

2022年6月30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

盛文字

• 从业资格编号 F3074487

• 投资咨询编号 Z0015486

邮箱: shengwenyu@jinxinqh.com



玻璃搭好台，纯碱才能唱戏

内容提要

2022年上半年，从产量的角度上来看，在去年连云港碱业退出之后，其余厂家尽可能增产，因此导致产量超过了去年的同期水平，但产能瓶颈依然存在。光伏玻璃在上半年陆续投产，同时浮法玻璃冷修意愿极为有限的情况下，纯碱需求在上半年保持着较高增长。根据平板和光伏玻璃的日熔量数据来测算，目前两者每周消耗重碱 32.73 万吨，较年初 30.34 万吨的用量增加 7.9% 左右。

玻璃冷修预计在 11 月之后才会出现。需求是更大的变量，今年有可能会出现地产销售改善之后，投资方面会快速传导的情况，因此我们选用了更加乐观的两年传导周期的模型来作为下半年的判断依据，但是模型显示今年下半年的竣工情况也难言乐观，整体是边际走弱的状态。从微观的角度上看，根据模型监测，主体施工的强度在上半年曾经出现过一次拐点，但是力度很弱，所以也造成目前玻璃厂家的库存仍在累积的周期里面。

纯碱是目前众多工业品中少有的，需求有明确增量的、确定性较高的品种，因此它在大类配置中多头配置的地位大概率会延续。浮法玻璃作为纯碱最重要的下游，目前的确是压制纯碱估值和价格的拖累环节。下半年纯碱的支撑主要依靠光伏玻璃的投产，风险主要源于浮法玻璃冷修的概率以及全球宏观预期的恶化。玻璃现实很差，未来有改善的空间，从盈亏比来看，玻璃估值上已经触碰到了成本，继续做空的盈亏比并不合适。但是根据需求预期来推导，本轮浮法价格启动弹性或不及 20 年。

操作建议

玻璃可能存在超跌反弹的机会，建议在 FG2209 触及 1500 关口时，做多 FG2301 合约。玻璃进入反弹周期时，纯碱可能是最好的进攻窗口，适合作右侧跟进。

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

光伏玻璃在上半年陆续投产，同时浮法玻璃冷修意愿极为有限的情况下，纯碱需求在上半年保持着较高增长。根据平板和光伏玻璃的日熔量数据来测算，目前两者每周消耗重碱 32.73 万吨，较年初 30.34 万吨的用量增加 7.9% 左右。

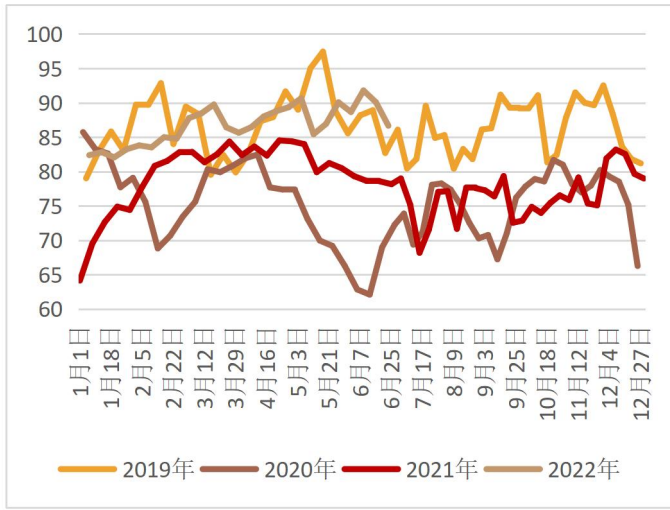
轻碱方面，截止到年中，今年轻碱产量累计为 642.33 万吨，去年为 679.81 万吨，同比去年减少 37 万吨左右，表观需求方面，轻碱今年累计表需为 704.25 万吨，去年为 754.45 万吨，同比减少了 50.2 万吨左右。我们可以认为，厂家轻碱产量是以销定产，虽然需求因大环境和价格的因素有所下滑，但是轻碱产量也转移到了需求更好的重碱，产销同比均下滑 6% 左右，依然达到了供需平衡。

不过近期浮法玻璃厂家普遍亏损，7 月份部分产线有放水冷修计划，浮法玻璃产能或小幅下降。光伏玻璃市场行情低迷，厂家接单情况一般，盈利情况欠佳，后期仍有部分产线有点火计划，但具体时间未定。轻碱主要下游产品行情低迷，泡花碱、硝酸钠、亚硝酸钠、焦亚硫酸钠、印染等行业订单欠佳，盈利情况一般，对高价纯碱抵触情绪明显。

2. 纯碱供应与展望

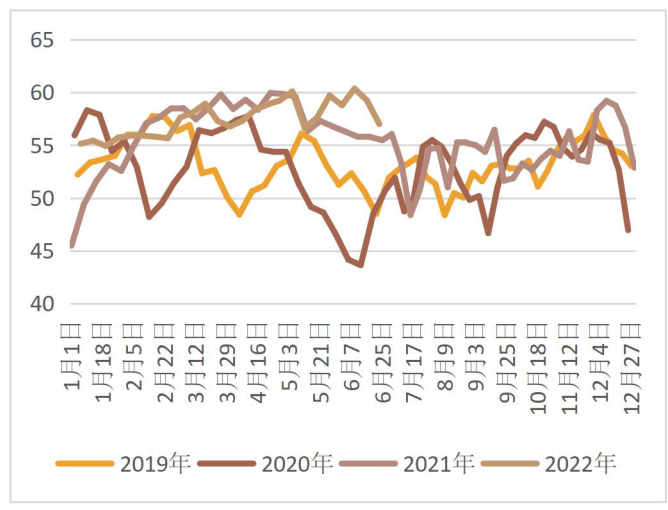
2022 年上半年，剔除掉一些僵尸产能之后，纯碱开工率维持在偏高的水平，但是从产量的角度上来看，在去年连云港碱业退出之后，其余厂家尽可能增产，因此导致产量其实超过了去年的同期水平。据海关数据显示，2022 年 5 月我国纯碱当月进口量为 0.64 万吨，环比上涨 104.78%，同比上涨 223.49%；1-5 月份累计进口量为 8.47 万吨，比去年同期上涨 296.07%。

图 1：隆众纯碱开工率（周）



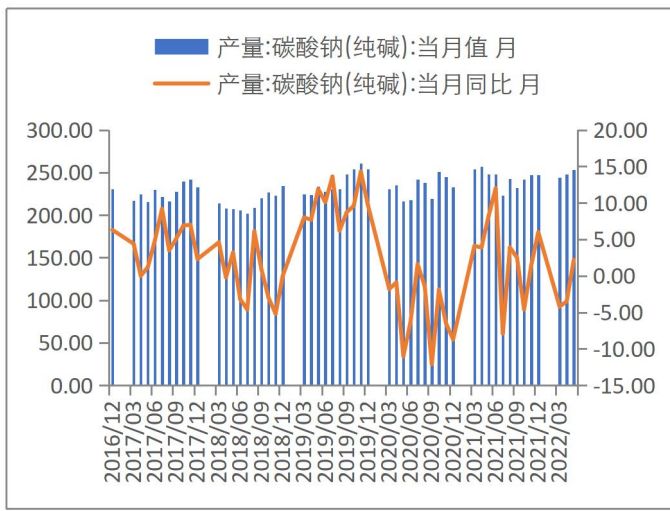
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 2：纯碱产量（周）



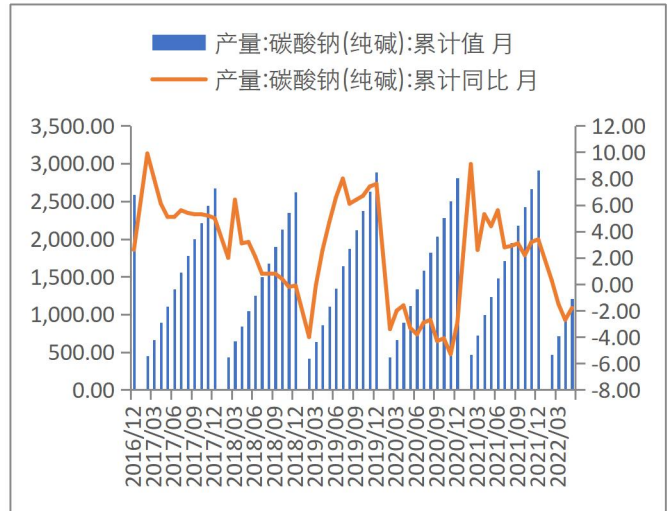
资料来源：卓创，优财研究院

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，2022 年 5 月全国纯碱产量为 253.2 万吨，同比增长 2.2%。2022 年 1-5 月全国纯碱产量 1211.3 万吨，同比下降 1.8%。产量增速低的原因在于纯碱近年工业制法新产能投放的量非常有限，而且 2021 年年末连云港碱业的退出直接抹平了产能增量。

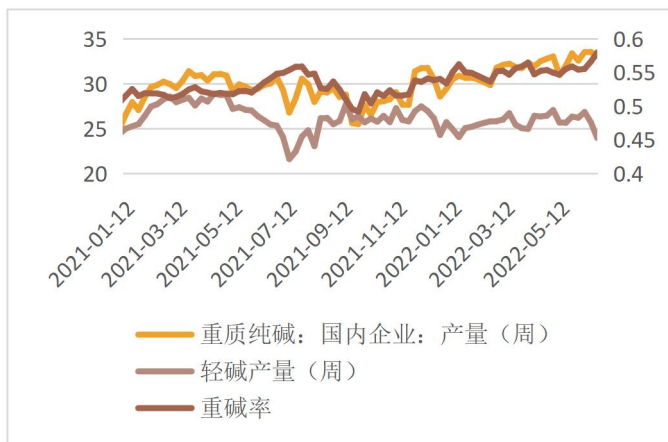
表 1：纯碱产能变化情况

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
中盐红四方	30	25	55	2022.05 投产
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

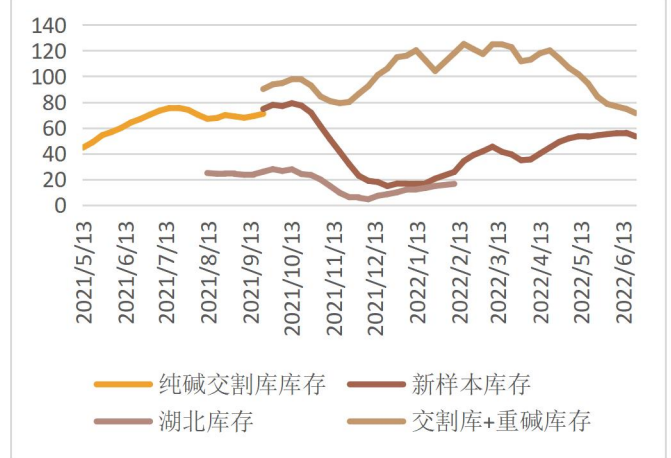
2022 年，纯碱新增产能十分有限，目前确定性较高的新增产能仅有中盐红四方的 25 万吨增量。市场普遍关注的阿拉善天然碱项目在 2022 年末较难投产，预计将在 2023 年中开始试车。综合来看，2022 年纯碱产能仍然没有明显的增量，产能天花板依然存在。

图 5：轻重碱产量及比例



资料来源：Mysteel，优财研究院

图 6：纯碱交割库库存



资料来源：海关总署，优财研究院

今年轻重碱的生产比例依然维持着明显的分化，纯碱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。重碱率高点达到了 58%，刷新了去年 55% 的高峰，说明部分厂家新上了重碱转换设备。未来，我们认为重碱化率不断抬升是一个长期趋势。

整体而言，纯碱下半年新增产能有限，虽然厂家或在高利润背景下缩短检修期，但产量的贡献依然会有天花板，超预期之外的供应减少将成为价格的助推器。

3. 纯碱需求与展望

表 2：2022 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	浙江	福莱特玻璃有限公司	一窑四线	600	2022 年 1 月 20 日
2	安徽	信义光能控股有限公司	一窑四线	900	2022 年 4 月 22 日

表 3：2022 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	浙江	福莱特玻璃集团股份公司（浙江）	一窑四线	1200	2022 年 2 月 16 日
2	广西	广西新福兴硅科技有限公司	一窑五线	1200	2022 年 2 月 18 日
3	浙江	福莱特玻璃集团股份公司（浙江）	一窑五线	1200	2022 年 3 月 15 日
4	四川	和邦生物（武骏光能）	一窑五线	1000	2022 年 3 月 27 日
5	安徽	安徽燕龙基新能源科技有限公司	一窑四线	800	2022 年 3 月 28 日
6	安徽	中国建材桐城新能源材料有限公司	一窑八线	1200	2022 年 3 月 29 日
7	湖南	郴州旗滨光伏	一窑五线	1200	2022 年 4 月 8 日
8	湖北	湖北亿钧耀能有限公司	一窑五线	1200	2022 年 4 月 8 日
9	河南	河南安彩高科股份有限公司	一窑四线	800	2022 年 4 月 18 日
10	河南	河南安彩新能科技有限公司	一窑五线	900	2022 年 4 月 20 日
11	湖北	湖北亿钧耀能有限公司	一窑五线	1200	2022 年 4 月 29 日
12	安徽	中国南玻集团股份有限公司	一窑五线	1200	2022 年 5 月 8 日

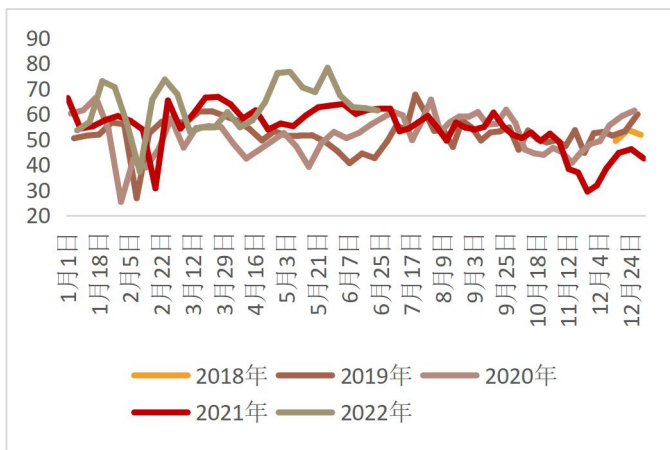
表 4：2022 年国内转产或冷修超白压延玻璃生产线

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	广东	东莞南玻太阳能玻璃有限公司	一窑五线	650	冷修	2022 年 1 月 22 日

数据来源：卓创，优财研究院

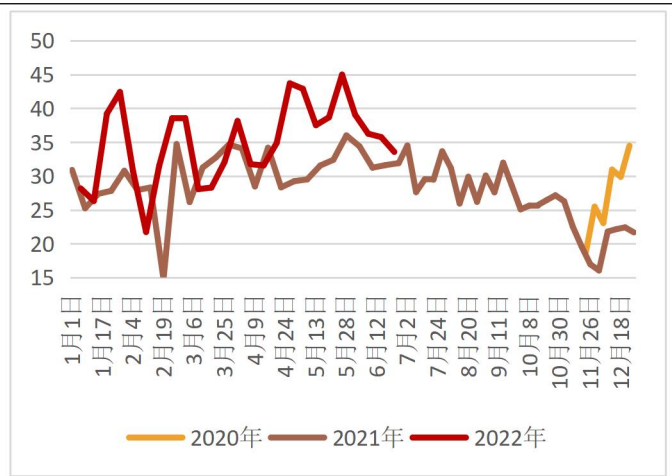
光伏玻璃生产线在 2022 年上半年陆续投产，尤其是在 3-4 月。下半年仍有望大量投产。因市场需求增加、成本上涨等原因，5 月份光伏压延玻璃行业产量、价格增长较快，但呈现库存较高、利润下降的态势。据中国建筑玻璃与工业玻璃协会监测数据显示，截至 5 月底，投产企业共计 38 家 106 窑 336 条生产线，1-5 月，光伏压延玻璃累计产量 551.7 万吨，同比增加 46.3%。其中，5 月份光伏压延玻璃产量 137.2 万吨，同比增加 52.8%。

图 7：纯碱表需（周）



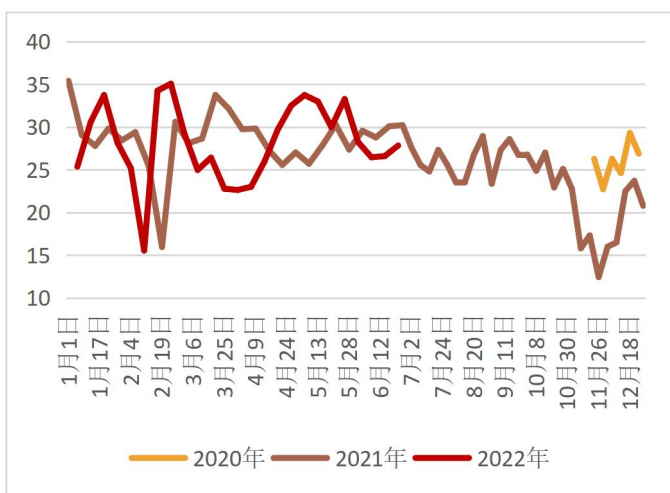
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 8：重碱表需（周）



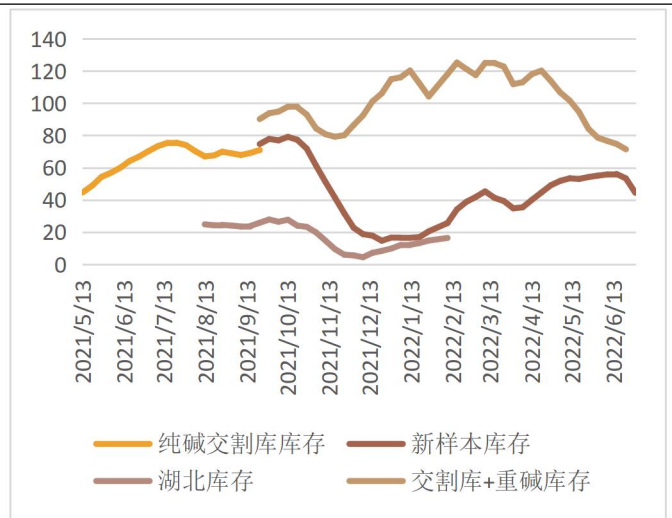
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 9：轻碱表需（周）



资料来源：Mysteel，优财研究院

图 10：纯碱交割库存



资料来源：隆众，优财研究院

从上半年表需的情况上看，依然是重碱好于轻碱。主要是因为存在交割库，所以重碱在阶段性可能会有大量的投机需求出现。而轻碱主要是由刚需来驱动。目前交割库重新进入到去库存的周期里，或许会造成厂家库存去化不畅，从而形成了一种供应的替代，在三季度的早期重质纯碱的表观需求可能会阶段性下滑。

表 5：2022 年光伏生产线投产计划

产线	日熔量	时间	类型
信义苏州	1000	22.6	新投产
信义采湖 6 线	900	22.6	冷复产
悦新材料	600	22.6	新投产
广西新福兴	1200	22.6.28	新投产
福莱特 3 期一线	1200	22.7	新投产
福特 3 瓶二线	1200	22.7	新投产
湖信义	1200	22.7	新投产
透光瓷新材料	1200	22.8	新投产
山飞远	1000	22.8	新投产
商京远鸿特种玻璃	720	22.8	新投产
中建材(合肥)	650	22.9	新投产
北海长利	1250	22.9	新投产
福来特 3 期	1200	22.9	新投产
江西商基板材料	800	22.10	新投产

荆州能耀	1200	22.10	新投产
德力光能	1000	22.10	新投产
盛世新能源	1200	22.10	新投产
台玻运州	550	22.10	新投产
彩虹光伏	1000	22.10	新投产
信义苏州	1000	22.10	新投产
商玻	1200	22.11	新投产
福特 3 期	1200	22.12	新投产
黔玻水太新材料	1000	22.12	新投产
风阳硅管	1000	22.12	新投产
九洲工业	1200	22.12	新投产
威宁商玻	1200	22.12	新投产
凯盛大光明	800	22.12	新投产
和友光能	900	22.12	新投产
合计	28570		

数据来源：网络信息，优财研究院

根据光伏玻璃生产企业的投产计划来看，预计在 2022 年下半年，依然有 2.85 亿吨日熔量的光伏玻璃生产线有望投产。光伏玻璃整体过剩但结构性短缺的情况依然存在，头部企业依然将快速投产以占有市场，因此投产的确定性较高。其余厂家

投产的进程具有较大不确定性，受疫情以及光伏玻璃产销影响较大。

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。未来光伏玻璃投产进程依然需考虑组件企业的接受程度以及硅料的成本问题。今年硅料产能仍有明显缺口，价格重回高位，超出了市场预期，因此使得光伏组件企业成本依然高企，临近年中生产情况有所弱化。

PVInfoLink 指出，虽然国内疫情形势、内陆运输通行情况有明显好转信号，但是硅料难求的供需局面没有缓解迹象，硅料采购方面面临的压力仍在加剧，尤其对于拉晶环节新扩产能来说，产能转化压力持续存在。二季度末将有个别硅料企业的新产能或技改产能投产的规划，但是对当期供应增量不必过于乐观，对应新产能转化为产量的爬坡将需要 3-4 个月，即将会对三季度供应形成增量。

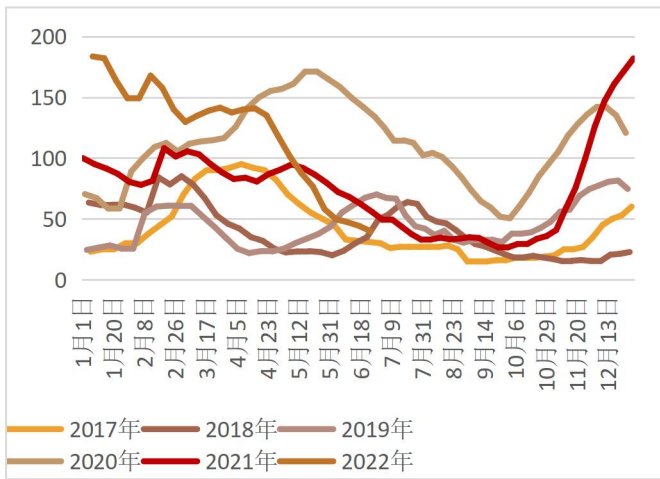
其他集中下游方面，2019 年至 2020 年，玻璃制品和玻璃包装产量为 2657.9 万吨和 2480.5 万吨，消耗重碱 138.7 万吨和 132.2 万吨。2021 年 1-12 月中国日用玻璃制品累计产量为 819.1 万吨，同比增长 10.67%；2021 年 1-12 月中国玻璃包装容器累计产量为 1975.6 万吨，同比增长 10.43%；两者合计，产量为 2794.7 万吨，预计消耗重碱量为 150 万吨。中性假设今年日用玻璃产量累计下降 6%，和轻碱的产销同比例下降，则全年消耗重碱 141 万吨，折每周消耗重碱 2.611 万吨左右。

出口方面，2022 年 5 月我国纯碱当月出口量为 19.56 万吨，环比上涨 28.99%，同比上涨 228.93%；1-5 月份累计出口量为 65.79 万吨，比去年同期上涨 68.59%。上半年我国纯碱进出口量均有所增长，其中出口量增长尤为明显。究其原因，一方面在于国外部分纯碱出口国受疫情、国际形势变化等其他因素的影响，工厂开工不足，生产不稳定，导致供应端减量，不能满足东南亚等一些纯碱主要进口国的需求。另一方面在于石油、天然气等国际能源价格大幅上涨，致使燃料费用骤然增加，运输成本提升，给东南亚等部分国家的有进口需求的企业带来一定的资金压力，所以他们更倾向于向临近的中国市场支付订单。

4. 纯碱库存与利润

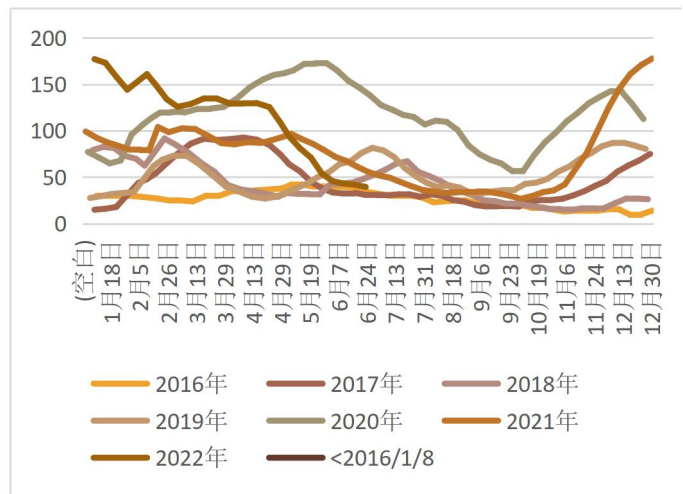
接近年中，纯碱厂家库存已经降至非常低的水平，若考虑到厂家在手订单的情况，可以说厂家接近零库存的状态。中游贸易库存位于中等水平，相较于去年有明显降低，主要是纯碱紧缺的情况进一步加剧，流通货源减少。下游玻璃厂库存处于中等水平，玻璃厂样本库存天数目前在 30 天左右。目前根据浮法玻璃厂家的信息来看，冷修的进程始终低于预期。若玻璃厂不冷修，则重质纯碱的消耗量是十分刚性的。

图 11：隆众纯碱库存（周）



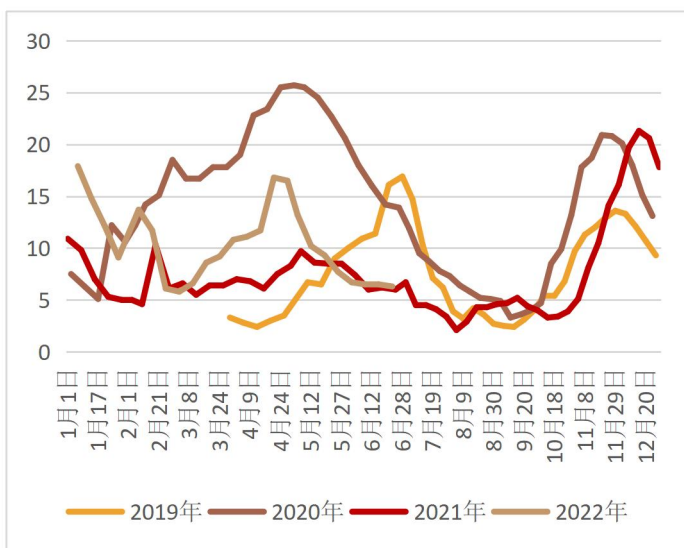
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 12：卓创纯碱库存（周）



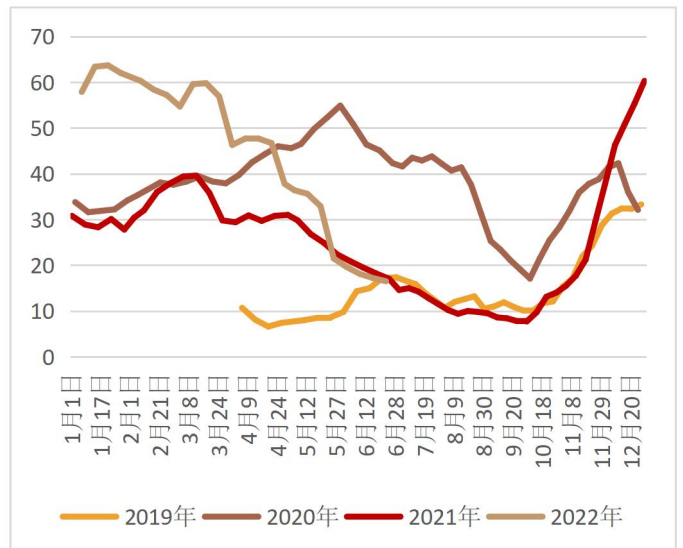
资料来源：卓创，优财研究院

图 13：华中纯碱库存（周）



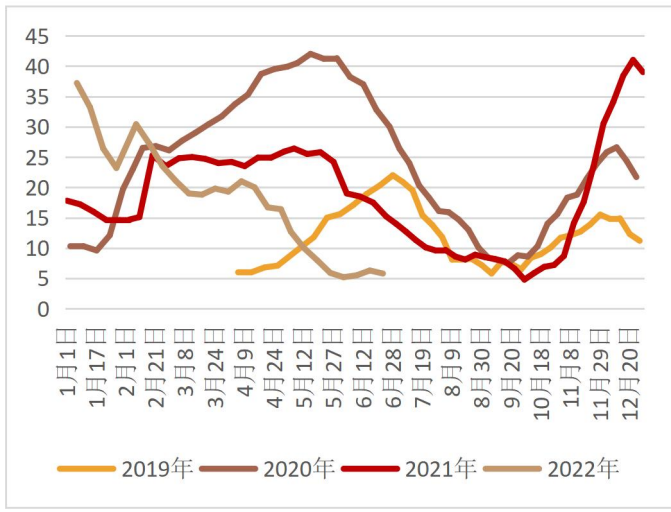
资料来源：卓创，优财研究院

图 14：西北纯碱库存（周）



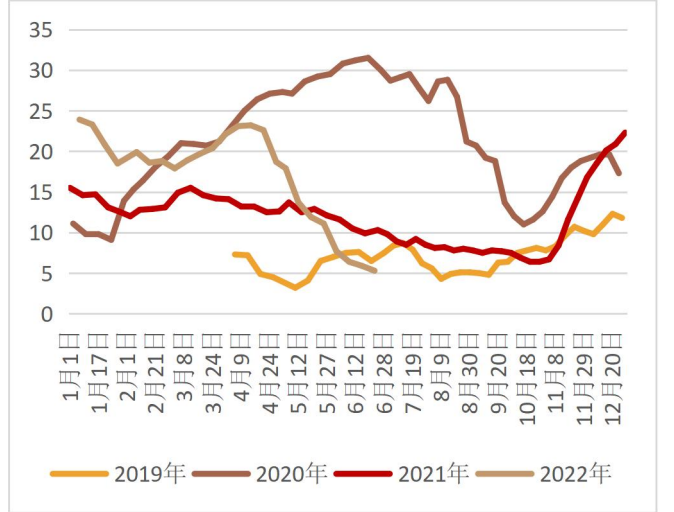
资料来源：卓创，优财研究院

图 15: 华东纯碱库存 (周)



资料来源: 卓创, 优财研究院

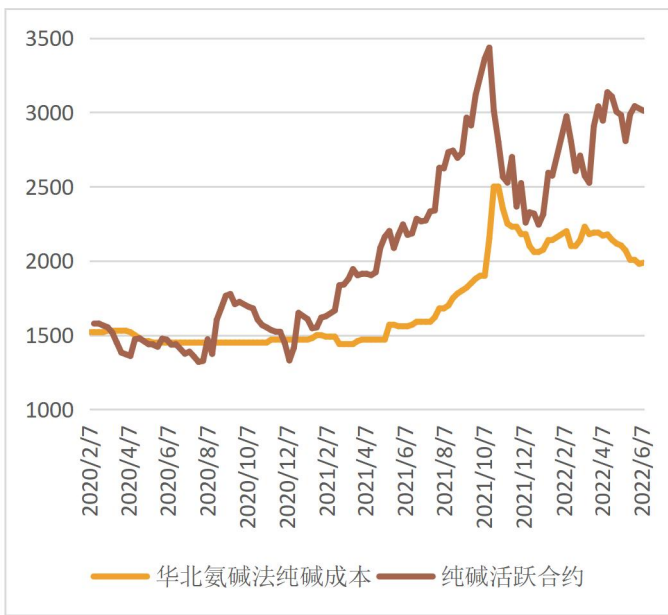
图 16: 西南纯碱库存 (周)



资料来源: 卓创, 优财研究院

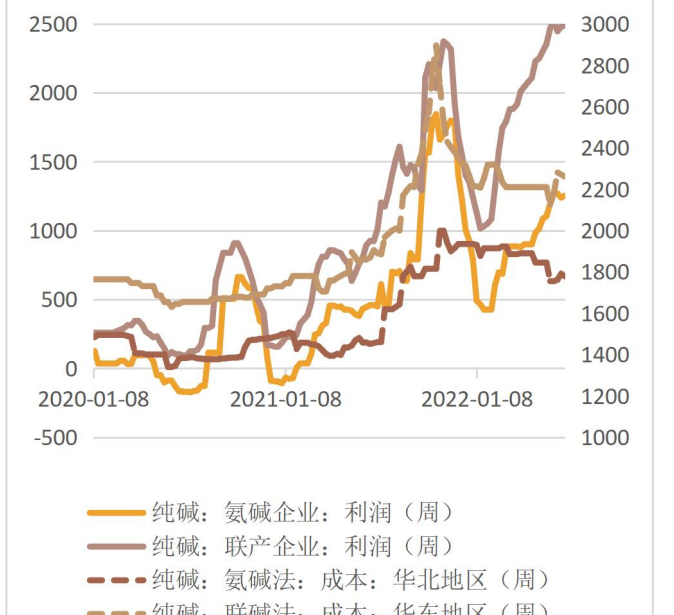
分区域看, 各地纯碱库存压力均不大, 西北地区由于库存前置, 库存压力也由年初高位快速缓解。

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

目前纯碱生产仍有非常高的利润, 但产能瓶颈的情况依然将存在, 所以预计下半年纯碱生产利润依然能够维持在偏高水平。

二、玻璃

1. 玻璃简略回顾

2022 上半年全国浮法白玻含税均价约 2117 元/吨，同比下降 13%，22Q2 以来玻璃行业旺季不旺，叠加冷修不及预期整体累库加快，玻璃价格同比承压。当前纯碱及燃料价格处于历史高位，浮法价格跌至行业盈亏平衡线附近。地产资金紧缺程度超预期。2 月春节后玻璃下游出现过短暂的抢货潮，彼时业内对后市滞后竣工需求复苏乐观程度很高，但实际地产资金紧张程度远超预期，市场忽略了开发商“保交楼”的能力和意愿均不足。能力不足体现在竣工带来的结算资金回流本质是要先花钱再赚钱的过程，过去高周转模式遗留的问题是预售金监管账户首先面临的是补款，而非支取问题；而意愿不足体现在 3-4 月整体地产去化率不足 30%，在低去化条件下对于开发商而言是不划算的，甚至无法覆盖竣工的工程款成本。

2. 玻璃供应与展望

表 6：2022 年冷修生产线

序号	生产线	地址	日熔化量	时间
1	明弘一线	湖北	900	2022 年 1 月
2	东台二线	江苏	600	2022 年 1 月
3	威海二线	山东	450	2022 年 2 月
4	青岛台玻一线	山东	500	2022 年 4 月
5	龙新一线	河南	400	2022 年 2 月
6	河源一线	广东	800	2022 年 3 月
7	中航二线	海南	600	2022 年 3 月

表 7：2022 年有点火或复产生产线

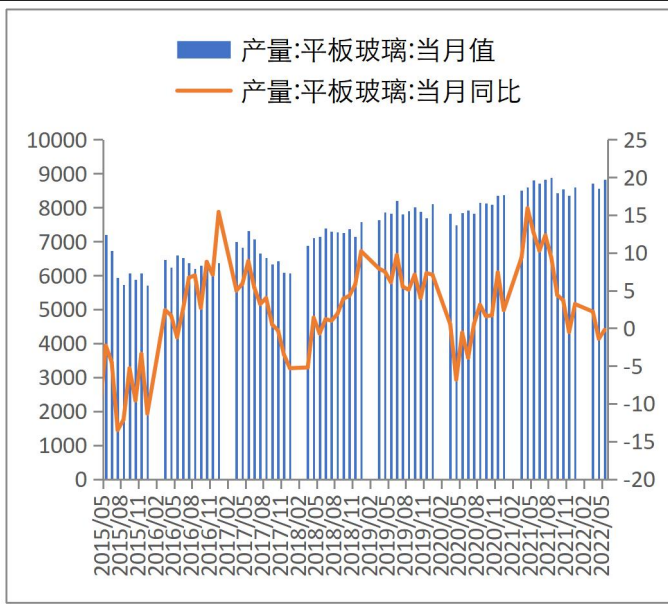
编号	省份	企业名称	生产线名称	日产能（吨）	计划点火时间
1	河北	河北德金	三线	800	原计划 2022 年一季度，推后
2	广东	中山玉峰	三线	700	2022 年中
3	福建	福建瑞玻	二线	800	原计划 2022.03-04，推后
4	佳木斯佳星二线	福建龙泰	二线	600	原计划 2022.04，推后
5	四川	四川威力斯	二线	600	2022 年，暂不明确
6	辽宁	营口信义	三线	800	2022 年底
7	江苏	昆山台玻	三线	700	2022 年中

数据来源：网络信息，优财研究院

截至 2022 年年中，玻璃冷修停产生产线 7 条，减少日熔量 3350 吨；冷修复产生产线 7 条，恢复年产能 5000 日熔量。进入二季度以后，玻璃现货盈利水平进一步降低，高成本厂家开始进入亏损区间。高成本小线冷修开始出现，6 月 23 日东台中玻 600t/d 线以及芜湖信义 500t/d 线放水冷修，6 月 27 日本溪玉晶玻璃 800t/d 线冷修。据了解，本溪玉晶日熔量 800 吨二线计划 7 月 5 日前放水，华南台玻日熔量 900 吨二线计划 7 月 12 日前后放水，佳木斯中建材一线 600 吨计划 7 月初冷修。若未来玻璃生产利润依然持续走弱，玻璃行业将进入白热化的抗争阶段。从时间上来看，旺季期间玻璃企业冷修的概率不高，预计可能的冷修潮需要在 11 月之后才能够出现。

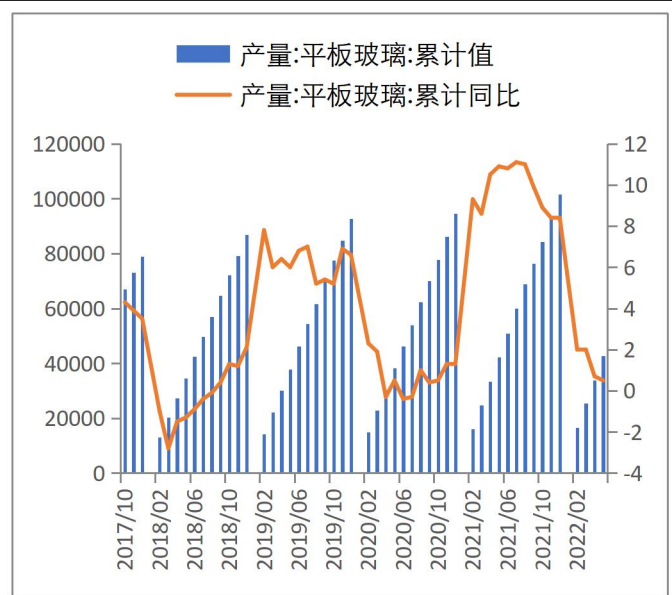
根据我们统计，目前窑炉年限超过 10 年的生产线总日熔量达到 18650 万，约占目前浮法在产生产线日熔量的 10.6%，是否冷修仍需跟踪玻璃生产利润变化，以及具体的厂家计划。

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

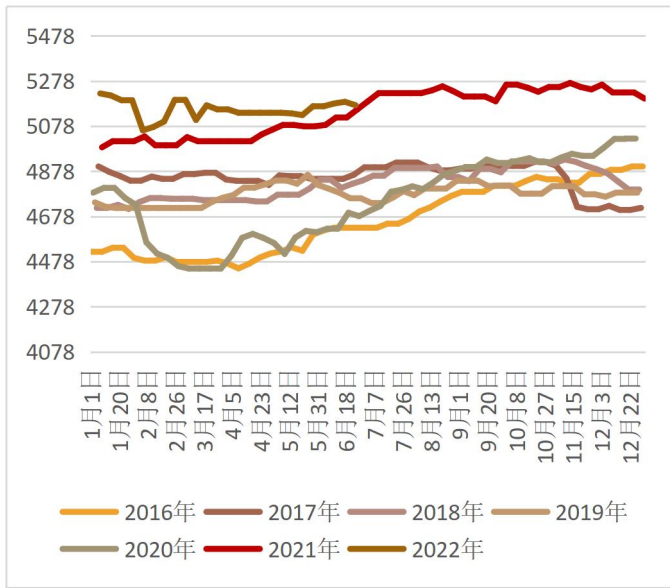
图 20：平板玻璃累计产量(万重箱)



资料来源：国家统计局，优财研究院

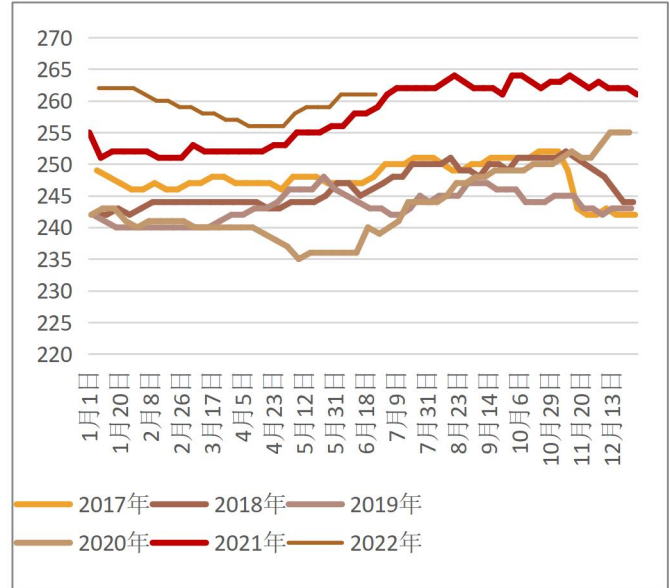
国家统计局公布的数据，5 月份平板玻璃产量 8818 万重箱，同比增加-0.2%；1-5 月份平板玻璃产量 42692 万重箱，同比增加 0.5%。对比 2020 年疫情前后玻璃反弹行情，今年玻璃供应端有明显不同，当前供应量远高于 20 年，根据卓创数据 20H1 玻璃整体产能水平在 15500t/d，当前产能日熔量在 17500t/d，同增超 10%；

图 21: 浮法玻璃产能利用率



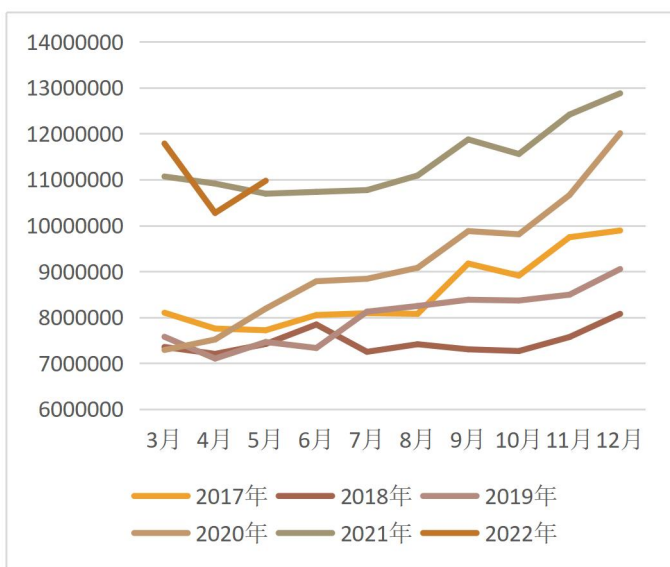
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 22: 浮法玻璃开工条数



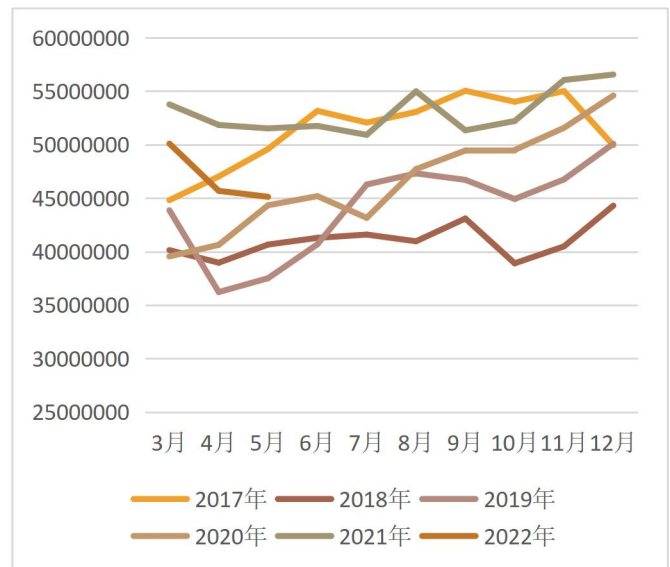
资料来源: Mysteel, 优财研究院

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

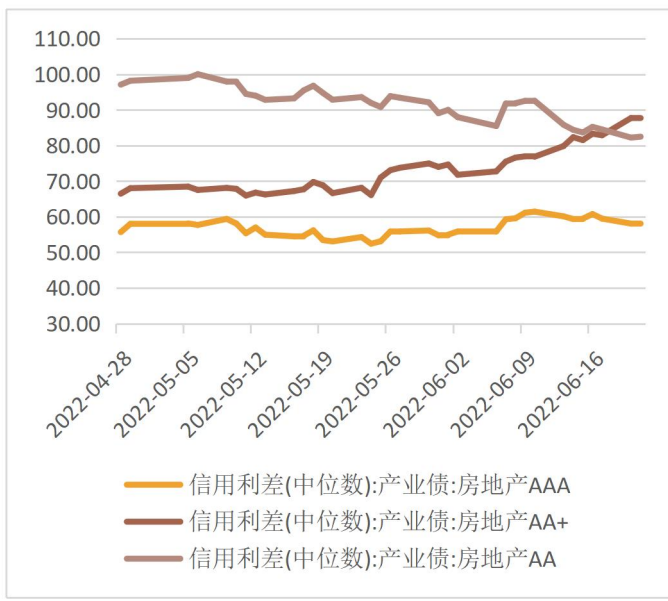
图 24: 钢化玻璃单月产量 (平米)



资料来源: 国家统计局, 优财研究院

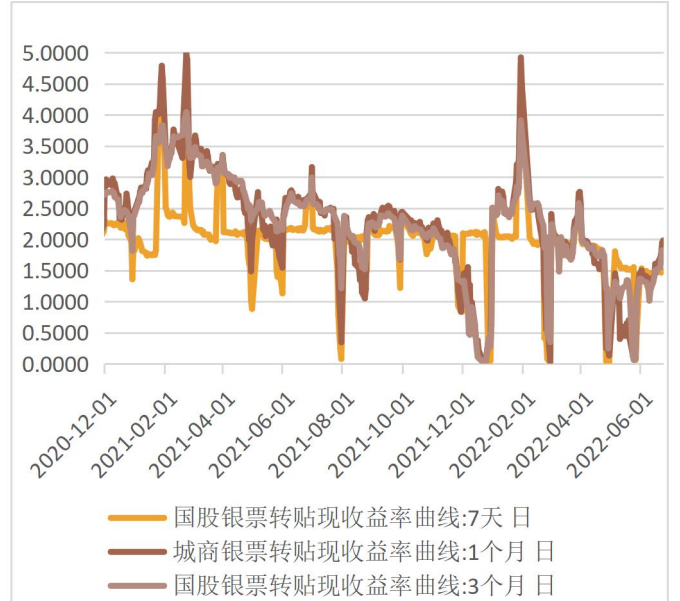
3. 玻璃需求与展望

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

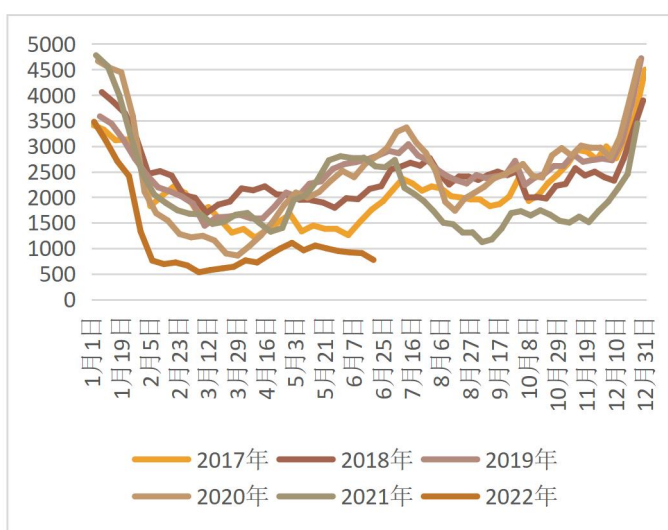
图 26: 银票转贴现收益率



资料来源: 国家统计局, 优财研究院

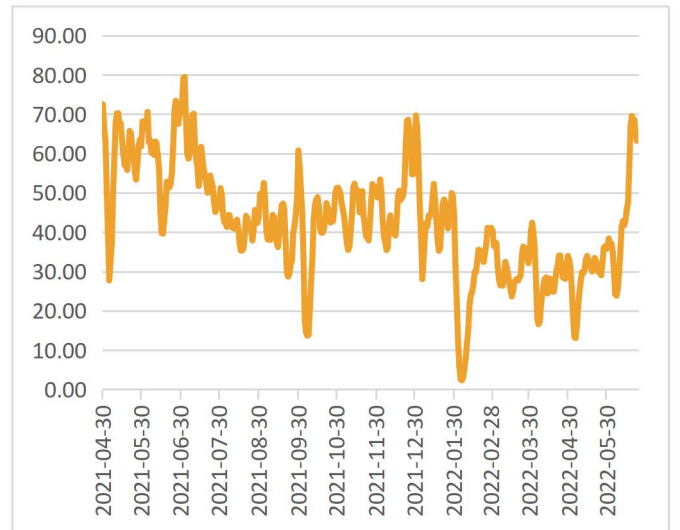
目前来看, 地产行业政策转暖的情况已经非常的明显, 地产信用风险有所缓和, 降准降息带来的资金面宽裕也能够看得到。政策支持房地产行业可持续发展的态度也是非常的明晰。根据房企拿地情况, 地产前端大幅扩张的可能性非常弱, 因拿地数据持续位于低位。从市场的预期来看, 保竣工的概率依然高于前端。

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

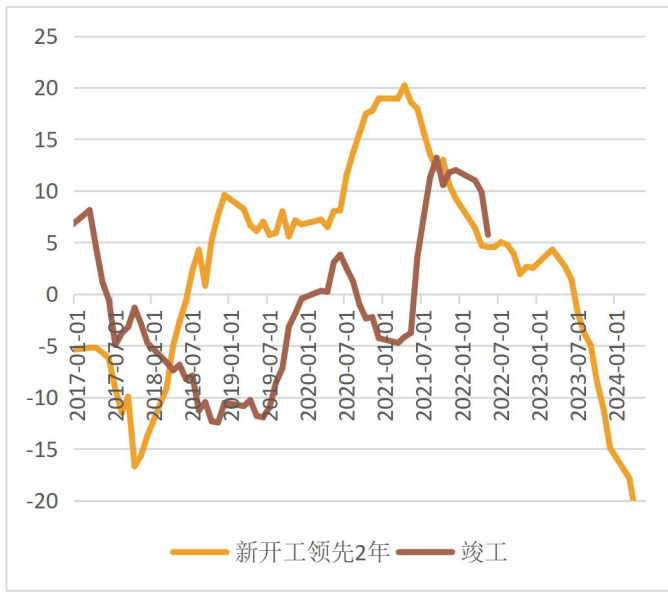
图 28: 30 城地产销售



资料来源: 国家统计局, 优财研究院

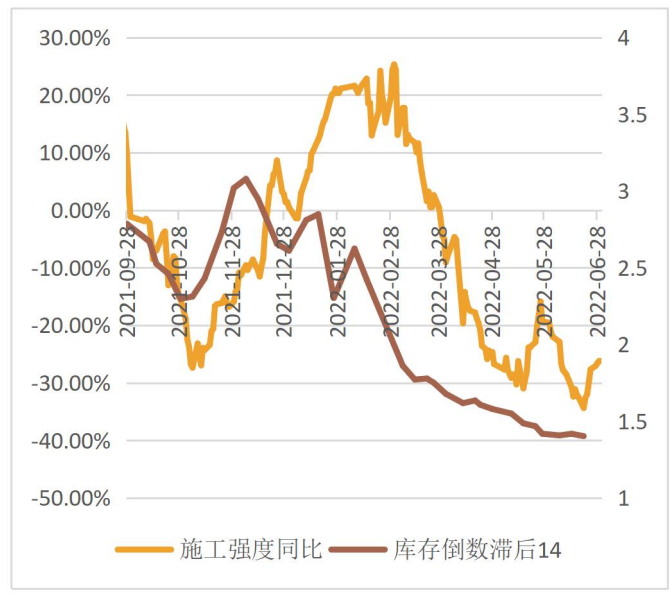
临近年中的时候，我们看到一些高频的数据显示，30大中城市的房产销售出现了脉冲式的恢复，但是从细分的情况上看，主要是集中在一二线城市。然而三四五线城市的需求占比其实更高，甚至超过了50%。所以对于季节性的复苏，我们依然需要保持谨慎，继续去观察。

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

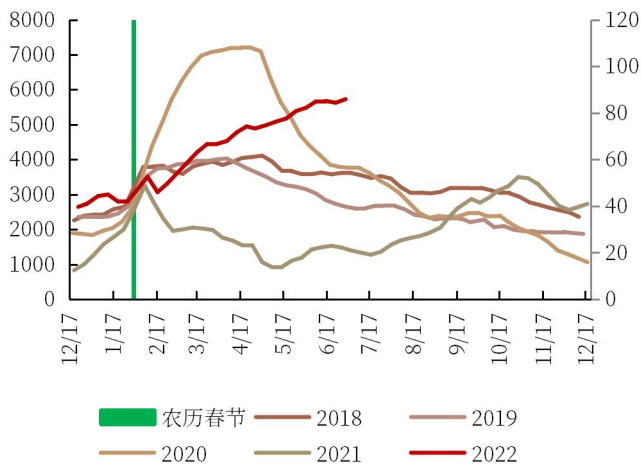
今年据我们了解，有可能会销售改善之后，投资方面会快速传导的情况，因此，我们选用了更加乐观的两年传导周期的模型来作为下半年的判断依据，但是从这个模型显示今年下半年的竣工情况也难言乐观，整体是边际走弱的状态。

从微观的角度上看，根据我们的模型，主体施工强度在之前曾经出现过一次拐点，但是整体上看力度很弱，所以也造成目前玻璃厂家的库存仍在累积的周期里面。我们预计本轮竣工需求短期弹性冲量或不及20年同期，20年竣工需求受到客观的疫情无法开工因素形成滞后，而本轮需求修复需要地产内生杠杆修复，是一个相对慢变量，可能带来整个竣工需求向23年稳定平滑。

4. 玻璃库存与利润

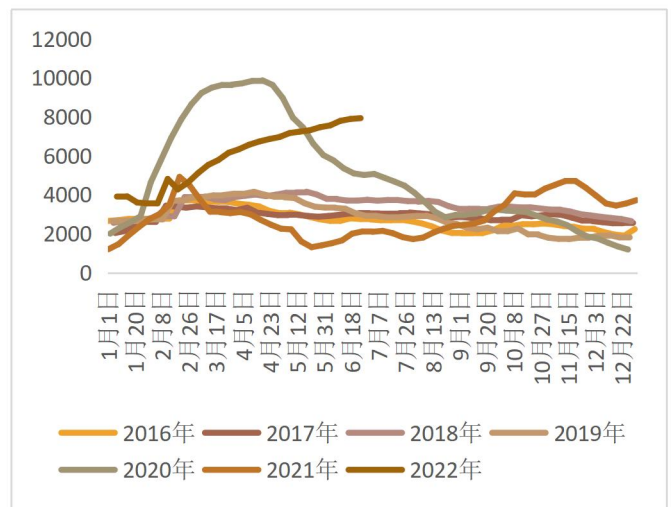
目前玻璃厂家的库存依然是在累积的周期里，而且同期已经达到了历史最高水平。根据我们高频跟踪，虽然沙河地区持续以降价来促销，但是我们认为这种促销其实并不能够带来投机需求的爆发。往往产销率达到 120%，就已经是阶段性的高点，沙河降价去库的同时，又会挤占其他地区的需求。整体看，负反馈仍在发酵，厂家库存去化的难度很大。

图 31：卓创八省库存（万重箱）



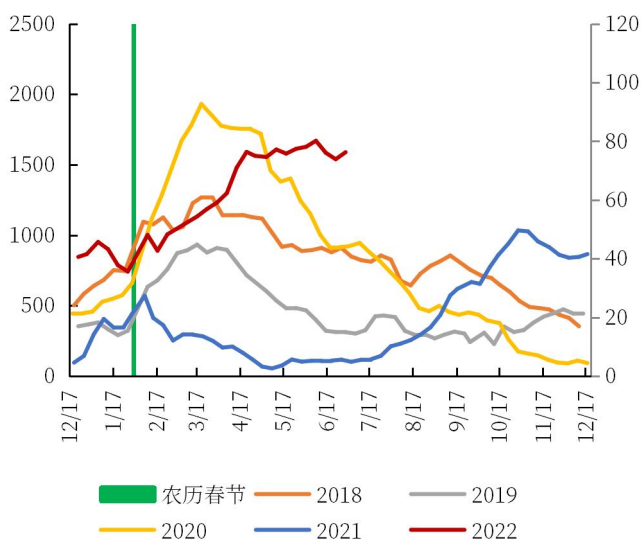
资料来源：卓创，优财研究院

图 32：浮法玻璃企业库存（万重箱/周）



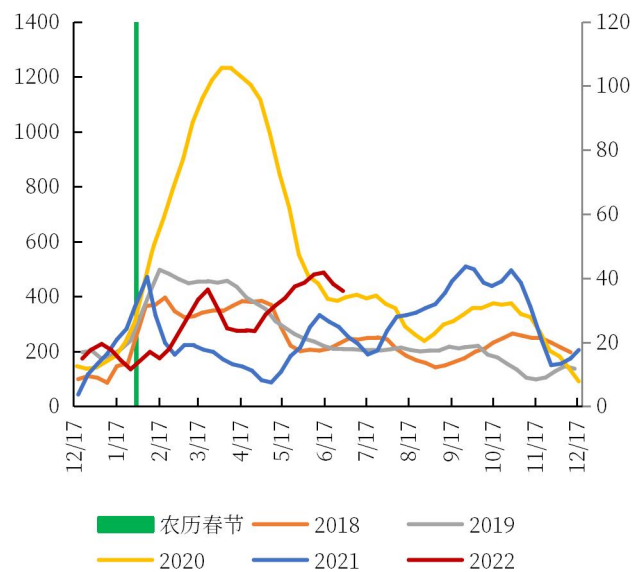
资料来源：隆众，优财研究院

图 33：卓创河北库存（万重箱）



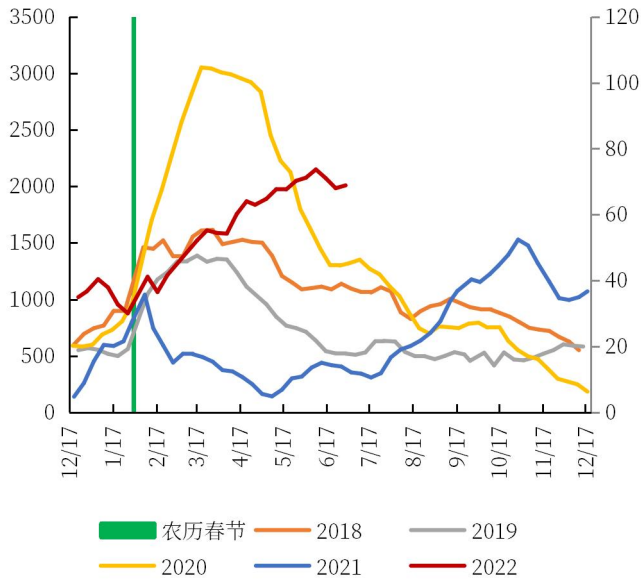
资料来源：卓创，优财研究院

图 34：卓创湖北库存（万重箱）



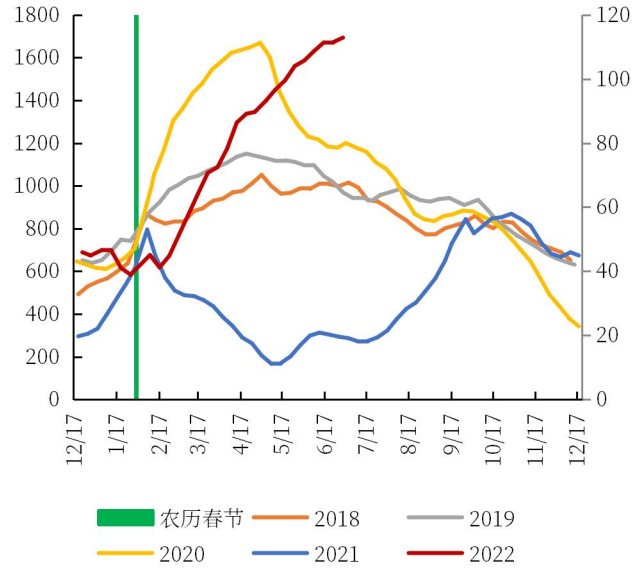
资料来源：卓创，优财研究院

图 35: 卓创湖北+河北库存 (万重箱)



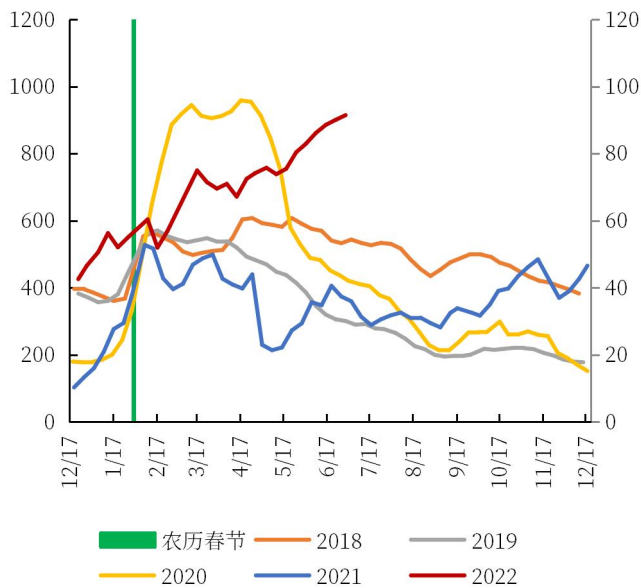
资料来源: 卓创, 优财研究院

图 36: 卓创山东+江苏库存 (万重箱)



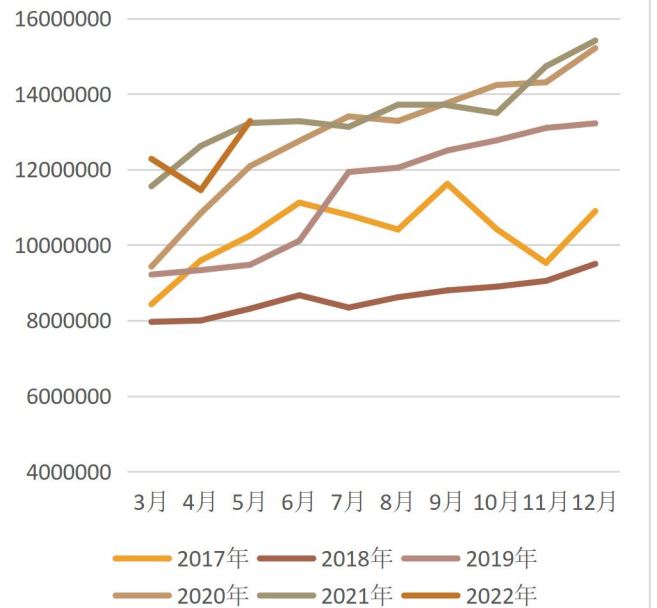
资料来源: 卓创, 优财研究院

图 37: 卓创广东库存 (万重箱)



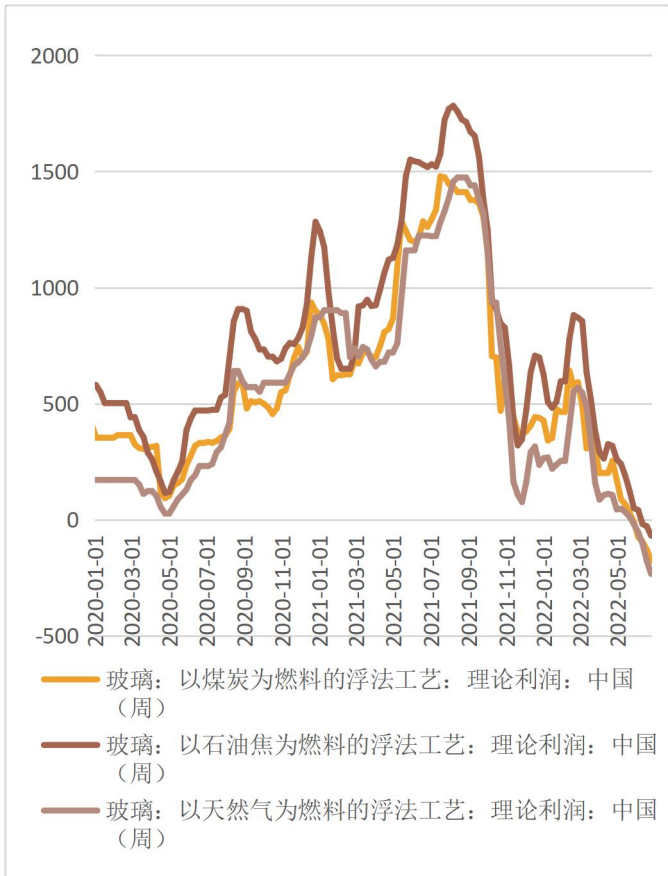
资料来源: 卓创, 优财研究院

图 38: 中空玻璃单月产量 (平米)



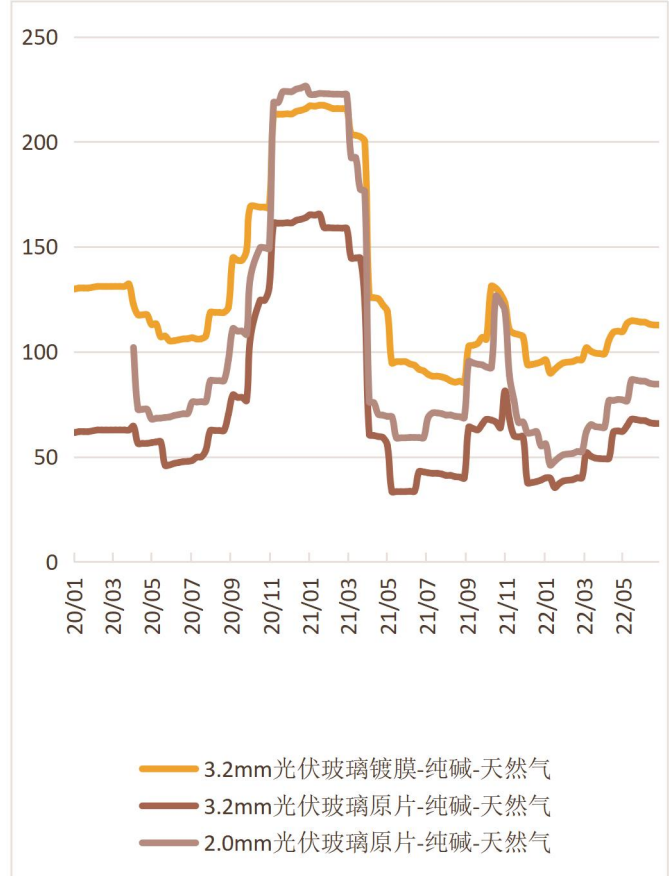
资料来源: 国家统计局, 优财研究院

图 39: 玻璃原片生产利润



资料来源：隆众，优财研究院

图 40: 光伏玻璃利润模型



资料来源：卓创，优财研究院

从目前浮法和光伏玻璃的生产利润情况来看，浮法今年上半年利润恶化的情况更加的明显。目前三种燃料的理论利润都已经转负，但是考虑到玻璃厂冷修的成本实在过于高昂，所以玻璃厂并不会在利润转负后快速的进行冷修。反观光伏玻璃的利润，今年整体上维持着低位震荡的情况，比建筑玻璃要好，但是也没有十分丰厚。

三、 总结

1. 逻辑思路

纯碱是目前众多工业品中少有的，需求有明确增量的、确定性较高的品种，因此它在大类配置里面的多头配置的地位肯定是会延续的。浮法玻璃作为纯碱最重要的下游，目前的确是压制纯碱估值和价格的拖累环节。下半年纯碱的支撑主要依靠光伏玻璃的投产，风险主要源于浮法玻璃冷修的概率以及全球宏观预期的恶化。

从盈亏比来看，玻璃估值上已经触碰到了成本，继续做空的盈亏比并不合适。其次，根据我们的前置指标来看，终端需求环比的确在二季度有改善，只是力度依然较弱。持续累库之后，玻璃厂家的库存有望在三季度出现拐点。5月份开始北方大厂也在持续降价甩去年的老货，降低库存压力。从实际终端改善力度来看，的确不强，但是厂家库存能否快速去化，还取决于投机需求，8月的补库预期已经为玻璃带来了升水的结构，目前玻璃中下游的库存并不高，是有补库的空间。

在微观情况比较明确的情况下，宏观环境的情况可能是最大的影响因素，目前产业的反馈是加工厂回款依然较差。我们认为现在靠地产行业自身造血是不可能的。唯有靠政策发力，向下传导，促进信用派生。不过这个时间点什么时候会到来，不确定性较高。所以综合来看，玻璃现实很差，未来有改善的空间，但是不确定性依然较高，本轮浮法价格启动弹性或不及20年。

2. 交易策略

玻璃可能存在超跌反弹的机会，建议在FG2209触及1500关口时，做多FG2301合约。玻璃进入反弹周期时，纯碱可能是最好的进攻窗口，适合作右侧跟进。

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/>