



二季度走弱将为旺季反弹创造空间

2024年3月29日

烧碱调研报告

报告要点:

供需方面，两端增速均值均在3%上下相对匹配，长周期不具备突出矛盾，且主力下游氧化铝占比有待下降。今年投产计划依然不少但需求走弱，出口尚且能维持250万吨上下但主要压力来自于氧化铝生产受限和整体经济增速放缓，行业利润有望走低。

品种特点上主要表现为周期性、区域性和季节性，周期性是由于其基础化工品属性、区域性是受制于液体危化品运输半径、季节性是下游淡旺季和春秋检修，作为基准交割地和厂库集聚地的山东定价权在氧化铝。外贸方面，传统生产和消费市场集中在东北亚、北美和欧洲，东南亚和印度作为新兴市场消费潜力较快但也有配套烧碱投产计划，因此预计出口量短高长降。

交割方面，作为液体危化品其储存是主要问题，又因低浓度原因折百储存费用高企，贸易商参与程度有限、现货直销为主、期现被动，交易所出于风险防范旨在增加交割厂库，预估交割体量会限制期货对现货的影响力，短期现货价格见顶，盘面率先贴水下跌，二季度的走弱反而能为后续上涨创造空间。

创元研究

创元研究黑色组

研究员：陶锐

邮箱：taor@cyqh.com.cn

投资咨询资格号：Z0018217

报告联系人：杨依纯

邮箱：Yangyc@cyqh.com.cn

期货从业资格号：F03097640

一、纪要

3.1 嘉宾一观点（行业）：

供给端，自从 16 年 57 号文发布之后产能增速受限，该行业产能限制方向不变只允许 40% 以上工业废盐新增，预计将维持年均净增 100 多万吨。需求端，氧化铝耗碱占比下降、造纸行业稳定、纺织印染平淡，但锂电市场空间较大。整体市场运行的周期性、区域性和季节性明显，主要是由于其基础化工属性、液碱运输半径限制和下游需求淡旺和自身检修原因。开工率一般象征行业景气度，烧碱常态 80% 以上较为可观，预计今年稳中窄幅震荡，价格波动缩小。

3.2 嘉宾二观点（氧化铝）：

氧化铝与电解铝价格相关性下降，铝土矿对外依存度持续提升到 68%，其中几内亚占比超七成，国产供给紧缺保供能力下降明显。2023 年氧化铝产能 10300 万吨占全球六成，电解铝产能已近天花板将限制氧化铝需求，开工率只有 70% 过剩格局不改，成本上升将加剧竞争，产能扩张主要依托成本和区位优势。国内价格的上涨带来进口和期现套利机会，目前处于复产中。

3.3 嘉宾三观点（外贸）：

1. 供需：全球烧碱产能增长缓慢，五年年均增速只有 1.6%，截止 23 年底超过 1 亿吨，东北亚、北美和欧洲产能合计超八成。全球烧碱需求同样增长缓慢，23 年底需求约 7907 万吨对应开工率 80%，氧化铝、造纸和纺织是主要下游合计占比四成。烧碱因为是基础化工品，所以需求与 GDP 增速趋同但略低于 GDP，需求虽然集中在东北亚、北美和西欧，但东南亚受益于产业转移和资源优势发展较快，同时印度人口红利也有高增速潜力。
2. 贸易：全球贸易量约 12% 近 1000 万吨，主要净流出是东北亚（占贸易量 45%）和北美（占贸易量 30%）、净流入是南美和东南亚（占贸易量 30%）。定价方式上，氧化铝企业重视液碱供给稳定性，以厂家直供和大贸易商合作为主，采取长约加现货方式；欧美喜欢长约，但 18 年中美贸易战出台关税后没有优势；固碱现货量少多采用批量交易，主要出口不发达国家

家因为融化成本更低。认为出口价格大幅波动主要是突发事件影响，中国出口将呈短期高位、长期下降趋势。

3. 玩家：液碱出口企业包括天津渤化、新浦化学、青岛海湾、山东大地盐化、万华集团、LG 渤海、山东华泰、双狮、上海氯碱、金桥等；贸易商包括三菱、三广、三井、丸红等

3.4 嘉宾四观点（非铝）：

1. 特点一是需求多样化且分散、区域分布差异性明显、单行业在烧碱需求占比不大；二是非铝价格与烧碱相关性弱且定价模型不同；三是多作为辅料添加话语权弱、多跟随主力下游定价。未来，氧化铝鉴于电解铝产能天花板限制将在 3 年后达到产能峰值，非铝行业占比将稳中提升，增量贡献主要有造纸（3-5 年有 980 万吨新增产能计划）、新能源（三元前驱体和氢氧化锂对烧碱需求净增分别在 120 万吨、35 万吨）、化工、印染、水处理，化纤和轻工业相对有限，其余刚需维稳为主。

2. 非铝下游多分布在华东、华南、西南、华中等东部及南部地区，各行业占比分散使得价格以区域影响为主，难以决定全国价格趋势。纸浆 23 年产量 8850 万吨同比+3%，烧碱单耗 0.045-0.055 吨折百对应需求 530 万吨占比 15%；粘胶短纤经过 5 年产业结构调整供需矛盾缓解，产能利用率明显提升；新能源领域，受原料价格下滑拖累三元前驱体减产 5%为 81.5 万吨，烧碱单耗 1.2-1.3 吨折百对应需求 100 万吨左右，但同时氢氧化铝增产 17%为 27 万吨，烧碱单耗 1 吨折百对应需求 27 万吨左右；化工行业应用众多，包括制备钠盐、洗涤剂、漂白剂等等难以计数，化工行业虽工业增加值 21 年来趋势走高但对烧碱需求占比逐步下滑至 13%；印染相对平稳，23 年规上企业印染布产量增速仅 1%，由于对能源的刚性需求和产业地方规划，浙江最为集聚，加之其余东部沿海山东、江苏、福建广东等五省占比九成以上。

3.5 嘉宾五观点（框架）：

1. 逻辑：50 碱价格波动比 32 碱大，其市场流通性更强交割成本更低，认为盘面价格中枢由 32 碱定但 50 碱对波动影响更大。上市以来盘面升水走交割博弈和供需预期逻辑，仓库仓单成本偏高、工厂对首次交割偏谨慎，且 05 合约对应季节性去库周期，同时氧化铝利润也大幅走高，因为产业参与谨慎所以基差与库存联动性不强，期货引导为主。烧碱供需定价逻辑

辑有效，价格/利润与库存负相关，只是弹性上会受到估值和库存水平影响。

2. 相关品：氧化铝影响大于纯碱，传导逻辑也更直接有效，属于预期定价，氧化铝是烧碱最大下游，其价格涨跌直接影响利润和采购积极性，纯碱中的轻碱与烧碱有一定替代，对轻碱影响稍大，理论替代量占轻碱10%、烧碱1.6%、纯碱的1.8%，虽然长周期关联性强但中短期不强。

3. 静态估值：氧化铝在烧碱需求占比高达35%，但单耗仅0.15成本占比17%，所以氧化铝对烧碱有议价权但对其价格不算敏感，氧化铝决定烧碱未来空间和需求弹性的预期；交割方面，若是低成本厂库仓单流出将压缩盘面升水；估值方面，短期多空安全边际可以看50和32价差，因为市场规模和蒸发能力限制，50相对32的下边界支撑强于上边界压力，出口边际盯东南亚-中国价差。

4. 长周期：产能持续低增速，85%产能利用率较为健康，而且产能实际兑现情况主要看氯碱利润，存量供应弹性主要看春检秋检的常规检修，和氯碱平衡，液氯下游有区域差异，山东和江苏有大量外卖，山东配套主要下游为PVC、甲烷氯化物、PO、ECH。未来伴随品种活跃起来，产业和期现参与提升会带动库存影响力增加，可参考甲醇。

3.6 机构观点（交割&行情）：

1. 检修：齐鲁石化P5、P6装置已计划复产但烧碱还未有消息。烧碱装置每年必须检修一次，时间在7-10天，厂家近年倾向按计划错开或轮检方式，导致全停时间越来越少。烧碱自身检修对温度要求不高，所以一般分春检和秋检两波，但下游山东和华东的检修主要在6-7月。

2. 液氯：预计今年液氯价格区间在-400~500，对基准地山东来说定价与pvc关系不大主要是环氧丙烷，环氧丙烷要做产能升级，耗氯的氯醇法虽然成本最低但政策限制，双氧水过剩。液氯厂家储存能力只有6-8小时，但其实是运代储，车是移动的罐。

3. 下游定价：山东定价在氧化铝、华东（江苏江西）在粘胶短纤、浙江是印染，粘胶短纤是月度定价在每月底招标，所以可决定下一月前15天的现货价格走势。

4. 厂库仓单：厂家有意向出仓单，但在现货涨价时和当前基差下意愿不强，盘面大涨或现货大跌两种情形才能刺激主动意愿，第一轮交割持观望

态度较多，交易所指导部分厂家象征性出些仓单，国企在期现合作上较为保守。实操上讲，液碱流动性非常强，厂家交货能力充足，只要错开提货时间可砍小客户量也可不同罐之间调货。规格方面，厂家仓单预计以 32% 为主，因为 50% 蒸发成本在 100-200 之间高于升贴水规定的 80。宁波万华自身过剩有码头可以送至广西，恒通主要送江苏、信发送山西广西，以上三家厂库均有交仓单可能。魏桥在山东的区域定价权非常强势，低于市场价格，其他像雅美一样用量较大的下游企业为了保障原料供应也是直供为主，上下游参与不足加上期现被动，预估交割体量会限制期货对现货的影响力。

5. 贸易和期现商：贸易商头部主要是东泊和海企，期现商目前洽谈方式主要是租用交割仓库罐，核算下来交割费用在 300-350 元/吨较高，期现商缺乏提货能力最终只能让厂家低价回购或者卖给贸易商，厂家一般不接受混装、下游均有账期且贸易商会毁单，液碱储存如果量小还会被强制要求提货时间，以上因素都导致期现商非常被动。

6. 片碱：片碱贸易主要是代理商且分一二级，签约方式为周度，流通资金有限所以期货参与意愿不强，目前部分机构参与方式是从一级代理商手中购买片碱再卖给贸易商，一般是一个月有效期。

7. 规则：交易所第二批交割库库容迟迟不公布主要是防范逼仓风险，第三批可能要在第一轮交割后再批，目前主要方向仍是鼓励厂库注册，贸易商交割库少导致期现话语权弱势，因为罐内混装没有贴标，所以应该不会设免检品牌。

8. 行情：认为现货短期涨势基本到头，魏桥连续上调采购价主要为了锁量，对氧化铝来说烧碱单吨价格上涨并不敏感，送货量起来以后可能会压车，但当前运费下山西和华南运出窗口关闭，4 月库存预估累积。09 还有上涨空间很难猜顶，开工低点会出现在 6-7 月开工率可能在 82%，而且旺季需求没法证伪，往年会在检修之前留好库存所以 8 月就开始涨价，真正开始检修因为消耗预留库存反而现货上涨力量不足。

今年货源流入区域产能投放将加剧主销区过剩压力，预计东南电化 30 万吨投产时间在 7 月、广西华谊 30 万吨在二季度，目前华南价格主要由贸易商定价，金泰和北元主要供给山西，金泰第一期 30 万吨可能推后到 5 月

(PVC 金泰触媒工艺成本高企当前市场行情不佳)，今年另有做出口的天津大沽产能待投，西南和山西区域缺口将被抹平。

9. 出口：FOB 价格华东和华北相差不大，出口厂家中青岛海湾和万华烟

台有管道可直接上船、但金岭和华泰还需额外 150-180 元/湿吨的短岛费用，LG 和新浦是韩资企业可做转口贸易运费 20 美金，本轮节后出口虽然量价均有提升，但 FOB 价格大涨认为主要还是贸易商吸货原因，贸易商量大拿货时最大折扣可达到 30%。出口集港时间需要一个月，所以目前已定到 4 月底 5 月初的单子。出口竞争关注印度，在 23 年转为净出口，预计仍有 120 万吨产能投放。认为今年出口因为国内产地过剩原因将以价换量。

二、总结：

供需方面，供给端，烧碱产能整体限制方向不变，国家层面允许废盐综合利用 40% 以上的装置新增，但地方审批多从液氯消化角度考虑，主要耗氯品种也已亏损过剩对投产意愿有所抑制，预计氯碱产能低速增长趋势仍将维持。需求端，氧化铝占比三成，其产量受制于电解铝产能天花板会在 3 年左右见顶，非铝行业中未来拉动主要在有产能扩张的造纸纸浆和锂电领域，锂电受新能源带动具备超额增速但目前烧碱消费中占比仅 3% 对总量拉动有限。因此供需增速均值均在 3% 上下相对匹配，长周期不具备突出矛盾，且主力下游氧化铝占比有待下降。今年投产计划依然不少但需求走弱，出口尚且能维持 250 万吨上下但主要压力来自于氧化铝生产受限和整体经济增速放缓，行业利润有望走低。

品种特点上主要表现为周期性、区域性和季节性，周期性是由于其基础化工品属性、区域性是受制于液体危化品运输半径、季节性是下游淡旺季和春秋检修，作为基准交割地和厂库集聚地的山东定价权在氧化铝。外贸方面，传统生产和消费市场集中在东北亚、北美和欧洲，东南亚和印度作为新兴市场消费潜力较快但也有配套烧碱投产计划，因此预计出口量短高长降。

交割方面，作为液体危化品其储存是主要问题，又因低浓度原因折百储存费用高企，贸易商参与程度有限、现货直销为主、期现被动，交易所出于风险防范旨在增加交割厂库，预估交割体量会限制期货对现货的影响力，短期现货价格见顶，二季度的走弱反而能为后续上涨创造空间。

创元研究团队介绍：

许红萍，创元期货研究院院长，10年以上期货研究经验，5年以上专业的大宗商品、资产配置和研究团队投研一体化运营经验。擅长有色金属研究，曾在有色金属报、期货日报、文华财经、商报网等刊物上发表了大量研究论文、调研报告及评论文章；选获2013年上海期货交易所铝优秀分析师、2014年上海期货交易所有色金属优秀分析师（团队）。

廉超，创元期货研究院联席院长，经济学硕士，郑州商品交易所高级分析师，十几年期货市场研究和交易经验，多次穿越期货市场牛熊市。（从业资格号：F03094491；投资咨询证号：Z0017395）

创元宏观金融组：

何焱，中国地质大学（北京）矿产普查与勘探专业硕士，专注宏观和贵金属的大势逻辑判断，聚焦多方因素对贵金属行情的综合影响。（从业资格号：F03110267）

创元有色金属组：

夏鹏，三年产业龙头企业现货背景，多年国内大型期货公司及国内头部私募投资公司任职经验，善于从产业基本面和买方交易逻辑角度寻找投资机会。（从业资格号：F03111706）

田向东，铜期货研究员，天津大学工程热物理硕士，专精铜基本面深度分析，擅长产业链上下游供需平衡测算与逻辑把握。（从业资格号：F03088261；投资咨询证号：Z0019606）

李玉芬，致力于铝上下游分析，注重基本面判断，善于发掘产业链的主要矛盾。（从业资格号：F03105791）

创元黑色建材组：

陶锐，黑色建材组组长、黑色产业链研究员，重庆大学数量经济学硕士，曾任职于某大型期货公司黑色主管，荣获“最佳工业品期货分析师”。（从业资格号：F03103785；投资咨询证号：Z0018217）

徐艺丹，钢矿期货研究员，天津大学金融硕士，专注铁矿及钢材基本面，善于发掘黑色金属产业链行情逻辑演绎。（从业资格号：F3083695；投资咨询证号：Z0019206）

杨依纯，致力于工业硅、锰硅、以及硅铁的上下游产业链分析，注重基本面研究。（从业资格号：F3066708）

韩涵，奥克兰大学专业会计硕士，专注纯碱及玻璃上下游分析和基本面逻辑判断。（从业资格号：F03101643）

创元能源化工组：

高赵，能源化工组组长、聚烯烃期货研究员，英国伦敦国王学院银行与金融专业硕士。专注多维度分析PE、PP等化工品，善于把握行情演绎逻辑。（从业资格号：F30564463；投资咨询证号：Z0016216）

常城，橡胶与PTA期货研究员，东南大学国际商务硕士，致力于橡胶、PTA产业链基本面研究。（从业资格号：F3077076；投资咨询证号：Z0018117）

金芸立，原油期货研究员，墨尔本大学管理金融学硕士，专注原油基本面的研究，善于把握阶段性行情逻辑。（从业资格号：F3077205；投资咨询证号：Z0019187）

白 虎，从事能源化工品行业研究多年，熟悉从原油到化工品种产业上下游情况，对能源化工行业发展有深刻的认识，擅长通过分析品种基本面强弱、边际变化等，进行月间套利、强弱对冲。曾任职于大型资讯公司及国内知名投资公司。（从业资格号：F03099545）

安帅澎，伦敦大学玛丽女王学院金融专业硕士，专注液化天然气上下游产业链的基本面研究。（从业资格号：F03115418）

创元农副产品组：

张琳静，农副产品组组长、油脂期货研究员，有七年多期货研究交易经验，专注于油脂产业链上下游分析和行情研究。（从业资格号：F3074635；投资咨询证号：Z0016616）

再依努尔·麦麦提艾力，毕业于上海交通大学，具有商品期货量化 CTA 研究经验，致力于棉花基本面研究，专注上下游供需平衡分析。（从业资格号：F03098737）

陈仁涛，苏州大学金融专业硕士，专注玉米、生猪上下游产业链的基本面研究。（从业资格号：F03105803）

赵玉，澳国立大学金融专业硕士，专注大豆上下游产业链的基本面研究。（从业资格号：F03114695）

创元投资咨询团队介绍：

刘钊含，创元期货投资咨询总部负责人、股指期货研究员，英国利物浦大学金融数学硕士，拥有多年券商从业经验。专注于股指期货的研究，善于从宏观基本面出发对股指进行大势研判，把握行业和风格轮动。（从业资格号：F3050233；投资咨询证号：Z0015686）

创元期货股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备期货投资咨询业务资格，核准批文：苏证监期货字[2013]99号。

免责声明：

本研究报告仅供创元期货股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需征得创元期货股份有限公司同意，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。



分支机构名称	服务与投诉电话	详细地址(邮编)
总部市场一部	0512-68296092	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
总部市场二部	0512-68363021	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
机构事业部	15013598120	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
营销管理总部	0512-68293392	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
北京分公司	010-59575689	北京市东城区北三环东路 36 号 1 号楼 B1209 房间 (100013)
北京第二分公司	010-68002268	北京市海淀区蓝靛厂东路 2 号院 2 号楼 (金源时代商务中心 2 号楼) 7 层 1 单元 (A 座) 8G (100089)
上海分公司	021-68409339	中国 (上海) 自由贸易试验区松林路 357 号 22 层 A、B 座 (200120)
上海第二分公司	021-61935298	中国 (上海) 自由贸易试验区浦东南路 360 号 5 层 510、512 室 (200127)
广州分公司	020-85279903	广州市天河区华夏路 30 号 3404 室 (510620)
深圳分公司	0755-23987651	深圳市福田区福田街道福山社区卓越世纪中心、皇岗商务中心 4 号楼 901 (518000)
浙江分公司	0571-88077993	杭州市上城区五星路 198 号瑞晶国际商务中心 2404 室 (310016)
大连分公司	0411-84990496	大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2806 号房间 (116023)
重庆分公司	023-88754494	重庆市渝北区新溉大道 101 号中渝香茶公馆 7 幢 20-办公 4 (401147)
南京分公司	025-85516106	南京市建邺区江东中路 229 号 1 幢 605-606 室 (210019)
山东分公司	0531-88755581	中国 (山东) 自由贸易试验区济南片区草山岭南路 975 号金城万科中心 A 座 1001 室 (250101)
烟台分公司	0535-2151416	山东省烟台市芝罘区南大街 11 号 25A03, 25A05 号 (264001)
新疆分公司	0991-3741886	新疆乌鲁木齐市经济技术开发区玄武湖路 555 号万达中心 C3308、C3309、C3310 (83000)
南宁分公司	0771-3101686	南宁市青秀区金浦路 22 号名都苑 1 号楼 1413 号 (530022)
四川分公司	028-85196103	中国 (四川) 自由贸易试验区成都高新区天府大道北段 28 号 1 栋 1 单元 33 楼 3308 号 (610041)
淄博营业部	0533-7985866	山东省淄博市张店区房镇镇北京路与华光路交叉口西南角鼎成大厦 25 层 2506 室 (255090)
日照营业部	0633-5511888	日照市东港区海曲东路南绿舟路东兴业喜来登广场 006 幢 02 单元 11 层 1106 号 (276800)
郑州营业部	0371-65611863	郑州市未来大道 69 号未来公寓 301、302、303、305、316 (450008)
合肥营业部	0551-63658167	安徽省合肥市蜀山区潜山路 888 号百利商务中心 1 号楼 06 层 11 室 (246300)
徐州营业部	0516-83109555	徐州市和平路帝都大厦 1#-1-1805 (221000)
南通营业部	0513-89070101	南通市崇川路 58 号 5 号楼 1802 室 (226001)
常州营业部	0519-89965816	常州市新北区太湖东路常发商业广场 5-2502、5-2503、5-2504、5-2505 部分室 (213002)
无锡营业部	0510-82620193	无锡市梁溪路 51-1501 (214000)
张家港营业部	0512-35006552	张家港市杨舍镇城北路 178 号华芳国际大厦 B1118-19 室 (215600)
常熟营业部	0512-52868915	常熟市金沙江路 18 号星海凯尔顿广场 6 幢 104 (215505)
吴江营业部	0512-63803977	苏州市吴江区开平路 4088 号东太湖商务中心 1 幢 108-602 (215299)