

乱花渐入迷人眼，绿杨阴里白沙堤

——2024 年纯碱玻璃年报

张丽

期货从业资格号：

F3025228

投资咨询从业证书号：

Z0013855

赵洪虎

期货从业资格号：

F0303315

投资咨询从业证书号：

Z0012132

报告制作时间：

2023 年 12 月 6 日

审核人：赵洪虎

一德期货投资咨询业

务资格：证监许可

【2012】38 号

● 内容摘要

纯碱在低库存下，供应的预期来回切换，价格起起伏伏；明年库存回归合理后，供应扰动对价格波动影响走弱。

玻璃在预期补库和现实补库来回切换，价格波动大；保交楼强需求预期在盘面兑现，关注现实需求。

● 核心观点

- 纯碱：大幅下跌又大幅拉涨的撕扯中，市场对纯碱累库预期和下跌到成本的情绪越来越弱；在当前累库已成事实，库存爬坑结束，正在累到历史正常产业库存中，市场偏空情绪或再起。当前远月估值比较中性，多空分歧仍较大，更多会受宏观情绪的影响。现货的估值合理价格 1950-2100 元之间，可关注成本和库存带动的价格波动，明年价格在 1400 元附近支撑尚强。
- 玻璃：当前现货利润中性，盘面利润高位，玻璃远月成本难在大涨，高需求预期总会来回摇摆，盘面下跌空间较大。从库存预估来看，春节前后库存压力都不大，比较特殊的是，大量仓单出现，会对节后下游补库正反馈大打折扣，如春节后弱补库，后期累库预期，以及下游持续低加工利润，盘面承压。按照高原料价格计算，需求较好，现货价格在 1600-1850 元，关注成本下移和利润下移空间，明年最低价格或跌破 1300 元。

目 录

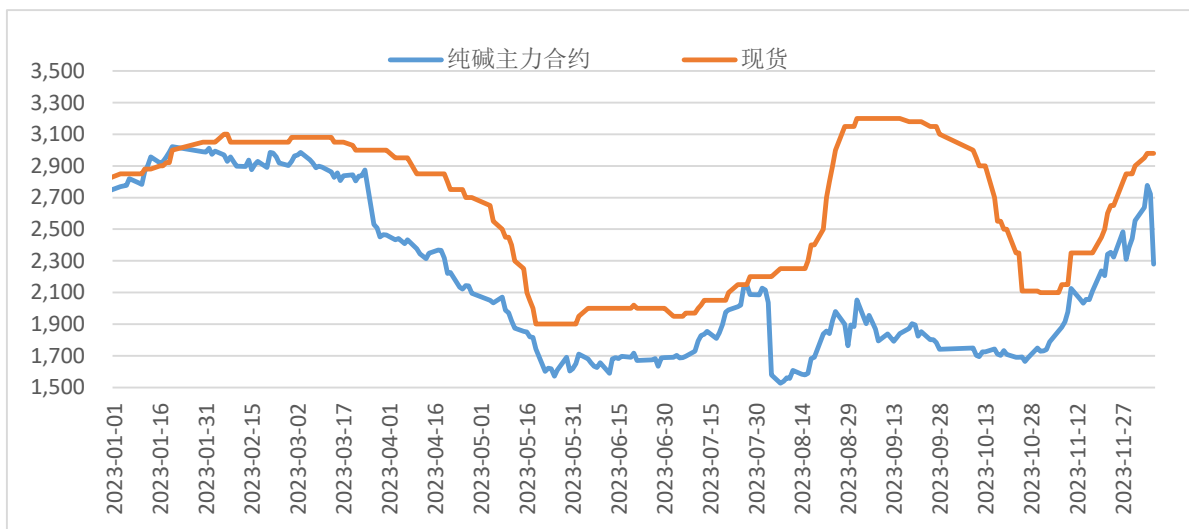
1. 行情展望	2
1.1 纯碱高需求下的供应扰动大	2
1.2 玻璃上半年大开大合，下半年等待旺季兑现中的震荡行情.....	2
2. 供需分析	3
2.1 玻璃供应回归高位，高需求或难延续，库存压力体现在下半年.....	3
2.2 高保交楼+2021年新开工，玻璃需求可持平.....	4
2.3 纯碱供应扰动仍大，高需求增速维持，库存或仍可控制	5
2.4 光伏玻璃投产量偏稳定，潜在高投产难兑现	6
2.5 轻碱需求稳中有增；重碱刚需增量维持 2023 年水平	8
2.6 纯碱进口格局延续，出口预期走弱，进出口调节库存	9
3. 纯碱玻璃成本分析	9
3.1 纯碱成本或略下移，1350-1400 元/吨的成本支撑很强	9
3.2 玻璃成本跟随纯碱价格下移，或破 1300 元/吨	10
4. 期现结构分析	11
4.1 纯碱贴水，中性利润，做空安全边际不高，关注波动机会	11
4.2 玻璃成本下移，高利润，供需驱动向下，远月价格高位，做空安全边际高.....	12
5. 总结	13
免责声明	14

1. 行情展望

1.1 纯碱高需求下的供应扰动大

1-3月，供需紧平衡；期现高位震荡；3月底-5月底，现货利润好，降价抢跑；投产预期+煤炭原盐成本端大跌+宏观气氛弱+一季度非标套轻碱期现商出货，纯碱超跌；6月成本附近底部震荡；7-9月，检修远超新增投产量，上半年低库存下再次创出历史最低库存，现货大涨；10月，检修回归+投产量增加+进口增加+绝对价格历史高位，现货大跌，主力合约2401，贴水较大，跌幅有限；11月，现货高利润跌到中性水平，现货厂家挺价，青海环保加码，轻碱下游持续一年的低库存状态，开启补库，现货大涨；12月，伴随着下游补库结束，累库将逐步反馈到上游，盘面贴水状态，多空交织，谨慎操作。

图 1：2023 年纯碱期现价格



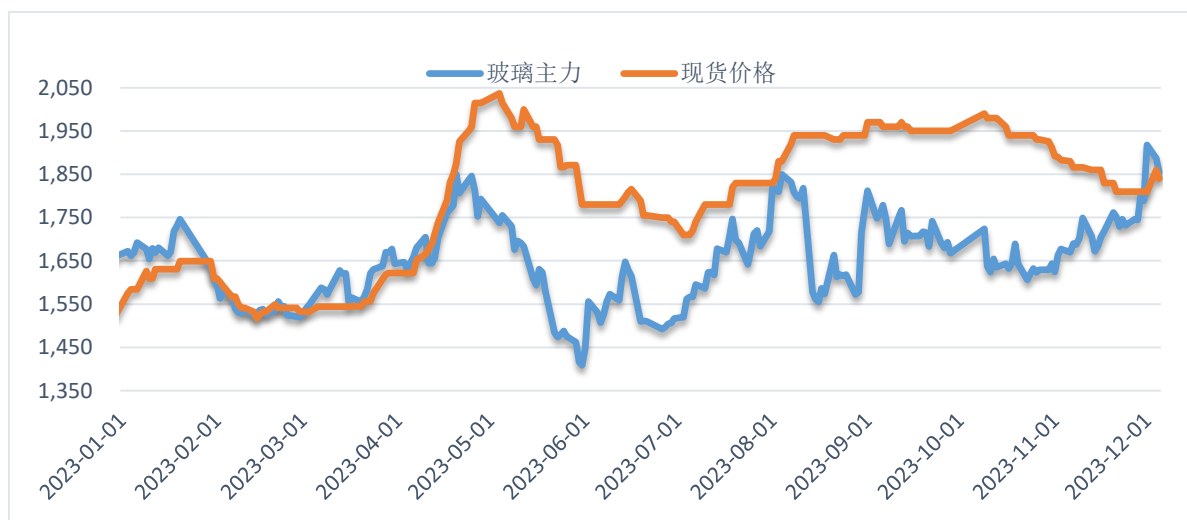
来源：wind、一德能化

1.2 玻璃上半年大开大合，下半年等待旺季兑现中的震荡行情

1月，节前下游延续补库，玻璃低位延续上涨；2月，节后累库超预期，下游开工晚，期现大跌到成本附近；3-4月，下游复工，2022年家装需求延续到2023年，地产销售数据较好，下游大量补库，玻璃底部大涨，现货创出2023年最高点；5月，期现商出货，下游消化自身库存，厂家累库，期现再次大跌，盘面先回到成本附近；6月，宏观预期好

转，原料止跌上涨，盘面率先上涨，现货在偏淡季下，仍消化自身库存，现货延续下行；至此上半年疯狂的大补库和大去库告一段落，下游进入刚需补库中。7月，仍是宏观驱动先导，商品氛围偏强，期现同涨，期货向现货回归；8-10月，旺季不旺，现货坚挺，盘面震荡下行；11月-12月，跟随纯碱上行为主，叠加继续走明年保交楼逻辑，盘面上行幅度较大，现货跟进缓慢。

图 2：2023 年玻璃期现价格



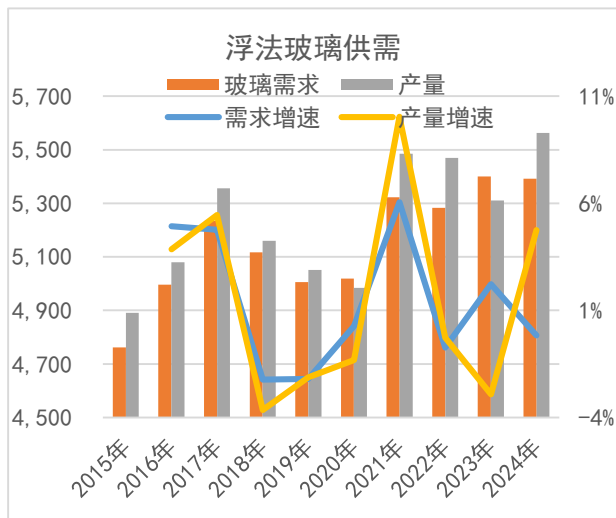
来源：wind、一德能化

2. 供需分析

2.1 玻璃供应回归高位，高需求或难延续，库存压力体现在下半年

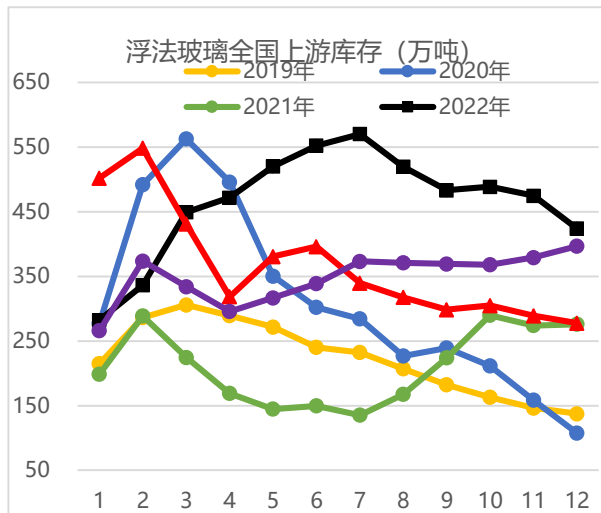
2023 年，玻璃产量从 2 月底开始持续恢复，当前玻璃产量接近 2022 年上半年水平，产量高位水平；2023 年玻璃需求较好，地产竣工高位；2024 年的需求争议较大，不过市场在 2023 年玻璃需求高基数下，仍是对 2024 年玻璃需求增速偏谨慎，市场以-6%到 0 居多，我们认为明年玻璃上半年需求或延续 2023 年水平，在供需都环比平稳下，玻璃库存压力不大；下半年，不管随着需求短期的季节性走弱还是竣工带来的系统性走弱，亦或是刚需拿货，玻璃库存都将承压，库存压力程度主要区别于生产利润，按照当前利润，在产产能仍有增加，库存压力较大。

图 3：玻璃年度供需



来源：wind、一德能化

图 4：玻璃上游库存预估



来源：wind、一德能化

2.2 高保交楼+2021年新开工，玻璃需求可持平

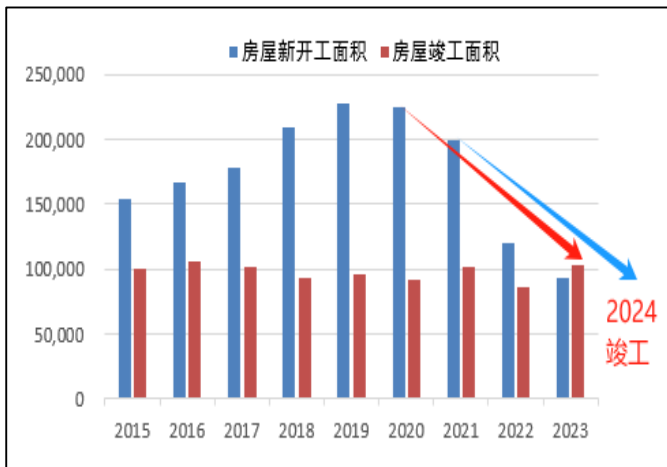
对于玻璃的需求，市场都是偏定性的；2020年新开工环比2019年基本持平，2020年新开工对应2023年竣工，其中2023年竣工环比增加1.67亿平，增加是否为保交楼量？再看2021年新开工环比2020年减少2.5亿平，如果保交楼力度环比2023年持平，2024年竣工量是否与2023年持平？

从另一个侧面看，房屋总停工数2022和2023年都在急剧下滑，且当前停工数已到2018年-2019年水平，再往下降的空间还有多大？因数据口径不一，是否烂尾楼0值就在2018年绝对水平，那么对应2024年可完成2.5亿平保交楼，该值正好对应2021年新开工减少值，是否能代表2024年竣工值和2023年持平？

以上两周预估情况，基本最佳状态就是2024年竣工量和2023年持平。

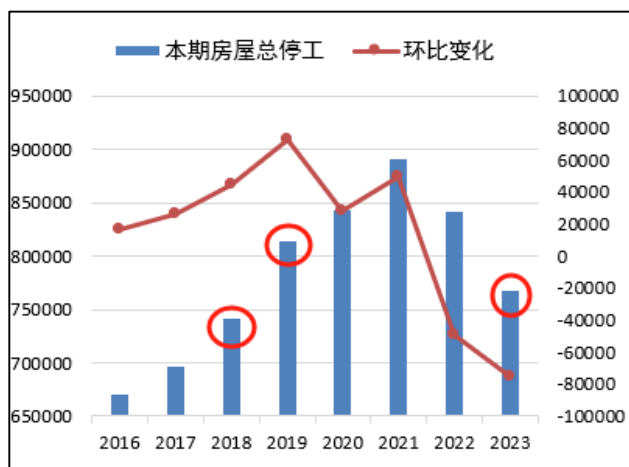
再看地产移动平均数据和玻璃表需数据，玻璃表需的顶部都有地产销售数据的匹配，或者今年竣工的匹配，在今年高基数下，明年竣工同比增速会明显下滑，销售增速又难有明显高增速；因此2024年仍难给玻璃需求超越2023年的高增速。维持我们2024年玻璃需求增速走平的观点。

图 5 新开工面积和竣工面积差值



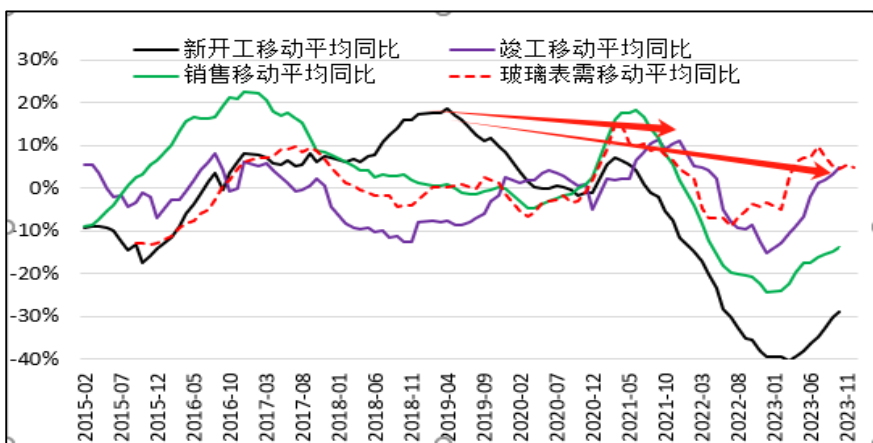
来源：国家统计局、一德能化

图 6: 本期房屋总停工估算



来源：国家统计局、一德能化

图 7: 玻璃表需和地产数据相关性



来源：国家统计局、一德能化

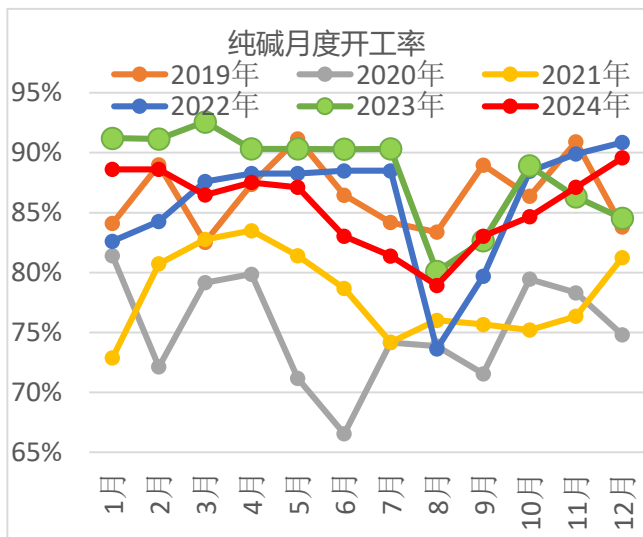
2.3 纯碱供应扰动仍大，高需求增速维持，库存或仍可控

2021 年出口减少，环比 2020 年出口减少 50 万吨，尽管需求增速高于产量增速，供需差值-37 万吨，因此实际国内仍是供应高于需求的；2022 年高需求增速和低供应增速，但却出现了环比 142 万吨的出口，且当前供需差值 90 万吨附近，因此国内实际去库 230 万吨，不管是上游还是下游都表现出大幅去库；2023 年上半年，在高供应高需求，出口平稳的情况下，国内维持平稳的低库存状态，而投产预期强，但兑现慢，且长期高负荷开工，季节性检修损失量大，纯碱整体库存仍处低位，库存从干枯到正常水平需要时间，2024 年上半年伴随着供需持续宽

松，库存累到正常水平。

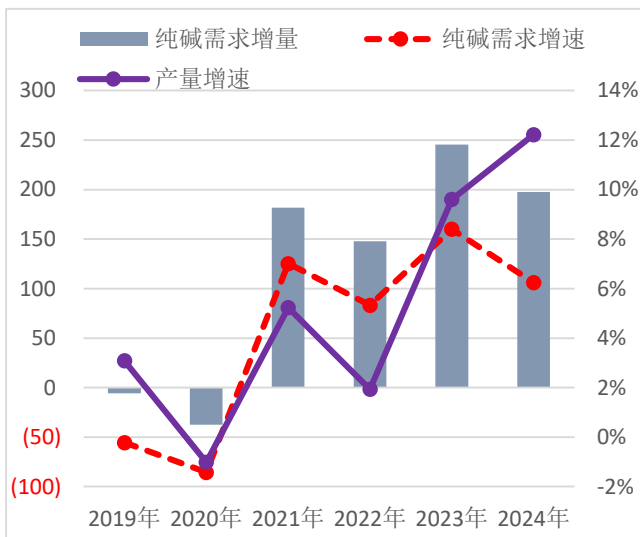
库存最紧张的时候过去了，但并不是库存明显过剩，实际库存变动受开工率影响较大，此外进出口这块也会有较大扰动。

图 8：纯碱开工预估



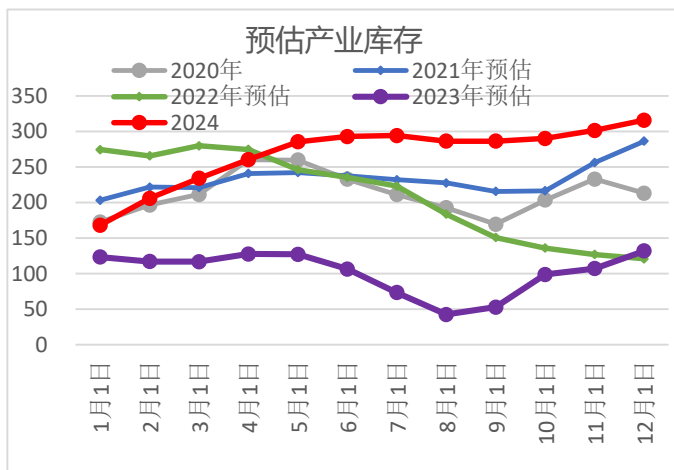
来源：隆众资讯、一德能化

图 9：纯碱需求和产量预估



来源：隆众资讯、一德能化

图 10：纯碱库存预估



来源：隆众资讯、一德能化

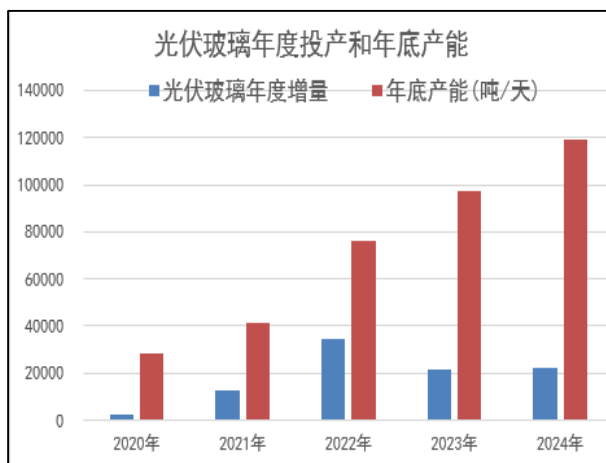
2.4 光伏玻璃投产量偏稳定，潜在高投产难兑现

对于纯碱的需求增量，主要是重碱年度需求 160-200 万吨的增量，增量主要是光伏玻璃

为主，对于 2024 年的光伏玻璃投产产量，我们给的相对谨慎。从光伏玻璃潜在投产产能看，投产产量巨大，有 25.5 万吨/天日容量计划，而当前产能不到 10 万吨/天，当前过听证会的量有 15 万吨，其中 2024 年投产计划 6.5 万吨，我们挑选出概率较大的量大概在 4.9 万吨，平衡表中只给了不到一半的投产量。

2022 年光伏玻璃投产最多，2023 年环比减少，2024 年预估基本和 2023 年持平，主要依据是全球光伏装机增速。2023 年全球光伏装机高位，尤其是中国装机，预计全年增 90% 以上，而光伏玻璃利润一般，远低于浮法玻璃利润，由于 2022 年点火线产量爬坡稳定，2023 年光伏玻璃产能仍在高位，光伏玻璃库存偏高。2024 年在高库存，低利润，装机预期减缓的情况下，光伏玻璃点火产线大概持平 2.2 万吨水平。

图 11：光伏玻璃投产预估



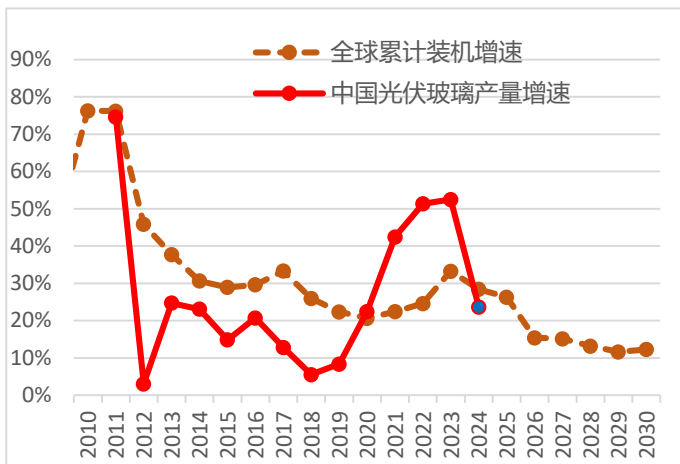
来源：隆众资讯、一德能化

图 12：光伏玻璃投产计划

255000	所有未投产
103600	进度较慢，计划后移
151400	过听证会，计划投产
65200	2024年投产计划
49300	2024年投产概率较大的
4400	2024年国外投产计划

来源：光伏协会、一德能化

图 13: 光伏累计装机增速和玻璃增速



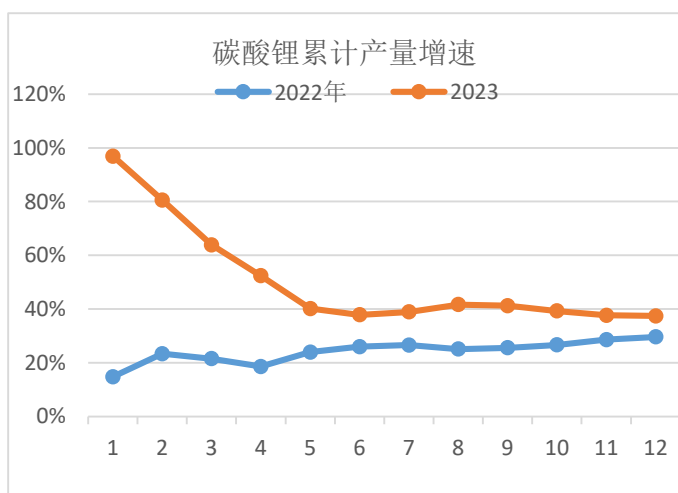
来源：光伏协会、一德能化

2.5 轻碱需求稳中有增；重碱刚需增量维持 2023 年水平

轻碱需求变动不大，新增需求主要是碳酸锂，碳酸锂产量增速在 30% 以上，预估 2024 年维持当前高增速，对应轻碱拉动 30 万吨，比 2023 年多增 6 万吨附近。

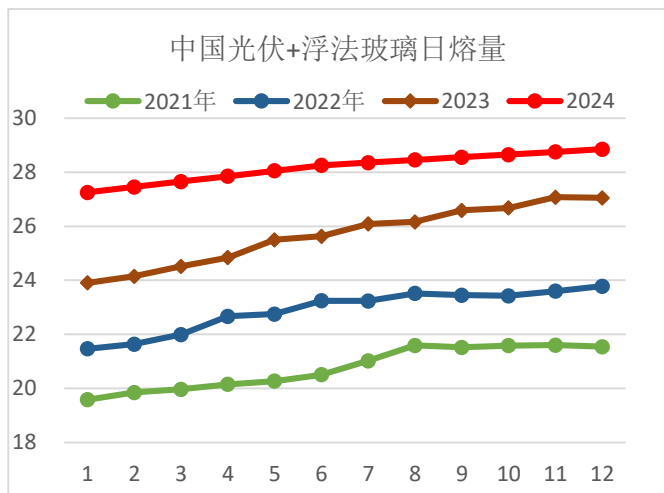
重碱需求增速，前文已阐述，浮法玻璃上半年持稳，下半年减量，光伏玻璃月度稳定投产，全年重碱需求偏稳或较 2023 年略降。

图 14: 碳酸锂产量增速



来源：隆众资讯、一德能化

图 15: 重碱需求

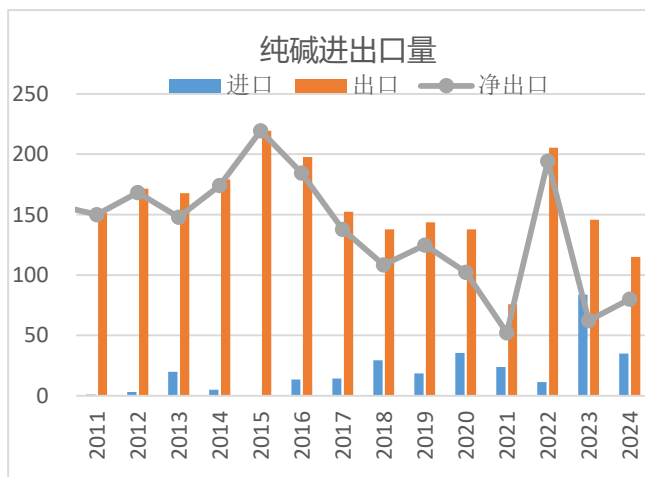


来源：隆众资讯、一德能化

2.6 纯碱进口格局延续，出口预期走弱，进出口调节库存

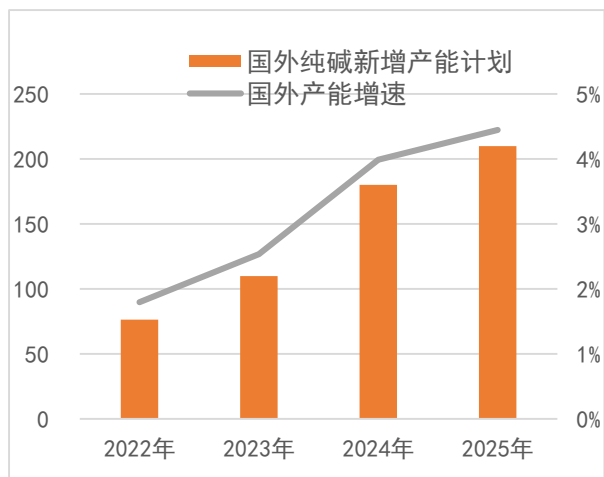
从纯碱出口格局看，除了2022年海外能源高，中国出口增加外，其他年份出口基本在150万吨以下。从国外投产看，国外每年也有百万吨以下的投产量，而国外纯碱需求相对平稳，因此国外纯碱的供需缺口或有收窄的。今年的国外出口放量，大概率是国外需求增速继续放缓的原因。对于2024年，国外仍有投产计划，但实际投产不定，需求仍维持低增长，国内外价差带来的进出口调节空间都较大，这就造成进出口的变量会带来极大的库存变动，当前价格仍是进口优势明显，因此库存走势或比我们预估的高，随着库存回到正常水平，预估国内仍存出口增加预期，全年仍给了一定出口增量。

图 16：纯碱进出口



来源：海关总署、一德能化

图 17：国外纯碱投产计划



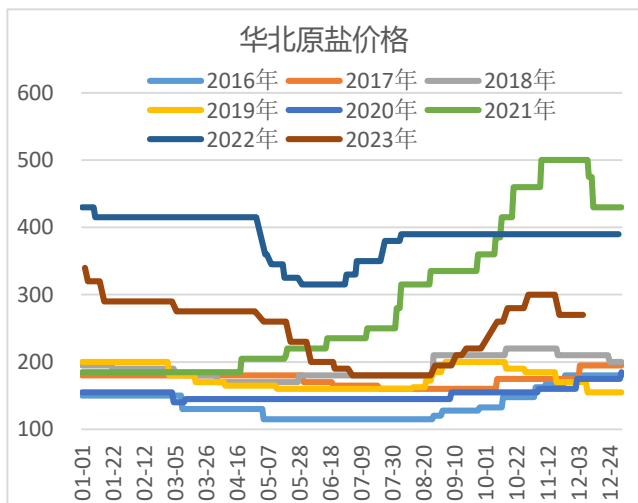
来源：公开整理、一德能化

3. 纯碱玻璃成本分析

3.1 纯碱成本或略下移，1350-1400 元/吨的成本支撑很强

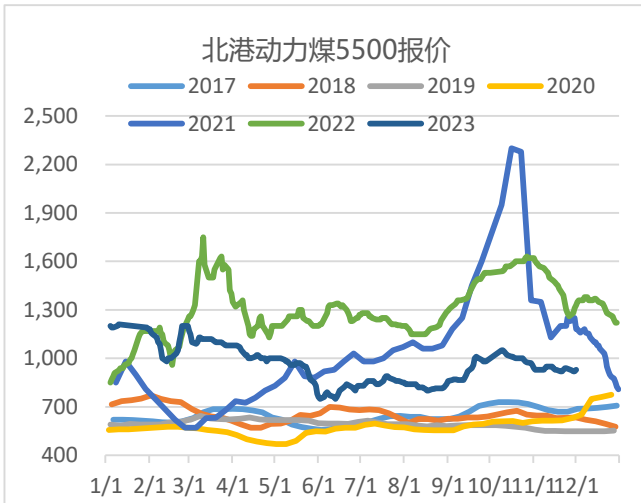
2309 合约最低 1550 元，2401 合约最低 1370 元，对应着 5 月底附近现货的完全成本和现金流成本附近，对应盐价和煤价也在最低位的时候。对于盐和煤中性的估值看，纯碱现金流成本在 1450 元附近，2020 年 7 月附近现货价格到现金流成本附近，对于过剩的纯碱，最低价格暂定为现金流成本。

图 18：原盐价格季节性



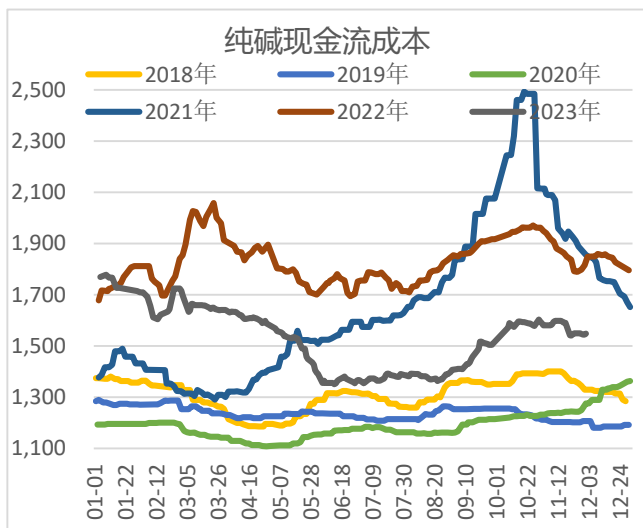
来源：隆众资讯、一德能化

图 19：动力煤价格季节性



来源：隆众资讯、一德能化

图 20：纯碱现金流成本



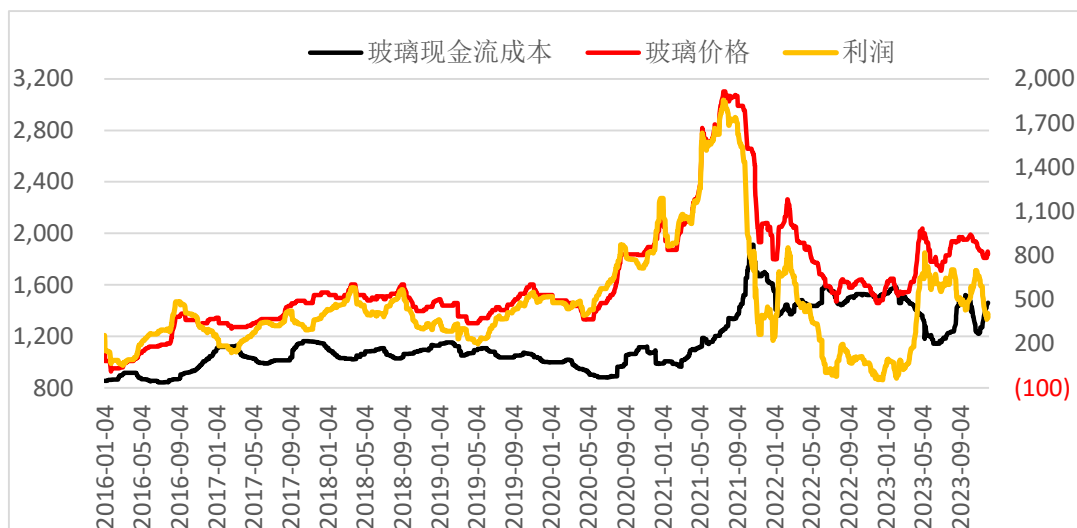
来源：隆众资讯、一德能化

3.2 玻璃成本跟随纯碱价格下移，或破 1300 元/吨

玻璃成本主要是受纯碱和煤炭影响比较大，2023 年最低的现金流成本跌破 1200 元；5 月底，2401 盘面价格最低也在 1300 元以下。按照纯碱 2200 元，折 5500 卡的动力煤在 930 元附近，玻璃现金流成本在 1300 以下。玻璃供需平衡的利润波动在 200-300 元之间，如果维持较好的玻璃需求，按照上述高原料价格计算，现货价格大概在

1600-1850 元之间，关注成本下移和利润下移空间。

图 21：玻璃成本和利润



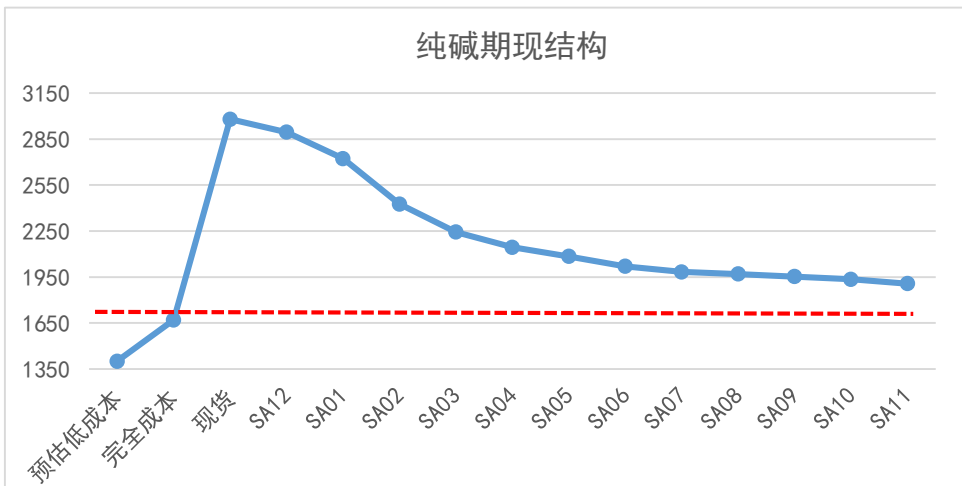
来源：隆众资讯、一德能化

4. 期现结构分析

4.1 纯碱贴水，中性利润，做空安全边际不高，关注波动机会

当前盘面自 2405 合约后，期货接近平水状态，按照当前成本看，给予了库存中性水平的合理利润，远月价格相对中性。需关注的是库存是否会创历史新高以及原料成本的下移。按照前面计算的中性的完全成本会到 1550 元附近，现货价格最低会跌破现金流 100 元到 1350 元。如果按照中性 1550 成本计算，纯碱价格在 1950 元相对中性。在累库和生产利润之间，寻找波动机会。

图 22：纯碱期现结构

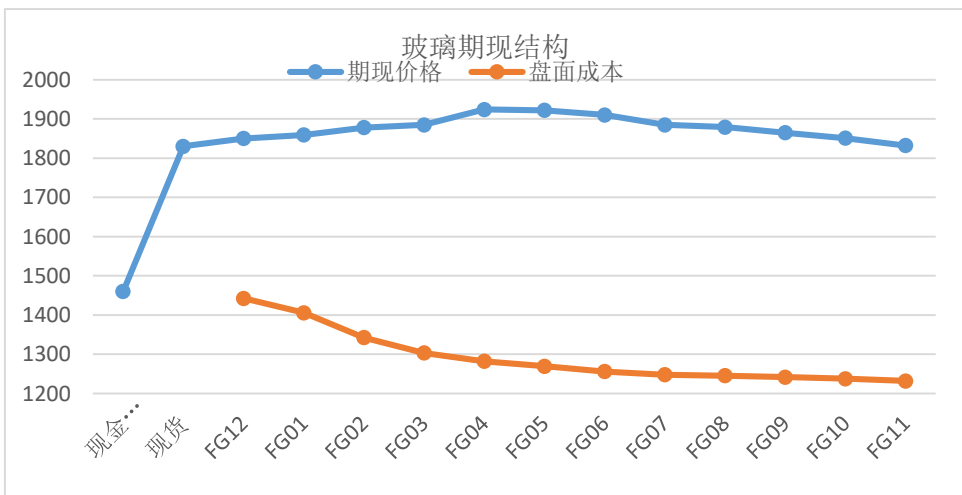


来源：wind、一德能化

4.2 玻璃成本下移，高利润，供需驱动向下，远月价格高位，做空安全边际高

玻璃当前期现结构看，2405 合约价格最高，2405 以后合约贴水不大，而盘面生产利润较高，需求预期兑现过于充分，远高于当前现货利润，且高于供需较好时的生产利润。做空的安全边际较高，对于上半年需求仍好预期下，可以关注远月 2407 以后合约做空机会。

图 23：玻璃期现结构



来源：wind、一德能化

5. 总结

纯碱：在库存低位下，经历了 2023 年 5 月的大幅下跌到成本又大幅拉涨的撕扯中，市场对纯碱的累库预期和下跌到成本的情绪越来越弱；在当前累库已成事实，库存爬坑结束，正在累到历史正常产业库存的格局中，市场偏空的情绪或再起。当前远月估值比较中性，多空分歧仍较大，更多会受宏观情绪的影响。现货的估值合理价格 1950-2100 元之间，可关注成本和库存带动的价格波动，明年价格在 1400 元附近支撑尚强。


玻璃：当前现货利润中性，盘面利润高位，在远月纯碱已在估值中性水平下，玻璃远月成本难在大涨，对应的高利润需要需求较好才能兑现，预期总会来回摇摆，盘面下跌空间较大。从库存预估来看，春节前后库存压力都不大，但尚未到货源紧缺的地步，今年比较特殊的一点是，大量仓单出现，会对节后下游补库的正反馈大打折扣，没有短期大幅拉涨的空间，而高供应伴随着春节后弱补库的库存波动变小，再加上后期的累库预期，以及下游持续的低加工利润，盘面承压。按照高原料价格计算，需求较好下，现货价格大概在 1600-1850 元之间，关注成本下移和利润下移空间，明年最低价格或跌破 1300 元。


免责声明

本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2012】38号）。

本研究报告由一德期货向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。

本报告所载内容及观点基于研究人员认为可信的公开信息或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但一德期货对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且一德期货不保证这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，一德期货不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保，不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。

 公司总部地址：天津市和平区小白楼街解放北路 188 号信达广场 16 层

 全国统一客服热线：400-7008-365

 官方网站：www.ydqh.com.cn