

2024年03月01日

累库拐点出现，价格偏弱看待

——纯碱3月月度投资策略

东海策略

纯碱

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

分析师：

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

分析师：

王亦路

从业资格证号：F03089928

投资咨询证号：Z0019740

电话：021-68757827

邮箱：wangyl@qh168.com.cn

相关研究

投资要点：

- **供应：周度产量高位，中期或仍有增长。**纯碱产量高位，供应端压力较大。截至2月22日当周，纯碱企业开工率89.82%，周度产量71.83万吨，总产能大，开工率整体低于去年同期，但整体产量为近年来新高。其中轻碱产量30.81万吨，重碱产量41.02万吨，均处近年来高位。目前纯碱生产利润尚可，且仍未到夏季检修高峰期，故预计5月前纯碱产量仍然维持在高位，且随着阿拉善天然碱项目一期三线达产以及其他装置开工率进一步提升，纯碱周度产量或仍有增长。
- **需求：节后需求恢复一般，中期玻璃或仍有增产。**受节假日运输等因素影响，纯碱表需明显走弱，春节当周下降至44.76万吨。节后纯碱表需有所恢复，但尚不及年前高点，截至2月22日当周，纯碱表需65.81万吨。其中轻碱表需28.69万吨，重碱表需37.12万吨。若在5月前浮法玻璃日熔量维持高稳，光伏玻璃日熔量完成全年一半增长，则折算对重碱周度需求39.38万吨，纯碱周度需求约71.60万吨。
- **库存：库存中性偏高，后市存累库预期。**春节内纯碱上游累库幅度较大，节后累库趋势仍然持续，截至2月22日当周，纯碱库存74.85万吨，处近3年来中性偏高水平。其中轻碱库存38.37万吨，重碱库存36.48万吨，均高于近3年来平均水平。根据上文分析，剔除进出口因素影响，纯碱周度产量此后或维持在72万吨以上，下游增速中性预期下周度需求略不及产量，其中重碱周度产量或在41万吨以上，其供需过剩态势或表现得更为明显。
- **成本利润：现货利润尚可，盘面估值处成本上沿。**据隆众资讯，截至2月22日当周，氨碱法纯碱理论利润590.92元/吨，华北地区重碱现货价2300元/吨，对应理论生产成本1709.08元/吨。
- **基差价差：基差维持偏高，跨期价差下行。**截至本周三，以华中地区重碱现货价2150元/吨为参考，SA2405合约基差收报391元/吨，SA05-SA09跨期价差收报-21元/吨。
- **结论：主力合约估值高价成本附近，该位置下多空分歧或有加剧，在基本面偏弱背景下主要关注高位卖出机会。**
- **操作建议：偏弱，5-9反套**
- **风险因素：供应端扰动，下游增产超预期**

正文目录

1. 策略概述	4
2. 主要逻辑	4
2.1. 供应：周度产量高位，中期或仍有增长	4
2.2. 需求：节后需求恢复一般，中期玻璃或仍有增产	5
2.3. 库存：库存中性偏高，后市存累库预期	6
2.4. 成本利润：现货利润尚可，盘面估值处成本上沿	7
2.5. 基差价差：基差维持偏高，跨期价差下行	7
3. 结论及操作建议	8

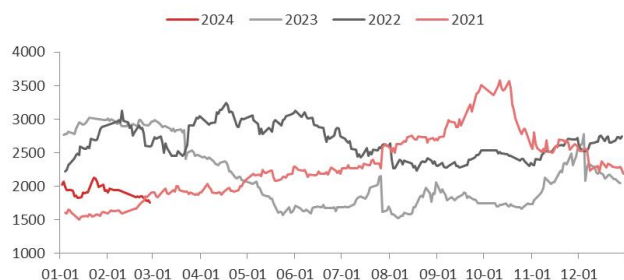
图表目录

图 1 纯碱主连收盘价	4
图 2 纯碱主力合约持仓	4
图 3 纯碱周度开工率	4
图 4 纯碱周度产量	4
图 5 轻碱周度产量	5
图 6 重碱周度产量	5
图 7 纯碱周度表观消费量	5
图 8 轻碱周度表观消费量	5
图 9 重碱周度表观消费量	6
图 10 平板玻璃产量	6
图 11 地产主要指标	6
图 12 1-12 月光伏装机量累计新增	6
图 13 碱厂纯碱库存	7
图 14 碱厂轻碱库存	7
图 15 碱厂重碱库存	7
图 16 纯碱进口	7
图 17 纯碱 05 合约基差	8
图 18 纯碱 5-9 合约价差	8

1. 策略概述

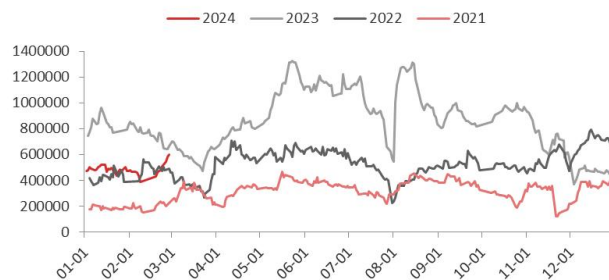
2月纯碱主力合约下行，收报1780元/吨，月度涨幅-8.34%。主力合约成交量较上月缩减，持仓量较上月增11.5万手。主要受春节期间碱厂累库幅度较大、远兴一期三线满产四线投料以及上下游商品共振下跌影响。展望后市，我们认为上游累库拐点出现，库存水平中性偏高，后市需求或难匹配高供应，存累库预期。主力合约估值高价成本附近，该位置下多空分歧或有加剧，在基本面偏弱背景下主要关注高位卖出机会。

图1 纯碱主连收盘价



资料来源：ifind，东海期货研究所

图2 纯碱主力合约持仓



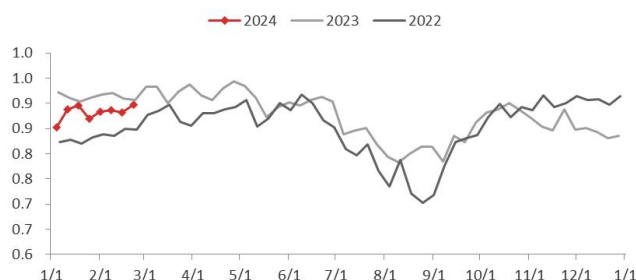
资料来源：ifind，东海期货研究所

2. 主要逻辑

2.1. 供应：周度产量高位，中期或仍有增长

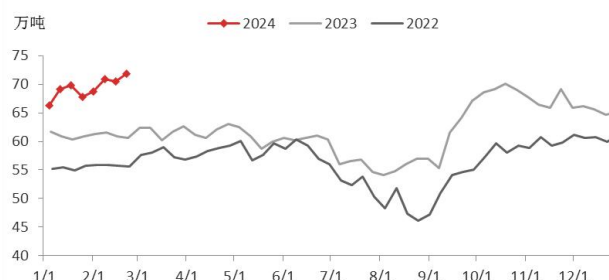
纯碱产量高位，供应端压力较大。截至2月22日当周，纯碱企业开工率89.82%，周度产量71.83万吨，总产能大，开工率整体低于去年同期，但整体产量为近年来新高。其中轻碱产量30.81万吨，重碱产量41.02万吨，均处近年来高位。

图3 纯碱周度开工率



资料来源：隆众资讯，东海期货研究所

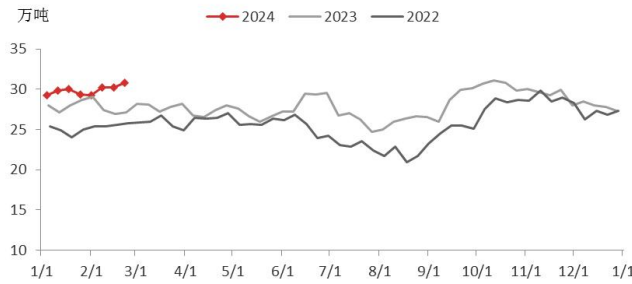
图4 纯碱周度产量



资料来源：隆众资讯，东海期货研究所

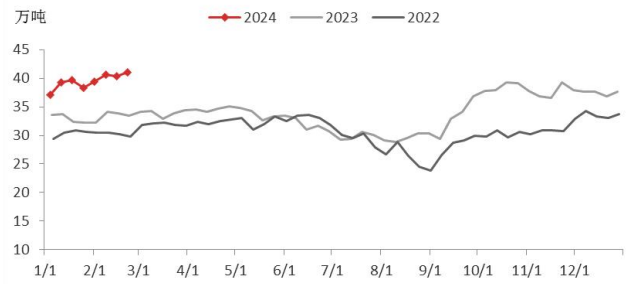
2月冷修企业较少，且多以短停为主，目前月中中期检修装置均以结束，装置冷修损失量共计约3万吨。新增投产方面，据远兴能源信息，春节期间阿拉善天然碱项目一期第三条生产线已基本达产，第四条生产线已投料。阿拉善天然碱项目二期早先已启动工程设计、现场勘探、部分长周期设备订货及项目开工手续办理等前期工作。一期三线、四线产能均为100万吨/年，二期产能共200万吨/年。

图 5 轻碱周度产量



资料来源：隆众资讯，东海期货研究所

图 6 重碱周度产量



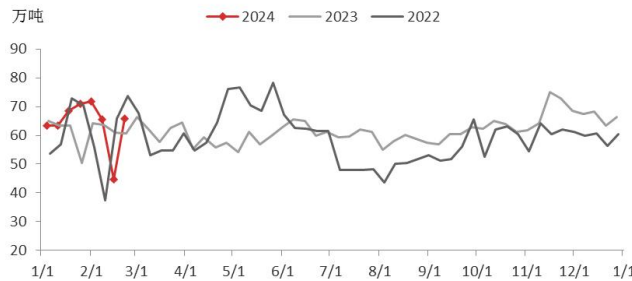
资料来源：隆众资讯，东海期货研究所

目前纯碱生产利润尚可，且仍未到夏季检修高峰期，故预计 5 月前纯碱产量仍然维持在高位，且随着阿拉善天然碱项目一期三线达产以及其他装置开工率进一步提升，纯碱周度产量或仍有增长。其他主要关注连云港搬迁产能 110 万吨进度，计划于二季度大部分设备进行单体试车，三季度投料试生产。

2.2. 需求：节后需求恢复一般，中期玻璃或仍有增产

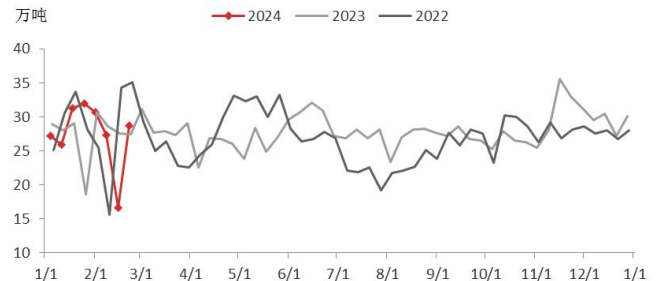
受节假日运输等因素影响，纯碱表需明显走弱，春节当周下降至 44.76 万吨。节后纯碱表需有所恢复，但尚不及年前高点，截至 2 月 22 日当周，纯碱表需 65.81 万吨。其中轻碱表需 28.69 万吨，重碱表需 37.12 万吨。

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

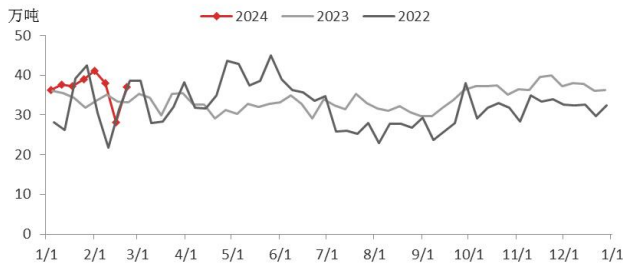
图 8 轻碱周度表观消费量



资料来源：隆众资讯，东海期货研究所

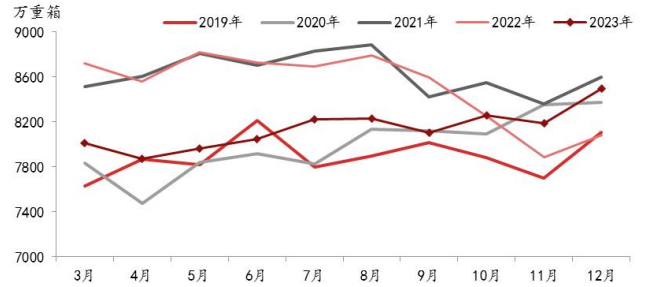
下游浮法玻璃方面，据隆众资讯，截至 2 月 22 日浮法玻璃日熔量 17.23 万吨/日，年初至今日熔量下行走势。目前玻璃现货价格较稳，华北地区 5mm 大板含税价 1870 元/吨，生产利润维持在可观水平，以天然气为燃料浮法玻璃周均利润 422 元/吨。此外，2 月浮法玻璃复产产线总计日熔量约 3000 吨/日，故在此背景下，我们认为 5 月前浮法玻璃出现大面积冷修的概率较低，日熔量方面相对稳定。

图9 重碱周度表观消费量



资料来源：隆众资讯，东海期货研究所

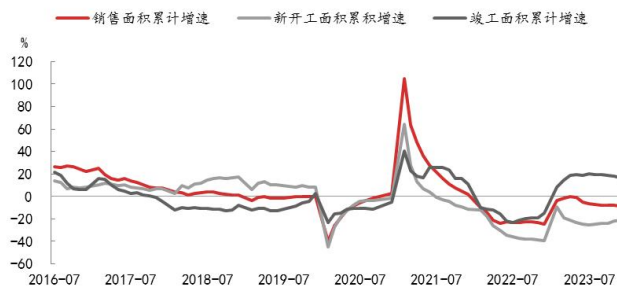
图10 平板玻璃产量



资料来源：ifind，东海期货研究所

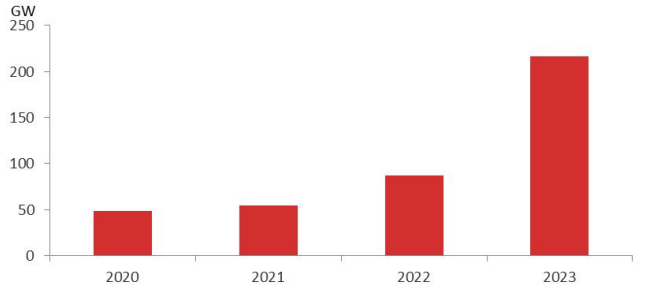
下游光伏玻璃方面，据隆众资讯，截至2月22日光伏玻璃日熔量9.90万吨/日，年初至今日熔量仍有上移。据百川盈孚，光伏玻璃周度毛利润927.9元/吨，毛利率28.17%，生产利润较好。据隆众资讯预测，光伏玻璃全年新增产能2万吨以上，预计年底在产产能12万吨/日，全年小吨位及2017年前窑炉存冷修可能，预计一季度为产线冷修高峰。故在此背景下，短期来看光伏玻璃日熔增量有限，长期来看仍较可观。

图11 地产主要指标



资料来源：ifind，东海期货研究所

图12 1-12月光伏装机量累计新增



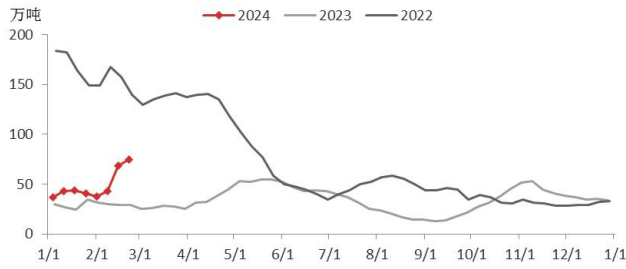
资料来源：ifind，东海期货研究所

总的来看，目前浮法以及光伏玻璃合计日熔量27.13万吨/日。折算对重碱的周度需求约为37.98万吨。若以下游浮法玻璃及光伏玻璃需求占比纯碱总需求60%测算，纯碱周度需求约69.06万吨。若在5月前浮法玻璃日熔量维持高稳，光伏玻璃日熔量完成全年一半增长，则折算对重碱周度需求39.38万吨，纯碱周度需求约71.60万吨。

2.3. 库存：库存中性偏高，后市存累库预期

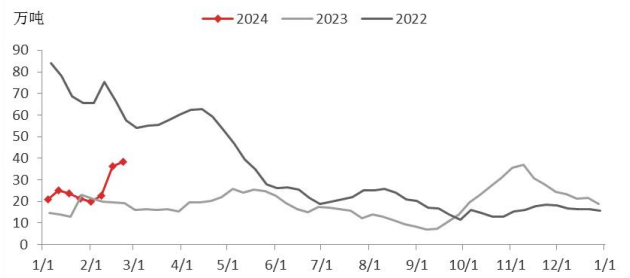
春节内纯碱上游累库幅度较大，节后累库趋势仍然持续，截至2月22日当周，纯碱库存74.85万吨，处近3年来中性偏高水平。其中轻碱库存38.37万吨，重碱库存36.48万吨，均高于近3年来平均水平。根据上文分析，剔除进出口因素影响，纯碱周度产量此后或维持在72万吨以上，下游增速中性预期下周度需求略不及产量，其中重碱周度产量或在41万吨以上，其供需过剩态势或表现得更为明显。

图 13 碱厂纯碱库存



资料来源：隆众资讯，东海期货研究所

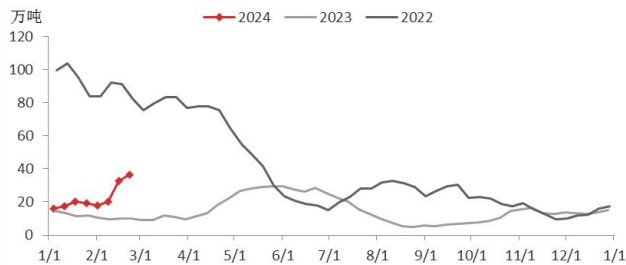
图 14 碱厂轻碱库存



资料来源：隆众资讯，东海期货研究所

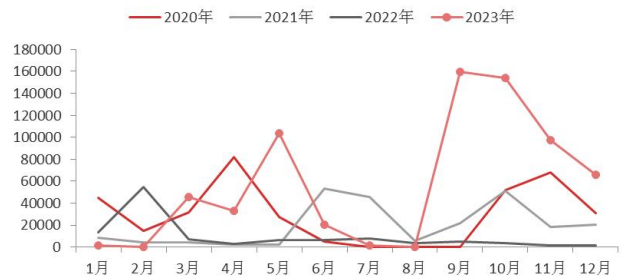
且根据去年纯碱进出口情况来看，或由于内外价差存在，纯碱进出口格局表现为净进口，若该趋势延续，纯碱供需过剩态势或有加重。总的来说，目前上游库存水平已处中性偏高位置，且后市仍存累库预期，纯碱现货价格大趋势或偏向向下运行。

图 15 碱厂重碱库存



资料来源：ifind，东海期货研究所

图 16 纯碱进口



资料来源：ifind，东海期货研究所

2.4. 成本利润：现货利润尚可，盘面估值处成本上沿

据隆众资讯，截至 2 月 22 日当周，氨碱法纯碱理论利润 590.92 元/吨，华北地区重碱现货价 2300 元/吨，对应理论生产成本 1709.08 元/吨。联碱法纯碱理论利润（双吨）760.60 元/吨，华东地区重碱现货价 2200 元/吨，对应理论生产成本 1439.40 元/吨。根据此前信息了解，天然碱法纯碱生产成本约 1300 元/吨。

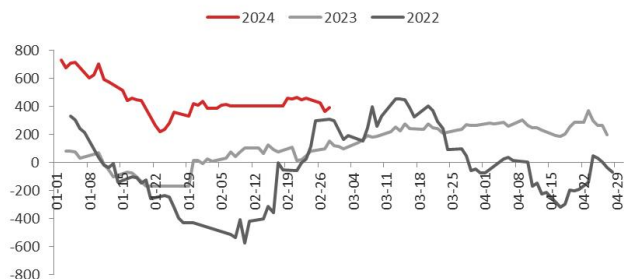
根据不同制法纯碱产能占比，若纯碱价格走低至 1700 元/吨以下，多数碱厂或处于亏损生产状态，若纯碱价格走低至 1450 元/吨以下，大多数碱厂或处于亏损生产状态。从目前盘面定价来看，多数合约仍处于氨碱生产成本附近，对碱厂做卖保锁定利润的吸引力或相对有限。

2.5. 基差价差：基差维持偏高，跨期价差下行

截至本周三，以华中地区重碱现货价 2150 元/吨为参考，SA2405 合约基差收报 391 元/吨，基差处近年来较高水平，当前期价定价下，现货需每月下降 200 元/吨才能完成回归，与前期相比，目前的降价预期相对保守。

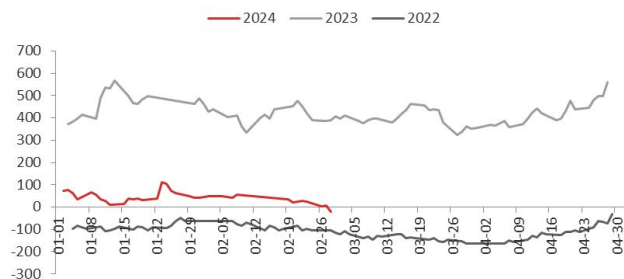
SA05-SA09 跨期价差收报-21 元/吨，由于近来纯碱期价行情弱势，跨期价差下行为主，处近年来偏低水平，与 22 年时低水平尚有距离。若纯碱在中期出现供需过剩态势，库存进一步走高，期价 contango 结构或进一步加深，5-9 价差继续下行。跨品种价差方面，玻璃纯碱价差稍有收窄，二者 05 合约价差收报-116 元/吨，09 合约价差收报-207 元/吨。

图 17 纯碱 05 合约基差



资料来源：ifind，东海期货研究所

图 18 纯碱 5-9 合约价差



资料来源：ifind，东海期货研究所

3. 结论及操作建议

总的来说，纯碱产量高位，节后下游需求恢复情况一般，上游累库拐点出现，库存水平中性偏高。后市需求或难匹配高供应，存累库预期。目前主力合约估值高价成本附近，该位置下多空分歧或有加剧，在基本面偏弱背景下主要关注高位卖出机会。

操作建议： 偏弱，5-9 反套

风险因素： 供应端扰动，下游增产超预期

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