

2023年09月01日

供需紧平衡，纯碱偏多看待

——纯碱9月月度投资策略

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

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

联系人：

蔡文杰

从业资格证号：F03114213

电话：021-68757827

邮箱：caiwj@qh168.com.cn

王亦路

从业资格号：F03089928

电话：021-68757827

邮箱：wangyl@qh168.com.cn

相关研究

- **四季度纯碱产量或有所恢复：**8月31日当周，纯碱周度产量56.92万吨，环比稍有下降，其中重碱产量有所上升。今年纯碱产量整体高于去年，我们认为四季度纯碱产量将回到今年以来较高水平，并有可能出现新高，主要基于以下几点判断：一是前期长期冷修的装置9月后或恢复到正常状态；二是远兴、金山产品有可能逐步流入市场；三是目前纯碱生产利润仍较可观的背景下，碱厂会尽量维持最大程度生产。我们预计四季度纯碱周度产量重心会恢复至60万吨以上，重碱周度产量重心恢复至33万吨以上。
- **四季度纯碱下游刚需或仍然较强：**8月31日当周，纯碱周度表观消费量57.39万吨，碱厂产销率100.83%，环比稍有下降。今年来纯碱周度表需表现相对稳定，主要收益于下游较强刚需，目前光伏与浮法玻璃日熔量合计约25.8万吨。我们预计四季度纯碱下游刚需或仍然较强，主要基于以下几点判断，一是下游浮法玻璃利润目前尚且比较可观；二是地产终端在政策托底下或延续弱复苏；三是下游光伏玻璃仍有投产计划。我们预计，四季度纯碱周度表需重心在60万吨，光伏与浮法玻璃日熔量合计约27万吨，周度重碱刚需或达37.8万吨。
- **碱厂累库时间可能要等到10月以后：**8月31日当周，纯碱库存14.13万吨，其中重碱5.67万吨，均处于极低位置。在夏季集中检修结束后，纯碱周度产量可能回到60万吨水平，下游刚需偏强下周度表需可能在60万吨波动，尤其对于重碱来看，仍然处于紧平衡状态，4季度下游周度刚需达37.8万吨，超出了碱厂重碱周度产量。故纯碱的基本面扭转仍然只能依靠新装置投产的增量。在上下游投产均顺利的情境下，我们预计纯碱周度累库量约5万吨/周。时间上可能至少要等到10月以后。
- **01合约估值较低，中短期可尝试做多：**从目前01的合约估值来看，01基差大、仅略微升水氨碱成本，我们认为装置完全投产的预期被定价已经较为充分。故尽管后市纯碱供应端面临着装置投产从预期到现实，且可能导致纯碱供需失衡的压力，从当前期货价格来看，可能更加适合的策略是在做好止损的情况下去尝试做多可能会更有效性。一方面，纯碱累库可能要出现在10月之后，另一方面纯碱的需求也在增长，若上游进度不及预期，在供需双旺的情况下，纯碱定价可能会在成本上再给出一定合理的利润。
- **操作建议：**多单参与，对于做多的第一目标，可能放在2300-2400元/吨。
- **风险因素：**成本下移，进口强于预期，供应端增产快于预期

正文目录

1. 策略概述	4
2. 主要逻辑	4
2.1. 四季度纯碱产量或有所恢复	4
2.2. 四季度纯碱下游刚需或仍然较强	5
2.3. 碱厂累库时间可能要等到 10 月以后	7
2.4. 01 合约估值较低，中短期可尝试做多	7
3. 结论及操作建议	8

图表目录

图 1 纯碱周度产量	4
图 2 轻重碱产量	4
图 3 9 月中旬计划恢复企业	5
图 4 计划检修企业	5
图 5 华北地区重碱市场价	5
图 6 氨碱法纯碱生产毛利	5
图 7 纯碱周度表观消费量	6
图 8 浮法玻璃及光伏玻璃总日熔量	6
图 9 浮法玻璃日熔量	6
图 10 天然气玻璃生产利润	6
图 11 30 大中城市商品房成交面积	6
图 12 地产主要指标	6
图 13 光伏玻璃日熔量	7
图 14 1-6 月光伏装机量累计新增	7
图 15 碱厂库存	7
图 16 交易所仓单	7
图 17 SA01 合约基差	8
图 18 01 合约对成本升水	8

1. 策略概述

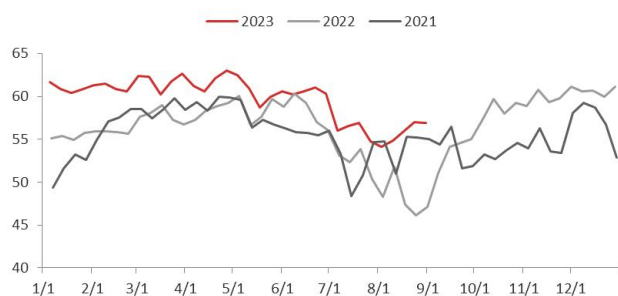
8月纯碱期价大幅上行，主要受增产不及预期，下游需求仍较好，库存极低以及场内高持仓影响。展望后市，我们认为尽管后市纯碱供应端面临着装置投产从预期到现实，且可能导致纯碱供需失衡的压力，但目前01基差大、仅略微升水氨碱成本，我们认为装置完全投产的预期被定价已经较为充分。从当前期货价格来看，可能更加适合的策略是在做好止损的情况下去尝试做多可能会更有时效性。一方面，纯碱累库可能要出现在10月之后，另一方面纯碱的需求也在增长，若上游进度不及预期，在供需双旺的情况下，纯碱定价可能会在成本上再给出一定合理的利润。

2. 主要逻辑

2.1. 四季度纯碱产量或有所恢复

8月31日当周，纯碱周度产量56.92万吨，环比稍有下降，其中重碱产量有所上升。今年纯碱产量整体高于去年，我们认为四季度纯碱产量将回到今年以来较高水平，并有可能出现新高，主要基于以下几点判断：一是前期长期冷修的装置9月后或恢复到正常状态；二是远兴、金山产品有可能逐步流入市场；三是目前纯碱生产利润仍较可观的背景下，碱厂会尽量维持最大程度生产。我们预计四季度纯碱周度产量重心会恢复至60万吨以上，重碱周度产量重心恢复至33万吨以上。

图1 纯碱周度产量



资料来源：隆众资讯，东海期货研究所

图2 轻重碱产量



资料来源：隆众资讯，东海期货研究所

7月开始检修目前尚未恢复的企业中，青海发投检修损失量2039吨/日，山东海天检修损失量1000吨/日，合计每周检修损失量约2万吨。其中，山东海天计划9月15日恢复，青海发投恢复时间待定。近期检修装置中且尚未恢复的企业中，安徽德邦检修损失量1818吨/日，青海昆仑检修损失量2045吨/日，合计每周检修损失量约2.7万吨，恢复时间待定；山东海天检修损失量500吨/日，江苏华昌检修损失量2121吨/日，合计每周检修损失量约1.8万吨，均定于9月中旬恢复；江西晶昊近期恢复。新企业检修计划方面，内蒙古化工35万吨产能计划9月初检修7天，青海五彩碱业110万吨产能计划9月1日检修6天，青海发投130万吨产能计划9月4日检修4天。总的来看，9月中旬后，纯碱周度产量或逐步提升。

图3 9月中旬计划恢复企业

生产企业	检修时间	检修量(吨/日)	计划恢复时间
山东海天	7月15日	1000	9月15日
山东海天	8月25日	500	9月10日
青江苏华昌	8月28日	2121	9月11日

资料来源：隆众资讯，东海期货研究所

图4 计划检修企业

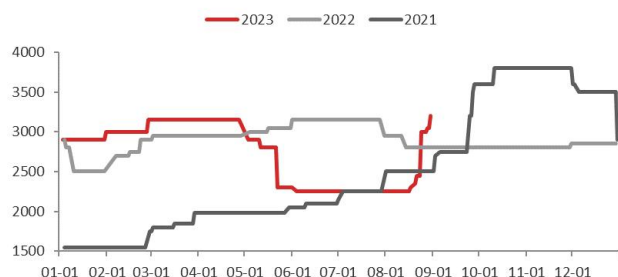
生产企业	工艺	产能：万吨	计划检修时间
内蒙古化工	氨碱法	35	9月初
青海五彩碱业	氨碱法	110	9月1日
青海发投	氨碱法	130	9月4日

资料来源：隆众资讯，东海期货研究所

远兴一二线产能满产将带来约5.8万吨的周度产量增量、据远兴消息，目前远兴一期或接近满产出产品，二线锅炉点火，一期四条产线仍计划年内全部投产，金山200万吨产能或在10月后达产，满产将带来约3.8万吨的周度产量增量。总的来看，纯碱周度产量仍然存在近10万吨的潜在增量，重碱周度产能约有5万吨的潜在增量，大装置实际投产后确实能缓解纯碱供应端压力。

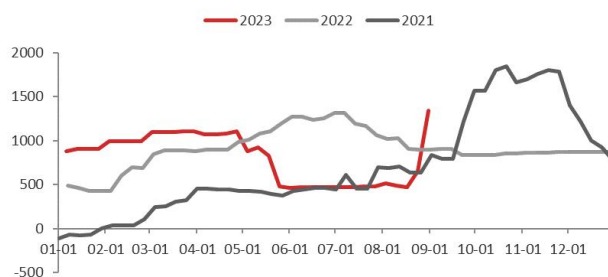
8月31日，华北市场重碱市场价3200元/吨，价格处高位。8月31日当周，氨碱法纯碱生产成本1699.15元/吨，生产毛利1350.85元/吨，生产毛利处高位。以当前价格以及生产利润来看，碱厂可能以尽可能多生产为主。

图5 华北地区重碱市场价



资料来源：隆众资讯，东海期货研究所

图6 氨碱法纯碱生产毛利

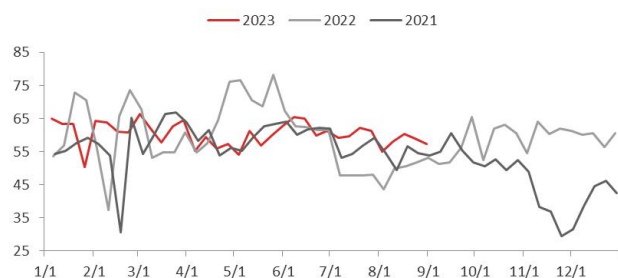


资料来源：隆众资讯，东海期货研究所

2.2. 四季度纯碱下游刚需或仍然较强

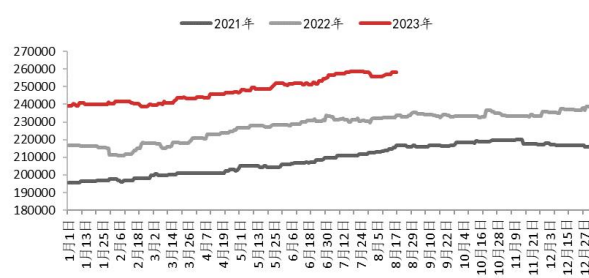
8月31日当周，纯碱周度表观消费量57.39万吨，碱厂产销率100.83%，环比稍有下降。今年来纯碱周度表需表现相对稳定，主要收益于下游较强刚需，目前光伏与浮法玻璃日熔量合计约25.8万吨。我们预计四季度纯碱下游刚需或仍然较强，主要基于以下几点判断，一是下游浮法玻璃利润目前尚且比较可观；二是地产终端在政策托底下或延续弱复苏；三是下游光伏玻璃仍有投产计划。我们预计，四季度纯碱周度表需重心在60万吨，光伏与浮法玻璃日熔量合计约27万吨，周度重碱刚需或达37.8万吨。

图 7 纯碱周度表观消费量



资料来源：隆众资讯，东海期货研究所

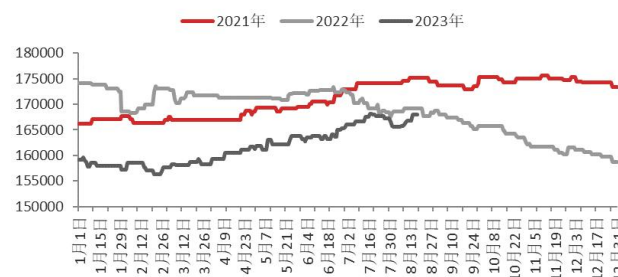
图 8 浮法玻璃及光伏玻璃总日熔量



资料来源：隆众资讯，东海期货研究所

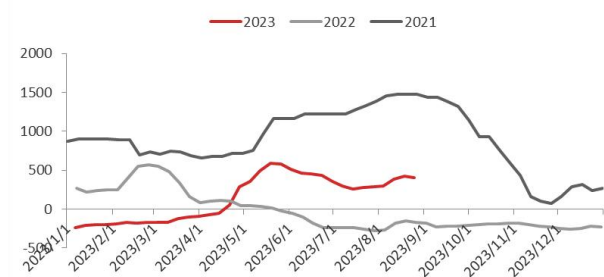
目前浮法玻璃日熔量约 16.8 万吨，开工率约 80%，利润恢复背景下年内浮法玻璃产量回升。浮法玻璃生产中成本较高的天然气玻璃目前生产利润约为 400 元/吨，整体利润恢复至近 3 年中性水平。开工仍有上升空间，利润较好的背景下，浮法玻璃装置复产或提上日程，四季度或继续提升。

图 9 浮法玻璃日熔量



资料来源：隆众资讯，东海期货研究所

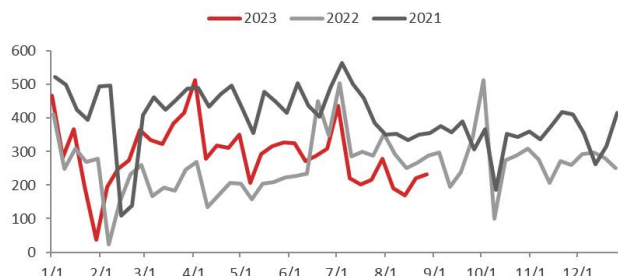
图 10 天然气玻璃生产利润



资料来源：隆众资讯，东海期货研究所

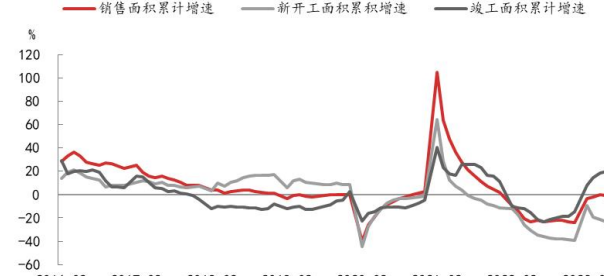
从近期数据来看，周度商品房成交面积仍明显低于过往同期，地产前端仍延续负增长，终端地产需求仍然较弱。不过政策托底力度加大，前期一系列稳地产措施出台，近期央行、金融监管总局发布通知，引导个人住房贷款实际首付比例和利率下行。各地积极响应，政策落地或将明显提速，终端地产需求有望企稳。

图 11 30 大中城市商品房成交面积



资料来源：ifind，东海期货研究所

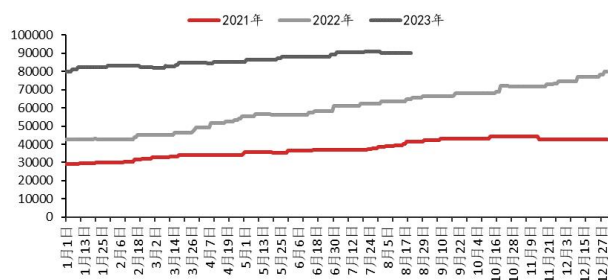
图 12 地产主要指标



资料来源：ifind，东海期货研究所

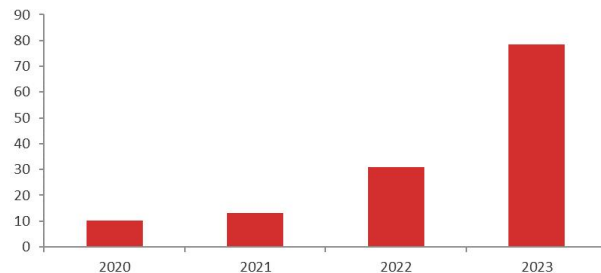
今年新增光伏装机表现仍强，组件中光伏玻璃产能高位。光伏玻璃产能增速过快，行业面临供应过剩压力。由于产能过剩趋势显现，近期国内开始落实光伏玻璃产能预警制度，光伏玻璃产能扩张速度或明显放缓。据光伏玻璃听证会等公开信息显示，今年年底我国光伏玻璃日熔量可能达到 10 万吨/日。

图 13 光伏玻璃日熔量



资料来源：隆众资讯，东海期货研究所

图 14 1-6 月光伏装机量累计新增



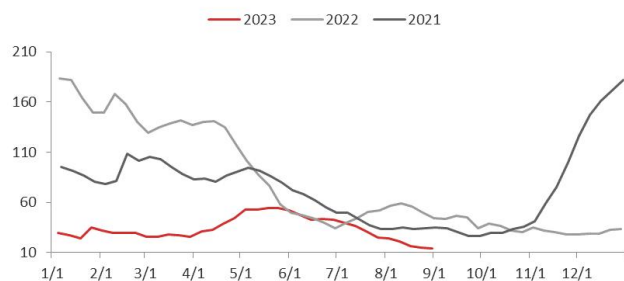
资料来源：ifind，东海期货研究所

2.3. 碱厂累库时间可能要等到 10 月以后

8 月 31 日当周，纯碱库存 14.13 万吨，其中重碱 5.67 万吨，均处于极低位置。根据我们前文的分析，在夏季集中检修结束后，纯碱周度产量可能回到 60 万吨水平，下游刚需偏强下周度表需可能在 60 万吨波动，尤其对于重碱来看，仍然处于紧平衡状态，4 季度下游周度刚需达 37.8 万吨，超出了目前碱厂重碱周度产量。

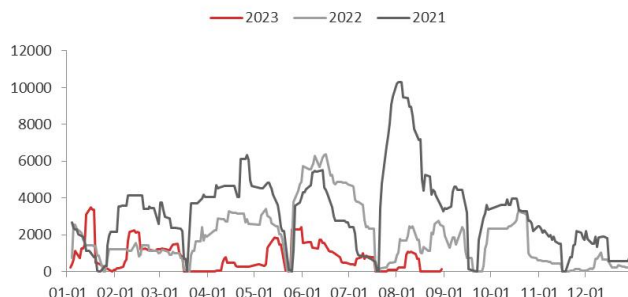
故纯碱的基本面扭转仍然只能依靠新装置投产的增量。在上下游投产均顺利的情境下，我们预计纯碱周度累库量约 5 万吨/周。时间上可能至少要等到 10 月以后。

图 15 碱厂库存



资料来源：隆众资讯，东海期货研究所

图 16 交易所仓单



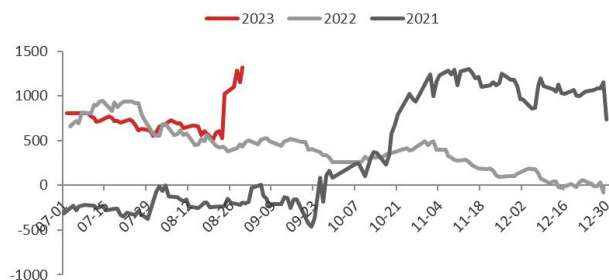
资料来源：ifind，东海期货研究所

2.4. 01 合约估值较低，中短期可尝试做多

根据我们前文对纯碱后市的推算，只有当新增装置完全投产下，纯碱供需才会发生扭转，而从目前 01 的合约估值来看，01 基差大、仅略微升水氨碱成本，我们认为装置完全投产的预期被定价已经较为充分。

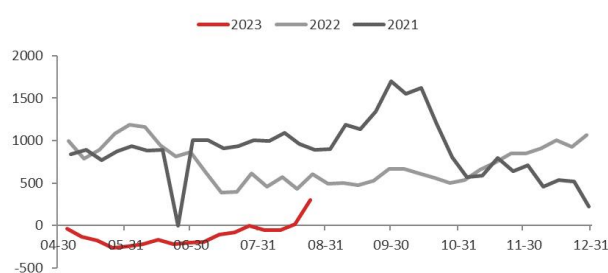
故尽管后市纯碱供应端面临着装置投产从预期到现实，且可能导致纯碱供需失衡的压力，从当前期货价格来看，可能更加适合的策略是在做好止损的情况下去尝试做多可能会更有效性。一方面，纯碱累库可能要出现在 10 月之后，另一方面纯碱的需求也在增长，若上游进度不及预期，在供需双旺的情况下，纯碱定价可能会在成本上再给出一定合理的利润。对于做多的第一目标，可能放在 2300-2400 元/吨。

图 17 SA01 合约基差



资料来源：ifind，隆众资讯，东海期货研究所

图 18 01 合约对成本升水



资料来源：ifind，隆众资讯，东海期货研究所

3. 结论及操作建议

今年纯碱产量整体高于去年，我们认为四季度纯碱产量将回到今年以来较高水平，并有可能出现新高。今年来纯碱周度表需表现相对稳定，我们预计四季度纯碱下游刚需或仍然较强。纯碱的基本面扭转仍然只能依靠新装置投产的增量。在上下游投产均顺利的情境下，我们预计纯碱周度累库量约 5 万吨/周。时间上可能至少要等到 10 月以后。从目前 01 的合约估值来看，01 基差大、略微升水氨碱成本，我们认为装置完全投产的预期被定价已经较为充分。从当前期货价格来看，可能更加适合的策略是在做好止损的情况下去尝试做多可能会更有时效性。对于做多的第一目标，可能放在 2300-2400 元/吨。

操作建议：多单参与

风险因素：成本下移，供应端增产快于预期

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