

风险释放，逢低做多

摘要

- 在高利润的驱使下，复产生产线数量小幅增加，而冷修的进程低于预期，短期供给增加造成一定压力。但生产线开工率处于长周期低位。
- 厂家改变销售策略，高库存维持挺价引发争议，库存成为关注焦点。
- 纯碱价格触底回升，燃料价格维持高位，玻璃企业盈利水平拐点将至，纯碱若延续近年来大幅波动的态势，生产线复产意愿或被抑制。
- 通过近期调研与交流了解，华东、华中地区需求正常。北方 2+26 城市需求因环保限制，一延再延，我们认为二季度仍有望集中释放。
- 玻璃期货价格风险在近期大幅释放，对于二季度玻璃价格走势我们持乐观态度，建议逢低做多 1809 合约。

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

袁铭 研究员

ym@nawaa.com

0571-89727505

投资咨询从业资格号

Z0012648

盛文宇 助理研究员

shengwenyu@nawaa.com

0571-87839265

目录

第 1 章	玻璃的供应	4
1.1.	停复产情况	4
1.2.	高利润驱使复产略多，冷修推迟	5
1.3.	厂家挺价，库存成焦点	6
第 2 章	玻璃的需求	6
2.1.	房地产调控仍未放松	6
2.2.	房地产投资仍有韧性	8
2.3.	近期调研小结	8
第 3 章	玻璃的成本	9
3.1.	纯碱价格触底回升	9
3.2.	燃料：总体维持高位	10
第 4 章	玻璃策略	10
4.1.	1805 合约的贴水问题	10
4.2.	操作策略	11
	南华期货分支机构	13
	免责声明	15

图表目录

图 1.2.1: 玻璃单月产量	5
图 1.2.2: 玻璃累计产量	5
图 1.2.3: 玻璃生产线开工率	5
图 1.3.1: 库存、价格走势	6
图 1.3.2: 厂家库存	6
图 2.1.1: 首套房平均房贷利率	7
图 2.1.2: 商品房销售增速	7
图 2.2.1: 房地产投资增速	8
图 2.2.2: 房地产竣工面积增速	8
图 2.2.3: 房地产待售面积	9
图 3.1.1: 沙河纯碱采购价	10
图 3.1.2: 沙河燃煤薄板盈利水平	10
图 4.1.1: 近三年 5 月合约交割前基差情况	11
图 4.1.2: 2016 年 5 月前仓单变化	11
图 4.1.3: 2018 年仓单变化	11
表 1.1.1: 2018 年冷修生产线	4
表 1.1.2: 2018 年冷修复产生产线	4

第1章 玻璃的供应

1.1. 停复产情况

2018 年一季度，玻璃冷修停产生产线 3 条，减少年产能 1200 万重箱；冷修复产生产线 5 条，恢复年产能 1860 万重箱。今年以来玻璃产能累计净增加 660 万重箱。自去年底以来厂家效益随着纯碱暴跌而攀升，因此复产意愿加强，冷修意愿受到抑制。

表 1.1.1: 2018 年冷修生产线

编号	生产线	地址	日熔化量
1	杭州建新浮法玻璃公司余杭线	浙江	600
2	芜湖信义二线	安徽	500
3	江门华尔润	广东	900

增加冷修生产线 3 条，减少产能 1200 万重箱。

资料来源：中国玻璃期货网 南华研究

表 1.1.2: 2018 年冷修复产生产线

编号	生产线	地址	日熔化量
1	永年耀威玻璃有限公司	河北	500
2	漳州旗滨一线	福建	1000
3	江西萍乡二线	江西	500
4	山玻集团廊坊金彪二线	河北	600
5	醴陵旗滨五线	湖南	500

恢复增加生产线 5 条，恢复产能 1860 万重箱。

资料来源：中国玻璃期货网 南华研究

由于环保政策日益监管严格，再加之玻璃行业的供给侧改革（提出严控新增产能要求，比以前政策更加严格），这对新建生产线起到一定的制约作用，今年一季度，暂无新建玻璃生产线建成点火。

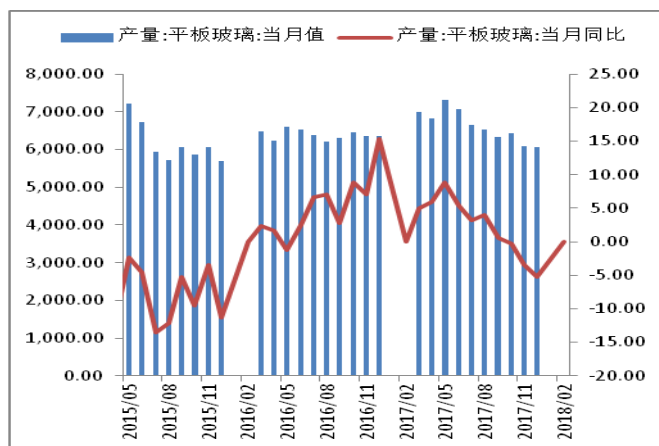
1.2. 高利润驱使复产略多，冷修推迟

09-11 年因四万亿推动，玻璃生产线数量剧增，以玻璃生产线平均 8-10 年冷修一次计算，大量生产线窑炉已接近冷修期。我们统计出有 33 条生产线，合计近 12000 万重箱产能。但是自去年年底开始，全国纯碱价格出现了暴跌，也因此玻璃生产厂家的利润水平随之出现飙升。在高利润的驱使下，复产生产线数量小幅增加，而冷修的进程低于预期。

但是窑炉的设计使用年份是具有一定刚性的，厂家即使通过热修等手段，在高利润的时候尽量硬挺，有一些窑炉也已经挺不住了。去年 11 月初，安徽蚌埠华光二线 500

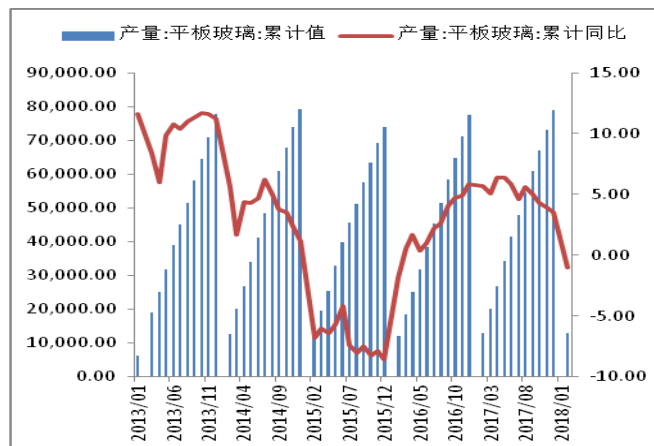
吨生产线因池壁烧穿，玻璃液流出。近期，江门华尔润 900 吨生产线也因窑炉烧穿，无法快速修复而被迫冷修。

图 1.2.1: 玻璃单月产量



资料来源：wind 南华研究

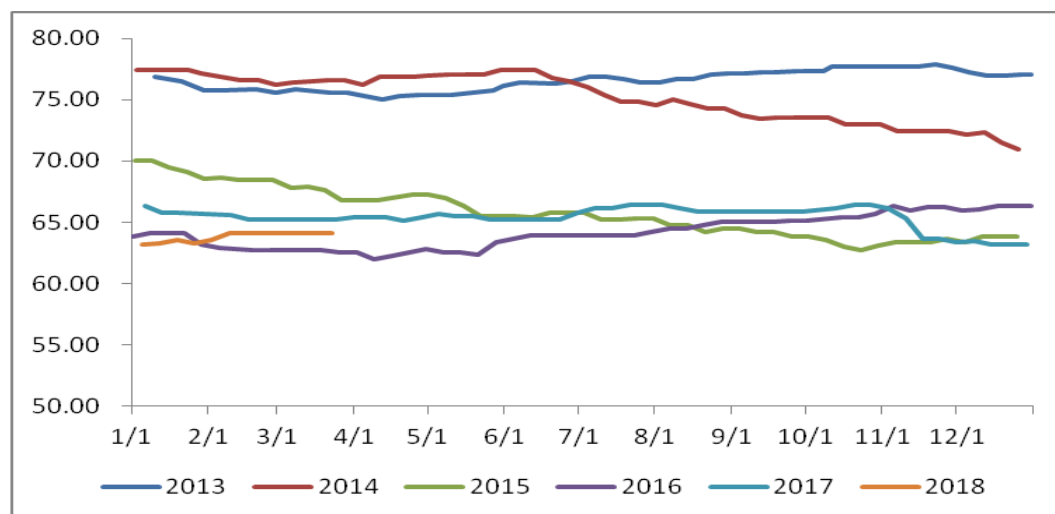
图 1.2.2: 玻璃累计产量



资料来源：wind 南华研究

今年 1-2 月平板玻璃的产量为 12972 万重箱，同比 2017 年数据下降 1%。

图 1.2.3: 玻璃生产线开工率



资料来源：Wind 南华研究

从长期看，玻璃生产线开工率仍处于长期的低位，即使近期复产有所增加，我们认为目前所增加的产能对于本轮玻璃景气周期还未能促成边际拐点。而且下半年才是玻璃市场的旺季，因此复产生产线会尽可能在上半年投产，稳定质量，下半年的复产生产线预计将减少。

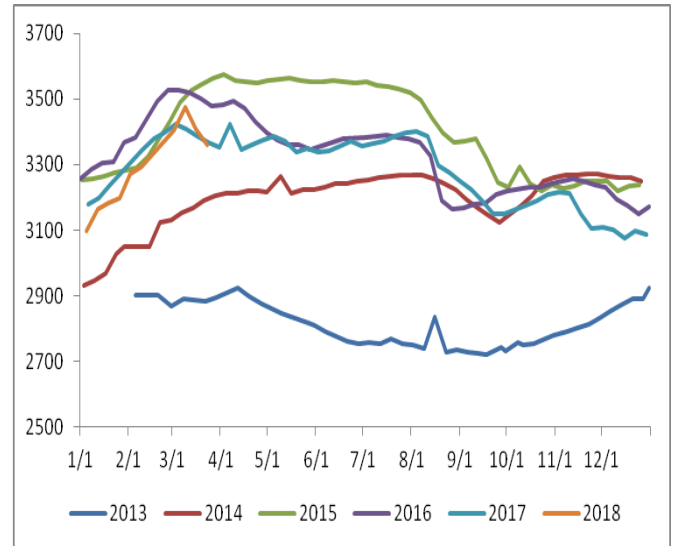
1.3. 厂家挺价，库存成焦点

图 1.3.1: 库存、价格走势



资料来源: wind 南华研究

图 1.3.2: 厂家库存



资料来源: wind 南华研究

过往玻璃厂家基于库存高低进行价格调整，但是自 2017 年起，厂家开始转变销售策略，出厂价格与库存的相关性大幅下降。厂家挺价也使得全国产能在下降的背景下，厂家库存在春节前后同比不降反增。开春之后在厂家提价的刺激下，厂家库存有了两周下降，但是在近期因沙河环保限制出库，以及市场心态较为谨慎的作用下，北方厂家再次出现累库。不过我们认为，北方玻璃上半年偏淡季，1-2 季度交际时属于正常的青黄不接的阶段。未来随着需求的释放，库存在二季度不会大幅上升。

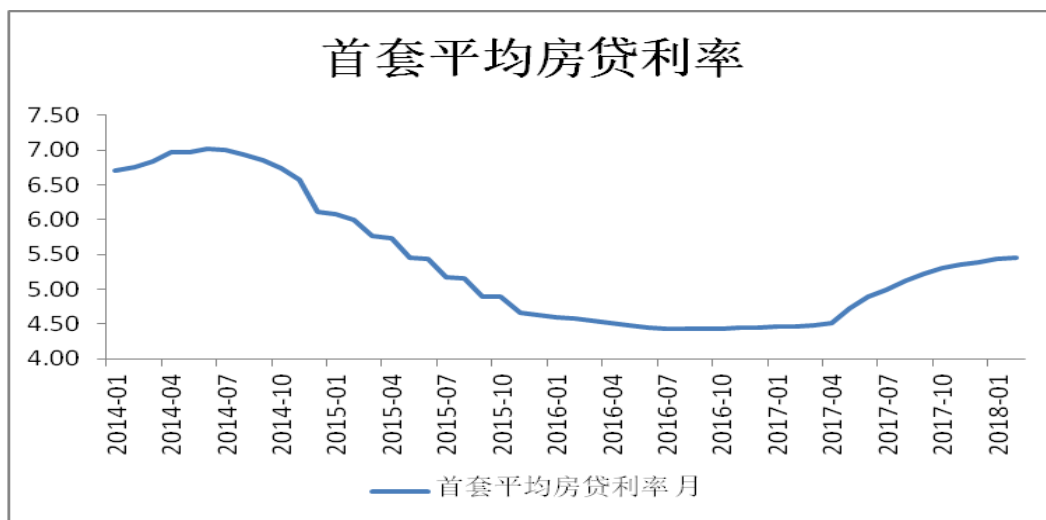
第2章 玻璃的需求

2.1. 房地产调控仍未放松

随着央行流动性逐渐收紧，美国加息周期的延续以及金融市场的去杠杆，住房按揭贷款利率仍在逐渐地上升。但是今年 1-2 月的边际升幅正在减弱。

自去年二季度以来，首套房平均房贷利率出现攀升爬高的表现，三季度上升速率进一步加快，截至今年 2 月，首套平均房贷利率升至 5.46%，居民购房意愿再度受到压制。但是我们发现今年 1-2 月的首套房利率上行速率已出现放缓。目前业界普遍悲观，认为利率虽高，但仍有近一步上调的空间。

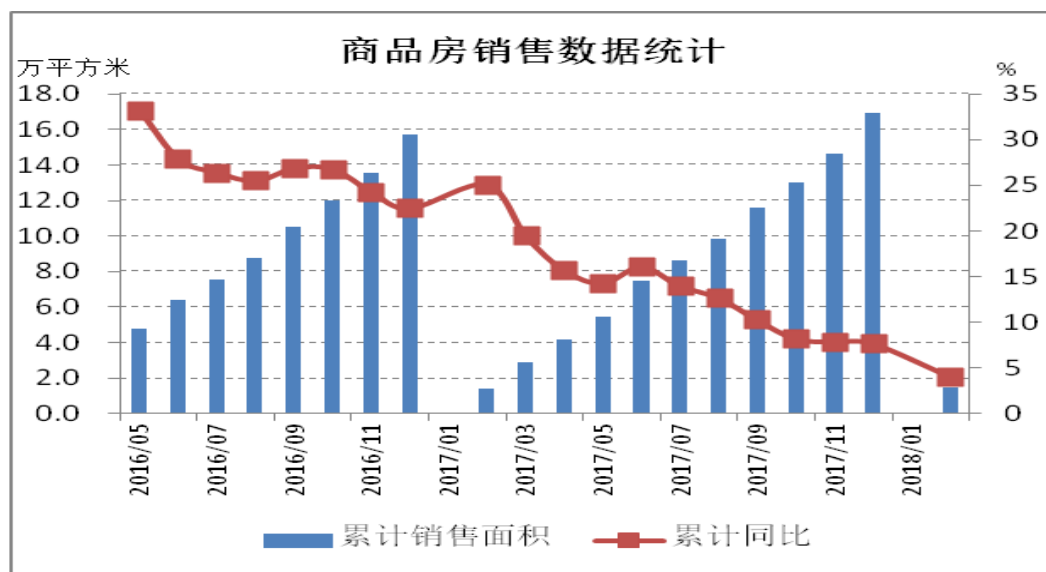
图 2.1.1: 首套房平均房贷利率



资料来源: Wind 南华研究

从统计局的数据也可以看出,商品房销售增速延续着下滑的态势,今年 1-2 月累计销售面积增速同比增长 4.1%,增速创出近年来新低。数据表明,房地产市场调控仍未放松,而且调控的效果依然在持续发酵。

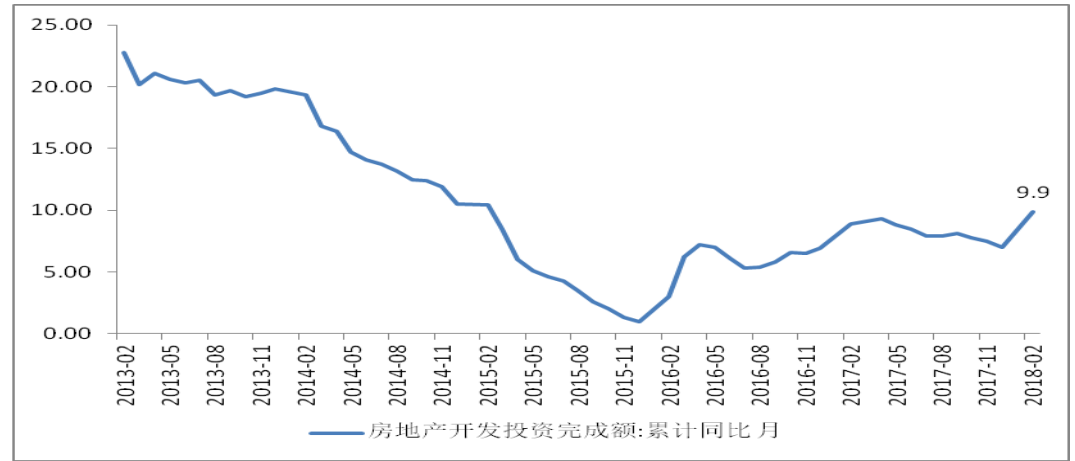
图 2.1.2: 商品房销售增速



资料来源: 国家统计局 南华研究

2.2. 房地产开发仍有韧性

图 2.2.1: 房地产投资增速

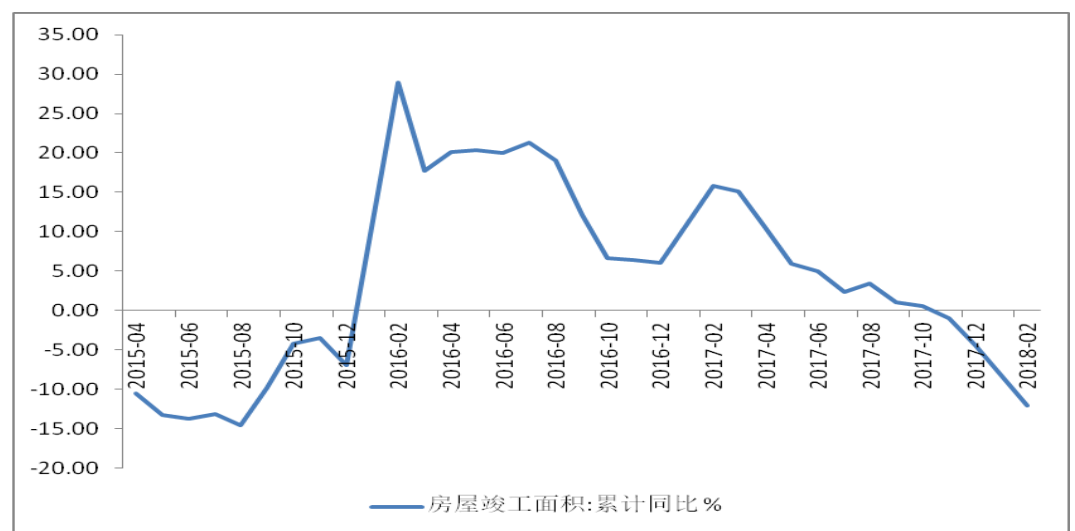


资料来源: Wind 南华研究

国家统计局最新公布的数据显示, 2018 年 1-2 月份, 全国房地产开发投资 10831 亿元, 同比名义增长 9.9%, 增速略超预期。

2018 年 1-2 月份, 房屋新开工面积 17746 万平方米, 增长 2.9%, 增速回落 4.1 个百分点。其中, 住宅新开工面积 13032 万平方米, 增长 5.0%。2018 年 1-2 月份, 房地产开发企业土地购置面积 2345 万平方米, 同比下降 1.2%, 去年全年为增长 15.8%; 土地成交价款 794 亿元, 同比持平, 去年全年为增长 49.4%。

图 2.2.2: 房地产竣工面积增速

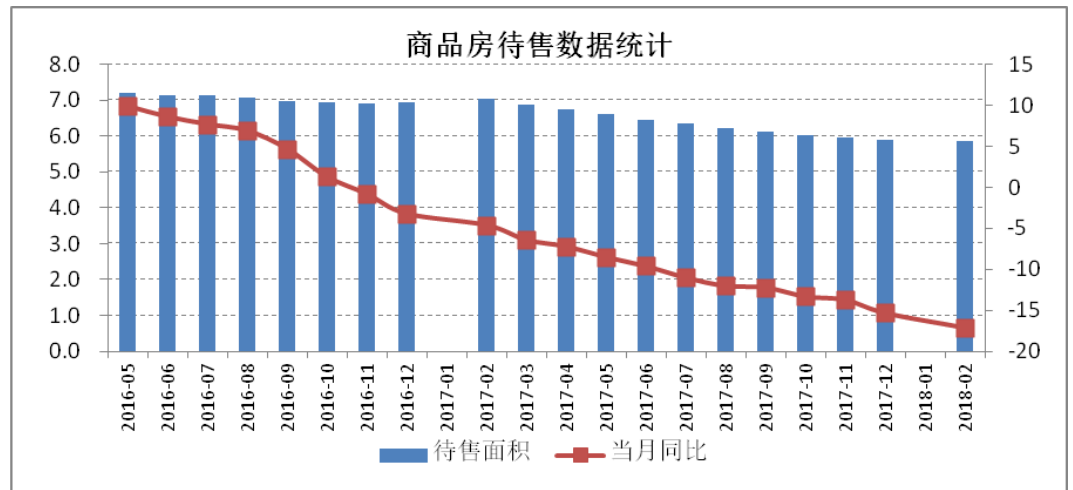


资料来源: 国家统计局 南华研究

因玻璃的需求往往在房地产建设末期达到高峰, 因此玻璃的消费量与房地产竣工面积高度相关。但是自冬季以来, 北方 2+26 城市采暖季建筑施工停工, 竣工面积增速一

路下降，并在今年 1-2 月大幅下降 12.1%。我们预计在 2 季度竣工增速将会出现拐点。本轮房地产调控已经进行了 1 年半的时间，行业逐渐从高景气繁荣中冷却下来，目前部分房企存在着资金紧张的情况，但是我们认为，房企资金紧张，对于新开工面积的影响更大，从逻辑出发，玻璃的需求在建筑主体完工后才会集中释放，我们认为房地产应偏向将资金投入建筑主体已完工的项目。投入处于末段的工程项目显然要比新投入一个项目更具性价比。

图 2.2.3: 房地产待售面积



资料来源：国家统计局 南华研究

2018 年 1-2 月，全国商品房待售面积增速依然维持着 2 位数的负增长。虽然东部多数城市调控从严，但实际上市场并无库存风险，随着中部、西部、东北部三四线城市销售发力，将对整体去库存起到积极的正向作用。长远来看，库存下降将推升新开工项目，预计玻璃中长期的需求也有一定保障。

2.3. 近期调研小结

近期我们走访了华中、华东等地玻璃厂家、贸易商以及加工厂，远程咨询了河北东北部、华东地区玻璃从业人员。在交流与实地走访过程中，我们认为今年春季需求情况变化不大。考虑到今年工厂招工较为困难，春节较晚，以及北方工地解决扬尘问题才能复工等因素，我们认为，积压的需求会在二季度集中释放。

第3章 玻璃成本

3.1. 纯碱价格触底回升

目前纯碱结算价格已出现回升，厂家库存出现下降拐点。而 4 月纯碱厂家计划检修量仍然较为集中，厂家订单饱满甚至开始封单。近日沙河地区采购纯碱的成本已经上升了 100 元/吨。玻璃企业的高盈利拐点预计马上将会到来，玻璃企业的成本将会增加，

近两年纯碱均是暴涨暴跌，因此有理由相信纯碱本轮也将快速拉升，抑制玻璃生产线复产欲望并增强企业挺价的意愿。

目前纯碱结算价格已出现回升，厂家库存出现下降拐点。而 4 月纯碱厂家计划检修量仍然较为集中，厂家订单饱满甚至开始封单。近日沙河地区采购纯碱的成本已经上升了 100 元/吨。玻璃企业的高盈利拐点预计马上将会到来，玻璃企业的成本将会增加，近两年纯碱均是暴涨暴跌，因此有理由相信纯碱本轮也将快速拉升，抑制玻璃生产线复产欲望并增强企业挺价的意愿。

图 3.1.1：沙河纯碱采购价

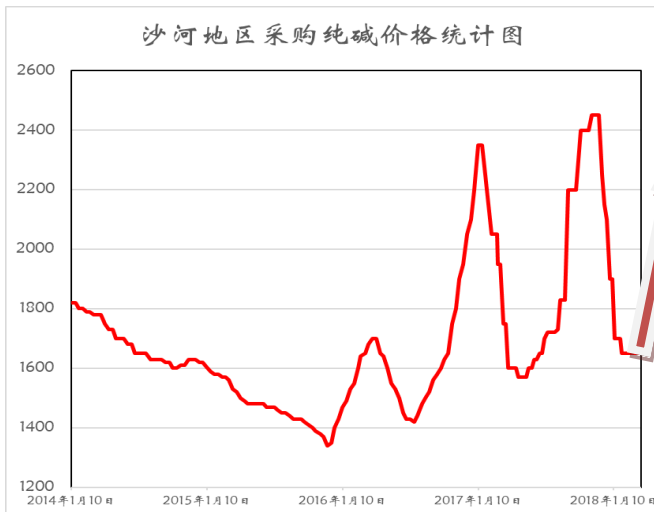
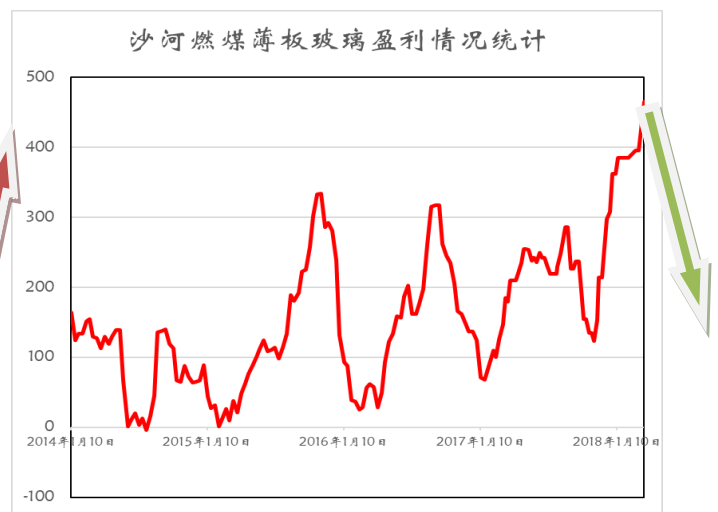


图 3.1.2：沙河燃煤薄板盈利水平



资料来源：中国玻璃期货网 南华研究

资料来源：中国玻璃期货网 南华研究

3.2. 燃料：总体维持高位

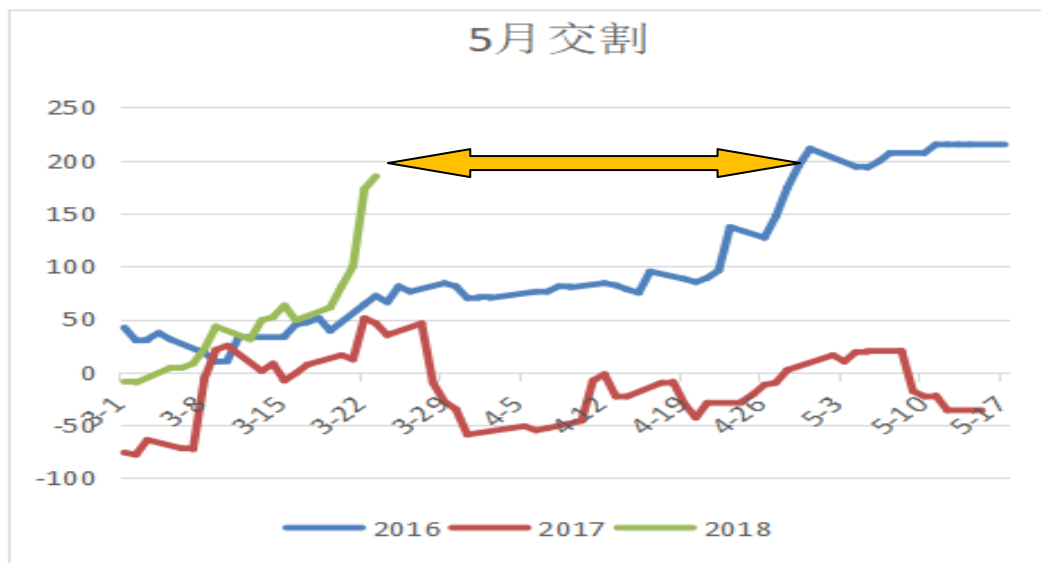
目前除沙河地区外，包括京津冀在内的华北地区，已逐步改用天然气或者包含天然气的混合燃料进行玻璃生产。然而在这个冬季，全国都出现了气荒的现象，LNG 价格被动暴涨。据我们与一些使用天然气的厂家沟通，虽然都有指标内的天然气使用额度，但是真实的使用价格要高出协议价 50% 左右。而煤炭的成本在冬季国家保供应之后出现较大幅度下滑，但我们认为供给侧改革之后，煤炭的价格大概率能够稳定在较高水平。国内大部分企业使用进口石油焦，1400 元/吨的价格也维持在高位。

第4章 玻璃策略

4.1. 1805 合约的贴水问题

研究过去两年 5 月合约的贴水情况，发现 16 年的时候期货贴水沙河德金出厂价非常多，和现在的情况有点类似。当时的情况是现货悲观、期货更悲观，最终贴水未能弥补，事后证明市场错了。

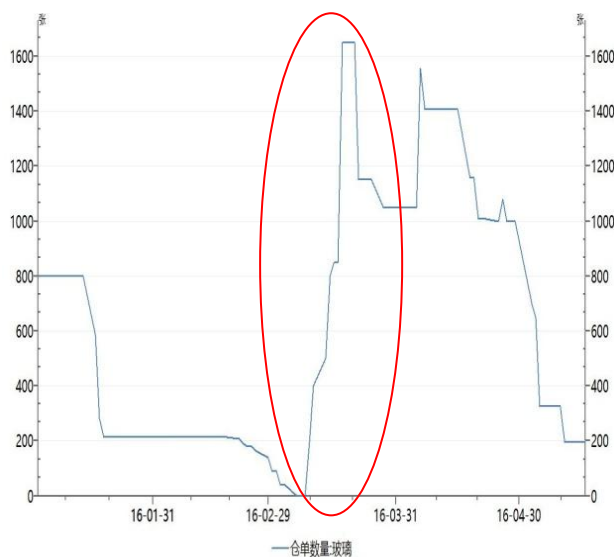
图 4.1.1: 近三年 5 月合约交割前基差情况



资料来源：南华研究

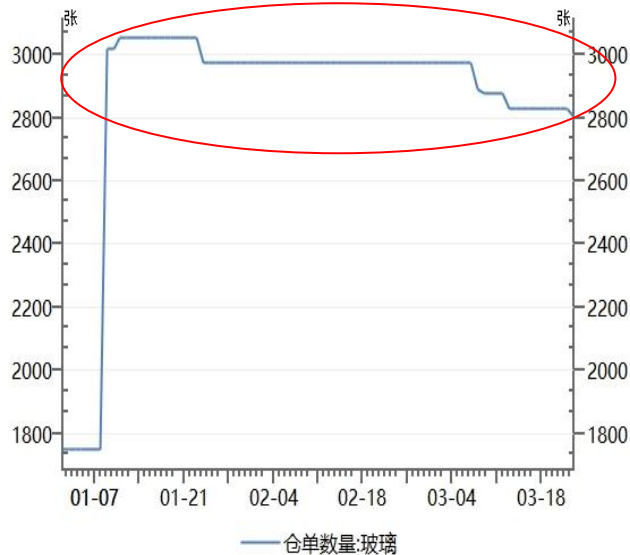
目前贴水幅度已相近，时间却更早，预计贴水情况将有反复。此外，当时仓单数量随着期货价格上升而飙升，后面随着期货价格回落而减少。今年情况不同，目前的仓单是延续着 1801 的，并未有边际上升。

图 4.1.2: 2016 年 5 月前仓单变化



资料来源：郑商所 wind 南华研究

图 4.1.3: 2018 年仓单变化



资料来源：郑商所 wind 南华研究

4.2. 操作策略

北方燃煤目前成本在 1250 左右，天然气生产线成本在 1350 左右，后期随着纯碱价格上涨，成本预计将会显著提升。而从长周期看，目前玻璃生产线的开工率仍处于相对低位，房地产虽进入下降周期，但因环保限制挤压，需求有望在二季度集中释放。综上所述，我们认为玻璃行业景气度直接盛极而衰的概率很小。价格大概率维持高位震荡，结合目前 1809 合约的风险释放，以及 9 月交割规则增加称重，会偏向买方。建议逢低做多 1809 合约。

南华期货分支机构

总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 2、3 层
 客服热线：400 8888 910

上海分公司

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 801、802 单元
 电话：021-20220312

上海虹桥路营业部

上海市徐汇区虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
 电话：021-52586179

上海芳甸路营业部

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 8 层 803、804 单元
 电话：021-50431979

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起第 3-8 间首层至二层
 电话：0663-2663855

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 栋 1903 单元
 电话：0592-2120291

南通营业部

南通市南大街 89 号（南通总部大厦）六层 603、604 室
 电话：0513-89011168

广州营业部

广州市天河区花城大道 68 号 2008 房，2009 房
 电话：020-38809869

天津营业部

天津市河西区友谊路与平江道交口东南侧大安大厦 A 座 1003
 电话：022-28378072

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室
 电话：0512-87660825

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路 103 号星光华庭商铺 112、212 号房复式
 电话：0754-89980339

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号 8 层 805 室
 电话：0351-2118001

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路 1048 号一层、七层
 电话：0573-83378538

重庆营业部

宁波分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
 电话：0574-87280438

余姚营业部

浙江省余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室、104 室
 电话：0574-62509011

永康营业部

浙江省永康市永康总部中心金州大厦一楼
 电话：0579-89292777

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室
 电话：0571-83869601

绍兴营业部

浙江省绍兴市越城区 昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室
 电话：0575-85095807

温州营业部

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801 室
 电话：0577-89971808

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号
 电话：028-86532609

嘉兴营业部

浙江省嘉兴市融通商务中心 3 幢 1801 室
 电话：0573-89997820

慈溪营业部

浙江省慈溪市浒山街道开发大道 1277 号 香格大厦 7 楼
 电话：0574-63925104

宁波营业部

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
 电话：0574-87274729

台州营业部

台州经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室
 电话：0576-88539900

青岛营业部

青岛市市南区闽江路 2 号 1 单元 2501 室
 电话：0532-80798985

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话：023-62611588

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1002
电话：0553-3880212

舟山营业部

浙江省舟山市定海区临城街道翁山路 555 号交易中心大楼
三层 3232、3233 室
电话：0580-8125381

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0579-85201116

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公楼
1405 室
电话：0791-83828829

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室
电话：010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802 室
电话：010-63161286

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号 15 层 C 室
电话：024-22566699

期货大厦第 34 层 3401、3410 号
电话：0411-39048000

郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 房间
电话：0371-65613227

兰州营业部

兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号 11 层 001 号
电话：0931-8805351

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、810 室
电话：0451-58896600

深圳分公司

深圳市福田区莲花街道金田路 4028 号荣超经贸中心
2701、2702 室
电话：0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室
电话：0755-82577909

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