

## 基础化工行业深度报告

# 烧碱：关注 2025H1 烧碱供需错配机会

增持（首次）

2025 年 01 月 16 日

证券分析师 陈淑娴

执业证书：S0600523020004

chensx@dwzq.com.cn

研究助理 周少玟

执业证书：S0600123070007

zhoushm@dwzq.com.cn

### 投资要点

- **核心观点：**我们预计我国 2025 年烧碱、氧化铝产能都将增长，具体来看，新增烧碱产能集中于 2025H2，而烧碱最大下游氧化铝的新增产能集中于 2025H1，关注供需错配驱动 2025H1 烧碱价格上行机会。
- **供需平衡表结论：**我们预计 2025 年全年我国烧碱供需过剩 121 万吨，但 2025H1 存在供需缺口 26 万吨。具体来看供需两端：
- **供给端：**2024 年，我国烧碱产能 5041.6 万吨（同比+3.3%）。分区域来看，我国烧碱企业主要分布于华东、华北、西北三个地区，且市场集中度低，截至 2024 年底，我国烧碱产能在 100 万吨/年以上的企业仅 5 家，CR5 仅 2.8%。根据《工业重点领域能效标杆水平和基准水平（2023 年版）》，政策要求纯碱、烧碱等 25 个领域能效低于基准水平的存量项目，原则上应在 2025 年底前完成技术改造或淘汰退出，预计 2025 年将是烧碱产能变动的一个关键节点，实际烧碱落地产能受限。我们预计 2025 年我国烧碱实际新增产能 380 万吨，实际新增产量 310 万吨，且更多烧碱产能将集中于 2025H2 投产。
- **需求端：**2024 年 M1-11，我国烧碱表观消费量 3496 万吨（同比+6%）。从下游需求占比来看，烧碱下游应用领域众多，其中氧化铝是我国烧碱下游领域里需求占比最大的板块，2024 年需求占比约 31%。根据百川盈孚，2025E 我国氧化铝产能预计将新增超过 1000 万吨，全年预计将带动约 124 万吨的烧碱新增需求。综合所有烧碱下游应用板块，预计 2025 年将新增烧碱需求 159 万吨。由于我国更多氧化铝产能将集中于 2025H1 投产（我们预计 2025H1、2025H2 分别投产氧化铝产能 740、440 万吨），且企业需要提前采购烧碱进行备货，我们预计 2025H1 氧化铝对烧碱需求将有显著拉动作用。
- **投资建议：**烧碱产能较大，液氯配套较为完备，单位烧碱产能对应市值偏低的公司有望受益，建议关注：ST 中泰、氯碱化工、新疆天业、北元集团、滨化股份、三友化工、华塑股份、天原股份、镇洋发展。
- **风险提示：**下游需求不及预期的风险；新项目投产不及预期的风险；原材料成本大幅波动的风险。

### 行业走势



### 相关研究

## 内容目录

1. 烧碱是应用广泛的化工原料 .....	4
2. 回顾过去：烧碱价格如何变动——环保双碳政策驱动供给端改革，下游氧化铝等需求拉动，烧碱过去 10 年经历 4 轮上涨周期 .....	6
3. 展望未来：从供需两端，如何判断烧碱后续行情——新增氧化铝产能集中于 2025H1，但新增烧碱产能集中于 2025H2，供需错配驱动 2025H1 烧碱价格上行机会 .....	7
3.1. 供给端：我们预计 2025 年我国新增烧碱产量 310 万吨 .....	7
3.2. 需求端：我们预计 2025 年我国新增烧碱需求 159 万吨 .....	11
3.3. 烧碱供需平衡表：我们预计 2025 年全年我国烧碱供需过剩 121 万吨，但 2025H1 存在供需缺口 26 万吨 .....	14
4. 相关标的梳理 .....	15
5. 关注三大影响因素，或影响烧碱供需情况 .....	16
5.1. 影响因素一：氯碱平衡可能约束烧碱供给 .....	16
5.2. 影响因素二：氧化铝下游电解铝存在产能上限，可能影响烧碱需求 .....	17
5.3. 影响因素三：轻碱替代可能影响烧碱需求 .....	17
6. 风险提示 .....	18

## 图表目录

图 1:	离子交换膜法生产烧碱.....	4
图 2:	氯碱产业链.....	5
图 3:	中国 32%液碱价格 (元/吨) .....	6
图 4:	我国各地区烧碱产能及企业数量 (截至 2024 年底) .....	8
图 5:	中国烧碱产能情况.....	8
图 6:	中国烧碱产量情况.....	8
图 7:	中国烧碱表观消费量.....	11
图 8:	2024 年中国烧碱下游需求占比.....	11
图 9:	我国氧化铝产量.....	12
图 10:	2024 年 1-11 月, 我国分省市氧化铝产量分布 .....	12
图 11:	中国氧化铝净出口量 (万吨) .....	13
图 12:	部分烧碱上市公司梳理.....	15
图 13:	中国 PVC 表观消费量.....	16
图 14:	2024 年中国 PVC 下游需求占比.....	16
图 15:	氧化铝产业链.....	17
表 1:	我国烧碱产能情况 (截至 2024 年底) .....	7
表 2:	政策趋严, 约束烧碱实际落地产能.....	9
表 3:	2025E 我国新增烧碱产能投产节奏 (万吨) .....	9
表 4:	2025E-2027E 我国新增烧碱产能投产梳理 .....	10
表 5:	2025E 我国新增氧化铝产能投产节奏 (万吨) .....	12
表 6:	烧碱供需平衡表测算.....	14

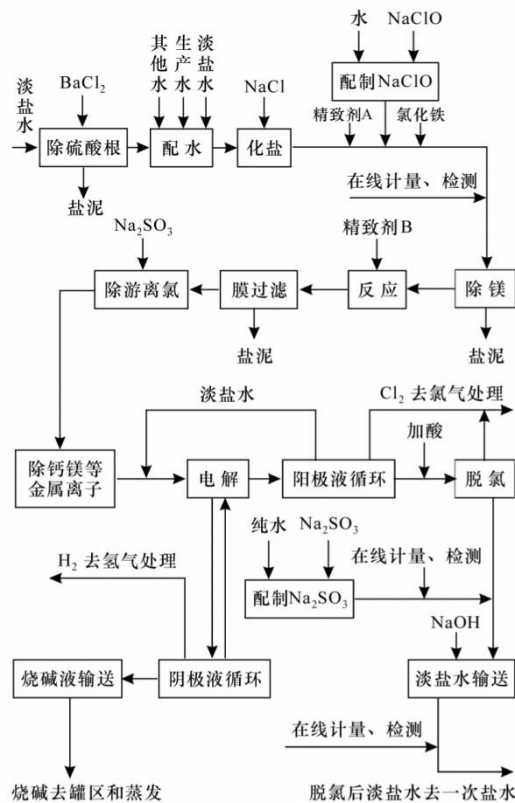
## 1. 烧碱是应用广泛的化工原料

烧碱 (NaOH)，常称为苛性钠，是一种强碱，具有强腐蚀性，常用于化工、造纸、印染等行业，能有效去除有机物及净化水质。烧碱与纯碱同为国民经济重要的基础性化工原料—“三酸两碱” (即硝酸、硫酸、盐酸和烧碱、纯碱) 中的两碱之一。

按形态来划分，烧碱分为液碱、固碱，其中液碱是大规模工业生产主要使用的类型。液碱为透明液体，反应速度较快，添加简便，但容易结晶，32%液碱和 50%液碱是主流型号；固碱根据形状可分为片碱、粒碱等，存储和运输更为方便，但溶解较为麻烦，99%固碱是主流型号。

烧碱的生产工艺主要有苛化法 (早期方法) 和电解法 (主流工艺)，相比于苛化法，电解法具有更高的经济性和更稳定的产品质量。电解法包括隔膜法、水银法和离子交换膜法。离子交换膜法为目前主流、先进的工艺，主要包括配水、化盐、盐水精制、电解、淡盐水脱氯等 5 个工序，具有能效高、污染少、投资低的优点。

图1: 离子交换膜法生产烧碱



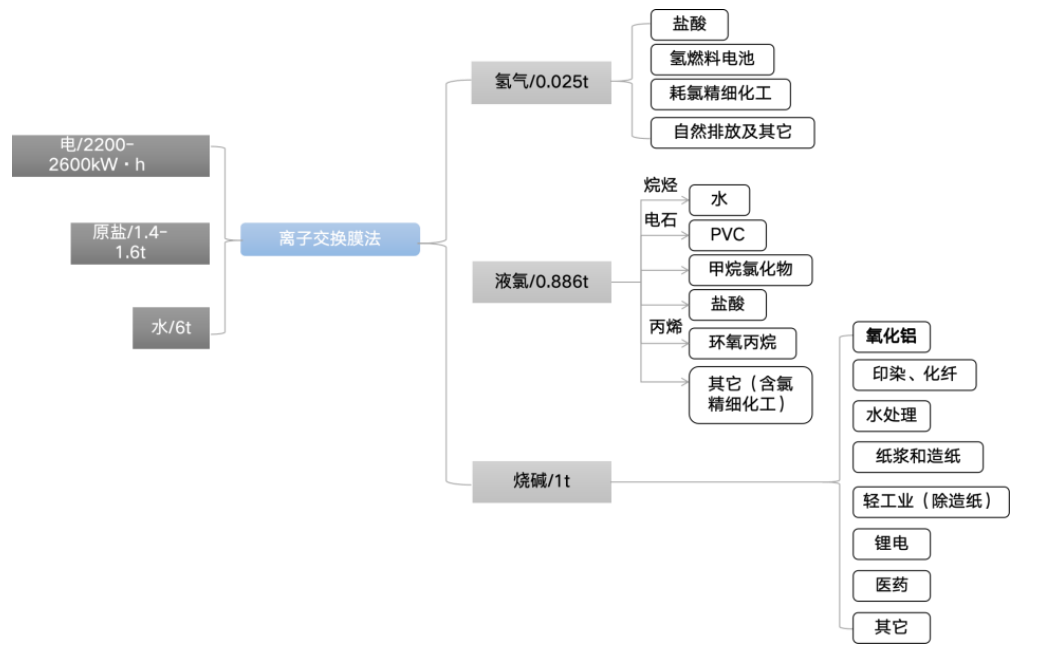
数据来源:《离子膜烧碱生产工艺的优化》, 东吴证券研究所

烧碱产业链上游依赖原盐和电力。根据百川盈孚，每生产1吨烧碱约消耗1.4-1.6吨原盐(NaCl)、6吨水、2200-2600度电，其中，盐水和电的成本大概分别占到烧碱总成本的20%和60%。

烧碱产业链下游广泛应用于化工、冶金、纸浆制造等多个领域，其中氧化铝为烧碱占比最大的下游应用领域。从下游需求占比来看，2024年我国烧碱下游需求产品主要集中在氧化铝(占比31%)、造纸(纸浆)(占比15%)、化工(占比13%)、印染(10%)和医药(9%)等。

与传统产业链相比，氯碱产业链的特殊之处在于联产氯气和烧碱，且具有区域性分布的特点，特别是在华东北沿海地区(具有盐水和出口优势)及西北地区(具有能源价格优势)。

图2: 氯碱产业链

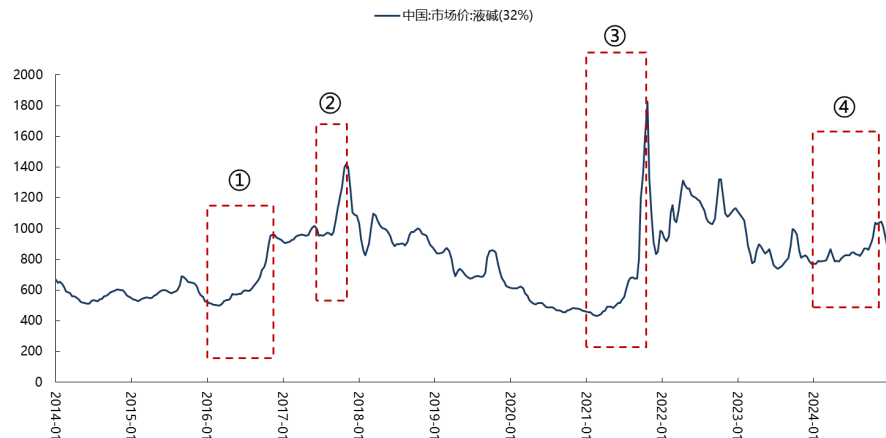


数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所

## 2. 回顾过去：烧碱价格如何变动——环保双碳政策驱动供给端改革，下游氧化铝等需求拉动，烧碱过去 10 年经历 4 轮上涨周期

自 2014 年起，我国烧碱价格持续波动，经历 4 轮上涨周期：

图3：中国 32%液碱价格（元/吨）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**①2016 年初-2016 年底：烧碱供给侧改革+下游需求增加，带动烧碱价格上涨。**2016 年，供给侧结构性改革和环保政策严格执行，大量落后液碱产能被淘汰。原盐和煤炭等生产成本上涨，进一步推高了烧碱的价格。2016 年下半年，国内烧碱下游的氧化铝、造纸、化工、石化等多个行业盈利水平改善，开工提升之后对烧碱需求增加，叠加海外需求复苏，烧碱价格大幅上涨。

**②2017 年 6 月-2017 年底：氧化铝涨价+环保政策收紧供给，带动烧碱价格上涨。**上游原盐市场价格维稳，下游氧化铝、造纸等行业盈利改善，尤其是氧化铝行业需求良好，推动烧碱价格提涨。同时，环保政策的持续影响导致部分小产能烧碱企业停产，供应量缩紧，叠加 2017 年下半年烧碱企业的库存水平较低，订单量充足，进一步加剧了市场供应紧张局面，推动烧碱价格上涨。

**③2021 年初-年底：能耗双控收紧供给+下游氧化铝行业扩张，带动烧碱价格上涨。**能耗双控政策的实施要求企业减少能源消耗和碳排放，导致烧碱生产成本增加，供应量阶段性减少。美国寒潮及国际原料工业盐价格上涨，也加剧了供应紧张，烧碱生产受到限制。此外，部分小产能退出，行业供给增速放缓。受新冠疫情影响，国外供应链断裂，同时宽松货币政策以及消费补贴等措施导致我国对外出口强劲增长。下游氧化铝行业的快速扩张以及造纸、印染、化纤等行业的需求增长，特别是在“金九银十”传统旺季，带动了烧碱需求增加。

④2024年初-年底:上游检修+下游氧化铝产能增加+金融属性,带动烧碱价格上涨。随着氧化铝产能的快速扩张,行业景气度提高,支撑烧碱需求。同时,季节性波动,尤其是“金九银十”旺季,需求增加推高烧碱价格。烧碱库存处于历史低位,库存端无压力。此外,烧碱 2505 合约吸引了大量资金入市,金融属性的增强和多头资金的积极加仓也在一定程度上推动了烧碱价格的上涨。

### 3. 展望未来:从供需两端,如何判断烧碱后续行情——新增氧化铝产能集中于 2025H1,但新增烧碱产能集中于 2025H2,供需错配驱动 2025H1 烧碱价格上行机会

#### 3.1. 供给端:我们预计 2025 年我国新增烧碱产量 310 万吨

我国烧碱市场集中度低。截至 2024 年底,我国烧碱企业数量共计 178 家,其中烧碱规模在 100 万吨以上的企业仅 5 家,CR5=2.8%。

从地区分布来看,我国烧碱企业主要分布于华东、华北、西北三个地区。这些地区烧碱发展历史悠久,是下游消费的主要市场,且地理位置较好,在出口方面有优势。此外,当地氯碱企业配套耗氯产品品种较多,能很好解决氯碱平衡问题。

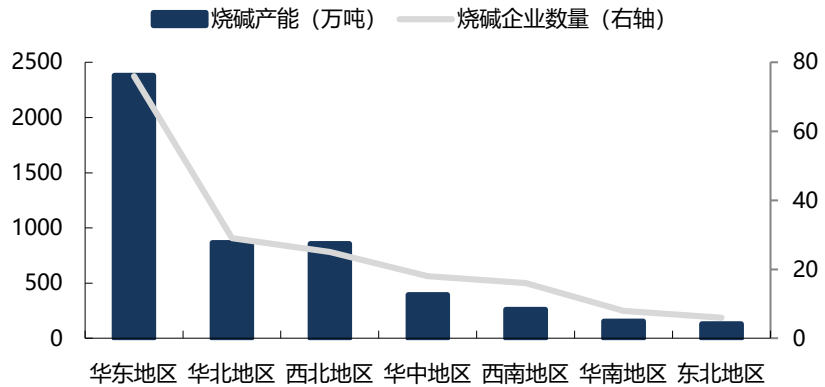
表1:我国烧碱产能情况(截至 2024 年底)

产能(万吨)	企业数量	企业数量占比	代表上市公司
规模≥100	5	2.8%	ST中泰、氯碱化工
50≤规模<100	25	14.0%	北元化工、滨化集团等
0<规模<50	148	83.1%	安徽华塑、航锦科技等
合计	178	100.0%	

数据来源:百川盈孚,东吴证券研究所



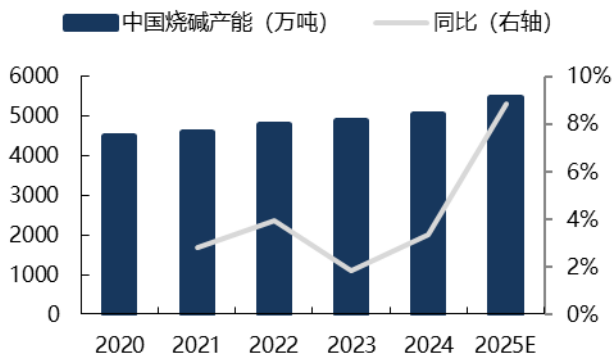
图4：我国各地区烧碱产能及企业数量（截至 2024 年底）



数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

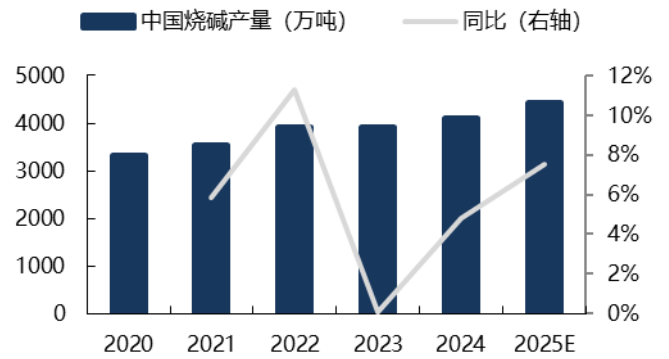
政策约束我国烧碱产能进一步释放，实际落地新增产能预计将有限。2024 年，我国烧碱产能 5041.6 万吨（同比+3.3%）。根据百川盈孚，2025E 我国烧碱预计将新增 447 万吨产能，考虑到往期实际投产量与预计投产量存在差距，且根据《工业重点领域能效标杆水平和基准水平（2023 年版）》，政策要求纯碱、烧碱等 25 个领域能效低于基准水平的存量项目，原则上应在 2025 年底前完成技术改造或淘汰退出，预计 2025 年将是烧碱产能变动的一个关键节点，实际烧碱落地产能受限。我们预计 2025 年我国烧碱实际新增产能 380 万吨，实际新增产量 310 万吨。

图5：中国烧碱产能情况



数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所预测

图6：中国烧碱产量情况



数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所预测



表2: 政策趋严, 约束烧碱实际落地产能

时间	部门	文件	内容
2007年11月	国家发改委	《氯碱行业准入条件》	新进入企业的烧碱装置规模必须达到 30 万吨/年以上
2016年7月	国务院办公厅	《国务院办公厅关于石化产业调结构促转型增效益的指导意见》	严格控制尿素、磷铵、电石、烧碱、聚氯乙烯、纯碱、黄磷等过剩行业新增产能
2017年7月	自治区人民政府	《内蒙古自治区石化产业调结构促转型增效益实施方案》	严格控制电石、烧碱、聚氯乙烯等过剩行业新增产能
2017年7月	河南省人民政府	《河南省人民政府办公厅关于石化产业调结构促转型增效益的实施意见》	严格控制电石、烧碱、聚氯乙烯等过剩行业新增产能
2017年12月	山东省人民政府	《山东省人民政府办公厅关于推进石化产业调结构促转型增效益的通知》	严格控制电石、烧碱、聚氯乙烯等过剩行业新增产能
2019年10月	国家发改委	《产业结构调整指导目录》	烧碱(废盐综合利用的离子膜烧碱装置除外)被列为限制类
2021年11月	国家发改委	《高耗能行业重点领域能效标杆水平和基准水平(2021 年版)》	规定了离子膜法液碱能效标杆水平、基准水平
2022年2月	国家发改委	《高耗能行业重点领域节能降碳改造升级实施指南(2022 年版)》	截至2025年烧碱行业能效标杆水平以上产能比例达到 40%，能效基准水平以下产能基本清零
2023年6月	国家发改委	《工业重点领域能效标杆水平和基准水平(2023年版)》	纯碱、烧碱等 25 个领域能效低于基准水平的存量项目，原则上应在 2025 年底前完成技术改造或淘汰退出
2023年7月	国家发改委	《产业结构调整指导目录(2023年本，征求意见稿)》	烧碱(全部采用工业废盐综合利用的离子膜烧碱装置除外)归为限制类名单;隔膜法烧碱生产装置(作为废盐综合利用的可以保留) 被列为淘汰类名单。
2023年12月	国家发改委	《产业结构调整指导目录(2024年本)》	烧碱(40%以上采用工业废盐的离子膜烧碱装置除外)归为限制类名单;隔膜法烧碱生产装置(作为废盐综合利用的可以保留)被列为淘汰类名单。
2024年9月	河南省人民政府	《河南省合成氨、烧碱等化工行业产能界定及置换管理办法》	合成氨、烧碱等化工行业实施产能置换。落实《中共中央国务院关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》(2021年9月22日)、《产业结构调整指导目录(2024年本)》《河南省“十四五”生态环境保护 and 生态经济发展规划》等有关要求，严禁合成氨、烧碱等化工行业新增产能。

数据来源: 政府官网, 东吴证券研究所

从投产节奏来看, 我国 2025E 约 73% 的新增烧碱产能集中于 2025H2 投放, 2025H1 的新增产能较少。而烧碱最大下游氧化铝新增产能集中于 2025H1 投放, 并且需要提前采购烧碱来备货, 可能存在新增氧化铝和新增烧碱投产节奏不一致, 引发 2025H1 烧碱阶段性短缺的情况, 驱动 2025H1 烧碱价格上行机会。

表3: 2025E 我国新增烧碱产能投产节奏 (万吨)

	2025-04	2025-06	2025-08	2025-10	2025-12	合计新增产能 (万吨)
甘肃耀望化工有限公司					30	30
贵州金泊化学有限公司				10		10
贵州瓮福江山化工有限责任公司		30				30
河北吉诚新材料有限公司		15				15
河北临港化工有限公司		15				15
河南金海新材料股份有限公司					60	60
河南永银化工实业有限公司					10	10
湖北葛化华祥化学有限公司		20				20
湖北可赛化工有限公司					10	10
湖北润化新材科技有限公司					60	60
江西九二盐业有限责任公司					6	6
青岛海湾化学股份有限公司		30				30
陕西北元化工集团股份有限公司					40	40
四川鑫盛源化工有限责任公司			5			5
唐山三友精细化工有限公司					30	30
天津渤化化工发展有限公司					30	30
万华化学(宁波)氯碱有限公司					14	14
浙江嘉化集团股份有限公司	11.5					11.5
浙江镇洋发展股份有限公司					20	20
	11.5	110	5	10	310	446.5

数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所

表4: 2025E-2027E 我国新增烧碱产能投产梳理

企业	项目	省份	产能 (万吨)	预计投产时间
浙江嘉化集团股份有限公司	新增产能11.5万吨/年	浙江省	11.5	2025-04
河北吉诚新材料有限公司	新增离子膜烧碱15万吨/年	河北省	15	2025-06
河北临港化工有限公司	新增15万吨烧碱产能	河北省	15	2025-06
湖北葛化华祥化学有限公司	湖北葛化华祥化学有限公司扩产项目	湖北省	20	2025-06
贵州瓮福江山化工有限责任公司	新增30万吨氯碱装置	贵州省	30	2025-06
青岛海湾化学股份有限公司		山东省	30	2025-06
四川鑫盛源化工有限责任公司	新建5万吨/年离子膜烧碱项目	四川省	5	2025-08
贵州金泊化学有限公司	新增10万吨氯碱装置	贵州省	10	2025-10
唐山三友精细化工有限公司	预计新增离子膜烧碱产能9.8万吨/年	河北省	30	2025-12
河南金海新材料股份有限公司	新增氯碱装置共60万吨	河南省	60	2025-12
浙江镇洋发展股份有限公司	含10万吨再生盐制烧碱项目	浙江省	20	2025-12
万华化学(宁波)氯碱有限公司		浙江省	14	2025-12
陕西北元化工集团股份有限公司		陕西省	40	2025-12
河南永银化工实业有限公司	新增烧碱产能10万吨	河南省	10	2025-12
甘肃耀星化工有限公司	新增30万吨氯碱装置	甘肃省	30	2025-12
湖北润化新材料科技有限公司	新增60万吨氯碱装置	湖北省	60	2025-12
天津渤化化工发展有限公司	计划新增30万吨氯碱装置	天津市	30	2025-12
湖北可赛化工有限公司	湖北可赛化工有限公司扩产项目	湖北省	10	2025-12
江西九二盐业有限责任公司	江西九二盐业有限责任公司6万吨/年氯碱项目	江西省	6	2025-12
<b>2025年总计</b>			<b>446.5</b>	
建滔(北海)实业有限公司	新增34万吨氯碱装置	广西壮族自治区	34	2026-01
广西田东锦盛化工有限公司	新增25万吨烧碱产能	广西壮族自治区	25	2026-06
重庆市映天辉氯碱化工有限公司	新增投产20万吨烧碱项目	重庆市	20	2026-06
重庆市嘉利合新材料科技有限公司	新增30万吨烧碱产能	重庆市	30	2026-10
九江九宏新材料有限公司	九江九宏新材料有限公司15万吨/年氯碱项目	江西省	15	2026-12
宏牛(兰州)环保科技有限公司	新增60万吨氯碱装置	甘肃省	60	2026-12
湖北吉星化工集团有限责任公司	新增30万吨氯碱装置	湖北省	30	2026-12
滨兰新材料(甘肃)有限公司	新增60万吨烧碱项目	甘肃省	60	2026-12
甘肃富鹏废盐综合开发有限公司	新增10万吨烧碱项目	甘肃省	10	2026-12
甘肃巨化新材料有限公司	新增90万吨氯碱装置	甘肃省	90	2026-12
河南红东方化工股份有限公司	新增5万吨离子膜烧碱计划	河南省	5	2026-12
唐山裕隆新材料科技有限公司	新增30万吨烧碱产能	河北省	30	2026-12
赣州飞南资源循环科技有限公司	新增20.72万吨烧碱装置	江西省	20.72	2026-12
河北冀衡化学股份有限公司	新增20万吨氯碱装置	河北省	20	2026-12
宁波环洋新材料股份有限公司		浙江省	24	2026-12
华鲁恒升(荆州)有限公司	新增30万吨氯碱装置	湖北省	30	2026-12
<b>2026年总计</b>			<b>503.72</b>	
广西华谊氯碱化工有限公司	新增投产30万吨烧碱项目	广西壮族自治区	30	2027-01
湖北民腾新材料科技有限公司	新增60万吨氯碱装置	湖北省	60	2027-12
<b>2027年总计</b>			<b>90</b>	

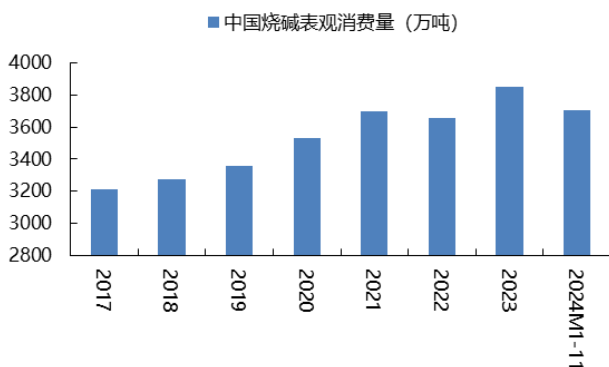
数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所

### 3.2. 需求端：我们预计 2025 年我国新增烧碱需求 159 万吨

烧碱用途广泛，氧化铝为烧碱下游主要需求方向。我国烧碱表观消费量整体提升，2024 年 M1-11 表观消费量 3496 万吨（同比+6%）。从下游需求占比来看，2024 年我国烧碱下游需求产品主要集中于氧化铝（占比 31%）、造纸（纸浆）（占比 15%）、化工（占比 13%）、印染（占比 10%）和医药（占比 9%）等。

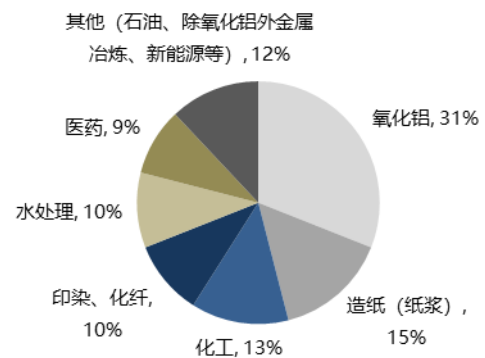
烧碱的主要作用是使矿石中的氧化铝转变成铝酸钠溶液，而矿石中的铁、钛等杂质和绝大部分的硅则成为不溶解的化合物进入残渣（赤泥），将残渣与溶液分离。纯净的铝酸钠溶液即可分解析出氢氧化铝，经分离、洗涤后煅烧，最后制得氧化铝产品。

图7：中国烧碱表观消费量



数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

图8：2024 年中国烧碱下游需求占比

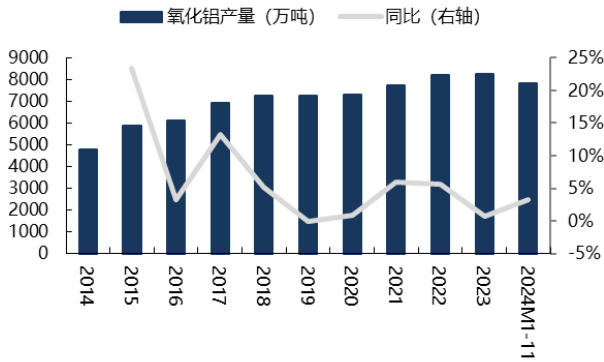


数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

氧化铝产量增长，2014-2023 年我国氧化铝产量 CAGR=6%。2019-2020 年，中国氧化铝受产能过剩和新冠疫情引发的全球经济放缓影响，氧化铝产量出现下滑，之后恢复增长。2024 年 1-11 月，我国氧化铝累计产量 7809 万吨（同比+3.4%）。

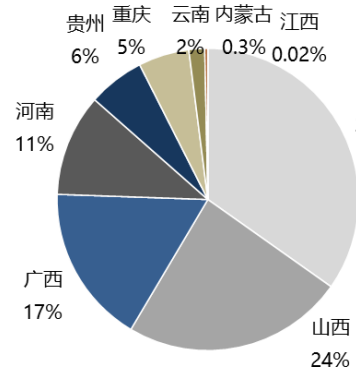
我国氧化铝产能高度集中，山东省是氧化铝生产第一大省。2024 年 1-11 月，山东省氧化铝产量 2716 万吨，山西省、广西壮族自治区分别以 1854 万吨、1329 万吨的产能紧随其后。

图9: 我国氧化铝产量



数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所

图10: 2024年1-11月, 我国分省市氧化铝产量分布



数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所

2025E 我国将新增超 1000 万吨氧化铝产能, 且集中于 2025H1 投放, 带动烧碱需求量快速提升。根据百川盈孚, 我们预计 2025 年我国新增氧化铝产能超过 1000 万吨, 其中 25Q1/25Q2/25Q3/25Q4 新增产能分别 250/490/120/320 万吨。分地区来看, 新投产产能主要集中在广西、山东等地。

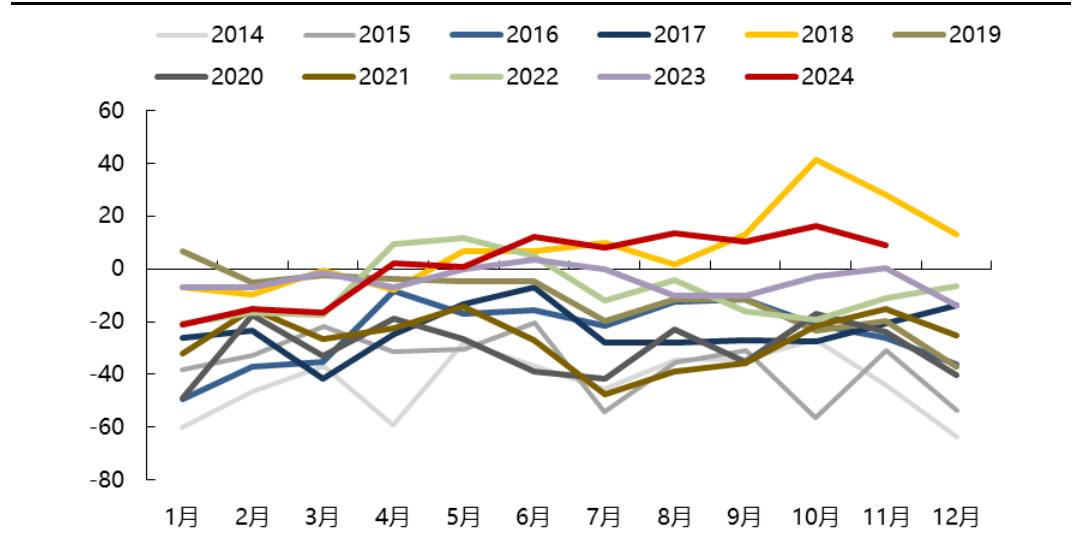
表5: 2025E 我国新增氧化铝产能投产节奏 (万吨)

国内计划投产项目	省份	205Q1	205Q2	205Q3	205Q4	2025全年
九龙万博	重庆				100	100
华昇新材料	广西	100	100			200
广投临港	广西				100	100
创源新材料	山东	100				100
鲁北海生	山东			50		50
文丰新材	河北		240	120	120	480
沾化置换	山东	50	150	-50		150
<b>合计产能</b>		<b>250</b>	<b>490</b>	<b>120</b>	<b>320</b>	<b>1180</b>

数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所

此外，海外对于氧化铝的需求量增加，驱动我国氧化铝产量增长。2018年，海外氧化铝价格高位波动，促使中国氧化铝出口量大增，达到146万吨，净出口量高达95万吨，由净进口国转为净出口国。2024年，全球氧化铝产能持续下滑，海外对于氧化铝的需求增加，中国时隔6年再次转为净出口国，2024M1-11出口总量达到164万吨（同比+42%）。

图11：中国氧化铝净出口量（万吨）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 3.3. 烧碱供需平衡表：我们预计 2025 年全年我国烧碱供需过剩 121 万吨，但 2025H1 存在供需缺口 26 万吨

我们综合考虑烧碱的供给及需求情况，预计：

- ① 2025 年全年：国内烧碱总供应量为 4429 万吨（同比+7%），国内烧碱总需求量为 3982 万吨（同比+4%），供应端增速快于需求端增速，供给过剩 121 万吨。
- ② 2025H1：国内烧碱总供应量为 1938 万吨，国内烧碱总需求量为 1964 万吨，存在供需缺口 26 万吨。2025H1 存在阶段性短缺的情况，驱动烧碱价格上行机会。

关键假设如下：

**供给端：**我们预计我国烧碱 2025E 新增 447 万吨产能，考虑到往期实际投产量与预计投产量存在差距，且在十四五收官之年，高能耗行业仍处于政策约束之中，实际开工率预计同比下滑，我们预计 2025 年我国烧碱实际新增产能 380 万吨，实际新增产量 310 万吨。**进出口方面，**我国烧碱进口数量少，出口量有望随着印尼及印度新增氧化铝产能而增加。

**需求端：**我们预计我国氧化铝产能在 2025E 新增 1180 万吨，对应新增 124 万吨的烧碱需求。从其他下游来看，造纸行业预计能有烧碱需求的增加，而化工、印染、水处理、新能源电池等对烧碱的需求拉动效果有限。

表6：烧碱供需平衡表测算

	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1	2025E
我国烧碱产能 (万吨)	4486	4611	4792	4880	5042	5163	5488
烧碱开工率 (%)	74%	77%	82%	81%	82%	41%	81%
我国烧碱产量 (万吨)	3335	3529	3926	3930	4119	2102	4429
烧碱进口量 (万吨)	4	5	1	2	2	1	2
烧碱出口量 (万吨)	115	148	325	249	298	164	328
<b>国内烧碱总供应量 (万吨)</b>	<b>3224</b>	<b>3386</b>	<b>3603</b>	<b>3684</b>	<b>3822</b>	<b>1938</b>	<b>4102</b>
国内烧碱总供应量 (yoy)		5%	6%	2%	4%		7%
我国氧化铝产能 (万吨)	10600	10675	11442	12302	11422	12162	12602
氧化铝开工率 (%)	85%	85%	84%	82%	81%	80%	80%
氧化铝产量 (万吨)	9010	9074	9611	10088	9252	4865	10082
氧化铝所需烧碱的量 (万吨)	1352	1361	1442	1513	1388	730	1512
其他下游所需烧碱的量 (万吨)	1873	2025	2161	2171	2434	1235	2469
<b>国内烧碱表观消费量 (万吨)</b>	<b>3224</b>	<b>3386</b>	<b>3603</b>	<b>3684</b>	<b>3822</b>	<b>1964</b>	<b>3982</b>
国内烧碱表观消费量 (yoy)		5%	6%	2%	4%		4%
<b>烧碱总供应-总需求 (万吨)</b>						<b>(26)</b>	<b>121</b>

数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所测算

#### 4. 相关标的梳理

从投产节奏来看，我国 2025E 约 73% 的新增烧碱产能集中于 2025H2 投放，2025H1 的新增产能较少。而烧碱最大下游氧化铝新增产能集中于 2025H1 投放，并且需要提前采购烧碱来备货，可能存在新增氧化铝和新增烧碱投产节奏不一致，引发 2025H1 烧碱阶段性短缺的情况，驱动 2025H1 烧碱价格上行机会。

我们梳理了国内部分烧碱上市公司的基本情况：

图12：部分烧碱上市公司梳理

股票代码	公司	烧碱产能 (万吨)	2025/1/15市值 (亿元)	市值/烧碱产能 (万元/吨)	2023年营业收入 (亿元)	2023年烧碱收入 (亿元)	2023年烧碱收入 占比 (%)
002092.SZ	ST中泰	146	110	0.8	371	氯碱13.86	4%
600618.SH	氯碱化工	102	134	1.3	72	24.43	34%
600075.SH	新疆天业	97	73	0.7	115	20.70	18%
601568.SH	北元集团	80	157	2.0	110	23.31	21%
601678.SH	滨化股份	61	76	1.3	73	21.44	29%
600295.SH	鄂尔多斯	60	261	4.3	306	7.32	2%
601216.SH	君正集团	55	433	7.9	191	-	-
600409.SH	三友化工	53	107	2.0	219	-	-
600935.SH	华塑股份	48	84	1.8	56	11.52	21%
002386.SZ	天原股份	48	56	1.2	184	氯碱35.61	19%
000818.SZ	航锦科技	39	105	2.7	37	液碱11.86	32%
600328.SH	中盐化工	36	111	3.1	161	4.53	3%
603213.SH	镇洋发展	35	43	1.2	21	氯碱16.94	80%
600273.SH	嘉化能源	30	107	3.6	88	氯碱10.11	12%
600929.SH	雪天盐业	30	87	2.9	63	5.28	8%

数据来源：Wind，百川盈孚，东吴证券研究所

注：君正集团、三友化工 2023 年未披露烧碱细分收入



## 5. 关注三大影响因素，或影响烧碱供需情况

### 5.1. 影响因素一：氯碱平衡可能约束烧碱供给

氯碱行业具有独特的联产属性,通过电解法生产 1 吨烧碱会同时产生 0.886 吨氯气,因此氯碱平衡对烧碱的供给有显著约束作用。氯气是高危化学品,储运不便,必须在短时间内消耗,部分烧碱企业通常会配套 PVC (液氯最大下游应用领域) 或者其他产品,形成氯碱一体化。

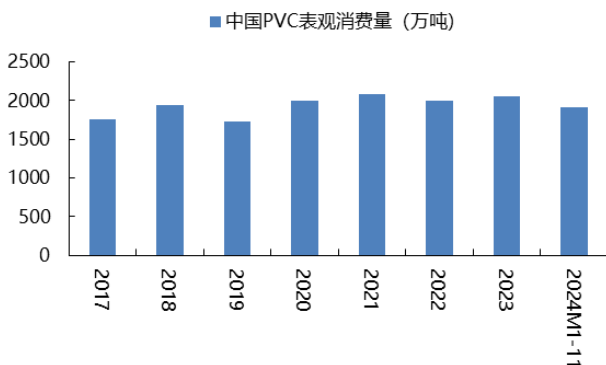
部分氯碱企业会用烧碱盈利来贴补液氯的亏损,也会控制开工率来优化公司整体盈利。液氯常面临亏损风险,尤其是在价格极端低迷时(如 2023 年山东地区液氯价格一度跌至负值),需要依赖烧碱的盈利能力来补贴液氯,这使得烧碱的盈利空间受到压缩。与此同时,部分烧碱生产企业可能会压降氯碱装置开工率,对烧碱供给产生影响。

液氯下游需求量最大的领域为聚氯乙烯 PVC,2024 年占液氯下游需求的 40%。我国 PVC 表观消费量在 2020-2023 年保持相对稳定,均在 2000 万吨左右。2024 年 1-11 月,我国 PVC 表观消费量 1909 万吨(同比+2%)。

PVC 用途广泛,2024 年我国 PVC 下游需求产品主要集中于管材(27%)、型材和门窗(14%)等,主要应用于地产建材、基础建设以及家装等领域,与后端地产链具备较强关联度。

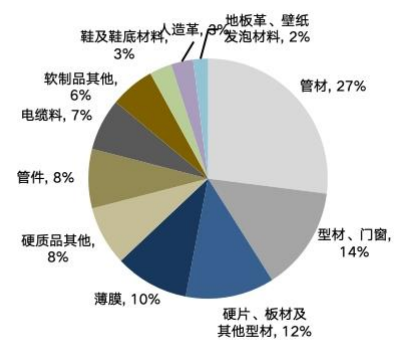
由于房地产行业需求仍需恢复,液氯市场需求压力仍存,且当前 PVC 工厂库存处于历史高位,氯碱企业整体开工率上行概率不大,进而对烧碱供给形成约束。

图13: 中国 PVC 表观消费量



数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所

图14: 2024 年中国 PVC 下游需求占比



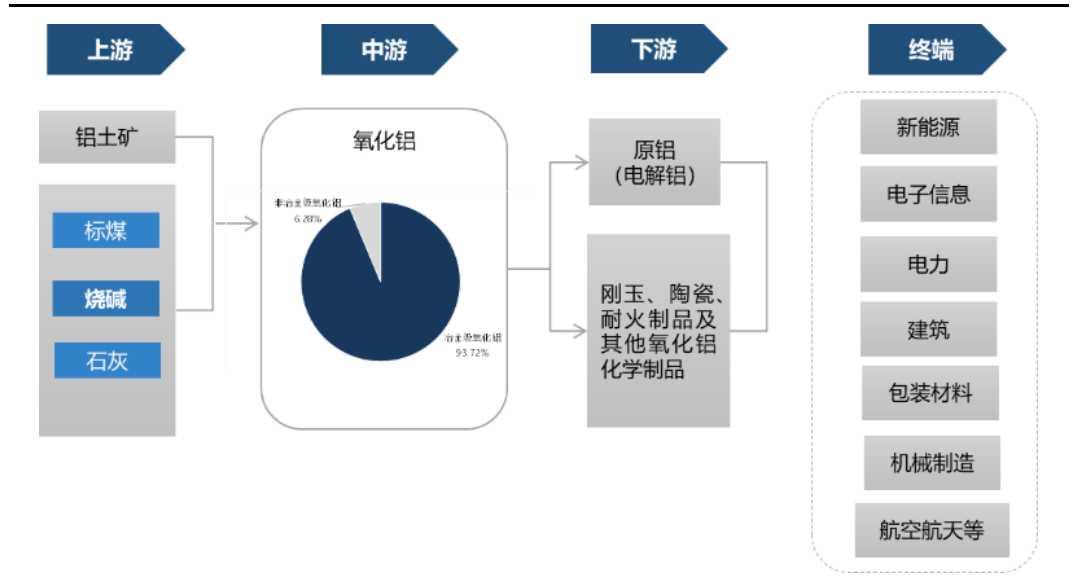
数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所

### 5.2. 影响因素二：氧化铝下游电解铝存在产能上限，可能影响烧碱需求

氧化铝是生产电解铝的主要原料，约 94%的氧化铝用于电解铝行业。然而，作为氧化铝的主要消费端，电解铝行业的产能上限可能对烧碱需求形成制约。

受“能耗双控”和“双碳”政策影响，国家严格限制电解铝的新增产能和产量。截至 2023 年底，我国电解铝产能约 4470 万吨，已逼近 4500 万吨的行业上限目标。在电解铝产能达到上限后，氧化铝需求增长将趋于饱和，这对烧碱市场可能带来一定的影响。

图 15：氧化铝产业链



数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

### 5.3. 影响因素三：轻碱替代可能影响烧碱需求

烧碱和轻质纯碱在下游应用中具有一定的替代性，主要体现在氧化铝、泡花碱、味精、洗涤剂等行业。尽管两者在这些领域的替代量占比较小，但随着价差的扩大和长期稳定，这种替代效应可能逐渐显现，进而影响烧碱的需求量。当 32%液碱价格的折百价（折百价指去除水分，按 100% 纯净的碱计算的价格）长期高于当地轻碱出厂价的 1.325 倍时，下游生产企业会基于成本考虑调整原材料选择，选择便宜的轻碱；反之，则可能继续使用烧碱。

但在实际使用中，企业在选择原材料时会综合考虑工艺需求、产品质量、供应稳定性以及其他成本因素。因此，轻碱替代烧碱的情况并非轻易发生。然而，若轻碱价格持续处于优势地位，且替代技术进一步成熟，长期来看，轻碱的替代可能会对烧碱需求产生一定的压制作用。

## 6. 风险提示

**下游需求不及预期的风险：**烧碱下游需求主要包括氧化铝、造纸、印染和化纤等，如果下游需求疲软导致烧碱需求大幅下降，可能会导致烧碱价格下行。

**新项目投产不及预期的风险：**氧化铝为烧碱最大下游领域，若规划新增氧化铝产能投产进度不及预期，可能影响烧碱需求，进而影响烧碱价格，影响企业盈利。

**原材料成本大幅波动的风险：**烧碱作为高耗能、高排放、高污染的“三高”行业，电力成本占烧碱生产成本的比重较大。若烧碱上游原材料(原盐)和电力价格大幅上行，可能会导致烧碱成本端承压，影响烧碱盈利水平。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>