



2021年12月20日

Experts of financial
derivatives pricing

衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

作者：盛文宇

• 从业资格编号 F3074487

• 投资咨询编号 Z0015486

邮箱：shengwenyu@jinxinqh.com



玻璃难乐观，纯碱不悲观

内容提要

市场认为纯碱面临着高库存、高产量、高利润的三高局面，然而我们认为，其背后是高基差、高需求以及高供应的博弈状态，而并非非常明显的过剩。展望2022年来说，我们比较看好春节前后玻璃厂的补库行为，随着硅料价格的回落，以及未来产能的投放预期，光伏产业链的成本有望下移，继续带动在建光伏生产线的投产。纯碱在2022年下半年依然有比较乐观的预期，全年纯碱价格或呈现出N字走势。

目前窑炉年限超过10年的浮法玻璃生产线总日熔量达到18650万，约占目前浮法在产生产线日熔量的10.6%。2021年冷修未复产生产线体量达6600万日熔量，若未来玻璃需求的确因保竣工而好转，需要优先考虑到2021年冷修未复产的生产线在旺季来临前投入生产，增加供应。同时如果上半年的行情不尽如人意，将超龄生产线的冷修给“逼”出来，“吓退”复产生产线，那玻璃出现供需错配的概率才会大幅提升。从长周期看，近几年在房企高周转策略的背景下，施工与竣工端积压了较多的未完工项目。考虑到高周转模式已经终结，预计未来开工到竣工的周期将恢复到3年左右，即现房完工再销售的低周转模式。根据三年提前量的模型指引，2022年玻璃的需求仍然有牛尾的效应。根据目前的玻璃库存情况推算，玻璃生产企业将不得不以大库存进入春节，高供应背景下，预计年后的玻璃厂库存将再度达到高位。虽然春节之后沙河地区贸易商补库能够阶段性地缓解厂家库存压力，但总体来看，上半年玻璃的库存压力依然较大。

操作建议

春节前后建议做多SA05-SA09正套，视光伏产业链开工情况择机单边做多纯碱。

若玻璃在上半年仍然未能兑现保竣工需求，则下半年需求好转的概率依然较高，建议逢低做多。

风险提示

玻璃生产线冷修数量超预期；光伏玻璃投产不及预期。

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、纯碱

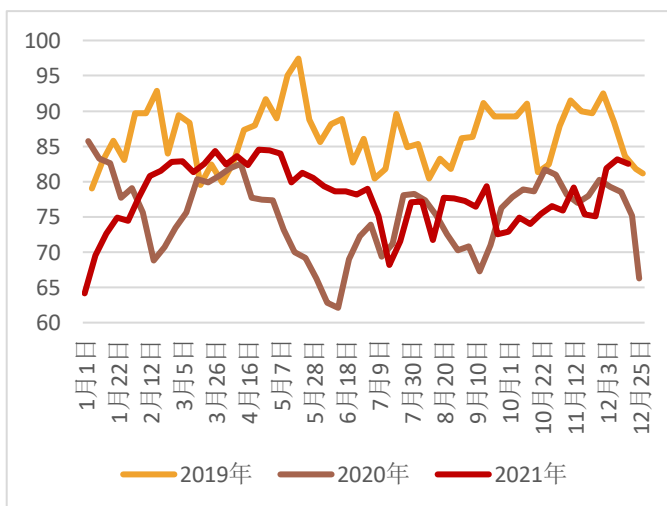
1. 纯碱简略回顾与展望

纯碱 2020 年整体是牛市行情，上半年主要依靠市场的投机性需求，市场基于光伏以及浮法市场的良好信心，带动纯碱库存的持续转移。在贸易商和下游“搬砖”的过程中，价格不断进行修复。供小于需的情况从下半年才逐步显现，临近年末的时，在煤炭大跌的驱动下价格出现了明显的回调。市场认为纯碱面临着高库存、高产量、高利润的三高局面，然而我们认为，其背后是高基差、高需求以及高供应的博弈状态，而并非非常明显的过剩。展望 2022 年来说，我们比较看好春节前后玻璃厂的补库行为，在下半年也是有比较乐观的预期，全年纯碱价格或呈现出 N 字走势。

2. 纯碱供应与展望

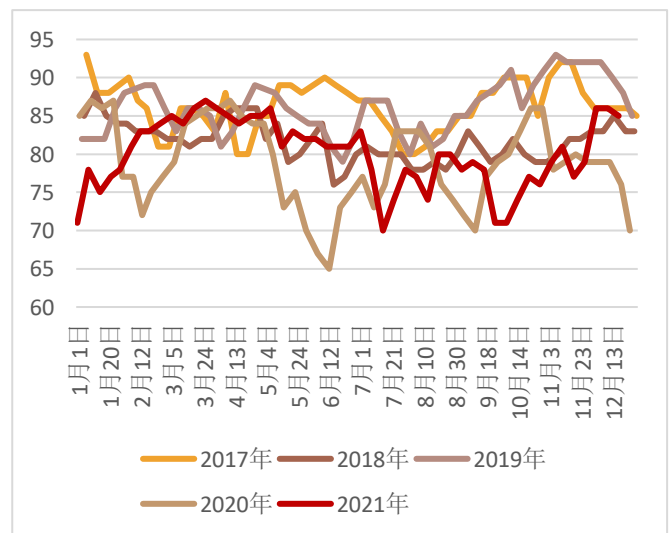
2021 年 1-11 月份纯碱整体开工率 78.09%，去年同期开工率 74.93%，同比增加 3.16%。2021 年纯碱开工波动变化大，主要集中在 6-7 月，装置正常检修。9 月中下旬开工下降，主要影响因素能耗双控。全年来看，纯碱开工率好于 2020 年，但同时也明显低于 2019 年的水平。

图 1：隆众纯碱开工率（周）

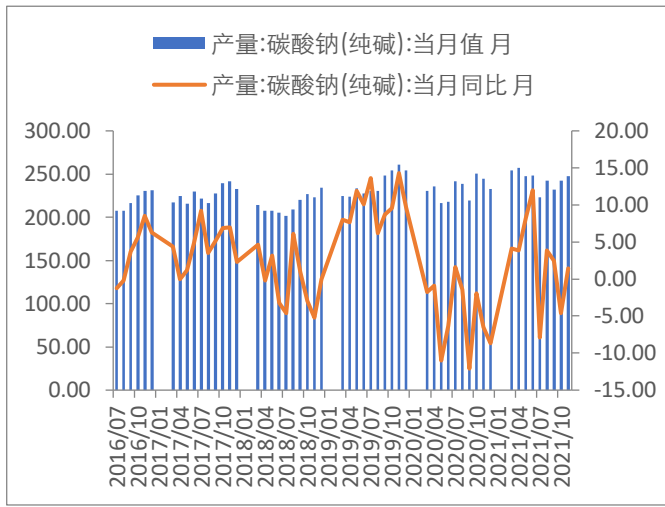


资料来源：Mysteel，优财研究院

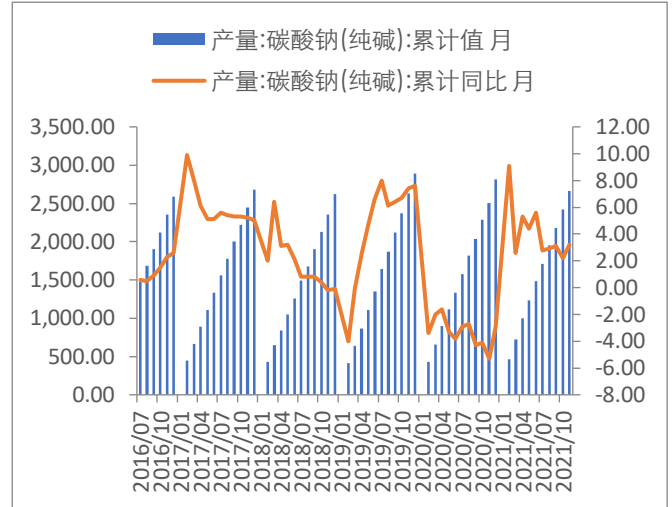
图 2：卓创纯碱开工率（周）



资料来源：卓创，优财研究院

图 3：纯碱单月产量（万吨）


资料来源：国家统计局，优财研究院

图 4：纯碱累积产量（万吨）


资料来源：国家统计局，优财研究院

国家统计局统计显示，今年 1-10 月我国纯碱产量 2423 万吨，同比仅增长 2.2%，远低于平板玻璃产量 8.9% 的增长和钢化玻璃产量 16.3% 的增速。产量增速低的原因在于纯碱 2021 年工业制法新产能投放的量非常有限。2021 年产能增量主要源于部分厂家的扩产项目，而年末连云港碱业的退出直接抹平了产能增量。

表 1：纯碱产能变化情况

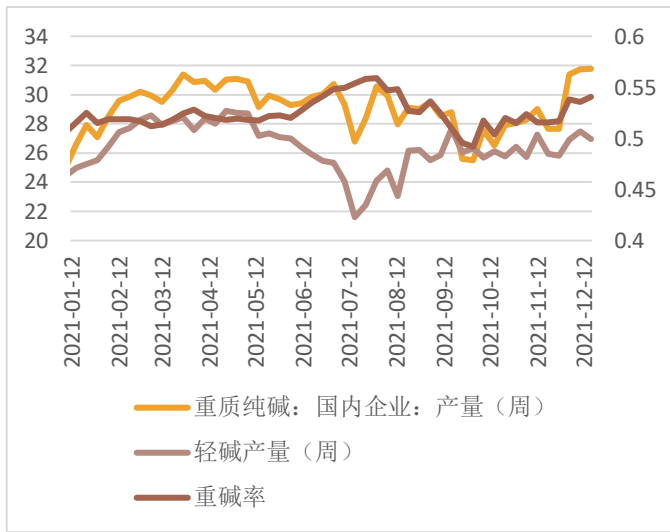
企业名称	原有产能	变化情况	最终产能	备注
中盐内蒙古化工	33	2	35	2021
江西晶吴	36	24	60	2021
宁夏日盛	30	20	50	2021
甘肃金昌	20	20	20	2021
河南骏化	60	20	80	2021
河南金山	300	30	330	2021
连云港碱业	120	-120	0	2021.12.15

合计		-4		
中盐红四方	30	25	55	2022.05 投产
盐湖钾肥	100	140	240	既有产能，能否发挥？
青海五彩矿业二期	110	90	200	2023 以后
远兴能源一期	150	540	690	2022~2023
远兴能源二期		240	930	2025~2027
江苏德邦连云港一期	60	60	120	2023 以后，搬迁项目
江苏德邦连云港二期		60	180	2025 以后
南方碱业	80	-60	0	2023
连云港碱业	0	120	120	2023~2024

数据来源：佰舸斯达国际贸易(江苏)有限公司，优财研究院

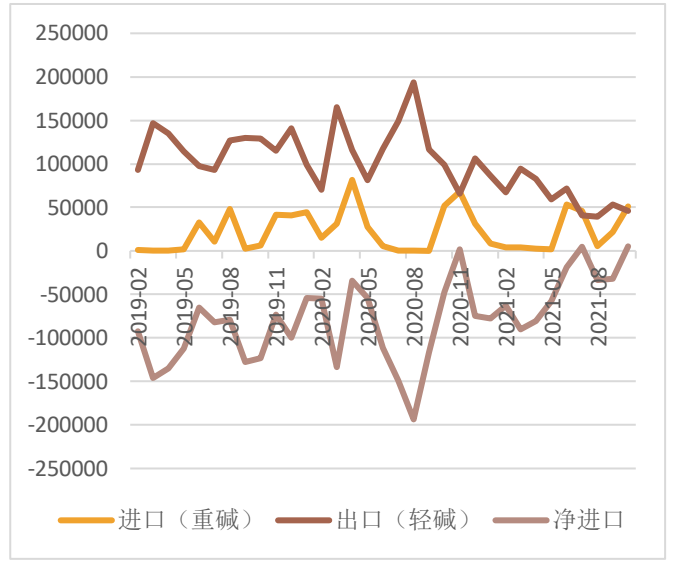
2022 年，目前确定性较高的新增产能仅有中盐红四方的 25 万吨增量。市场普遍关注的阿拉善天然碱项目有延后的传闻，预计在 2022 年末较难投产。综合来看，2022 年纯碱产能仍然没有明显的增量，产量的增加只有可能依靠产能利用率的抬升。

图 5：轻重碱产量及比例



资料来源：Mysteel，优财研究院

图 6：纯碱进出口（吨）



资料来源：海关总署，优财研究院

今年值得关注的点在于轻重碱的生产比例出现了明显的分化，厂家根据终端市场玻璃生产线增量明显的特点，提高了重质纯碱的产量。重碱率在年内高点可达 55%，而且我们认为这是一个长期趋势的变化。

进出口方面，今年进出口体量均出现缩减，整体来看，净出口的体量较往年削减，主要源于国内需求更好，价格更好。明年预计进口体量依然主要是部分玻璃大厂从美国进口重质纯碱，体量预计有限。在四季度国内纯碱价格出现回调之后，轻质纯碱的出口预期预计回暖。预计 2022 年纯碱出口依然保持净出口状态，整体进出口量或小幅抬升，但对于国内市场的影响依然较小。

3. 纯碱需求与展望

表 2：2021 年国内复产超白压延玻璃生产线统计

编号	省份	企业名称	窑炉（座）	合计产能（吨/日）	点火时间
1	河北	唐山金信太阳能玻璃有限公司	一窑两线	250	2021 年 1 月 10 日
2	安徽	安徽盛世新能源材料科技有限公司	一窑两线	320	2021 年 1 月 21 日
3	安徽	海控三鑫（蚌埠）股份有限公司	一窑三线	550	2021 年 2 月 8 日
4	安徽	索拉特特种玻璃股份有限公司	一窑两线	350	2021 年 2 月 28 日
5	江苏	南通泰德光电玻璃科技有限公司	一窑一线	150	2021 年 5 月 17 日

表 3：2021 年国内新点火超白压延玻璃生产线统计

编号	省份	企业名称	窑炉（座）	合计产能（吨/日）	点火时间
1	安徽	信义光能控股有限公司	一窑四线	1000	2021 年 1 月 28 日
2	安徽	安徽福莱特光伏玻璃有限公司	一窑五线	1200	2021 年 2 月 16 日
3	安徽	信义光能控股有限公司	一窑四线	1000	2021 年 3 月 18 日
4	湖北	湖北远舟光伏玻璃科技有限公司	一窑一线	160	2021 年 4 月 18 日
5	四川	凯盛（自贡）新能源太阳能新材料	一窑四线	650	2021 年 4 月 30 日
6	安徽	凤阳硅谷智能有限公司	一窑五线	650	2021 年 5 月 1 日
7	安徽	安徽福莱特光伏玻璃有限公司	一窑五线	1200	2021 年 5 月 30 日
8	江苏	江苏常熟耀皮特种玻璃有限公司	一窑两线	300	2021 年 6 月 18 日
9	安徽	彩虹（合肥）光伏有限公司	一窑四线	800	2021 年 7 月 23 日
10	安徽	信义光能控股有限公司	一窑四线	1000	2021 年 7 月 30 日
11	河北	唐山金信太阳能玻璃有限公司	一窑两线	320	2021 年 8 月 10 日
12	安徽	凤阳硅谷智能有限公司	一窑五线	650	2021 年 8 月 16 日
13	安徽	安徽福莱特光伏玻璃有限公司	一窑五线	1200	2021 年 8 月 18 日
14	宁夏	宁夏金晶科技有限公司	一窑三线	650	2021 年 8 月 30 日
15	安徽	信义光能控股有限公司	一窑四线	1000	2021 年 9 月 10 日
16	安徽	安徽福莱特光伏玻璃有限公司	一窑五线	1200	2021 年 10 月 13 日

表 4：2021 年国内转产或冷修超白压延玻璃生产线

编号	省份	企业名称	窑炉（座）	合计产能（吨/日）	目前状态	转产或冷修时间
1	湖南	湖南巨强再生资源科技发展有限公司	一窑一线	150	转产普白压延玻璃	2021 年 1 月 7 日
2	江苏	南通泰德光电玻璃科技有限公司	一窑一线	150	冷修	2021 年 3 月 5 日
3	浙江	福莱特玻璃有限公司	一窑四线	600	冷修	2021 年 5 月 20 日
4	安徽	安徽芜湖信义光能控股有限公司	一窑四线	900	冷修	2021 年 11 月 15 日
5	安徽	安徽芜湖信义光能控股有限公司	一窑四线	900	冷修	2021 年 11 月 16 日

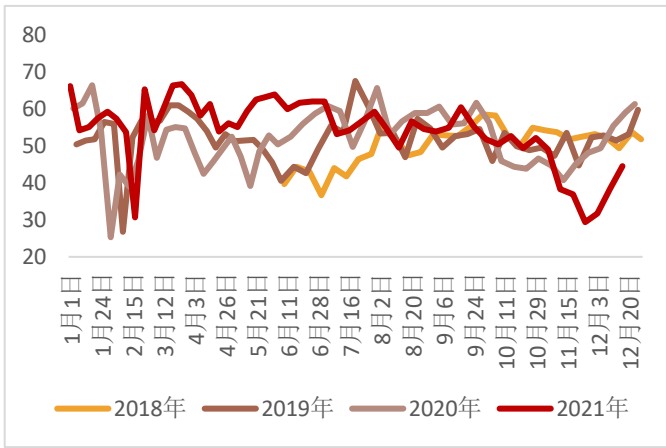
数据来源：卓创，优财研究院

光伏玻璃生产线在 2021 年大量投产，虽然进入四季度以后，投产情况不及预期，但是相较于年初，光伏生产线日熔量依然有超过 40% 的增量。

2021 年纯碱下游需求表现强，主流下游消费量增加，其中浮法玻璃需求 1251 万吨，同比增加 92 万吨，涨幅 7.94%，光伏玻璃需求量 278 万吨，同比增加 83 万吨，涨幅 42.56%。日用玻璃消费量 485 万吨，增加 40 万吨，涨幅 8.99%。其他行业纯碱需求变化不大。2021 年 1-11 月，国内浮法和光伏玻璃月平均消化纯碱 126 吨，去年同期月均 112 万吨，增加 14 万吨。2021 年 1-11 月份累计消化纯碱 1390 万吨，去年

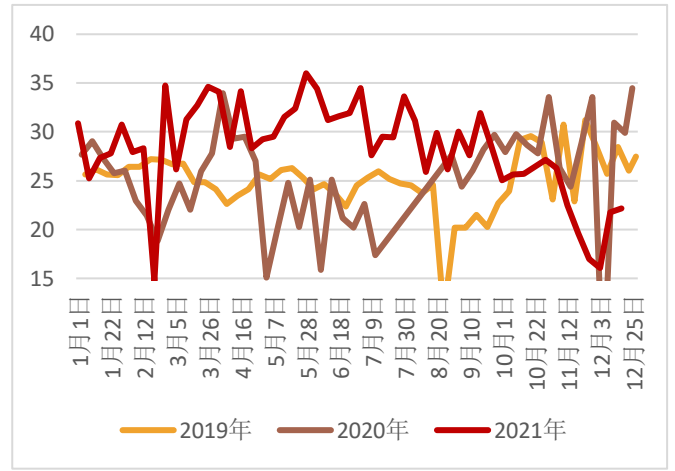
同期累计 1232 万吨，同比增加 158 万吨。

图 7：纯碱表需（周）



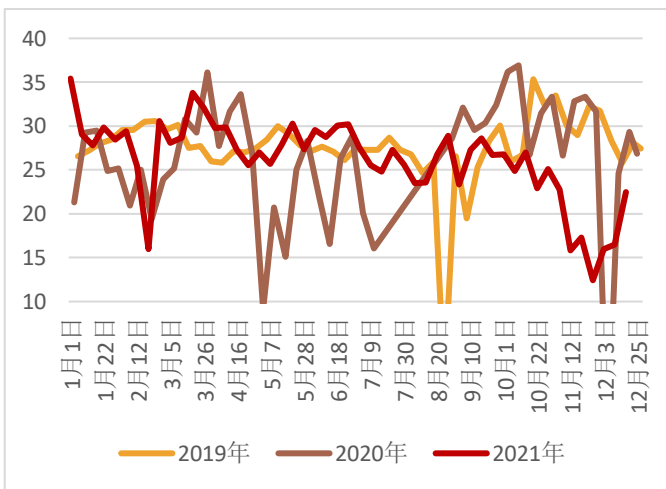
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 8：重碱表需（周）



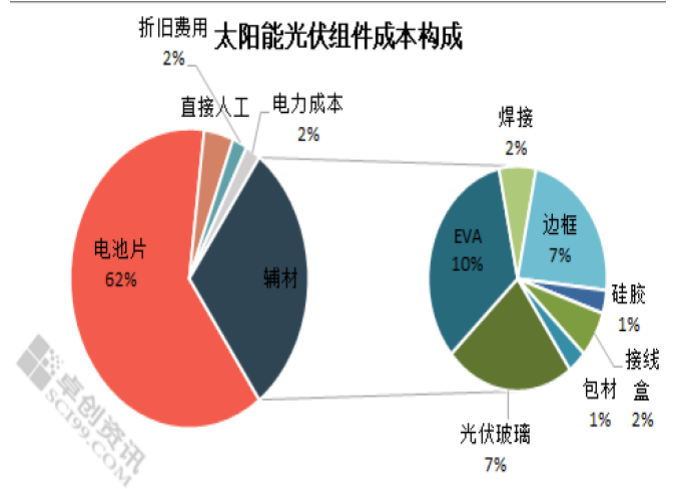
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 9：轻碱表需（周）



资料来源：Mysteel，优财研究院

图 10：太阳能光伏组件成本构成



资料来源：卓创，优财研究院

从全年的表需情况上看，上半年纯碱表需明显强于往年，库存转移贡献了很大程度。下半年表需逐级走弱，产业链进入去库存周期，社会库存货源快速走低，玻璃厂以消耗自身库存为主。临近年末，随着社会库存基本清零，玻璃厂按需采购，表需有所回升。

从光伏产业链的角度看，光伏玻璃占组件的成本较小，不是决定性的因素。今

年因硅料产能有明显缺口，价格持续高位，使得光伏组件企业成本高企，开工偏低，整体装机规模也不及预期。

近期，硅料龙头有近 13.5 万吨的硅料产能陆续投产运行，价格方面，根据隆众资讯监测，硅料价格多番下调，当前，单晶用料市场价格参考 230-250 元/千克，多晶用料市场价格参考 110-130 元/千克。下游采购谨慎，硅料价格回落，听闻场内已有 230 元/千克的低价新单签订，硅料价格的下调让当前的光伏产业链看到了一丝行情回暖的曙光。

表 5：2022 年光伏生产线投产计划

企业名称	窑炉（座）	日熔量（吨/日）	预计点火时间
浙江福莱特玻璃有限公司	一窑四线	1000	2021 年年底
	一窑四线	1000	
安徽福莱特光伏玻璃有限公司	一窑六线	1200	2022 年
	一窑六线	1200	
	一窑六线	1200	
	一窑六线	1200	
	一窑六线	1200	
信义光伏（苏州）有限公司	一窑四线	1000	2022 年
	一窑四线	1000	2022 年
	一窑四线	1000	2022 年
	一窑四线	1000	2022 年
安徽信义光伏玻璃有限公司	一窑四线	1000	2022 年
	一窑四线	1000	2022 年
	一窑四线	1000	2022 年
	一窑四线	1000	2022 年
中国建材桐城新能源材料有限公司	一窑八线	1200	待定
中建材（合肥）新能源有限公司	一窑五线	750	2022 年一季度
秦皇岛北方玻璃有限公司（耀华集团）	一窑五线	880	2021 年年底
中建材（宜兴）新能源有限公司	一窑五线	1000	2022 年
凯盛晶华玻璃有限公司	一窑五线	900	2021 年下半年
江西中电彩虹	一窑四线	3*1000	2022 年
中国南玻集团股份有限公司	一窑五线	4*1200	2021 年年末或 2022 年
广西新福兴硅科技有限公司	一窑五线	1200	2021 年 12 月 8 日
	一窑五线	1200	2022 年初

河北唐山金信太阳能玻璃有限公司	一窑四线	1000	2022 年初
	一窑四线	1000	2022 年初
山西日盛达太阳能科技有限公司	一窑四线	2*1000	2022 年-2023 年
安徽盛世新能源材料科技有限公司	一窑五线	1200	2021 年四季度-2022 年初
江西康佳新材料有限公司	一窑两线	2*400	原计划 2021 年 6 月点火， 目前产线情况待考察
	一窑两线	400	待定
郴州旗滨光伏光电玻璃有限公司	一窑五线	1200	2022 年 3 月份
绍兴旗滨光伏光电股份有限公司	一窑五线	1200	2022 年 2 季度
河南安彩高科股份有限公司	一窑四线	800	原计划 2021 年 10 月份， 目前待定
安彩新能科技有限公司	一窑五线	900	2021 年末-2022 年初
江西赣悦光伏玻璃有限公司	一窑四线	600	原计划 2021 年 5 月底， 延迟，时间待定
湖南巨强再生资源科技发展有限公司	一窑两线	300	2021 年三四季度
湖北长利玻璃有限公司	一窑八线	1250	2022 年下半年
	一窑八线	1250	2022 年下半年
湖北亿钧耀能新材有限公司	一窑六线	1200	2021 年年底-2022 年年初
	一窑六线	1200	
	一窑六线	1200	暂定 2022 年
	一窑六线	1200	

数据来源：卓创，优财研究院

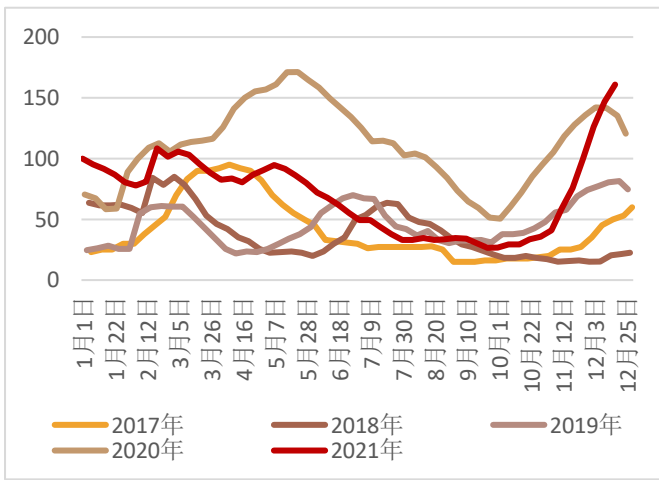
从明年光伏玻璃投产的预期来看，目前在建储备生产线的数量依然可观，部分生产线已经由 2021 年四季度投产往后推延，若硅料的掣肘继续缓解，则有理由乐观地期盼光伏产能的进一步投放。梳理统计公告发现，目前，包括协鑫、通威股份、大全能源、亚洲硅业等多家硅料企业的新增产能将于 2022 年投产。其中以通威、协鑫为首，扩产规模达到 10 万吨级别。根据全球 8 家硅料头部企业规划，预计 2022 年 8 家企业的总产能将增长 79.7%，2021 年该项数据为 20.6%。

4. 纯碱库存与利润

接近年末，纯碱库存高度显性化，中游贸易库存已经位于低位，下游玻璃厂库存处于中等偏低水平，库存压力集中在厂家，库存结构失衡。展望明年，预计在春

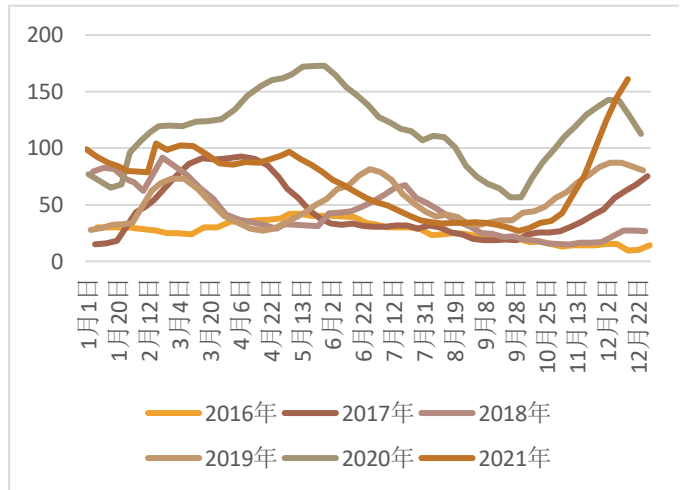
节前后，纯碱厂家的显性库存能够得到一定的削减，主要因玻璃厂样本库存天数目前仅有 33 天，距离 40-50 天的春节库存量还有一定的补库空间。而目前根据浮法玻璃厂家的信息来看，冷修的进程始终低于预期。若玻璃厂不冷修，则重质纯碱的消耗量是十分刚性的。

图 11：隆众纯碱库存（周）



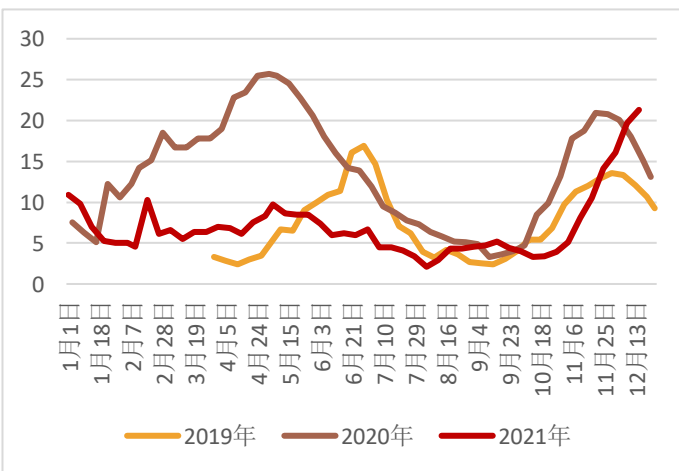
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 12：卓创纯碱库存（周）



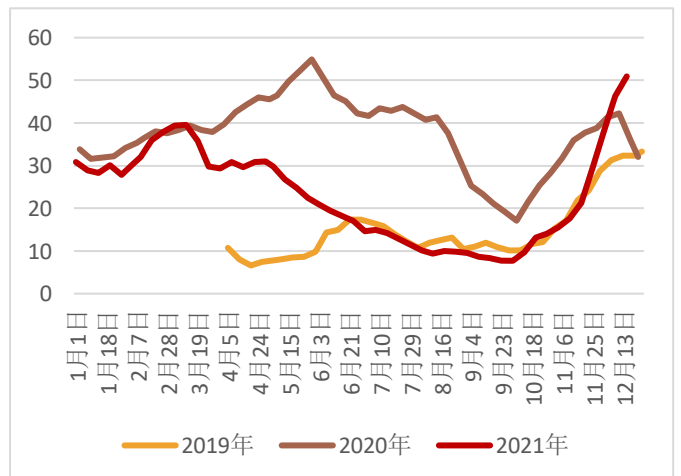
资料来源：卓创，优财研究院

图 13：华中纯碱库存（周）



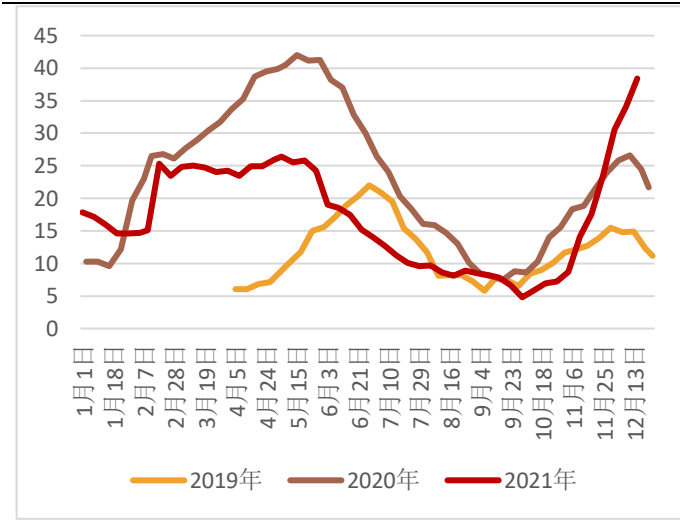
资料来源：卓创，优财研究院

图 14：西北纯碱库存（周）



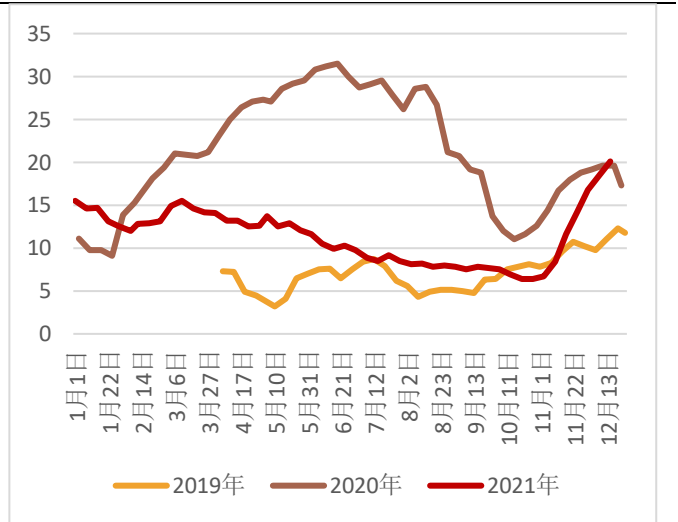
资料来源：卓创，优财研究院

图 15: 华东纯碱库存 (周)



资料来源: 卓创, 优财研究院

图 16: 西南纯碱库存 (周)



资料来源: 卓创, 优财研究院

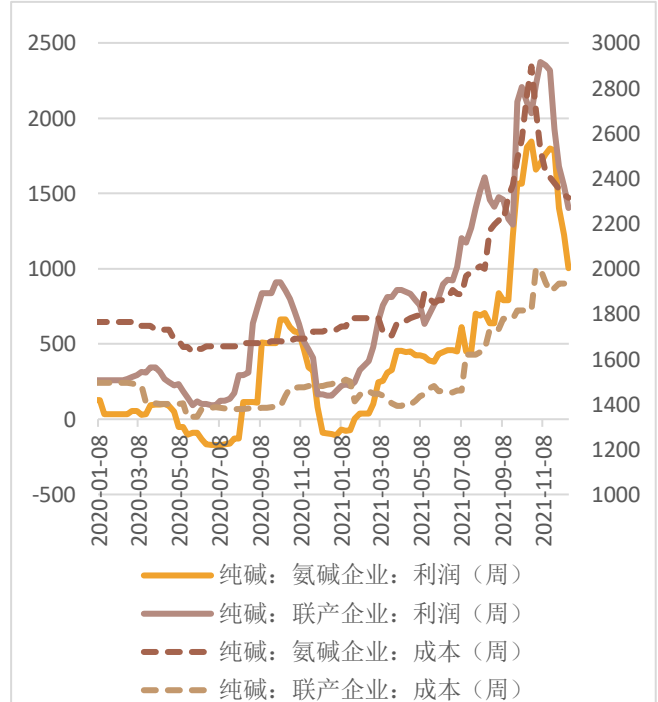
分区域看, 纯碱库存压力较大的区域有西北、华东以及华中, 阶段性厂家库存均已经超过了去年同期水平。

图 17: 纯碱期货与卓创华北氨碱成本



资料来源: 卓创, 优财研究院

图 18: 纯碱成本与利润



资料来源: 隆众, 优财研究院

目前纯碱生产乍看之下仍有非常高的利润，但是实际上纯碱厂家已经在下调售价，当最终产成品库存转换成收入时，利润将会出现明显的下降。从定价的角度看，目前纯碱生产成本仍有下调的预期，我们选用没有副产品的氨碱法成本作为基准，考虑到盘面动力煤 2205 合约的基差情况给出预估，则纯碱盘面的生产成本支撑在 2000 元左右。

二、玻璃

1. 玻璃简略回顾

玻璃在去年缺口留存的状态下，上半年整体的供需情况良好，市场进一步的上行，但在三季度，房地产开发企业出现信用风险的情况下，叠加能耗双控限电对玻璃下游深加工带来的负面影响，玻璃的需求出现了断崖式的下跌。玻璃价格也同步出现了非常大幅度的下跌，快速向成本逼近。

2. 玻璃供应与展望

表 6：2021 年冷修生产线

序号	生产线	地址	日熔化量	时间
1	金晶集团滕州二线	山东	600	2021.02.01
2	信义芜湖一线	安徽	500	2021.02.08
3	新疆晶华浮法玻璃厂	新疆	600	2021.03.05
4	成都台玻二线	四川	900	2021.04.28
5	广东中山玉峰三线	广东	600	2021.05.15
6	台玻东海改造二线	江苏	800	2021.06.18
7	河南中联玻璃厂一线	河南	700	2021.08.26
8	漳州旗滨玻璃公司五线	福建	600	2021.08.31
9	湖北三峡新型建材公司五线	湖北	600	2021.09.19
10	永年耀威玻璃有限公司	河北	500	2021.10.11
11	贵州贵耀材料科技有限公司	贵州	600	2021.10.16
12	山东金晶科技三线	山东	600	2021.11.15
13	云南云腾	云南	600	2021.11.25
14	荆州亿钧玻璃有限公司三线	湖北	1000	2021.12.05
15	广东中山玉峰二线	广东	500	2021.12.08
增加冷修生产 15 条，减少产能 5820 万重箱。			9700	

表 7：2021 年新建生产线

序号	生产线	地址	日熔化量	时间
1	广东明轩二线	广东	1000	2021.04.21
2	四川康宇电子玻璃生产线	四川	500	2021.05.18
3	福建龙泰玻璃有限公司	福建	700	2021.05.01
4	佳木斯佳星二线	黑龙江	600	2021.06.06
5	河南中联搬迁二线	河南	600	2021.06.29
6	甘肃凯盛大明一线	甘肃	700	2021.09.28
7	贵州黔玻永泰一线	贵州	700	2021.09.29
增加新建生产线 7 条，增加产能 2880 万重箱			4800	

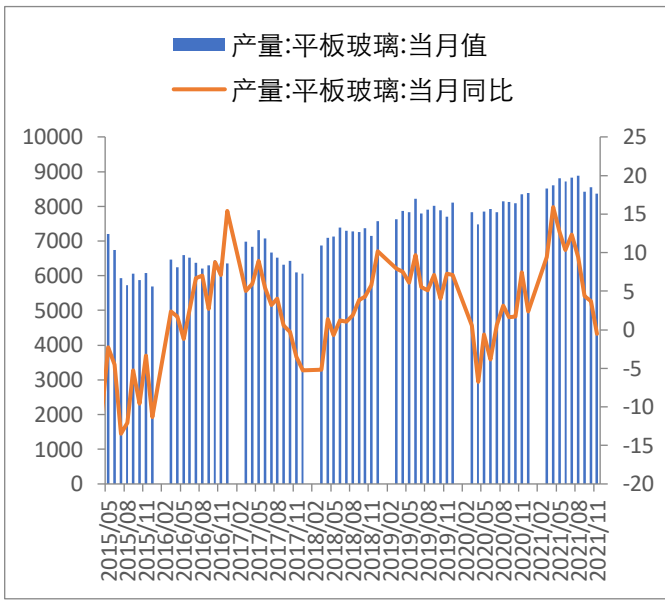
表 8：2021 年冷修复产生生产线

序号	生产线	地址	日熔化量	时间
1	本溪迎新玻璃有限公司三线	辽宁	900	2021.01.08
2	亿钧（武汉）玻璃有限公司	湖北	700	2021.01.28
3	安阳安彩一线	河南	500	2021.02.28
4	青海耀华玻璃有限公司	青海	600	2021.03.24
5	东海台玻一线	江苏	800	2021.04.24
6	信义芜湖一线	安徽	500	2021.05.18
7	金晶集团滕州二线	山东	600	2021.05.29
8	唐山蓝欣二线	河北	500	2021.06.08
9	中国玻璃陕西一线	陕西	350	2021.06.19
10	台玻东莞一线	广东	700	2021.06.23
11	中国玻璃宿迁三线	江苏	600	2021.06.28
12	台玻集团成都二线	四川	900	2021.07.01
13	沙河长城玻璃有限公司七线	河北	1200	2021.07.08
14	唐山市蓝欣玻璃有限公司一线	河北	400	2021.08.08
15	福耀集团福清一线	福建	600	2021.08.14
16	重庆福耀玻璃有限公司二线	重庆	600	2021.09.25
17	广东中山玉峰三线	广东	600	2021.10.24
18	信义玻璃海南一线	海南	600	2021.11.15
19	河北润安二线	河北	700	2021.11.30
20	台玻东海改造二线	江苏	800	2021.12.08
恢复增加生产线 20 条，恢复产能 7890 万重箱。			13150	

数据来源：玻璃期货信息网，优财研究院

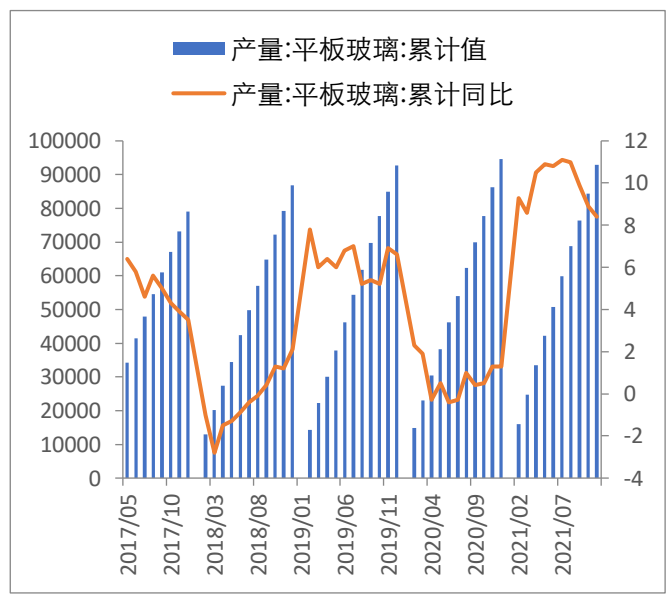
截至 2021 年 12 月 19 日，玻璃冷修停产生产线 15 条，减少年产能 5820 万重箱；新建生产线投产 7 条，增加年产能 2880 万重箱；冷修复产生产线 20 条，恢复年产能 7890 万重箱。进入四季度以后，玻璃现货盈利水平大幅降低，部分厂家终于开始陆续冷修，但从 12 月的情况上来看，玻璃冷修的进度非常的缓慢的，明显是低于此前的预期。目前玻璃生产仍拥有一定的生产利润，所以冷修意愿依然不是很强烈。

图 19：平板玻璃单月产量(万重箱)



资料来源：国家统计局，优财研究院

图 20：平板玻璃累计产量(万重箱)



资料来源：国家统计局，优财研究院

国家统计局公布的数据显示 11 月平板玻璃产量为 8359 万重量箱，同比减少 0.5%；1-11 月产量为 92999 万重量箱，同比增长 8.4%。

玻璃行业也被纳入为过剩产能的行业，所以近几年玻璃的新建的生产线数量非常少，每年只有个位数的新建生产线真正地进行了投产。展望明年的供应预期，我们预计新建投产的平板玻璃生产线数量依然有限。

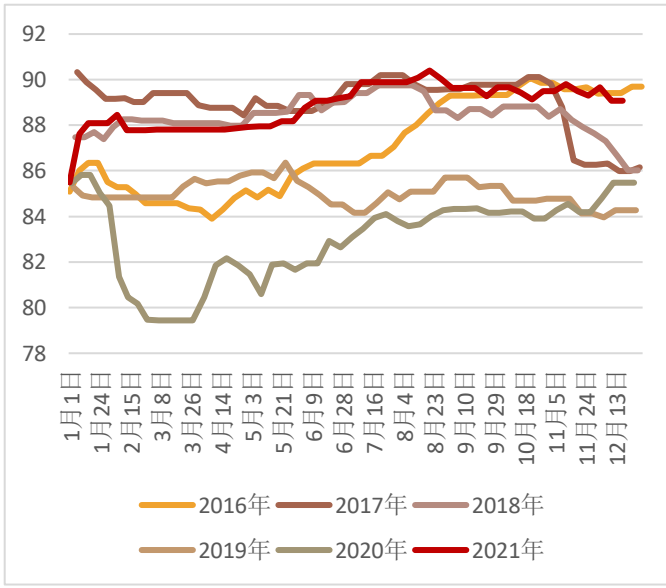
表 9：冷修未复产（20211220 统计）

生产线	省份	日熔量	冷修时间
成都台玻二线	四川	900	2021.04.28
河南中联玻璃厂一线	河南	700	2021.08.26
漳州旗滨玻璃公司五线	福建	600	2021.08.31
湖北三峡新型建材公司五线	湖北	600	2021.09.19
永年耀威玻璃有限公司	河北	500	2021.10.11
贵州贵耀材料科技有限公司	贵州	600	2021.10.16
山东金晶科技三线	山东	600	2021.11.15
云南云腾	云南	600	2021.11.25
荆州亿钧玻璃有限公司三线	湖北	1000	2021.12.05
广东中山玉峰二线	广东	500	2021.12.08
秦皇岛弘耀二线	河北	600	2020.05.02
江门华尔润三线	广东	1050	2020.12.15
合计		8250	
	2019-2020（沙河以外）	2019-2020（沙河）	2021
未复产	1650	4450	6600

数据来源：玻璃期货信息网，优财研究院

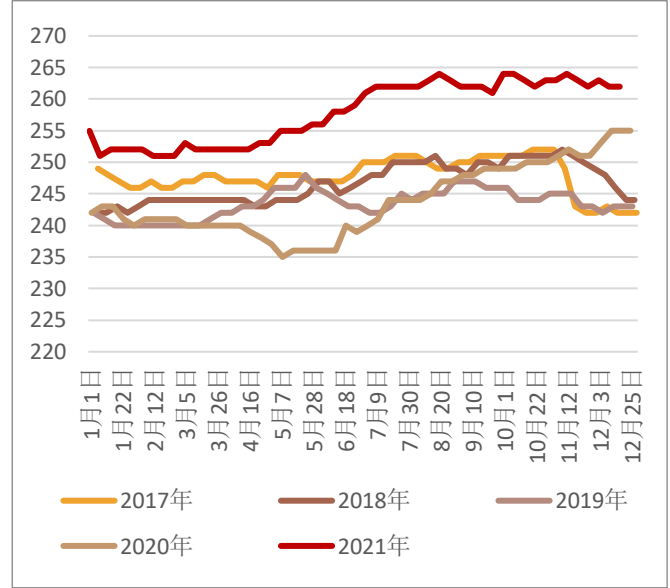
据我们统计，2019-2020 年，沙河地区关停生产线达 4450 万日熔量，考虑到沙河地方政策的情况，这部分生产线大概率难重启。2019-2020 年，非沙河地区未复产生产线仍有 1650 万日熔量，2021 年未复产生产线体量达 6600 万日熔量，两者合计 8250 万日熔量。若未来玻璃需求的确因保竣工而好转，需要优先考虑到 2021 年冷修未复产的生产线在旺季来临前投入生产，增加供应。同时如果上半年的行情不尽如人意，将超龄生产线的冷修给逼出来，吓退复产生产线，那玻璃出现供需错配的概率才会大幅提升。根据我们统计，目前窑炉年限超过 10 年的生产线总日熔量达到 18650 万，约占目前浮法在产生产线日熔量的 10.6%，是否冷修还需跟踪玻璃生产利润变化，以及具体的厂家计划。

图 21: 浮法玻璃产能利用率



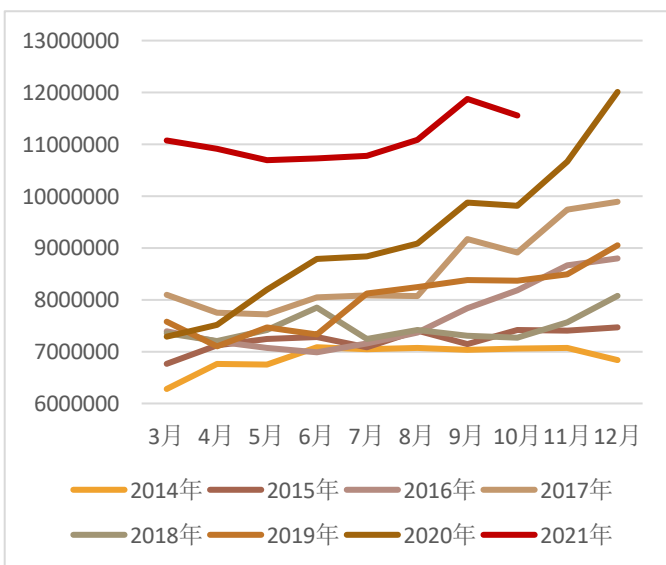
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 22: 浮法玻璃开工条数



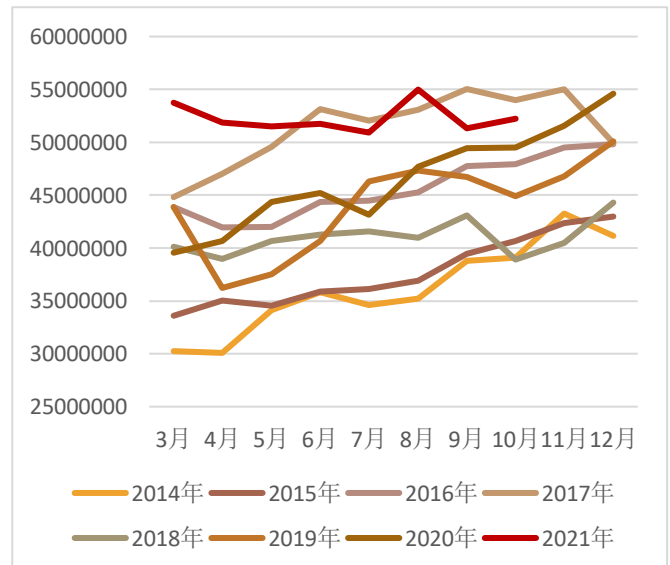
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 23: 夹层玻璃单月产量 (平米)



资料来源: 国家统计局, 优财研究院

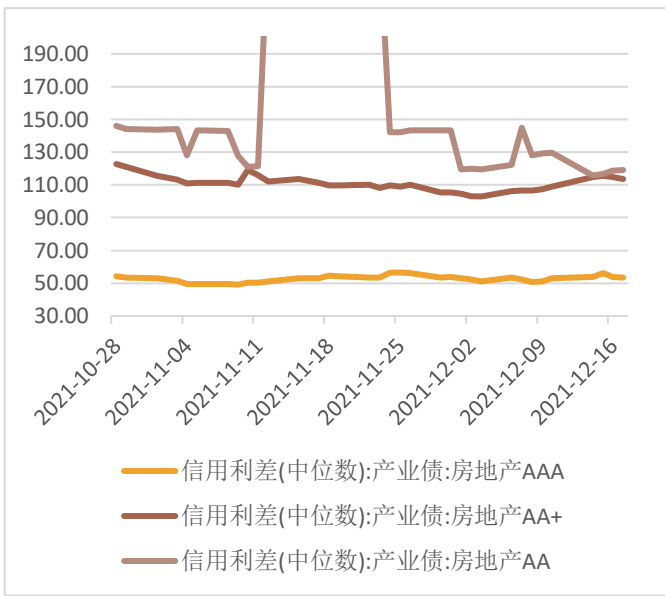
图 24: 钢化玻璃单月产量 (平米)



资料来源: 国家统计局, 优财研究院

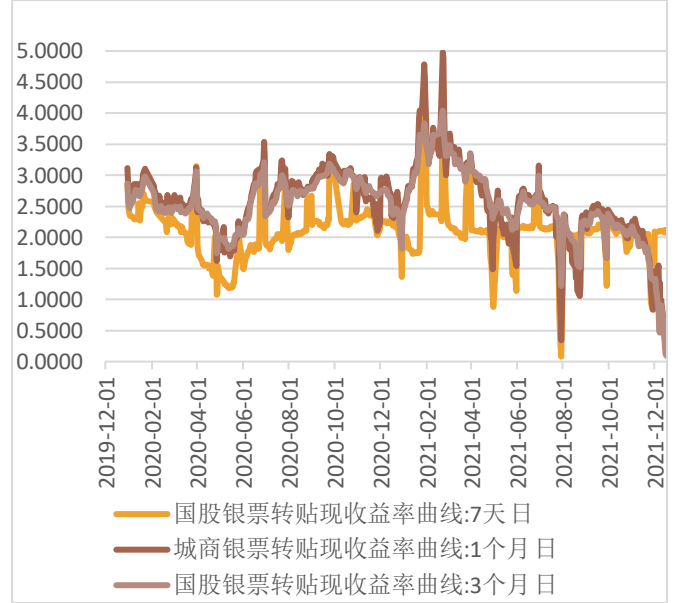
3. 玻璃需求与展望

图 25: 房地产产业债风险溢价



资料来源：国家统计局，优财研究院

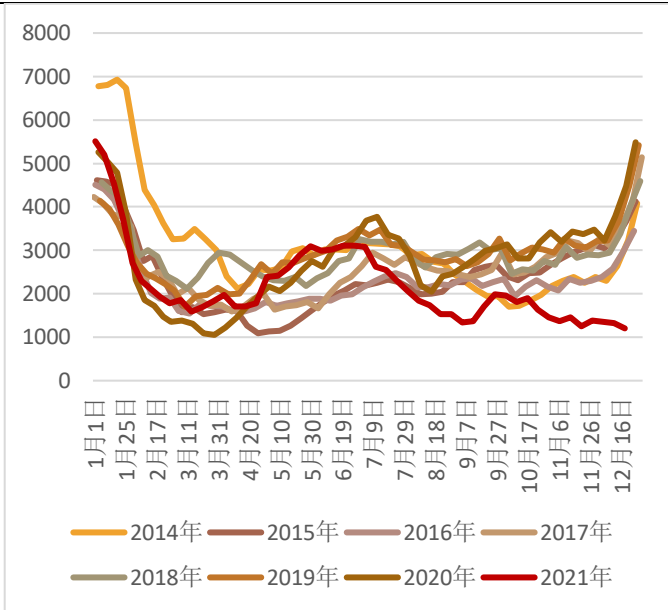
图 26: 银票转贴现收益率



资料来源：国家统计局，优财研究院

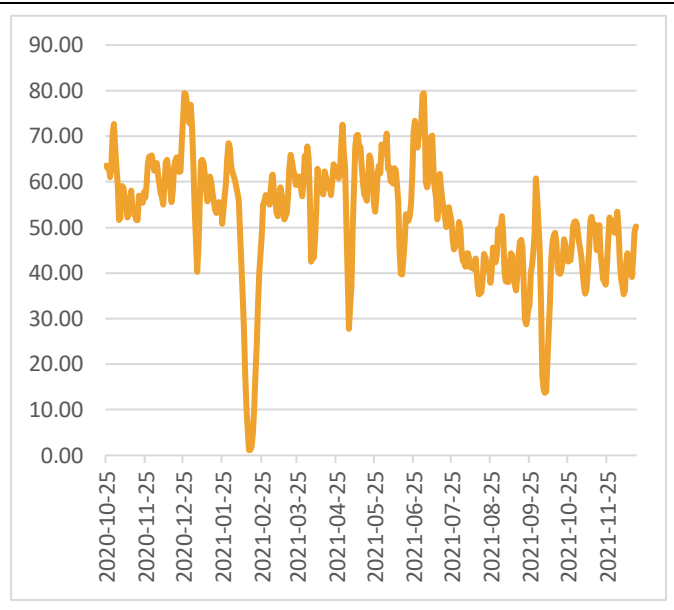
目前来看，地产行业政策转暖的情况已经非常的明显，地产信用风险有所缓和，降准降息带来的资金面宽裕也能够看得到。政策支持房地产行业可持续发展的态度也是非常的明晰。根据房企拿地情况，地产前端大幅扩张的可能性非常弱，因拿地数据持续位于低位。从市场的预期来看，明年保竣工已经是非常明确的共识，无非是时间落在什么节点，去体现出需求的明显复苏。但是目前还没有能够看到除了政策以外的乐观的因素，无论是从产销售的情况，从下游的开工的情况，都还没有看到，所以预计玻璃上半年需求可能依然会偏弱。在传统旺季的下半年大概率能够迎来真正的保竣工需求。

图 27：房企拿地情况（扣除工业用地）



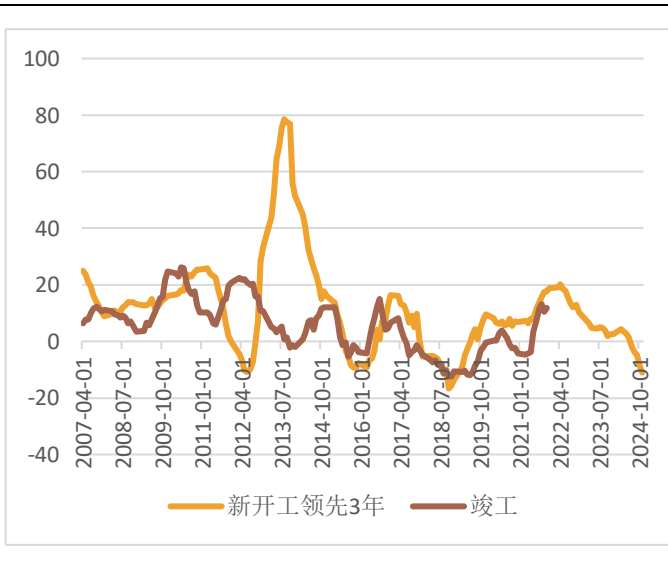
资料来源：国家统计局，优财研究院

图 28：30 城地产销售



资料来源：国家统计局，优财研究院

图 29：地产开工到竣工



资料来源：国家统计局，优财研究院

图 30：建筑主体施工强度指引



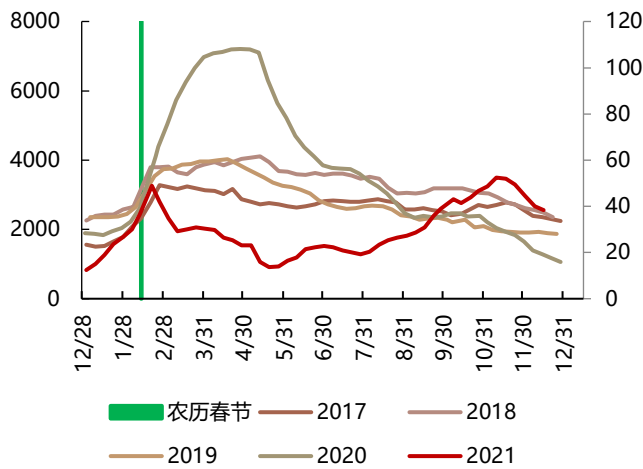
资料来源：卓创，优财研究院

从长周期看，近几年在房企高周转策略的背景下，施工与竣工端积压了较多的未完工项目。考虑到高周转模式已经终结，预计未来开工到竣工的周期将恢复到 3 年左右，即现房完工再销售的低周转模式。根据三年提前量的模型指引，2022 年玻璃的需求仍然有牛尾的效应。然而实际的情况仍需跟踪高频的主体建筑施工强度指引，因保竣工的逻辑能否真正兑现，也需要资金的支撑以及产业信心的恢复。

4. 玻璃库存与利润

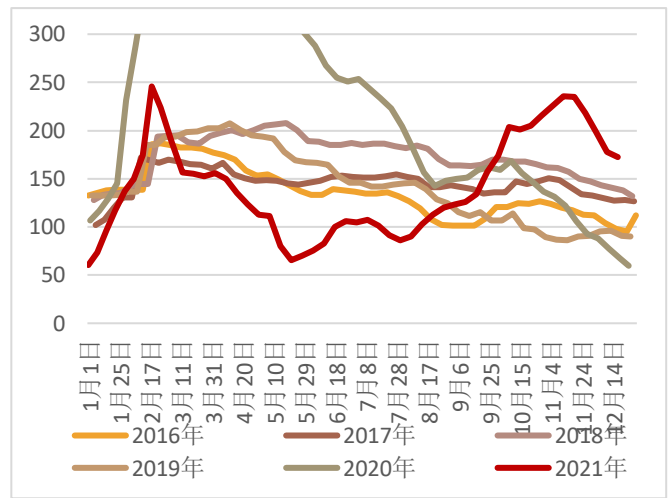
根据目前的玻璃库存情况推算，玻璃生产企业将不得不以大库存进入春节，高供应背景下，预计年后的玻璃厂库存将再度达到高位。虽然春节之后沙河地区贸易商的补库能够阶段性地缓解厂家库存压力，但总体来看，上半年玻璃的库存压力依然较大。若全行业的信心没有出现非常明显的恢复，强到足以支撑下游不断转移库存，则很难在大库存的背景下对玻璃的价格保有乐观态度。

图 31：卓创八省库存（万重箱）



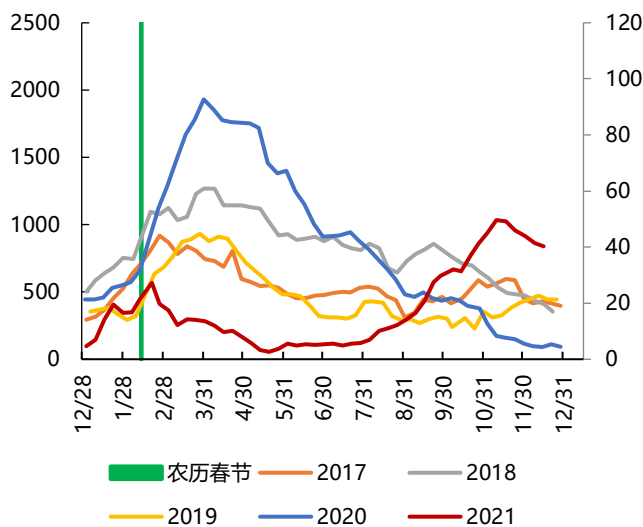
资料来源：卓创，优财研究院

图 32：浮法玻璃企业库存（万吨/周）



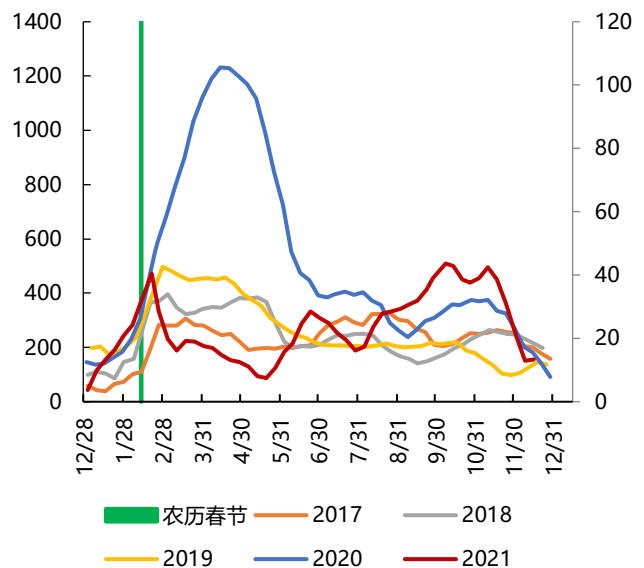
资料来源：隆众，优财研究院

图 33：卓创河北库存（万重箱）



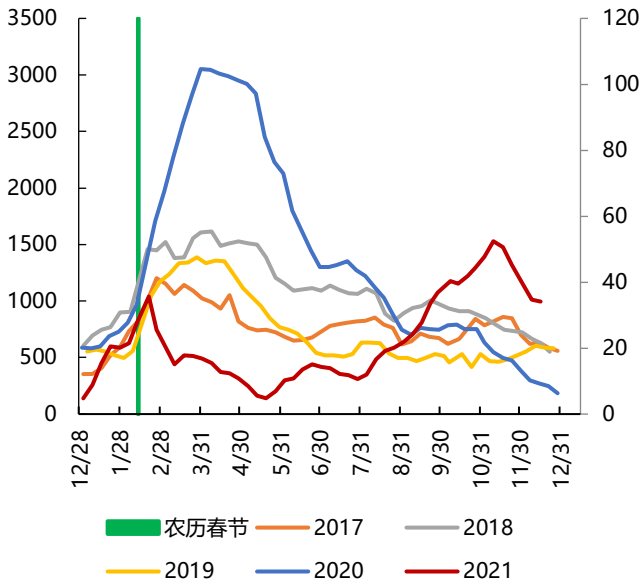
资料来源：卓创，优财研究院

图 34：卓创湖北库存（万重箱）



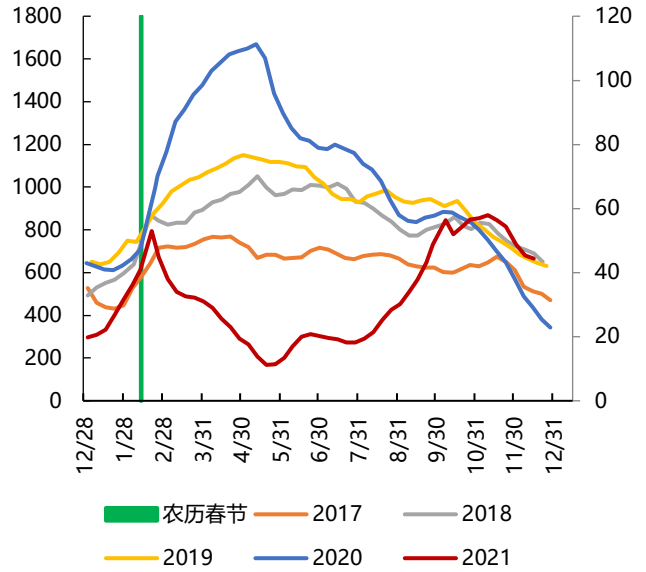
资料来源：卓创，优财研究院

图 35: 卓创湖北+河北库存 (万重箱)



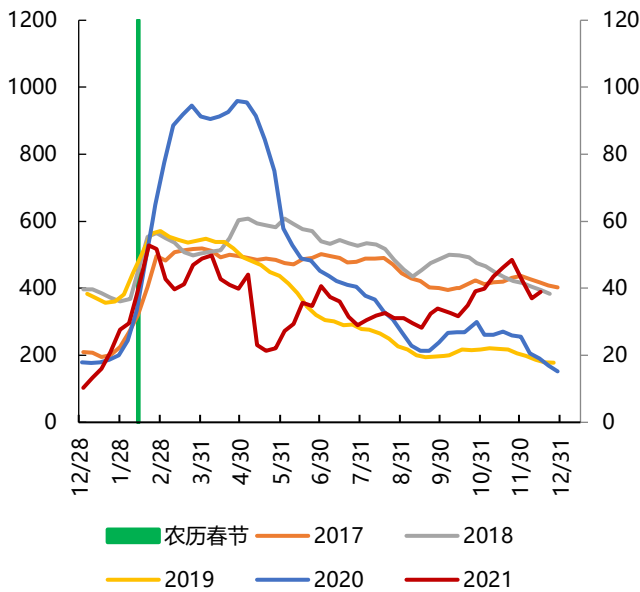
资料来源: 卓创, 优财研究院

图 36: 卓创山东+江苏库存 (万重箱)



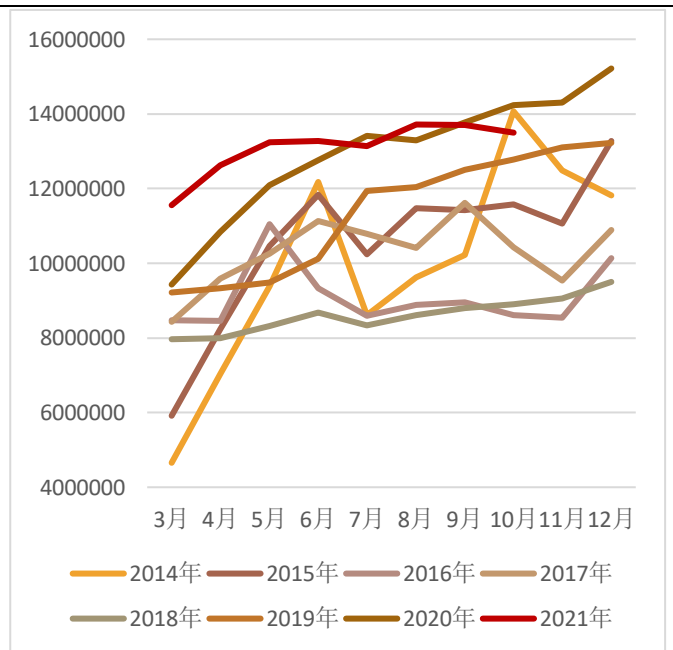
资料来源: 卓创, 优财研究院

图 37: 卓创广东库存 (万重箱)



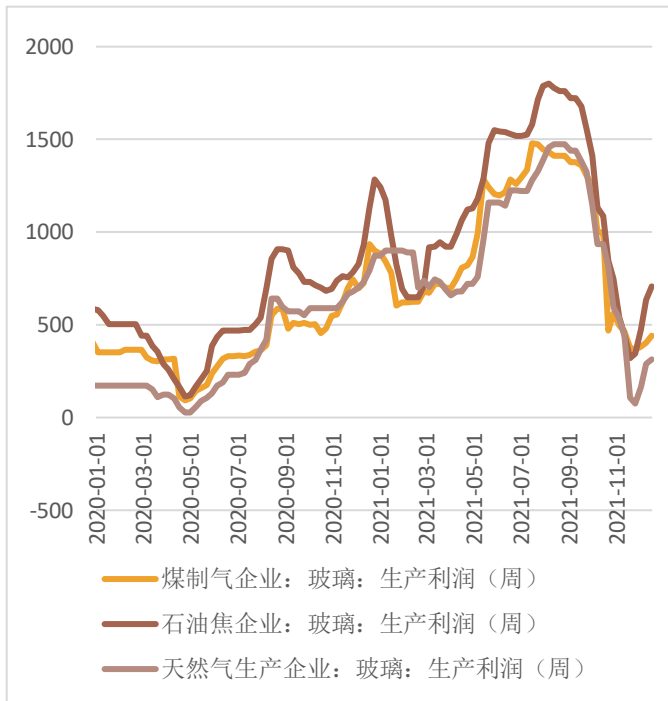
资料来源: 卓创, 优财研究院

图 38: 中空玻璃单月产量 (平米)



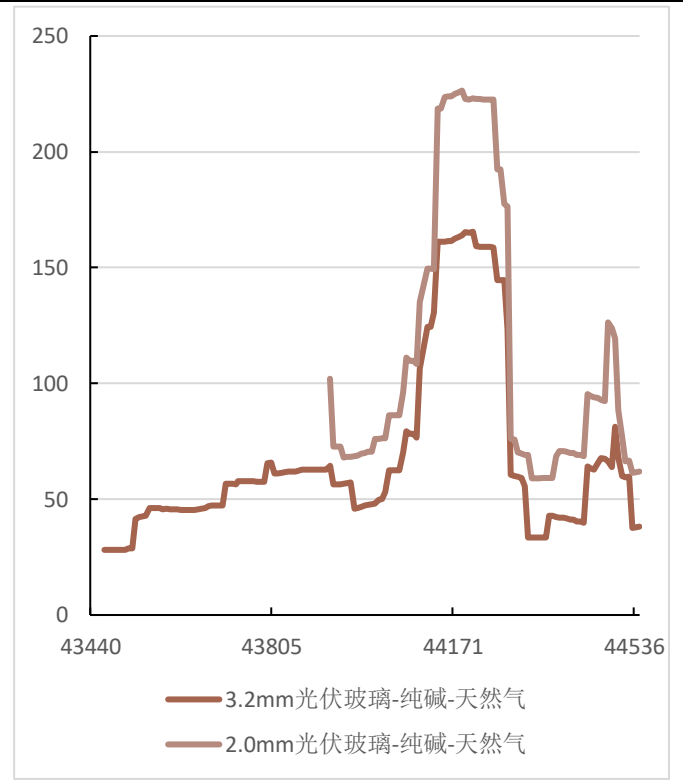
资料来源: 国家统计局, 优财研究院

图 25: 玻璃原片生产利润



资料来源：隆众，优财研究院

图 26: 光伏玻璃利润模型



资料来源：卓创，优财研究院

从 2021 年的情况可以看出，浮法和光伏玻璃均已告别牛市，利润大幅回吐，成为了难兄难弟，在目前两者利润均偏低，且相差不大的情况之下，预计将不会在 2022 年看到超白玻璃转产光伏背板的情况。

三、 总结

1. 逻辑思路

从当下的基本面情况预估一季度，纯碱的供需情况其实并不差，连云港产能退出和厂家常规检修持续干扰供应端。价格的弱势主要源于库存结构的矛盾突出，但玻璃厂不冷修却寄希望于纯碱大幅让利的逻辑是站不住脚的。反观玻璃目前是高供应、高库存、低利润，但玻璃的生产线冷修成本过高，以至于厂家只会优先选择降价去库存。在保竣工成为市场共识之后，反而会加剧玻璃厂硬挺的心态，其实对整个行业不利。因此从当下的基本面看，纯碱明显强于玻璃，预估在 2022 年上半年，这种

强弱关系大概率仍将持续，直至浮法玻璃生产线出现大量检修，打破纯碱供需平衡的天平。虽然玻璃目前是低利润，但冬季天然气并未出现短缺价格大幅上行的情况，LNG 的价格反而持续走低，要想看到玻璃生产线冷修，价格也许需要更加极端。综合来看，竣工需求如果释放平稳，则玻璃价格仍有较大下行压力，纯碱是多配。如果玻璃出现大量冷修，则玻璃纯碱的强弱将迅速逆转。当然纯碱的需求端还需考量光伏玻璃的投产进度。

2. 交易策略

春节前后建议做多 SA05-SA09 正套，视光伏产业链开工情况择机单边做多纯碱。

若玻璃在上半年仍然未能兑现保竣工需求，则下半年需求好转的概率依然较高，建议逢低做多。

四、 风险提示

玻璃生产线冷修数量超预期；光伏玻璃投产不及预期。

重要声明

分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的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。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰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。作者不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获得受任何形式的报酬或利益。

免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>