

远期投产压力下，纯碱供需博弈继续

——纯碱二季报

摘要：

研究员：李轩怡

期货从业证号：F3065475

投资咨询从业证号：Z0017191

:13269233579

:lixuanyi_qh@chinastock.com.cn

供给端：此前纯碱现货价格稳步走强，高利润驱动下，产量稳居高位。预计 9 月份前纯碱产量提升空间有限，供需格局难以完全扭转。今年供应增速显著高于需求增速，市场将在投放节奏中摸索价格底部。对于 09 合约市场关注重点更集中于产线投放的量和下游需求的量之间的博弈。对于远月合约将更关注供给过剩下库存水平以及不同工艺综合下的成本支撑。

需求端：“保交楼”政策托底下，地产竣工端稳增长预期向好。地产资金缓解有限，信心修复需要时间。预计二季度，随着纯碱价格回落和旺季的临近，玻璃厂将按计划陆续点火，冷修放缓，全年日熔稳中有增。光伏玻璃产能增长迅速，但增速见顶。头部光伏玻璃企业大概率按计划进行产线点火，而中小企业是否点火会较大程度上受到即时利润影响。保守估计年末光伏日熔能够达到 10.3 万吨。一季度轻碱需求改善有限，拖累纯碱价格。预计在海外能源价格回落，全球贸易格局重塑的格局下，中国纯碱出口同比下滑。但是随着下半年远兴能源投产，会吸引一部分海外市场，一定程度上调节国内供需格局。

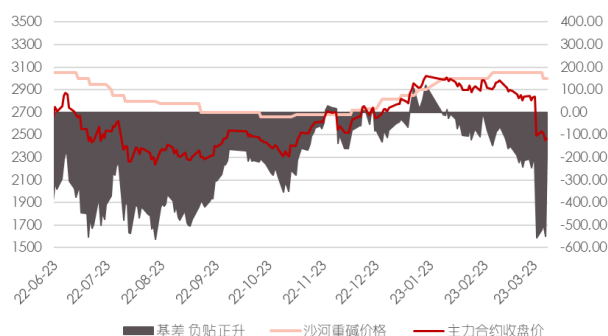
库存端：远月产能释放，纯碱价格逐月下跌，其强势基本面随着时间将逐步转为弱势。远兴能源六月份投产的确定性较大，价格中枢逐月下移，刚需及投机囤货意愿降低。下游压缩库存天数，上游定价权在逐步衰弱。预计上半年库存仍持低位，拐点将在下半年出现。

利润：下游利润不佳，对高价纯碱抵触。从产业链的角度来看，玻璃和纯碱利润分化较为严重。随着远兴能源的投产，纯碱将告别高利润，进入供给过剩阶段。进而纯碱-玻璃产业链的利润将会重新分配，预计随着纯碱降价玻璃将重回正利润时代，可以关注纯碱-玻璃价格博弈下品种差之间的机会。

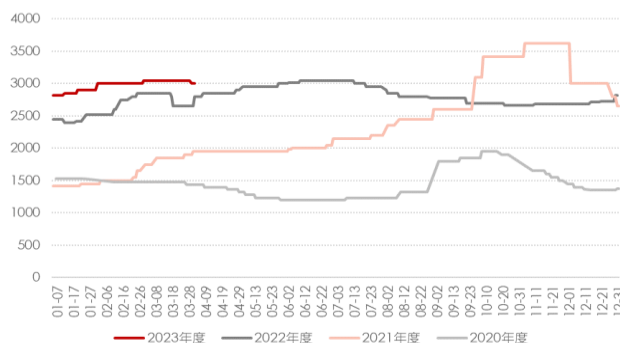
1. 行情回顾

一月份纯碱期价持续走强，受到年末光伏玻璃集中投产及冷修不及预期影响，玻璃厂商拿货紧张情况延续。此外临近节日玻璃厂进行节前备货以保证安全生产，宏观预期改善下游玻璃价格上涨，共同作用下纯碱供给缺口扩大，库存持续去化，期货盘面达到高点 3069 元/吨。年后期价高点回落，震荡走弱。一是年后需求恢复速度较慢，开工晚于同期。市场由交易预期转为现实。二是玻璃厂及贸易商以消耗年前库存为主，供给紧张边际宽松。三是随着新产能投产的临近，市场对纯碱降价预期增加，下游及中游囤货意愿不强，盘面贴水走弱。盘面由最高点降至 2820 元/吨震荡，沙河现货价格下跌 50 元至 3000 元/吨。

图表 1：纯碱基差走势



图表 2：沙河重碱价格



资料来源：隆众资讯，ifind，百川盈孚，Bloomberg，银河期货

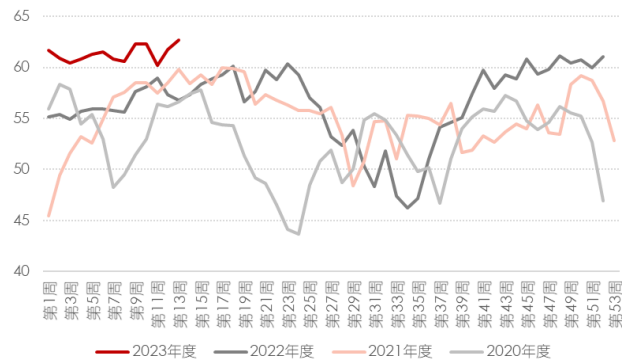
2. 供给：

纯碱现货价格稳步走强，高利润驱动下，产量稳居高位。纯碱一季度周产保持在 60 万吨以上，开工率保持在 90%以上，同比增加 8%。分种类来看，轻重碱价差持续拉大，重质化率增至 55%左右后到达瓶颈，重碱周产约 33 万吨，同比增加 10%。轻碱周产约 27 万吨，同比增加 8%。预计二季度红四方和江苏实联有检修计划。

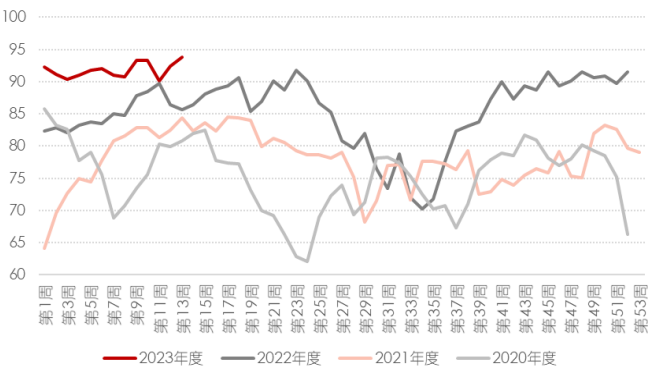
9 月前纯碱产量提升空间有限，供需格局难以完全扭转。我们预计纯碱产量将主要受到以下几点的影响：**一是新产能投放节奏**，2023 全年纯碱计划投放 5 条产线，共计 800 万

吨。其中远兴能源产能占比最大，计划于 5 至 6 月份投放第一、二条产线，共计 300 万吨，产能占比约 9%。远兴能源采用天然碱法生产，具有价格低廉，纯度高等特点，将会改变化学制碱法为主的市场定价格局。**二是季节性检修**，纯碱生产属于放热反应，一般会在 6 至 9 月份夏季进行检修。参考去年检修力度，结合今年生产设备长期处于高负荷状态，我们预测今年夏季检修的规模将影响约 80-90 万吨的产量。但不排除高利润驱动下，厂家延期检修。**三是行业利润情况**，新产线出货大概率以低价换市场份额，届时价格低位，利润回落，预计会有部分高运转企业降低负荷。综上，我们预计 9 月份之前，纯碱产量增长幅度有限，影响因素之间增减相抵，产量将维持 60-70 万吨/周的位置，直至夏季检修结束。

图表 3：纯碱周度产量



图表 4：纯碱开工率



图表 5：纯碱产能投放及退出情况

企业	投产时间	变动产能 (万吨)	年内影响产能 (万吨)	工艺
新增				
安徽红四方	2023年6月	20	11	联碱法
远兴能源一期	2023年5月	500	193	天然碱
江苏德邦	2023年7月	60	27	联碱法
金山	2023年9月	200 (最大)	73	联碱法
湘渝盐化	2023年9月	20	5	联碱法
连云港碱业	2024年	120		联碱法
远兴能源二期	2025年底建成	280		天然碱
退出				
中海华邦	2021年7月	-70		联碱法
内蒙古苏尼特	2021年7月	-20		天然碱
连云港碱业	2021年12月	-130		氨碱法
南方碱业	2023年12月	-60		氨碱法

资料来源：隆众资讯，ifind，百川盈孚，Bloomberg，银河期货

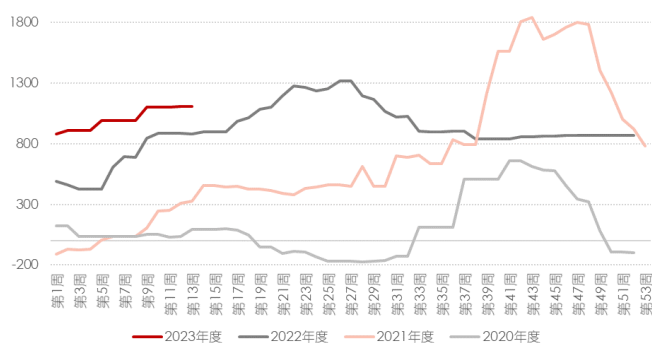
今年供应增速显著高于需求增速，市场在投放节奏中摸索价格底部。产能投放供给过剩

作为下半年纯碱市场的大逻辑，贯穿其中的供给故事对市场影响较大，尤其是当前下游库存低位，市场价格对供给端消息敏感度提升。可以关注市场情绪影响下，阶段定价不理性情况。对于 09 合约市场关注重点更集中于产线投放的量和下游需求的量之间的博弈。对于远月合约将更关注供给过剩下库存水平以及不同工艺综合下的成本支撑。长期来看，预计产能投放后规模小、生产效率低的装置将面临淘汰，行业被动进行产能出清，集中度有望进一步提升。

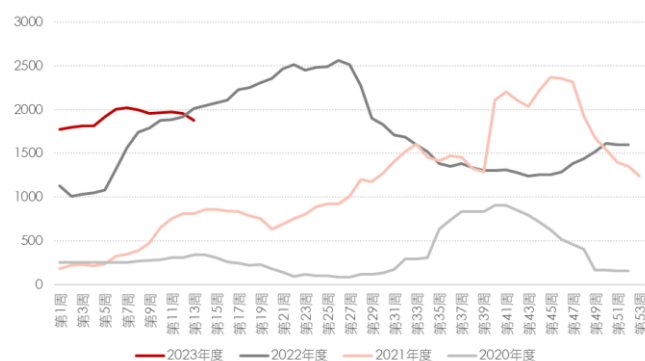
3. 利润：

下游利润不佳，对高价纯碱抵触。从产业链的角度来看，**玻璃和纯碱利润分化较为严重**。一方面玻璃生产特征决定其生产具有连贯性，难以就利润情况快速调节产量，导致淡季累库，价格受制。另一方面，去年下半年光伏产业链快速扩张，带动光伏玻璃产线点火，重碱供不应求，库存低位，价格高居。一季度纯碱氨碱法和联碱法双吨的平均生产利润分别为 988 和 1912 元/吨。而石油、天然气、煤炭制法的浮法玻璃利润分别为 35、-185、-157 元/吨。因此从利润分配及纯碱月差架构来看，未来下游将维持原材料低库存。

图表 6：纯碱氨碱法利润



图表 7：纯碱联碱法利润

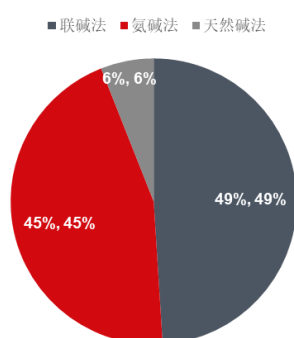


资料来源：隆众资讯，ifind，百川盈孚，Bloomberg，银河期货

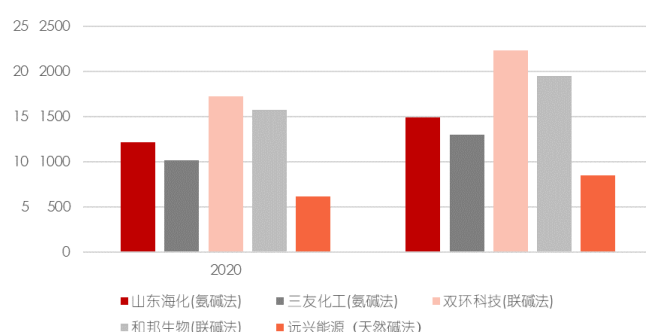
随着远兴能源的投产，**纯碱将告别高利润，进入供给过剩阶段**。近两年纯碱利润持续高位，理论上高利润会吸引新的产能进入，但是由于纯碱作为高耗能行业，化学制碱法产能扩

张收到明显的制约，新增产能需要经过发改委严格审批。但是天然碱法不属于限制类范围，且成本低，资源壁垒高。根据远兴能源公布的 2021 年的年报计算得出，天然碱法的成本约为 850 元/吨，对比化学制碱法成本低 20-30%。参考美国市场，在天然制碱工艺成熟后，迅速替代氨碱法，占据市场大部分份额。预计今年下半年，纯碱将面临成本端下移，利润收缩以及高成本产线挤出，预计纯碱价格将逐步回落。

图表 6：纯碱三种工艺产能占比



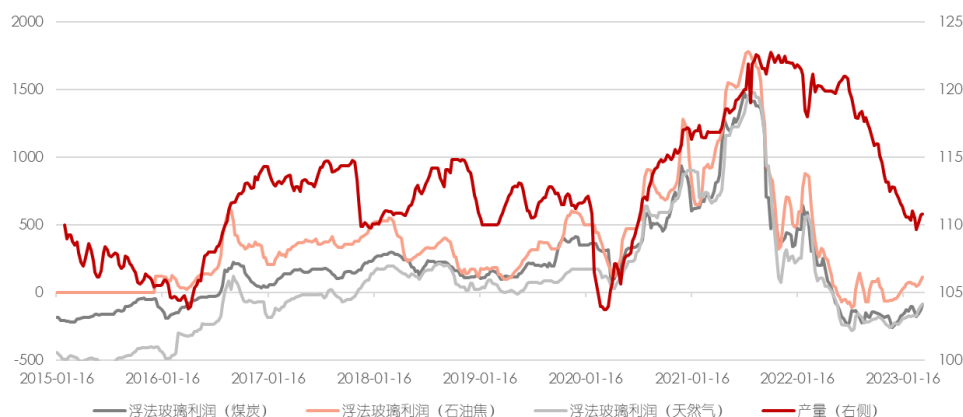
图表 7：纯碱三种工艺成本



资料来源：隆众资讯，ifind，百川盈孚，Bloomberg，银河期货

进而纯碱-玻璃产业链的利润将会重新分配，预计随着纯碱降价玻璃将重回正利润时代，但值得注意的是当前潜在复产点火产线较多，随着利润的回归，产线复产，产量增加，长期来看玻璃的利润仍将在低位徘徊，直到行业产能出清完成，可以关注纯碱-玻璃价格博弈下品种差之间的机会。

图表 8：玻璃生产利润和产量



资料来源：隆众资讯，ifind，百川盈孚，Bloomberg，银河期货

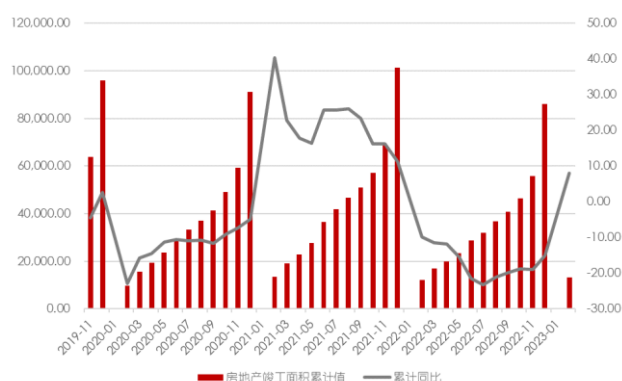
4. 需求:

4.1 玻璃预期改善，关注淡季去库表现

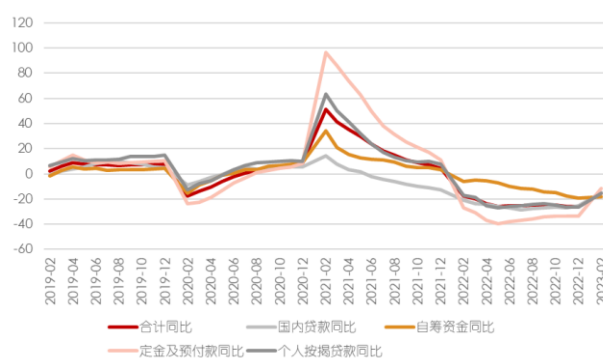
“保交楼”政策托底下，地产竣工端稳增长预期向好。玻璃作为纯碱下游行业中的传统需求，将在今年扮演更加重要的角色，预计全年呈现稳定向好，缓慢增长的特点。今年两会为全年房地产定调，提出有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，防止无序扩张，促进房地产业平稳发展。对比往年，今年重点强调防风险，平稳发展，旨在从稳出发，积极管理市场预期，增加消费者信心。此外相较于去年需求端政策，今年更加强调供给端“保交楼”的重要性，在前期专项贷款和免息再贷款等一系列举措支撑下，1-2月房屋竣工面积同比增加8%。

地产资金缓解有限，信心修复需要时间。但是地产资金改善幅度有限，1-2月房地产开发资金同比下降15.2%，从分项来看自筹资金下降幅度较大。整体来看，房地产开发资金同比降幅收窄，但是仍为负值，反应房企融资需求仍有待解决。购房信心冲击下，恢复需要时间。1-2月二线和三线城市二手销售数据超过往年，印证投资者对低能级城市的新房交付担忧犹在，二手房替代部分新房需求，拖累房企资金回笼速度。

图表 9：房地产竣工累计值



图表 10：房地产开发企业资金



资料来源：隆众资讯，ifind，百川盈孚，Bloomberg，银河期货

浮法玻璃在产日熔稳中有增，关注玻璃淡季库存情况。今年市场对地产后端先行修复的预期较强，带动玻璃利润改善，产线冷修速度放缓。预计二季度，随着纯碱价格回落和旺季的临近，玻璃厂将按计划陆续点火，冷修放缓，全年日熔稳中有增。

3 月份各大玻璃厂降价出货，下游深加工补货，产销数据持续好转，多数玻璃厂按计划进行产线点火。一季度共有 8 条浮法玻璃产线点火，共计日熔为 5750 吨。8 条产线冷修，共计日熔 4650 吨。截至 3 月末，浮法玻璃在产日熔为 15.8 万吨，对比 1 月初下降 0.6%，同比去年下降 8.1%。预计二季度，随着纯碱价格回落和旺季的临近，预计玻璃厂按计划点火。据隆众资讯统计，二季度共计有 7 条共计 4650 吨日熔的产线有计划点火，3 条共计 1600 吨产线有计划冷修。

图表 11：一季度浮法玻璃产线变动

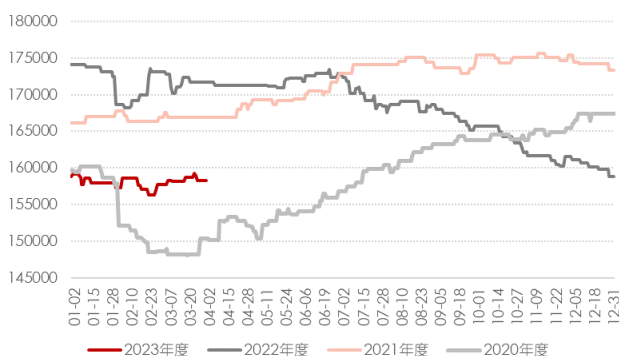
浮法玻璃				产线情况	
时间	产线	变动	影响（吨）	产品	窑龄
20230106	重庆渝荣玻璃有限公司荣昌一线	冷修	300	白玻	3y
20230113	云南云腾建材有限公司云腾一线	冷修	600	白玻	7y
20230129	咸宁南玻玻璃有限公司二线	冷修	700	超白	10.9y
20230131	江苏东台中玻特种玻璃有限公司二线	复产点火	600	白玻	1y
20230203	内蒙古玉晶科技有限公司一线	引头子	1300	白玻	
20230203	滕州金晶玻璃有限公司一线	原产白玻改产福特蓝	600	福特蓝	
20230205	威海中玻镀膜玻璃股份有限公司二线	复产点火	450	白玻	1y
20230206	湖北三峡新型建材股份有限公司二线	复产点火	600	白玻	7m
20230213	中玻（陕西）新技术有限公司二线	原产白玻改产福特蓝	500	福特蓝	
20230214	信义玻璃(江门)有限公司蓬江三线	冷修	950	白玻	1.4y
20230216	河北鑫利玻璃有限公司鑫利一线	冷修	500	白玻	14y
2月中旬	云南海生润一线	原产白玻改产福特蓝	550	福特蓝	
20230220	山东金晶科技博山三线	原产超白改白玻	600	白玻	
20230221	信义节能玻璃（芜湖）一线	复产点火	500	白玻	7m
20230225	信义玻璃（天津）有限公司二线	复产点火	600	汽车玻璃（白玻）	5m
20230224	江苏东台中玻特种玻璃有限公司二线	引头子	600	白玻/在线sun-e	1y
20230301	宁夏金晶科技有限公司一线	原产超白改白玻	600	白玻	
20230306	临沂中玻二线	原产白玻改蓝星灰	600	蓝星灰	
20230307	河源旗滨硅业有限公司二线	冷修	600	白玻	9.6y
20230308	湖北明弘玻璃有限公司二线	复产点火	1000	白玻	9.6y
20230313	南和县长红玻璃有限公司二线	原产白玻改福特蓝	600	福特蓝	
20230315	信义超薄玻璃（东莞）有限公司一线	改产白玻近日正色	500	白玻	
20230320	沙河市长城玻璃有限公司七线	复产点火	1200	白玻	8.75y
20230324	沙河市长城玻璃有限公司一线	冷修	400	白玻	8y
20230324	湖北亿钧耀能新材股份公司一线	冷修	600	白玻	8y
20230324	河北德金玻璃有限公司三线	小火回温（正式点火）	800	白玻	

资料来源：隆众资讯，ifind，百川盈孚，Bloomberg，银河期货

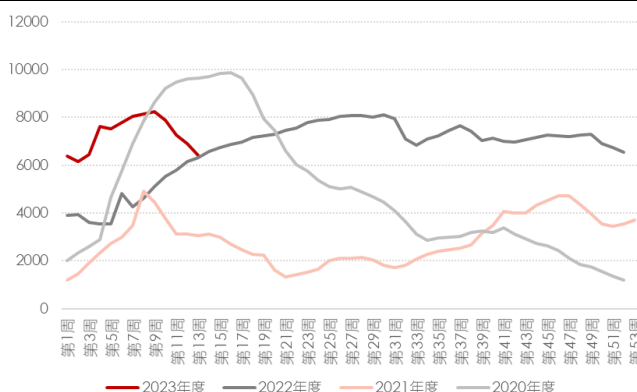
此外玻璃厂进行冷修的概率比较小，主要基于以下逻辑：一是玻璃景气预期，玻璃厂对全年保交楼基调下的旺季需求有期待。二是性价比低，玻璃厂亏损有所缓解，冷修费用高昂

至上亿。因此整体来看，浮法玻璃今年不太会出现大规模冷修的情况。对于纯碱 09 合约，市场会博弈 9 月份前需求增量和纯碱供应增量之间的平衡，按照往年规律，在经历过上半年的“金三银四”旺季后，玻璃行业会进入短暂的需求淡季，尤其南方的梅雨季节会影响玻璃发运和销售。我们可以关注玻璃淡季库存及利润变化情况，会影响二季度玻璃产线变化情况。

图表 12：浮法玻璃在产日熔



图表 13：浮法玻璃期末库存



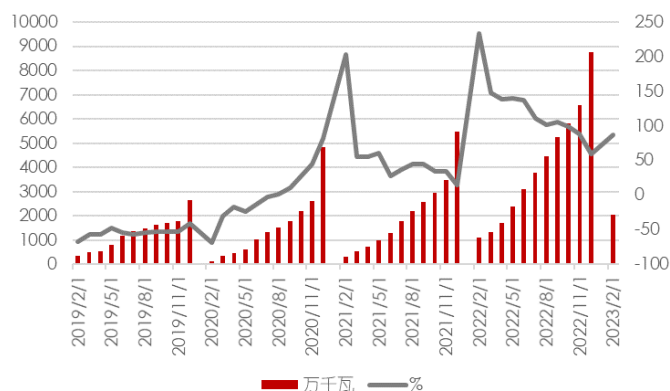
4.2 光伏趋势放缓

“双碳”政策支持下，光伏产业大幅扩张。在全球能源转型的大背景下，各国对再生能源重视程度提升，带动光伏产业扩张。根据中国光伏行业协会数据，预计 2022 年全球新增光伏装机量为 230GW，同比增长 35.3%。其中中国的新增装机量引领全球为 87.41GW，占全球新增 38%，实现同比 59.3% 的增长。光伏产业扩张带动下游组件扩张，叠加中国光伏玻璃行业相关政策松绑，光伏玻璃产能增长快速。2022 年 8 月工业和信息化部施行《水泥玻璃行业产能置换实施办法》，规定光伏玻璃项目可不制定产能置换方案，以听证会制度替代，建立产能风险预警机制。并规定在建、拟建及 2020 年 1 月 3 日之后投产的光伏玻璃项目，需在 2022 年 5 月 31 日前完成听证会程序，此举一定程度上为产能投放按下加速键。

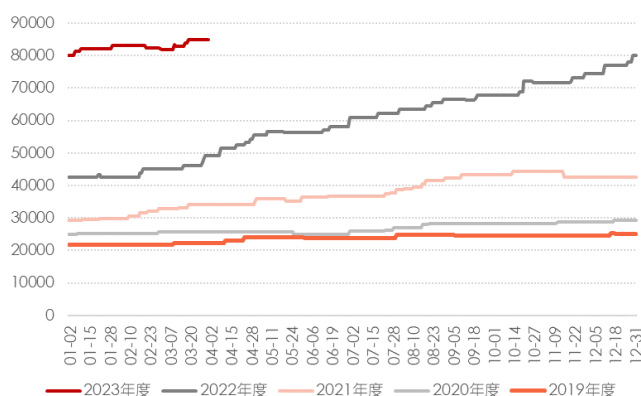
光伏玻璃产能增长迅速，但增速见顶。2022 年末中国光伏玻璃运行产能为 8 万吨/日，同比增加 87%。今年预计有 47 条产线共计 5.2 万吨日熔有计划投放，以此为估计预计年末光伏玻璃日熔将达到 13.2 万吨，同比增长 65%。但是预计随着产能密集投放，行业供给区

域饱和，后面产线的点火具有较大的不确定性。光伏玻璃企业具有较为明显的规模效应，头部企业可以通过布局原材料，使用大型窑炉以及生产过程自动化，从而减少单吨生产成本，提高生产效率。具体反映在光伏玻璃龙头企业毛利率要显著高于其他企业，因此即使当前光伏组件利润有所收缩的情况下，我们认为头部光伏玻璃企业大概率按计划进行产线点火，而中小企业是否点火会较大程度上受到即时利润影响。从中国各省公布的十四五计划推算，我们预计今年光伏玻璃增速放缓，保守估计年末光伏日熔能够达到 10.3 万吨。

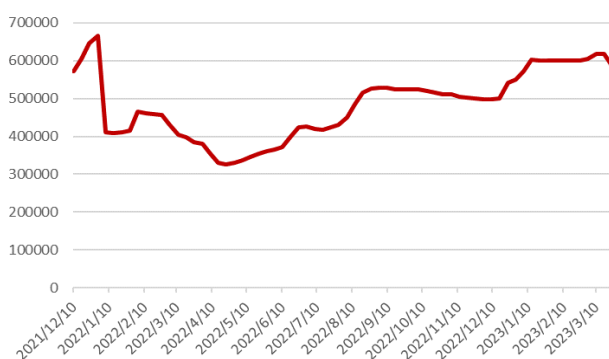
图表 14：中国光伏装机量累计新增



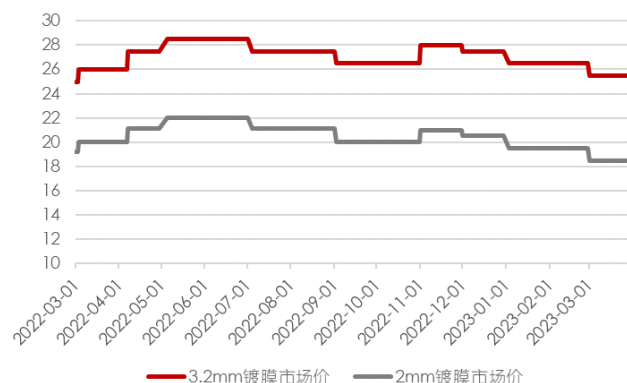
图表 15：光伏玻璃有效日熔



图表 16：光伏玻璃总库存



图表 13：光伏玻璃市场价格



图表 14：一季度光伏玻璃产线变动

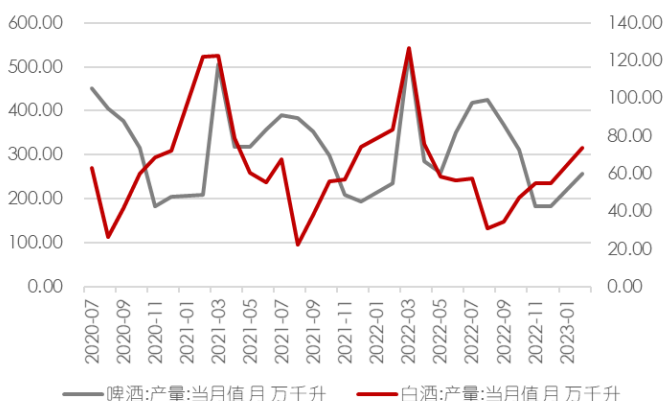
光伏玻璃				产线情况	
时间	产线		影响 (吨)	产品	窑龄
20230129	宿迁中玻新能源有限公司一窑五线	投产点火	1000	超白压延	
20230303	山西日盛达太阳能科技有限公司一窑四线	冷修	500	超白压延	10
20230303	彩虹（合肥）光伏有限公司一窑四线	冷修	750	超白压延	8
20230308	安徽福莱特光伏玻璃有限公司-三期十二线	投产点火	1200	超白压延	
20230316	信义光能（苏州）有限公司一窑四线	投产点火	1000	超白压延	

资料来源：隆众资讯，ifind，百川盈孚，Bloomberg，银河期货

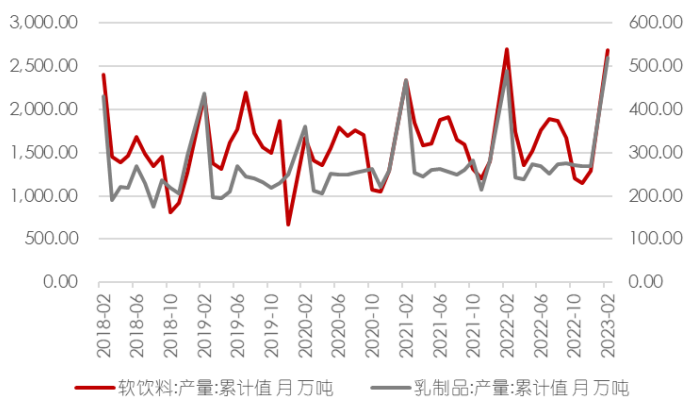
4.3 轻碱需求改善有限，拖累纯碱价格

轻碱下游的需求较为分散，主要应用于日用玻璃、泡花碱、洗涤剂、小苏打、碳酸锂和氧化铝等。它和烧碱之间存在相互替代的关系，当轻碱价格过高的时候，氧化铝、味精及医疗的用碱需求会被一定程度上替代。其中玻璃包装约占纯碱下游需求的 8%，根据 1-2 月份饮品产量来看，对应使用玻璃包装容器同比下滑。其中 1-2 月份白酒产量为 112.4 万千升，同比下降 11.2%。啤酒产量为 524.8 万千升，同比下降 1.15%。软饮料产量为 2688.4 万吨，同比下降 0.51%。乳制品产量为 520.6 万吨，同比上升 6.2%。泡花碱是轻碱的第二大

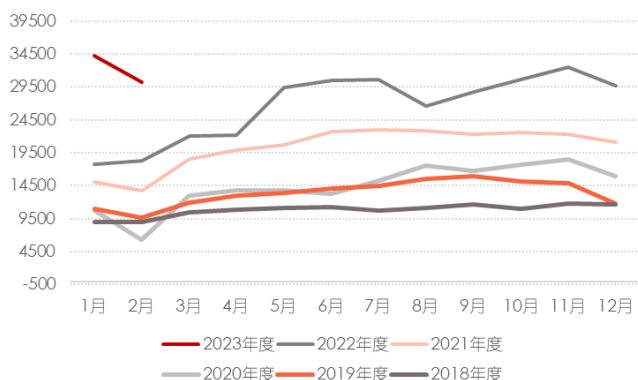
图表 15：啤酒及白酒产量



图表 16：乳制品及软饮料产量



图表 15：碳酸锂产量



图表 16：碳酸锂开工率



隆众资讯, ifind, 百川盈孚, Bloomberg, 银河期货

下游，占纯碱下游需求 5%，主要应用于白炭黑的制作。泡花碱一季度开工率有所好转，但整体在低位，维持 60-65%的开工率，同比下降 7%。碳酸锂是轻碱下游中增长潜力最大的

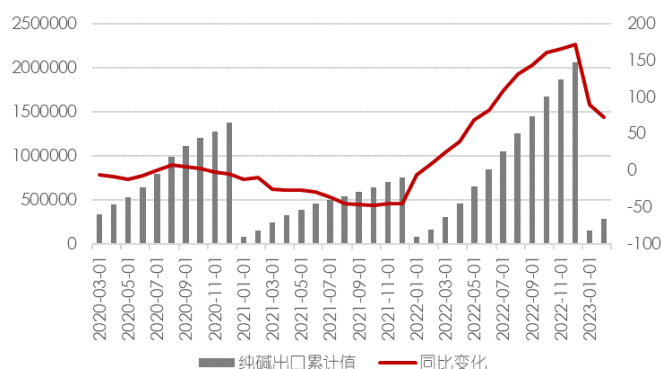
品种，应用于动力电池、消费电池、消费电池以及储能电池，占比纯碱下游需求约 2%。随着新能源汽车渗透率不断提高，动力电池的需求持续增加，利好碳酸锂行业。1-2 月份碳酸锂的产量为 6.4 万吨，同比增加 79%。

5. 进出口：

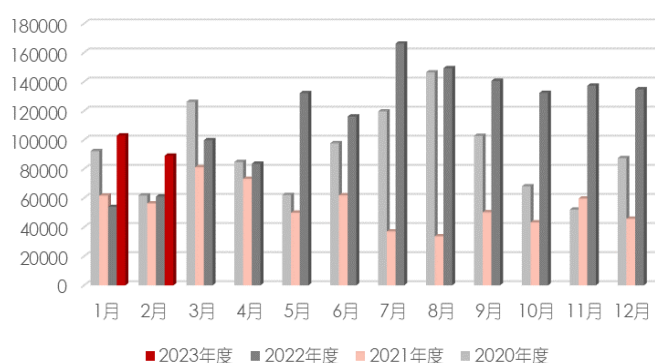
海外能源价格回落，纯碱出口同比减少。2022 年由于海外能源价格增长，尤其是天然气和煤炭价格的上涨，导致海外纯碱成本大幅增加，因此我国纯碱价格出口竞争力显著提高。此外疫情影响下全球供应链受阻，燃料价格高企，增加美国和土耳其运输到亚洲的难度，2022 年中国对亚洲的出口量同比增加 115%。去年中国纯碱出口量为 205.6 万吨，占全年产量的 6.9%，同比增长 170%。预计今年在海外能源价格回落，全球贸易格局重塑的格局下，中国纯碱出口同比下滑。今年 1-2 月份纯碱出口量为 28.8 万吨，同比增加 73%。当前印度纯碱的价格约为 3700 元/吨，TATA2 月份修改重碱报价为 3156 元/吨，出口优势不突出，但是随着下半年远兴能源投产，纯碱价格逐步回落，会吸引一部分海外市场，一定程度上调节国内供需格局。

目前国内进口纯碱有限，主要原因如下，一是进口体量较大，对接货方生产规模有要求，预付金额多。二是船期较长，美国到中国的船期约 1.5-2 个月，其中不可控因素较多。三是国际贸易规则差异，手续较为复杂。2022 年中国纯碱进口为 1876.5 吨，同比减少 97%。预计全年纯碱进口处低位，对纯碱价格影响不大。

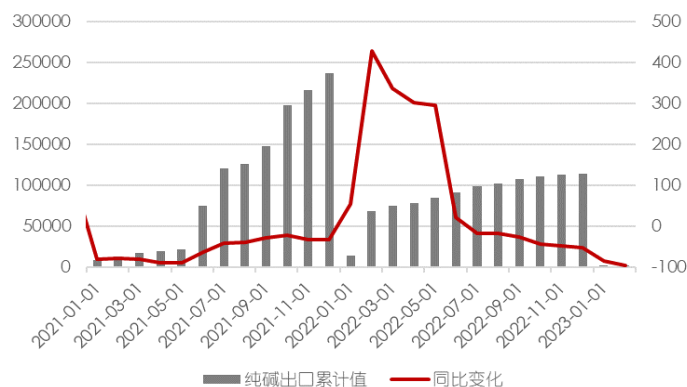
图表 17：纯碱出口累计值



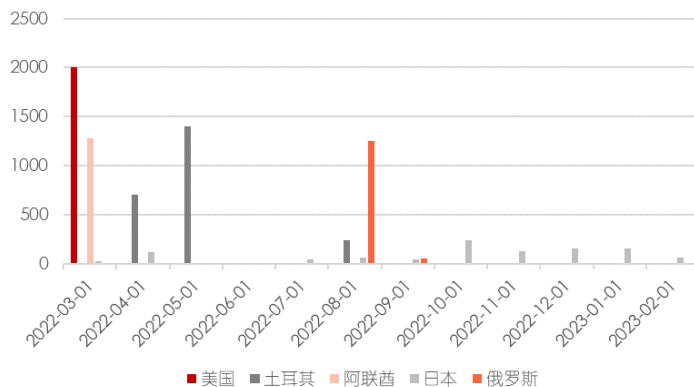
图表 18：纯碱出口-中国-亚洲



图表 19: 纯碱进口累计值



图表 20: 纯碱进口数量-分国家



图表 19: 印度纯碱价格



隆众资讯, ifind, 百川盈孚, Bloomberg, 银河期货

6. 库存:

远月产能释放, 纯碱价格逐月下跌, 其强势基本面随着时间将逐步转为弱势。远兴能源六月份投产的确定性较大, **预计价格中枢逐月下移, 刚需及投机囤货意愿降低**, 玻璃厂纯碱库存和交割库存低位运行。其中玻璃厂自节后不断压缩原材料库存天数, 当前库存接近部分厂商安全库存的底线。以隆众 37% 的玻璃厂样本推算玻璃厂原材料库存为 80.74 万吨, 对比 1 月初下降 32.2 万吨, 同比下降 28.5%。

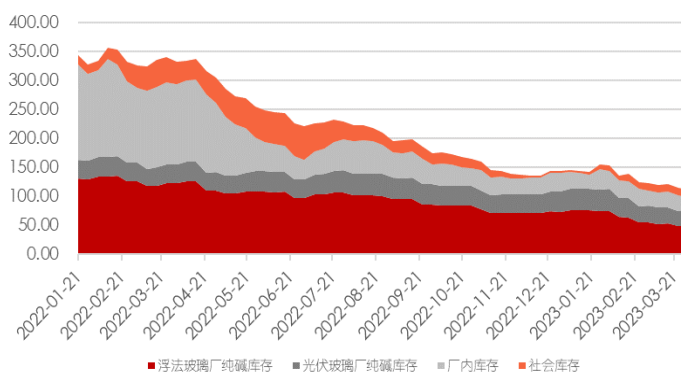
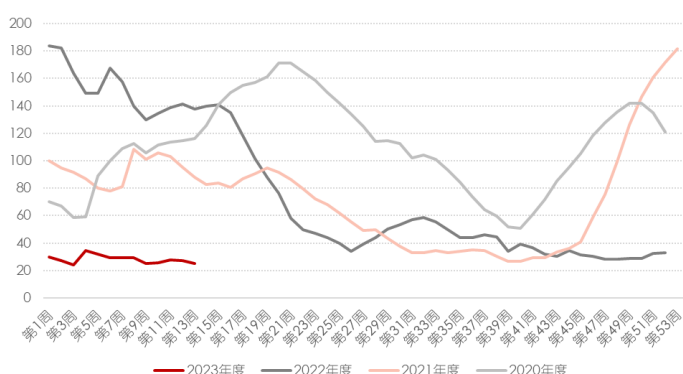
下游压缩库存天数, 上游定价权在逐步衰弱。从库存结构上看, 纯碱库存总量处低位, 玻璃厂压缩原材料库存后, 库存更加集中于上游。9 月份前, 若供给端或需求端有预期差出现, 价格反弹力度较大。其次, 玻璃厂压缩库存具有较强的时间上的一致性, 反应对当前纯

碱高价的接受程度不高。但是同时 3 月份计划点火的产线较多，玻璃产线生产的连贯性决定依然有补库需求，上游定价权犹在，但在逐步减弱。

上半年库存仍持低位，拐点将在下半年出现。从纯碱的厂家库存来看，远兴能源投产前纯碱库存将保持低位。从当前时点推算纯碱静态日度供需，截至 3 月 21 日浮法玻璃日熔为 158280t/d，光伏玻璃为 82410t/d，合计玻璃厂理论纯碱日耗为 4.8 万吨。重碱日产为 4.7 万吨。纯碱供需依旧偏紧，本月已点火产线合计 6850t/d，将在下个月出货，对纯碱日耗增加 0.13 万吨。随着玻璃产销好转，产线大规模冷修危机暂时解除，对纯碱的刚需犹存，预计上半年库存仍保持低位。库存拐点将在下半年出现。

图表 20：纯碱厂库库存

图表 21：纯碱总库存及结构



隆众资讯, ifind, 百川盈孚, Bloomberg, 银河期货

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 能化投资研究部

北京：北京市朝阳区朝外大街 16 号中国人寿大厦 11 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号白玉兰广场 28 层

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799