稳态难破，磨底未竟

——2026下半年纯碱市场展望

2026半年报

2026年8月4日

华安期货

投资咨询业务资格

证监许可[2011]1776号

柴清华分析师

F03118234/Z0022755

初审：

夏雨辰F3031745/Z0014542

复审：

曹晓军F3008012/Z0010934

终审：

闫丰F0251054/Z0001643

电话：0551-62832897

Email:tzzx@haqh.com

网址：www.haqh.com

华安期货温馨提示：

“期”待诚信

“货”真价实

市场展望：

2026年下半年纯碱预计延续极端低估值下的低位弱势震荡格局，价格中枢较上半年进一步下移，磨底时间拉长。核心矛盾仍是"产能绝对过剩"与"需求持续疲软"的长期博弈，"低估值但难反转"的稳态在供给端强化、需求端弱化下进一步固化。

具体来看，当前期现价格均创历史新低，行业仅天然碱法盈利，但低估值并不构成上涨理由；市场寄予厚望的产能清退驱动验证落空，山东海化120万吨氨碱置换延期至2028年，能耗限额强制清退未见落地案例，多晶硅方案短期仅做参考，而低成本天然碱仍在扩张；夏季集中检修落地不及预期，开工率不降反升至80%以上；浮法、光伏两大玻璃下游亏损深化、冷修提速，地产竣工同比降幅扩大，重碱需求持续收缩。

价格上方受180万吨以上高库存与复产预期压制，下方受天然碱边际成本支撑，整体"下有成本、上无驱动"。若下半年出现产能实质性退出或玻璃需求端出清完成后的边际回暖，价格存在阶段性反弹机会，但难有趋势性反转。

投资策略：区间震荡偏弱，反弹至成本支撑上方可逢高试空，

期权端波动率虽然处于低位，但结合区间震荡看法，仍可考虑卖出策略，但仍需关注波动率异动。

目录

一、行情回顾与复盘 1
二、估值端：极端低估值稳态延续 2
1.统计学估值：价格创上市以来新低 2
2.产业估值：库存累库+全行业亏损 3
3.产业链估值：纯碱玻璃价差收缩 4
三、关键驱动的检验 5
1.产能清退：最大驱动，但验证落空 5
2.供应端：或有减量，但定有增量对冲 6
3.需求侧：两大玻璃下游同步收缩，重碱需求持续走弱 7
四、展望：稳态难破，磨底未竟 9
免责声明 10

一、行情回顾与复盘

上半年行情以美伊以冲突（2 月 28 日）为界，呈现"两段式"走势：

1 月-2 月：窄幅震荡寻底，延续 2025 年末偏弱格局，高供给、高库存、低需求矛盾难解，期间虽有情绪修复式上涨，但价格很快回归基本面，K 线呈典型"下跌三角形"，探底低点逐步抬升，价格窄幅震荡。

3 月-6 月：情绪脉冲后重回震荡，美伊以冲突爆发，纯碱虽非直接相关品种，但受大盘情绪带动突破震荡区间，3 月 9 日盘中触及涨停；随后情绪褪去，价格回落至此前区间，且继续寻底。

7 月至今：破位下行，创历史新低，进入 7 月，前期检修装置集中复产、供应放量，夏季集中检修预期落空；下游玻璃亏损深化、冷修提速，重碱需求持续收缩。盘面加速下行：7 月 7 日主力跌破前低至 1070 元/吨，7 月 30 日盘中最低 936 元/吨，刷新主连合约上市以来新低；8 月 3 日主力收报 919 元/吨，盘面呈近弱远强的 contango 结构。

通过对上半年走势的复盘，可以得出并强化以下结论：

第一，产能过剩是唯一的、持续的核心矛盾。在行业总产能出现实质性下降之前，价格上方空间始终有限，任何反弹都难以持续，上半年两轮反弹（冲突脉冲、反内卷情绪）均验证了这一点。

第二，事件与预期只能引发波动率脉冲，无法改变基本面主导的走势。美伊以冲突、煤矿爆炸、政策传闻带来的反弹，无一例外在 1-2 周内回吐，且反弹幅度逐次递减，呈现边际效应递减的规律。

第三，全行业亏损并未带来供给收缩，"亏损≠减产"是本轮最重要的新增认识。纯碱是重资产行业，启停成本高、现金流压力大，企业即便亏损也倾向维持开工分摊固定成本；天然碱法凭借绝对成本优势以价换量，主动降产意愿极低。行业亏损的"前瞻"属性（触发检修、降负）在本轮周期中被显著钝化，市场化出清的速度远比预期慢。

图表 1:纯碱 2026 年开年以来行情



数据来源：同花顺iFinD；华安期货研究院

二、估值端：极端低估值稳态延续

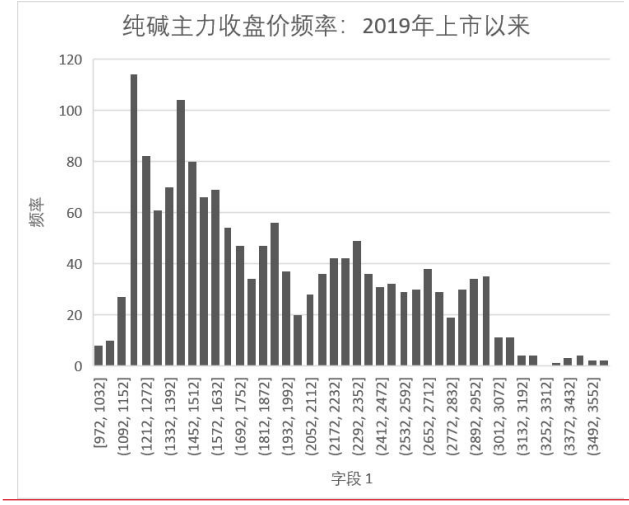
基于"统计学+产业+宏观"三维估值体系，我们研判当前纯碱仍处于极端低估值区间，且较上半年进一步加深。注意，低估值并不意味着会上涨，估值代表一种状态，一种在没有显著外力推动下将一直保持的状态。

1.统计学估值：价格创上市以来新低

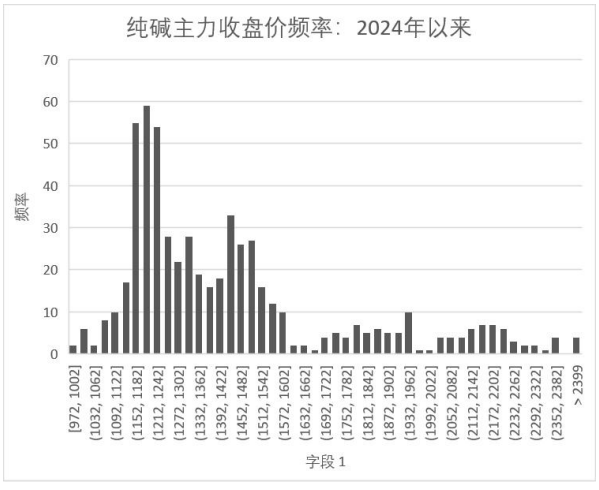
当前期现货价格均已跌破纯碱期货上市（2019 年 12 月）以来的历史低位，属于统计学意义上的极端低估值区间。其中期货端，7 月 30 日主力盘中 936 元/吨、收盘 944 元/吨，刷新上市以来新低；8 月 3 日收报 919 元/吨。

现货方面，7 月 30 日华北重碱最低 1150 元/吨，华东重碱 1280 元/吨，沙河贸易商最低价 959 元/吨，现货仍在阴跌补跌途中。

图表 2:纯碱主力收盘价频率：2019 年上市以来



图表 3:纯碱主力收盘价频率：2024 年以来



数据来源：同花顺iFinD；华安期货研究院

2.产业估值：库存累库+全行业亏损

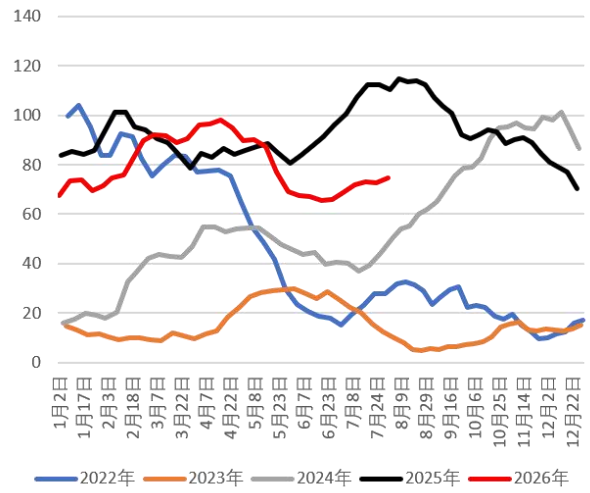
"库存是供需结果指标、利润是供需前瞻指标"——两个指标当前共同指向稳态的深化，即不断加深当前“低估值”。

作为结果指标的库存，当前累库重新启动，突破 180 万吨。隆众化工数据显示，截至 7 月 31 日当周，轻碱 105.55 万吨（同比去年+42.21%）、重碱 74.52 万吨（同比去年-33.611%），纯碱连续累库是核心矛盾，下游玻璃冷修提速下的刚需收缩。折合库存天数约 13.23 天以上，远超 10 天合理水平，即便供给端维持低位也需 3 个月以上消化，成为制约估值修复的核心硬约束。此外，当前轻碱库存更大，销货压力更大，且轻碱下游没有大客户，去库压力和路径会更漫长。

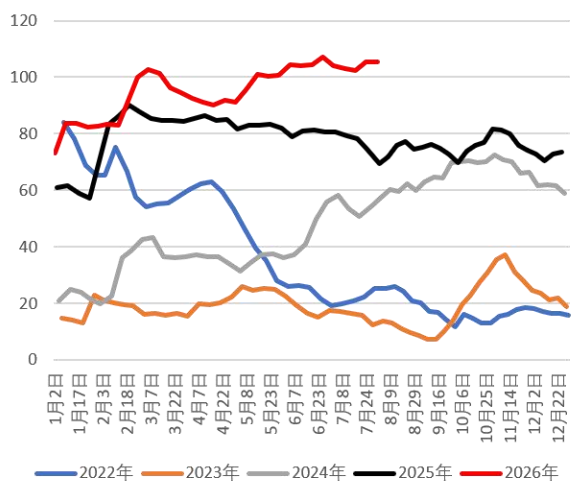
作为前瞻指标的利润，当前全行业亏损，仅天然碱盈利，但仍未触发减产阈值。笔者根据互联网信息估计，天然碱完全成本 860 元/吨，现金流成本 700 元/吨，按照当前 700+元/吨出厂价格仍有微利。根据隆众化工数据显示，当前氨碱利润-154 吨（负值代表亏损），联碱利润-149 元/吨，当前纯碱已经全线亏损。

行业大面积亏损意味着价格已接近产能出清临界值，下行空间被成本端锁定；但如前所述，亏损的前瞻属性在本轮被钝化——联碱法"纯碱+氯化铵"双产品循环抗亏损能力强，天然碱满负荷以价换量，氨碱企业靠长期订单与现金流"硬抗"，**主动减产动能不足，供给刚性延续。**

图表 4:纯碱：重质：周度库存（万吨）

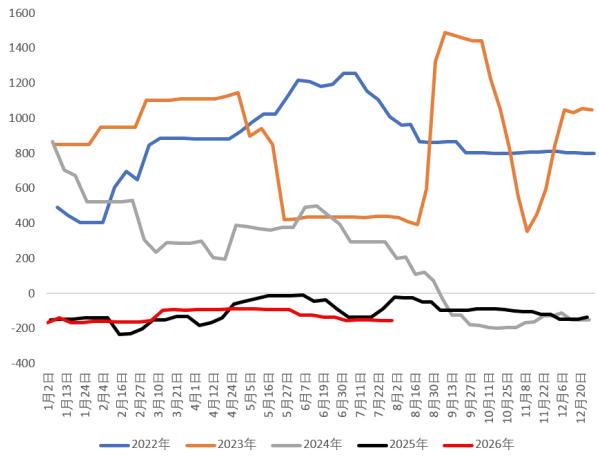


图表 5：纯碱：轻质：周度库存（万吨）

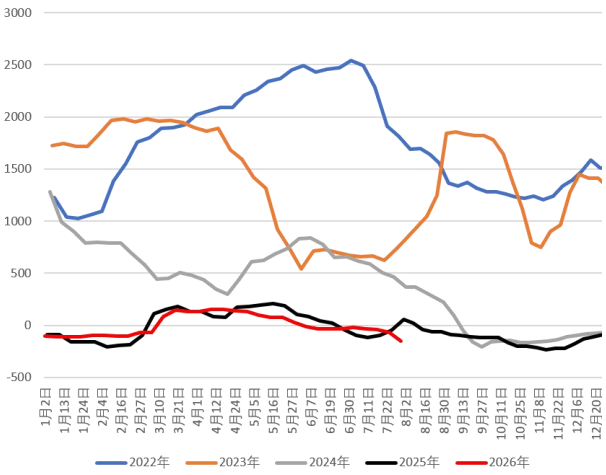


数据来源：隆众化工；华安期货研究院

图表 6:氨碱法：生产毛利：周度（元/吨）



图表 7:联碱法：生产毛利：周度（元/吨）



数据来源：隆众化工；华安期货研究院

3.产业链估值：纯碱玻璃价差收缩

此外，当前需要重点关注产业链利润视角，即纯碱-玻璃跨品种价差，这轮下跌中，玻璃跌幅明显小于纯碱，核心原因在于两大品种供给端出清节奏的错位。

此前玻璃产线已经先行出清，今年以来浮法日熔已经下滑至，特别是当价格继续探底，冷修计划不断增多，供给端"市场化出清"已在推进，对价格形成托底。但是纯碱供给刚性十足，全行业亏损但"亏损≠减产"，产能出清遥遥无期，供给端出清显著滞后于玻璃。本轮下跌，玻璃跌得少、纯碱跌得多，纯碱-玻璃价差被大幅压缩——反映的正是"玻璃供给收缩先行、纯碱供给刚性滞后"的产业现实。两者需求同源，价差收窄的差异全部来自供给端出清节奏的不同，这也印证了纯碱低估值稳态的核心矛盾在供给端（出清滞后）而非需求端。未来若纯碱供给端出现实质收缩（产能清退落地），纯碱-玻璃价差将存在修复动能。

图表 8:玻璃-纯碱跨品种价差：2609 合约



数据来源：同花顺iFinD；华安期货研究院

三、关键驱动的检验

基于“估值+驱动”框架，我们筛选下半年全部候选驱动，逐一检验其是"能显著改变估值状态的大驱动"，还是"估值内的小驱动"。

1.产能清退：最大驱动，但验证落空

产能实质性清退是打破纯碱低估值稳态的唯一根本驱动。上半年市场寄予厚望的两条路径均未兑现；展望下半年，8 月初多晶硅行情的爆发提示了第三条可能路径，政策端出现了新工具。

路径一：山东海化 120 万吨氨碱置换，延期至 2028 年，6 月验证节点落空。项目以 100 万吨/年联碱法置换 120 万吨/年氨碱法老产能（置换比例 1.2:1），建设周期 24 个月，新装置预计 2028 年前后投产。市场期待的"6 月关停、月度净退出 10 万吨"未发生，老线关停时间表至今未公布，技改期间老线处置方式（停产/半停产/延续运行）不明。

路径二：能耗限额（GB29140-2024）强制清退政策，仍停留在预期阶段。截至 2026 年初，能效低于基准水平的产能约 475 万吨（占总产能约 10%），但截至目前未见一例因能耗限额被强制关停的落地案例；地方稳就业考量、企业缓冲期、跨省减量置换等因素，使政策执行"雷声大、雨点小"。本路径在笔者上篇文章有详细论述。

路径三：政策端出现了新工具，多晶硅"成本核算+价格合规指导"模式，或向纯碱玻璃蔓延。

我们先捋一下时间线：

7 月 27 日，中国光伏行业协会（CPIA）发布《光伏行业成本核算模型通则》团体标准，统一光伏全产业链成本计算范围、系数与模型——继此前能耗标准、安全标准后，行业反内卷从"成本维度"补齐了制度化拼图；

7 月 31 日,市场监管总局在江苏盐城召开光伏行业价格合规指导会议(距 2025 年 12 月 26 日合肥会议时隔半年多再度出手），明确"监管规范与促进发展并重"，综合运用提醒敦促、合规约谈、行政指导等方式引导企业规范价格竞争，对提醒约谈后仍拒不整改的经营主体将依法严肃查处；

8 月 3 日，多晶硅期货全线涨停，主力合约收报 35890 元/吨，现货同步大涨至 35300 元/吨，多数多晶硅厂周末即"封盘停止报价"，广期所当晚发布市场风险提示。

其定价逻辑在于"成本锚切换"：多晶硅此前最低跌至 32000 元/吨、贴近多数企业现金成本线，盐城会议释放"未来企业不低于成本销售"的预期，市场定价锚由现金成本（约 3.2 万元/吨）切向完全成本（约 4.2 万元/吨），两锚价差近 10000

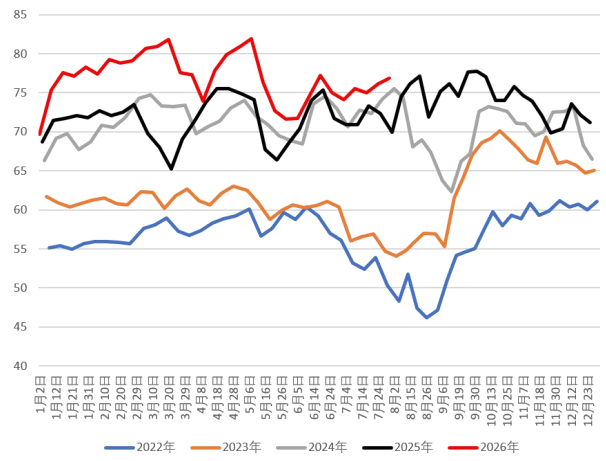
元/吨，故单日涨停后机构给出的上方压力仍在3.7-3.8万元/吨区间。但是，"弱现实"未改，7月多晶硅产量10.46万吨（8月预计升至11.41万吨）、上半年光伏新增装机72.07GW同比-66%、企业库存28.3万吨仍处历史高位、硅料完全成本利润率约-50%，行情属"弱现实、强预期"，持续性取决于监管执法落地力度。

其对纯碱玻璃行业意义在于，政策工具箱已成型，光伏反内卷已从"行业协会倡议"升级为"团体标准+部委执法"的制度化组合（成本核算标准→价格合规指导→依法查处），这一模式具备向其他深度过剩、深度亏损行业复制的可能性，纯碱与玻璃（尤其光伏玻璃）正是同类标的。若复制该工具，意味着行业定价锚可能从当前天然碱“边际成本"上移至"完全成本"，纯碱若出现同类约束，理论修复空间值得期待。

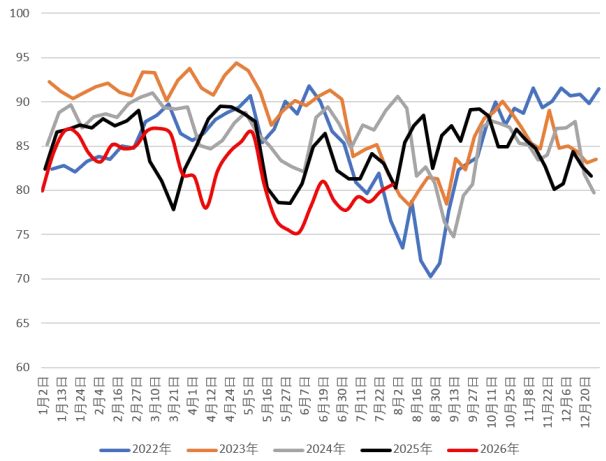
但需保持清醒：其一，多晶硅反内卷自2025年下半年即已启动，因行业协会无执法权、平均成本在陡峭成本曲线中参考意义有限，效果一度反复，本轮能否落地仍取决于执法环节，具体效果仍未可知；其二，纯碱/玻璃目前既无成本核算通则、亦无价格合规指导会议，政策复制仍停留在"可能性"层面，不可线性外推；其三，即使发生成本指导，面对当前较高的库存，去库之路同样较为漫长，反弹有余，而反转不足。

最后做一个总结，该路径当前仍是"预期型小驱动"（情绪脉冲），但一旦出现"成本核算通则覆盖纯碱/玻璃"或"价格合规指导会议召开"等实质信号，将升级为改变估值状态的大驱动候选。

图表9:纯碱：隆众化工：周产（万吨）



图表10:纯碱：隆众化工：开工率



数据来源：隆众化工；华安期货研究院

2.供应端：或有减量，但定有增量对冲

供应端减量的情况主要有以下三个方面，其一，9-10月秋季检修是下半年唯一确定性供给收缩窗口，但参照"全年分散轮修"模式，单月检修损失量对总供应

影响有限，且高库存下检修减量可被库存释放完全填补，无供需错配基础；其二，氨碱法、联碱法全行业亏损，部分高成本装置存在降负动力，但受制于重资产启停成本与现金流压力，"亏损≠减产"，主动减产动能不足；其三，山东海化 120 万吨氨碱装置进入技改过渡期，老线若在改造推进中出现阶段关停或降负，将构成边际减量，但时间表未定，尚无法纳入测算。

供应减量有着或多或少的不确定性，但是供应增量却有着更大确定性。其中远兴能源三期 240 万吨（原计划 2026 年 6 月投产），截至 7 月底装置仍在建设收尾，市场预期推迟至三季度末-四季度。若四季度投产，对 2026 年产量影响有限，但将直接压制 2027 年供需预期，限制远月反弹空间；此外，湘衡盐化 80 万吨联碱计划 2026 年底前逐步投产，宁夏日盛 20-30 万吨联碱预计 7-8 月进入集中释放期；更不用说当前天然碱满负荷运行，当前在产天然碱产能 960 万吨/年（占比 22.5%），凭借绝对成本优势满负荷运行，持续向市场投放低价货源。

供应端虽有检修、亏损降负等减量因素，但在天然碱满负荷、新产能持续投放的增量对冲下，整体供应仍处于过剩状态，宽松格局贯穿下半年。供应端的边际变化（减产落地程度）只能决定价格在区间内的相对位置，无法改变低估值稳态本身，除非出现路径三所述的政策强制约束。

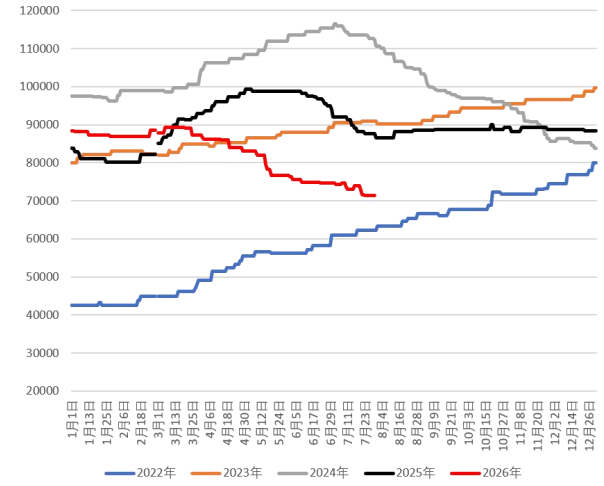
3.需求侧：两大玻璃下游同步收缩，重碱需求持续走弱

浮法玻璃方面，在产日熔量由年初初 15.1 万吨降至 7 月末 14.28 万吨，开工率 66.55%（近十年低位）；全行业亏损下冷修提速，7 月中旬浮法玻璃冷修 3 条线，后续冷修计划增多；库存 376.765 万吨，地产竣工面积 7 月同比降幅显著扩大，深加工订单同比下滑超 20%。

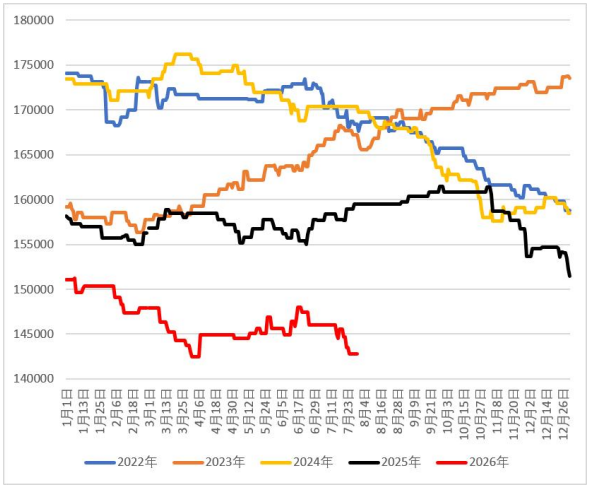
光伏玻璃方面，在产日熔量由年初 8.82 万吨降至 7 月末 7.14 万吨，开工率 51.37%，头部企业主导冷修节奏，样本企业库存约 47.89 天；全行业深度亏损下产能出清加速，已从纯碱需求的"增量来源"彻底转为"减量来源"。

轻碱方面，碳酸锂产量回落（7 月中旬 2.45 万吨，环比-1.2%，原料端偏紧）、氧化铝平稳、印染造纸处于传统淡季，轻碱需求整体平稳偏弱。且轻碱库存压力更大，即使需求改善也将面临较长的去库之路。

图表 6：光伏玻璃日熔量（吨）



图表 7:浮法玻璃日熔量（吨）

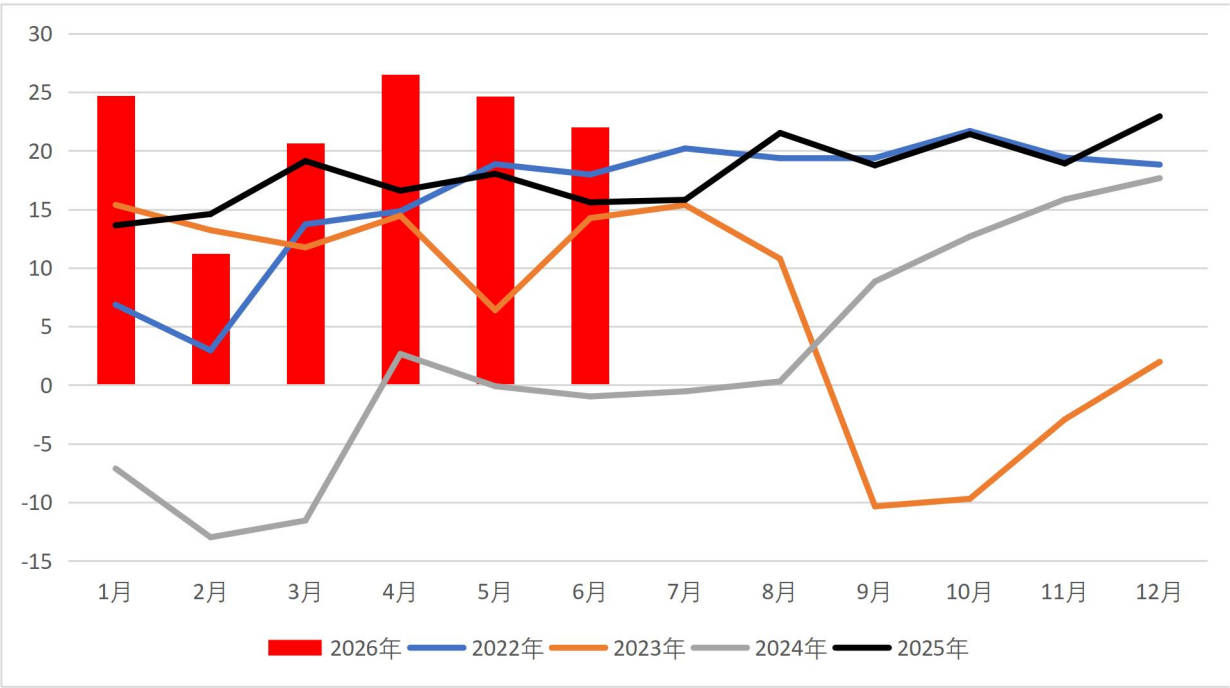


数据来源：隆众化工；华安期货研究院

出口端，1-6 月累计出口 143.02 万吨，同比+44.06%，6 月出口 24.07 万吨，同比+53.23%。全年出口预期上调至 280-300 万吨，在价格持续低迷的下半年，月均出口较上半年或将提升至 26-30 万吨，占比最多不超过国内月均产量（约 330 万吨）的 10%。

出口放量是低估值稳态下的被动结果（国内低价倒逼海外销路、以价换量），无法反过来打破低估值格局，出口作为边际缓冲项，仅能部分对冲库存累积速度，全球贸易量天花板（约 1100-1200 万吨/年）与成本劣势（国内天然碱成本仍高于美、土）约束其增长空间。

图表 11:纯碱单月净出口（万吨）



数据来源：海关总署；华安期货研究院

需求端的大驱动（玻璃需求出清完成后的回暖）尚未出现，且出清过程本身持续拖累纯碱刚需。需要明确的是，玻璃冷修放量是"需求出清"的必经过程——只有浮法日熔量降至供需再平衡水平（约 12 万吨以下）、光伏产能出清到位，重碱需求才能真正筑底。在此之前，需求端对纯碱是持续的负贡献。

四、展望：稳态难破，磨底未竟

2026 年下半年纯碱预计延续极端低估值下的低位弱势震荡格局，价格中枢较上半年进一步下移，磨底时间拉长。核心矛盾仍是"产能绝对过剩"与"需求持续疲软"的长期博弈，"低估值但难反转"的稳态在供给端强化、需求端弱化下进一步固化。

具体来看，当前期现价格均创历史新低，行业仅天然碱法盈利，但低估值并不构成上涨理由；市场寄予厚望的产能清退驱动验证落空，山东海化 120 万吨氨碱置换延期至 2028 年，能耗限额强制清退未见落地案例，多晶硅方案短期仅做参考，而低成本天然碱仍在扩张；夏季集中检修落地不及预期，开工率不降反升至 80%以上；浮法、光伏两大玻璃下游亏损深化、冷修提速，地产竣工同比降幅扩大，重碱需求持续收缩。

价格上方受 180 万吨以上高库存与复产预期压制，下方受天然碱边际成本支撑，整体"下有成本、上无驱动"。若下半年出现产能实质性退出或玻璃需求端出清完成后的边际回暖，价格存在阶段性反弹机会，但难有趋势性反转。

投资策略：区间震荡偏弱，反弹至成本支撑上方可逢高试空，期权端波动率虽然处于低位，但结合区间震荡看法，仍可考虑卖出策略，但仍需关注波动率异动。

免责声明

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格。分析师声明：作者具有期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

本报告的信息来源于已公开信息，但我公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的信息、意见仅反映我公司于发布本报告当日的判断，我公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成投资、交易、法律、会计或税务的最终建议。我公司不以任何形式承诺交易收益或保证本金不受损失。任何主体因使用本报告内容所致的任何决策、损失与我公司、我公司员工或者关联机构无关。

联系我们

华安期货有限责任公司
安徽省合肥市蜀山区潜山路 190 号华邦世贸中心超高层写字楼 40、41 层
电话：400-882-0628、62839752