

## 专题：成也利润，败也利润

### 纯碱玻璃会迎来产业链利润重新分配吗？

光大期货张凌璐

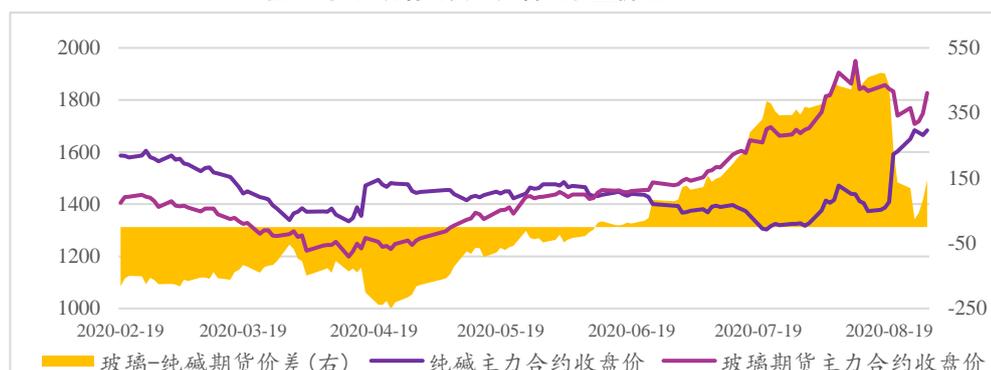
#### 1、玻璃、纯碱期价走势严重背离

玻璃期货价格自 2020 年 4 月中旬开启牛市通道，最高于 8 月 12 日创历史新高 1882 元/吨，随后出现小幅回调。截至 2020 年 8 月 28 日收盘，文华财经玻璃指数收于 1834 元/吨，较 4 月 14 日 1219 元/吨上涨 615 元/吨，涨幅高达 50.45%。

反观纯碱此轮行情，自 7 月中下旬才开启上涨模式，较玻璃牛市行情启动延迟 3 个月之久。截至 8 月 28 日收盘，文化财经纯碱指数 1678 元/吨，较 7 月 21 日行情启动之初的 1320 元/吨上涨 27.12%，无论从行情启动时间、持续程度、还是上涨幅度，纯碱都相对落后玻璃。

对于处于同一产业链上下游两端的纯碱和玻璃，二者期货价格走势理论相关性高达 90% 以上，但从目前走势来看，二者期价走势严重背离，相关系数已下降至 50% 以下。导致此种现象的根本原因还是由于玻璃、纯碱供需格局不匹配，从而导致业链利润分配不均匀。

图：纯碱-玻璃期货主力合约收盘价差



#### 2、上市公司行业龙头表现不俗

从纯碱上市公司表现来看，国内一共 5 家上市纯碱企业，其中三友化工、山东海化、远兴能源为三家行业龙头，其权益产能分别为 285 万吨、300 万吨、180 万吨。自 2020 年以来，纯碱行业受到一季度新冠肺炎疫情冲击、价格创新低等影响，纯碱上市企业股价本年度仍处于 1.66% 的跌幅中，但纵观近几个月表现，纯碱上市企业股价也打出了漂亮的翻身仗，月度涨幅 5.7%，季度涨幅已高达 23.2%。

图：纯碱行业上市公司关键指标

公司家数	5	总市值(亿元)	394.24	本周涨跌幅(市值加权平均)(%)	-1.5
平均市盈率 TTM	121.96	市值占比(%)	0.05	本月涨跌幅(市值加权平均)(%)	5.7
平均市净率 LF	-4.25	市值平均(亿元)	78.85	本季涨跌幅(市值加权平均)(%)	23.2
平均市销率 TTM	1.19	市值中位数(亿元)	98.89	本年涨跌幅(市值加权平均)(%)	-1.66

玻璃上市企业表现相对更为亮眼，本年度全行业股价涨幅已达 87.05%，但从季度涨幅 (37.27%) 和月度涨幅 (0.57%) 来看，行业涨幅相对较前期缓和。与此同时，纯碱全行业股价在玻璃行业涨势放缓的情况下开始扩大，已经可以表明原料纯碱行业已经开始抢占产业链利润，后期产业链利润分配概率加大。

图：玻璃行业上市公司关键指标

公司家数	15	总市值(亿元)	1039.64	本周涨跌幅(市值加权平均)(%)	-1.92
------	----	---------	---------	------------------	-------

平均市盈率 TTM	35.45	市值占比(%)	0.13	本月涨跌幅(市值加权平均)(%)	0.57
平均市净率 LF	4.23	市值平均(亿元)	86.64	本季涨跌幅(市值加权平均)(%)	37.27
平均市销率 TTM	6.2	市值中位数(亿元)	34.28	本年涨跌幅(市值加权平均)(%)	87.05

但是从 2020 年纯碱行业二季度核心财务指标分析来看，截至 6 月底行业依旧处于亏损状态，这也与前文所述纯碱此番行情上涨是自 7 月下旬之后启动相一致。

从季度财务报表可以看出纯碱行业整体收入、利润自 2018 年以来便持续下滑。事实上，在 2017 年一季度行业净利率曾超过 12%，此后便一路降低，到 2020 年一季度净利润率接近 4 年最低水平 -6.25%，伴随行业进入亏损的是销售收入和毛利的连续下降，而这些主要归咎于今年二季度纯碱现货价格持续下跌。今年 6 月份国内华中地区重碱价格最低达到 1100 元/吨，华北、华东、西南地区也都徘徊在 1250 元/吨附近，华南地区重碱现货价格 1350 元/吨，纷纷达到近 10 年来低点。而现货价格的持续下跌根本原因仍是供需严重失衡所致。

图：纯碱上市企业季度核心财务指标

	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1	2018Q4	2018Q3
<b>收益率</b>								
销售毛利率(%)	10.28	16.23	21.42	21.24	23.95	24.22	22.17	25.14
三费/销售收入(%)	9.03	19.22	15.13	14.14	12.92	13.13	17.17	15.11
销售净利率(%)	-2.61	-6.25	1.99	5.17	7.69	7.53	4.42	7.24
<b>增长率</b>								
销售收入增长率(%)	-17.82	-23.32	-12.07	-3.14	-9.41	-2.1	-1.9	-2.37
净利润增长率(%)	-132.45	-167.7	-61.77	-30.01	-62.93	-23.09	151.63	-26.15
总资产增长率(%)	-4.56	-2.48	-0.26	-1.33	-0.53	0	-2.78	0.47
股东权益增长率(%)	-1.04	1.26	2.41	2.46	2.73	4.95	7.13	8.35

玻璃行业自 4 月份期、现价格大幅上涨以来，行业净利润率均持续增长，截至 2020 年二季度，玻璃全行业的净利率 10.47%，而净利润增长率高达 21.26%，对比一季度利润增长率 -6.7%，变化幅度高达 27.96%。如此大的净利润率变化对于固定资产投入较大、成品库存相对较高、变化成本占比相对较少的玻璃行业来说，已经是非常可观了。

图：玻璃上市企业季度核心财务指标

	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1	2018Q4	2018Q3
<b>收益率</b>								
销售毛利率(%)	25.24	27.77	26.42	25.25	24.43	21.32	19.25	21.48
三费/销售收入(%)	9.26	14	10.74	9.55	10.05	10.64	11.37	11.4
销售净利率(%)	10.47	6.75	5.42	9.36	8.75	6.01	1.31	5.19
<b>增长率</b>								
销售收入增长率(%)	2.18	-18.01	17.61	10.39	2.92	1.08	-3.43	4.9
净利润增长率(%)	21.26	-6.7	130.42	71.88	-0.74	-23.34	-70.18	-31.29
总资产增长率(%)	6.07	3.34	2.02	-3.08	-4.32	-2.71	-3.73	0.93
股东权益增长率(%)	7.92	5.68	6.42	5.4	3.96	2.51	3.46	5.85

### 3、利润是改善供需格局的主要驱动

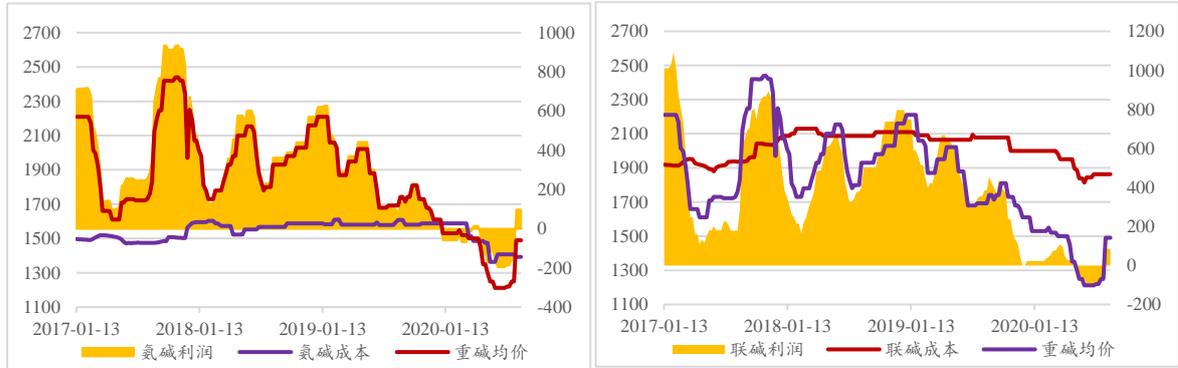
通过对纯碱、玻璃上市企业的经营状况分析，不难推断出这两个品种目前也处于利润持续好转的过程中。截至 8 月最后一周，国内氨碱法企业利润 96.5 元/吨，较 6 月份亏损程度最大时利润提升 292 元/吨，联碱企业利润 84.07 元/吨，较亏损最大时提升 200 元/吨。

纯碱行业利润的持续改善，是基于生产成本相对稳定，但现货价格大幅上涨的基础上完

成的。但现货价格持续上涨又离不开当前生产水平下降、库存持续下降带来的供需格局改善，而导致生产水平变化的核心因素，依旧是利润。

图：氨碱企业利润走势图（单位：元/吨）

图：联碱企业利润走势图（单位：元/吨）



从以上两图不难看出，氨碱企业自 2020 年开端便进入亏损状态，幅度在 40~60 元/吨不等，进入 5 月份，在现货价格加速下行的拖累下，行业进入大面积亏损，氨碱企业亏损程度最高接近 200 元/吨，联碱企业也步入亏损，最高亏损 116 元/吨。而正是行业不断加大的亏损引发了行业自救，停机检修或减量生产，于是才有了今年纯碱行业的大规模集中检修，时间跨度从 4 月到 8 月不等。

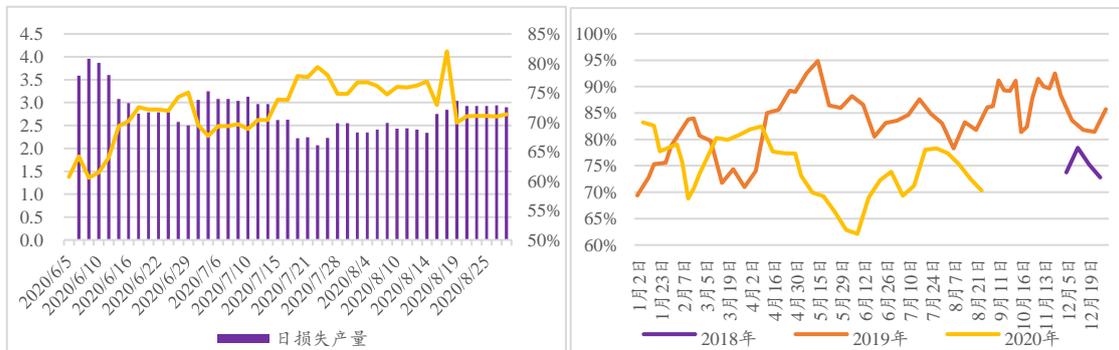
图：2020 年纯碱企业检修情况汇总

区域	企业名称	工艺	产能(万吨)	装置运行情况
华北	唐山三友	氨碱	230	6月2日~13日检修，开工9成
华北	天津渤化	联碱	80	开工8成
华北	中盐吉兰泰	氨碱	33	8月5日~10日检修
华东	连云港碱业	氨碱	130	5月31日停机检修5天
华东	山东海化	氨碱	300	新线200万吨装置6月30日停车检修10天
华东	山东海天	氨碱	150	开工5成
华东	江苏实联	联碱	100	5月6日~6月3日停机检修
华东	徐州丰成	联碱	60	5月25日停机检修20天
华东	安徽德邦	联碱	60	6月8日停机检修7天
华东	中盐昆山	联碱	75	6月9日~30日检修
华东	安徽红四方	联碱	30	5月31日~6月9日停机检修
华东	江苏华昌	联碱	21	8月2日~10日停机检修
华东	福建耀龙	联碱	40	4月10日~5月13日停机检修
华东	杭州龙山	联碱	40	7月17日检修
华东	江苏井神	氨碱	60	计划8月31日检修20天，装置全停预计6天左右
华东	江西晶昊	氨碱	36	8月10日~24日检修
西北	青海发投	氨碱	140	8月8日检修一周
西北	青海昆仑	氨碱	150	5月26日~6月3日停机检修
西北	青海五彩	氨碱	110	6月3~4日临时停机；7月26日停机检修一周
西北	青海盐湖	氨碱	120	8月15日检修，周期预计较长
西北	宁夏日盛	联碱	30	6月底~7月17日停机检修

西北	陕西兴化	联碱	30	开工 7 成
华南	南方碱业	氨碱	60	5 月 7 日~5 月 15 日停机检修；5 月 22 日因暴雨突发停车 1 天； 9 月外电路迁移，预计全停 4~7 天
华中	中源化学	天然碱	130	一期 15 万吨装置 5 月 12 日~25 日停机检修
华中	桐柏海晶	天然碱	30	7 月 4 日~7 月 10 日检修
华中	河南骏化	联碱	80	开工 7 成
华中	河南金大地	联碱	150	5 月 24 日~6 月 5 日 100 万吨装置停机检修
华中	河南金天	联碱	40	7 月 12 日~8 月 2 日停机检修
华中	金山化工	联碱	300	一期 100 万吨装置 5 月 24~6 月 5 日检修； 二期装置 7 月 2 日~7 月 13 日检修，满负荷
华中	湖北双环	联碱	110	6 月 9 日检修 10 天，期间全停 2~3 天
华中	应城新都	联碱	60	6 月 9 日停机检修 15 天，8 月 20 日短停 1 天
华中	冷水江碱业	联碱	16	5 月 25 日~29 日停机检修
西南	湘俞盐化	联碱	80	5 月 17 日~28 日停机检修
西南	四川和邦	联碱	120	开工 2~3 成
西南	广宇化工	联碱	25	6 月 3 日停机检修，开工时间待定
西南	云南大为制氮	联碱	20	4 月 17 日~7 月 10 日停机检修；8 月 23~9 月 20 日停机检修

本该在 8 月底即将全部结束的行业检修，也因为一些突发情况而延长。一方面，南方持续性的强降雨导致长江流域的三峡水库出现建库以来最大入库洪水，大量影响川渝地区纯碱企业的生产、库存和运输，部分装置进入长期检修，部分企业库存也受到雨水损坏；另一方面，青海地区面临严峻的环保问题，也在一定程度上影响了当地纯碱企业的生产水平。

图：纯碱行业日损失量及开机率（单位：万吨；%） 图：纯碱行业周度开机率走势图（单位：%）



8 月的意外检修，虽然直接导致因素并非来自于企业前期的亏损，但却是亏损导致行业自救措施的一种延续。无论是企业自救、传统检修还是意外停机，这些都给原本供需严重失衡的纯碱市场带来了格局转变，既降低了生产端的增速，又加快了企业库存的降速，让原本供应过剩的纯碱出现了阶段性货源偏紧的状态，这才给了企业大幅提涨纯碱价格的底气。

对于玻璃行业来说，利润同样是调节生产线点火、冷修的主要驱动。一季度受到新冠肺炎疫情影响，行业同样面临利润下滑的艰难情况。但玻璃行业生产存在刚性，很难像纯碱那样通过短暂的检修或减量生产改善当时困境，放水冷修或是主要途径。

据统计，2020 年 1~7 月份国内浮法玻璃生产线放水冷修共 18 条，涉及日熔量 11950 吨/天，而二季度放水冷修生产线数量高达 10 条，占总数的 55.56%。虽然玻璃企业生产水平无法及时调整，但放水冷修数量却是行业对抗疫情、改善亏损的途径。

图：2020 年 1~7 月份国内玻璃放水冷修情况

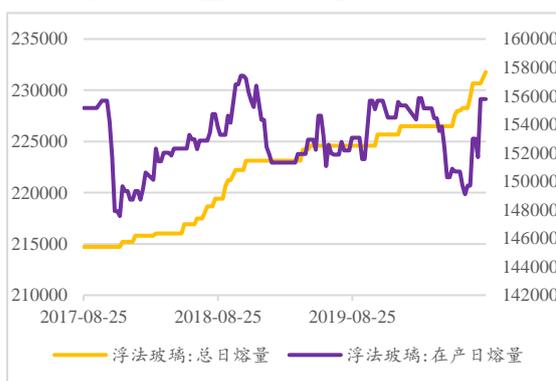
月份	放水冷修生产线数量	涉及日熔量
----	-----------	-------

1月	4	2750
2月	1	700
3月	1	700
4月	4	2800
5月	5	3500
6月	1	500
7月	2	1000
<b>合计</b>	<b>18</b>	<b>11950</b>

经历大面积放水冷修之后，上半年国内在产浮法玻璃日熔量较去年同期降低 2880 吨/天，但随之而来的便是下游房地产的快速复苏，供给的缩减及需求的超预期复苏便促成了此番玻璃行情的超预期上涨。

因此对于玻璃行业，笔者认为亏损同样是引发行业供需格局改善的导火索，通过放水冷修减少市场供应从而拉高玻璃现货、期货价格，进一步推动企业利润的增长。而在利润持续不断的提升的刺激下，同时吸引了更多玻璃企业生产线的点火、复产。从近三个月的生产线变化情况来看，点火、复产叠加新建生产线数量高达 14 条，而放水冷修数量仅 4 条，日熔量净增 7400 吨，供应增量也非常明显。

图：浮法玻璃日熔量（单位：吨）



图：浮法玻璃生产利润（单位：元/吨）

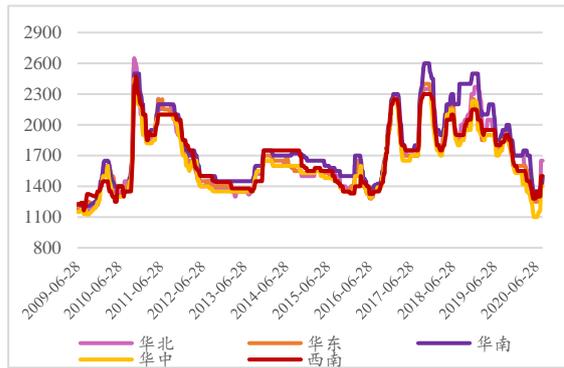


#### 4、上下游博弈主导产业链利润分配方向

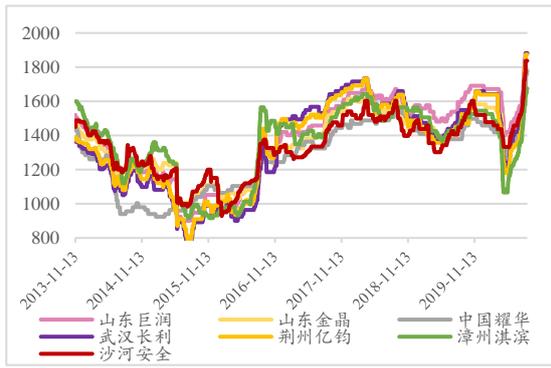
由于玻璃价格较纯碱价格上涨提前 3 个月之久，因此前期产业链利润大多集中在下游玻璃端，正如前文图中所示，玻璃企业利润已经高达 738 元/吨以上，相较纯碱企业不足 200 元的利润来说，这给予了纯碱企业抢占产业链利润很好的契机，最有效的途径便是大幅提价。

自 7 月中旬以来，纯碱行业已经历 4 轮涨价，平均每轮涨幅在 300 元/吨左右，但前期更多的是纯碱企业提价，玻璃企业抵触，价格真正全面上涨仍是在 8 月中旬左右，而西南的强降水、西北的环保督察也恰恰助推了此次纯碱价格上涨。据了解，目前已经有企业重碱报价上调至 2050 元/吨，后期是不是能够有效落实，还需看下游玻璃企业的接受能力、中建材的招标价格等。

图：各地区重碱价格走势图（单位：元/吨）



图：主要玻璃企业价格（单位：元/吨）



个人认为，对于玻璃、纯碱产业链利润情况，后期有两种可能：

一是纯碱企业涨价心态持续坚挺，玻璃企业被迫接受，从而导致产业链利润逐步向上游纯碱企业靠拢，最终导致纯碱企业利润上升而玻璃企业小幅下降，经过长时间的博弈最终达到一种平衡状态，纯碱企业抢夺部分产业链利润，玻璃企业仍有盈利但幅度相对减少。

第二种情况是建立在玻璃金九银十旺季预期价格仍然上涨的基础上，届时可能出现纯碱、玻璃价格双双上涨的情况，此时二者利润都将有进一步提升，于是成本便继续向玻璃下游深加工、房地产等终端转嫁。

不容忽视的是，由于前期玻璃价格上涨幅度过大，后期价格即使上涨或许也较为缓和，而纯碱处于上涨起步阶段，后期幅度或超预期，因此对于纯碱和玻璃二者的利润博弈，短期纯碱胜出的概率相对较大。但若从长远角度来看，只有当上下游利润同步增长，均保持稳定盈利状态，整个产业链才能健康、长久发展下去。

## 5、成也利润，败也利润

利润是因也是果，它既可以通过行业高利润的吸引而增加产能和供应，又可以在行业持续亏损中引发企业调节生产步伐从而改善阶段性供需格局，当供需格局改变后的情况体现在价格走势上，更多的产能进入或退出进一步提升或降低利润，以此循环。