



智慧创造奇迹  
一流的咨询, 卓越的服务  
First class consultancy Excellent services

## 前路漫漫

### 摘要

- 宏观：2014 年，国内经济增速放缓以及房地产市场的下行，给整个建材市场带来较大的压力，预期经济增速放缓和结构调整成为市场新常态，尽管楼市政策窗口开启，但是房地产市场或将延续低迷。
- 玻璃：受制于房地产市场的低迷，玻璃需求疲软，产能过剩问题严峻导致库存居高不下，随着纯碱价格的萎靡不振以及部分燃料价格的回落，玻璃的成本支撑逐步减弱，2015 年玻璃料将继续维持下行。
- 两板：在国内外家具市场需求低迷情况下，两板供应压力持续走高，供需矛盾加剧，同时产业升级给使得两板替代危机隐现，两板将受到低成本原料或者替代品的冲击，另外，胶合板的厂库交割降低了交割成本，2015 年两板总体偏弱，料将走出倒“N”形走势。
- 策略：对冲策略-买 BB1505 卖 BB1509，最大的风险是两者联动性走弱；期权策略-卖出两板看涨合约，到期时间为 2015 年 3 月下旬。

南华期货研究所  
方森宇 Z0002143  
0571-87839265  
fsy@nawaa.com

助理研究员：  
冯晓  
0571-87839265  
fengxiao@nawaa.com

第 1 章	行情与策略回顾.....	4
第 2 章	国内宏观.....	5
2.1.	增长放缓与结构调整是新常态.....	5
2.2.	政策窗口期开启难撼楼市蛰伏.....	6
第 3 章	玻璃.....	7
3.1.	产能过剩依然严峻.....	7
3.2.	库存居高不下.....	8
3.3.	纯碱价格萎靡不振.....	9
3.4.	燃料价格分化严重.....	9
3.5.	2015 年玻璃展望.....	11
第 4 章	两板.....	12
4.1.	下游家具需求维持低速增长.....	12
4.2.	产能继续释放，供应压力增大.....	13
4.3.	产业升级加速，替代危机隐现.....	13
4.4.	木材量价回落，粘合剂重心下移.....	14
4.5.	引入厂库缓解胶合板交割不畅.....	16
4.6.	2015 年两板展望.....	16
第 5 章	2015 年 1 季度策略.....	17
5.1.	多胶板 1505 空胶板 1509.....	17
5.2.	卖出两板看涨期权.....	17
	南华期货分支机构.....	19
	免责声明.....	20

## 图表目录

图 2.1.1: 国内经济增长放缓 .....	5
图 2.1.2: GDP 增长贡献率显著变化 .....	5
图 2.2.1: 国内商品房销售持续负增长 .....	6
图 2.2.2: 国内房地产投资增长持续走低 .....	6
图 3.2.1: 平板玻璃库存维持高位 .....	8
图 3.3.1: 纯碱价格维持低位 .....	9
图 3.3.2: 需求疲软导致纯碱产量下滑 .....	9
图 3.4.1: 天然气价格回升 .....	10
图 3.4.2: 煤炭价格震荡回落 .....	10
图 4.1.1: 国内木质家具产量维持低速增长 .....	12
图 4.1.2: 国内家具及其零件出口原地踏步 .....	12
图 4.2.1: 胶合板产量增幅维持平稳 .....	13
图 4.2.2: 纤维板产量增幅有所回落 .....	13
图 4.3.1: 国内刨花板产量维持快速增长 .....	14
图 4.3.2: 刨花板对中纤板的替代具有价格优势 .....	14
图 4.4.1: 国内木材进口冲高回落 .....	15
图 4.4.2: 国内木材进口均价高位回落 .....	15
图 4.4.3: 国内甲醛价格维持走低 .....	15
图 4.4.4: 国内尿素价格震荡回落 .....	15
表 1.1: 2014 年 4 季度建材走势 .....	4
表 1.2: 2014 年 4 季度策略跟踪 .....	4
表 3.1.1: 2014 年新建生产线点火 .....	7
表 3.1.2: 2014 年冷修点火生产线 .....	8
表 3.4.1: 玻璃原材料单位成本统计 .....	10

## 第1章 行情与策略回顾

2014 在整个国内宏观经济增速放缓，房地产市场处于低迷的情况下，建材市场期货价格整体呈现回落走势，这基本上与我们在 3 季度季报中对市场的预期相一致。

从 4 季度玻璃和两板期货价格的走势来看，玻璃表现较为稳健，4 季度维持震荡回升，其中 FG1506 合约以超过 5% 的涨幅，在所有建材类期货合约中表现最强，而胶板的下行趋势较为明显，主力 BB1501 合约以接近 8% 的跌幅，在所有建材类期货合约中表现最弱。

表 1.1: 2014 年 4 季度建材走势

品种	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌	涨跌幅[%]
FG1501	1040.00	1078.00	1004.00	1074.00	34.00	3.27%
FG1506	859.00	915.00	840.00	902.00	43.00	5.01%
BB1501	135.50	137.35	124.50	125.00	-10.50	-7.75%
BB1505	131.25	131.75	124.25	127.00	-4.25	-3.24%
FB1501	62.50	64.05	57.00	62.00	-0.50	-0.80%
FB1505	61.25	61.90	57.50	59.55	-1.70	-2.78%

资料来源：博易大师 南华研究

根据我们在今年第三季度报告中所提供的四季度交易策略，做了一个简要的策略跟踪分析，（其中采用期货策略以 30% 的仓位建仓，BB: FB=1: 2，止损出场 5%，止盈出场 15%，期权卖出策略中，保证金为执行价 30%），并对每一个策略的收益率情况统计如下：

表 1.2: 2014 年 4 季度策略跟踪

策略	建仓时间	价差/比价	平仓时间	价差/比价	年化收益率
卖 BB1501 买 FB1501	10 月 8 日	2.17	11 月 23 日	2.06	止损出场
卖出 FB 看涨期权 65@0.75	10 月 8 日	-	持有到期 12 月 19 日	-	15.38%
卖出 BB 看涨期权 140@1.98	10 月 8 日	-	持有到期 12 月 19 日	-	18.86%

资料来源：南华研究

## 第2章 国内宏观

回顾 2014 年国内宏观经济走势，经济增速放缓和房地产市场低迷是两个绕不开的话题，也是影响整个建材价格走势的最重要的宏观因素。我们认为，在结构调整的大背景下，经济增速持续、有序放缓是大概率事件；尽管中央在货币政策上已经有微调的迹象，但是楼市降温节奏尚未改变，或将继续维持蛰伏状态。

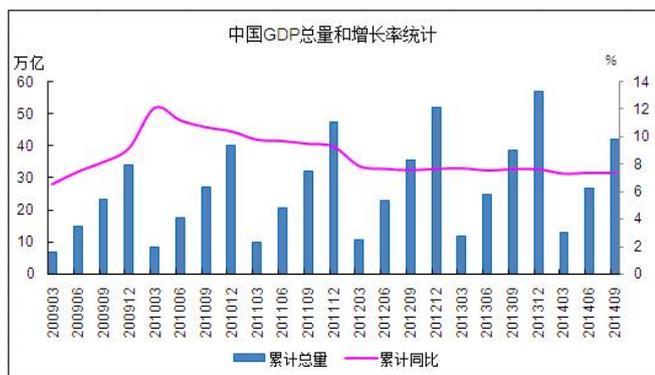
### 2.1. 增长放缓与结构调整是新常态

在当前我国宏观经济面临“三期叠加”背景下，增长放缓和结构调整对国内经济发展具有长期性的影响，这是我们需要关注的新常态。

在全球经济增长乏力背景下，国内经济增长放缓也在所难免。今年一季度和三季度 GDP 增长一度徘徊在 7.3%-7.4% 之间，也一度引发市场对全年增长目标（7.5%）能否完成的担忧。中央政府通过一系列的微刺激政策来为企业开源节流，保证国内经济增长在政府所能承受的区间下限以上，目前“七上八下”的合理增速区间也被市场普遍接受，未来经济增速仍有可能继续放缓。

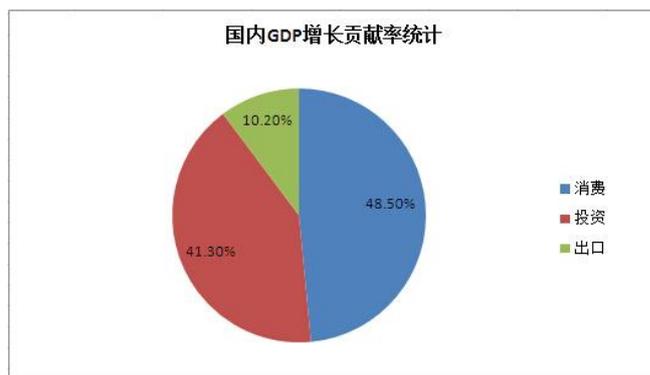
结构调整也在稳步进行。从国家统计局公布的数据来看，2014 年前 3 季度 GDP 增长中，消费、投资、出口对经济增长的贡献率分别是 48.5%，41.3% 和 10.2%；同时产业结构也在继续发生变化，服务业增速高于工业，这是对去年服务业增速首次超过工业以来的趋势延续，结构调整也步入新常态。

图 2.1.1：国内经济增长放缓



资料来源：国家统计局 南华研究

图 2.1.2：GDP 增长贡献率显著变化



资料来源：国家统计局 南华研究

在刚刚闭幕的中央经济工作会议中，习近平分析当前国内外经济形势，总结 2014 年经济工作，部署 2015 年经济工作主要任务：（1）努力保持经济稳定增长；（2）积极发现培育新增长点；（3）加快转变农业发展方式；（4）优化经济发展空间；（5）加强保障和改善民生工作。从中我们可以看出，在 2015 年，经济增长依旧有继续放缓的可能，而结构调整还将是明年的重要任务。

## 2.2. 政策窗口期开启难撼楼市蛰伏

自 2014 年 3 月份以来，全国房地产市场量价齐跌，下游消费者的观望情绪浓厚，上游开发商投资日趋谨慎，楼市整体步入低迷。

今年以来，国房景气指数逐月下滑，10 月份已经降至 94.76 点，创近两年来的新低。房地产销售面积大幅下滑是主要原因，数据显示，1-10 月份，全国累计销售商品房面积为 88493.81 万平方米，同比下滑 7.80%，尽管开发商通过“金九银十”旺季以价换量，降幅较 1-9 月份的 8.60%有所收窄，但是没法摆脱整体下滑的格局。同时，房地产投资增速也出现显著放缓。数据显示，1-10 月份，房地产开发投资累计完成额为 77220.27 亿元，同比增长 12.40%，较 1-9 月份的 12.50%继续回落，继续创 2009 年 7 月以来的新低。与房地产市场相关的指标，都有所恶化，反映出房地产市场整体面临大幅调整的困境。

图 2.2.1：国内商品房销售持续负增长



资料来源：国家统计局 南华研究

图 2.2.2：国内房地产投资增长持续走低



资料来源：海关总署 南华研究

随着楼市调整的不断加深，各地政府以及中央逐步开启政策窗口期。6 月份，已有部分城市陆续开始放开限购政策；9 月份，央行也最终放开首套房认定政策，为改善性需求提供信贷支持；11 月份，央行下调存贷款基准利率，扩大浮动区间，尽管降息的目的是为了降低居高不下的投融资利率，但也算是搭了便车，有利于减少房地产企业资金成本。尽管有各种政策出台，但是楼市仍然未见明显好转。展望 2015 年，尽管还将会有一些其他楼市利好政策出台，但是我们看淡楼市的预期不变。

## 第3章 玻璃

从玻璃的需求来看，国内经济增长的放缓，房地产持续低迷，使得需求难以改观；从玻璃的供应来看，产能过剩问题依然严峻，玻璃库存居高不下；从玻璃的成本来看，纯碱价格萎靡不振，燃料价格严重分化使得玻璃的成本支撑不断减弱。

### 3.1. 产能过剩依然严峻

玻璃供应端受到 09 年 4 万亿后盲目投资的影响，近年来产能增速很快，特别是西南和东北地区，已成为玻璃产能过剩的重灾区。2014 年新增生产线 20 条，新增产能 8430 万重箱；冷修复产生产线 9 条，恢复生产能力 3060 万重箱；冷修生产线 29 条，减少产能 10020 万重箱，截止到目前净增生产能力 1470 万重箱。产能增速明显放缓，但产能过剩的问题依然严峻。玻璃行业的产能过剩已经不是周期性、阶段性和结构性过剩的问题，而是全面过剩，唯一的解决方法就降产能。按照当前的需求和库存，至少要净减少 20 条以上生产线（相当于 10%左右的产能），才能达到当前阶段性的供需平衡。

表 3.1.1: 2014 年新建生产线点火

编号	生产线	地址	日熔化量
1	营口信义一线	辽宁	1000
2	营口信义二线	辽宁	1000
3	天津中玻二线	天津	800
4	湖北宜昌南玻超薄线	湖北	150
5	沙河海生二线	河北	600
6	江苏东海台玻二线	江苏	800
7	广东英德鸿泰二线	广东	900
8	双辽迎新二线	吉林	900
9	沙河德金五线	河北	200
10	广东明轩一线	广东	1000
11	四川威利斯一线	四川	1000
12	湖南醴陵旗滨一线	湖南	600
13	湖南巨强微晶玻璃	湖南	400
14	安徽蓝实二线	安徽	600
15	湖南醴陵旗滨一线	湖南	500
16	四川泸州武俊一线	四川	600
17	辽宁中玻（朝阳）一线	辽宁	1000
18	浙江玻璃平湖二线	浙江	600
19	贵州毕节明钧	贵州	600
20	信义德阳一线	四川	800

资料来源：中国玻璃信息网 南华研究

表 3.1.2: 2014 年冷修点火生产线

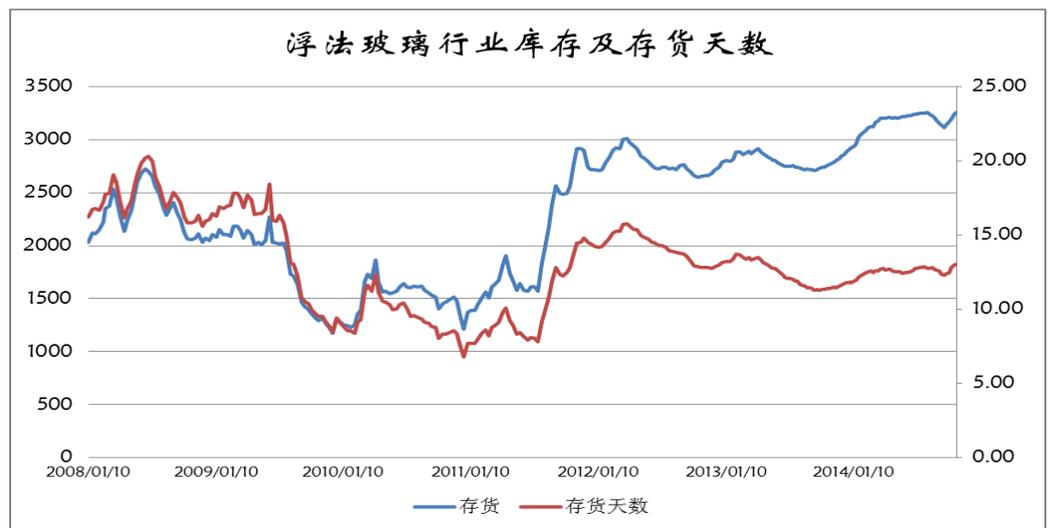
编号	生产线	地址	日熔化量
1	安徽方兴科技一线	安徽	600
2	洛玻新安二线	河南	600
3	沙河迎新四线	河北	500
4	浙江玻璃三线	浙江	600
5	湖北三峡二线	湖北	600
6	福耀通辽一线	内蒙古	400
7	德州晶华二线	山东	600
8	福耀通辽二线	内蒙古	600
9	金晶科技五线	山东	600

资料来源: 中国玻璃信息网 南华研究

未来产能变数很多, 产能退出的过程和步伐必定是痛苦的。从区域上看, 华北等地区是未来减产的重要地区, 另外东北等地区由于竞争激烈, 可能会引发生产企业资金紧张, 造成停产。对于趋势, 我们认为: (1) 国家严控产能和环保政策的实施, 造成产能减少加速; (2) 已建成生产线在市场价格转好时候, 会很快点火; (3) 未来半年, 乃至今后几年, 主动减少产能和被动减少产能交织进行; (4) 产能或者企业退出市场将成为现实; 预计明年在市场需求不旺的影响下, 产能减少是必然趋势。我们从生产线投产时间等方面进行统计, 预计在明年还有可能停产的生产线达到 29 条, 累计减少产能 9888 万重箱。

### 3.2. 库存居高不下

图 3.2.1: 平板玻璃库存维持高位



资料来源: 国家统计局 南华研究

受房地产行业低迷的影响，截止 11 月底，国内平板玻璃库存上升至 3200 万重量箱以上，处于历史最高点。库存增长的主要原因是贸易商无意囤货。随着产能利用率的降低，2015 年行业库存及存货天数有望稳定，甚至下行。

### 3.3. 纯碱价格萎靡不振

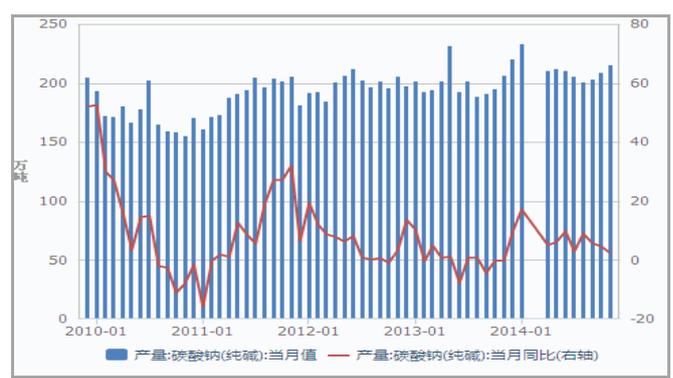
2104 年国内纯碱市场呈现萎靡不振态势，产品价格阴跌成为主基调。当今国内纯碱市场，已经难觅乃至丧失了周期性，甚至紊乱得毫无规律可言。市场已深陷困顿之中。目前我国纯碱总产能已将近 3000 万吨，在行业本已严重过剩情况下，每年又有百万吨规模的新增产能加盟，加剧了供应与需求的背离程度，让下游难于匹配消化。虽然纯碱是最基础的化工原料之一，有着广泛的用途，但目前下游普遍疲软，承接乏力。

图 3.3.1：纯碱价格维持低位



资料来源：wind 南华研究

图 3.3.2：需求疲软导致纯碱产量下滑



资料来源：国家统计局 南华研究

### 3.4. 燃料价格分化严重

长期以来，随着国内玻璃产能的不断扩张，市场供求矛盾的加剧，成本的竞争已成为国内平板玻璃行业市场竞争的根本性因素。从传统的重油到煤焦油、再到煤炭、石油焦粉，玻璃企业无不是从产品成本的角度而不断替换燃料。而多年来，影响玻璃制造成本的最重要的就是燃料，其不同燃料价格的天壤之别决定了玻璃企业不同的发展命运。目前，玻璃成本中燃料成本已经由曾经的 1/3 上升到 1/2 以上。就当前平板玻璃生产线的情况看，生产玻璃的燃料主要包括石油焦、天然气、煤炭等。

自 2014 年 9 月 1 日起，非居民用存量气最高门站价格每千立方米提高 400 元（即 0.4 元/立方米）。根据国家发改委的部署，存量气价格调整分 3 年实施，这次非居民用存量气价格调整是分步理顺存量天然气价格的第二步，涉及气量约为 1120 亿立方米。生产一吨玻璃大概需要天然气 220 立方米，假设天然气价格上涨 0.4 元/立方米，则玻璃燃料成本上涨 90 元/吨左右。

图 3.4.1: 天然气价格回升



资料来源: 生意社 南华研究

图 3.4.2: 煤炭价格震荡回落



资料来源: wind 南华研究

值得一提的是,随着天然气价格改革的逐步推进,天然气成本上升已经是大势所趋。受到天然气涨价的影响,行业内天然气线的玻璃企业亏损严重。据统计目前使用天然气为燃料的浮法玻璃生产线约有 80 条,占比不到 20%,除去做一些高附加值产品的生产线,其余几乎全面亏损。尽管随着节能减排政策的推进,环境污染问题使得环保监督增强,玻璃生产线采用清洁能源成为转变发展方式的必然要求,必将对生产成本产生重要影响。但玻璃市场的疲软又将影响天然气改革的进行,短期内石油焦和煤炭仍将是大部分玻璃企业燃料的首选,玻璃成本的支撑仍将进一步减弱。

表 3.4.1: 玻璃原材料单位成本统计

燃料	成本 (元)	纯碱 (元)
重油	742.46	275.68
天然气	547.87	275.68
煤	131.93	275.68
石油焦	280.69	275.68

资料来源: wind 南华研究

石油焦方面,受到原油价格大幅下挫、下游行业产能过剩、长期亏损及环保压力的影响,二季度以来,国内石油焦市场需求持续低迷,尤其是高硫焦需求明显减少。但国内产量却并没有大幅回落,石油焦市场供大于求,价格连连下跌。第 3 季度,国内地炼厂家石油焦报价几乎全部下调,截止 11 月底,主要地炼厂家石油焦产品主流均价在 1000 元左右,创下历史新低。

### 3.5. 2015 年玻璃展望

2015 年玻璃价格的走势主要取决于供需方面的变化。预期 2015 年房地产市场依旧维持低迷，汽车行业对玻璃的需求增量贡献不足，而出口量又十分有限，需求端的下滑料将成为大概率事件。而随着近两年来，玻璃企业亏损严重，兼并重组的加快和供应弹性的增加有利于减少玻璃产量，供应端压力有所缓解。总体来看，供过于求的局面没有改变。

本人预计，玻璃行业大规模的洗牌（生产线冷修，停产）会在 2015 年二、三季度来临，在此之前玻璃行业的形势仍将十分严峻，价格继续下跌的可能性仍然很大，明年下半年玻璃价格有望企稳，但反弹幅度不会太大。

## 第4章 两板

回顾 2014 年两板市场的行情，大起大落，颇为活跃，尤其是胶合板期货在投机资金炒作下，两度上演逼仓行情，期价走势一度也在月度涨跌幅排行榜上傲视群雄，不过下半年以来，随着持仓交易量的明显回落，两板期价“疯狂”走势有所收敛，并逐步向基本面靠拢。目前胶合板已经回归至年初低位，而纤维板期价重心较年初明显下移，我们认为，下游市场需求增幅维持低位水平、两板的产能释放导致供应压力增大、饰面板和刨花板对现有两板市场的冲击以及原料成本的下行，是影响两板走势的关键因素。

### 4.1. 下游家具需求维持低速增长

2014 年国内家具市场的表现总体来看差强人意。根据国家统计局公布的数据显示，2014 年 10 月，国内木质家具产量为 2256.26 万件，同比下跌 4.11%，创下 12 个月以来的最大跌幅，1-10 月份木质家具累计产量为 21372.64 万件，同比增长 2.68%，较 1-9 月份继续回落。结合此前宏观分析，我们认为在国内经济增速放缓，房地产市场维持低迷的情况下，家具市场也将受到打压，维持低速增长符合市场预期。

家具产量维持低速增长的同时，今年家具出口也料将维持原地踏步。根据海关总署公布的数据显示，2014 年 11 月，家具及其零件出口额达 49.27 亿美元，环比增长 13.61%，不过 1-11 月份累计家具及其零件出口额为 465.18 亿美元，同比回落 0.06%，上半年家具出口出现大幅下滑是拖累全年出口增长的主要原因，尽管下半年后程发力，几乎已经追赶上去年的水平，但是随着 9-10 月份家具市场旺季的结束以及外贸订单的回落，在剩下的一个月要大幅增长几无可能，与去年持平或是合理目标。

图 4.1.1：国内木质家具产量维持低速增长



资料来源：国家统计局 南华研究

图 4.1.2：国内家具及其零件出口原地踏步



资料来源：海关总署 南华研究

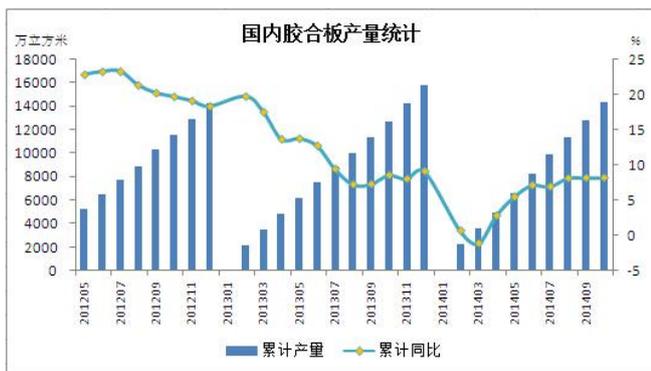
从整个下游家具市场的走势来看，“外销低迷，内销不畅”八个字很好地概况了 2014 年家具市场的总体情况。

## 4.2. 产能继续释放，供应压力增大

近年来，随着国家支持人造板产业政策的相继出台，地方政府也加快对人造板产业的投资，这些投资目前已经逐步转换为人造板产能，两板产量也一直维持增长态势。

根据国家统计局公布的数据显示，10月份，国内胶合板产量为1517.59万立方米，同比增长9.06%，1-10月累计生产胶合板产量为14307.30万立方米，同比增长8.16%，增速略高于1-9月份的8.14%；10月份，国内纤维板产量为631.71万立方米，同比增长5.07%，1-10月累计生产纤维板产量为5492.02万立方米，同比增长6.24%，增速较1-9月份的6.47%略有回落。从胶合板和纤维板的产量走势来看，9-10月份是下游家具市场的消费旺季，人造板企业会加大开工率，并一直延续至年底。相比下游家具市场更低的产量增速，胶合板和纤维板产能的释放，势必会继续增加市场的供应压力，从而加剧两板的供需矛盾。唯一值得庆幸的是，目前临近年底，两板单月产量增幅同比都有所放缓。

图 4.2.1：胶合板产量增幅维持平稳



资料来源：国家统计局 南华研究

图 4.2.2：纤维板产量增幅有所回落



资料来源：国家统计局 南华研究

## 4.3. 产业升级加速，替代危机隐现

随着国内消费者对环保意识的提高，整个人造板产业也在不断进行升级之中，比较突出的是生态板和刨花板产量的增长，分别对细木工板和中纤板的替代作用较为明显。

生态板又称三聚氰胺板或免漆板，是人造板企业在素板（可以是胶合板、纤维板、刨花板等）上贴上不同式样的木皮做成，具有表面美观、施工方便、生态环保、耐划耐磨等特点，并且越来越受到下游板式家具企业的追捧，而传统细木工板的市场空间萎缩明显。尽管我们目前没有确切的统计数据来考究，但是结合今年我们对两板市场的调研来看，这种趋势会越来越明显。浙江某大型木业企业表示，“目前生态板占企业板材产量的30%，销售收入的40%左右，是企业的利润中心”，这番表态正是这种替代趋势的写照。尽管生态板也会包含一部分细木工板做素板，但是其他人造板对细木工板的成本优势非常明显，细木工板的市场空间或将继续受到挤压。

刨花板又叫微粒板、颗粒板、蔗渣板，是将木材等原材料切削成一定规格的碎片，

经过干燥，拌以胶粘剂、硬化剂、防水剂，在一定的温度下压制而成的一种人造板材。相比中纤板，刨花板具有多方面优势：（1）物理性能更加接近实木；（2）施胶量少，环保性能更好；（3）“三剩物”的利用率高，单位损耗少；（4）工序简单，单位平均能耗更低，主要缺点是内部为颗粒状结构，不易于铣型，对加工设备要求较高。

近年来，国内刨花板的产量持续高速增长。国家统计局公布的数据显示，10 月份，国内刨花板产量为 141.12 万立方米，同比增长 7.42%，1-10 月累计生产刨花板产量为 1334.73 万立方米，同比增长 11.89%，自年初以来，几乎都维持两位数增长。

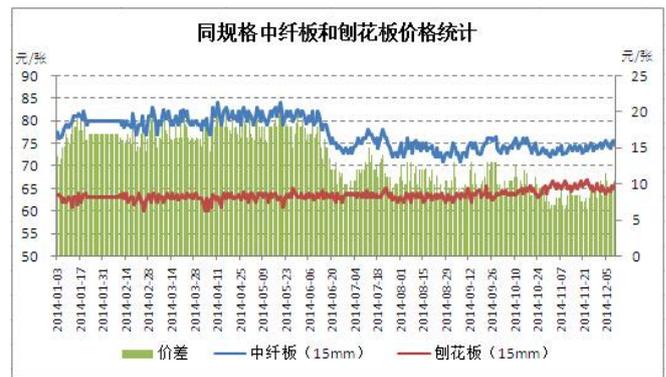
同时，刨花板对中纤板的成本优势也非常明显，相同规格的刨花板和中纤板相比，要便宜将近 10 元/张的水平，巨大的成本优势足以包容刨花板的缺点，在下游市场中替代一部分中纤板。

图 4.3.1：国内刨花板产量维持快速增长



资料来源：国家统计局 南华研究

图 4.3.2：刨花板对中纤板的替代具有价格优势



资料来源：wind 南华研究

对比发达国家的经验，中国的刨花板还有很大的潜力可以发掘，这也是近年来刨花板产量快速增长的主要原因。目前国内人造板产品结构不尽合理，木材利用率仅为 50% 的胶合板占比达到 53.7%，比例偏大，高于 30% 的世界平均水平，而以采伐和加工剩余物为原料，木材利用率接近 90% 的刨花板占比只有 7.4%，比例偏小，远低于 37% 的世界平均水平。由此看来，刨花板生产未来空间很大，对中纤板的冲击也才刚刚开始。

#### 4.4. 木材量价回落，粘合剂重心下移

木材及“三剩物”和粘合剂作为人造板的两大主要原料，是构成其成本的重要部分，不过两者之间又各有侧重，原木对胶合板（细木工板）成本影响较大，而粘合剂对纤维板成本影响较大。

从木材的量价走势来看，4 月份东北地区的限伐令正式实施的确令国内原木价格走高，上半年进口也一度量价齐升，不过随着下半年市场需求的回落，原木及锯材的进口也呈现量价回落之势。根据海关总署公布的数据显示，10 月份进口原木 369.29 万立方米，同期进口锯材 210.15 万立方米，原木及锯材进口总量已经是连续 3 个月同比回落。与此同时，10 月份原木的进口均价 216.74 美元/吨，较今年 4 月份高点大幅下跌了

16.35%，锯材价格相对平稳，跌幅在 6.80%左右。4 季度原木及锯材价格的回落是拖累胶合板走势的一个重要原因。

图 4.4.1：国内木材进口冲高回落



资料来源：海关总署 南华研究

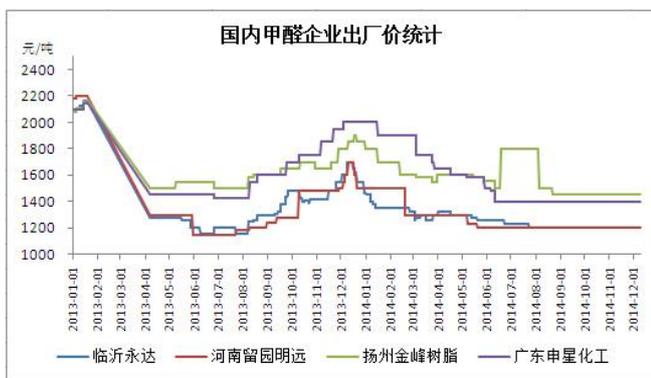
图 4.4.2：国内木材进口均价高位回落



资料来源：海关总署 南华研究

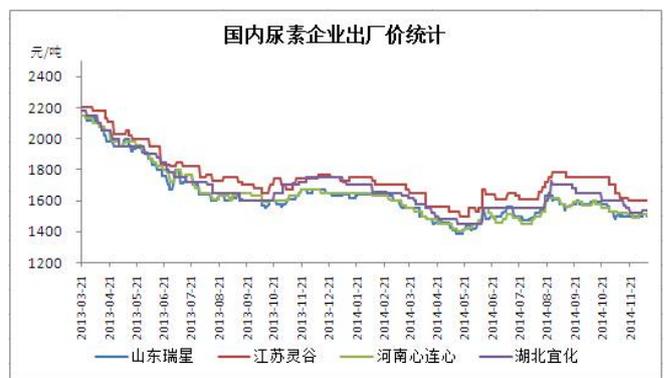
粘合剂价格走势也不见乐观。自今年年初以来甲醛价格一路走低，从年初的 1500 元/吨-2000 元/吨降至年底的 1200 元/吨-1400 元/吨，降幅达到 20%以上。甲醛产能的过剩是制约其价格回落的主要原因，即使在 9-10 月份家具企业产销旺季，下游需要有所改善，也没能扭转颓势，甲醛生产企业处于保本甚至亏损的状态，开工率一直维持低位。尿素价格全年维持 N 形走势，总体波幅较小，年中算是搭了农业生产需求的便车，整体价格回升 100 元/吨-300 元/吨，但是 4 季度随着农业需求的回落，前期支撑难以为继，回吐了此前的涨幅也在所难免。

图 4.4.3：国内甲醛价格维持走低



资料来源：wind 南华研究

图 4.4.4：国内尿素价格震荡回落



资料来源：wind 南华研究

综合胶合板和纤维板的上游原料走势情况来看，总体成本呈现下行趋势，这也将拖累两板的期价走势。

## 4.5. 引入厂库缓解胶合板交割不畅

在胶合板上市之初，由于考虑到国内现货企业规模较小，产品质量参差不齐，普遍存在低质高标现象，并且整个贸易形式以逐层分销为主，库存量较大，因而采用仓库交割制度。随着期货市场对现货市场的影响与日俱增，有越来越多的胶合板企业通过调整生产工艺，来参与期货市场交割。

不过在交割过程中，出现了许多现货企业交割进去的细木工板未能通过检验的情况，导致胶合板期货交割不畅。原因在于交易所在合约设置中，考虑到前瞻性，把国标作为交割标准，而现货市场主流的细木工板的部分参数（宽厚比和静曲强度）未能达标，导致期货卖方交割成本的上升，造成胶合板生产企业交割意愿不强。同时，随着生态板市场需求的兴起，胶合板消费企业要加工成生态板需要额外增加更多的成本，导致期货买方交割意愿也不强。基于上述原因，大商所在考虑到目前厂库交割已经逐步成熟的前提下，自胶合板 1508 合约开始，增加厂库交割制度，并明确指出为便利交割企业接货后的现货使用需求，标准仓单注销后如果货主提出饰面要求，有饰面加工能力的厂库有义务提供符合要求的饰面胶合板，加工费用由厂库和货主协商确定。

胶合板的厂库交割制度，是胶合板期货的买方出具仓单提货时才安排，不需要事先保有相应的库存，节省了仓储成本和库容空间，而买方从生产企业直接提货，节省了从生产企业-交割仓库-家具企业的物流运输费用，提高了资源配置的有效性，使得胶合板 1508 合约以及之后的合约现货交割更为顺畅，同时交割成本也进一步走低。

## 4.6. 2015 年两板展望

展望 2015 年，我们认为，受制于下游需求疲软、产能压力加大以及刨花板等其他人造板的替代，两板总体还将会维持一个震荡偏弱的格局。不过抢在交易所实行厂库交割之前，胶合板 1505 合约仍然将存在交割不畅的窘境，尤其是在临近交割的 4 月份，期价飙升的可能性仍然很大。

## 第5章 2015 年 1 季度策略

根据上述我们对建材行业（玻璃和两板）的基本面分析，我们看淡建材类期货价格的走势，在 1 季度都有震荡下行的可能，不过在波动性上有所分歧。

表 5.1: 建材板块(玻璃、两板)

		波动性		
		波动率增加	波动率平稳	波动率下降
趋势	强烈看涨			
	看涨			
	中性			
	看跌		胶合板 玻璃	纤维板
	强烈看跌			

数据来源：南华研究

### 5.1. 多胶板 1505 空胶板 1509

**核心逻辑：**

- 1、1509 合约厂库价格之后，交割成本下行；
- 2、1505 合约还有逼仓可能；

**基本操作：**买 BB1505 卖 BB1509，以 1:1 的合约比率建仓，保持 30%左右的仓位，选择价差在 3.5-4.5 之间建仓。

**止盈退出：**价差 10，或者资金盈利的 15%

**止损退出：**价差 1.5，或者资金亏损的 5%

### 5.2. 卖出两板看涨期权

**核心逻辑：**

- 1、板材市场旺季需求旺季行将落幕，两板价格回落概率较大

**基本操作 1：**卖出执行价为 61 元/张的纤维板看涨期权，期权卖出价格在 0.7 以上，合

约到期时间为 2015 年 3 月 20 日。

**基本操作 2:** 卖出执行价为 130 元/张的胶合板看涨期权，期权卖出价格在 1.61 以上，合约到期时间为 2015 年 3 月 20 日。

## 南华期货分支机构

### 杭州总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 (310002)  
电话: 0571-88388524 传真: 0571-88393740

### 嘉兴营业部

嘉兴市中山路 133 号粮食大厦东五楼 (314000)  
电话: 0573-82158136 传真: 0573-82158127

### 宁波营业部

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼 (315000)  
电话: 0574-87310338 传真: 0574-87273868

### 郑州营业部

郑州市未来路 73 号锦江国际花园 9 号楼 14 层 (450008)  
电话: 0371-65613227 传真: 0371-65613225

### 温州营业部

温州大自然家园 3 期 1 号楼 2302 室 (325000)  
电话: 0577-89971808 传真: 0577-89971858

### 北京营业部

北京市宣武区宣武门外大街 28 号富卓大厦 B 座 8 楼  
电话: 010-63556906 传真: 010-63150526

### 哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号保利科技大厦 201 室  
电话: 0451-82345618 传真: 0451-82345616

### 深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703 室  
电话: 0755-82577529 传真: 0755-82577539

### 萧山营业部

杭州市萧山区金城路 429 号天汇园一幢 B 座 3 层  
电话: 0571-87839600 传真: 0571-83869589

### 天津营业部

地址: 天津市河西区友谊路 41 号大安大厦 A 座 802 室  
电话: 022-88371080; 88371089

### 南华期货(香港)有限公司

中国香港上环德辅道中 232 号  
电话: 00852-28052978 传真: 00852-28052978

### 广州营业部

广州市天河区河北路 28 号时代广场东座 728-729 室  
电话: 020-38806542 传真: 020-38810969

### 永康营业部

浙江省永康市丽州中路 63 号 11 楼  
电话: 0579-89292768

### 余姚营业部

浙江省余姚市舜达西路 285 号中塑商务中心 3 号楼 1601 室  
电话: 0574-62509001 传真: 0574-62509006

### 厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 幢 2104-2107 室  
电话: 0592-2120370

### 上海营业部

上海市浦东新区松林路 300 号期货大厦 1701 室 (200122)  
电话: 021-68400681 传真: 021-68400693

### 台州营业部

台州市椒江区天和路 95 号天和大厦 401 室 (318000)  
电话: 0576-88205769 传真: 0576-88206989

### 大连营业部

大连市沙口区中山路 554D-6 号和平现代 B 座 3-4 号 (116023)  
电话: 0411-84378378 传真: 0411-84801433

### 兰州营业部

兰州市城关区小稍门外 280 号昌运大厦五楼北 (730000)  
电话: 0931-8805331 传真: 0931-8805291

### 成都营业部

成都市下西顺城街 30 号广电士百达大厦五楼 (610015)  
电话: 028-86532693 传真: 028-86532683

### 绍兴营业部

绍兴市越城区中兴路中兴商务楼 501、601 室  
电话: 0575-85095800 传真: 0575-85095968

### 慈溪营业部

慈溪市开发大道 1277 号香格大厦 711 室  
电话: 0574-63925104 传真: 0574-63925120

### 青岛营业部

青岛市闽江路 2 号国华大厦 1 单元 2501 室 (266071)  
电话: 0532-85803555 传真: 0532-80809555

### 上海虹桥营业部

上海虹桥路 663 号 3 楼  
电话: 021-52585952 传真: 021-52585951

### 沈阳营业部

地址: 沈阳市沈河区北站路 51 号新港澳国际大厦 15 层  
电话: 024-22566699

### 芜湖营业部

地址: 芜湖市中山北路 77 号侨鸿国际商城 908 室  
电话: 0553-3880212 传真: 0553-3880218

### 重庆营业部

地址: 重庆市南岸区亚太路 1 号亚太商谷 2 幢 1-20  
电话: 023-62611619 传真: 023-62611619

### 太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号景峰国际 25 层  
电话: 0351-2118016

### 普宁营业部

广东省揭阳普宁市流沙镇“中信华府”小区 1 幢门市 103-104 号  
电话: 0663-2663886

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

客服热线：400 8888 910

网址：[www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)