



2020-09-11

纸浆：造纸旺季景气将至，预期改善强势持续

近期报告：

高琳琳
021-33038630

gaolinlin@gtjas.com

证书编号 Z0002332

摘要：

2020年1月推出的新版“限塑令”《关于进一步加强塑料污染治理的意见》进一步明确政策目标，执行更为严格。明确规定2020年、2022年、2025年分别禁止生产和销售、禁止限制使用的塑料产品等范围，扩大白卡纸替代需求。随着限塑令的推进，下游白卡纸率先启动，开启了纸浆的涨价模式。

我们认为纸浆年内低点4252基本确立，后续随着造纸旺季到来，景气度回升，纸浆在蓄势盘整后强势或持续。自上而下来看：8月PMI为51%，连续6个月高于荣枯线，受益于PMI、PPI宏观景气指标修复、下游细分纸种（白卡、文化用纸）陆续进入提价周期，企业库存去化明显。

国内港口库存高位回落，8月青岛、常熟、保定木浆库存合计约168.6万吨，较7月同比下降6.23%，环比两个月连续下降，且降幅扩大，国内库存出现拐点。下半年国外供应商检修较为集中，有利于国内持续去库进程。

国内进入“后疫情”阶段，经济运行正迅速恢复，市场预期需求将得到一定程度的修复。明年党建需求及海外工厂复工预期将有助于推动价格向上。

虽然国内库存依然处于高位，但纸浆的整体供需情况边际趋好，市场有持续回暖之势，中长期底部或已形成。建议投资者逢低轻仓试多。

风险点：木浆进口量激增；疫情二次爆发超预期导致需求再度受到冲击等



2020 年 1 月推出的新版“限塑令”《关于进一步加强塑料污染治理的意见》进一步明确政策目标，执行更为严格。明确规定 2020 年、2022 年、2025 年分别禁止生产和销售、禁止限制使用的塑料产品等范围，扩大白卡纸替代需求。随着限塑令的推进，下游白卡纸率先启动，开启了纸浆的涨价模式。

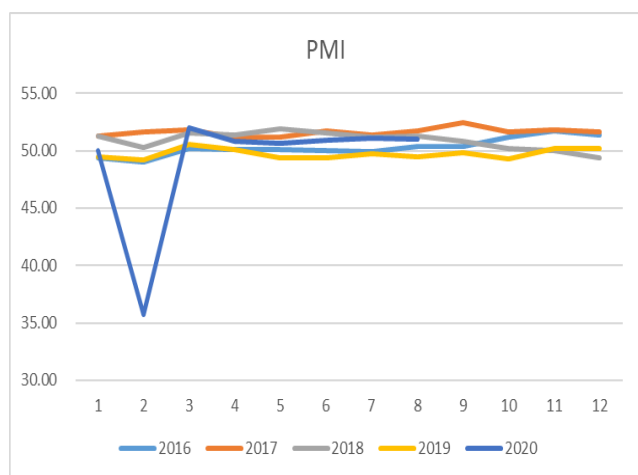
我们认为纸浆年内低点 4252 基本确立，后续随着造纸旺季到来，景气度回升，纸浆在蓄势盘整后强势或持续。本文通过对宏观指标、下游细分纸种提涨和成品库存情况、国内港口库存及下半年供应商集中检修等方面来论述上述观点。

1. 宏观景气指标修复、企业开工恢复，成品库存去化明显

截至 8 月份，中国制造业 PMI 连续 6 个月运行在 50%荣枯线以上，尤其 7、8 月份指数回升至 51%以上，显示国内经济恢复态势有所增强，制造业基本实现了全面恢复。造纸 PPI 在 2017 年 10 月触顶之后，进入了下行通道，2018 年 10 月进入了负值区间，造纸行业利润率大幅回落，下游纸企处于主动去库存阶段。整个 2019 年造纸行业低迷，行业从主动去库存阶段过渡至被动去库存。今年一二季度逐步进入主动补库存阶段。从最新的造纸工业 PPI 月度同比数据来看，2020 年 5 月出现低点-5.2%后，出现拐点，7 月已经修复至-3.3%。

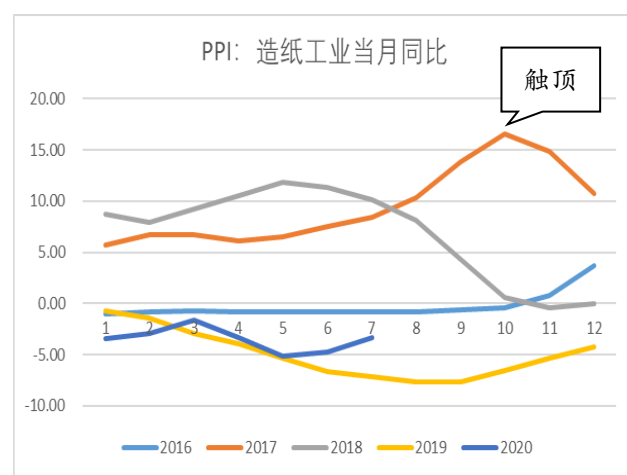
受益于 PMI、PPI 宏观景气指标修复、下游细分纸种（白卡、文化用纸）陆续进入提价周期，企业开工恢复，成品库存去化明显。国内纸业企业开工率在 2 月受到疫情影响出现年内低点后稳步提升，8 月开工率在 56%左右。而从企业成品库存天数来看，截至 8 月 31 日，成品库存天数已经回落至 7.5 天，较 3 月中高点，减少近一周。

图 1 PMI 呈 V 形反转，国内制造业全面恢复



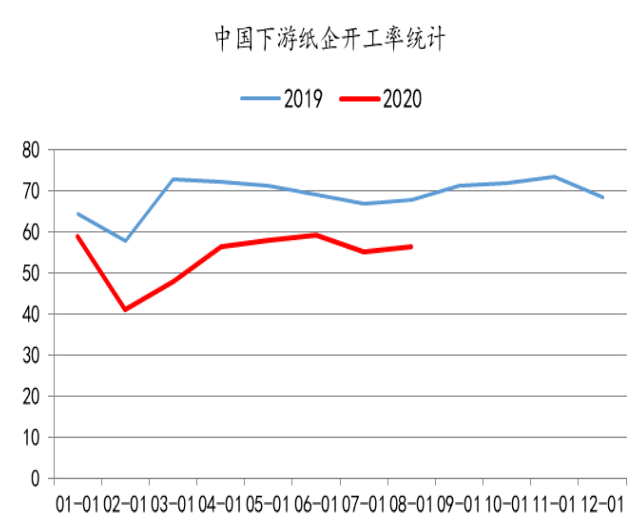
资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 2 造纸工业 PPI 上修，5 月后出现拐点



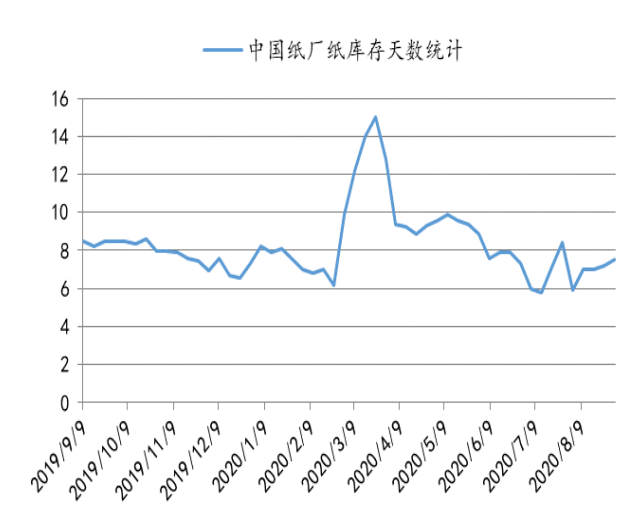
资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 3 国内纸业开工率稳步提升



资料来源：隆众，国泰君安期货产业服务研究所

图 4 纸厂纸库存天数回落



资料来源：隆众，国泰君安期货产业服务研究所

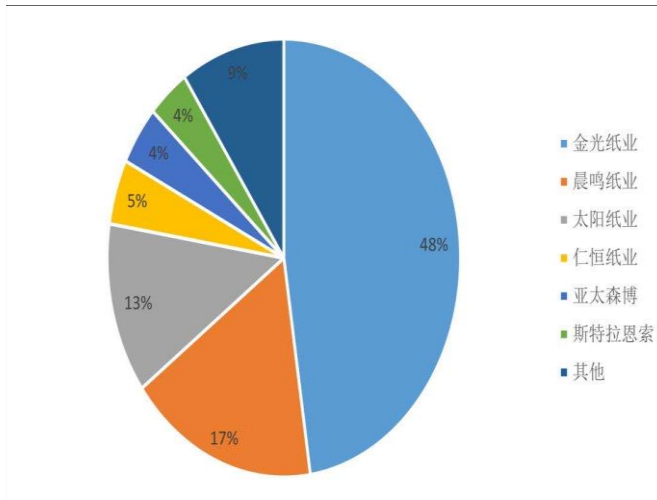
2. 下游白卡、文化用纸涨价函齐发，周期旺季将至

随着国内疫情防控形势向好，市场需求稳步回升。被压抑的需求获得释放。木浆系下游纸品中表现的最好的是白卡。白卡国内针叶浆的用量在 100-120 万吨，占到总体针叶用量 800 万吨的 15%。在消费升级、白板替代、限塑令的三重作用下，白卡纸需求大幅反弹，库存加速去化，供求改善促使晨鸣、太阳、金光等大型纸企纷纷提价。从具体时间上看，主要生产商白卡纸提价时间主要集中在 8 月末或 9 月初，每吨出厂价格上浮 500 元。白卡纸单次提价 500 元/吨的情况并不多见，或主要基于以下因素。

一方面受新冠疫情影响，下游需求受到阶段性抑制和后延，现阶段国内疫情趋稳背景下，旧有需求逐步恢复，同时叠加“禁塑令”等环保政策催生的新需求，市场需求预期转好。另一方面，国内白卡纸产能缺乏弹性，且白卡纸供应主要集中在几家头部纸企，下游企业具有较强定价能力。根据中国造纸协会数据，我国白卡纸现有产能 1187 万吨。其中，金光纸业的三家子公司宁波中华、宁波亚洲浆、广西金桂浆合计共有白卡纸产能 350 万吨/年，博汇纸业现有最大年产能 215 万吨，晨鸣纸业和太阳纸业则分别具有白卡纸产能 205 万吨/年和 150 万吨/年，四大白卡纸龙头的市占率合计达到 77.51%。

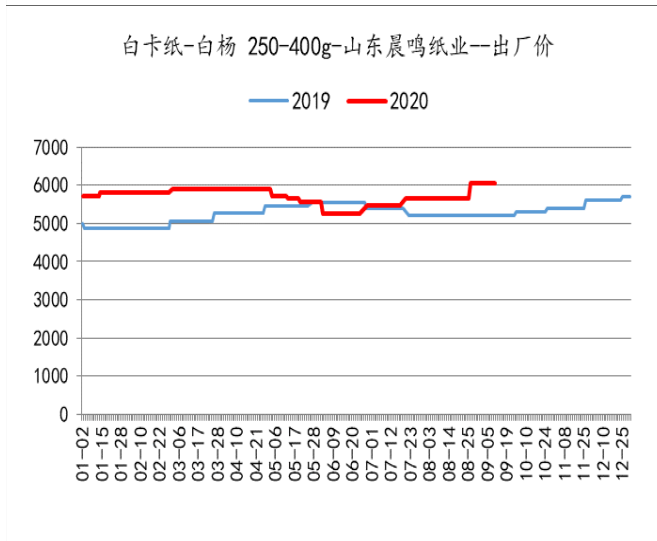
自今年 7 月开始，国内白卡纸生产商已掀起两轮提价潮，出厂价的水涨船高也推升市场报价。以山东晨鸣白卡纸-白杨 250-400g 为例，截至 9 月 9 日，市场成交均价 5950 元/吨，较 7 月同比上涨 17.8%，绝对涨幅近 900 元/吨。

图 5 白卡纸集中度



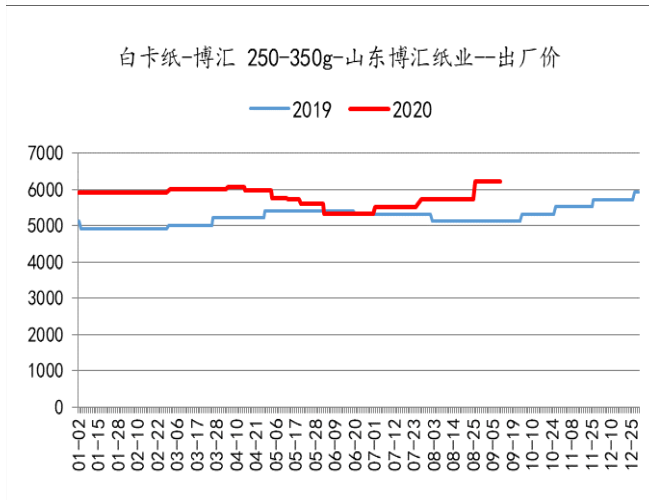
资料来源：中国造纸协会，国泰君安期货产业服务研究所

图 7 白卡纸出厂价走高（晨鸣）



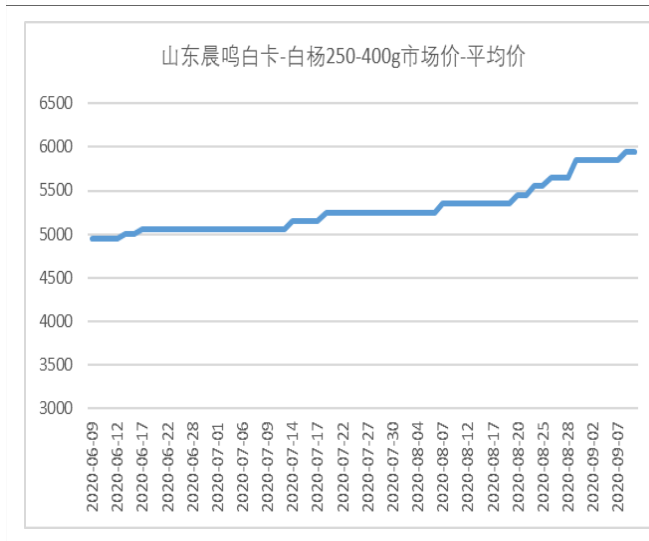
资料来源：隆众，国泰君安期货产业服务研究所

图 6 白卡纸出厂价走高（博汇）



资料来源：隆众，国泰君安期货产业服务研究所

图 8 白卡纸市场价走高



资料来源：隆众，国泰君安期货产业服务研究所

下半年伴随开学、中秋、国庆、出口订单驱动，上半年因疫情影响的展会重启以及各地旅游政策的驱动下，需求逐月回暖。从开工率来看，8 月白卡纸企业开工负荷率 78%，2017 年白卡纸景气度高峰时开工负荷率 84%，当前开工率已逼近峰值。从成品库存来看，白卡企业库存天数于今年 5 月达到累库峰值 32 天，7 月

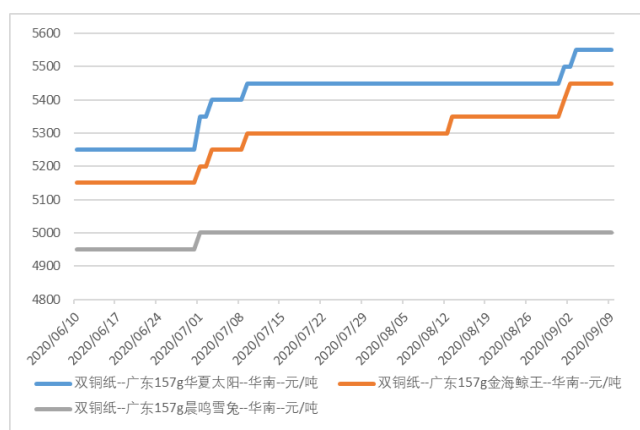


降至 26-27 天，9 月降至 22-23 天，行业库存已进入下行周期。

中长期看，消费升级、白板替代和限塑令这三大因素将继续驱动白卡行业增长。按照业内测算未来 5 年白卡需求复合增速 9%。白卡未来三年新增产能 270 万吨，且未来三年国内白卡产能扩张将仍以现有龙头为主，行业中长期将持续处于良性循环之中。

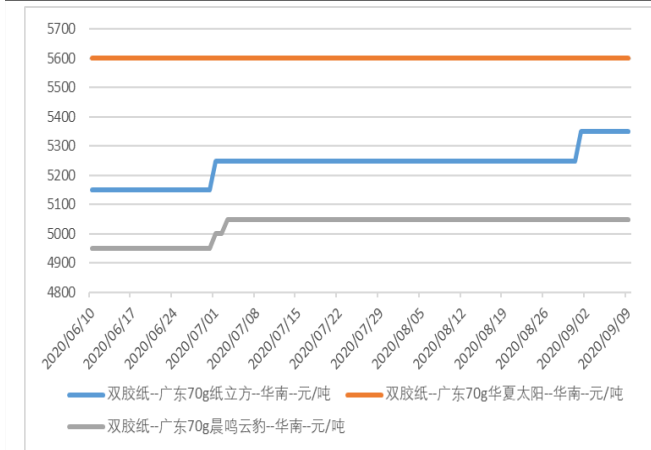
7 月份以来，文化印刷纸市场行情窄幅上调。铜版纸市场山东晨鸣、山东太阳、APP 集团、山东华泰纸业陆续发布涨价函，9 月初上调 100 元/吨。9 月 15 日晨鸣集团将再次调整铜版纸系列产品报价，涨幅达 300 元/吨，10 月 1 日接单再次上调 200 元/吨。目前厂家库存压力一般。铜版市场整体略好于双胶，传统旺季将至，涨价落实可能性较大。双胶纸方面规模纸厂陆续发布涨价函，多数 9 月初上调 100 元/吨。继白卡纸企业 9 月 1 日报涨 500 元/吨之后，铜版纸、双胶纸企业报盘陆续跟涨，涨声一片之下，企业低价惜售。下游的这种涨价氛围也带动了整体上游纸浆的抄底情绪。

图 9 双铜价格走高



资料来源：隆众，国泰君安期货产业服务研究所

图 10 双胶纸价格稳中趋升



资料来源：隆众，国泰君安期货产业服务研究所

纸浆行业下游消费包括文化用纸消费、包装用纸消费、生活用纸消费三个方向。其中文化用纸主要下游是印刷行业，例如印刷发行书籍课本和杂志报刊等；包装用纸的主要下游是各行业产成品的包装需求和快递物流；生活用纸已经接近最终消费品。从周期上来看，生活用纸全年消费无明显季节性，文化纸和包装纸的淡旺季更为明显。

文化纸中双铜纸和双胶纸方面，3-4 月份春季展销会、9-12 月年前促销宣传单用量较大；3-5 月学生秋季教材备货、9-12 月学生春季教材备货催生大量文化纸需求。因此，文化纸行业旺季主要在 3-6 月和 9-12 月。包装纸一般与快递物流行业具有较强相关性，呈现春节月份低，随后逐月上升，在年末达到年内最高值。

综合来看，木浆系纸品旺季在于 3-6 月和 9-12 月，随着旺季到来，对上游纸浆的需求有较强的支撑。

3. 下半年检修集中，利于国内港口库存持续去化

由于海外疫情影响，使得我国商品浆进口受限，从具体数据来看：7 月针叶浆进口 69.44 万吨，环比下降 8.78%，同比下降 7.94%；7 月阔叶浆进口 118.37 万吨，环比增加 6.56%，同比下降 6.03%。针叶浆供应压力显著小于阔叶浆。上半年由于受到疫情影响，有些国家将纸浆产业作为生活必需品，因此部分浆厂的检修延期到下半年进行，这部分量可能会影响到后期向中国的发运或中国的进口量。

如巴西疫情爆发后，当地主要浆厂都采取及时、完善的防疫措施，Suzano 公司实行疫情期间特殊期间工作模式，且为了确保纸浆供应稳定，推迟上半年年度检修至下半年。Klabin 成立了应急委员会，不断评估预防和抵抗 COVID-19 的最佳做法，确保生产连续性。巴西浆厂下半年检修较为集中。如表 1 所示，表中是浆厂年度计划检修时间统计，上半年主要浆厂累计检修天数为 24 天，而下半年累计达到 110 天，预计木浆总供应量或呈现下降。

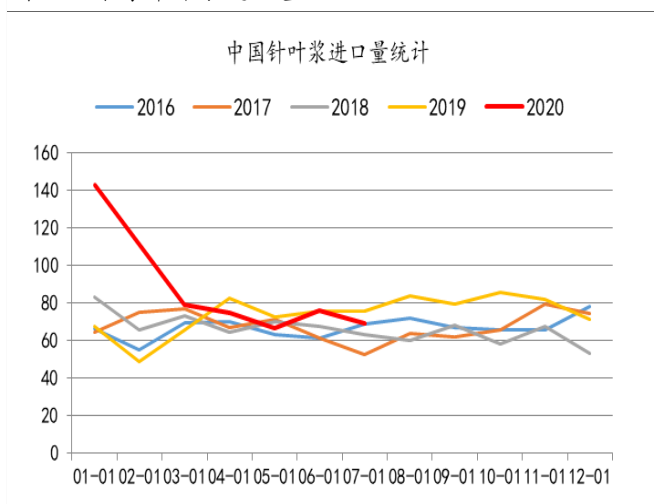
表1 2020年巴西浆厂检修情况统计表

单位：天

集团	浆厂	2020年上半年	2020年三季度	2020年四季度
SUZANO	Três Lagoas 1			10
	Três Lagoas 2			9
	Aracruz A		14	
	Aracruz C		14	
	Imperatriz			9
	Limeira	10		
	Mucuri Linha 1			9
	Mucuri Linha 2		10	
	Suzano			10
	Rio Verde(50%)	5	4	
Klabin	Puma			11
CMPC	Guaíba - L2		10	
ELDORADO	Geral	9		

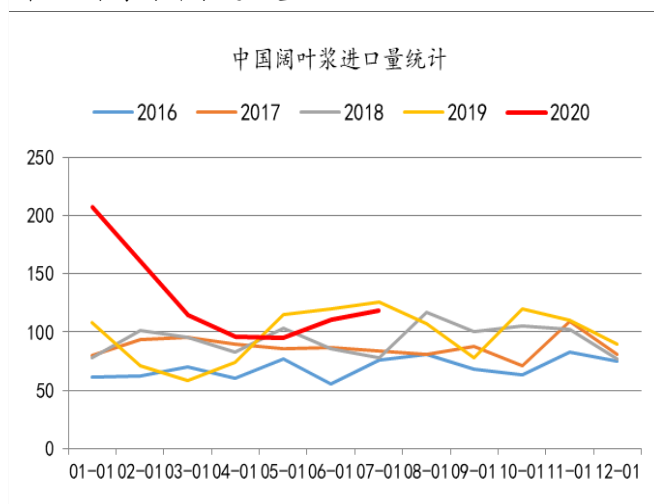
注：表中三、四季度为浆厂公布计划检修时间，具体情况需关注按照浆厂实际执行情况

图 11 国内针叶浆进口量



资料来源：隆众，国泰君安期货产业服务研究所

图 12 国内阔叶浆进口量

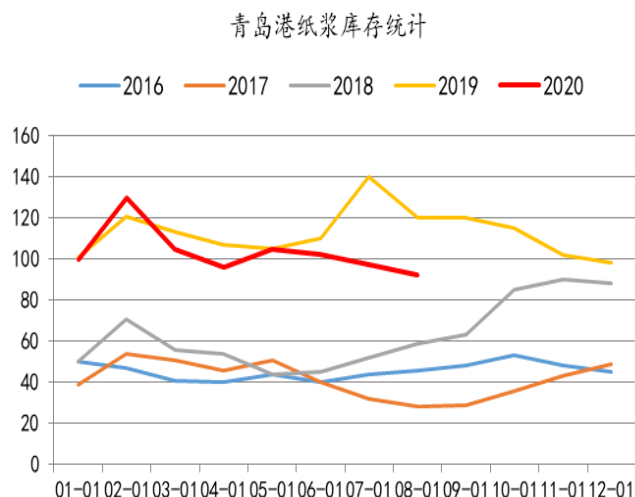


资料来源：隆众，国泰君安期货产业服务研究所

从近期国内主要港口库存来看，数据显示，截至 8 月，青岛港内加港外总库存约 92 万吨，环比 7 月下降 5.15%；常熟港总库存约 69.4 万吨，环比 7 月下降 6.22%；保定地区纸浆库存量约 7.2 万吨，较 7 月下降 18.18%。三地库存合计约 168.6 万吨，环比减少 11.2 万吨，降幅为 6.23%。国内港口库存高位回落，前期库存下降的主要原因是海外疫情严峻，航运受阻，到港量减少，港口库存下降。后期考虑到部分浆厂推迟上半年年度检修至下半年，需求持续转好以及旺季原料补库需求等因素，或有利于国内港口库存持续去化，从而为盘面浆价重心上移提供条件。

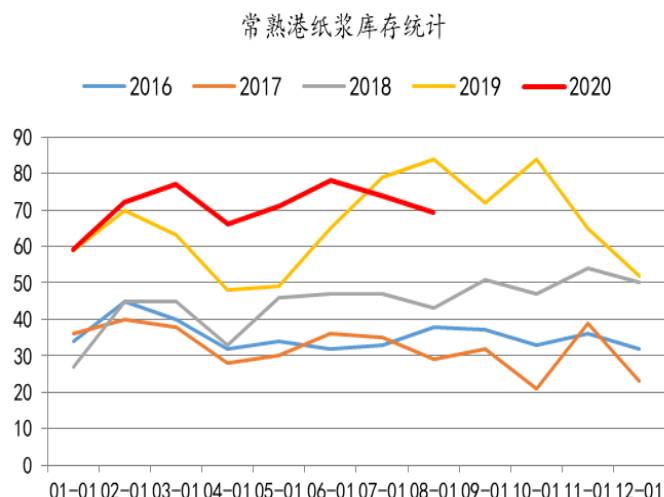


图 13 青岛港库存统计



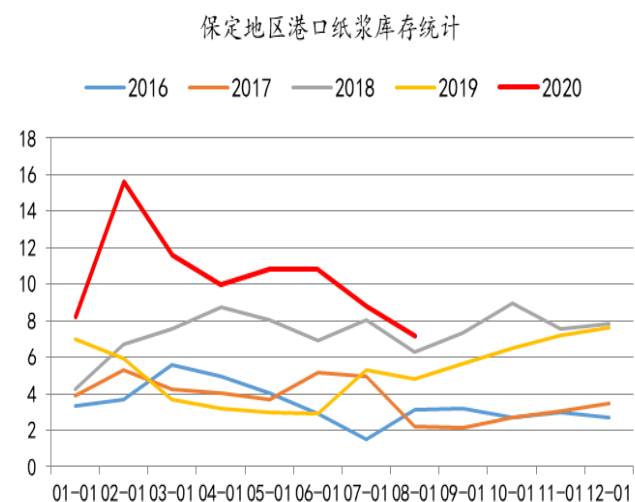
资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 14 常熟港库存统计



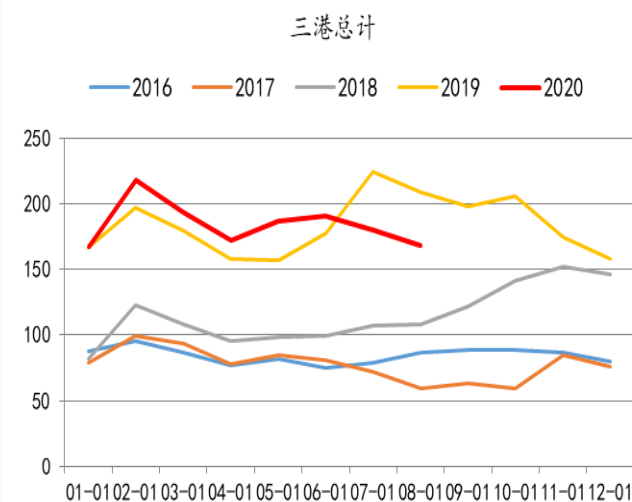
资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 15 保定港库存统计



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 16 国内三港总计



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

4. 操作建议：后期重心或继续上移，逢回调低吸为主

目前浆价上行至4700-4800一线，我们认为前期年内低点基本确立，后期重心仍将以小幅上移为主，不排除阶段性回调，但很难再破前低，4400-4500附近支撑偏强。操作上，节奏上关注边际上的变量，如库存继续转降、美国及新兴国家疫情受控，同时把握一些突发事件冲击下（如油价下跌、资本市场大跌）拖累纸浆回调后的买入机会，交易标的可以考虑放在换月后的SP2101合约和SP2105合约上。

**本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格**

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确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，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，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。同时，本公司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。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为“国泰君安期货产业服务研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。



国泰君安期货产业服务研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话: 021-33038635 传真: 021-33038762

机构金融部

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 29 楼

电话: 021-33038803 传真: 021-33038720

上海期货大厦营业部

上海市自由贸易试验区松林路 300 号期货大厦 2001B 室 上海市国宾路 36 号万达广场 B 座 1607、1608 室

电话: 021-68401886 传真: 021-68402738 电话: 021-55892860 传真: 021-65447766

国际业务部

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 29 楼

电话: 021-33038895 传真: 021-33038683

上海延安东路营业部

上海市黄浦区延安东路 58 号 14 楼 1403、1404 室

电话: 021-63331738 传真: 021-63332282

北京分公司

北京建国门外大街乙 12 号双子座大厦东塔 7 层 06 单元 广州市天河区珠江新城华夏路 10 号富力中心 1102 房

电话: 010-58795779 传真: 010-58795787 电话: 020-38628010 传真: 020-38628583

辽宁分公司

大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心

A 座-大连期货大厦 2703

电话: 0411-84807755 传真: 0411-84807759

河南分公司

郑州市郑东新区商务外环路 30 号期货大厦 1105 房间

电话: 0371-65600697 传真: 0371-65610168

山东分公司

济南市历下区草山岭南路 975 号 11 层 1107-1108 室

电话: 0531-81210190 传真: 0531-81210191

厦门分公司

厦门市思明区湖滨东路 95 号华润大厦 B 座 1508-1509 单元

电话: 0592-5886155 传真: 0592-5886122

天津营业部

天津市和平区郑州道 18 号港澳大厦 6 层

电话: 022-23304956 传真: 022-23300863

杭州营业部

杭州市江干区五星路 185 号泛海国际中心 6 幢 1 单元 501-B 室

电话: 0571-86809289 传真: 0571-86922517

宁波营业部

宁波市高新区扬帆路 999 弄 4 号 <6-1>

电话: 0574-87916522 传真: 0574-87916513

长春营业部

吉林省长春市净月开发区生态大街 2188 号川渝泓泰国际环球贸易中心 1 号楼 23 层 2302、2303 室

电话: 0431-85918811 传真: 0431-85916622 电话: 0731-82258088 传真: 0731-82256453

国泰君安证券各营业部受理 IB 业务 客户服务中心: 95521 <http://www.gtjaqh.com>

国泰君安期货客户服务电话 95521

产业发展部

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 29 楼

电话: 021-33038719

上海国宾路营业部

上海市国宾路 36 号万达广场 B 座 1607、1608 室

电话: 021-55892860 传真: 021-65447766

上海中山北路营业部

上海市中山北路 3000 号长城大厦 507、508 单元

电话: 021-32522836 传真: 021-32522823

上海银城路营业部

上海浦东新区银城路 88 号 27 楼 06 单元

电话: 021-58590368

广东分公司

广州市天河区珠江新城华夏路 10 号富力中心 1102 房

电话: 020-38628010 传真: 020-38628583

河北分公司

石家庄市裕华区裕华东路 133 号方北大厦 B 座 8 层

803 室、804 室

电话: 0311-85360890 传真: 0311-85360907

陕西分公司

西安市高新三路 12 号中国人保金融大厦 1802 室

电话: 029-88220218 传真: 029-63091956

湖北分公司

武汉市江岸区建设大道 718 号浙商大厦 40 楼 4005 室

电话: 027-82886695 传真: 027-82888027

深圳营业部

深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心 15 楼 1502、1503、1504 室

电话: 0755-23980587 传真: 0755-23980597

北京三元桥营业部

北京市曙光西里甲 5 号院 22 号楼 15 层 1501、1502 单元

电话: 010-64669008 传真: 010-64669884

青岛营业部

青岛市崂山区香港东路 195 号 11 号楼杰正财富 5 楼 501 室

电话: 0532-80993629 传真: 0532-80993630

南京营业部

南京市建邺区庐山路 168 号 1911 室

电话: 025-87780990 传真: 025-87780991

长沙营业部

长沙市芙蓉中路一段 442 号新湖南大厦产业楼 3404 室