

基本面宽松

# 纯碱 仍有向下预期

在下游玻璃并未有明显改善背景下,纯碱库存仍处于近三年同期高位,供应压力依旧较大。不过,盘面临近前期低点,支撑力度较强。多空因素交织,盘面在1400元/吨之上维持窄幅震荡。中长期来看,纯碱基本面宽松局面难改,市场仍有向下预期。



■ 张霄

自3月上旬纯碱2505合约跌破均线系统之后,盘面价格在60日均线至1400元/吨之间维持箱体运动。春季检修对盘面的边际利多效应已被逐步消化,市场回归基本面。



图为纯碱主力合约走势

春季检修利多基本消化

2月末至今,随着博源银根、陕西兴化、河南金山、江苏实联、江苏井神等企业检修及降负,纯碱供应呈现下滑态势。截至3月14日当周,纯碱综合产能利用率81.10%,较3月初下滑7.94个百分点。其中,氨碱法产能利用率84.57%,较3月初下降2个百分点;联碱法产能利用率81.89%,较3月初下降4.63个百分点。

在装置开工率下滑的背景下,3月

13日当周,纯碱产量达到67.95万吨,较3月初减少5.62万吨,降幅达到7.65%。从4月份的检修计划来看,江苏实联和河南骏化仍有检修预期,后期供应或延续下滑态势。从4月份检修量来看,明显低于3月份。纯碱春季检修的利多影响接近尾声。此外,随着近几年新增产能的释放,纯碱产能基数走高,目前周度产量远高于2023年同期高位,再加上连云港后续存在投产预期,纯碱供应压力不容忽视。

库存处于近几年同期高位

尽管纯碱需求随着下游的缓慢回升或有一定提升,企业库存也将去化,但是库存绝对数值远高于近三年同期水平,市场对供应端仍有一定担忧。截至3月13日当周,国内纯碱厂家总库存173.52万吨,较前一周减少2.47万吨,降幅达到1.40%,但较去年同期翻了一番。

值得一提的是,目前重碱库存总量高于去年纯碱的总库存量。对盘面而言,库存压力仍然较大,利空纯碱市场。

下游玻璃恢复有限

玻璃作为纯碱产业链的第一大下游,春节后开启了一波流畅的下跌。春节假期期间浮法玻璃厂供给延续平稳

态势,而需求端在春节后回暖不及预期,玻璃市场整体表现乏力,供应压力被进一步放大,市场看空氛围明显。截至2月底,浮法玻璃深加工样本企业订单天数均值6.8天,同比下滑39.3%。步入3月份,虽然有几条浮法玻璃产线点火,产量有所增加,但是在整体需求启动迟缓的背景下,企业出货不畅,行业库存继续累积。各地区企业为促进出货,让价促销。截至3月13日当周,国内浮法玻璃库存总量7025.7万重量箱,环比增长1.02%,同比增长11.90%;折库存天数32天,较前一周增加0.1天,较去年同期增加6.3天。

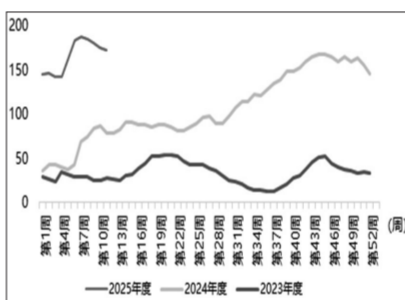
值得关注的是,近期浮法玻璃供应压力略有缓解,主要是其装置开工率增幅有限。自3月13日起,沙河地区玻璃现货市场询价火爆,期现商甚至不接单或封盘,市场看涨氛围明显,采购较为积极,提振市场心态。3月17日上午开盘后,玻璃2505合约大幅反弹。

不过,当前浮法玻璃库存远高于去年同期,而且仅单个地区成交略有好转,其余多地未有实质性改善,再加上该品种自身供应压力依旧较大,本轮价格反弹可看做阶段性的修复,难以形成反转。

从浮法玻璃的下游加工企业来看,部分企业虽然维持正常开工,但是订单多处于不饱和状态。除个别大型加工

厂订单充足外,多数加工厂仍以散单为主,需求恢复有限。在供应不断增加、需求得不到有效改善的背景下,供需矛盾不断加剧,浮法玻璃偏弱局面难改。若后期企业为规避高库存带来的风险,不排除有降价销售的动作。因此,后期浮法玻璃现货市场仍然弱势运行,对上游纯碱而言难言乐观。

总结



图为纯碱企业库存(单位:万吨)

综上,纯碱在下游玻璃未有实质性好转的背景下,自身库存仍处于近三年同期高位,供应压力依旧偏大,但下方受到前期低点支撑。短期在多空因素影响下,盘面在1400元/吨之上维持窄幅震荡。从中长线来看,纯碱供应宽松局面难改,盘面仍有向下预期,建议投资者切勿盲目抄底。

(作者单位:国元期货)

## PP 弱势难改

■ 王保营

近期,PP期价跌破7300元/吨支撑,形成破位下行态势。

近几年,PP处于产能扩张周期。2024年年底,裕龙石化、中英石化、内蒙古宝丰、金诚石化等装置集中投产,供应压力骤增。截至2024年年底,国内PP总产能突破4000万吨。

除了新装置投产外,PP开工率也明显提高。2024年,受亏损影响,PP生产企业主动降负荷,开工率大多数时间维持在85%以下,供应压力得到一定缓解。随着亏损明显改善,PP计划外检修明显减少,开工率逐渐提高,目前已经升至88%附近,为近一年新高。在产能基数大幅增加背景下,开工率大幅反弹,PP供应量再创历史新高。

目前,PP终端需求表现不佳。虽然元宵节后下游陆续恢复开工,但是订单明显减少,市场成交不畅,较节前出现大幅下跌。二季度是PP传统淡季,4—7月份通常是需求低谷期,PP需求短时间内难有好转迹象。

春节假期期间以及节后初期PP开工率明显提高,而下游企业多数放假,元宵节后才陆续恢复,供需错配导致PP库存大幅增加。春节假期期间,石化库存突破95万吨大关,较节前增加49万吨,远超市场预期。

虽然节后下游陆续恢复,但是需求端表现不及预期,而供应压力迟迟未能有效缓解,导致节后PP库存居高不下。目前PP社会总库存在90万吨以上,创历史新高。虽然后期PP进入集中检修期,但是需求也将进入传统淡季,PP库存去化难度较大,或继续维持高位。

自2020年进入产能扩张周期以来,PP利润持续压缩,并且长期处于亏损状态,最高亏损在2000元/吨附近。PP生产企业主动降负荷,长期维持低开工率。不过,近几年原油及煤炭整体处于下行趋势,跌幅明显大于PP,PP盈利情况明显改善。目前油制PP已经接近成本线,煤制PP甚至扭亏为盈,一度接近1000元/吨。在产能扩张周期之下,利润反而达到近几年峰值,PP成本支撑明显减弱。

虽然PP即将进入春季检修,开工率有望明显下降,但是考虑到产能基数增加,或抵消检修利好,而需求端已经进入传统淡季,加之成本支撑明显减弱,PP后期依然存在一定下行空间,利润压缩空间较大,空头配置属性有望再次发酵。

(作者单位:山东齐盛期货)

## 多晶硅 短期难深跌

■ 魏朝明

国家能源局1月份印发的《分布式光伏发电开发建设管理办法》显示,随着分布式光伏发电装机持续快速增长,接网消纳成为制约发展的主要矛盾,迫切需要调整管理思路,推动源网荷储协同发展,促进行业又好又快发展。国家发展改革委、国家能源局2月份发布的《关于深化新能源上网电价市场化改革促进新能源高质量发展的通知》明确,2025年6月1日为新老政策分界点。这刺激了上半年抢装需求集中释放。基于政策时间节点,市场预期3月至5月有一定的光伏装机需求释放。

现货方面,近期N型多晶硅料现货价格保持平稳,N型硅片价格走稳,电池片和组件价格连续拉升。市场消息显示,通威股份等企业预计3月组件排产显著提升至50GW以上,部分厂商分布式组件报价已上调至0.8元/W附近。截至3月9日当周,中国多晶硅总体样本库存26.1万吨,较前一周下降1万吨。上周多晶硅产量2.32万吨,较前一周下降0.08万吨;周度表观需求增长至3.32万吨,连续两周显著改善。

3月至5月,光伏抢装的叙事支撑光伏产业链下游产品价格企稳走强。从中长期看,新能源消纳约束增多,2025年全年光伏新增装机增速将显著放缓,需求端利多有限。2024年11月,工信部印发《光伏制造行业规范条件(2024年本)》(下称《规范条件》)及《光伏制造行业规范公告管理办法(2024年本)》。这是《规范条件》自2013年发布以来第四次修订。《规范条件》大幅提高项目资金、技术性能、水电能耗等门槛指标,对光伏产能扩张将起到明显的“刹车”作用。《规范条件》要求淘汰落后产能超30GW,并设立100亿元专项资金支持N型技术研发,倒逼企业减少低效扩产,转向技术升级。中国光伏行业协会预测,2025年国内新增装机或同比下滑8.13%~22.54%,为历史首次负增长,主要因政策约束与消纳“天花板”显现。

多晶硅作为高耗能或高载能产品,供给端存在高质量发展空间。国家发展改革委主任郑栅洁在十四届全国人大三次会议经济主题记者会上表示,国家发展改革委将分行业出台化解重点产业结构矛盾的具体方案,推动落后低效产能退出,扩大中高端产能供给,以供给侧更好适应市场需求变化。对多晶硅的扩产限制主要体现在电耗方面,《规范条件》要求新建和改扩建多晶硅项目还原电耗小于40千瓦时/千克,综合电耗小于53千瓦时/千克。

春节后多晶硅供应相对平稳,需求回升带动去库,多晶硅价格短期或难深跌。3月至5月,光伏抢装潮预期推动多晶硅盘面运行在震荡区间上沿,为卖出套保提供了较好机会,光伏产业链上下游企业可根据自身生产经营状况择机把握。

(作者单位:方正中期期货)

# 铁合金 缺乏向上动能

■ 陶锐 杨依纯

年初以来,黑链指数冲高回落。锰硅节奏上与黑色系基本同频,但波动更大,且较低仍有空间。锰硅期货2505合约从1月9日的低点6008元/吨上冲至2月10日的高点7412元/吨,随后掉头向下,3月17日盘中回落至6160元/吨。本轮上涨行情中,锰硅最大涨幅23%,贡献超额弹性的驱动是锰矿。

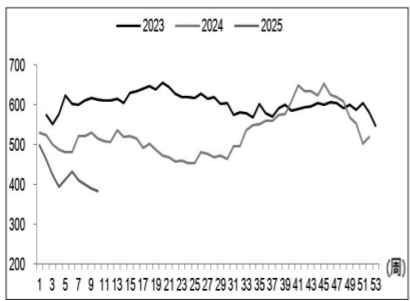
本轮锰矿驱动的行情的建立在澳矿发运尚未恢复的基础上,主流矿山减产发运和中印粗钢复产形成全球阶段性供需错配,导致我国锰矿到港量下滑,港口库存下降至五年新低,带动锰硅价格反涨。

具体来看,首先,供给端矿山减产。2024年四季度,除了GEMCO已经复产外,其他主流矿山由于矿价低迷,均出现了不同程度的减产,康密劳、TP、HMM产量同比降幅分别为53%、27%、5%。其中,康密劳实际停产时长为6周,超过原计划的3周;TP在2024年三季度超产,提前完成年度计划,四季度主动减产。

其次,需求端粗钢复产补库。印度粗钢在去年12月至今年1月大幅提产,国内从1月开始复产,两者在1月形成共振,带动全球粗钢产量环比增长5%,同比增幅也扩大至2%。

最后,国内去库涨价。据钢联统

计,2024年港口锰矿月度平均出入库量在205万吨左右,合金厂在去年11月至今年1月进行了持续3个月的补库,而到港在去年12月至今年1月持续下降,两者分化导致港口锰矿库存从去年11月以来的4个月内从654万吨的高点累计下降270万吨,至400万吨以下,其中天津港库存低于300万吨。目前港口南非锰矿库存237万吨,加蓬锰矿库存57万吨,两者用船期折算的警戒线分别为140万吨、46万吨。加蓬库存水平危险,南非库存水平暂时安全。

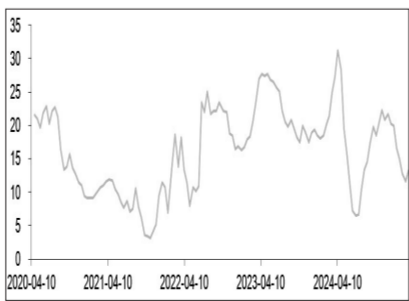


图为港口锰矿库存(单位:万吨)

锰矿的供需错配难以持续,下半年增发压力较大且总需求缺乏动能。2024年康密劳和S32两大矿山减产,原因分别是胀库和事故。康密劳2025年运输目标为670万吨至720万吨,增速在10%以上。S32生产已经恢复,发运将在二季度重启。康密劳和S32合计年增量至少在230万吨,且集中在下半年,贡献锰元素供给增速4.8%。相反,全球粗钢总量明显缺乏动能,即使印

度10%的增速也只能带动全球0.8%的增长。因此,锰元素供给增速大于需求增速。

从锰硅自身供需格局来看,虽然短期钢厂复产,但长期供过于求且中游库存较高。锰硅静态月产量已经达到88万吨,目前钢材产量对应的锰硅理论刚需在80万吨,叠加2—6月国储交货30万吨(平均每月6万吨),静态已经过剩。从动态产量看,以铁水日均产量235万吨的预估高点推算,锰硅月刚需约84万吨,但后期仍有大量新增产能待投。从库存环节看,黑色产业链已经进入低库存的自律状态,面对两次锰硅价格骤涨,钢厂分别采用了减量和不定价策略,下游补库存有望。目前锰硅仓单回升至55万吨以上,中游承接并分担了上游库存和现金流压力,可能导致开工对利润的敏感度下降。



图为63家锰硅样本企业库存(单位:万吨)

成本驱动带动锰硅估值冲高回落。锰矿报价分期货矿和现货矿两

种。期矿报价维持上行。从4月矿山报盘看,加蓬矿和澳矿均上涨0.35美元/吨度,分别至5.1美元/吨度、5.4美元/吨度;南非半碳酸S32持平,报4.65美元/吨度;TP上涨0.35美元/吨度,至4.45美元/吨度。现货矿冲高回落。南非半碳酸矿从最低31元/吨度冲高到43元/吨度,后回落至38元/吨度;加蓬矿从最低36元/吨度冲高到55元/吨度,后回落至48元/吨度。目前进口南非半碳酸矿已无利润甚至微亏,进口加蓬矿还有4元/吨度的利润空间。

由即期港口现货价格折算锰硅成本,今年以来从最低6200元/吨冲高到6900元/吨,随后又回落至6500元/吨左右。盘面利润从-200元/吨一度扩大到600元/吨以上,随后又重返低点。在南非半碳酸矿和锰硅盘面倒挂的基础上,锰硅进一步下跌需要加蓬矿让利。

根据高频数据,加纳维持高发运的同时,南非和加蓬锰矿发运已经恢复正常,天津港3月到港预报已有144万吨,较上月增42万吨。同时,加蓬4月到港合计35万吨,较上月增27万吨,对应港口库存拐点已现。港口锰矿累库速度将在澳矿发运恢复之后明显加快。当前矿价尚高,有利于刺激矿山发货意愿,下半年国内锰矿库存有望重建。失去成本驱动之后,若需求依然缺乏动能,锰硅自身的高产量和高仓单矛盾将再度凸显。

(作者单位:创元期货)