

纯碱过剩趋势延续，利润仍将持续承压

研究院 黑色建材组

研究员

王英武

☎ 010-64405663

✉ wangyingwu@htfc.com

从业资格号: F3054463

投资咨询号: Z0017855

王海涛

✉ wanghaitao@htfc.com

从业资格号: F3057899

投资咨询号: Z0016256

邝志鹏

✉ kuangzhipeng@htfc.com

从业资格号: F3056360

投资咨询号: Z0016171

余彩云

✉ yucaiyun@htfc.com

从业资格号: F03096767

投资咨询号: Z0020310

联系人

刘国梁

✉ liuguoliang@htfc.com

从业资格号: F03108558

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

策略摘要

2025年，纯碱产能仍然面临过剩局面，纯碱总库存将继续呈现高位上行态势，除非部分高成本产能出清，否则纯碱价格将持续下探成本。在产能过剩的背景下，当前纯碱的关注点主要来自三个方面。首先，当前纯碱现货价格已接近部分高成本的纯碱企业，成本是否存在支撑。其次，近期市场对于下游玻璃企业是否补库存在一定争议。除此之外，近月持仓较大也是市场的关注点。本文将从当前纯碱供需、未来推演及当前市场关注点进行讨论，供投资者参考。

核心观点

■ 市场分析

供应端：近两个月，氨碱及联碱企业均出现130元/吨左右的净利润亏损，也使得部分高成本氨碱企业降低负荷运行，开工率小幅下滑，但整体对纯碱供应影响相对有限。中长期来看，随着纯碱产能的投放，隆众数据显示，纯碱周产量也由夏季的55万吨提升至70万吨，行业已经再度表现为产能过剩，需要进一步压缩企业利润，出清部分高成本产能，才能缓解纯碱供应过剩的局面。

消费端：重碱的下游消费几乎全部是浮法玻璃和光伏玻璃，其中浮法玻璃行业受房地产竣工端拖累导致消费不足，天然气制法几乎全线亏损，而光伏行业的过度竞争使得光伏玻璃库存高企，同样光伏玻璃也开始进入全行业亏损的局面。浮法及光伏玻璃产量的快速下滑，对重碱消费形成较大拖累。据隆众数据，2024年1-10月份，重碱表现消费累积同比增加17.7%，增幅较1-7月份的22%，收窄了4.3%。

库存端：今年纯碱供需持续宽松，使得各环节库存均大幅增加，三环节（碱厂+交割库+浮法玻璃厂）库存从年初的89万吨增加至当前的243万吨，增幅达150万吨，即将到达2021年同期水平。

展望 2025年，纯碱产能仍然面临过剩局面，纯碱总库存将继续呈现高位上行态势，除非部分高成本产能出清，否则纯碱价格将持续下探成本。

在产能过剩的背景下，当前纯碱的关注点主要来自三个方面。首先，当前纯碱现货价格已接近部分高成本的纯碱企业，由于不同生产方法成本存在差异，氨碱企业成本较高，平均成本1500~1600元/吨，联碱企业因为副产品成本相对较低，平均成本1250~1350元/吨，天然碱企业成本最低，平均成本700~800元/吨。另外，不同地区纯碱企业生产成本也存在较大差异，内蒙、青海、河南部分厂家生产成本相对较低，而华北部分厂家成本相对较高，已经出现一定亏损，使得部分碱厂负荷有所下降，但并未引发大面积的

碱厂检修。因此，当前纯碱成本支撑并不强劲。其次，近期市场对于下游玻璃企业是否补库存在一定争议。受 2023 年补库带动的大行情影响，部分投资者对玻璃企业补库仍有预期。但由于今年的市场结构与去年发生较大改变，补库预期或难以实现，一方面，目前的玻璃厂纯碱库存可用天数维持在 15 天左右，已高于去年同期，场内加待发 20 天左右，即便下游考虑到春节适当补库，也是在当前 15 天的基础之上再增加 5 天左右的库存，也即增加 20 万吨左右，对于纯碱企业 160 万吨的库存，影响相对有限。另一方面，当前下游玻璃厂利润较差，天然气玻璃全面亏损，煤制气玻璃处于盈亏平衡，仅石油焦玻璃有 260 元/吨的利润，玻璃厂利润不足下，企业缺乏提产意愿，对原料纯碱大规模补库概率较低；再加上纯碱供需过剩明显，三环节库存处同期高位，玻璃厂随采随用，也难以带动补库行情的发生。除此之外，近月持仓较大也是市场关注的一个点。截至 2024 年 11 月 26 日，沙河纯碱交割库基差报价较 01 合约低 40 至 50 元/吨的情况下，期现商仍有利可图，纯碱交割库库存处同期高位，在宏观未介入的前提下，期现空头缺乏主动离场意愿，高持仓下投机空头在交割月前或将率先离场，带动盘面脉冲向上后回落，盘面价格回归现货价格附近，而远月合约仍将围绕纯碱自身的供需基本面运行，月差结构上或将带来阶段性正套机会，但高度有限，不如直接移仓换月，逢高布局远月卖出套保。

■ 策略

逢高布局远月卖出套保

■ 关注及风险点

宏观政策、行业及产业指导政策变化、浮法玻璃冷修及需求情况、光伏玻璃冷修及需求情况、纯碱供应端的异常变化等。

目录

策略摘要	1
核心观点	1
一、纯碱现货价格跌至边际成本线附近	5
二、纯碱行业产能过剩，需进一步压缩利润	7
三、浮法及光伏行业不佳，纯碱需求受到拖累	8
3.1 玻璃行业亏损加剧，浮法玻璃产量大幅下滑	8
3.2 光伏行业过度扩张，导致光伏玻璃库存高企	10
四、纯碱供过于求，库存持续累积	12
五、2025 年纯碱供需过剩，库存持续累积	13
六、产能过剩背景下，纯碱当前的关注点	15
6.1 成本支撑强度	15
6.2 下游补库预期	15
6.3 近月持仓问题	17
七、总结及后市展望	17

图表

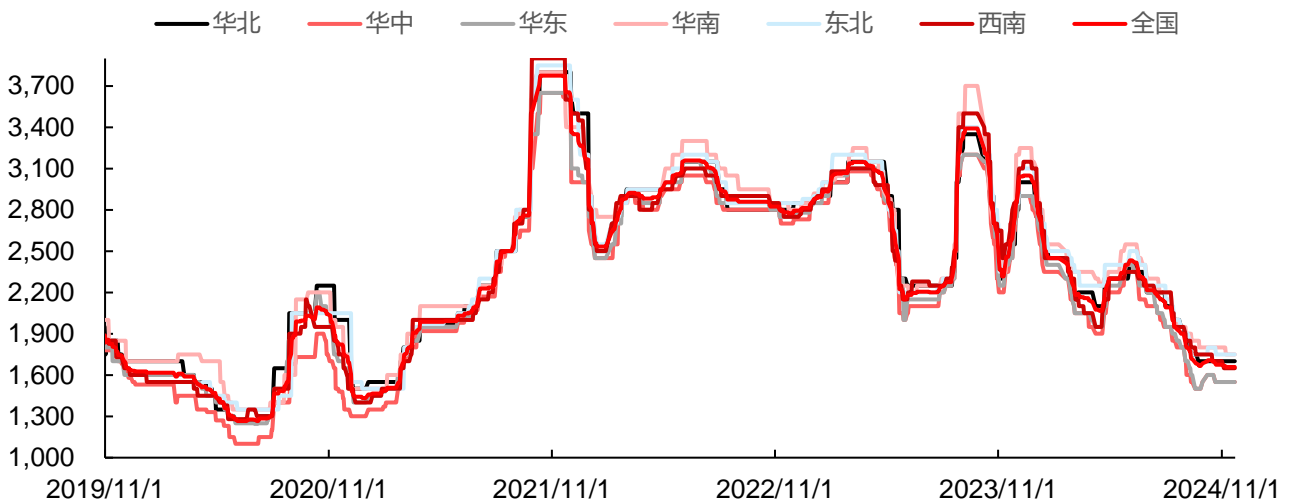
图 1：全国重碱现货主流价格走势 单位：元/吨	5
图 2：纯碱生产工艺占比 单位：万吨、%	6
图 3：华北重碱生产成本（氨碱法） 单位：元/吨	6
图 4：华东重碱生产成本（联碱法） 单位：元/吨	6
图 5：氨碱企业利润 单位：元/吨	7
图 6：联产企业利润 单位：元/吨	7
图 7：纯碱开工率和利润对比 单位：元/吨、%	8
图 8：全国纯碱企业开工率 单位：%	8
图 9：全国纯碱周度产量 单位：万吨	8
图 10：房屋竣工面积 单位：万平方米	9
图 11：房屋竣工面积单月同比增速 单位：%	9
图 12：浮法玻璃生产利润 单位：元/吨	10
图 13：浮法玻璃日度产量 单位：万吨	10
图 14：浮法玻璃库存走势 单位：万重箱	10
图 15：我国月度光伏新增装机容量 单位：GW	11
图 16：光伏玻璃在产日熔量 单位：万吨/日	11
图 17：光伏玻璃库存天数 单位：天	11
图 18：光伏玻璃净出口量 单位：万吨	11
图 19：浮法和光伏玻璃合计在产日熔量 单位：万吨	12
图 20：浮法和光伏月均日熔及同比 单位：万吨，%	12
图 21：纯碱企业库存 单位：万吨	13

图 22: 纯碱交割库库存 单位: 万吨	13
图 23: 纯碱三环节总库存 单位: 万吨	13
图 24: 纯碱产量预估 单位: 万吨	14
图 25: 纯碱表需求预估 单位: 万吨	14
图 26: 纯碱净出口量预估 单位: 万吨	14
图 27: 纯碱三环节总库存 单位: 万吨	14
图 28: 纯碱现货价格及成本 单位: 元/吨	15
图 29: 样本玻璃厂纯碱库存天数 单位: 天	16
图 30: 纯碱主力合约持仓量 单位: 万手	17

一、纯碱现货价格跌至边际成本线附近

自6月份开始，纯碱期货现货共振下跌，现货方面全国重碱主流价从最高的2300元/吨跌至当前的1650元/吨，期货主力2501合约从最高的2300元/吨，最低跌至1300元/吨附近，走出了一波比较流畅的下跌行情。近期随着宏观、地产等各项政策的出台，纯碱主力合约小幅反弹至1500元/吨。

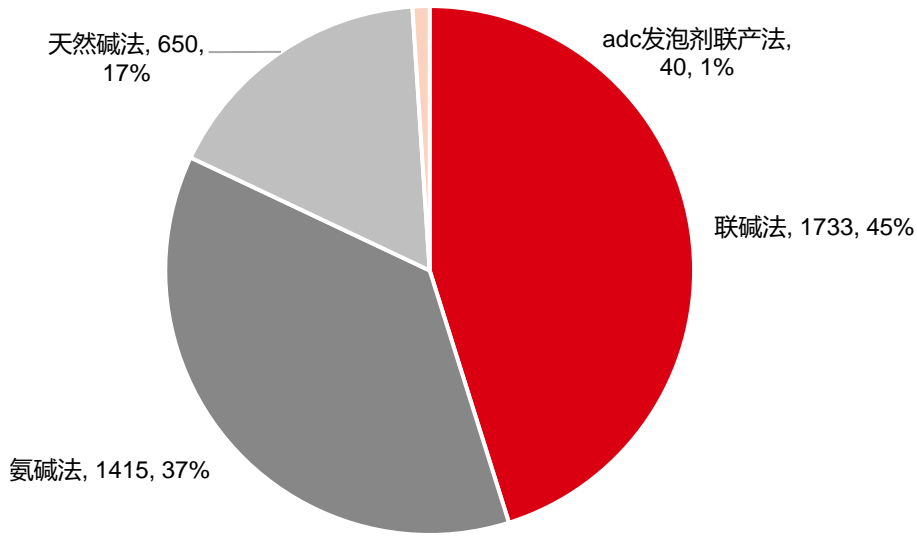
图 1：全国重碱现货主流价格走势 | 单位：元/吨



数据来源：隆众资讯、wind、华泰期货研究院

根据卓创统计，最新全国纯碱产能3838万吨，其中联碱企业1733万吨，占比45%，氨碱企业1415万吨，占比37%，天然碱企业650万吨，占比17%。不同生产方法成本存在差异，氨碱企业成本较高，平均成本1500~1600元/吨，联碱企业因为副产品成本相对较低，平均成本1250~1350元/吨，天然碱企业成本最低，平均成本700~800元/吨。另外，不同地区纯碱企业生产成本也存在较大差异，内蒙、青海、河南部分厂家生产成本相对较低，而华北部分厂家成本相对较高。

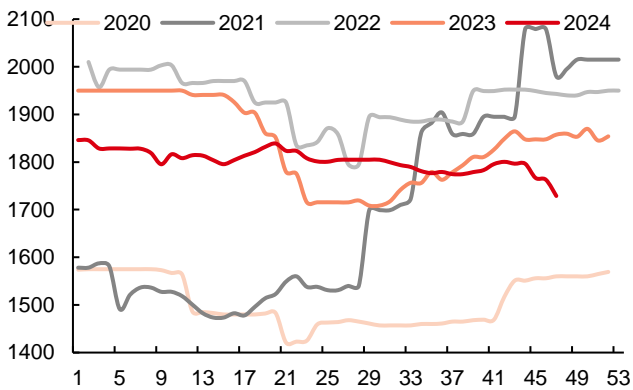
图 2：纯碱生产工艺占比 | 单位：万吨、%



数据来源：卓创资讯、华泰期货研究院

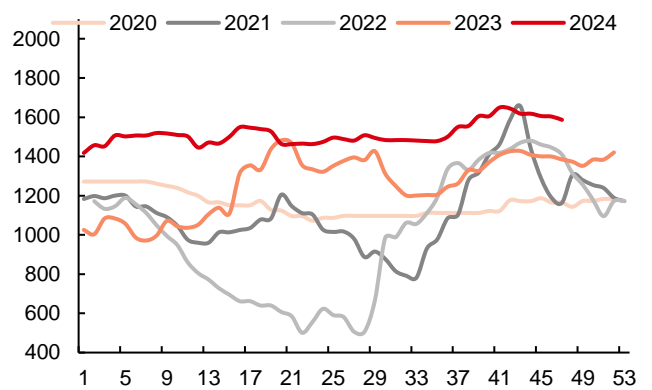
据隆众测算，华北地区氨碱法重碱生产成本 1728 元/吨，理论利润-128 元/吨，华东地区联碱法重碱生产成本 1586 元/吨，理论利润-136 元/吨。目前来看，部分地区纯碱现货价格已接近小部分氨碱企业成本线，华北部分碱厂有降负荷动作，但并未引发大面积的碱厂检修。

图 3：华北重碱生产成本（氨碱法） | 单位：元/吨



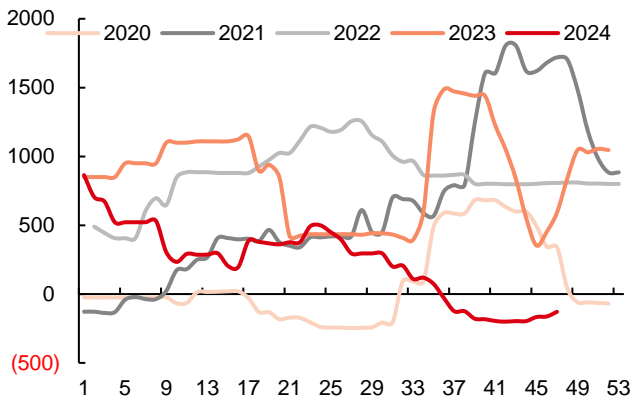
数据来源：隆众资讯、华泰期货研究院

图 4：华东重碱生产成本（联碱法） | 单位：元/吨



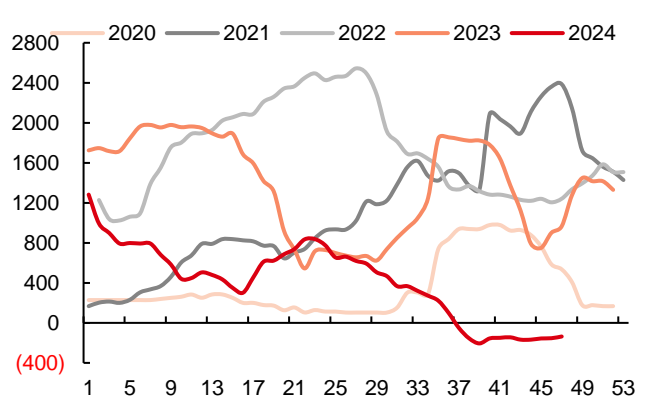
数据来源：隆众资讯、华泰期货研究院

图 5：氨碱企业利润 | 单位：元/吨



数据来源：隆众资讯、华泰期货研究院

图 6：联产企业利润 | 单位：元/吨

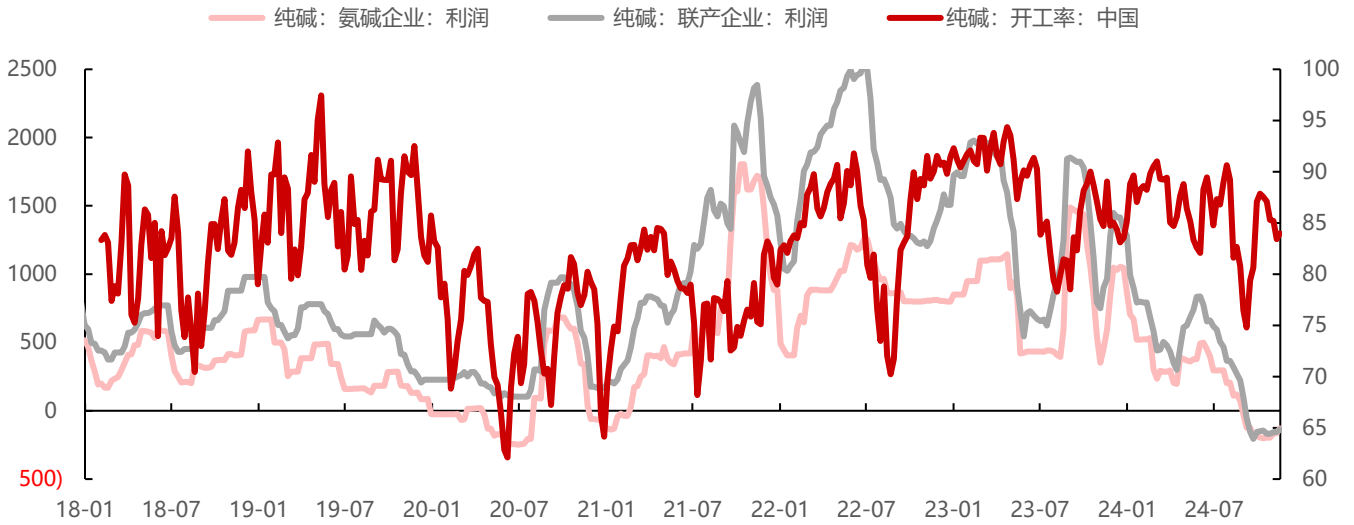


数据来源：隆众资讯、华泰期货研究院

二、纯碱行业产能过剩，需进一步压缩利润

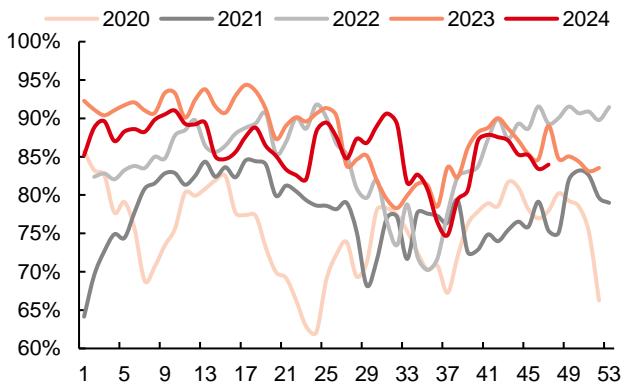
过去 7 年中，纯碱企业大多处于大幅盈利状态，除了正常的夏季检修带来的开工率大幅下滑外，纯碱企业生产也会受较大幅度的亏损影响而降低负荷。回顾纯碱利润情况，企业亏损只发生在 2020 年 6 月、2021 年 1 月，以及最近两个月。2020 年 6 月，纯碱企业中氨碱企业亏损达到 250 元/吨，促使部分高成本氨碱企业被迫减产，从而带来开工率的快速下滑，随着利润的回升，企业也快速恢复生产。2021 年 1 月，氨碱企业再度亏损 130 元/吨，再次出现开工率大幅下滑的情况。最近两个月，氨碱及联碱企业均出现 130 元/吨左右的净利润亏损，也使得部分高成本氨碱企业降低负荷运行，开工率小幅下滑，但整体对纯碱供应影响相对有限。中长期来看，随着纯碱产能的投放，隆众数据显示，纯碱周产量也由夏季的 55 万吨提升至 70 万吨，行业已经再度表现为产能过剩，需要进一步压缩企业利润，出清部分高成本产能，才能缓解纯碱供应过剩的局面。

图 7：纯碱开工率和利润对比 | 单位：元/吨、%



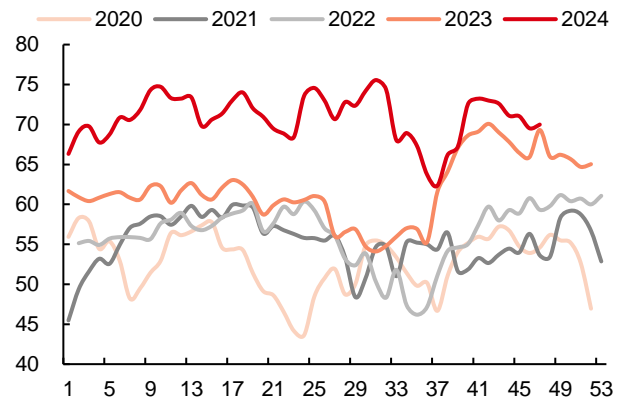
数据来源：隆众资讯、华泰期货研究院

图 8：全国纯碱企业开工率 | 单位：%



数据来源：隆众资讯、华泰期货研究院

图 9：全国纯碱周度产量 | 单位：万吨



数据来源：隆众资讯、华泰期货研究院

三、浮法及光伏行业不佳，纯碱需求受到拖累

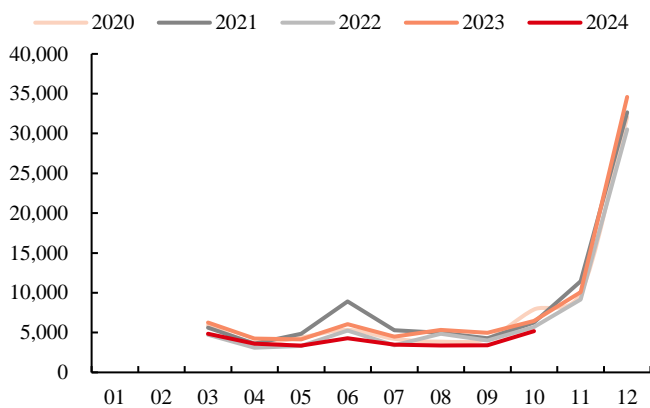
3.1 玻璃行业亏损加剧，浮法玻璃产量大幅下滑

在经历 2023 年国家大力推进保交楼带来的房地产竣工消费高峰以后，今年的房地产竣工端同比出现 20% 以上的负增长。如果用房地产开发周期中位数三年的时间来推算，2021

年正是处于房地产新开工的拐点位置，从 2021 年 7 月开始，进入连续下行周期，房地产新开工已经连续两年处于 20% 以上的同比负增长，新开工的大幅萎缩也对应着 2~3 年的房地产施工周期后，房地产竣工端也将面临迅速下滑的局面。

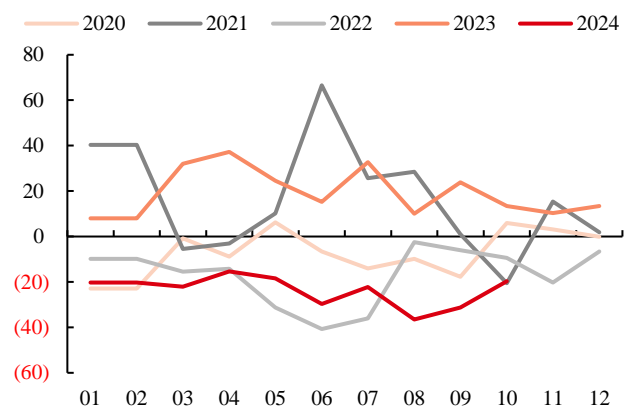
根据统计局数据显示，9 月份房地产竣工面积同比下滑速度有所放缓，但仍然延续 19% 的负增长，前两年房地产新开工面积的下滑已经转导至竣工端，使得浮法玻璃行业已经开始面对需求的快速下滑，市场竞争加剧，出现了价格的快速下跌，压制生产利润。

图 10：房屋竣工面积 | 单位：万平方米



数据来源：统计局、华泰期货研究院

图 11：房屋竣工面积单月同比增速 | 单位：%

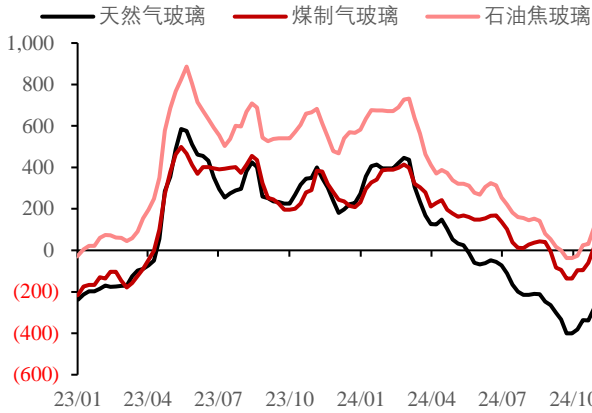


数据来源：统计局、华泰期货研究院

而由于浮法玻璃连续性生产的行业特殊生产属性，中断生产会导致窑炉耐火材料报废，不论是保窑还是放水停炉冷修成本负担都比较重，因此玻璃行业产量的调节相对偏慢。今年 5 月底开始，玻璃生产利润持续走低，天然气制法率先出现亏损，但玻璃产量下滑速度较慢，3 个月时间玻璃日熔量下滑 4 千吨至 16.8 万吨左右；9 月份开始，玻璃面临全行业亏损，使得玻璃日熔加速下滑，4 个月时间日熔量下滑 9 千吨至 15.8 万吨左右，处于历史同期偏低水平。

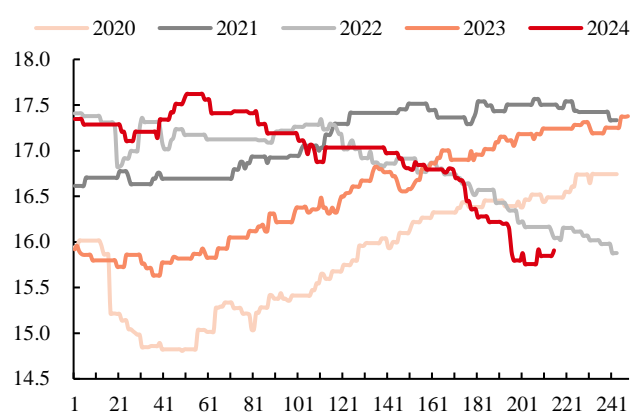
近期玻璃生产利润有所改善，石油焦和煤制气制法玻璃均有盈利，天然气制法亏损也大幅收窄，也正是因为玻璃连续性生产的特殊属性，即便是盈利改善，如果没有持续向好的预期，玻璃企业复产的积极性也会降低，因此浮法玻璃日熔量相对平稳，基本保持在 15.8 万吨左右。

图 12：浮法玻璃生产利润 | 单位：元/吨



数据来源：隆众资讯、华泰期货研究院

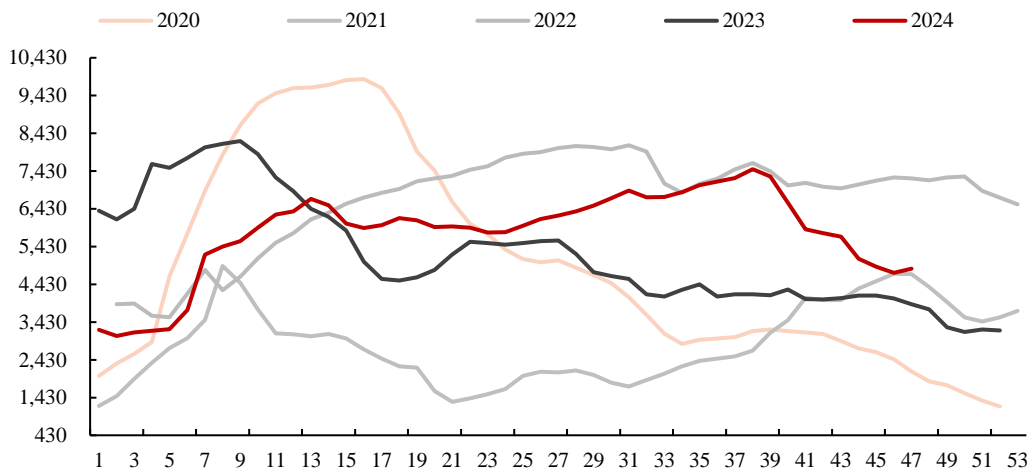
图 13：浮法玻璃日度产量 | 单位：万吨



数据来源：隆众资讯、华泰期货研究院

9 月份，地产政策密集出台，新房和二手房销售出现明显回暖迹象，刚需拿货意愿提升，投机性需求激增，玻璃库存从厂库向社库转移，使得去库斜率大超预期，目前玻璃厂库已降至 4733 万重箱，处于历史同期正常水平。

图 14：浮法玻璃库存走势 | 单位：万重箱



数据来源：隆众资讯、wind、华泰期货研究院

3.2 光伏行业过度扩张，导致光伏玻璃库存高企

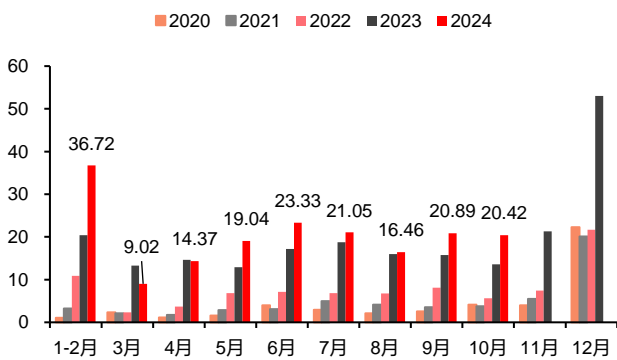
在全球节能减碳的大背景下，国家大力推动新能源建设投资，光伏行业从 2021 年开始启动了爆发式增长，光伏装机每年都上一个新台阶，2021 年全国光伏新增装机 55GW，2022 年 87GW，2023 年更是达到了 217GW，2024 年 1-10 月新增装机继续保持大幅增长，新增装机 181.3GW，同比增幅 27%。与之对应的是光伏玻璃日熔量也在大幅增长，

从 2021 年不足 3 万吨/日，迅速攀升到最高的 11.6 万吨/日。

在光伏行业持续高增长的背景下，行业过度扩张的态势愈加显著，光伏玻璃行业压力日益增加，4 月中旬开始，光伏玻璃库存持续累积，最新的光伏玻璃库存天数已增至 37.8 天，大幅偏高往年同期。

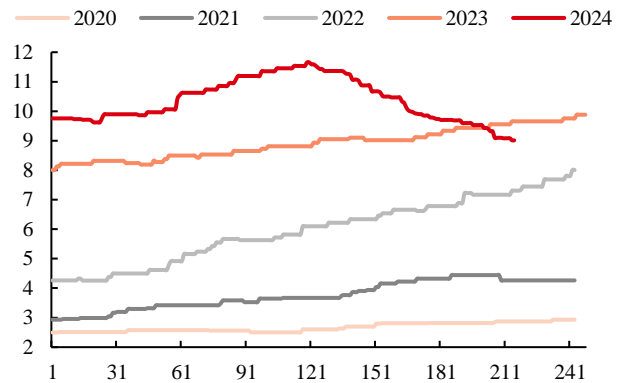
为缓解过剩压力，光伏企业开始增加冷修，7 月份光伏玻璃日熔量见顶回落，从最高的 11.6 万吨/日降至当前的 9 万吨/日，降幅达到 2.6 万吨。除此之外，光伏出口也面临较大压力，2024 年 11 月 15 日财政部、国家税务总局公告，将部分光伏产品出口退税率由 13% 下调至 9%，自 2024 年 12 月 1 日开始实施。部分光伏企业为应对即将下滑的出口，开始筹划冷修，预计光伏玻璃日熔量将进一步下滑，从而制约了相应的纯碱需求。

图 15：我国月度光伏新增装机容量 | 单位：GW



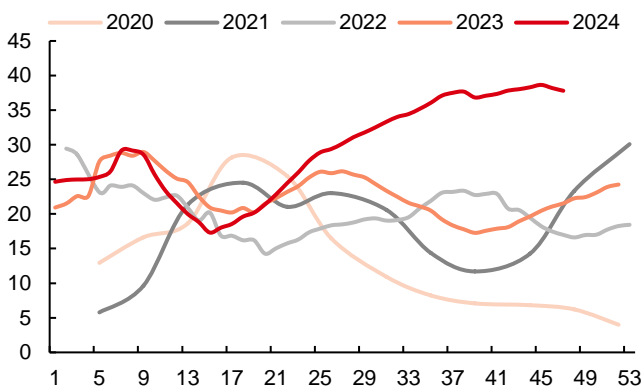
数据来源：卓创资讯、华泰期货研究院

图 16：光伏玻璃在产日熔量 | 单位：万吨/日



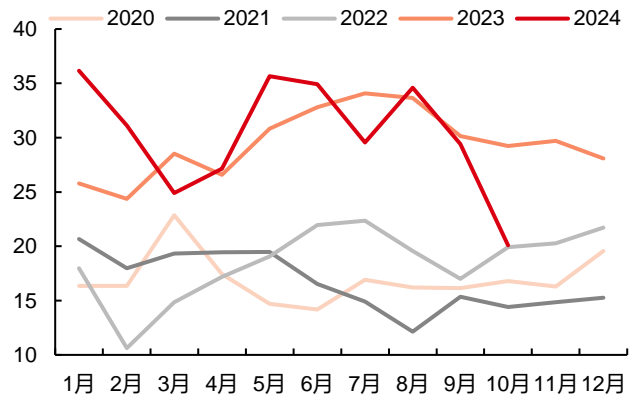
数据来源：隆众资讯、华泰期货研究院

图 17：光伏玻璃库存天数 | 单位：天



数据来源：卓创资讯、华泰期货研究院

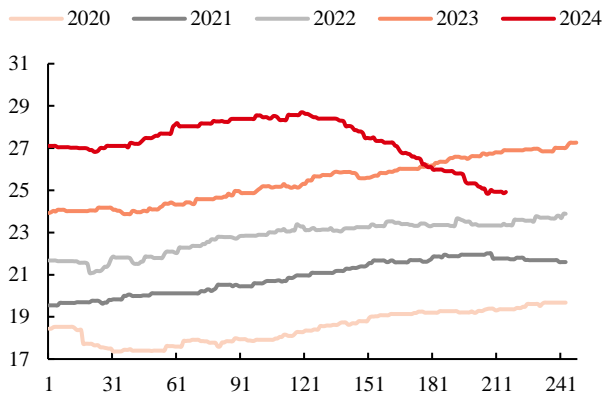
图 18：光伏玻璃净出口量 | 单位：万吨



数据来源：卓创资讯、华泰期货研究院

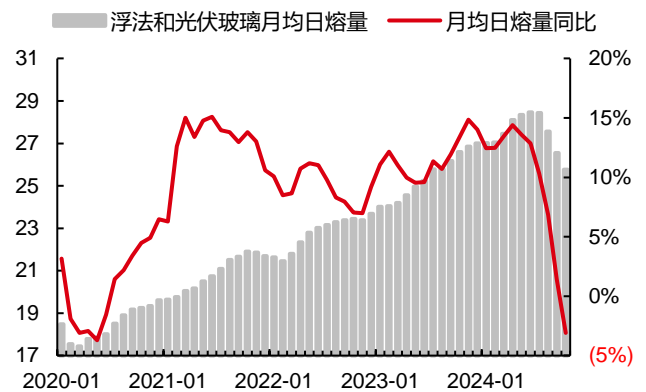
重碱的下游消费几乎全部是浮法玻璃和光伏玻璃，正如前文所述，浮法玻璃行业受房地产竣工端拖累导致消费不足，天然气制法几乎全线亏损，而光伏行业的过度竞争使得光伏玻璃库存高企，同样光伏玻璃也开始进入全行业亏损的局面。浮法及光伏玻璃产量的快速下滑，对重碱消费形成较大拖累。据隆众数据，2024年1-10月份，重碱表观消费累积同比增加17.7%，增幅较1-7月份的22%，收窄了4.3%。

图 19：浮法和光伏玻璃合计在产日熔量 | 单位：万吨



数据来源：隆众资讯 华泰期货研究院

图 20：浮法和光伏月均日熔及同比 | 单位：万吨，%

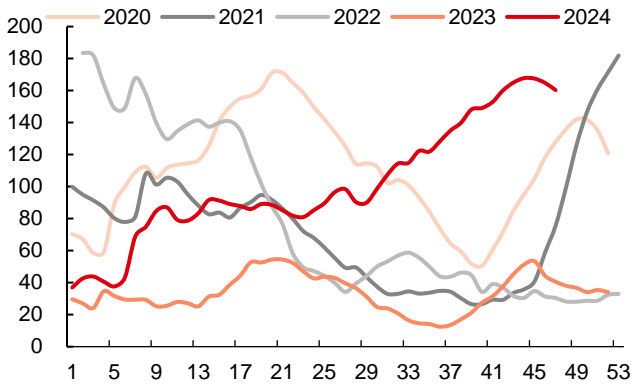


数据来源：隆众资讯 华泰期货研究院

四、纯碱供过于求，库存持续累积

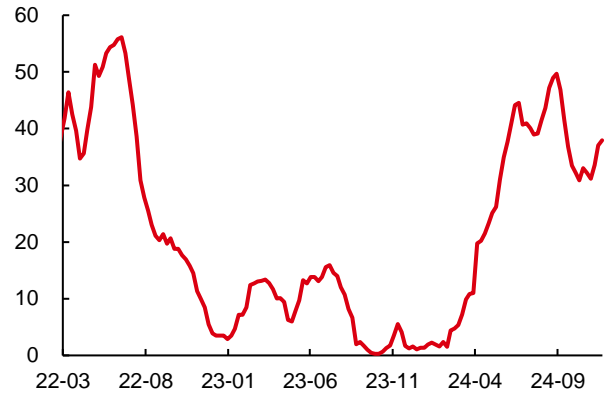
今年纯碱供需持续宽松，使得各环节库存均大幅增加，三环节库存从年初的 89 万吨增加至当前的 243 万吨，即将到达 2021 年同期水平。其中碱厂库存增加最为明显，由年初的 42 万吨增至当前的 160 万吨，增幅高达 290%，交割库库存也是大幅走高，从年初的 1 万吨增至当前的 37 万吨，而玻璃企业纯碱库存天数的增长相对克制，以按需采购为主，目前维持在 15 天左右，场内加待发 20 天左右。

图 21：纯碱企业库存 | 单位：万吨



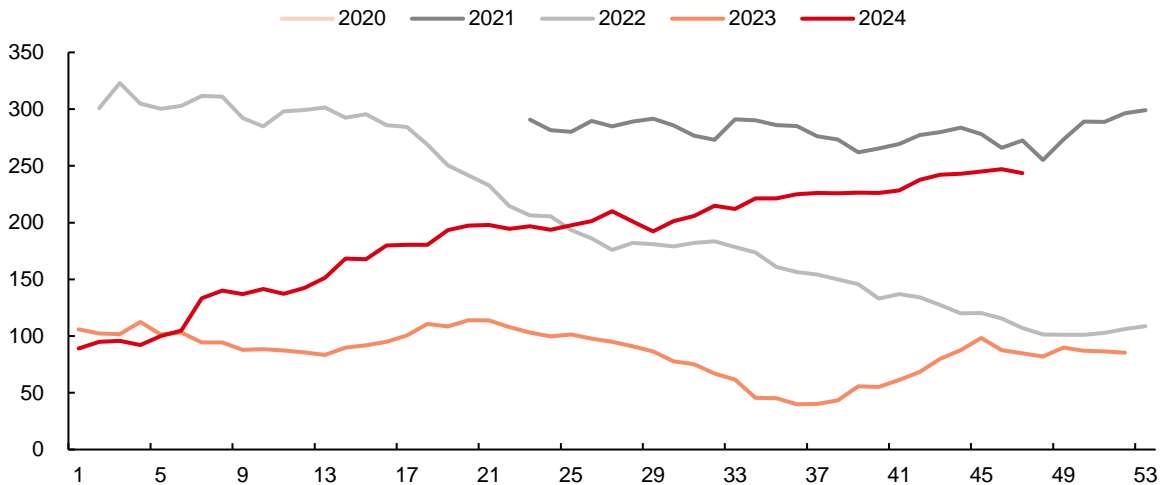
数据来源：隆众资讯 华泰期货研究院

图 22：纯碱交割库库存 | 单位：万吨



数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 23：纯碱三环节总库存 | 单位：万吨



数据来源：隆众资讯 卓创资讯 华泰期货研究院

五、2025 年纯碱供需过剩，库存持续累积

根据《华泰期货纯碱年度报告：供需过剩，库存大增，纯碱价格重心下移》，2025 年全年纯碱的供应、需求、进口及库存推演如下：

供应端：今年底将有 3 条产线合计约 170 万吨的产能投放，纯碱供应有望继续增加；同时，明年年底远兴能源二期 280 万吨天然碱项目也将投产，若高成本碱厂产能无法顺利退出，则纯碱供应过剩的格局将得到进一步强化。预计 2025 年纯碱总供应增幅 6% 左右，总产量提升 227 万吨。

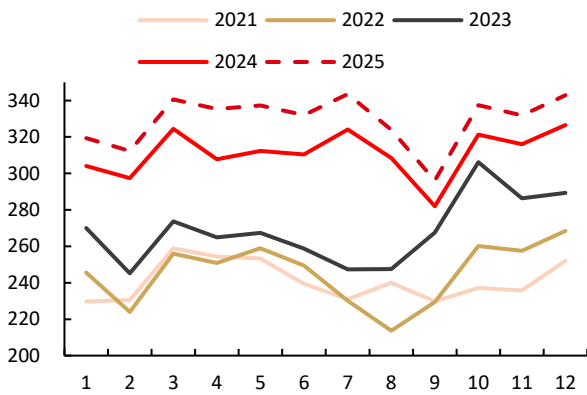
需求端：2025 年，光伏玻璃及浮法玻璃产量难有增量，对于重碱需求存在压制，而轻碱需求随着经济活动的增加继续提升。因此，预计 2025 年纯碱总需求将出现小幅负增长，降幅 0.8%，净减少 26 万吨，其中主要来自重碱，同比减少 4.9%，净减少 92 万吨，轻碱

同比增长 4%，净增长 65 万吨。

净出口：随着 2025 年纯碱供需失衡，纯碱价格将持续回落，带来出口的增加，预计 2025 年纯碱净出口将大幅增加至 155 万吨，同比大幅增加。

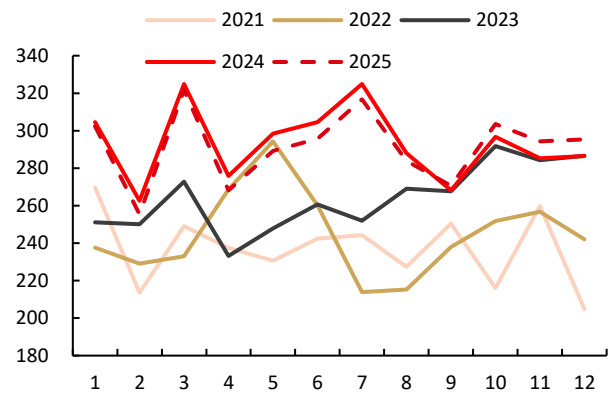
库存端：根据上述纯碱供需分析，四季度投产后，明年上半年纯碱产量维持高位，库存上行的斜率会稍大。除了夏季检修会抑制住库存的持续累加，全年以持续增加的线性趋势上行。预计年底纯碱总库存可能会累积至 608 万吨，同比大增 314 万吨。

图 24：纯碱产量预估 | 单位：万吨



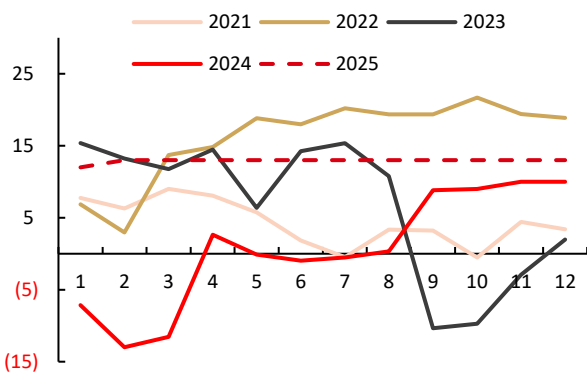
数据来源：华泰期货研究院

图 25：纯碱表需求预估 | 单位：万吨



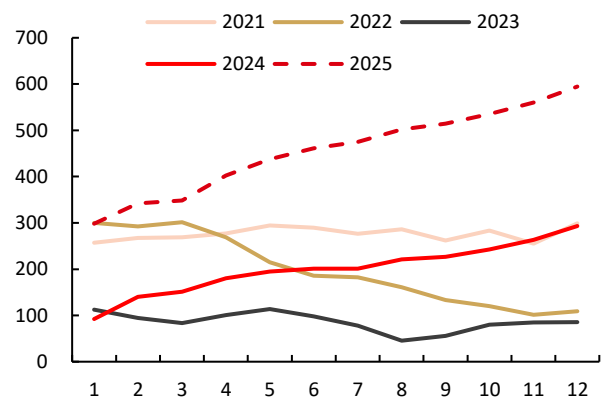
数据来源：华泰期货研究院

图 26：纯碱净出口量预估 | 单位：万吨



数据来源：华泰期货研究院

图 27：纯碱三环节总库存 | 单位：万吨



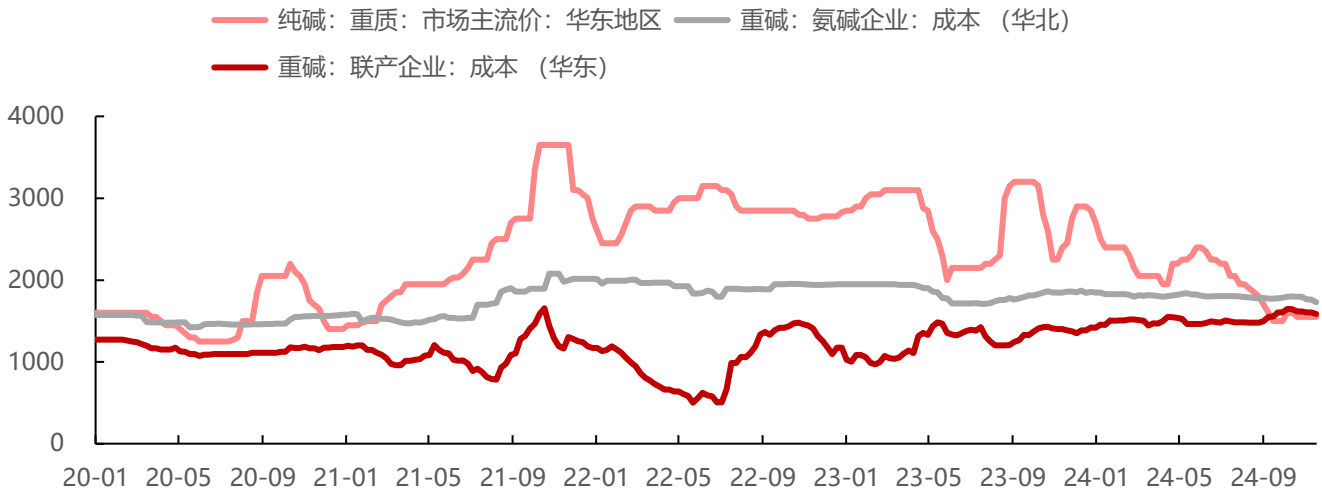
数据来源：华泰期货研究院

六、产能过剩背景下，纯碱当前的关注点

6.1 成本支撑强度

当前纯碱现货价格已接近部分高成本的纯碱企业，由于不同生产方法成本存在差异，氨碱企业成本较高，平均成本 1500~1600 元/吨，联碱企业因为副产品成本相对较低，平均成本 1250~1350 元/吨，天然碱企业成本最低，平均成本 700~800 元/吨。另外，不同地区纯碱企业生产成本也存在较大差异，内蒙、青海、河南部分厂家生产成本相对较低，而华北部分厂家成本相对较高，已经出现一定亏损，使得部分碱厂负荷有所下降，但并未引发大面积的碱厂检修。因此，当前纯碱成本支撑并不强劲。

图 28：纯碱现货价格及成本 | 单位：元/吨



数据来源：隆众资讯 华泰期货研究院

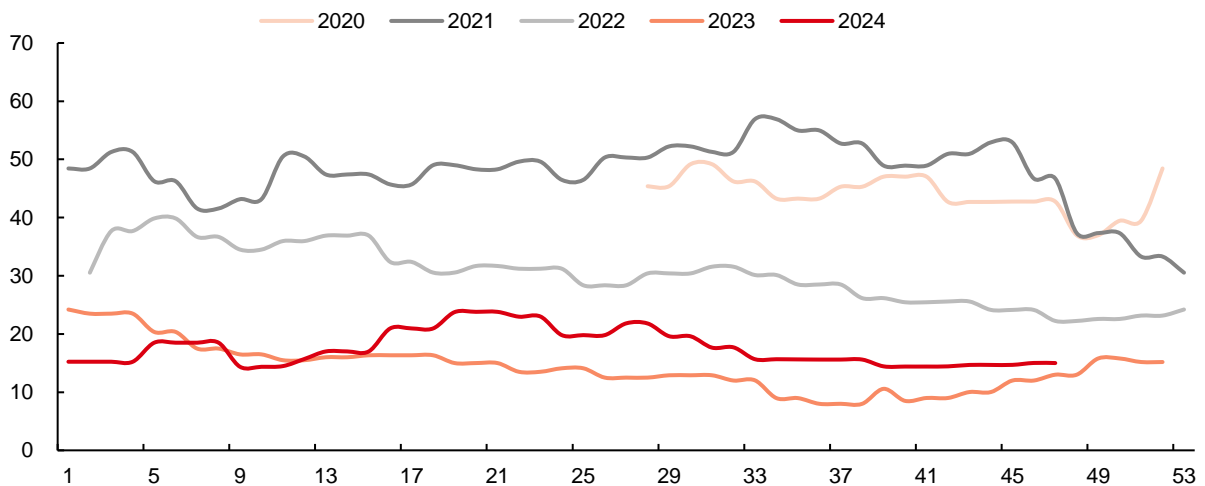
6.2 下游补库预期

近期市场对于下游玻璃企业是否补库存在一定争议。受 2023 年补库带动的大行情影响，部分投资者对玻璃企业补库仍有预期。但由于今年的市场结构与去年发生较大改变，补库预期或难以实现，差异主要体现在：第一，目前的玻璃厂纯碱库存可用天数已经高于去年同期，连续两月维持在 14-15 天上下波动，场内加待发 20 天左右，一般来说，在原料过剩预期较强时，下游会主动降低库存等待原料降价再采购低价原料，采取低库存策略，降低生产成本并避免库存贬值的风险，2023 年在这种策略下玻璃厂将库存压低至 5 天，但纯碱产能投放却迟迟未兑现，库存低至降无可降时，造就了大幅反弹的行情机会。但玻璃厂已经吸取去年过低库存的教训，目前的库存天数与去年

春节前后相近，能够满足后续使用需求，自身原料库存足够安全，此后即采即用即可，不需要主动补库；第二，与去年相比，当前下游玻璃厂利润较差，而 2023 年玻璃企业维持较好利润，煤制气玻璃在最差时也有 200 元/吨的毛利，利润最好的石油焦玻璃则长期维持在 450 元/吨左右，而近期天然气玻璃已进入亏损，煤制气玻璃处于盈亏平衡，仅石油焦玻璃有 260 元/吨的利润，同时受需求不足影响，浮法玻璃及光伏玻璃日熔量持续下滑，玻璃厂利润不足下缺乏提产意愿，对纯碱需求不足，大量补库发生的概率较低；第三，纯碱自身供需过剩明显，在纯碱供应增加及需求下滑的共同作用下，纯碱三环节库存处同期高位，且随着玻璃冷修数量的不断增加，纯碱的供需仍在持续恶化，纯碱供需宽松的情况下，也难以带动补库行情发生；第四，地产端新开工数据持续下滑，竣工数据在赶工及保交付下短期有所提振，但玻璃需求持续性仍有待观察，政策端也有“严控增量，优化存量，提高质量”的要求，预计 2024 年地产端新开工数据亦难有大的改善，市场对浮法玻璃未来需求预期难言乐观，同时考虑到目前光伏玻璃库存高位、浮法玻璃库存中位的格局，下游投机情绪难有改善，玻璃预期低迷的情况下，玻璃企业暂不具备提产意愿，缺乏补库驱动。

综上所述，目前并不具备推动纯碱大规模补库的条件，即便下游考虑到春节适当补库，也是在当前 15 天的基础之上再增加 5 天左右的库存，也即增加 20 万吨左右，对于纯碱企业 160 万吨的库存，影响相对有限。

图 29：样本玻璃厂纯碱库存天数 | 单位：天



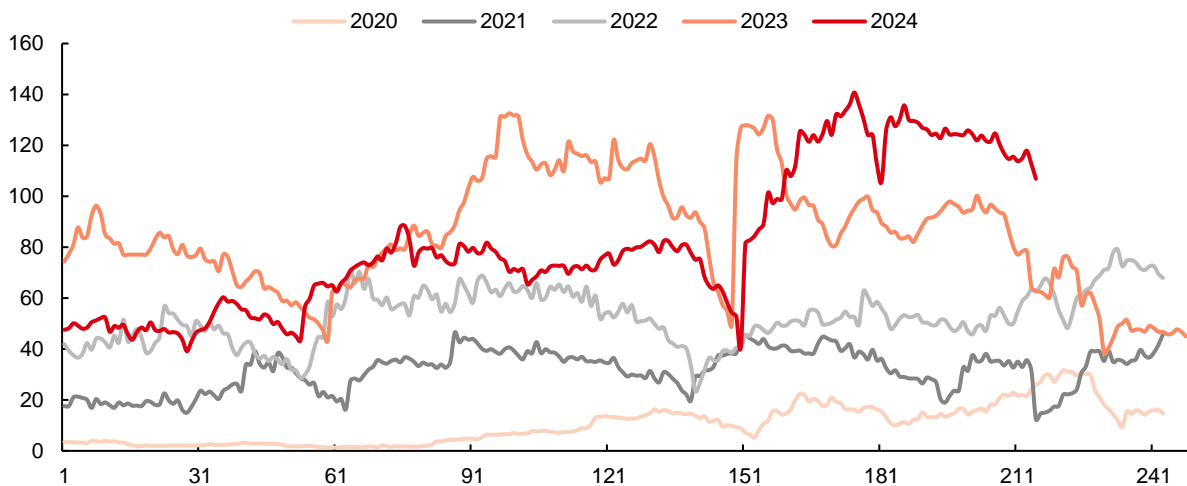
数据来源：隆众资讯 华泰期货研究院

6.3 近月持仓问题

截至 11 月底，纯碱 2501 合约还剩最后一月的时间就要进入交割月了，但纯碱 2501 合约的持仓量仍居高不下。截至 2024 年 11 月 26 日，纯碱 2501 持仓 105.60 万手，绝对值仍然偏高。目前多空双方围绕 01 合约博弈。多头对空头交货能力存疑，尽管 01 盘面小幅升水现货，期现有交割利润，但持仓过高下空头不具备交货能力，等待空头离场带来的阶段性反弹，给出离场机会；而空头则基于基本面判断，目前纯碱供给压力依旧不减，消费主要来自于光伏玻璃，目前光伏玻璃端亏损仍较为明显，加之光伏出口退税下调，后期检修预期大幅增加，对于纯碱需求产生不利影响，纯碱供需基本面依旧不容乐观，预计纯碱价格波动中枢仍将持续下行。

针对近月持仓问题，截至 2024 年 11 月 26 日，沙河纯碱交割库基差报价较 01 合约低 40 至 50 元/吨的情况下，期现商仍有利可图，纯碱交割库库存处同期高位，在宏观未介入的前提下，期现空头缺乏主动离场意愿，高持仓下投机空头在交割月前或将率先离场，带动盘面脉冲向上后回落，盘面价格回归现货价格附近，而远月合约仍将围绕纯碱自身的供需基本面运行，月差结构上或将带来阶段性正套机会，但高度有限。

图 30：纯碱主力合约持仓量 | 单位：万手



数据来源：Wind 华泰期货研究院

七、总结及后市展望

供应端：近两个月，氨碱及联碱企业均出现 130 元/吨左右的净利润亏损，也使得部分高成本氨碱企业降低负荷运行，开工率小幅下滑，但整体对纯碱供应影响相对有限。中长期来看，随着纯碱产能的投放，隆众数据显示，纯碱周产量也由夏季的 55 万吨提升至 70 万吨，行业已经再度表现为产能过剩，需要进一步压缩企业利润，出清部分高成本产

能，才能缓解纯碱供应过剩的局面。

消费端：重碱的下游消费几乎全部是浮法玻璃和光伏玻璃，其中浮法玻璃行业受房地产竣工端拖累导致消费不足，天然气制法几乎全线亏损，而光伏行业的过度竞争使得光伏玻璃库存高企，同样光伏玻璃也开始进入全行业亏损的局面。浮法及光伏玻璃产量的快速下滑，对重碱消费形成较大拖累。据隆众数据，2024年1-10月份，重碱表观消费累积同比增加17.7%，增幅较1-7月份的22%收窄了4.3%。

库存端：今年纯碱供需持续宽松，使得各环节库存均大幅增加，三环节（碱厂+交割库+浮法玻璃厂）库存从年初的89万吨增加至当前的243万吨，增幅达150万吨，即将到达2021年同期水平。

展望2025年，纯碱产能仍然面临过剩局面，纯碱总库存将继续呈现高位上行态势，除非部分高成本产能出清，否则纯碱价格将持续下探成本。

在产能过剩的背景下，当前纯碱的关注点主要来自三个方面。首先，当前纯碱现货价格已接近部分高成本的纯碱企业，由于不同生产方法成本存在差异，氨碱企业成本较高，平均成本1500~1600元/吨，联碱企业因为副产品成本相对较低，平均成本1250~1350元/吨，天然碱企业成本最低，平均成本700~800元/吨。另外，不同地区纯碱企业生产成本也存在较大差异，内蒙、青海、河南部分厂家生产成本相对较低，而华北部分厂家成本相对较高，已经出现一定亏损，使得部分碱厂负荷有所下降，但并未引发大面积的碱厂检修。因此，当前纯碱成本支撑并不强劲。其次，近期市场对于下游玻璃企业是否补库存在一定争议。受2023年补库带动的大行情影响，部分投资者对玻璃企业补库仍有预期。但由于今年的市场结构与去年发生较大改变，补库预期或难以实现，一方面，目前的玻璃厂纯碱库存可用天数维持在15天左右，已高于去年同期，场内加待发20天左右，即便下游考虑到春节适当补库，也是在当前15天的基础之上再增加5天左右的库存，也即增加20万吨左右，对于纯碱企业160万吨的库存，影响相对有限。另一方面，当前下游玻璃厂利润较差，天然气玻璃全面亏损，煤制气玻璃处于盈亏平衡，仅石油焦玻璃有260元/吨的利润，玻璃厂利润不足下，企业缺乏提产意愿，对原料纯碱大规模补库概率较低；再加上纯碱供需过剩明显，三环节库存处同期高位，玻璃厂随采随用，也难以带动补库行情的发生。除此之外，近月持仓较大也是市场关注的一个点。截至2024年11月26日，沙河纯碱交割库基差报价较01合约低40至50元/吨的情况下，期现商仍有利可图，纯碱交割库库存处同期高位，在宏观未介入的前提下，期现空头缺乏主动离场意愿，高持仓下投机空头在交割月前或将率先离场，带动盘面脉冲向上后回落，盘面价格回归现货价格附近，而远月合约仍将围绕纯碱自身的供需基本面运行，月差结构上或将带来阶段性正套机会，但高度有限，不如直接移仓换月，逢高布局远月卖出套保。

■ 策略

逢高布局远月卖出套保

■ 关注及风险点

宏观政策、行业及产业指导政策变化、浮法玻璃冷修及需求情况、光伏玻璃冷修及需求情况、纯碱供应端的异常变化等。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com