好的局面，且呈现一定季节性特点；但由于烧碱在其中多以辅剂使用，在未见明显行业爆发契机下对烧碱需求扰动不大。具体看，2024 年 1-10 月我国服装鞋帽针织纺织品类零售额维持同比增长。高频数据看化纤纺织开机率上半年节后复产积极同比处于近五年偏高水平，下半年行业开工也基本保持稳定。订单方面呈现季节性特点，但同比 2023 年表现较好。从内需看各地加大消费补贴政策，激发消费市场活力；双十一期间电商平台活动提前、拉长周期、优惠扩大，推动零售消费。预计 2025 年在刺激消费基调下，相关补贴仍将持续刺激需求。海外方面需关注特朗普上台后加征关税得影响。

(3) 在纸浆生产过程中烧碱单耗较低且由于近几年技术发展下造纸过程的碱回收率提升，使得单位耗碱量进一步下降，烧碱对纸业成本端影响有限。从纸浆国内产能看 2024 年起产能增速明显加快，2024 年新投产产能达到 450 万吨，而根据装置预估 2025 年待投产产能超过 600 万吨，增速分别在 20%和 23%。预计 2025 年纸浆产量环比 24 年增多概率高，对烧碱需求形成利多。

(4) 新能源锂电领域目前呈现基数偏低、烧碱单耗搞且需求增速快的特点。烧碱主要应用于三元前驱体和氢氧化锂的生产。三元前驱体是制备三元正极的关键材料下游主要为动力电池、消费类电池、储能电池等电池制造厂商，终端应用主要应用于新能源汽车，消费占比高达 76%，其余还应用于 3C 电子产品、储能设备等领域。氢氧化锂作为锂产业链下游核心锂盐品种，是动力电池领域的重要原材料，尤其是高性能动力电池中广泛应用的高镍三元正极材料。

从终端新能源车产销看，尽管增速有所放缓，但行业当前仍保持 30%以上的高速正增长，截至 2024 年 10 月我国新能源车产量累计 975 万辆，累计同比为 36.3%。在国家政策扶持以及电车普及趋势下锂电端对烧碱需求仍有加速增多预期。据卓创估算，新能源电动车未来市场占有率假定至少 50%，届时对于三元前驱体及氢氧化锂的需求量大概分别会在 80 万-100 万吨及 30 万-40 万吨，根据单耗核算，未来 3-5 年两者对烧碱净增需求量分别达到 120 万吨及 35 万吨左右。

图 9：粘胶短纤开工率（%）

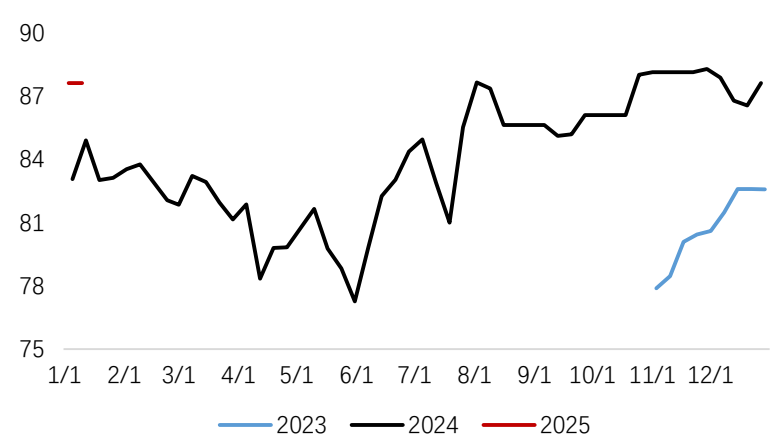


图 9：纸浆行业产能及增速（万吨、%）

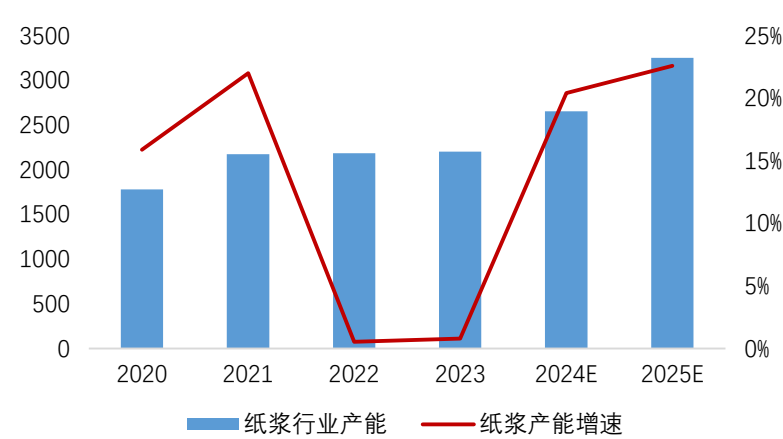
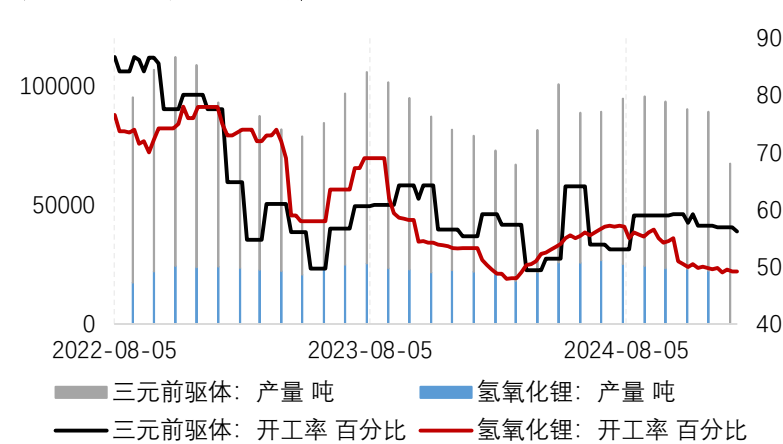


图 10：三元前驱体、氢氧化锂（吨、%）



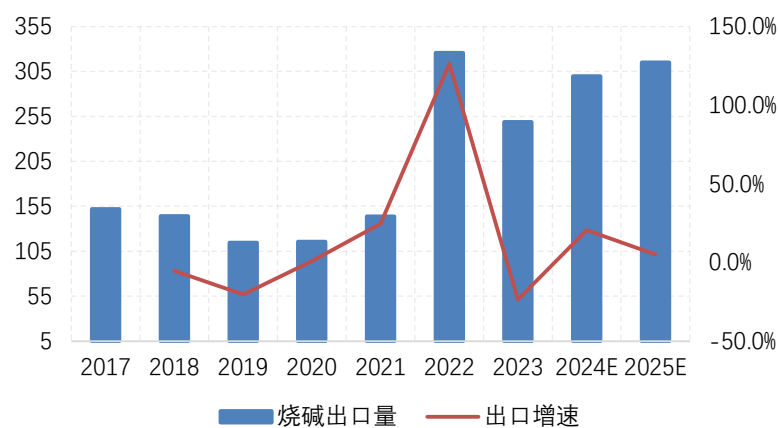
烧碱出口难见到明确的前瞻指标和节奏。从出口格局看我国主要出口面向印尼和澳大利亚；近两年两者合计占比在 60-75%之间，且印尼逐步超越澳大利亚成为主要需求国。

烧碱出口增量来自澳大利亚和印尼，但驱动有所不同。2022、2023 及 2024 年前 11 月出口至澳大利亚烧碱分别为 83、96、97.5 万吨，增速分别为 84%、

16%和 4%，而 2023 年澳大利亚氧化铝产量同比下降 4%，今年 1-11 月同比下降 7%。出口去澳大利亚的增量可能主要是挤占台湾、美国等地的份额。2022、2023 及 2024 年前 11 月出口至印尼烧碱分别为 59、47 和 90 万吨，增速为 226%、-20%和 114%。2023 年印尼氧化铝产量同比增 19%，2024 年前 11 月增长 20%，出口去印尼的烧碱增量主要来自印尼氧化铝的增产。

印尼本地每年共产 100 万吨液碱，其中约 70 万吨来自于日本在印尼的本地企业，30 万吨来自于印尼地区的其他企业，氧化铝厂其余缺口将会在东南亚国家进口液碱。2025 年印尼预估 300 万吨氧化铝新增产能投放，预估兑现产量新增 14.5 万吨+产线灌碱约 6 万吨，合计约 20 万吨。预计 2025 年全年出口在 315 万吨左右。

图 11：烧碱出口量及增速（万吨、%）



烧碱 2025 年待投产产能计划较多但实际落地“折扣”后带来的实际产量增长或在 150 万吨附近，产量增速在 3.5%附近。而需求端投产增速高于供给，其中核心下游氧化铝待投产产能超过 1200 万吨，在年内氧化铝利润维持高位下投产意愿或较强，折算全年新增烧碱需求在 80 万吨附近，其中需要关注二季度氧化铝产线投放集中阶段灌碱带来的一次性烧碱需求的集中释放，估算在 15 万吨附近。氧化铝端的需求预期下带动开年以来的强势行情，后续关注点在。非铝端稳中有增，出口端印尼约 300 万吨氧化铝投产或带来约 15 万吨需求增量可能。整体看烧碱 2025 年理论供需缺口超过 50 万吨，受此影响 25 年开年以来盘面资金参与度大幅提升，价格拉涨凶猛。后续主要关注点在于氧化铝利润情况、投产进度以及烧碱持续高产下供需边际变化。预计烧碱 2025 年内运行区间在 2400-3400。可结合基本面关注交割月前的期现回归机会。

数据来源：Wind、卓创资讯、隆众资讯、钢联、SMM、ALD