

潮起潮落后，多一份从容

——纯碱/玻璃 2022 年年度投资策略

2020-12-09

能源化工策略组

研究员：

冯冰

从业资格证号：F3077183

投资咨询证号：Z0016121

电话：021-68758859

邮箱：fengb@qh168.com.cn

联系人：

刘晨业

从业资格证号：F3064051

电话：021-68757223

邮箱：liucy@qh168.com.cn

王亦路

从业资格证号：F03089928

电话：021-68757827

邮箱：wangyl@qh168.com.cn

相关研究报告

◎投资要点：

◆2021 年纯碱行情一改颓势，玻璃行情大起大落。一二季度玻璃下游需求驱动更强，二者价差仍是上行为主，三季度开始除了玻璃本身跌跌不休，在下半年光伏玻璃装置密集投产以及纯碱多方利好驱动下，玻璃纯碱二者走出反向行情，价差下行至极低值玻璃期价一度较纯碱期价少逾 1000 元/吨。

◆明年年底前纯碱供应端没有显著增量压力。安徽红四方 25 万吨产能，江苏德邦 60 万吨产能将在明年上半年投产，江苏连云港碱业搬迁将造成 130 万吨的产能损失；内蒙古远兴能源 340 万吨天然碱产能预计将在明年年底陆续投产。

◆平板玻璃供应增量或仍稳，警惕超预期冷修。光伏玻璃方面 2022 年仍有大量产能计划投放，据统计超 3 万 T/D。考虑到未来利润仍受到挤压，浮法玻璃供应端超龄服役的老窑炉放水冷修的概率加大，据统计潜在可冷修的产线产能约 1.9 万 T/D。

◆玻璃中期需求回补值得关注，长期来看需求增量或边际减弱。下半年因为终端融资环境紧张下导致旺季需求不及预期。随着地产融资环境边际宽松，中期来看延后的需求仍有望回补。去年以及今年的新开工数据整体延续着下降势头，从长期来看对玻璃需求的增速保持谨慎看好的态度。

◆结论：长期来看玻璃期价或仍是略高于成本线运行，而纯碱期价对玻璃升水或再次走扩

◆操作建议：玻璃-纯碱正套继续持有，中期注意止盈，单边建议中期玻璃、长期内纯碱合约逢低试多

◆风险因素：中期玻璃需求增量、长期纯碱需求增量不及预期

重要事项：本报告中发布的观点和信息仅供东海期货的专业投资者参考。若您并非东海期货客户中的专业投资者，请谨慎对待本报告中的任何信息。本报告中的信息均源自于公开资料，我司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，在任何情况下本报告报告亦不构成对所述期货品种的买卖建议。市场有风险，投资需谨慎。

正文目录

1. 2021 年行情回顾.....	3
2. 2022 年行情展望.....	4
2.1. 明年年底前纯碱供应端没有显著增量压力.....	4
2.2. 平板玻璃供应增量或仍稳，警惕超预期冷修.....	5
2.3. 玻璃中期需求回补值得关注，长期来看需求增量或边际减弱.....	8
3. 结论及操作建议.....	9

图表目录

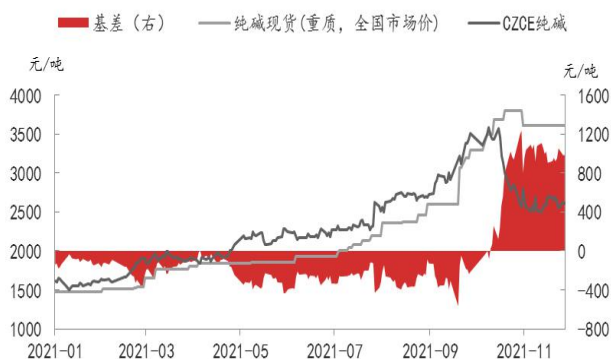
图 1 纯碱年内走势.....	3
图 2 光伏设备指数与纯碱期价.....	3
图 3 房地产指数与玻璃期价.....	4
图 4 玻璃-纯碱盘面价差.....	4
图 5 纯碱月度产量.....	5
图 6 纯碱库存.....	5
图 7 纯碱周度开工率&产量.....	5
图 8 纯碱周度产量分类别.....	5
图 9 平板玻璃月度产量.....	6
图 10 往年平板玻璃产量及增速.....	6
图 11 纯碱周度表观消费量&产销率.....	7
图 12 浮法玻璃生产线库存.....	7
图 13 房屋竣工面积单月.....	8
图 14 中空玻璃月度产量.....	8
图 15 地产主要检测指标.....	9
表 1 浮法玻璃可冷修产线（部分）.....	7
表 1 光伏玻璃投产产线（部分）.....	8

1.2021 年行情回顾

2021 年纯碱行情一改颓势，至三季度初纯碱期货价格一步一个台阶，自年初低点上升约 50%，主要由于下游新需求点光伏玻璃产能今年投产预期较好，以及传统下游浮法玻璃供应处在高位、刚需充足，且全球新冠疫苗推进下需求改善，商品板块整体氛围偏暖，纯碱受到资金青睐。同时纯碱期货上市一年后，碱厂灵活运用期货工具销售自身库存，年初起碱厂天量库存逐步被消化，纯碱前景一片向好。随着三季度尾声能耗双控影响对化工品种的推波助澜，纯碱期价快速上行，最高点一度相比年初低点涨 100%，而这也确立了纯碱年内的高点所在，下游对高价重碱的负反馈愈发增强，随着需求逐步转弱，能耗双控对供应端影响逐步消散以及国家出手限制高企的煤炭价格，纯碱期价在四季度应声回落。

期货市场方面，截至 11 月 30 日，纯碱主力合约收盘价年内累计涨幅 63.18%，主力合约年内最低价出现在 1 月 1489 元/吨，年内最高价出现在 10 月 3648 元/吨，最大涨幅 145%。以全国重碱市场价作为现货价格基准，基差最低达 -567 元/吨，最高达 1237 元/吨。四季度前纯碱预期向好，主力合约大部分时间升水现货，期货价格引领现货；但进入四季度随着利空因素逐步增加，期价先于现货大幅下行，碱厂则由于低库存挺价，期货才呈现大幅贴水状态。

图 1 纯碱年内走势



资料来源：Wind，东海期货研究所整理

图 2 光伏设备指数与纯碱期价



资料来源：Wind，东海期货研究所整理

2021 年玻璃行情大起大落，上半年地产竣工面积同比增长强劲，玻璃需求旺盛，库存延续去化至低位，尤其在二季度季节性对行情推力尚淡时需求表现仍强势，让后市对玻璃下半年金九银十时的表现更为期待，期价一路涨至两倍于年初时低点。然而，随着上游商品价格普涨以及房企信用风险事件发酵，地产资金偏紧需求出现负反馈下半年需求明显转弱，供应高位下，玻璃厂库存也开始逐渐累积。同时一路上涨的玻璃价格也引发了高层的关注，工信部召开平板玻璃价格座谈会强调平板玻璃价格不具备大幅上涨的基础，期价在三季度见顶后快速回落一度下破年初时低点。

期货市场方面，截至 11 月 30 日，玻璃主力合约收盘价年内累计涨幅 -1.19%，主力合约最低价出现在 11 月 1572 元/吨，年内最高价出现在 7 月 3163 元/吨，最大涨幅 67.2%。以华北市场玻璃价格为基准，玻璃主力合约基差在 7 月时开始领先现货下跌，盘面一度呈

现深度贴水状态，玻璃现货价坚挺下盘面展现一定支撑，后在玻璃库存回升至近年来高点后期现货均继续下行，在盘面价击穿部分企业生产成本后，现货加速下跌期货底部回升基差有所修复。玻璃与纯碱价差套利方面，一二季度玻璃下游需求驱动更强，二者价差仍是上行为主，三季度开始除了玻璃本身跌跌不休，在下半年光伏玻璃装置密集投产以及纯碱多方利好驱动下，玻璃纯碱二者走出反向行情，价差下行至极低值玻璃期价一度较纯碱期价少逾 1000 元/吨。

图 3 房地产指数与玻璃期价



资料来源：Wind，东海期货研究所整理

图 4 玻璃-纯碱盘面价差



资料来源：Wind，东海期货研究所整理

2.2022 年行情展望

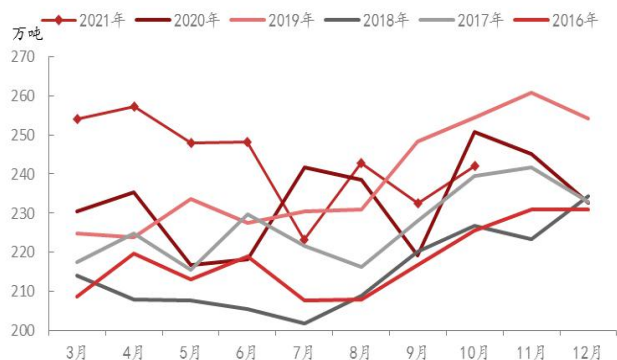
2.1.明年年底前纯碱供应端没有显著增量压力

政策方面，去年国家对纯碱行业准入条件予以废止，但由于传统纯碱产能仍属高污染行业，碳中和背景下在环保方面的约束使得氨碱法产能亦难以进一步扩张，且伴随着部分产能退出市场，此后大型新建产能或主要以天然碱法产能为主。

截至 10 月，今年纯碱总产量较去年增加 2.2%，今年一季度纯碱仍维持高开工率，随后二三季度检修企业增加，开工基本维持降势，尤其是今年纯碱企业夏季集中检修，7 月当月产量同比下降约 8%，而夏季集中检修结束后原本预期的供应快速恢复却应能耗双控影响而滞后，10 月当月产量同比下降约 5%，供应端阶段性的缩减为纯碱价格推波助澜。

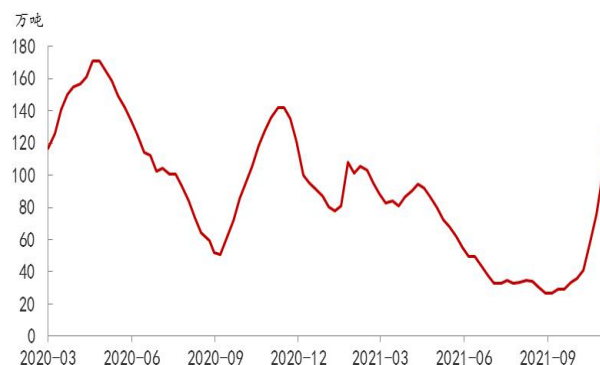
纯碱库存方面，自去年年底以来碱厂库存呈下降趋势，去库趋势保持至今年三季度，随着现货价格水涨船高，下游负反馈愈发明显，结合下游浮法玻璃价格在三季度的下行状况，下游采购意愿明显减弱，等到供应端扰动基本消散后，碱厂库存在 11 月快速增累库，碱厂挺价动能减弱现货开始松动。当前库存水平接近去年同期水平，中短期内纯碱价格的下行压力仍大。

图5 纯碱月度产量



资料来源：Wind，东海期货研究所

图6 纯碱库存

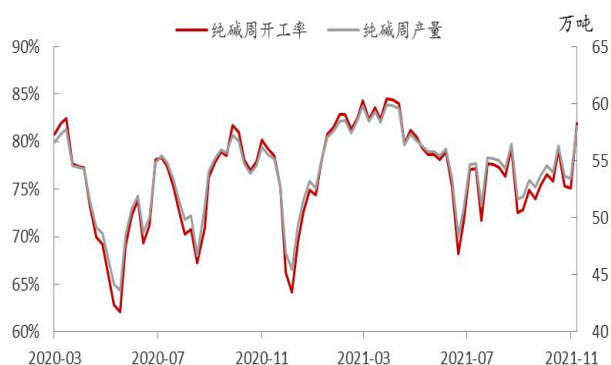


资料来源：隆众资讯，东海期货研究所

生产利润方面，上半年在现货价格一步一个脚印抬升，生产利润逐步从亏损提升至中性水平，而在供应端发生扰动纯碱供不应求现货上升速度加快的情况下利润也是一飞冲天，氨碱企业生产利润突破 1500 元/吨，但并没有维持多久，随着供应端的恢复生产利润下行，从盘面价格来看纯碱利润仍维处在近年来较好的水平，意味着中短期在纯碱高开工率、高库存下当前盘面或仍然有下降的空间。

而从长期来看，安徽红四方 25 万吨产能，江苏德邦 60 万吨产能将在明年上半年投产，江苏连云港碱业搬迁将造成 130 万吨的产能损失；内蒙古远兴能源 340 万吨天然碱产能预计将在明年年底陆续投产。故明年下半年纯碱没有显著的供应增量压力，考虑到企业检修以及可能出现其他环保因素对供应端造成干扰，纯碱产量仍有可能出现阶段性的下降。

图7 纯碱周度开工率&产量



资料来源：隆众资讯，东海期货研究所

图8 纯碱周度产量分类别



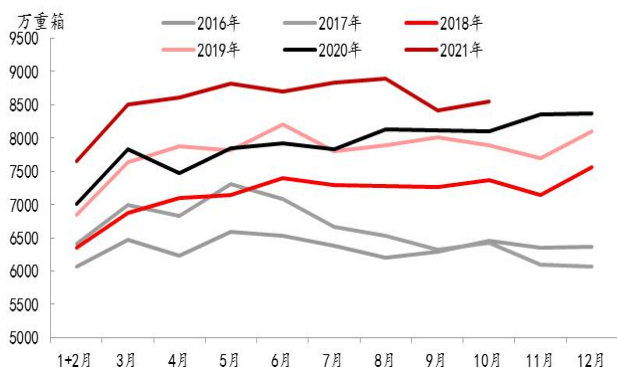
资料来源：隆众资讯，东海期货研究所

2.2. 平板玻璃供应增量或仍稳，警惕超预期冷修

政策方面，今年年中工信部平板玻璃价格座谈会上强调要努力增加平板玻璃供给，稳定市场价格，工信部印发修改后的水泥玻璃行业产能置换实施办法，浮法玻璃仍被定义为产能过剩产能置换条件严格，而光伏玻璃方面则采取差别化政策，新上光伏玻璃项目不再要求产能置换，但需建立产能风险预警机制。

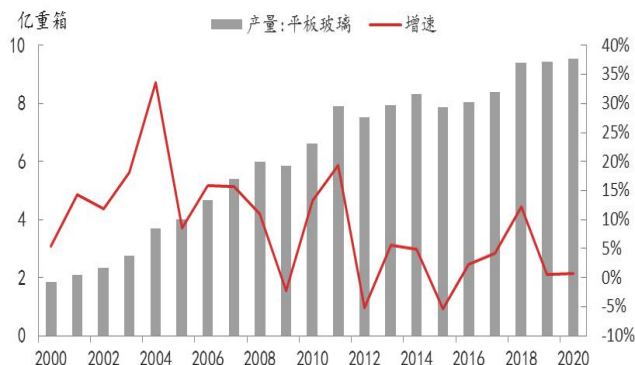
截至 10 月，平板玻璃总产量较去年增长 8.9%，整体维持较强增势，今年各时段产量都较去年有显著的增长，浮法玻璃方面，在生产线条数增加 10 条至 264 条，在产能上约 4% 至 5250 万吨/年，开工率上升 1 个百分点至 88.85%。光伏玻璃方面，点火集中在三季度，至三季度新建投产 20 条，新增产能约 1.5 万吨/日，增幅高达 50%。需求端整体表现强势是纯碱今年大涨行情的根基，浮法玻璃供应端处在高位也为玻璃行情大幅回落埋下了隐患。

图 9 平板玻璃月度产量



资料来源：Wind，东海期货研究所

图 10 往年平板玻璃产量及增速



资料来源：Wind，东海期货研究所

纯碱表观需求方面，上半年维持强势，与平板玻璃月度产量增势相符，而三季度后由于下游玻璃价格下行后采购意愿弱负反馈增强表需严重下滑，纯碱企业出货不畅的问题凸显，该段时间内交割库库存快速下降，中游贸易商操作灵活加速出货。当前表需水平基本下降至去年年初时极低水平，在季节性因素影响减弱、纯碱现货价格开始松动、社会库存逐步消化后，预计在刚性需求下中期需求会有边际回暖。

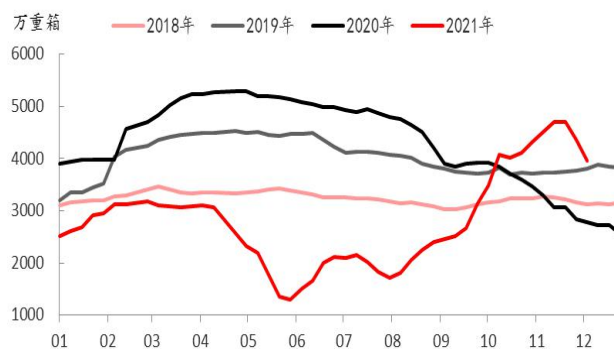
玻璃库存方面，一季度低位小幅累库，二季度出现了流畅的去库行情，三季度以前虽然玻璃库存在低位小幅增长，但需求预期仍好以及整体库存水平极低的背景下现货价格仍是居高不下，9 月后强需求预期落空，在供应高位的作用下库存快速累积接近近年来高位，现货市场库存压力加剧下价格崩塌。

图 11 纯碱周度表观消费量&产销率



资料来源：Wind，东海期货研究所

图 12 浮法玻璃生产线库存



资料来源：Wind，东海期货研究所

从生产利润来看，上半年大多数时间玻璃生产利润都处于近年来的绝对高位，三季度终端融资环境趋紧后需求表现不佳无法支撑住处于高位的供应，玻璃利润急速下滑。石油焦企业生产利润下降至往年中性水平。从盘面价格来看，期价已击穿部分厂家成本，当前高开工与高库存的问题并存，但从估值上已经较低盘面下方较坚实，更多随着成本价格预期而变化。

从长期来看，2022 年浮法玻璃新建产能预计仍然有限，增量或主要来自冷修产线复产点火，考虑到未来利润仍受到挤压，浮法玻璃供应端超龄服役的老窑炉放水冷修的概率加大，据统计潜在可冷修的产线产能约 1.9 万 T/D。光伏玻璃方面 2022 年仍有大量产能计划投放，据统计超 3 万 T/D。虽然光伏玻璃需求的在重碱需求占比中仍不高，但量变引发质变，光伏玻璃的重碱需求的增长或是此后最值得期待的重点。综合来看浮法玻璃供应端或在高位稍有回落，而光伏玻璃供应仍将维持增势，只是投产的节奏仍值得关注。对于纯碱需求来说，传统下游可能存在一定减量但留有韧性，光伏玻璃这一潜在需求增长点的表现仍然可期。

表 1 浮法玻璃可冷修产线（部分）

序号	地区	省份	生产企业	涉及产能总日熔量（吨/日）
1	华北	河北	河北迎新玻璃	2100
2	华北	河北	沙河德金玻璃	1100
3	华北	河北	沙河鑫利玻璃	500
4	华北	河北	沙河长城玻璃	900
5	华北	河北	沙河安全玻璃	1700

资料来源：公开信息、东海期货研究所

表 1 光伏玻璃投产产线（部分）

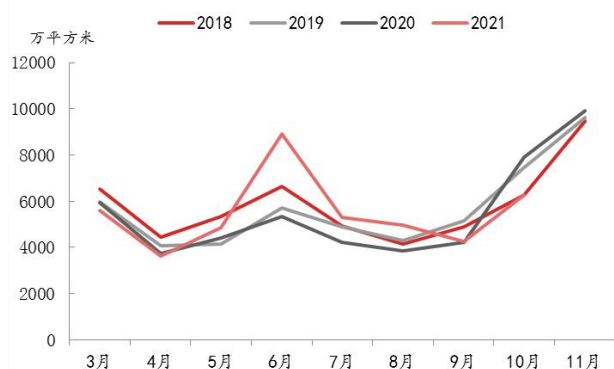
序号	生产企业 省份	地点	总日熔量（吨/日）
1	福莱特	安徽凤阳	6000
2	南玻集团	安徽凤阳	4800
3	信义	江苏张家港	4000
4	彩虹集团	江西上饶	3000
5	明弘玻璃	湖北荆门	3000

资料来源：公开信息、东海期货研究所

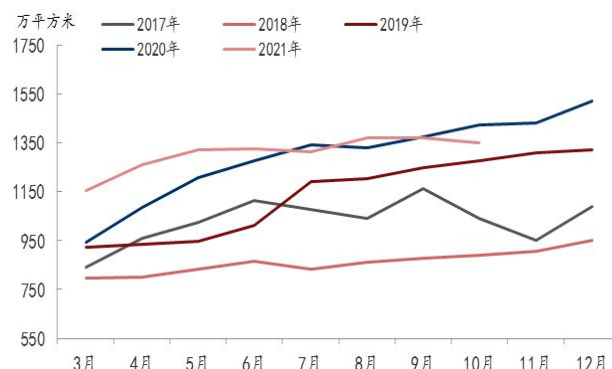
总的来说，由于浮法玻璃价格的大幅下跌导致利润明显收窄，或影响到明年浮法玻璃供应是供应端的主线逻辑，若浮法玻璃价格有所回暖，浮法玻璃供应端更可能高位趋稳对重碱的需求存在利好，这层关系即决定了明年玻璃价格与纯碱价格运行或具备较强的正相关性。

2.3.玻璃中期需求回补值得关注，长期来看需求增量或边际减弱

由于 2019 年新开工面积增速强，2021 年竣工面积增长应该较为显著，期间还有 2020 年受疫情影响竣工后移，推移到今年待交付房屋数量应仍然较多，从地产端主要指标上来看 2021 年竣工面积整体增速强势，至 10 月房屋竣工面积累计同比增速 16.3%。从单月竣工面积上来看上半年表现尤为强劲，但下半年因为终端融资环境紧张下导致旺季需求不及预期。单月竣工面积 9 月时低于前几年水平。从中空玻璃产量来看亦是如此，在二季度每月同比增速均维持在 15% 以上，利好对玻璃原片的需求。而至 7 月开始同比出现负增长。此段需求多半是延后而非消失，随着政策对下游悲观预期的纠偏，地产融资环境边际宽松，中期来看延后的需求仍有望回补。

图 13 房屋竣工面积单月


资料来源：Wind，东海期货研究所

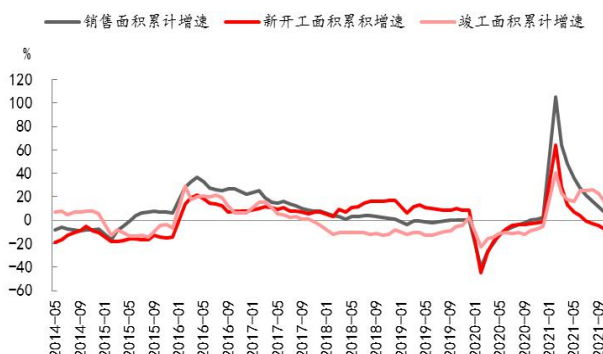
图 14 中空玻璃月度产量


资料来源：Wind，东海期货研究所

长期来看，地产政策方面依然严格强调“房住不炒”，在“三道红线”政策下整体地产前端数据表现偏弱，尽管后市政策或有边际宽松，但政策用意更多是托底而非刺激，地产整体或仍保持下行态势。竣工端今年表现较强的原因主要由于 2019 年新开工面积增速较

好，去年以及今年的竣工面积增速整体有支撑，但去年以及今年的新开工数据整体延续着下降势头，从长期来看对玻璃需求的增速保持谨慎看好的态度。

图 15 地产主要检测指标



资料来源：Wind，东海期货研究所

3. 结论及操作建议

总的来说，我们认为从当下玻璃及纯碱的基本面驱动均较弱，供大于需的态势明显，库存均高企，而当前玻璃期价下跌至成本线附近而纯碱期价仍较高，中短期内纯碱期价仍然面临进一步回调的风险。从中期来看，二者需求都有可能回补，鉴于中短期内季节性因素影响，需求实质好转的时期可能出现在一季度末，届时或能期待向上驱动的行市。从长期来看，我们认为下游玻璃需求的增量或边际减弱，玻璃价格仍以震荡为主，此情况下浮法玻璃供应将偏稳，同时由于光伏玻璃产能仍将不断投产，纯碱下半年前仍有需求增量可期，同时由于年底前纯碱供应端没有较强的装置投产压力，下半年纯碱的基本面或优于玻璃。

我们认为中期玻璃期价或在 1700 至 2200 元/吨间偏强震荡，纯碱期价或在 2000-2500 元/吨间运行；长期来看玻璃期价或仍是略高于成本线运行，而纯碱期价对玻璃升水或重新，可供参考。

◆**操作建议：**玻璃-纯碱正套继续持有，中期注意止盈；单边建议中期内玻璃、长期内纯碱合约逢低试多

◆**风险因素：**中期玻璃需求增量、长期纯碱需求增量不及预期

分析师承诺：

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确的反映了本人的观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的报酬。

免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海期货有限责任公司，或任何其附属公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应征求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何作用，投资者需自行承担风险。

本报告版权归“东海期货有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海市东方路1928号东海证券大厦8F

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn