

供需过剩矛盾仍未激化，FG高空，SA波段向下

玻璃：供需过剩，继续关注阶段性做空机会

纯碱：供应扰动大，关注高空机会

张丽 F3025228、Z0013855

审核人：赵洪虎/F0303315、Z0012132

2024年4月12日



目录

CONTENTS

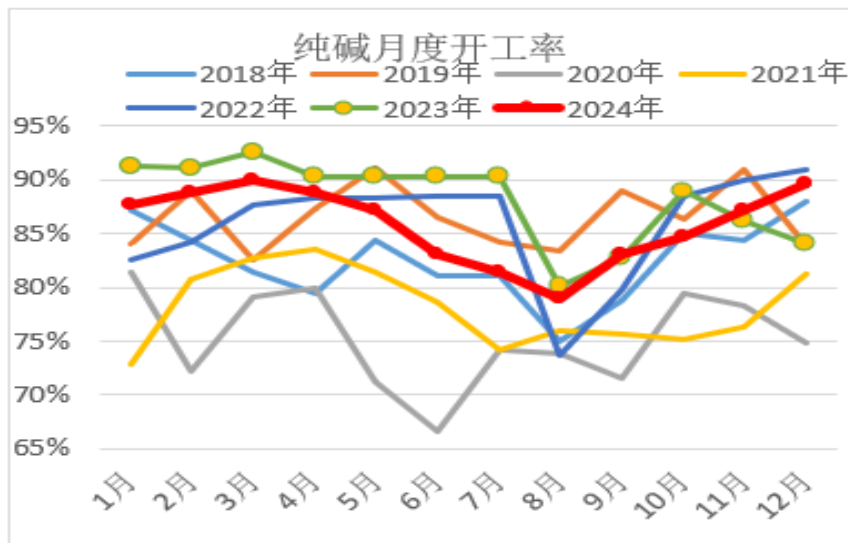
01 纯碱 玻璃 供需分析

02 纯碱 玻璃 成本分析

03 纯碱 玻璃 总结

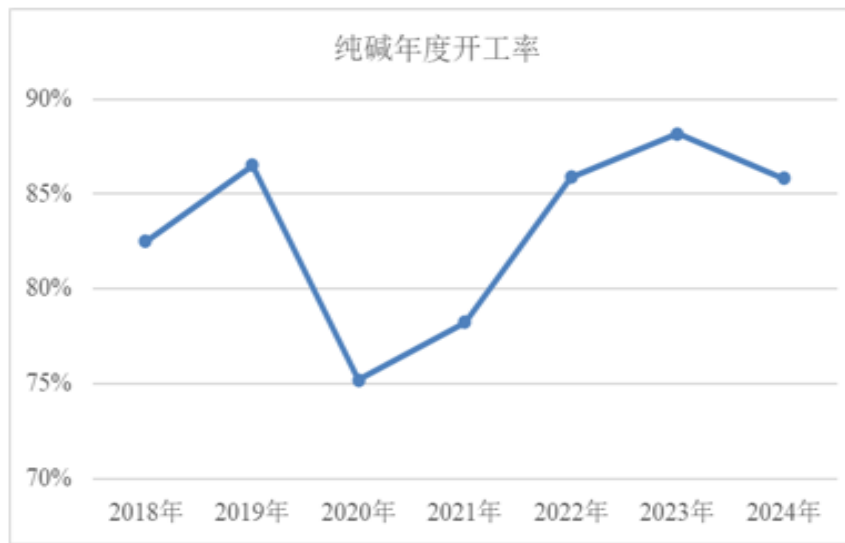
纯碱供应高波动下，累库预期或仍未完全兑现

图 1：季节性检修明显，但检修季检修量差距较大



来源：隆众资讯、一德能化

图 2：年度检修损失量波动较大

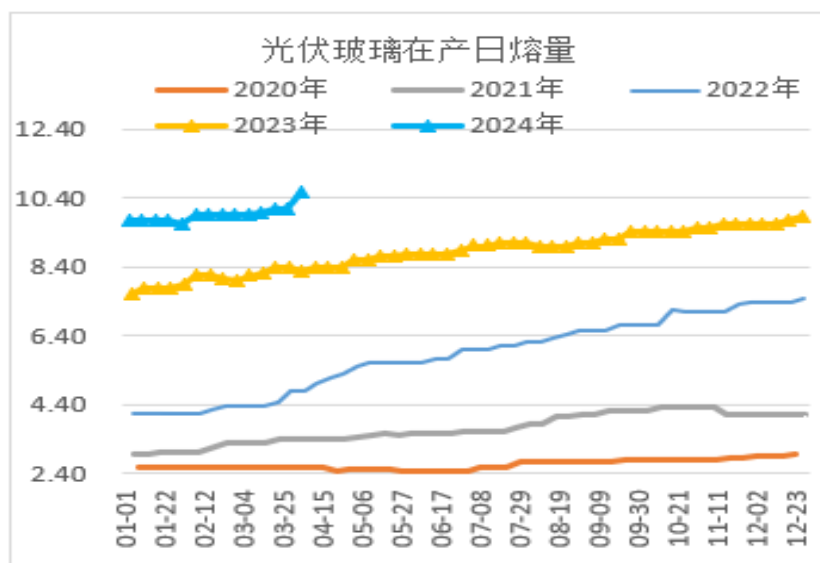


来源：隆众资讯、一德能化

- 大检修损失可能持续2个月，也可能持续4-5个月，损失波动较大；
- 3%的有效开工率波动，会带动100万吨以上的库存波动，
- 月度开工率的波动对行情影响也较大，整体供应过剩的情况，短期的供需错配或带来价格略大的波动，而相对分散的检修，反而并不会带来价格的反弹。

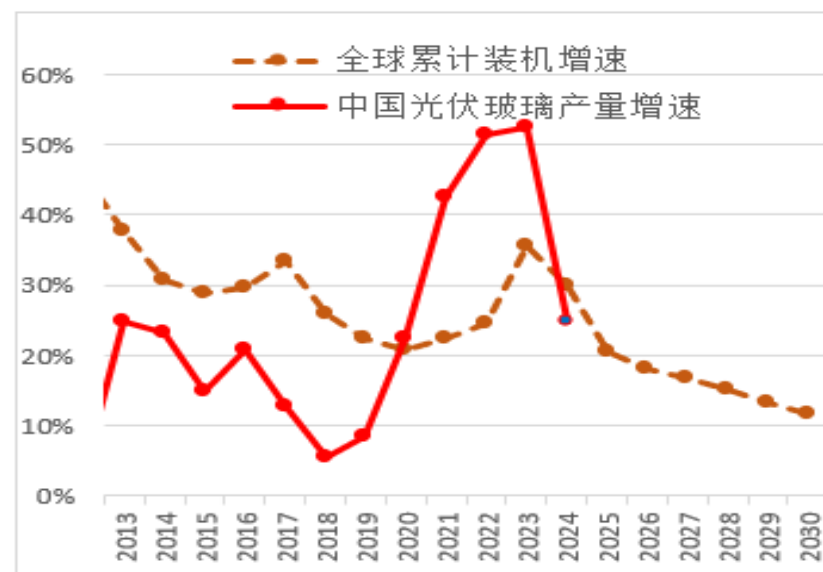
纯碱需求增加预期仍在，光伏点火，浮法冷修尚未到来

图 3：装机驱动仍强，光伏玻璃投产预期增加



来源：隆众资讯、一德能化

图 4：对应光伏装机，玻璃点火量要在 3 万吨以上

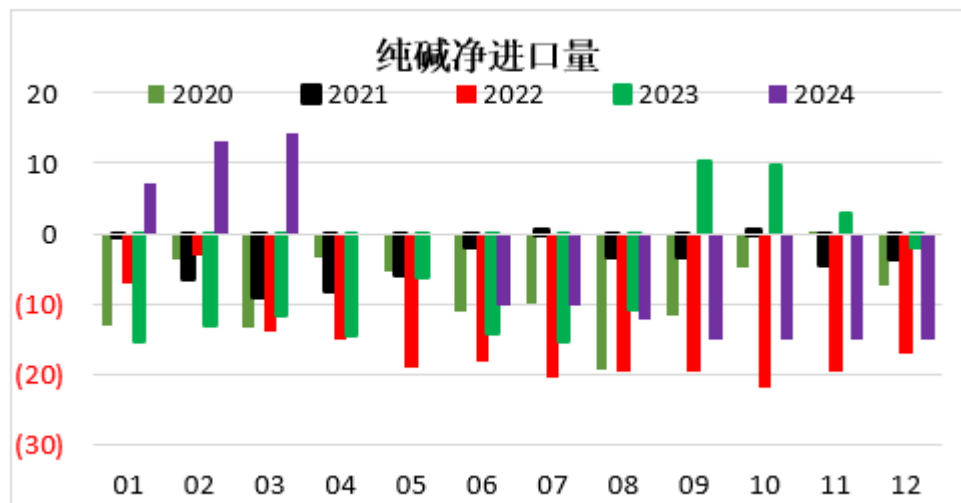


来源：光伏协会、一德能化

- 修正光伏玻璃2024年投产计划，或较年初的2万吨有增加，当前环比增加近1万吨
- 浮法玻璃已处于产能过剩，但玻璃生产的刚性，不管是抢占市场份额还是抓产业最后的利润，玻璃当前都很难出现集中检修；预估冷修集中体现要在2024年四季度出现
- 轻碱方面，当前需求也比预期的要好些，按照当前需求预期，2024年需求增速会略高于2023年，维持在5.8%增速，环比增加120万吨的轻碱需求

纯碱国外需求疲软，净出口格局能否再现

图 5：纯碱净出口或难兑现

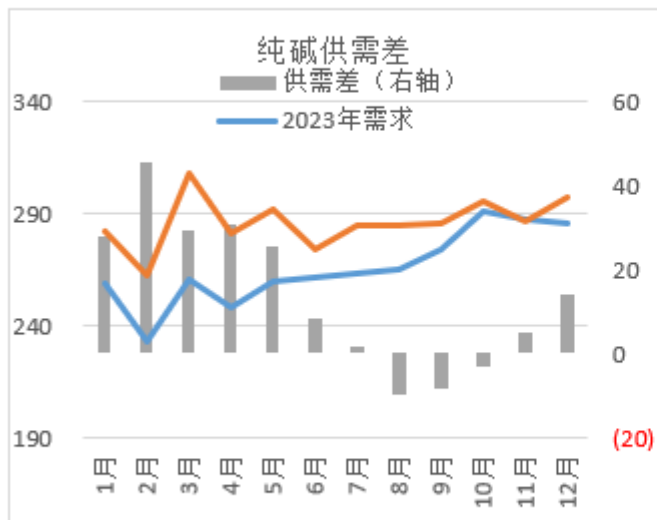


来源：海关总署、一德能化

国外需求疲软的情况下，预估后期净出口或也难回到月度10万吨以上

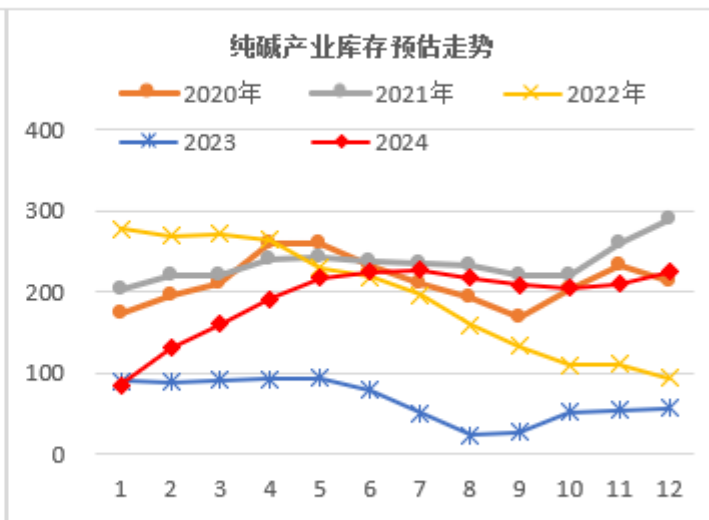
纯碱供需略过剩，产业库存中性，价格波动区间收窄

图 6：纯碱月度供需过剩



来源：隆众资讯、一德能化

图 7：纯碱库存回到中性偏高水平

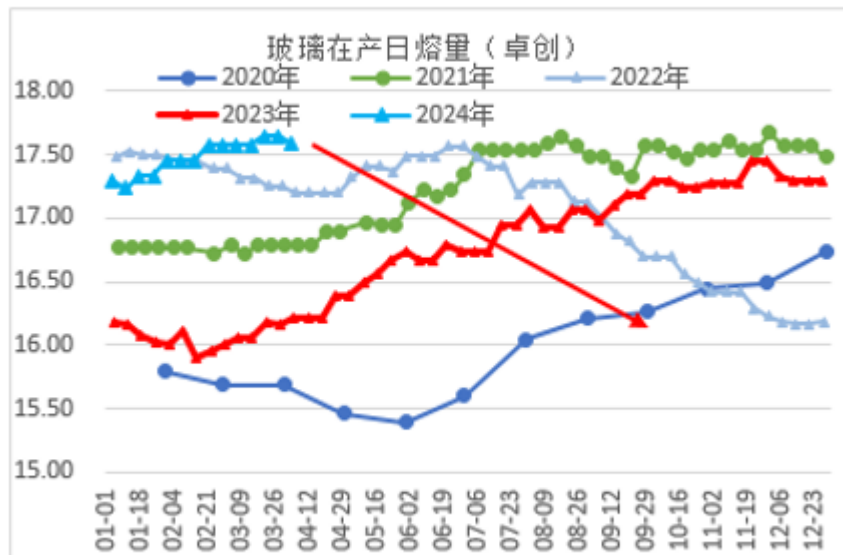


来源：隆众资讯、一德能化

- 8-10月存在几万吨的供需差，但考虑到出口仍难放量，或难出现产业去库；
- 从库存预估看，绝对库存已在中性水平，很难在出现短期供需错配带来的价格大幅拉涨，反而更可能出现检修季累库带来的重心继续下移

浮法玻璃供应高点已现，供应过剩的矛盾缓解仍慢

图 8：玻璃在产短期仍在高位

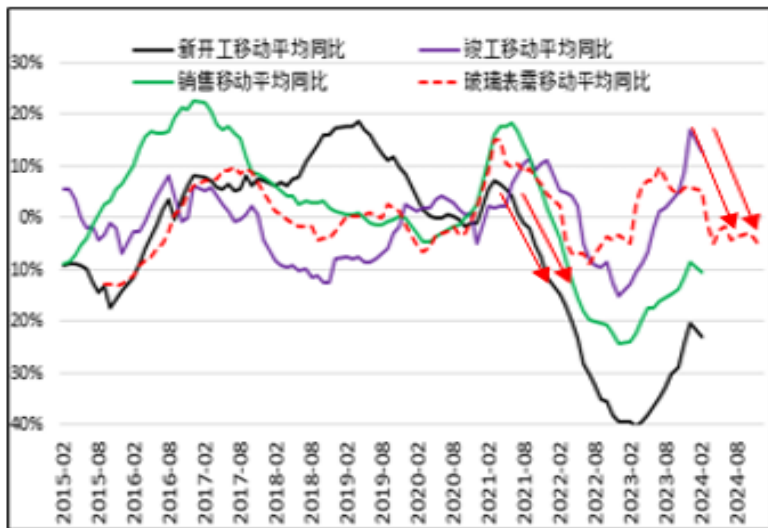


来源：卓创资讯、一德能化

- 当前玻璃在产日熔处于历史高位，后期是冷修和点火并行，短期的在产仍处高位
- 玻璃老产线在有利润的情况下，冷修慢
- 点火计划的产线，大概率还是要正常点火
- 根据地产新开工和竣工数据预估，今年对应玻璃刚需的日熔量要在16.5万吨，明年要到16万吨附近，才能走出累库趋势，当前玻璃日熔17.5万吨，过剩格局明显

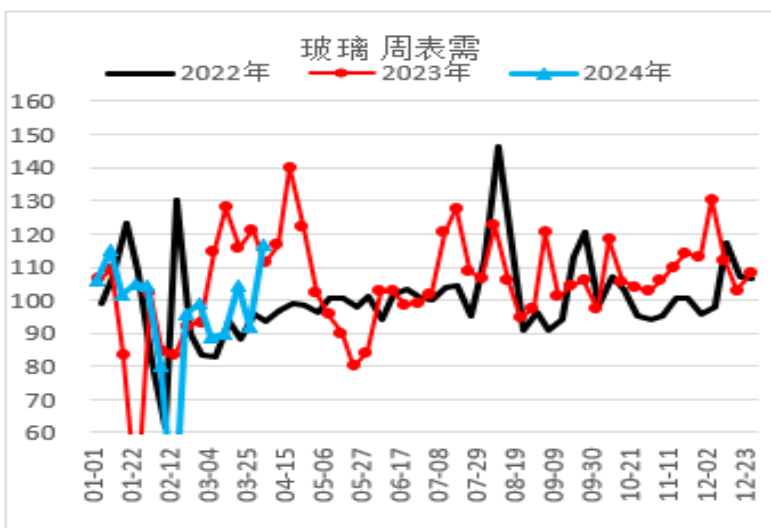
玻璃需求高点已现，需求梯度下滑或仍未出现

图 9：地产弱势将反应到玻璃上



来源：统计局、卓创资讯、一德能化

图 10：玻璃投机需求驱动弱

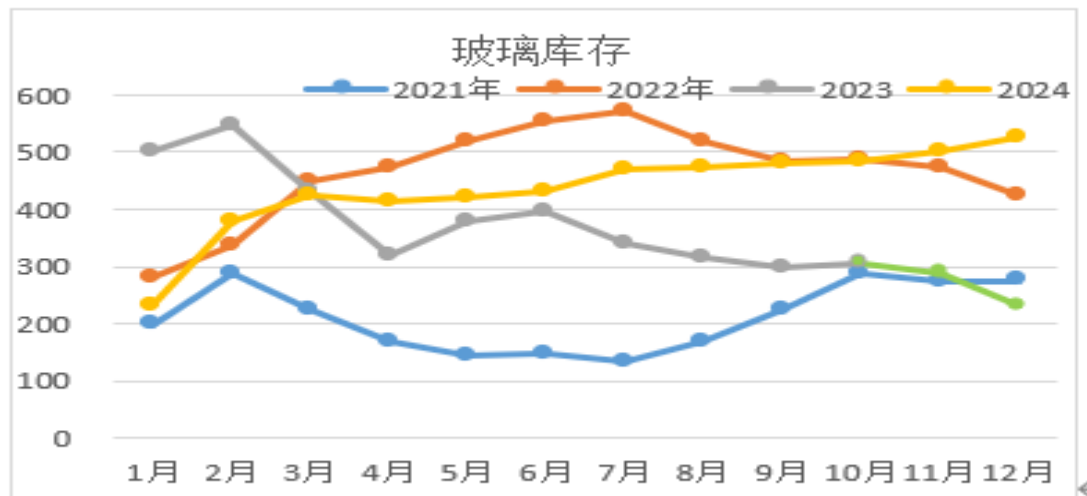


来源：隆众资讯、一德能化

- 根据商品房销售和竣工数据，1-2月累积同比在-20%附近，而玻璃的表需在0附近
- 根据移动平均同比数据看，竣工移动平均同比已在高位拐头向下，新开工2021-2022年新开工数据低位，地产终端数据较差，玻璃的需求或存在阶梯形下滑
- 微观数据，单次补库时间缩短，一般不会超过2周，对玻璃的反弹拉动有限

玻璃累库到历史高位的预期仍在

图 11: 玻璃累库到高位

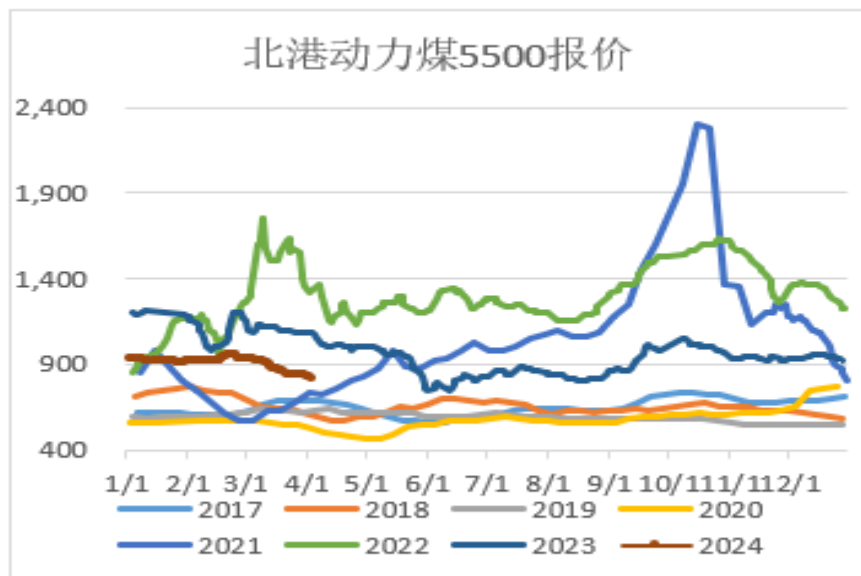


来源: 卓创资讯、一德能化

- 玻璃供应偏稳定, 需求-3%附近看, 玻璃持续累库
- 阶段性补库时间较短, 月度难出现持续去库
- 库存在四季度会超过2022年水平, 库存压力较大

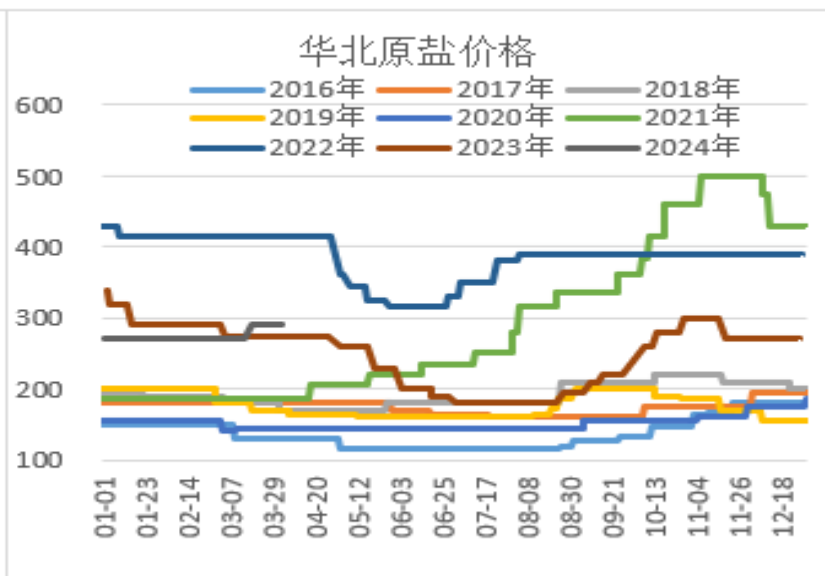
原盐稳，煤炭波动小，成本波动小

图 12：动力煤估值中性，上下空间不大



来源：隆众资讯、一德能化

图 13：原盐价格略高，有下行趋势

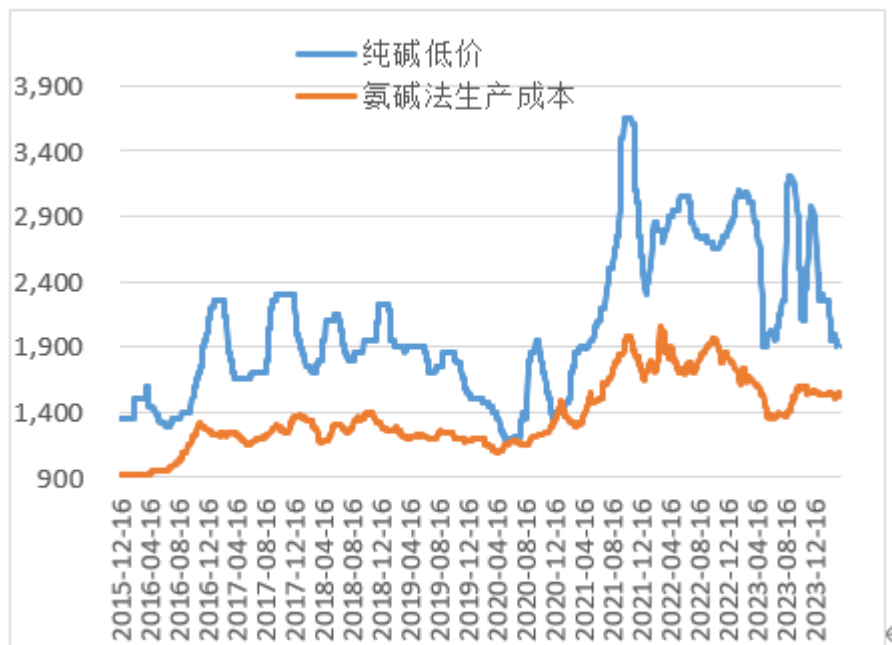


来源：隆众资讯、一德能化

- 纯碱的氨碱法高成本自去年四季度，波动就较小
- 原盐价格在290元附近持稳
- 煤炭价格接近去年低位，继续下行空间有限，上涨难度更大，煤炭价格的波动影响到纯碱的成本在减小
- 氨碱法高成本在1630元附近，后期波动仍小

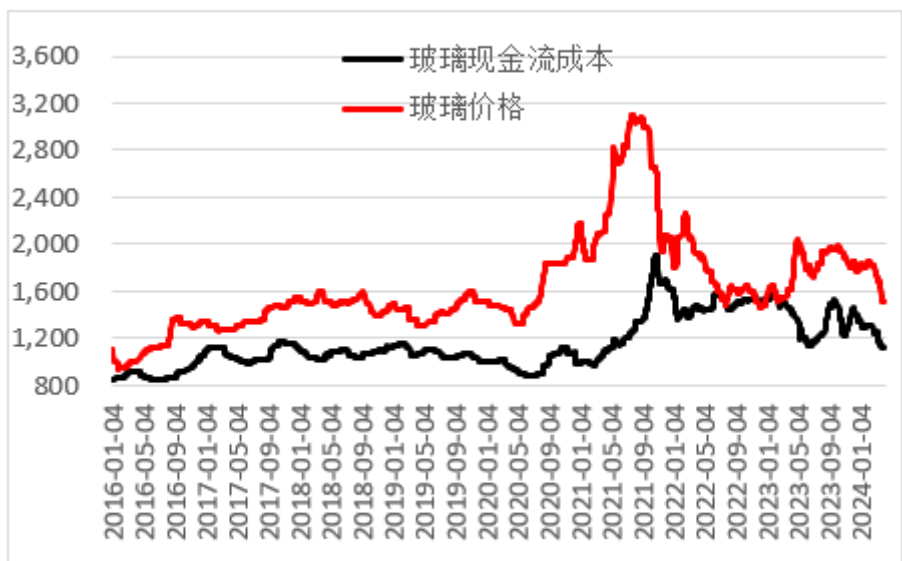
纯碱和玻璃成本都有下行预期

图 14：纯碱成本仍有小幅下行空间



来源：隆众资讯、一德能化

图 15：玻璃成本仍有下行空间

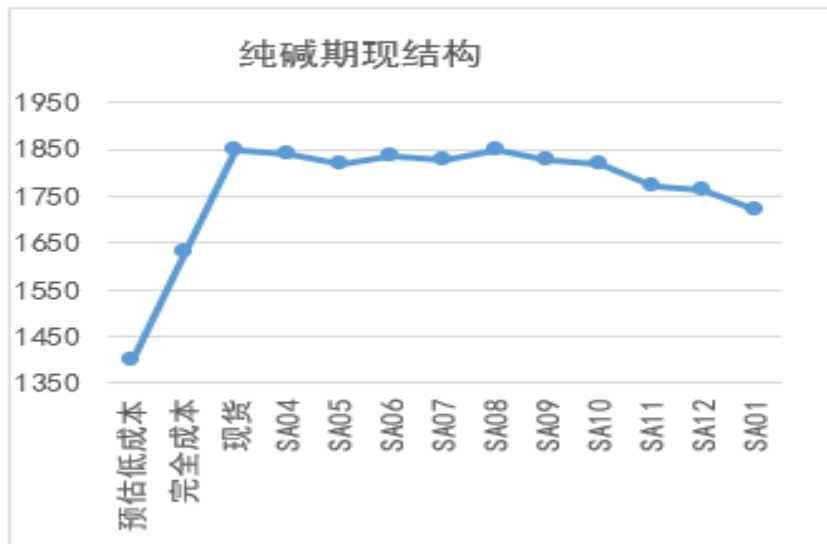


来源：隆众资讯、一德能化

- 煤炭和纯碱仍有下行空间，煤炭下行70元，纯碱下行200元，对应玻璃成本下行60元，煤制完全成本可到1150元附近
- 天然气价格也有下行空间，天然气制成本下行空间高于煤制成本

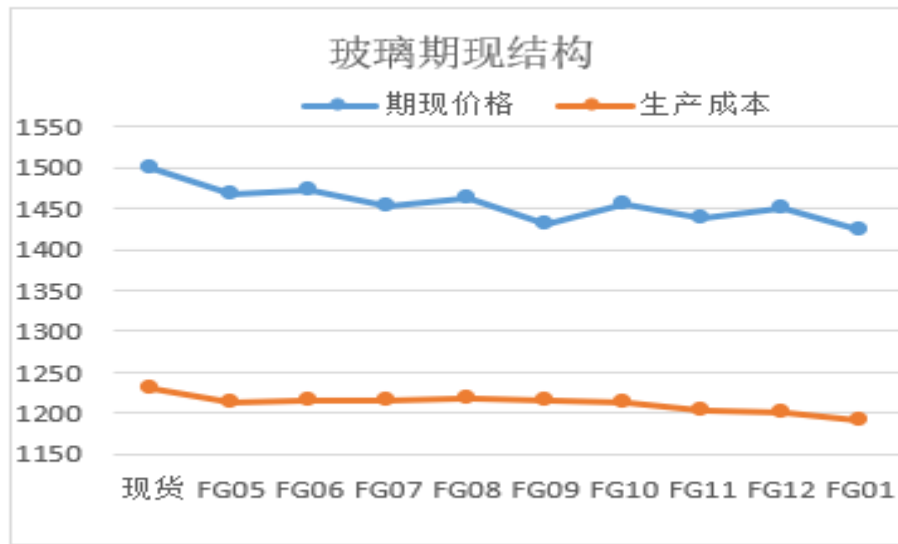
纯碱和玻璃期现结构看，基本面矛盾尚未激化，仍有继续下行空间

图 16：纯碱期现偏空



来源：隆众资讯、文华财经、一德能化

图 17：玻璃期现偏空



来源：隆众资讯、文华财经、一德能化

- 纯碱期现结构看，仍有下行空间，支撑要在1620元以下寻找，远月空间还有100点以上
- 玻璃看，远月仍有200点以上空间
- 估值看，玻璃向下空间或高于纯碱；从供需看，玻璃的基本面也弱于纯碱

总结

- 纯碱的供需变动仍大，供应端看，利多利空都较明显，大厂生产的稳定性，季节性检修的强度，出口难兑现等
 - 需求端看，利多仍存，光伏玻璃投产，轻碱需求增量，但需求端的利多不改变库存走势，利多不明显；
 - 估值看，氨碱法完全成本在1620附近，最悲观的时候，或将跌破现金流，且最大下游浮法玻璃弱势，压制纯碱反弹空间，鉴于进口1800-1850附近，该位置存在一定压力。
 - 纯碱季节性去库或难出现，且检修季后仍面临累库格局，反弹承压
-
- 玻璃刚需弱，投机需求也因资金紧张表现弱势，玻璃库存累库略超预期，在库存已到偏高水平，投机需求强度不大的情况下，累库趋势未改
 - 成本仍存下移，当前现货和盘面生产利润都尚可，盘面仍有200点的向下空间

PVC：盘面升水兑现供需改善，底部震荡延续

烧碱：去库预期，关注低多

张丽 F3025228、Z0013855

审核人：赵洪虎/F0303315、Z0012132

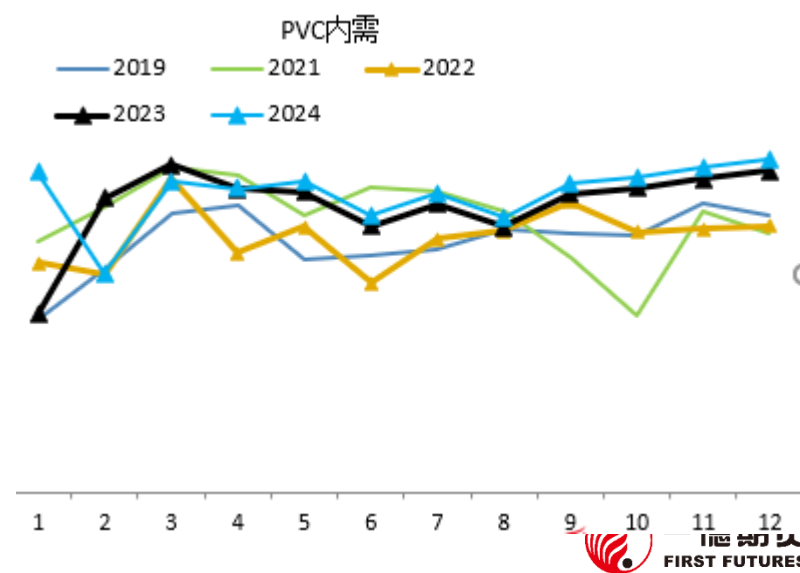
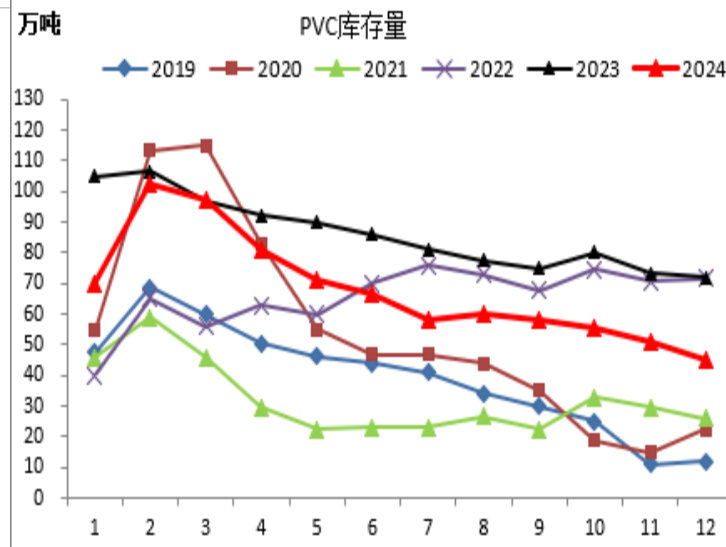
2024年4月12日



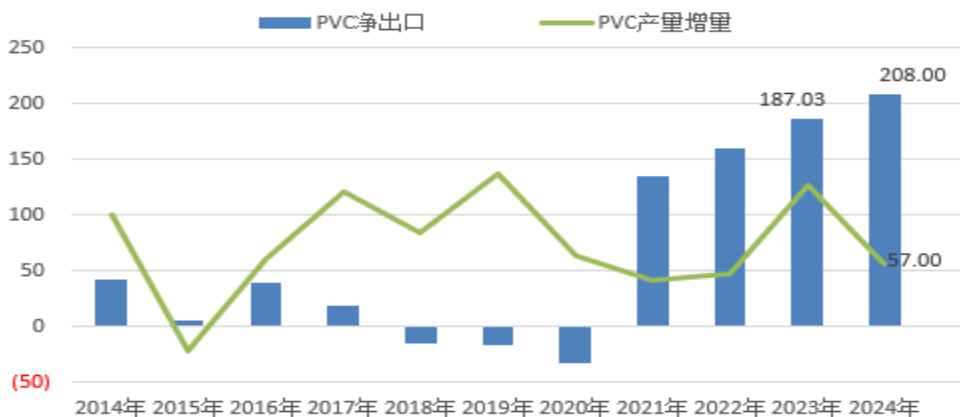
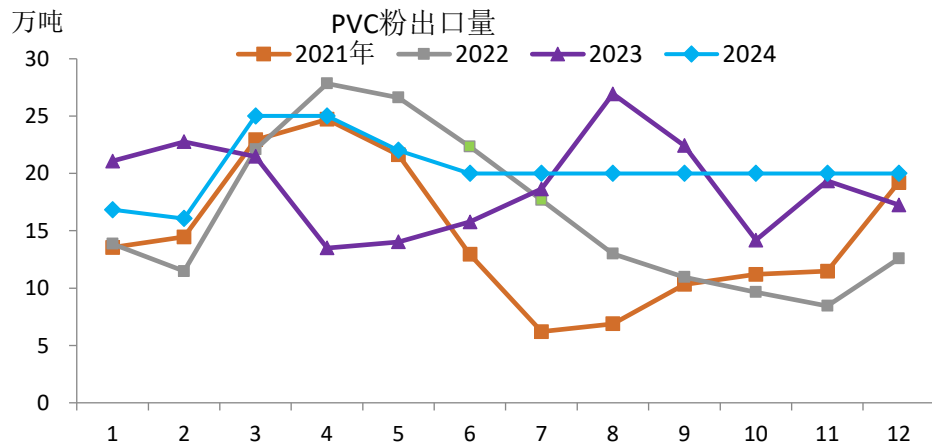
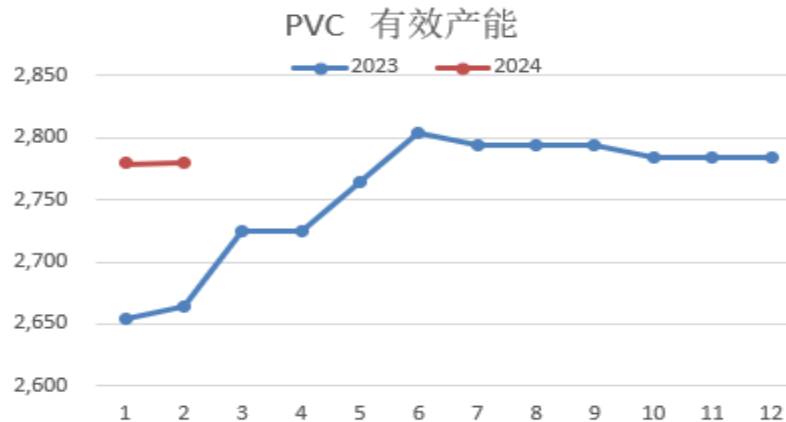
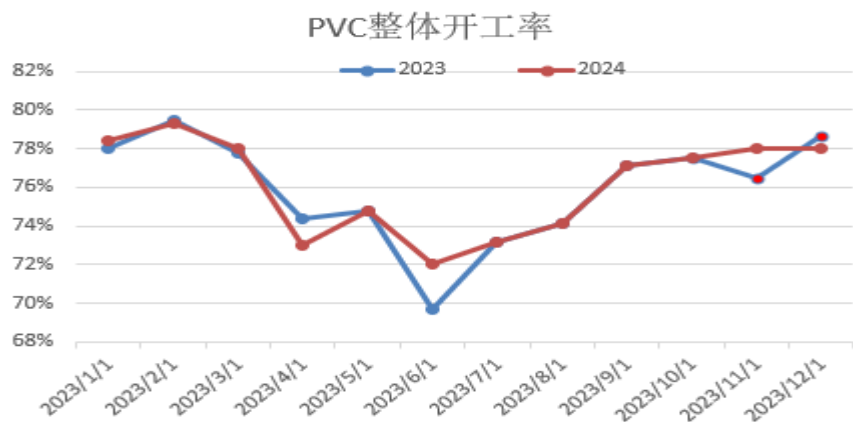
PVC去库力度存疑

2023年	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	年度数据
国产量	192.82	178.08	197.15	182.48	192.39	175.97	190.23	192.86	194.16	200.89	191.87	203.96	2292.84
进口量	5.17	4.70	5.39	3.83	2.21	2.69	1.51	1.89	2.92	1.67	2.18	2.07	36.22
出口量	21.07	22.76	21.58	13.50	14.03	15.77	18.64	26.92	22.43	14.18	19.34	17.25	227.47
表观需求	176.92	160.02	180.96	172.81	180.56	162.89	173.10	167.82	174.65	188.38	174.71	188.77	2101.59
累计产量	192.82	370.90	568.05	750.53	942.92	1118.89	1309.11	1501.97	1696.12	1897.01	2088.88	2292.84	
累计表需	176.92	336.94	517.90	690.71	871.28	1034.16	1207.26	1375.08	1549.72	1738.10	1912.81	2101.59	
国产量累计同比	2.48%	1.90%	0.93%	-0.45%	-0.60%	-0.98%	-0.89%	0.26%	1.32%	2.24%	3.43%	4.29%	
累计表需同比	0.01%	-1.74%	-0.87%	0.33%	1.45%	1.32%	0.89%	0.83%	1.18%	1.86%	2.49%	3.13%	
2024年	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	年度数据
国产量	202.81	192.03	202.81	184.93	195.70	182.40	191.44	194.08	195.39	202.90	197.60	204.19	2346.28
进口量	2.25	1.27	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	33.52
出口量	16.84	16.07	25.00	25.00	22.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	244.91
表观需求	188.22	177.23	180.81	162.93	176.70	165.40	174.44	177.08	178.39	185.90	180.60	187.19	2134.89
累计产量	202.81	394.84	597.65	782.58	978.28	1160.68	1352.12	1546.20	1741.60	1944.50	2142.10	2346.28	
累计表需	188.22	365.45	546.26	709.19	885.89	1051.29	1225.73	1402.81	1581.21	1767.11	1947.71	2134.89	
国产量累计同比	5.18%	6.45%	5.21%	4.27%	3.75%	3.74%	3.29%	2.94%	2.68%	2.50%	2.55%	2.33%	
累计表需同比	6.38%	8.46%	5.47%	2.68%	1.68%	1.66%	1.53%	2.02%	2.03%	1.67%	1.82%	1.58%	

内需能否在2023年高基数下，维持3%增速

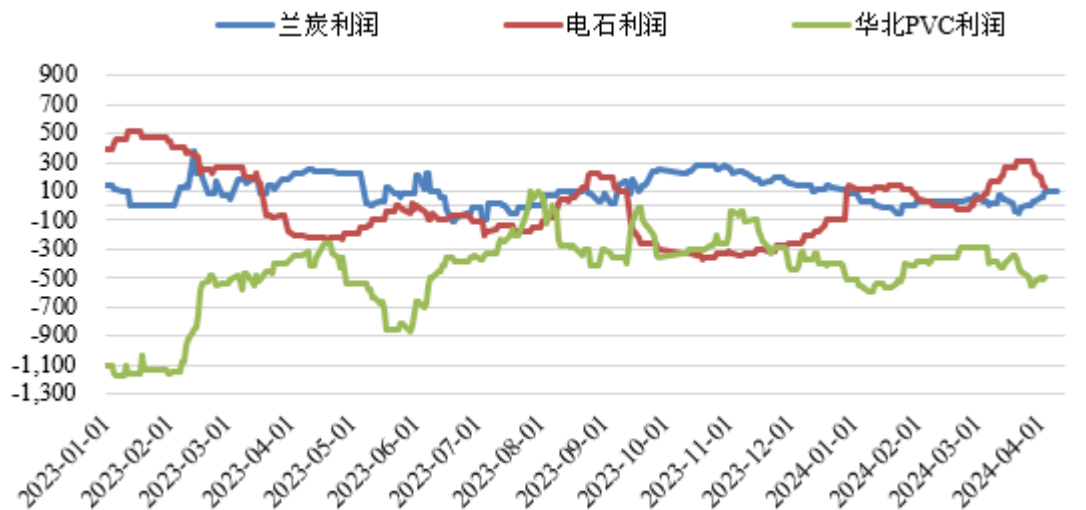


PVC去库力度存疑



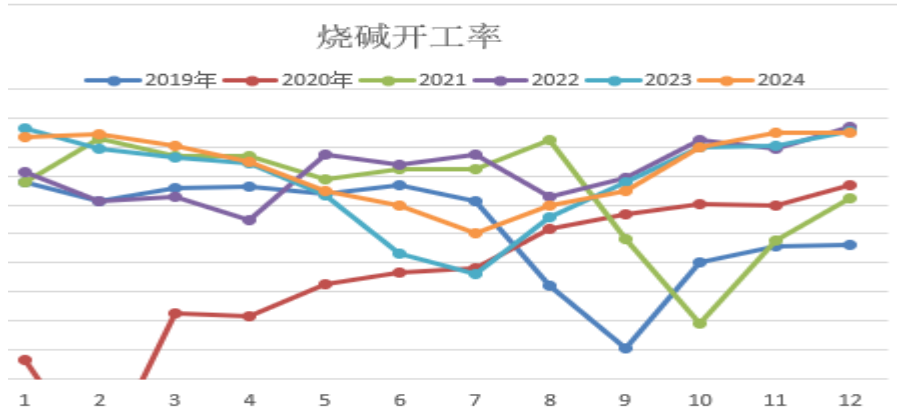
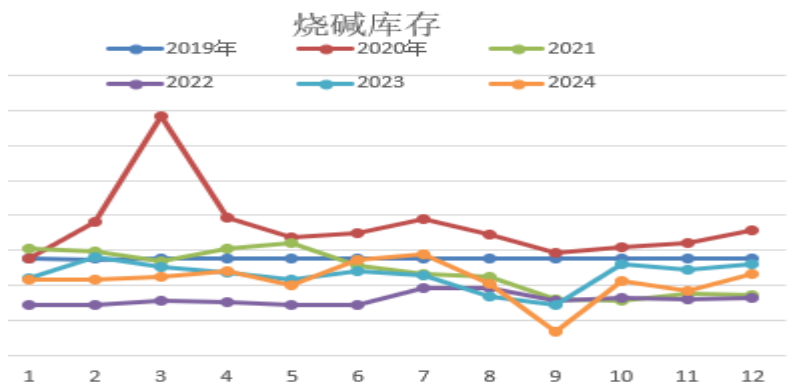
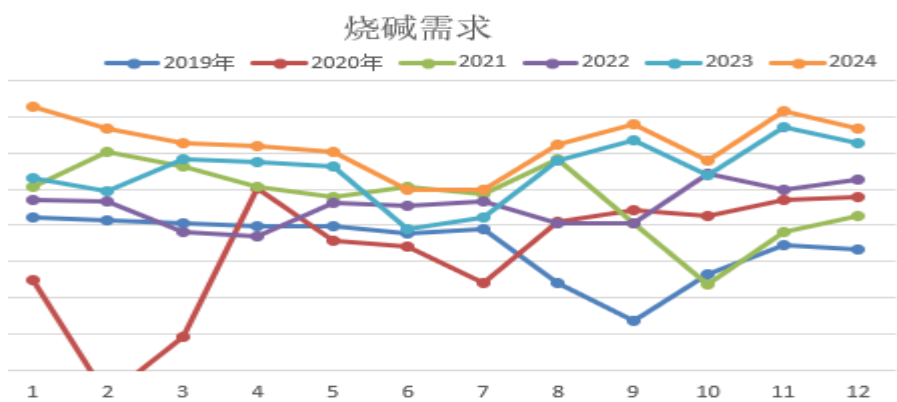
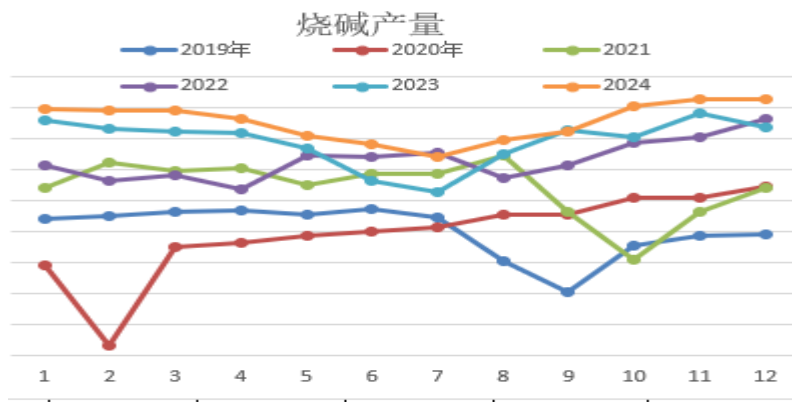
- 净出口较2023年增加20万吨？库存是否有向上平移的趋势？年终库存会否仍在2022/2023年底高位水平
- 产量预估中性

煤价下行，电石利润仍有压缩空间，PVC盘面6000-6100价格在中轨附近



- 2024年电石利润同比好于2023年，有压缩空间
- 煤价低，整体成本低
- 原盐价格同比基本持平

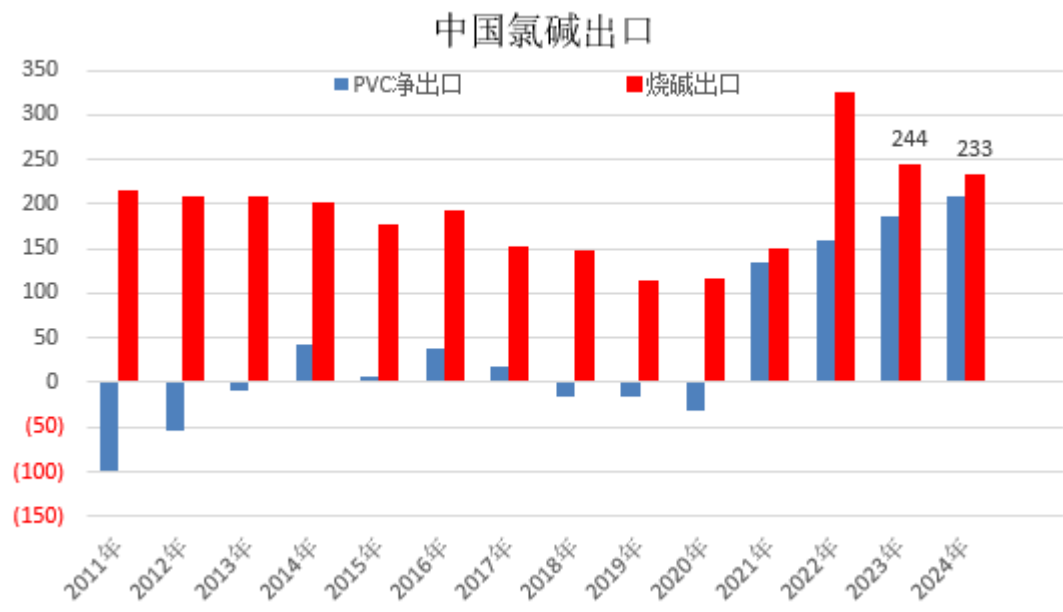
烧碱季节性旺季仍明显



数据来源：隆众资讯，一德能化

- 2024年预估产能增加70万吨附近，产量增速3.18%，2023年产量增2.71%
- 2024年需求增速4.01%；2023年需求增速4.93%
- 供需双增

PVC出口或难兑现，烧碱出口变动不大



数据来源：海关数据，一德能化

- PVC国外需求增速不及烧碱，PVC出口波动较大；烧碱出口200万吨以上，外需增加趋势
- 烧碱供需平衡表相对保守，而PVC相对乐观
- 两者基本面较2023年都略有改善

烧碱价格近两年偏低位

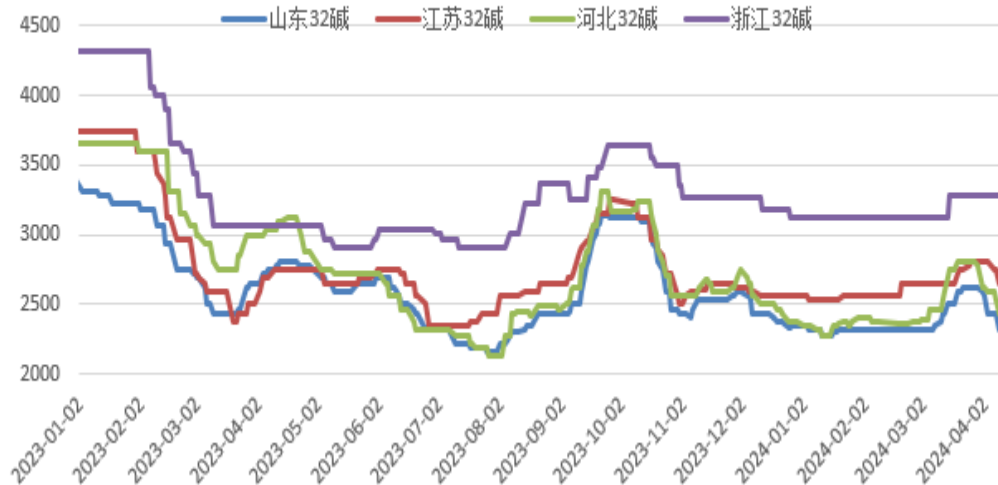
片碱市场价格



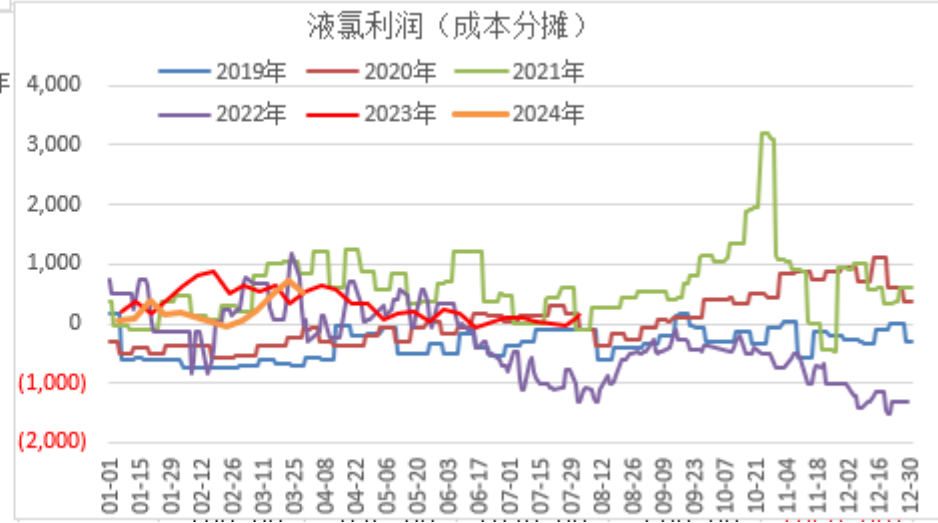
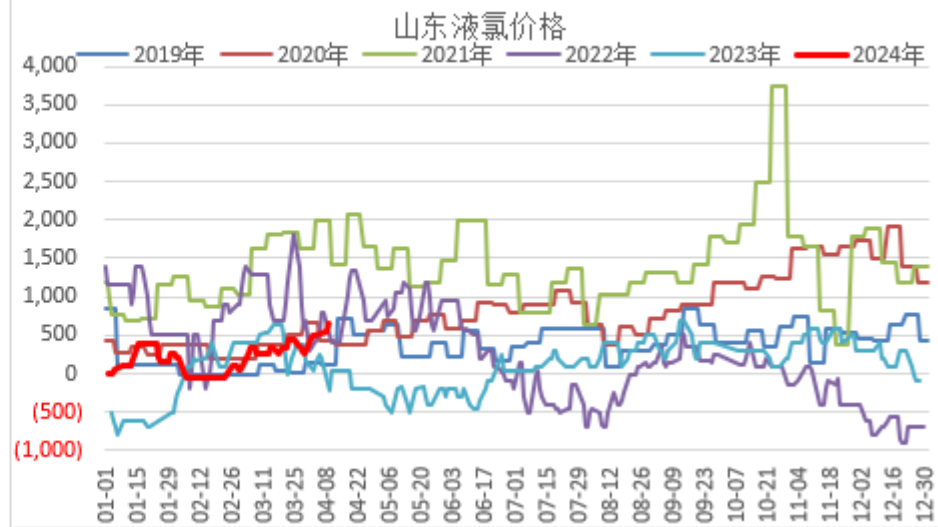
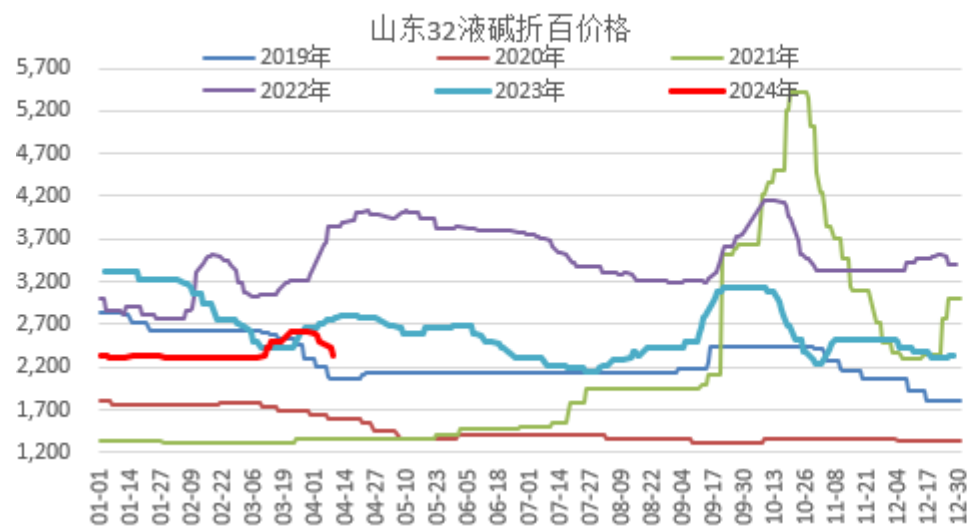
50液碱市场价格



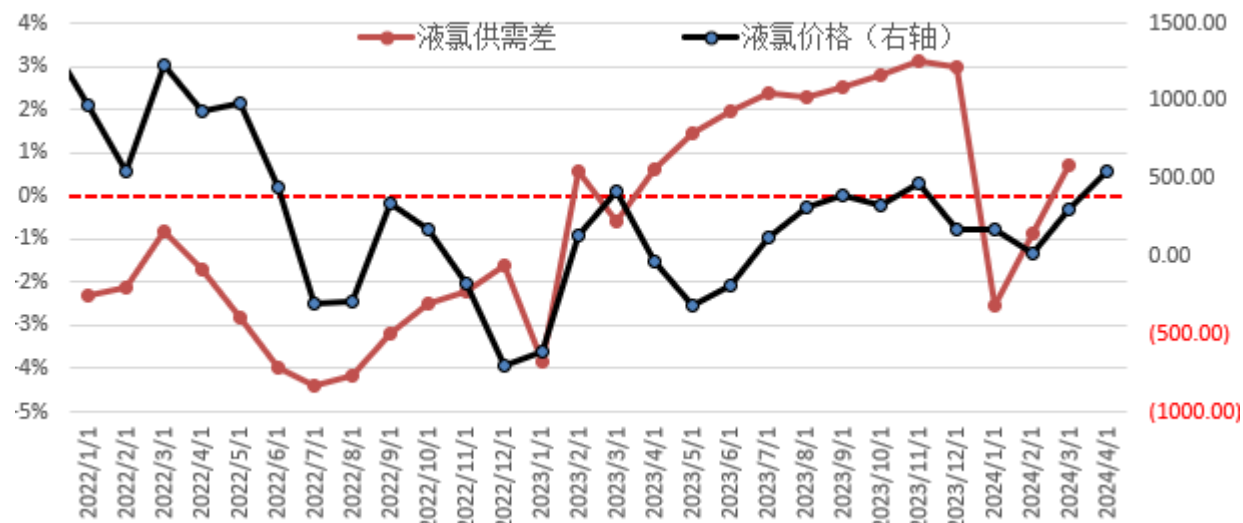
32液碱市场价格



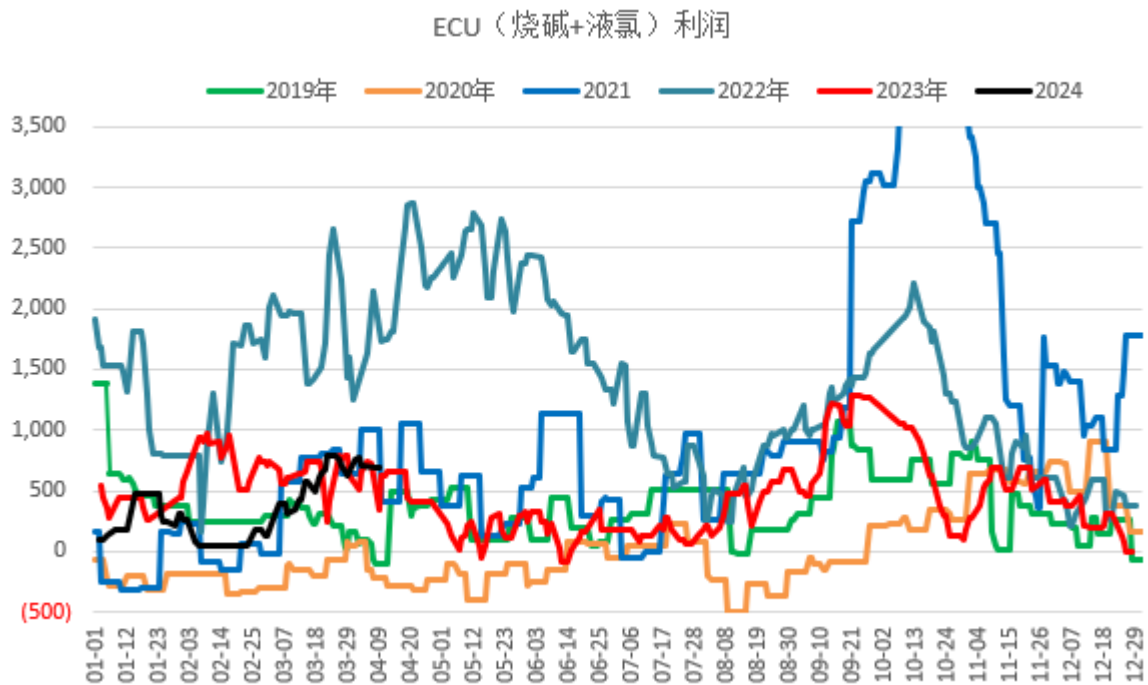
液氯利润高，下游单耗高，价格承压



液氯供需或略紧张，但价格高点或有限



产业高利润，烧碱偏多的观点有所谨慎



PVC:

- 供需较2023年略改善，高库存的去化存在出口的较大不确定性，盘面高升水，预期兑现充分
- 成本仍有下移空间
- 5500-6300主区间未变

烧碱:

- 供需双增，出口仍有期待，季节性去库仍明显
- 液氯后期表现或仍不错，整体价格重心较去年的均值100元上移200点到300元附近
- 修正前期一直低位偏多09合约烧碱，看多到3000以上的观点，09高点或下移到2800-3000附近，相对做多安全点位下移到2600以下

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