

2023年12月01日

大势已去，下方测底

——纯碱2024年年度投资策略

投资要点：

分析师：

刘晨业

从业资格证号：F3064051

投资咨询证号：Z0018826

电话：021-68757223

邮箱：liucy@qh168.com.cn

分析师：

冯冰

从业资格证号：F3077183

投资咨询证号：Z0016121

电话：021-68758859

邮箱：fengb@qh168.com.cn

分析师：

王亦路

从业资格证号：F03089928

投资咨询证号：Z0019740

电话：021-68757827

邮箱：wangyl@qh168.com.cn

相关研究

- **供应：新增产能陆续投放，纯碱产量仍有较大提升。**在新增产能全部落地的情况下，明年纯碱产能或增加270万吨/年，除远兴3线100万吨产能全部生产重碱以外，其他产能以4:6的比例计算，预计重碱新增产能202万吨/年。根据极限情况测算，重碱周度产量增量约为3.9万吨。以目前周度产量为基础，加上近日投料的远兴3线带来的1.9万吨增量，重碱周度产量可达46.4万吨，仍未考虑到青海地区碱厂提负荷带来的产量增量。
- **需求：浮法与光伏玻璃对纯碱需求增速或放缓。**截至今年11月24日，浮法玻璃日熔量约17.24万吨，光伏玻璃日熔量约9.66万吨，合计约26.90万吨，较去年年底增12.5%，对重碱周度刚需约37.66万吨。根据极限情况测算，明年浮法玻璃与光伏玻璃日熔量约30.0万吨，对重碱周度刚需约42万吨。
- **库存：纯碱或逐渐从紧平衡转向宽松。**截至上周，纯碱库存40.59万吨，其中轻碱库存27.83万吨，重碱库存12.76万吨，轻碱库存处近年来中性水平，重碱库存处近年来偏低水平。但根据我们前文的分析，明年极限水平测算下重碱周度产量将高于下游浮法与光伏玻璃对重碱周度刚需，故明年纯碱或转向供需宽松态势，若青海地区提负生产以及新产能均如期投产，碱厂库存拐点最快可能出现在一季度中。
- **成本利润：近月利润尚可，远月估值已较低。**从目前盘面定价来看，大致均处于氨碱法纯碱成本价上方，近月合约估值较高，远月合约的估值均已较低。明年若纯碱供需宽松，期价或下破接近天然碱法纯碱成本，但相对来说下方想象空间也已经不大。
- **基差价差：远月基差较高，1-5价差或收敛。**截至上周五，SA2405基差收报-667元/吨。SA01-SA05跨期价差收报468元/吨，SA05-FG05跨品种价差697元/吨。均提示纯碱近月估值或过高以及远月估值或过低风险。
- **结论：**我们认为明年纯碱价格表现或偏弱，但下方空间也已相对来说较小
- **操作建议：**运行区间1300-2000，熊市看跌期权价差
- **风险因素：**供应端增产不及预期，终端恢复强于预期

正文目录

| | |
|-----------------------------------|---|
| 1. 行情回顾 | 4 |
| 2. 主要逻辑 | 4 |
| 2.1. 供应：新增产能陆续投放，纯碱产量仍有较大提升 | 4 |
| 2.2. 需求：浮法与光伏玻璃对纯碱需求增速或放缓 | 5 |
| 2.3. 库存：纯碱或逐渐从紧平衡转向宽松 | 7 |
| 2.4. 成本利润：近月利润尚可，远月估值已较低 | 7 |
| 2.5. 基差价差：远月基差较高，1-5 价差或收敛 | 7 |
| 3. 结论及操作建议 | 8 |

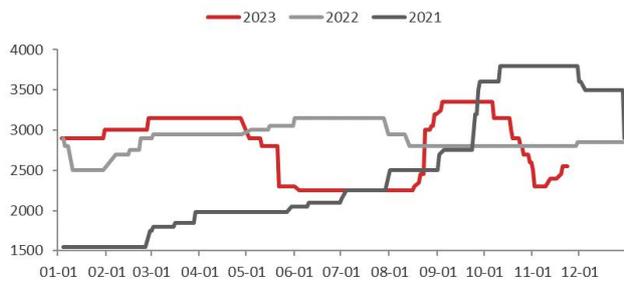
图表目录

| | |
|-------------------------|---|
| 图 1 华北地区重碱主流价 | 4 |
| 图 2 纯碱主连收盘价 | 4 |
| 图 3 纯碱月度产量 | 4 |
| 图 4 纯碱周度开工率 | 4 |
| 图 5 纯碱周度产量 | 5 |
| 图 6 轻重碱产量 | 5 |
| 图 7 地产主要指标 | 6 |
| 图 8 平板玻璃产量 | 6 |
| 图 9 1-10 月新增光伏装机量 | 6 |
| 图 10 浮法加光伏玻璃日熔量 | 6 |
| 图 11 纯碱进口 | 7 |
| 图 12 纯碱出口 | 7 |
| 图 13 碱厂库存 | 7 |
| 图 14 轻重碱库存 | 7 |
| 图 15 纯碱 01 合约基差 | 8 |
| 图 16 纯碱 1-5 合约价差 | 8 |

1. 行情回顾

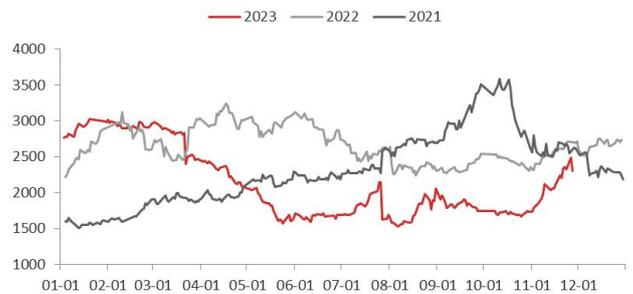
截至 11 月 28 日，纯碱主连收盘价 2309 元/吨，年度涨幅-14.73%。今年纯碱基本面底层逻辑为：玻璃日熔量高位刚需强，供应端有大产能投放并有可能改变产业格局，供需矛盾突出，纯碱吸引了大量资金，年内波动极大，主连收盘最高价 3069 元/吨，最低 1508 元/吨。今年纯碱行情可主要分为 3 个阶段，第 1 阶段，新增大型天然碱产能投产预期起，市场对于纯碱供需转宽松预期强，期价大幅下行，此阶段基本面也略微转弱，库存小幅累积。第 2 阶段，期价一度跌至天然碱成本线后，市场情绪稍转暖，同时时至夏季，碱厂进入集中检修期，更为关键的是此前预期的供应端增产迟迟未能落地，导致市场情绪骤变，多头吹响反攻号角，碱价一度收复此前失地并领涨现货。第 3 阶段，部分天然碱新增产能落地，叠加碱厂夏季检修结束，多头情绪降温，碱价有所回调。目前，由于青海地区因环保因素限产，且远兴一期 3 线投产时间有所推迟，市场多头情绪复燃，期价又继续上攻。目前随着年底供应端仍存较大变数，短期内纯碱期价维持极大波动。

图 1 华北地区重碱主流价



资料来源：隆众资讯，东海期货研究所

图 2 纯碱主连收盘价



资料来源：ifind，东海期货研究所

2. 主要逻辑

2.1. 供应：新增产能陆续投放，纯碱产量仍有较大提升

今年纯碱产量增速较高，主要由于利润较好背景下，纯碱企业维持高开工率，且二季度末新增产能较大。今年 1-10 月，纯碱累计产量 2665.7 万吨，累计同比增 9.7%。截至 10 月 23 日当周，纯碱周度产量 69.15 万吨，其中轻碱周产量 29.93 万吨，重碱周产量 39.23 万吨。轻碱产量处于近年来高位，重碱及纯碱整体产量均处于近年来新高。

图 3 纯碱月度产量

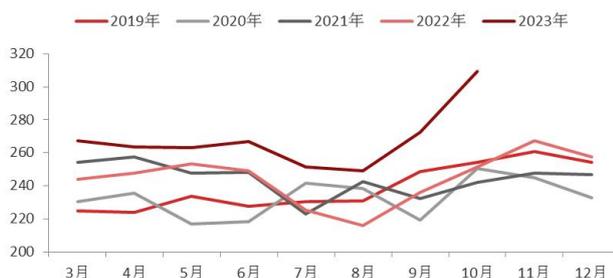


图 4 纯碱周度开工率



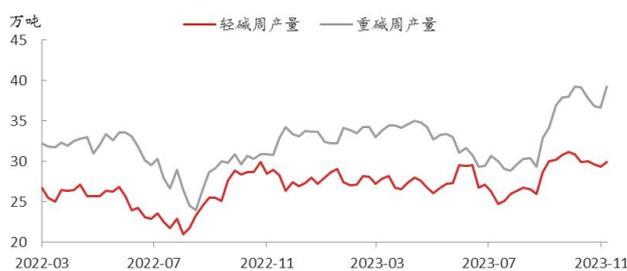
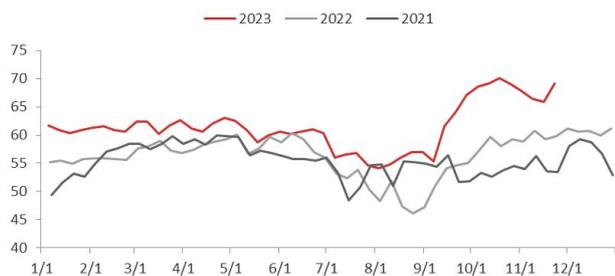
资料来源：ifind，东海期货研究所

资料来源：隆众资讯，东海期货研究所

明年供应端增量，首先关注远兴能源天然碱项目投放进度，目前一期 1、2 线达产，日产量达 9000 吨，轻重碱比例 3:7。3 线已于 11 月 28 日投料，4 线将视 3 线运行情况择时投料。3、4 线产能均为 100 万吨/年，产品均全部为重碱。二期开工建设具体时间暂未确定，此前预计 2025 年投产，二期纯碱产能 200 万吨/年。河南金山新增产能 200 万吨/年已投产，预计今年年底可以达产。江苏德邦新增产能 60 万吨/年，预计 23 年底投产。连云港搬迁产能 110 万吨，计划明年一季度投产。

图 5 纯碱周度产量

图 6 轻重碱产量



资料来源：隆众资讯，东海期货研究所

资料来源：隆众资讯，东海期货研究所

在新增产能全部落地的情况下，明年纯碱产能或增加 270 万吨/年，除远兴 3 线 100 万吨产能全部生产重碱以外，其他产能以 4:6 的比例计算，预计重碱新增产能 202 万吨/年。根据极限情况测算，重碱周度产量增量约为 3.9 万吨。以目前周度产量为基础，加上近日投料的远兴 3 线带来的 1.9 万吨增量，重碱周度产量可达 46.4 万吨，仍未考虑到青海地区碱厂提负荷带来的产量增量。

2.2. 需求：浮法与光伏玻璃对纯碱需求增速或放缓

今年纯碱下游表需表现较强，周度表观消费基本稳定在 60 万吨左右，在夏季检修季纯碱表需弱勢期亦表现坚挺，主要得益于下游光伏玻璃日熔量的高速增长以及浮法玻璃日熔量底部有所回升，对重碱刚需较强。

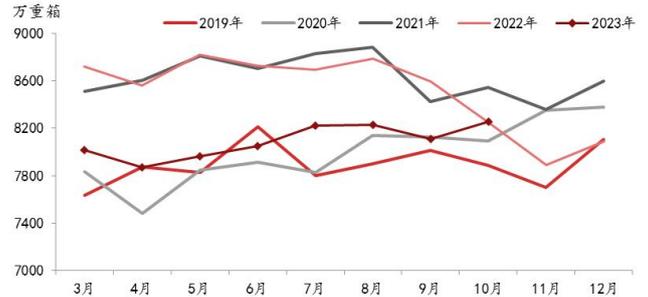
下游浮法玻璃方面氛围尚可，今年产量较去年明显减少，而政策稳地产措施以及保交楼政策引导下今年竣工面积明显逆势增长，对玻璃需求有支撑，玻璃价格降势放缓，利润有所修复。今年 1-10 月，平板玻璃产量累计同比降 7.6%，房屋竣工面积累计同比增 19.0%。据隆众资讯，截至 11 月 28 日，华北地区 5mm 浮法玻璃主流价 1850 元/吨，较去年年底上升 280 元/吨，截至 11 月 23 日当周，以天然气为燃料的浮法玻璃周均利润 302 元/吨，以煤气为燃料的浮法玻璃周均利润 319 元/吨，以石油焦为燃料的浮法玻璃周均利润 547 元/吨。

图 7 地产主要指标



资料来源: ifind, 东海期货研究所

图 8 平板玻璃产量

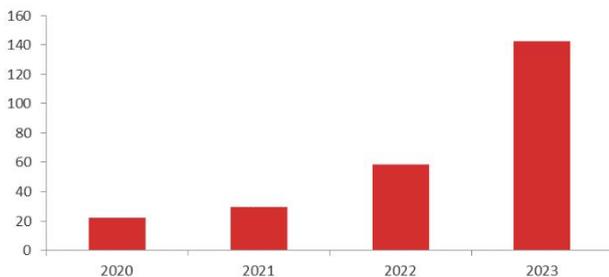


资料来源: ifind, 东海期货研究所

明年来看, 终端地产方面或呈现弱稳态势, 根据经济学家分析预测, 明年地产前端降速可能有所放缓但将延续负增长态势, 地产整体仍然处在下行周期。竣工端由于 2022 年起房屋新开工面积呈现明显负增长态势, 明年竣工面积增速或有走弱。终端弱稳趋势下, 浮法玻璃利润继续上升的空间或有限, 产量增长或趋于平滑。

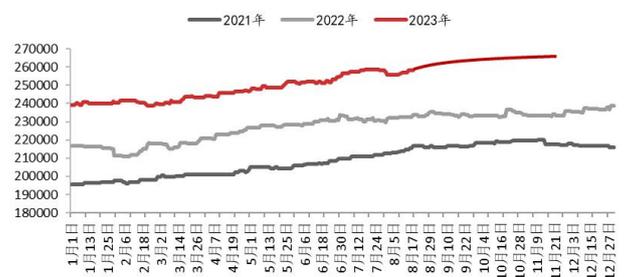
下游光伏玻璃方面, 今年产量较去年增幅较大, 政策利好继续发酵新增光伏装机量增长迅猛, 对光伏玻璃需求量大, 而随着产量的提升, 光伏玻璃价格涨势放缓, 利润有所收缩。今年 1-10 月, 光伏玻璃产量累计同比增 31.7%, 新增光伏装机量累计同比增 144.8%。据隆众资讯, 截至 11 月 28 日, 中国 2.0mm 镀膜光伏玻璃市场价 18.0 元/平方米, 较去年年底下降 2.5 元/平方米。据百川盈孚, 截至 11 月 23 日当周, 光伏玻璃毛利 845.8 元/吨, 较去年底小幅下降。

图 9 1-10 月新增光伏装机量



资料来源: ifind, 东海期货研究所

图 10 浮法加光伏玻璃日熔量

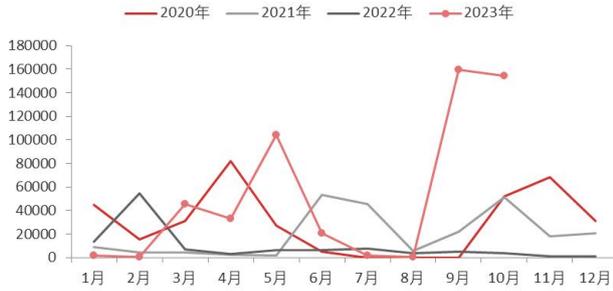


资料来源: 隆众资讯, 东海期货研究所

明年来看, 终端光伏方面或延续偏强, 根据 IEA 预测, 明年中国新增光伏装机量 160GW, 而需要注意的是, 光伏玻璃产能增速过快, 行业面临供应过剩压力。由于产能过剩趋势显现, 近期国内开始落实光伏玻璃产能预警制度, 光伏玻璃产能扩张速度或受到一定抑制。

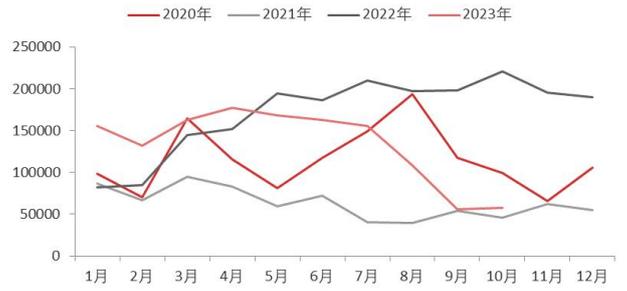
总的来说, 基于对浮法玻璃加光伏玻璃后市的判断, 我们认为明年二者整体对纯碱的需求增速或有所放缓。截至今年 11 月 24 日, 浮法玻璃日熔量约 17.24 万吨, 光伏玻璃日熔量约 9.66 万吨, 合计约 26.90 万吨, 较去年年底增 12.5%, 对重碱周度刚需约 37.66 万吨。根据极限情况测算, 明年浮法玻璃与光伏玻璃日熔量约 30.0 万吨, 对重碱周度刚需约 42 万吨。此外, 今年 1-10 月纯碱累计净出口量约 81.6 万吨, 9-10 月净进口, 其余多数时间内已净出口为主。随着明年海外经济增长压力上升能源价格下行, 出口需求或有所缩减。

图 11 纯碱进口



资料来源：ifind，东海期货研究所

图 12 纯碱出口

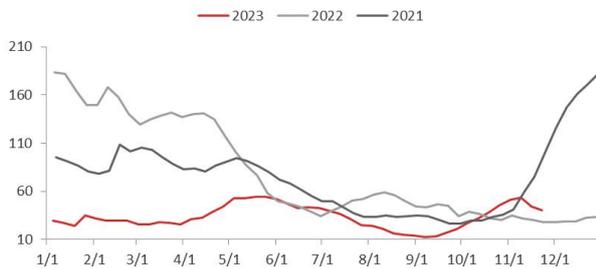


资料来源：ifind，东海期货研究所

2.3. 库存：纯碱或逐渐从紧平衡转向宽松

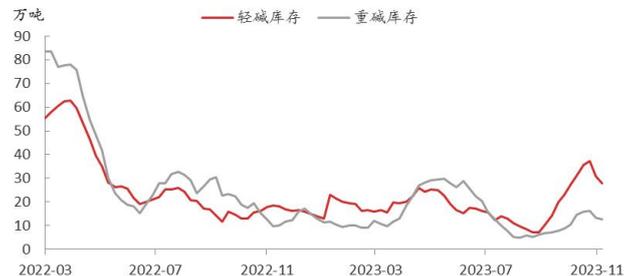
今年碱厂库存始终维持在较低水平，纯碱供需呈紧平衡态势。截至上周，纯碱库存 40.59 万吨，其中轻碱库存 27.83 万吨，重碱库存 12.76 万吨，轻碱库存处近年来中性水平，重碱库存处近年来偏低水平。但根据我们前文的分析，明年极限水平测算下重碱周度产量将高于下游浮法与光伏玻璃对重碱周度刚需，故明年纯碱或转向供需宽松态势，若青海地区提负生产以及新产能均如期投产，碱厂库存拐点最快可能出现在一季度中。

图 13 碱厂库存



资料来源：隆众资讯，东海期货研究所

图 14 轻重碱库存



资料来源：隆众资讯，东海期货研究所

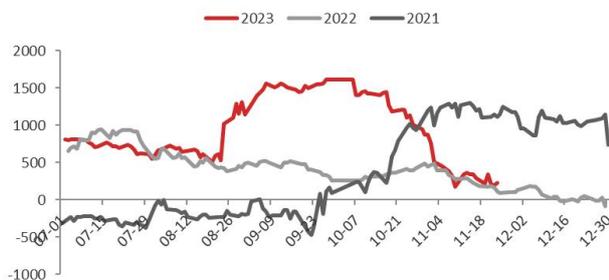
2.4. 成本利润：近月利润尚可，远月估值已较低

据隆众资讯，截至上周，氨碱法纯碱理论利润 672.54 元/吨，联碱法纯碱理论利润（双吨）1015.6 元/吨，目前利润均处于近年来偏低水平。氨碱法纯碱成本约 1800 元/吨，联碱法纯碱成本（双吨）成本约 2000 元/吨，天然碱法纯碱成本约 1300 元/吨。即从目前盘面定价来看，大致均处于氨碱法纯碱成本价上方，近月合约估值较高，远月合约的估值均已较低。明年若纯碱供需宽松，期价或下破接近天然碱法纯碱成本，但相对来说下方想象空间也已经不大。

2.5. 基差价差：远月基差较高，1-5 价差或收敛

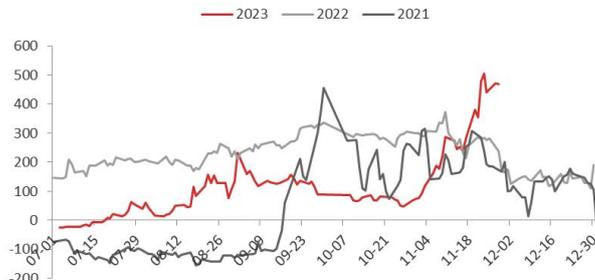
截至上周五，SA2401 合约基差收报 227 元/吨，现货持稳，期价上行修补贴水。以现货价 2550 元/吨为参考，SA2405 基差收报-667 元/吨，远月合约基差已较高，后市或考虑做缩基差。SA01-SA05 跨期价差收报 468 元/吨，处近年来高位，短期内若纯碱基本面走弱，1-5 价差下方具有空间。FG01-SA01 跨品种价差-564 元/吨，FG05-SA05 跨品种价差 697 元/吨。均提示纯碱近月估值或过高以及远月估值或过低风险。

图 15 纯碱 01 合约基差



资料来源：ifind，东海期货研究所

图 16 纯碱 1-5 合约价差



资料来源：ifind，东海期货研究所

3. 结论及操作建议

总的来说，我们认为纯碱明年供应端整体产量在增产周期背景下仍有较高增长，夏季集中检修时产量或相对较低，需求端下游浮法玻璃与光伏玻璃日熔量增长态势或有所放缓。目前纯碱库存低位，长期来看纯碱或从紧平衡转向宽松。明年纯碱价格表现或偏弱，但在远月定价已较低情况下，下方空间也已相对来说较小。

操作建议：运行区间 1300-2000，熊市看跌期权价差

风险因素：供应端增产不及预期，终端恢复强于预期

重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn