

碧水微澜

摘要:

- 从 2015 年 1 季度两板的走势来看，下游需求的低迷、上游供应的过剩使得供需矛盾加剧，而交易所上调保证金之后，胶合板和纤维板整体波动率持续走低，几乎沦为“僵尸品种”。展望 2 季度，我们认为，在交易所继续维持较高保证金的情况下，两板这种波动率维持低位的格局将会延续。



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

南华期货研究所
方森宇 商品分析师
0571-87839265
FSY@nawaa.com

目录

目录	2
第一章 两板走势与策略回顾	3
第二章 宏观市场偏弱，下游略有改善	4
2.1 政策松绑，楼市复苏曙光初现	4
2.2 家具市场显示出改善迹象	5
第三章 产能过剩严峻，企业利润下滑	7
3.1 胶合板产量稳步增长，存货大幅增长	7
3.2 纤维板产量稳步增长，利润大幅下滑	7
3.3 刨花板产量快速增长冲击两板	8
第四章 原料成本总体回落	9
4.1 木材进口量价回落	9
4.2 脲醛树脂原料价格分化	10
第五章 2015 年 2 季度行情展望及投资策略	11
5.1 卖胶板宽跨式套利	11
5.2 卖纤板宽跨式套利	11
南华期货分支机构	12

第一章 两板走势与策略回顾

在 2014 年年底的年报中，我们提到受制于下游需求疲软、产能压力加大以及其他人造板的替代，两板总体还将会维持一个震荡偏弱的格局。2015 年 1 季度的价格走势，总体与我们的走势预期相符。从下表中可以看出，1 季度，胶合板主力 1505 合约跌幅最大，表现最弱，而纤维板主力 1505 合约涨幅最大，表现最好。。

表 2.1: 2015 年 1 季度两板价格情况

品种	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌	涨跌幅[%]
BB1505	127	127.25	113.7	117.7	-9.3	-7.32%
BB1509	123.7	123.9	115.8	118.5	-5.2	-4.20%
FB1505	61.1	61.9	56.4	61.6	0.5	0.82%
FB1509	60.7	61.75	58.1	60.95	0.25	0.41%

资料来源：博易大师 南华研究

两板走势偏弱、交投平淡的背后，与整个两板宏观面和基本面偏弱相关，同时也和大商所提高交易保证金，使得投资者交易意愿显著降低有关，两板交易量占全市场交易量份额降至 0.05% 以下，两板市场几乎沦为“僵尸品种”。

在 2014 年年底年度报告中，我们根据 4 季度市场行情走势，提出了三个交易策略，包括 1 个价差策略和 2 个跨卖出期权策略（30% 的仓位，FB 保证金 11%，BB 保证金 14%，跨期套利比例为 1:1，卖出期权保证金为现货价格的 30%），现将相应的收益统计如下：

表 1.2: 2014 年 4 季度基金属策略跟踪

策略	建仓时间	价差/比价	平仓时间	价差/比价	收益率[%]
多 BB1505 空 BB1509	1 月 5 日	2.5	1 月 16 日	1	止损出场
卖出 BB 看涨期权 130@1.61	1 月 5 日	-	8 月 29 日	-	17.30
卖出 FB 看涨期权 61@0.7	1 月 5 日	-	8 月 29 日	-	15.29

资料来源：南华研究

从表中我们可以看出，在交易所提高保证金的情况下，价差策略因投资者减少而失效，止损出场。而在整体交投低迷，波动率下行背景下，卖出看涨期权还是有不错的投资收益。

第二章 宏观市场偏弱，下游略有改善

从2015年1季度市场走势来看，终端需求-房地产市场总体疲软的趋势还在延续，这是影响两板走势的最大宏观影响因素，尽管中央从政策层面已经加大的对房地产市场的宽松力度，但是房地产市场下行的惯性还在，暂时很难有明显改善。不过初级需求-家具市场方面已经有改善的迹象，产量的增长和出口的回升，能够在一定程度是提升对两板的需求。

2.1 政策松绑，楼市复苏曙光初现

2015年1季度末，房地产市场重磅利好接二连三，3月28日，国土资源部、住房城乡建设部对外公布《关于优化2015年住房及用地供应结构促进房地产市场平稳健康发展的通知》，调节地区住宅用地规模，住房套型可改，土地用途可变等一系列土地新政，紧接着，30日，央行、住建部、银监会联合发文调整个人住房贷款政策，二套房首付比例降至四成，二套公积金贷款首付比例降至2成，二手房免征营业税期限下调至两年等，土地、楼市新政迭出，意味着房地产市场全面“松绑”。尽管政策“松绑”给这个房地产市场复苏带来曙光，但是实际需求的改善往往滞后于市场预期的改变。

根据国家统计局公布的数据显示，2014年全年全国商品房销售面积达到120648.54万平方米，同比回落了7.6%，而2015年1-2月份累计销售面积同比继续走低，跌幅扩大至16.30%，尽管去年中央已经出台了一系列救市措施，但是基于目前的市场供需机构，投资者观望情绪依然浓厚，商品房销售面积仍然面临继续下滑的可能。不过随着去年房地产增量的下滑，商品房待售面积有所下滑，数据显示，2月份全国累计商品房待售面积为63922万平方米，同比增长24.40%，有所缓和，但是从整个商品房销售情况来看，房地产市场里真正复苏还挺遥远。

图2.1.1: 国内商品房销售面积统计

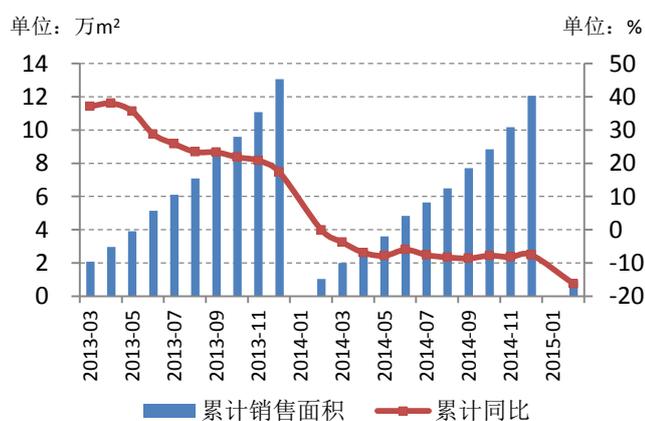
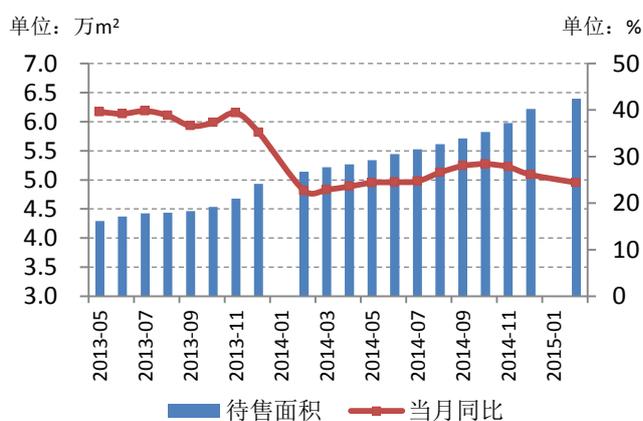


图2.1.2: 国内商品房待售面积统计



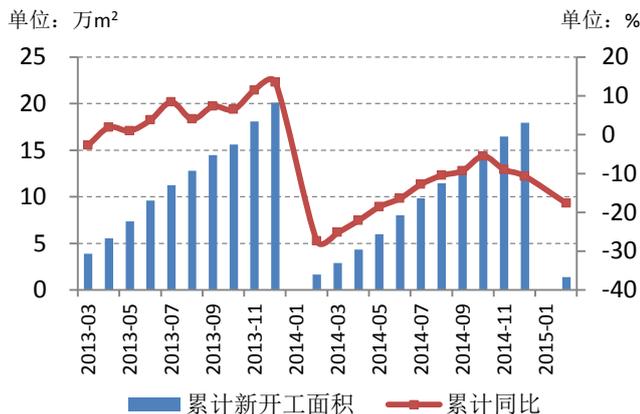
资料来源：国家统计局 南华研究

资料来源：国家统计局 南华研究

同时，国内房屋新开工面积以及房地产投资完成额继续下滑。根据国家统计局公布的数据显示，2014年全国累计房屋新开工面积达到179592.49万平方米，同比下滑了10.70%，2015年1-2月份继续下滑，接近20%，尽管有春节因素影响，但是新开工面积受到下游销

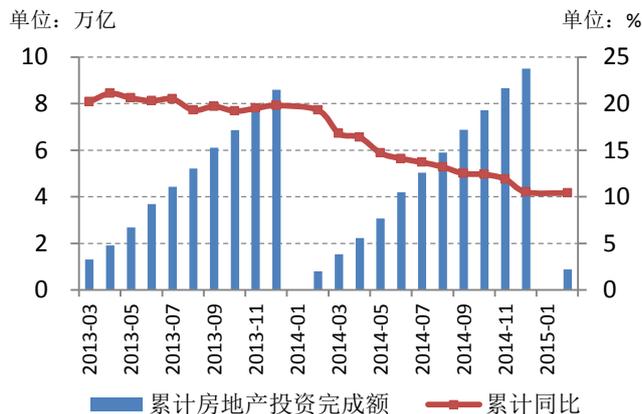
售疲软、房地产企业资金面趋紧密切相关，还有一个直接原因是国内房地产投资完成额继续回落。根据国家统计局数据显示，2015 年 1-2 月，全国房地产开发投资累计完成额达到 8786.36 亿元，同比上涨 10.40%，为 2009 年 7 月以来的最低增幅，显示目前开发商对房地产市场投资的谨慎态度。

图2.1.3: 国内房屋新开工面积统计



资料来源：国家统计局 南华研究

图2.1.4: 国内房地产投资完成额统计



资料来源：国家统计局 南华研究

2.2 家具市场显示出改善迹象

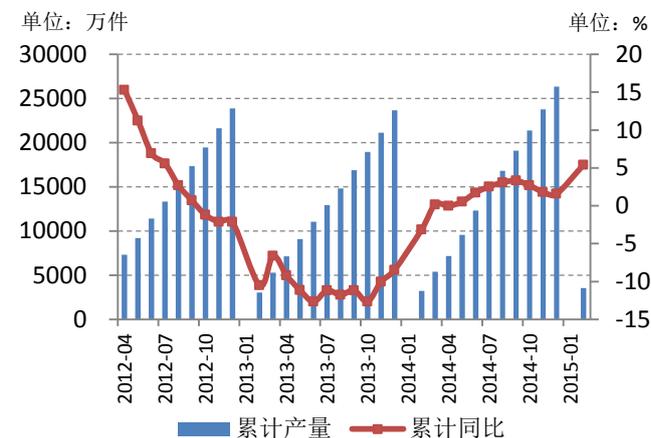
尽管楼市新政在 2014 年下半年已经陆续出台，但是对家具市场的利好影响始终是“只听楼梯响，不见人下来”，直至 2015 年年初，家具市场才显示出改善的迹象。

外销市场首先得到改善。根据海关总署数据显示，2015 年 1-2 月，全国累计出口家具及其零件金额达到 103.01 亿美元，同比增长了 31.47%，为 2015 年家具市场的出口开了一个好头，欧美市场的缓慢复苏以及人民币贬值带来的出口增长是推动家具市场出口大幅增长的主要动力。

国内木质家具生产也有所回升。根据国家统计局公布的数据显示，2015 年 1-2 月，全国累计生产家具 3542 万件，同比增长 5.42%，同比增幅回升到 2012 年下半年的增长水平。目前下游市场在逐步由淡季向旺季过度，这为整个家具生产提供了更多的增长动力。

图2.2.1: 国内家具及其零件出口金额统计

图2.2.2: 国内木质家具产量统计



资料来源：海关总署 南华研究

资料来源：国家统计局 南华研究

综合两板下游消费市场情况来看，房地产政策的松绑带来的利好，或将会在二季度中期逐步体现，目前下游市场暂时难以摆脱观望局面。家具市场出口的大幅走高以及产量的提升有助于改善两板的下游需求，并且上涨绝对量相对有限，并且尚处于淡季转旺季的过渡期，两板需求实质性利好尚未到来。

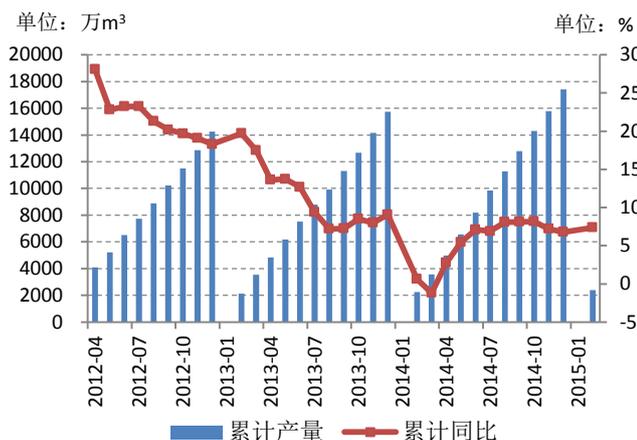
第三章 产能过剩严峻，企业利润下滑

在下游需求没有得到显著改善的情况下，国内人造板产能过剩的问题有逐渐凸显出来，胶合板、纤维板以及刨花板在 2014 年的产量继续走高，但是企业的利润率却在不断下滑，这是产能过剩造成国内市场激烈竞争的必然结果，而利润率下滑又将带来新一轮的行业洗牌。

3.1 胶合板产量稳步增长，存货大幅增长

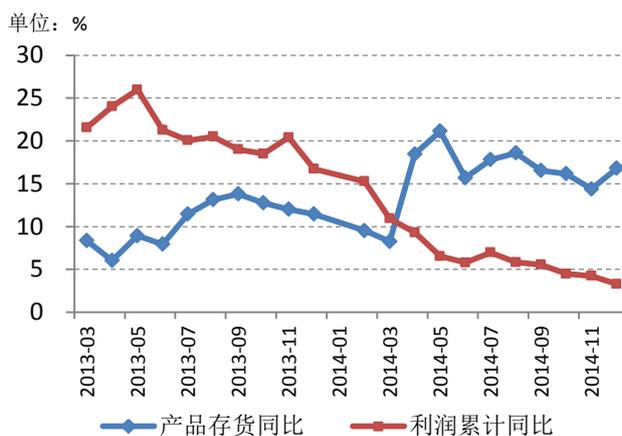
从国内胶合板产量上来看，2014 年全年全国胶合板产量 17412.14 万立方米，同比增长 6.78%，2015 年 1-2 月份也大致维持这个涨幅，从下图走势上来看，胶合板产能增幅有重新回升的趋势。而从国内胶合板上市公司的数据来看，2014 年年末，企业累计利润率同比增长 3.28%，较 2013 年年末的 16.73%，整整下降了 13 个百分点，同时企业存货比率大幅提升，产成品存货同比增长 16.80%，较 2013 年的 11.45%，高出 5 个百分点。利润率下滑、产品库存走高的背后，是国内产能过剩带来的激烈竞争的结果。

图3.1.1: 国内胶合板产量统计



资料来源：国家统计局 南华研究

图3.1.2: 国内胶合板上市公司存货与利润统计

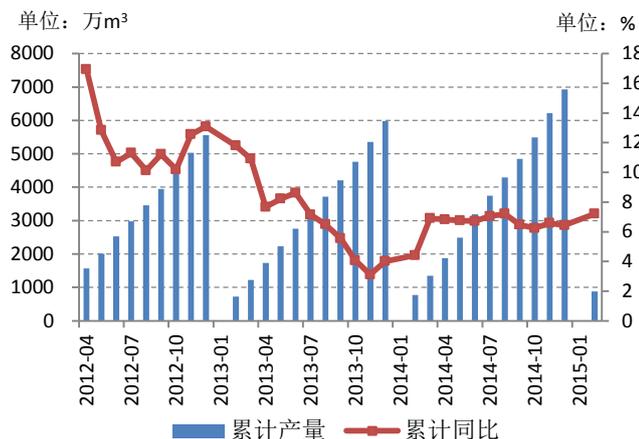


资料来源：国家统计局 南华研究

3.2 纤维板产量稳步增长，利润大幅下滑

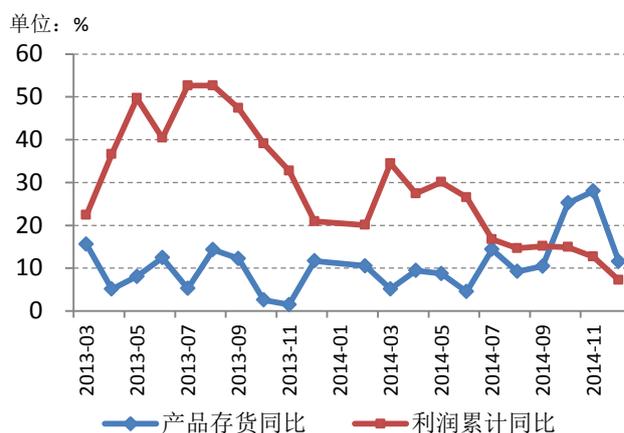
从国内纤维板产量上来看，2014 年全年全国纤维板产量 6923.82 万立方米，同比增长 6.44%，2015 年 1-2 月份产量 878.66 万立方米，同比增长 7.21%，略有上升，从下图可以看出，纤维板也跨过了增幅放缓的阶段，2014 年增幅重新回升。从国内纤维板上市公司的数据来看，2014 年年末，主要企业累计利润率同比增长 12.64%，较 2013 年年末的 20.91% 明显回落，同时企业存货比率大幅提升，产成品存货同比增长 27.98%，较 2013 年的 11.67%，整整高出了 16 个百分点。与胶合板类似，利润率下滑、产品库存走高的背后，是国内纤维板产能过剩带来的激烈竞争的结果。

图3.2.1: 国内纤维板产量统计



资料来源：国家统计局 南华研究

图3.2.2: 国内纤维板上市公司存货与利润统计

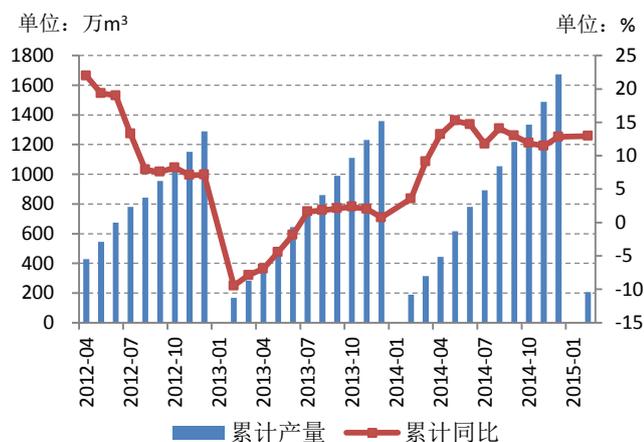


资料来源：国家统计局 南华研究

3.3 刨花板产量快速增长冲击两板

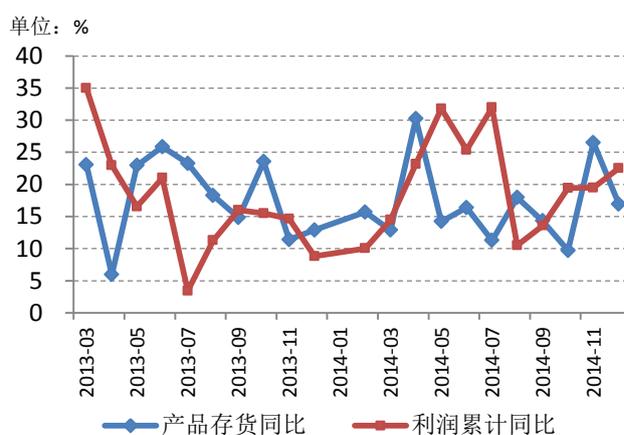
随着环保节能、低成本的刨花板的兴起，部分形成了对胶合板和纤维板的替代，并对其构成较大的冲击。从国内刨花板的产量来看，2014年全年全国刨花板产量1672.86万立方米，同比增长12.83%，尽管产量相比胶合板和纤维板还有较大的差距，但是涨幅一直维持在两位数增长。同时相应的刨花板企业利润增长率也维持较高水平，2014年同比增长19.47%，尽管存货也高达26.51%，但是高利润率必将刺激刨花板企业提高产能利用率，刺激产量增长，吞噬两板市场部分份额，并为目前供过于求的两板市场继续添堵。

图3.3.1: 国内刨花板产量统计



资料来源：国家统计局 南华研究

图3.3.2: 国内刨花板上市公司存货与利润统计



资料来源：国家统计局 南华研究

第四章 原料成本总体回落

1季度是两板市场的淡季，同时也是两板主要原料市场的淡季，原木价格、甲醛价格呈现震荡回落，不过由于尿素主要受到农业生产周期的影响，目前处于备库惜售状态，价格相应走高。总体来看，原料价格成本震荡回落，局部有所分化。

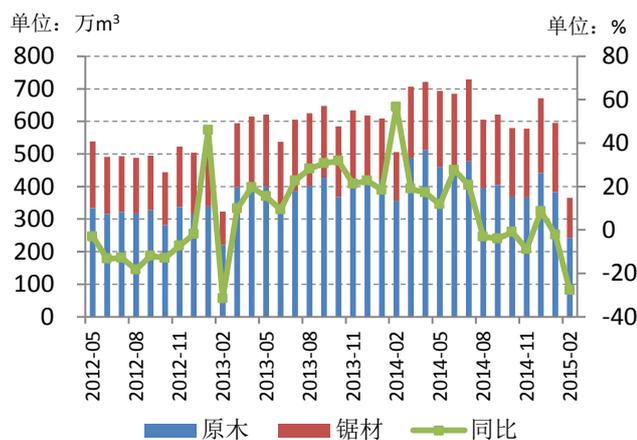
4.1 木材进口量价回落

受到去年4月份实施的限伐令的影响，去年同期国内进口原木及锯材大幅走高，在经济新常态下，今年国内市场原木供应趋紧的担忧有所放缓，木材进口量价齐跌。

根据海关总署公布的数据显示，2013年1-2月全国原木累计进口量为624.79万立方米，同比回落了19.33%，1-2月锯材进口量为336.06万立方米，同比回落了1.24%。尽管今年有春节因素的影响，但是总体进口量回落还是较为明显。

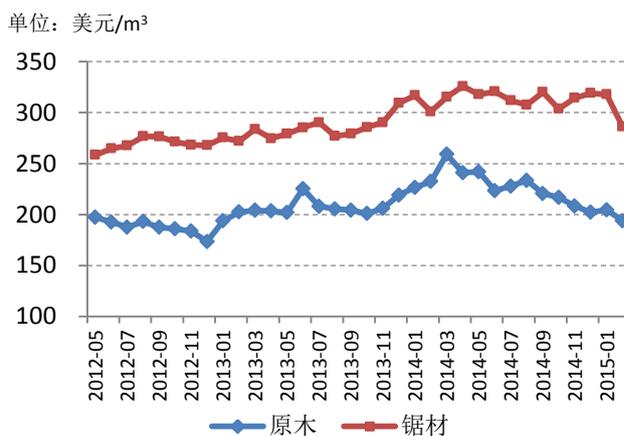
与此同时，2月份原木和锯材进口价格也呈现回落之势。2月原木进口均价为193.79美元/立方米，同比下降了16.56%，从去年3月份最高的259.10美元/立方米震荡下行，目前降至2012年12月以来的低位；锯材价格相对坚挺，2014年一直维持在300美元/立方米的高位水平，直至2015年2月份才降至286.04美元/立方米。总体来看，木材进口量价回落，原木价格总体下行。

图4.1.1: 原木及锯材进口量统计



资料来源：海关总署 南华研究

图4.1.2: 原木及锯材进口均价统计



资料来源：海关总署 南华研究

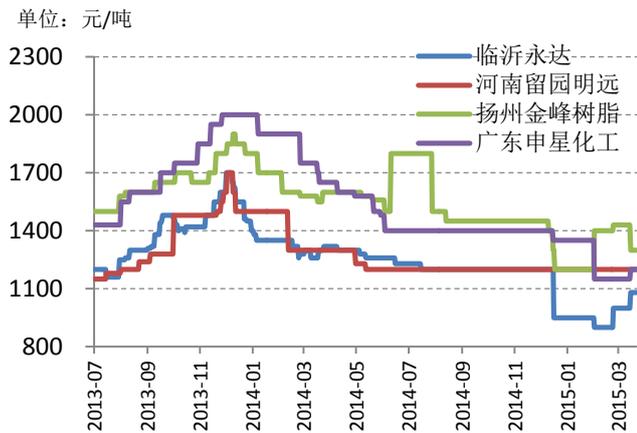
综合原木及锯材的进口量和进口均价走势来看，在目前经济新常态下，市场需求趋缓，相应对木材供应的担忧也已经得到缓解，进口量价齐跌，同样，相应的国内原木价格和枝桠材价格也会受到进口价格走低的影响，震荡回落，使得两板的生产成本中心整体下移，从而拖累两板期货价格。

4.2 脲醛树脂原料价格分化

从构成脲醛树脂的甲醛和尿素各自的价格走势来看，家具市场尚未走出淡季，甲醛价格受制产能过剩，整体价格重心继续走低；而尿素价格受益于农业周期的影响，目前逐步开始备库，企业惜售推高尿素价格，造成脲醛树脂原料价格分化，使得总体成本保持相对稳定。

从甲醛的价格走势来看，延续 2014 年年初以来的下行趋势，目前多数在 1100 元/吨至 1300 元/吨之间徘徊。甲醛行业的产能过剩是制约其价格走势震荡走低的重要因素，开工率也一直伴随整个家居行业的淡季而走低，目前仍然维持低位。从尿素的价格走势来看，受到季节性农业需求的影响，尿素企业出厂价普遍走高，整体重心上移，目前主要集中在 1600 元/吨附近，并且有稳步走高的趋势。

图4.2.1: 国内甲醛企业出厂价统计



资料来源：Wind 南华研究

图4.2.2: 国内尿素企业出厂价统计



资料来源：海关总署 南华研究

综合尿素和甲醛的价格走势来看，产能过剩下游需求尚未开启依然制约甲醛价格维持低位，而农业化肥对尿素的需求在一定程度上提振尿素价格，脲醛树脂的成本维持相对稳定。

第五章 2015 年 2 季度行情展望及投资策略

从 1 季度两板的走势来看，下游需求的低迷、上游供应的过剩使得供需矛盾加剧，而交易所上调保证金之后，胶合板和纤维板整体波动率持续走低，几乎沦为“僵尸品种”。展望 2 季度，我们认为，如果交易所继续保持这么高的保证金的话，这种波动率维持低位的格局将会延续。

从价格区间上来看，胶板 1505 合约预期在 113-120 元/张左区间运行，纤板 1505 合约预期在 60-64 元/张区间运行，整体走势维持震荡。

5.1 卖胶板宽跨式套利

核心逻辑：

- 1、需求的低迷和供应的过剩抵消下游市场回暖的利好；
- 2、交易所上调保证金降低期价波动率；

基本操作：卖出执行价为 120 元/张的胶合板看涨期权，期权卖出价格在 1.50 以上，同时卖出执行价为 113 元/张的胶合板跌涨期权，期权卖出价格在 0.65 以上，合约到期时间为 2015 年 4 月 24 日。

5.2 卖纤板宽跨式套利

核心逻辑：

- 1、需求的低迷和供应的过剩抵消下游市场回暖的利好；
- 2、交易所上调保证金降低期价波动率；

基本操作：卖出执行价为 64 元/张的纤维板看涨期权，期权卖出价格在 0.45 以上，同时卖出执行价为 60 元/张的纤维板看跌期权，期权卖出价格在 0.55 以上，合约到期时间为 2015 年 4 月 24 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: 0577-89971808/89971820 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

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

广州市天河区天河北路 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

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

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

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

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

南通营业部

江苏省南通市南大街 89 号总部大厦 6 层 603、604 室
电话: 0513-89011160 传真: 0513-89011169

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，但我们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：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net