

慎初笃行为冠 通融得人则通

冠通期货研究咨询部

2023 年 9 月 13 日

纯碱：供需拐点即将到来

摘 要

□ 摘要

本文主要回顾了近一年纯碱大开大合的行情走势，并通过供需平衡表推算库存拐点，最后给出策略观点。

9 月份纯碱有较大概率迎来库存拐点，9 月上旬纯碱仍存在供需缺口，但随着新产能的投放和检修的退出，中下旬有望转向累库，10 月份供大于需确定性较高，中长期偏空的思路不变，企业可关注卖出套保的机会。

近月合约的基本面支撑更强，因此做空不宜选择近月合约，相对来说，远月合约有更长的时间去演绎，高基差也可以等待现货向下修复。

有两个风险点需要关注，一是远兴能源依旧存在产出不及预期的可能，二是国庆节前补库或超预期，两者均有可能导致库存拐点后移，再配合上期货的贴水状态，盘面上或出现反复，因此做空需要把握时机，重点关注反弹后的沽空机会，我们认为库存拐点和现货价格拐点同时出现时较为安全。

分析师：

王静

执业证书号：F0235424/Z0000771

张娜

执业资格证书编号：F03104186

联系电话：010-85356553

本报告发布机构

——冠通期货股份有限公司（已获
中国证监会许可的期货交易咨询
业务资格）

公司网址：

<http://www.gt futures.com.cn/>

纯碱可谓是今年商品市场上的明星品种，大开大合抢尽了风头。3 月份的大跌主要走新产能投放的预期逻辑，7 月份开始的大涨则主要走夏季检修的现实逻辑。如今来到检修后期，盘面上纯碱波动加大，大阴大阳交替出，纯碱的供需拐点什么时候来临？

一、纯碱行情的演绎

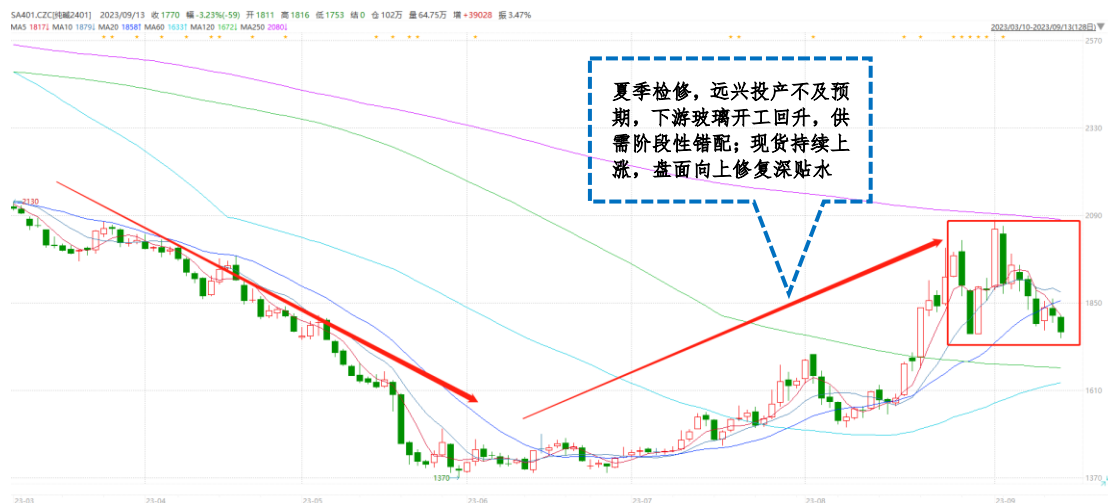
2022 年 11 月份，在疫情管控优化、地产融资端“三支箭”等宏观利好的接续刺激下，商品市场开启了一轮宏观预期主导的强势反弹，库存低位的纯碱在本轮反弹中快速向上修复基差，当时纯碱主力 05 涨超 50%，表现十分亮眼。

“寒极生热，热极生寒”，期货市场也没永远上涨的行情。春节后，商品市场的火热开始逐渐降温，纯碱期价高位偏弱震荡。前一段逻辑经过充分的交易后，市场势必会寻找新的逻辑。美联储加息预期反复、欧美银行破产使得资本市场避险情绪快速升温，出口下滑的同时，市场对国内经济的复苏也有隐忧。终于从 3 月中旬开始，商品市场开启了一轮回调，此轮回调直至 5 月底，上波涨幅靠前的品种，此轮下跌也是非常亮眼，纯碱 09 合约最低跌至 1550 元/吨，跌幅约 40%。当然纯碱能有如此大幅度的下挫也离不开其产业层面新产能投产预期的推波助澜。当时市场有一致的逻辑，新产能的投放会使得纯碱供给严重过剩。基于此预期，碱厂抢在新产能投放前高强度生产（5 月前开工率基本上维持在近几年同期高位），下游玻璃厂开始原料降库存倒逼原料端降价，玻璃厂利润在 4 月转正并扩张，而碱厂在 4 月也开始逐渐累库，这样的负反馈下，纯碱期现货价格共振下跌。



数据来源: Wind, 冠通期货整理

伴随着浓厚的悲观预期,盘面上纯碱一路走跌,直到5月底,商品市场整体跌势放缓,纯碱下杀至氨碱法成本线下方,期货深贴水现货。此时,夏季检修预期渐起,但远兴能源新产能却迟迟不来,整个6月市场在新产能投放和夏季检修预期之间博弈,期货盘面上震荡筑底。随着检修开始兑现,而远兴投产不及预期,产量明显下一个台阶,库存持续去化,预期差非常大。供需紧平衡+低库存+深贴水的格局,现货价格偏强的态势下,只能09合约向上修复高基差了。7月上旬09突破震荡区间上沿,自此开启了一轮强势的反弹。7月底8月初,远兴新产能产出以及台风降雨天气短暂影响下游玻璃厂产销等消息的扰动下,盘面上出现了较大幅度的回调。但6-7月玻璃点火产线较多,重碱下游浮法玻璃和光伏玻璃的日熔量斜率更加陡峭,碱厂本就处于集中检修阶段,还不乏产线临时故障的消息,供需偏紧态势更甚,现货价格开始快速拉涨,而09合约面临主力换月交割,盘面上多头发起一轮更为激烈的攻势,主力2401此轮涨超40%,09合约涨幅更甚。



数据来源：Wind，冠通期货整理

到8月下旬，盘面上大幅拉涨后，市场情绪更为敏感，此时检修也进入尾声阶段，郑商所也实施了交易限额、增设交割仓库、开仓限额、提高保证金以及调整手续费等措施，盘面上纯碱涨势放缓，但多空“小作文”满天乱飞，市场情绪剧烈变动，盘面上大阴大阳交替出现。终于在近一周，盘面上似乎才逐渐回归理性。盘面上看，近期纯碱已经开启了回调，那从基本面看是否支撑偏空操作呢？我们认为还需关注库存拐点的来临。

二、纯碱库存拐点何时到来？

1、检修进入尾声，新产能投放提速

今年纯碱交易的核心逻辑始终围绕供应端。2023年是纯碱产能投放的大年，大概有830万吨的新产能计划投产，具体有远兴能源阿拉善500万吨天然碱、河南金山200万吨、江苏德邦60万吨、阜丰集团30万吨、重庆湘渝20万吨以及安徽红四方20万吨，如果按计划投产，那么新产能占比将达到20%以上，市场则将由此前的供需紧平衡状态转为供需宽松。

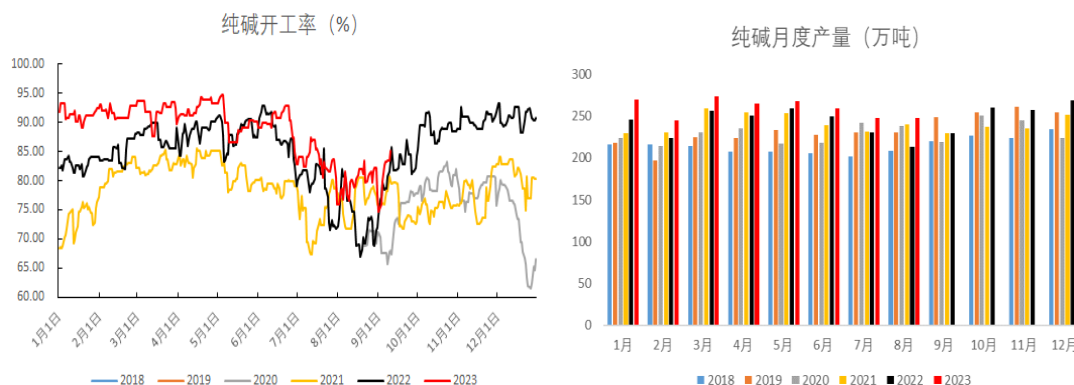
新产能投放后，国内纯碱企业有40家，其中百万吨以上产能的企业有14家，TOP14总产能占比达到63%左右，可以看出行业集中度非常高，特别是远兴能源500万吨天然碱新产能全部落地后，将成为国内产能第一的企业，而天然碱

成本是包括联碱法和氨碱法在内的三种主流制碱法中最低的，因此在远兴能源投产计划公之于众后，市场就非常关注企业的产线动态。

企业	制法	预计点火时间	产能
重庆湘渝	联产法	2023. 06. 30	20
江苏德邦	联产法	2023. 05. 31	60
安徽红四方	联产法	2023. 04. 11	20
阜丰集团	联产法	2023. 11-2023. 12	30
河南金山	联产法	2023. 07	200
远兴能源阿拉善	天然碱法	2023. 06	150
	天然碱法	2023. 08	150
	天然碱法	2023. 9-2023. 12	100
	天然碱法	2023. 9-2023. 12	100
合计			830

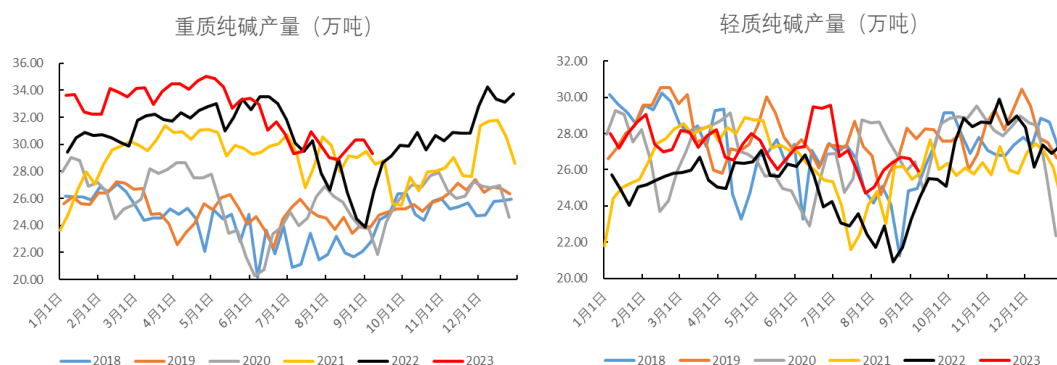
数据来源：隆众，Mysteel，冠通期货整理

今年以来纯碱开工率基本上持续处在近几年同期高位，1-8 月产量 2075 万吨，同比+7.58%，且各月产量均是近五年最高水平。

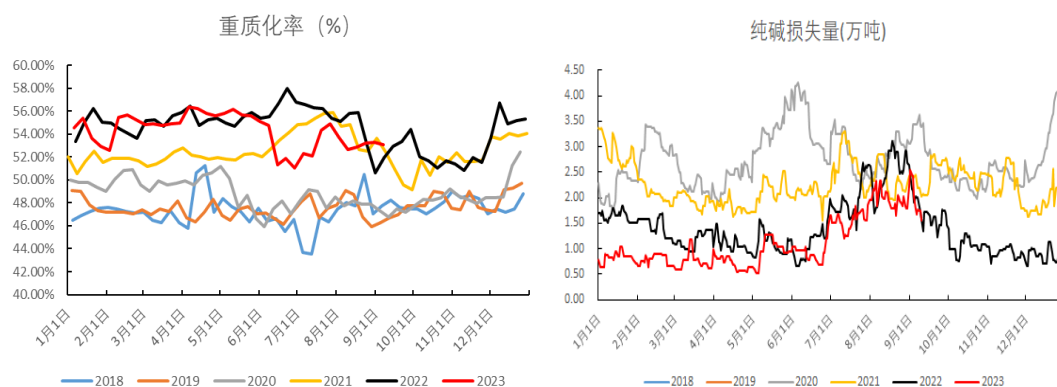


数据来源：隆众，Mysteel，冠通期货整理

从结构上看，轻重碱同比均有增量，碱厂根据需求调整轻重碱比例。近几年重碱得益于下游光伏玻璃行业的快速扩张，需求力度加大，重碱产量相应呈现逐渐递增的态势，碱厂重质化率基本上稳定在 50%以上；轻碱下游细分行业较多，较为分散，与经济增长具有较大相关性，相对较为稳定，因此轻碱产量基本上在近几年中枢水平附近呈现季节性波动。



数据来源：隆众，Mysteel，冠通期货整理



数据来源：隆众，Mysteel，冠通期货整理

目前纯碱集中检修进入尾声阶段，9月初检修产线虽较多，但到中旬大部分检修产线退出，目前在检的有江西华昌、安徽德邦、青海发投提负中，金山舞阳暂时还未出具体的检修计划。从日度检修损失量的季节性走势上看，已经渡过检修高峰期，预计从中旬开始纯碱产量会有明显回升。

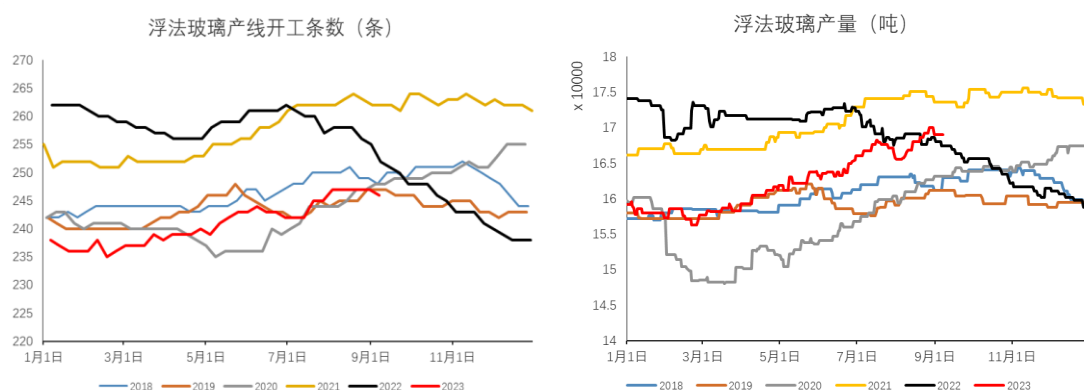
新产能方面，目前远兴一、二线基本上达到90%的负荷，周产预计5.5-6万吨，近期或达到满产状态，三线、四线点火进程有望加快；金山200万吨产能9月中下旬会少量产出，周产预计在0.6-1.1万吨之间，高负荷放量或等到11月之后。

新投放产能产量预估					
企业产线		9月	10月	11月	12月
安徽红四方	年产能	20	20	20	20
	开工负荷	0.90	0.95	0.95	0.95
	月产量	1.62	1.77	1.71	1.77
远兴能源1线	年产能	150	150	150	150
	开工负荷	0.80	0.95	1.00	1.00
	月产量	10.81	13.27	13.51	13.96
远兴能源2线	年产能	150	150	150	150
	开工负荷	0.70	0.90	0.90	0.90
	月产量	9.46	12.57	12.16	12.57
远兴能源3线	年产能		100	100	100
	开工负荷		0.70	0.90	0.90
	月产量		6.52	8.11	8.38
远兴能源4线	年产能		100	100	100
	开工负荷		0.70	0.90	0.90
	月产量		6.52	8.11	8.38
金山化工	年产能	200	200	200	200
	开工负荷	0.10	0.20	0.80	0.90
	月产量	1.80	3.72	14.41	16.76
重庆湘渝	年产能	20	20	20	20
	开工负荷	0.60	0.90	0.90	0.95
	月产量	1.08	1.68	1.62	1.77
连云港德邦	年产能		60	60	60
	开工负荷		0.20	0.70	0.95
	月产量		1.12	3.78	5.31
阜丰集团	年产能			30	30
	开工负荷			0.40	0.90
	月产量			1.12	2.43
总新增产出		24.77	47.15	64.54	71.32

数据来源：隆众，Mysteel，冠通期货整理

2、重碱需求稳中有增，轻碱需求持稳为主

重碱下游主要是浮法玻璃和光伏玻璃。从去年下半年开始浮法玻璃行业供给过剩开始出现亏损，产线检修力度加大，下半年共有 23 条产线检修，隆众口径的浮法玻璃日熔由 6 月末的 172815T/D 下滑至 12 月末的 158780T/D。



数据来源: 隆众, Mysteel, 冠通期货整理

直到今年4月份, 原料端纯碱大幅下跌, 加之正值玻璃需求旺季, 玻璃厂利润开始修复, 去年检修产线开始逐渐复产, 并有新产线点火。具体看, 截止9月12日, 浮法玻璃新产线投产合计4780吨, 复产合计14700吨, 冷修合计9250吨; 后续计划新产能投放8050吨, 计划复产3300吨, 计划检修7600吨, 净增量预计3750吨, 考虑到目前行业利润水平可观以及三季度属于旺季阶段, 我们认为点火复产时间可能靠前, 而冷修可能存在滞后或者减少的情况, 因此新增日产可能高于估算值。

2023年9-12月浮法玻璃计划新点火产线					
序号	省份	生产企业	生产线名称	日熔量 (吨)	点火计划
1	江西	江西透光陶瓷新材料有限公司	景德镇一线	1200	计划2023年点火
2	福建	福建瑞玻玻璃有限公司	瑞玻二线	600	计划2023年点火
3	福建	福建龙泰实业有限公司	龙泰二线	600	计划2023年点火
4	广东	信义节能玻璃(江门)有限公司	鹤山一线	950	计划2023年点火
5	广东	信义节能玻璃(江门)有限公司	鹤山二线	900	计划2023年点火
6	贵州	贵州海生玻璃有限公司	贵州海生一线	700	计划2023年点火
7	贵州	贵州海生玻璃有限公司	贵州海生二线	700	在建, 时间未定
8	云南	信义节能玻璃(云南)有限公司	曲靖一线	600	在建, 时间未定
9	云南	信义节能玻璃(云南)有限公司	曲靖二线	800	在建, 时间未定
10	辽宁	中玻(朝阳)新材料有限公司	凌源三线	1000	在建, 时间未定
2023年9-12月浮法玻璃计划复产产线					
序号	省份	生产企业	生产线名称	日熔量 (吨)	点火计划
1	河北	河北正大玻璃有限公司	正大三线	800	计划2023年复产点火
2	湖南	湖南巨强再生资源科技发展有限公司	巨强二线	500	计划2023年9月份复产点火
3	江西	江西宏宇能源发展有限公司	宏宇二线	700	计划2023年复产点火
4	广东	清远南玻节能新材料有限公司	清远一线	100	时间未确定
5	海南	信义玻璃(海南)有限公司	海南二线	600	计划2023年下半年复产点火
6	贵州	贞丰县贵耀材料科技有限公司	贵耀一线	600	计划2023年复产点火

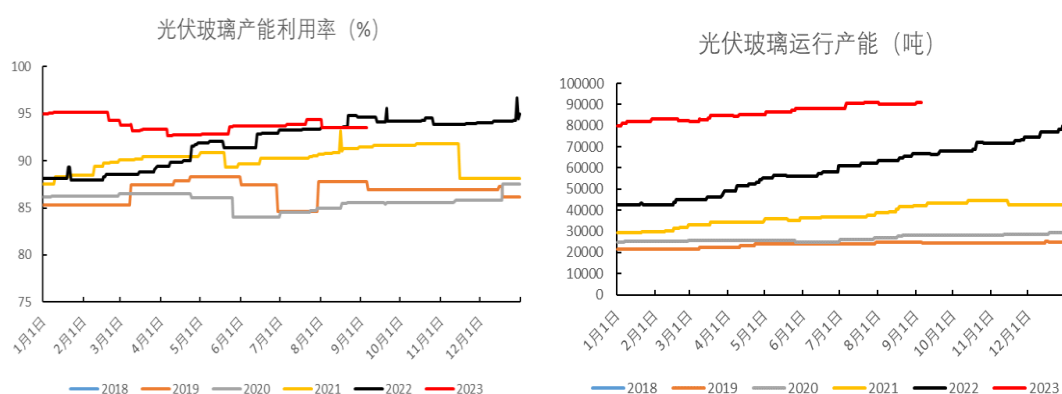
数据来源: 隆众, Mysteel, 冠通期货整理

2023年9-12月浮法玻璃计划冷修产线

序号	省份	生产企业	生产线名称	日熔量(吨)	冷修计划
1	湖南	株洲醴陵旗滨玻璃有限公司	醴陵一线	1000	计划2023年四季度冷修
2	浙江	浙江旗滨玻璃有限公司	绍兴一线	600	计划2023年10月份搬迁
3	浙江	浙江旗滨玻璃有限公司	绍兴二线	600	计划2023年10月份搬迁
4	陕西	陕西神木瑞诚玻璃有限公司	神木一线	500	计划2023年冷修
5	江苏	吴江南玻玻璃有限公司	吴江南玻二线	1000	计划2023年冷修
6	山东	山东金晶科技股份有限公司	滕州一线	600	计划2023年冷修
7	河北	河北德金玻璃有限公司	德金一线	800	待定
8	湖北	武汉长利新材料科技股份有限公司	汉南一线	900	待定
9	甘肃	兰州新蓝天新材料有限责任公司	蓝天一线	1000	待定
10	新疆	新疆光耀玻璃科技有限公司	新疆光耀一线	600	待定

数据来源：隆众，Mysteel，冠通期货整理

“双碳”背景下，近几年光伏行业快速发展，2022 年迎来了井喷式增长。光伏玻璃产能在去年得到了快速的扩张，进入到 2023 年扩张速度有所放缓。前期快速地扩张使得光伏玻璃行业供给过剩，库存压力加大，2023 年 5 月工信部发布《关于进一步做好光伏压延玻璃产能风险预警的有关通知》，要求严格落实产能预警制度。产能预警制度拟对新建产能进行收紧，加之目前光伏玻璃盈利状况一般，未建的意向产能或减少投产。今年以来，光伏玻璃产能由年初的 80060T/D 上涨至 92160T/D，整体投产进度偏慢，9 月预计还有两条产线点火，假设 10-12 月每月能有 2 条 800 万吨的产线点火，到年底产能也达不到 100000T/D。

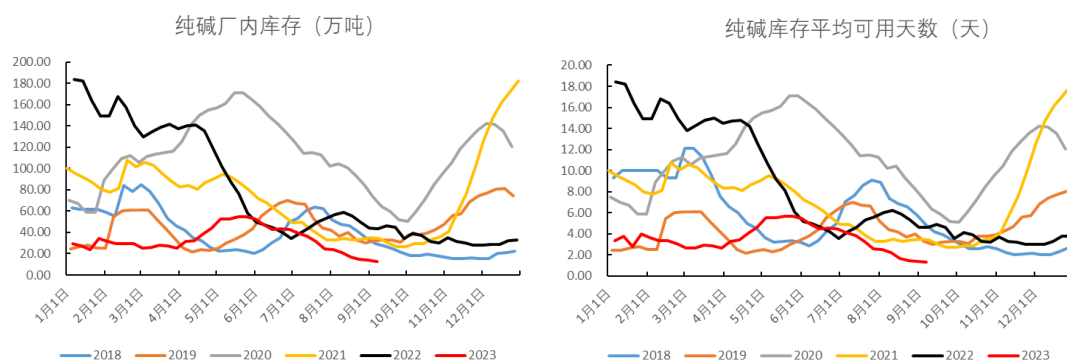


数据来源：隆众，Mysteel，冠通期货整理

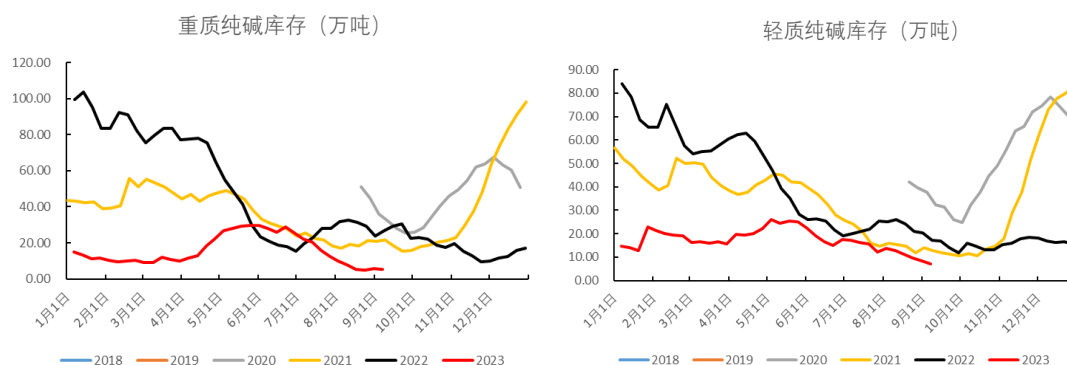
3、供需双强，产业链库存水平偏低

今年纯碱是供需双强的基本面格局，尽管产量处于近几年同期高位，但是轻碱和重碱需求同比均有回升，厂内库存始终保持在相对低位。特别是夏季检修阶

段，重碱下游玻璃日熔量斜率加大，导致供需阶段性错配，厂内库存持续下滑，近一个多月都处在近几年绝对低位，截止9月8日，厂库可用天数只有1.3天。重碱库存相对轻碱更为紧俏。



数据来源：隆众，Mysteel，冠通期货整理



数据来源：隆众，Mysteel，冠通期货整理

下游浮法玻璃库存方面，根据隆众调研结果，截止9月8日，37%的样本库存8+天，环比上周下降接近1天；45%的样本库存7+天，环比上周下降接近1天；50%的样本库存7+，环比上周下降接近1天，整体水平不高，有待发订单。

4、供需推演

隆众口径9月10日纯碱的开工率为83.49%，考虑到后续仍有企业复产和检修，我们假设9月份旧产能的平均开工率能达到84%。新产能方面，考虑到远兴能源9月前期开工负荷较低，因此我们预期一线和二线在9月份平均开工负荷分

别达到 80%和 70%，三四线暂未投产，不做产量预估；金山化工 9 月中下旬预计能有少量产出，月均负荷给予 10%；安徽红四方正常运营，重庆湘渝给予 60%的负荷。

进出口方面，8、9 月份国内供应偏紧，国内现货利润大幅上涨，我们认为 8、9 月份出口会明显减弱，按照 7 月份出口 15.5 万吨减半的水平预估；从 7 月份开始，国内纯碱去库加快，供应开始逐渐紧张起来，考虑到船期问题，保守估计 8、9 月到港分别为 2 万吨和 3 万吨，目前市场关于进口的传言较多，预计 10 月份仍有到港，但是考虑到 11、12 月份国内纯碱供给宽松且现货价格有较强的回落预期，预计 11、12 月份进口将下滑至极低水平。

纯碱9-12月份供需推演										
	供给				需求					供需缺口
	老产能	新增产能	进口	总供给	浮法玻璃需求	光伏玻璃需求	轻碱需求	出口	总需求	
8月	245	7.26	2.00	253.96	103.91	46.07	116.00	8	273.98	-20.02
9月	249	24.77	3.00	277.12	102.60	45.36	117.50	7	272.46	4.66
10月	270	47.15	4.00	321.08	106.02	47.80	116.50	9	279.32	41.76
11月	270	64.54	0.00	334.67	103.20	47.16	114.50	15	279.86	54.81
12月	276	71.32	0.00	347.39	107.26	49.67	111.00	18	285.93	61.46

数据来源：隆众，Mysteel，冠通期货整理

经过推算，预计 9 月份纯碱有较大概率迎来库存拐点，9 月上旬纯碱仍存在供需缺口，但随着新产能的投放和检修的退出，中下旬有望转向累库。需要注意的是，以上的推算并没有考虑贸易商和终端节假日前的囤货行为，目前离国庆假期还有两周的时间，根据隆众的统计，样本玻璃厂纯碱库存在 7-8 天，国庆期间或有一定的补库需求，如果下游逐渐开始囤货，厂内库存拐点将会推迟。

三、行情展望

从上文的分析可以得出结论：纯碱需求端呈现稳中有增的态势，而供应端始终是市场交易的终端。短期来看供需最紧的阶段已经过去，如果新增产能全部投放落地，从中长期看这一结论也较为适宜。从供需层面看，供需偏紧的格局正在

逐渐转变，9月中后期或能看到库存拐点。

从交易策略出发，我们有以下观点：

首先，我们认为纯碱在9月有望迎来库存拐点，10月份供大于需确定性较高，中长期偏空的思路不变，企业可关注卖出套保的机会。

其次，供需格局即使在逐渐转变，但是短期看，现货库存处于极低位，现货价格仍坚挺，而期货合约处于深贴水的状态，近月10合约500元/吨以上的基差，期限回归的逻辑下，做空不宜选择近月合约，相对来说远月合约有更长的时间去演绎，高基差也可以等待现货向下修复。

最后，有两个风险点需要关注，一是远兴能源依旧存在产出不及预期的可能，二是国庆节前补库超预期，两者均有可能导致库存拐点后移，再配合上期货的贴水状态，盘面上或出现反复，因此做空需要把握时机，重点关注反弹后的沽空机会，我们认为库存拐点和现货价格拐点同时出现时较为安全。

分析师：

王静

执业证书号：F0235424/Z0000771

张娜

执业资格证书编号：F03104186

联系电话：010-85356553

本报告发布机构

——冠通期货股份有限公司（已获中国证监会许可的期货交易咨询业务资格）

免责声明：

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本报告仅向特定客户传送，版权归冠通期货所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版，复制，引用或转载。如引用、转载、刊发，须注明出处为冠通期货股份有限公司。