



光期研究：纯碱反弹容易反转难

● 核心观点

光大期货研究所

· 3月以来纯碱期货价格持续下跌，5月20日以来的加速下跌以远兴一期锅炉点火为导火索，伴随企业累库、碱厂心态转弱、成本重心下移、囤货需求缺失等基本面因素，加以资金和情绪配合，纯碱期、现市场出现双向负反馈。

资源品研究团队

· 长周期下纯碱过剩是定局，但未来1~3个月市场可能存在转机。一是行业季节性检修幅度和力度，或能对冲部分远兴投产压力；二是下游企业原料库存濒临极限库存，后期采购和补库有望给市场托底；三是轻重碱替代作用进入尾声，需求有望好转。

研究总监：张笑金

品种：动力煤、白糖

分析师：张凌璐

品种：尿素、纯碱

· 短期纯碱期货存在修复性反弹空间，但趋势反转仍要等供、需两端利好因素进一步兑现。长周期下纯碱新增产能数量庞大，纯碱将进入产能严重过剩阶段，价格下方仍有空间。

助理分析师：孙成震

品种：棉花

· 关注因素：碱厂新价格、远兴新产能运行情况、行业检修情况、中下游补库情况

本文撰写者：张凌璐

期市有风险

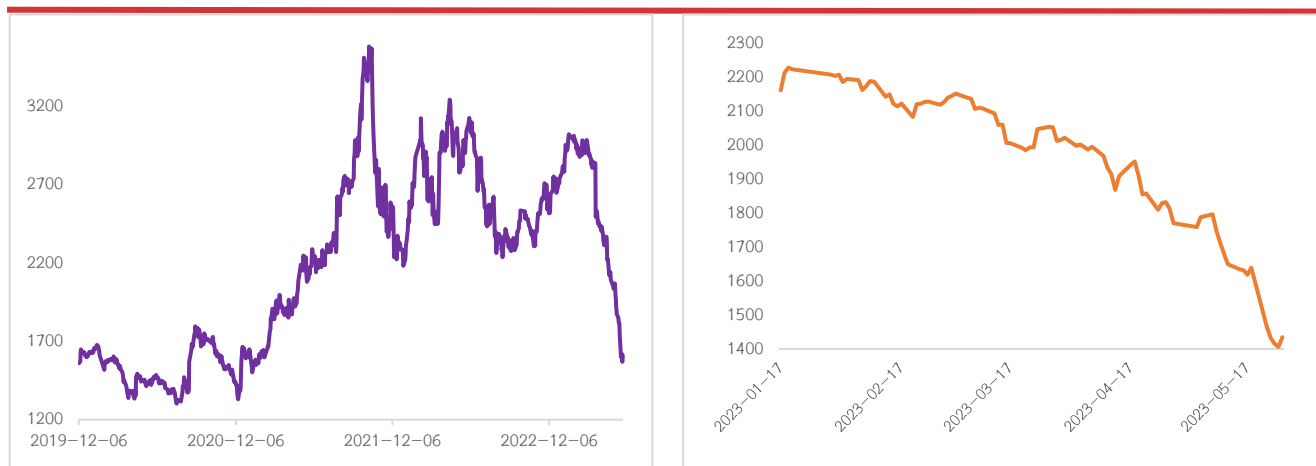
入市需谨慎

光期研究：纯碱反弹容易反转难

纯碱期货价格下跌趋势自3月底开启，将近两个月的时间里下挫近1000元/吨。4月国内纯碱期货主力合约跌幅14.98%，5月跌幅进一步扩大。截至5月26日纯碱主力2309合约收盘价1610元/吨，月度跌幅24.06%；远月2401合约收盘价1435元/吨，月度跌幅20.14%。

图表1：纯碱期货主力合约收盘价（单位：元/吨）

图表2：纯碱期货2401合约收盘价（单位：元/吨）



资料来源：iFind、光大期货研究所

一、供需两端同步弱化，期现市场负反馈

纯碱此轮持续下跌由多方因素导致。首先，今年行业存在大量产能投放，近期市场关注度较高的便是远兴一期项目产能落地情况。据悉，该项目锅炉已于5月20日凌晨顺利点火，虽然较最初预计的5月6日点火时间有所延迟，但大方向纯碱产能增量已经落实。按照计划，远兴一期项目4条产线产能分别为150万吨、150万吨、100万吨、100万吨，此次点火产能大概150万吨左右，其余产线将于7~9月陆续投产。由于锅炉点火到出产品仍有一个多月的时间周期，因此远兴实际落地的产能仍有待进一步确认。

除了远兴一期500万吨之外，今年行业还有金山化工200万吨的新增产能，再加上安徽红四方、重庆湘渝、连云港德邦等企业延迟至今的增量。纯碱全年产能增量乐观情况下将达到800万吨，占目前行业总产能（含长停）近四分之一。届时纯碱总产能有望突破4000万吨，且未来三年仍将保持增长趋势。

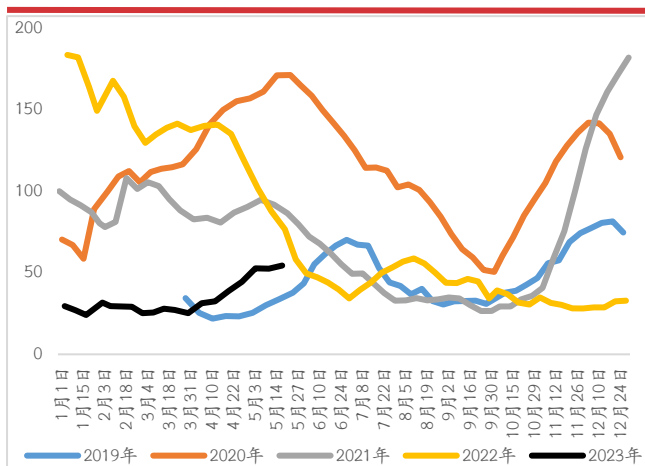
图表 3：纯碱行业潜在新增产能（单位：万吨）

企业	工艺	产能(万吨)	预计时间	备注
安徽红四方	联碱法	20	2023 上半年	扩产；原计划 22 年三季度
连云港德邦	联碱法	60	2023 年上半年	原计划 22 年年底
重庆湘渝	联碱法	20	2023 年下半年	原计划 22 年年底
金山化工	联碱法	200	2023 年 9 月-10 月	金大地五期项目
远兴能源	天然碱	500	2023 年年中	一期锅炉 5 月 20 日凌晨点火 (150、150、100、100)
远兴能源	天然碱	280	2023 年底建设	二期项目，计划 2025 年投产

资料来源：隆众资讯、公开资料整理、光大期货研究所

其次，4 月以来纯碱企业的持续累库也成为市场走弱的主要推手。截至 5 月 25 日，纯碱企业库存提升至 54.44 万吨，绝对水平已较 3 月底翻了一倍之多，增幅达到 115.77%。尽管两个月累库后，纯碱库存水平仍处于五年来的次低位，轻碱和重碱库存也均位于绝对低位。我们认为库存对市场的影响不在于绝对水平的高低，而在于变化方向及幅度。3 月底以前，碱厂库存在低位窄幅波动的近半年之久，再往前则是长达九个月的去库周期。因此，行业一年多的去库和低库存运行模式突然转变为累库，哪怕幅度不大也会导致市场情绪的由强转弱。更何况在过去两个月的累库周期中不乏库存增幅超过 10% 甚至 20% 的情况。

图表 4：纯碱企业周度库存（单位：万吨）

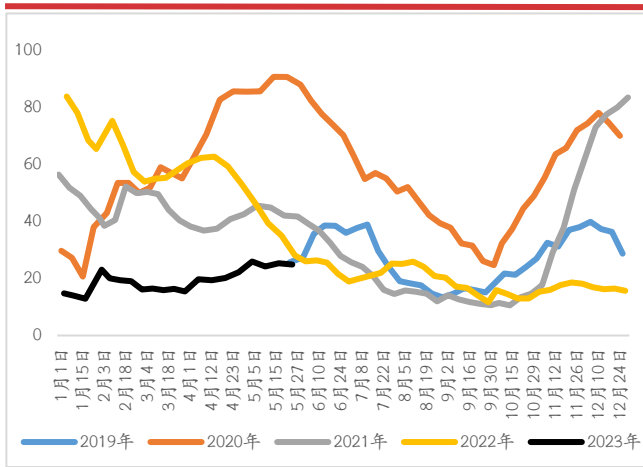


资料来源：iFind、光大期货研究所

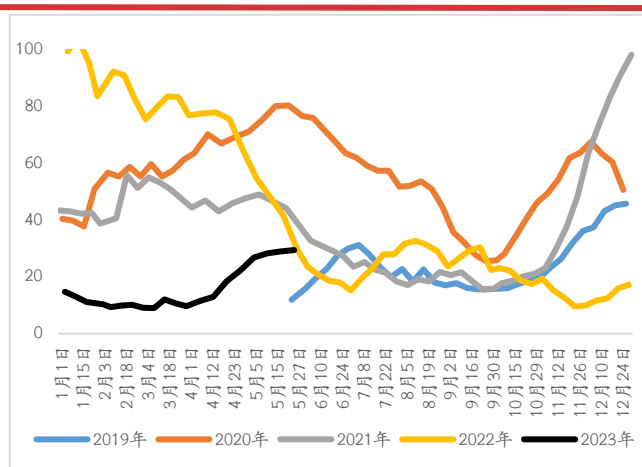
图表 5：纯碱企业周度库存变化幅度（单位：%）

	企业库存周度增幅	轻碱库存周度增幅	重碱库存周度增幅
2023/5/25	0.04%	-1.62%	1.48%
2023/5/18	3.54%	4.58%	2.65%
2023/5/11	-0.44%	-6.62%	5.56%
2023/5/4	18.84%	17.19%	20.49%
2023/4/27	14.84%	9.92%	20.21%
2023/4/20	19.20%	3.76%	42.28%
2023/4/13	3.84%	-1.42%	12.84%
2023/4/6	23.86%	29.57%	18.74%

图表 6：轻碱周度库存（单位：万吨）



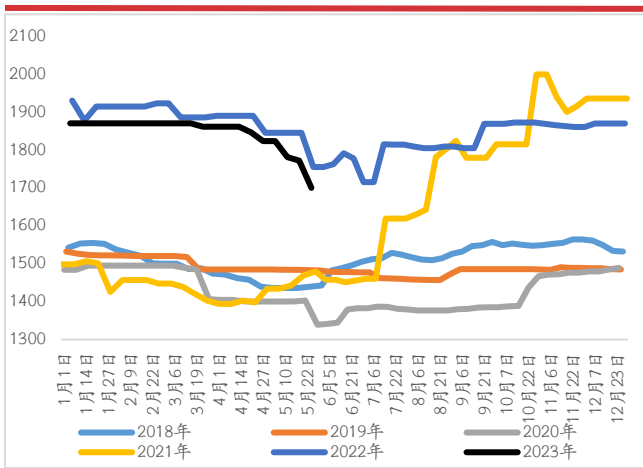
图表 7：重碱周度库存（单位：万吨）



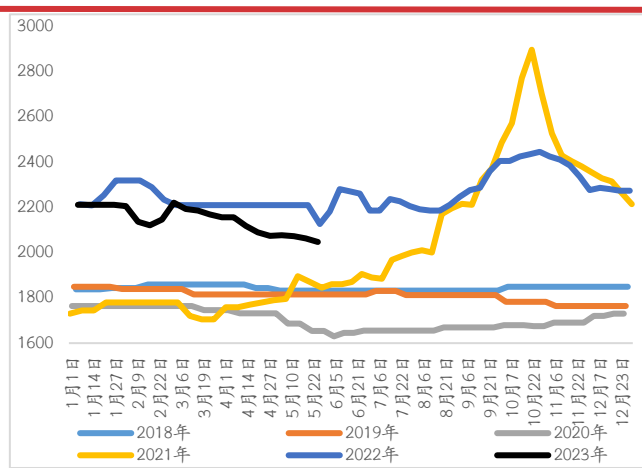
资料来源：iFind、光大期货研究所

成本重心的下移也加速了此轮下跌行情的演绎。4月中旬以来国内原盐价格持续下调，5月26日各地区市场价已较4月中旬下跌70~170元/吨。按每生产1吨纯碱消耗1.4~1.6吨原盐计算（不同工艺有差别），纯碱成本中原盐单项成本便下降100~270元/吨。同时期内环渤海5500大卡动力煤平仓含税价下跌135元/吨，折合纯碱成本下移67.5元/吨。再加上天然气、合成氨等其他原、燃料价格的下跌，纯碱成本重心整体下移幅度较大。

图表 8：氨碱企业成本（单位：元/吨）



图表 9：联碱企业成本-双吨（单位：元/吨）



资料来源：Mysteel、光大期货研究所

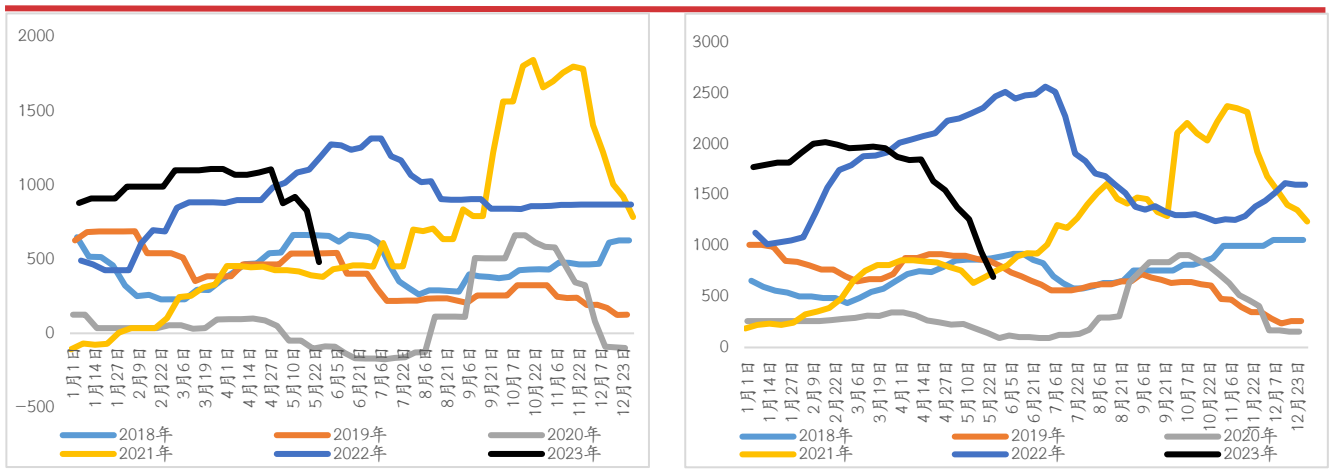
目前国内氨碱企业成本1700元/吨，联碱企业成本2046.9元/吨（包含氯化铵的双吨成本），二者分别较4月中旬下跌161元/吨（-8.65%）、71元/吨（-3.35%），较此轮期货下跌起始时间3月底分别下跌170元/吨（-9.09%）、121元/吨（-5.58%）。在供需本就转弱的预期下，成本的下挫无疑加剧了市场悲观情绪的释放。

此前行业高利润状态也成为市场做空纯碱的理由之一。根据纯碱利润变化趋势，此番纯碱利润快速下行同

样始于4月中下旬,与多数原料价格下行周期基本一致。由于联碱副产品氯化铵价格3月底便开始直线型下跌,故联碱企业利润先于氨碱企业萎缩。5月份国内华北地区氨碱企业利润下降近630元/吨,降幅56.59%;华东地区联碱企业毛利5月份下降超850元/吨,月度降幅55.16%,而5月底联碱企业毛利与4月中旬相比跌幅已超过1100元/吨,跌幅62.5%。虽然利润快速萎缩,但纯碱现货端尚存一定理论利润空间,期货端目前主力合约在氨碱企业成本线附近波动,但盘面价格距离联碱和天然碱企业成本尚有400元以上的利润空间。

图表 10: 氨碱企业利润 (单位: 元/吨)

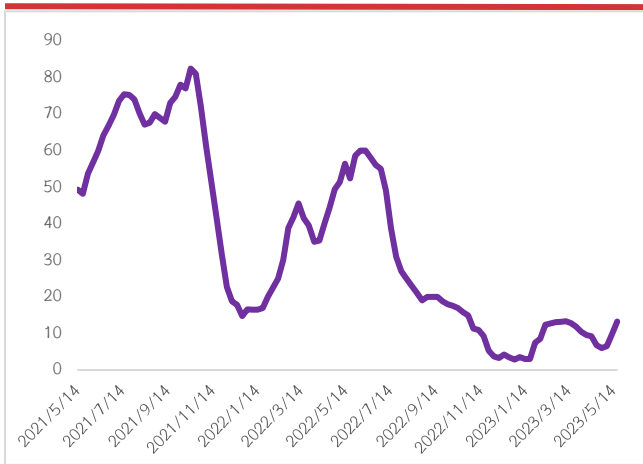
图表 11: 联碱企业利润 (单位: 元/吨)



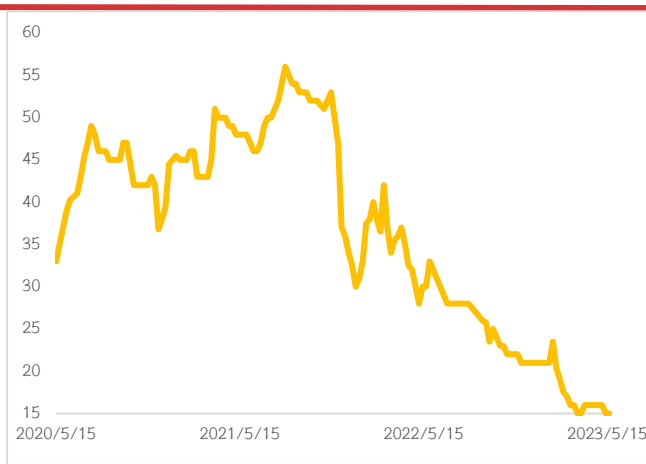
资料来源: Mysteel、光大期货研究所

需求端的弱势主要来自中下游采购意愿的持续减弱。一方面,远兴一期出产品在即,下游企业减少当下采购以便后期采购更加廉价的纯碱。另一方面,厂家心态近期明显转弱,现货价格在一个半月左右的时间里下调千元。截至5月26日沙河地区重碱送到价已跌至1950~2000元/吨附近,较4月中旬下跌1000~1050元/吨,国内各地区轻碱、重碱价格3月底以来也呈现近乎直线式下跌模式,降价幅度远超市场预期。据推断,中下游在远兴出产品以前也仍不会大量囤货,纯碱市场采购需求也依旧缺失。碱厂在下游心态持续转弱的带动下被迫快速降价吸单,尽早兑现尚存利润,而厂家的进一步降价再次抑制下游企业心态。上下游心态互相负反馈,形成恶性循环,成为此轮期、现价格同步大跌的另一推动因素。

图表 12: 纯碱社会环节库存 (单位: 万吨)

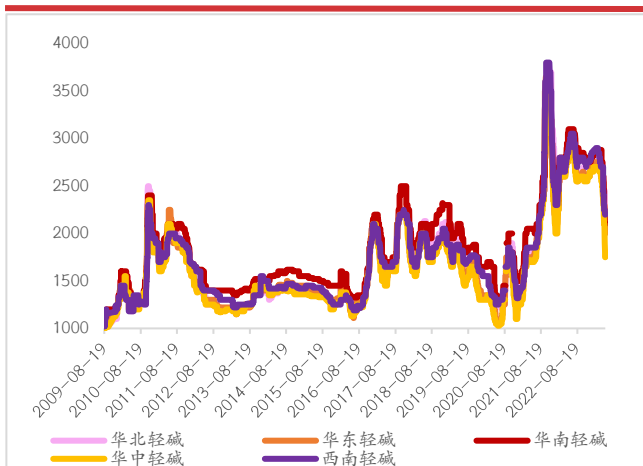


图表 13: 下游玻璃厂原料库存天数 (单位: 天)

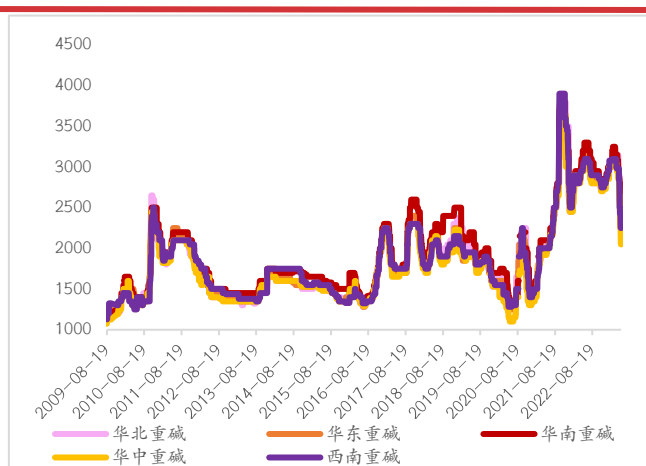


资料来源: Mysteel、光大期货研究所

图表 14: 轻碱市场价格走势图 (单位: 元/吨)



图表 15: 重碱市场价格走势图 (单位: 元/吨)



资料来源: iFind、光大期货研究所

二、中期供需存转机，长期严重过剩

长周期下纯碱过剩是定局，但未来 1~3 个月市场也并非没有转机。首先，远兴锅炉点火后阶段性利空出尽。虽然距离出产品尚有时间，但近期市场对其装置运行出现不少传言，其中不乏因故障熄火、未获得取水证等。传言尚未被有关主体证实，但业内也出现了多种辟谣声音。在消息发酵下，纯碱市场前期的悲观情绪明显缓解。需要注意的是，此番盘面反弹主要停留在情绪和资金层面，前期空头离场、多头入场也给期价底部带来支撑。郑商所将于 5 月 30 日结算后提升纯碱期货 2309 及 2401 合约的交易保证金，交易所的风控措施对盘面的影响

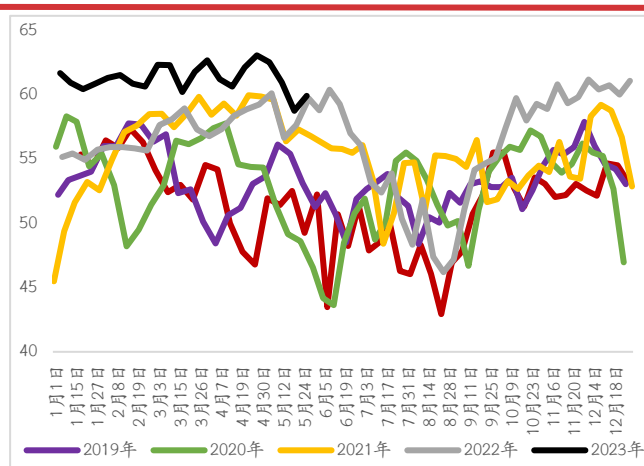
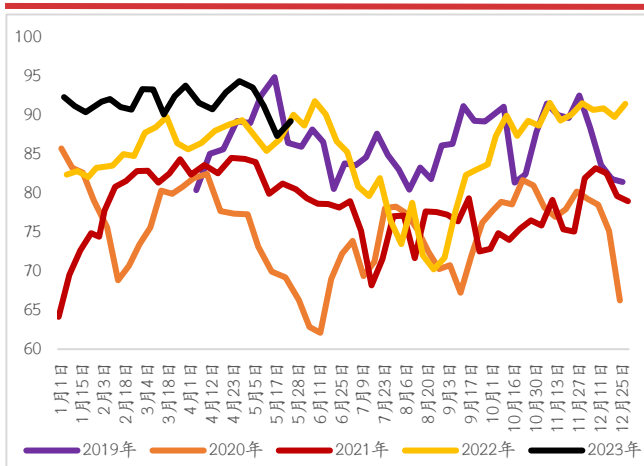
也需要高度警惕。

最新消息称，远兴能源阿拉善项目一线计划 6 月 25 号投料，28 号出产品；二线计划七月份投料，三线计划八月份投料，十月份实现全面满产。长期来看，纯碱新增产能的投放仍是今年主导供需及价格的主要因素，但投产节奏和速度需要持续跟踪。

其次，随着气温的持续提升，碱厂季节性检修也将随之到来。往年纯碱开工率及周度产量在检修高峰期最低分别降至 60%、42.5 万吨附近，与当前近 90% 的开工和近 60 万吨的周产量相比，下降空间较为可观。若今年检修能维持往年力度，则可有效缓解远兴投产带来的部分产能压力，这也是未来纯碱盘面持续反弹的驱动之一。需注意的是，在当前行业尚能维持利润的情况下年度检修存在不及预期风险。相对确定的是它的必然性，不确定的是检修的力度及持续时间。

图表 16：纯碱行业周度开工率（单位：%）

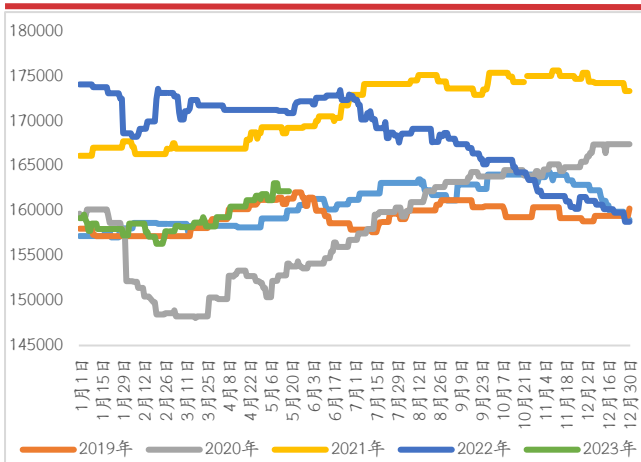
图表 17：纯碱周度产量（单位：万吨）



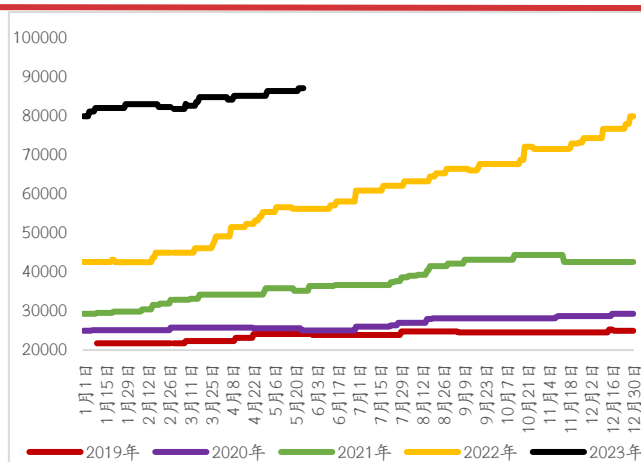
资料来源：iFind、光大期货研究所

需求端虽缺失囤货意愿，但受益于浮法玻璃和光伏玻璃产线复产点火，纯碱刚需用量也在提升。5 月份二者合计日熔量净增 0.443 万吨/天，折合纯碱刚需用量提升 0.089 万吨/天。由于玻璃产线点火后需要不间断生产，原料的稳定供应非常重要。在过去两个月下游长时间的不囤货也已导致原料库存濒临极限水平，而当下游原料库存到达极限后或再次催生采购需求，从而支撑期、现价格反弹。另外，目前轻重碱价差已收敛至 100 元/吨以内的合理水平，此前轻碱对重碱的替代作用也将进入尾声，后期重碱需求有望好转。

图表 18: 浮法玻璃日熔量 (单位: 万吨/天)

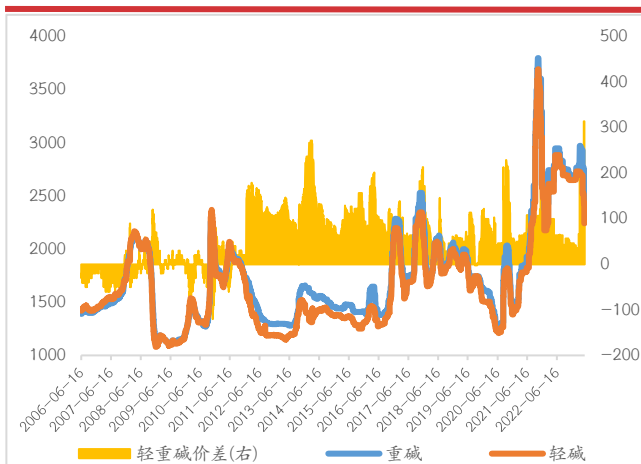


图表 19: 光伏玻璃日熔量 (单位: 万吨/天)

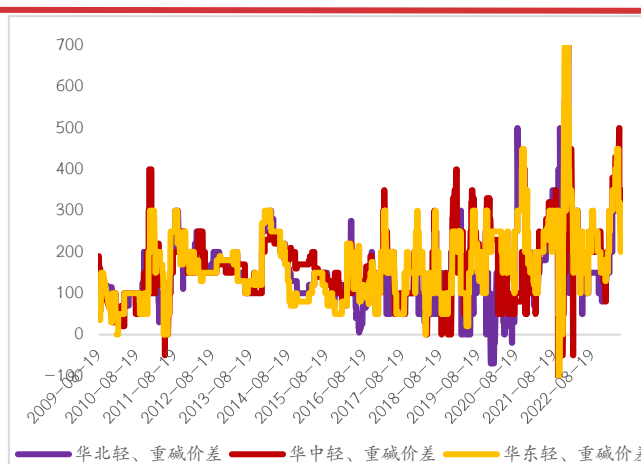


资料来源: iFind、光大期货研究所

图表 20: 轻碱、重碱市场价价差 (单位: 元/吨)



图表 21: 主流地区重碱-轻碱价差 (元/吨)



资料来源: iFind、光大期货研究所

纯碱期货主力合约最低已触及氨碱企业成本线, 但盘面距离联碱和天然碱企业成本尚有 400 元以上的利润空间。近期纯碱市场多空消息频繁发酵, 除了关于远兴装置之外, 还涉及到部分大型碱厂计划检修、中建材招标、碱厂封单涨价等信息。以上消息虽有待进一步验证, 但已经对市场情绪产生积极影响, 后期盘面资金博弈或进一步提升。整体来看, 短期纯碱期货在众多消息发酵下存在修复性反弹空间, 但趋势反转仍要等供、需两端利好因素进一步兑现。密切关注碱厂月度新价格调整方向及幅度、远兴设备运行情况、行业检修以及中下游补库情况。长周期下纯碱新增产能数量庞大, 纯碱将进入产能严重过剩阶段, 价格下行仍有空间。

资源品研究团队成员介绍

• **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。

期货从业资格号：F0306200

期货交易咨询资格号：Z0000082

• **张凌璐**，光大期货研究所资源品分析师，负责纯碱、尿素等期货品种研究工作，英国布里斯托大学会计金融学硕士学位，ACCA 持证人，曾荣获郑州商品交易所纯碱优秀分析师称号，多次荣获郑州商品交易所纯碱高级分析师称号。

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助理分析师，云南大学金融硕士，主要从事棉花、棉纱等品种基本面研究、数据分析等工作。

期货从业资格号：F03099994

联系我们

公司地址：中国（上海）自由贸易试验区杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 6 楼

公司电话：021-80212222 传真：021-80212200

客服热线：400-700-7979 邮编：200127

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。