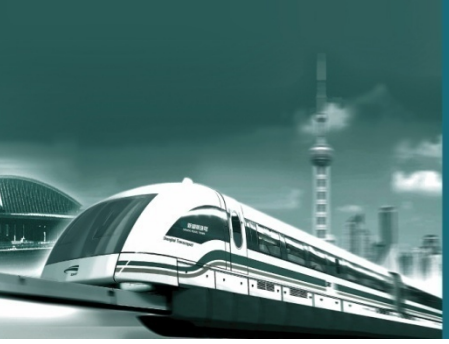


纸浆 2021 年年报

要点：

1、供给端：进口方面，尽管纸浆整体的进口小幅增加，但今年压力主要来自于阔叶浆这块，针叶浆的进口压力不大。新增投产方面，针叶浆后期新增投产很少，阔叶浆后期产能小幅增加。整体供应端压力不大，依然延续针叶浆供应情况好于阔叶浆。

2、需求端：国内成品纸方面，纸制品整体利润回升利好其开工和产量，对浆价也形成一定利好趋势。尽管纸制品库存处于中高位水平，但有所下滑。而国内 PMI 有继续好转预期，纸制品产量有继续回升预期。国外需求方面，随着疫苗的不断研发，疫情有望逐步得到控制，全球经济复苏预期强，国外需求有望回升。另外政策方面，国内最严禁塑令施行，在 2021 年进一步加大力度，有望带动白卡需求继续回升。整体看，纸制品需求有回暖迹象。

3、供需研判：整体看明年针叶浆新增产能很少，阔叶浆产能小幅增加，整体供应压力小。而需求方面，疫苗的逐步研发，疫情有望得到控制，全球经济复苏预期强，而国内方面，成品纸利润好转，开工回升，需求有好转迹象，另外禁塑令施行带来白卡需求增加，整体需求有好转迹象。在需求驱动下，纸浆走出低靡，我们继续看好明年纸浆价格，整体中枢上移，可以作为中长期多头配置。

分析师：
周小燕
执业资格号：F3007430
投资咨询号：Z0012390
电话：021-22155665
E-mail:zhouxiaoyan@xhqh.net.cn

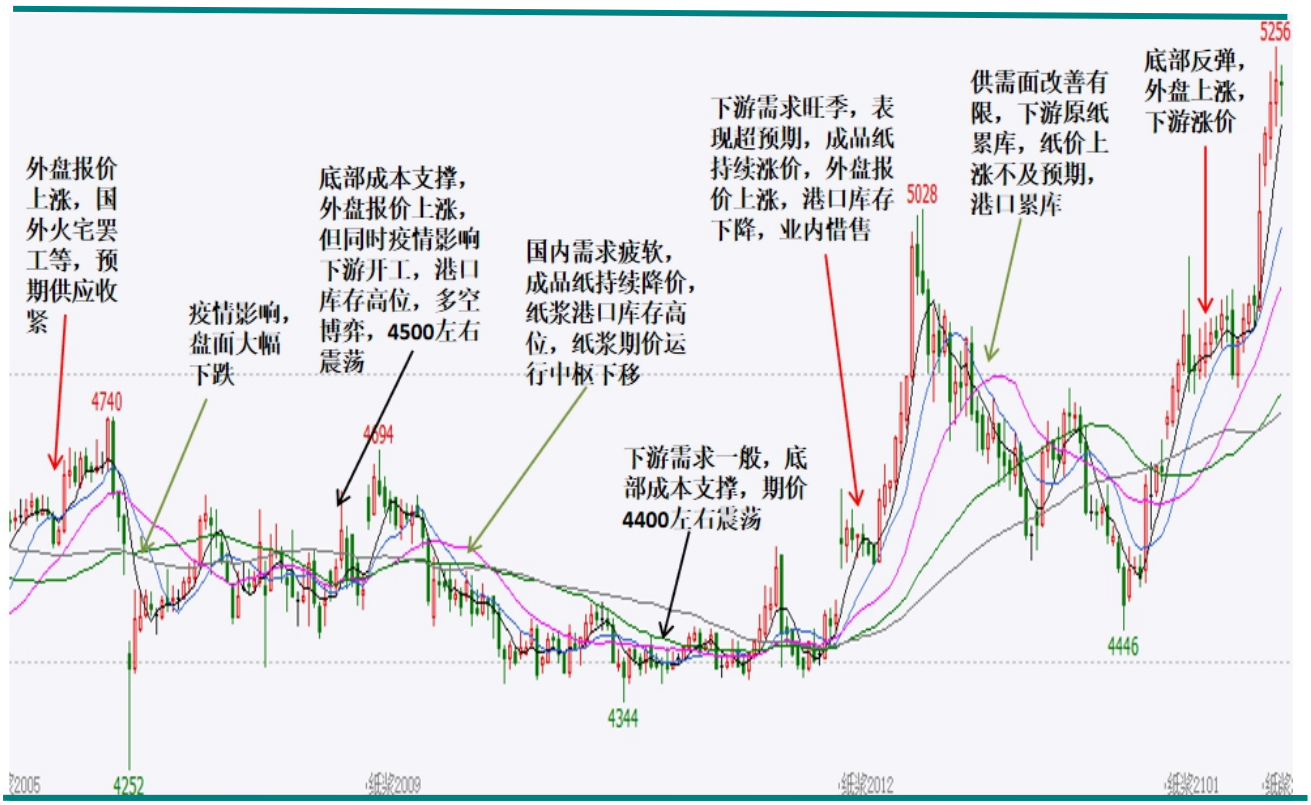
日期：2020 年 12 月 07 日

需求驱动，纸浆走出低靡

一、期货行情回顾

1、期货合约走势

图 1：2020 年纸浆主力合约走势图（元/吨）



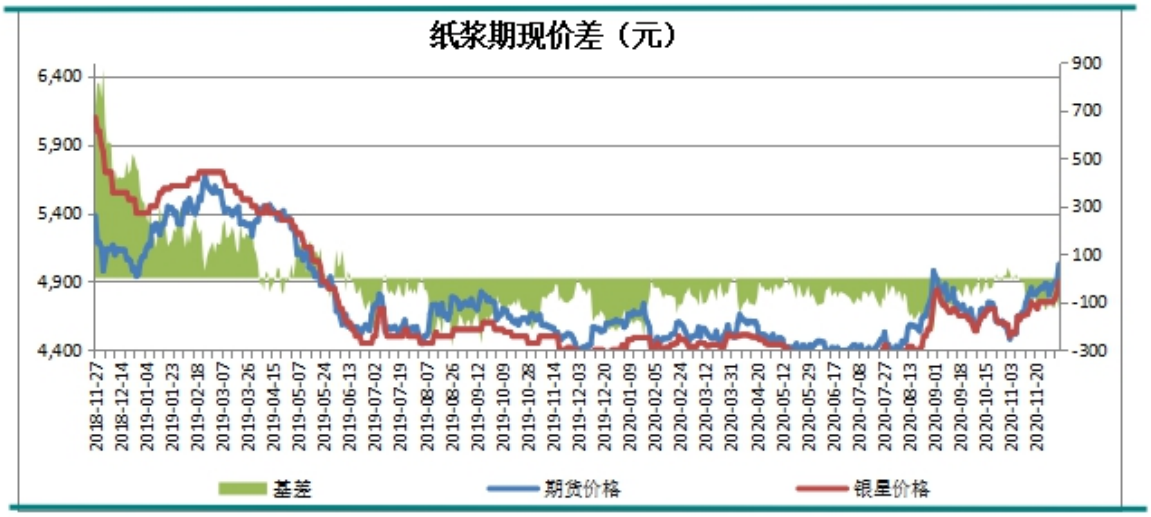
资料来源：文华财经

整体来看，今年纸浆行情上半年整体是震荡下行的趋势，下半年走出底部回升趋势。具体来看，1 月份，外盘报价上涨，另外澳大利亚大火、限硫令、芬兰三个工会组织罢工、印尼苏门答腊南部地区干旱等不可控因素影响，业者预期后期浆市供应收紧，期价走出了一波上涨行情。之后疫情影响，盘面大幅下跌，一度达到 4252 元。而纸浆高成本的底部支撑，加上 2 月份新一轮外盘报价上涨，但同时疫情影响下游开工，港口库存高位，多空博弈，期价在 2-3 月份整体在 4500 左右震荡为主。而 4 月份，外盘浆价因供应收紧报价虽然连续上涨，而国内需求疲软，成品纸价持续回落，另外港口库存高位，叠加国际油价持续低位，纸浆期价运行中枢较前期下移。下游到 4400 左右后，受底部成本支撑，难下跌，但下游成品纸需求一般，利多利空驱动因素均不大，期价在 4400 左右震荡。8 月份，主要受下游需求驱动，下游需求旺季，成品

纸持续涨价，其中白卡一次报涨 500 元，表现超预期，另外外盘报价上涨，港口库存下降，业内惜售，纸浆期现同涨，期价一度达到 5028 元，突破前高。但从基本面来看，改善有限，下游需求增量一般，涨价落实效果不及预期，另外下游原值库存累加，港口库存依然在高位，去化速度迟缓，期价又开始回落。跌倒 4446，11 月份又开始走出一波上涨，一方面针叶浆高成本的底部支撑，4400 比较有支撑力，另外外盘报价上涨，下游开启新一轮涨价，加上市场对明年全球需求复苏预期，浆价探底后走出一波上涨，继续突破前高。

2、基差

图 2：期现价差



资料来源：卓创资讯、 新湖期货研究所

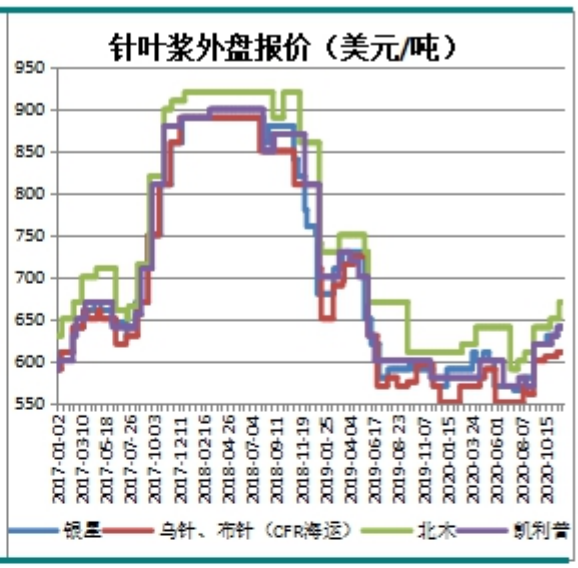
基差方面，随着纸浆的上市，期现操作也逐步成熟，我们看到基差也是在逐步收窄，期现联动性增加，今年基差大部分区域在-100 到-50 之间波动，基差持续为负，也从侧面反映市场对远期纸浆供需面走好的预期。期间有过几次基差突破-200，但很快又被拉上去，整体看纸浆期现关联性较好。

二、现货行情回顾

1、现货行情：针阔底部震荡后有回升迹象，针叶表现优于阔叶

图 3：针叶浆国内价格

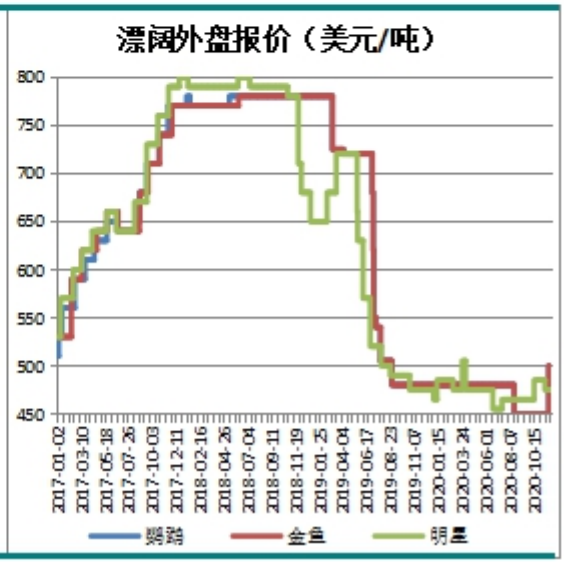
图 4：针叶浆外盘价格



资料来源：卓创资讯、新湖期货研究所

图 5：阔叶浆国内价格

图 6：阔叶浆外盘价格



资料来源：卓创资讯、新湖期货研究所

今年整体来看，针叶浆上半年是底部震荡行情，下半年开始企稳回升态势。具体来看，上半年，疫情影响，加上今年上半年下游需求表现一般，文化纸和白卡走势都一般，需求驱动弱，而供应端驱动因素少，整体纸浆上半年供需双弱的格局，银星价格在 4400 左右震荡为主。而外盘方面，针叶浆上半年，整体也是窄幅区间震荡为主，一方面，底部外盘有成本支撑，价格难跌，另外需求方面，增量有限，价格也难有上涨。而下半年，针叶浆方面，无论内盘还是外盘都有底部震荡后回升态势，国外浆厂检修，纸浆供应压力减弱，加上自身高成本的支撑，下半年外盘持续涨价。人民币汇

率升值，加上纸浆供需面好转，国内对纸浆外盘上涨接受度尚可，国内纸浆价格也持续上涨，内盘的上涨除了外盘上涨，还有国内下半年需求较好也不可分割。禁废令及禁塑令利好白卡价格，白卡再 9 月份单次报涨 500 元，价格持续上涨，另外春季教材备货加上明年党建 100 年刺激文化纸需求，文化纸价格也在下半年持续上涨，下游需求驱动支撑纸浆价格上涨。

阔叶浆方面，整体走势相对针叶浆偏弱，上半年价格有所回落，一方阔叶浆外盘上半年价格回落，另外从进口量来看，今年漂阔进口量大对内盘价格也形成一定压制。下半年内盘价格先涨后跌再涨的走势。下半年在下游纸制品需求带动，另外针叶浆价格走强对阔叶浆也形成支撑，阔叶浆价格有所回涨；而阔叶浆外盘走弱，加上国内阔叶浆供应宽松，下游纸制品涨价落实情况一般，阔叶浆从 9 月份价格又出现回落；11 月份后，随着外盘价格提涨，加上纸制品新一轮涨价驱动，阔叶浆价格也开始底部上涨趋势。整个来看，内盘阔叶浆今年整体底部震荡，近期有回升趋势；外盘方面，也是底部震荡后近期有回升的趋势。

2、价差：针阔价差持续扩大

图 7：针阔国内价差

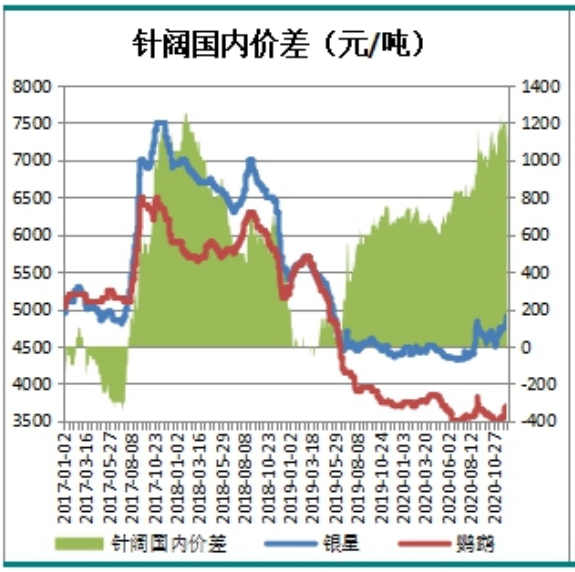
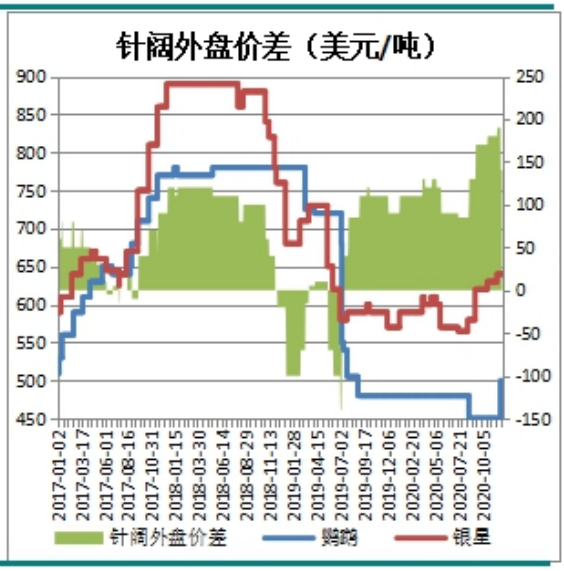


图 8：针阔外盘价差



资料来源：卓创资讯、新湖期货研究所

针阔国内价差方面，今年整体针叶浆走势好于阔叶浆，我们看到针阔价差也是在持续扩大，整体来看，上半年针阔国内价差相对持稳，在 700 元上下波动。下半年针叶浆价格持续走强，而阔叶浆走势相对较弱，针阔价差持续扩大，价差从 800 元持续扩大到目前 1200 元左右，目前针阔的价差再度达到历史的峰值水平，如此高的价差，也造成一些纸厂在选择原材料时，相应的调高阔叶浆比例来缩减生产成本，但因为生

产质量的要求，阔叶浆上调比例有限，所以整个去阔叶浆需求带动有限。外盘方面，针阔价差基本走势趋同内盘，上半年整体震荡为主，价差在 100 美元左右波动，下半年价差持续扩大，峰值时达到 190 美元的高位，近期，随着阔叶浆外盘提涨，价差有所缩窄，截止到 12 月 4 日，针阔外盘价差为 140 美元。针阔价差持续扩大主要还是在于自身基本面，今年国内进口方面，阔叶浆进口压力相对针叶浆较大，另外国外方面，后续针叶浆新增产能有限，但阔叶浆还陆续有产能投放，整体的针叶浆供需面好于阔叶浆。

图 9：针叶内外价差

图 10：阔叶内外价差

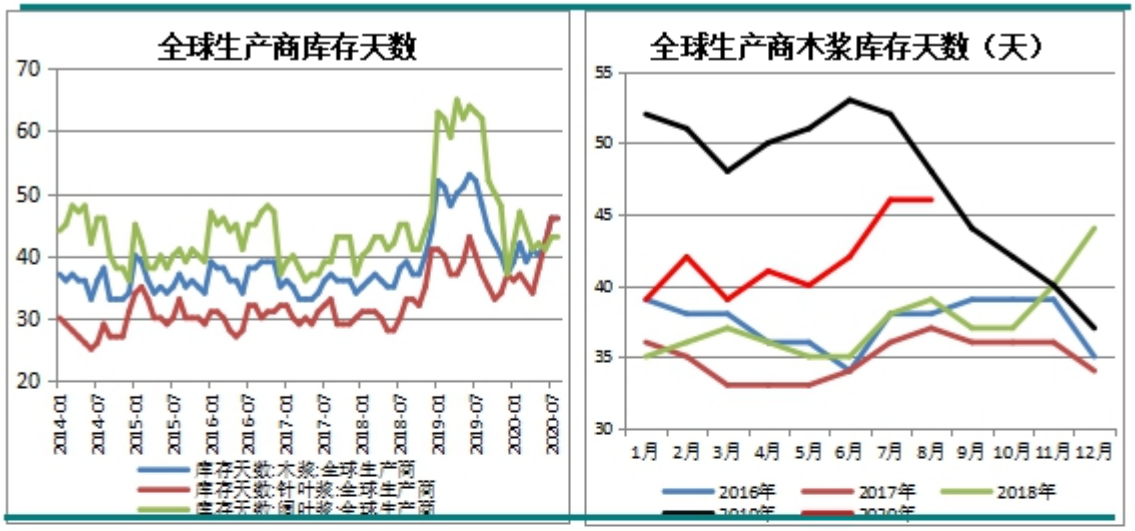
资料来源：卓创资讯、新湖期货研究所

针叶内外价差方面，今年大部分内外倒挂，6 月份之前，内外价差倒挂持续扩大，高的时候一度达到-500 元，主要原因在于人民币贬值，加上针叶外盘相对内盘强势。倒挂持续扩大，进口积极性弱，所以我们看到进口量方面，3-5 月份进口量持续走弱。而随着供应减弱，需求的带动，内盘相对外盘开始走强，内外价差倒挂持续缩窄，甚至开始转正，9 月初的时候，进口价差一度高达 300 元。9 月份-10 月份，进口价差整体回落态势，主要原因在于内盘走势弱于外盘。11 月份到目前，又开始回升，并且转正，除了内盘开始走强，还有人民币持续升值。阔叶浆价差方面，上半年在-100 震荡后回落到-400，下半年回升后在 100 震荡。从历史情况来看，相对 18-19 年当时的一个大幅倒挂的现象，今年整体阔叶浆倒挂幅度较小，下半年大幅时间还处在小幅进口利润区间，刺激进口，我们也看到下半年阔叶浆进口量持续攀升。

三、库存：疫情导致全球生产商库存上涨

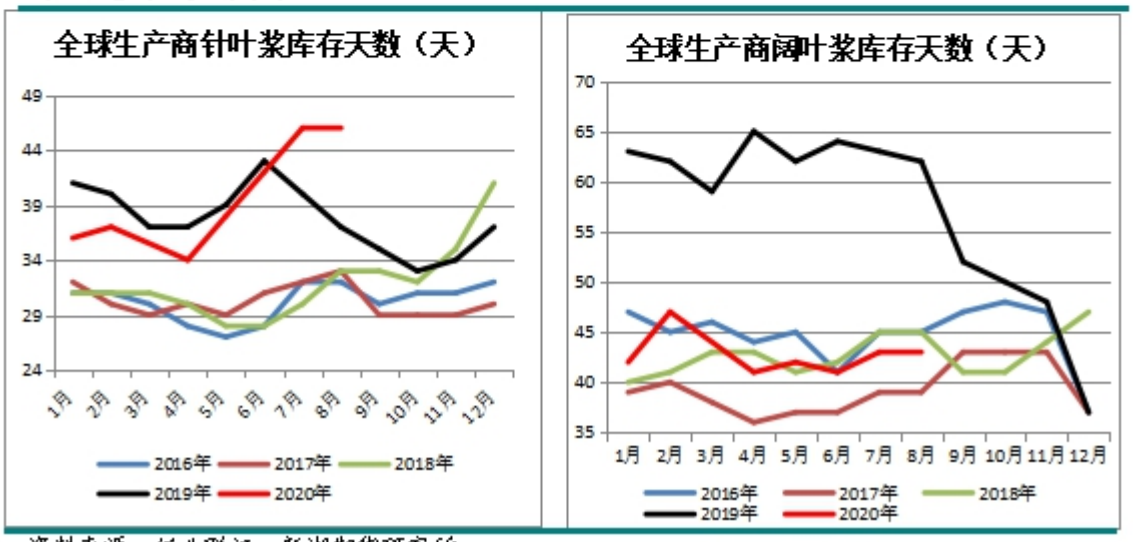
1、全球生产商库存受疫情影响，库存上涨

图 11、全球生产商库存



资料来源：PPPC、新湖期货研究所

图 12、全球生产商库存



资料来源：纸业联讯、新湖期货研究所

今年整体的全球生产商木浆库存天数同比去年要低，但相比其他年份来看，库存还是存在一定的压力。国外地区 4、5 月份疫情开始爆发，受疫情影响，运输以及下游需求受限，我们看到木浆的库存天数从 5 月份大幅攀升。其中，针叶浆库存在 4、5 月份后大幅攀升，截止到今年 8 月份，已经同比去年高，库存天数达到 46 天，一般针叶浆的均衡库存天数为 30 天，46 天的高库存相对来说，还是存在一定的压力。阔叶浆今年整体表现较好，远低于去年水平，阔叶浆的库存均衡水平为 45 天，今年整体的库存压力低于均衡水平，表现比较平稳。

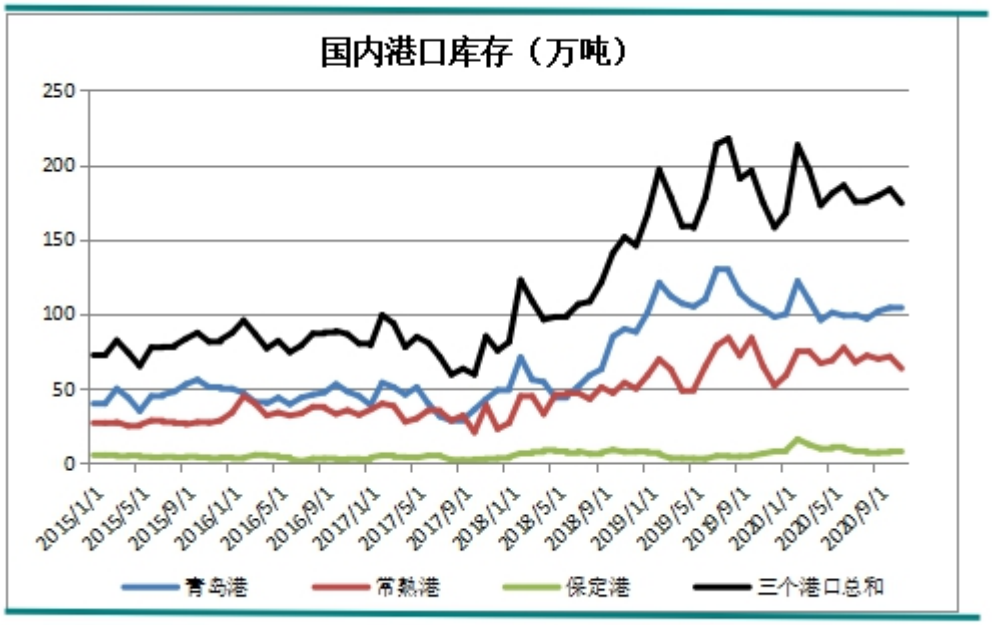
图 13、欧洲库存及消费量

资料来源：纸业联讯、新湖期货研究所

欧洲作为主产地以及主消费地，我们看到今年受疫情影响，欧洲漂针的消费量大幅下滑，从 8 月份以来，漂针消费量有小幅回升，但回升力度有限，整体的消费量依然处于历史低位。疫情影响当地的消费以及运输，我们看到欧洲漂针的库存量今年也是大幅攀升，创下自 2014 年以来的库存新高，漂针库存从 7 月份以后小幅回落，但整体还是处在高位。

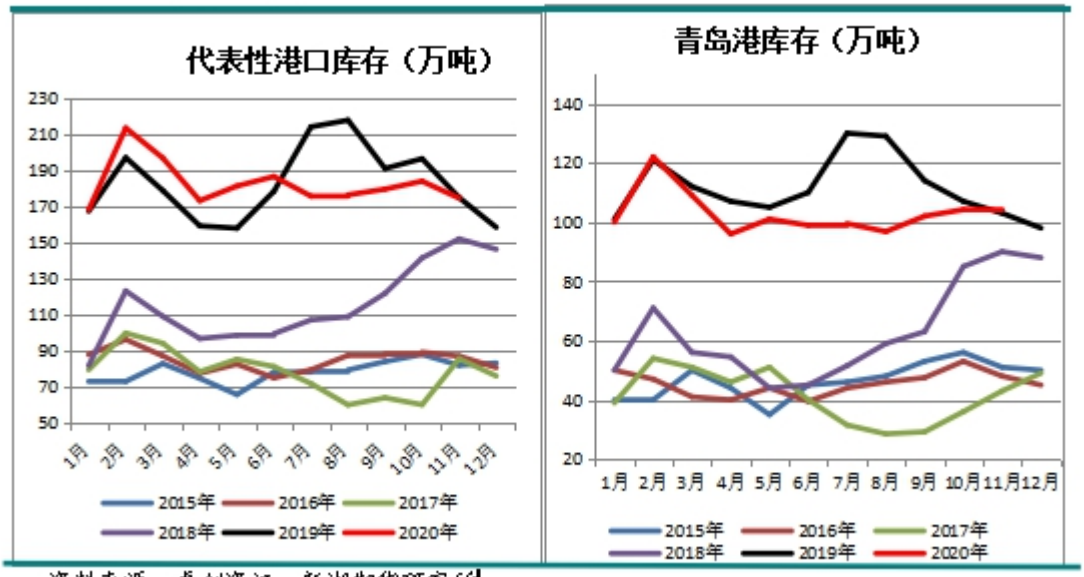
2、国内港口库存高位持稳

图 14、国内港口库存



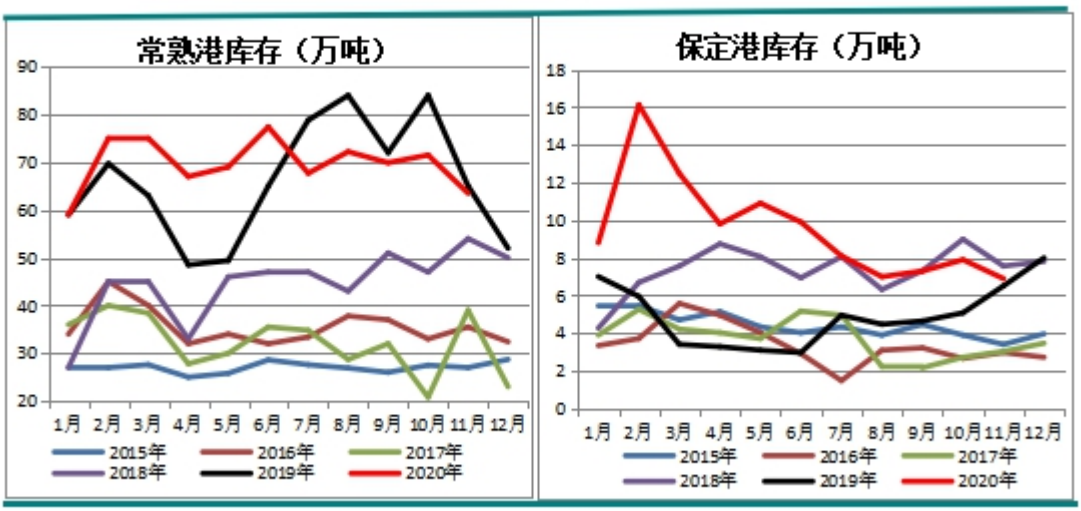
资料来源：卓创资讯、新湖期货研究所

图 15、国内港口库存



资料来源：卓创资讯、新湖期货研究所

图 16、国内港口库存



资料来源：卓创资讯、新湖期货研究所

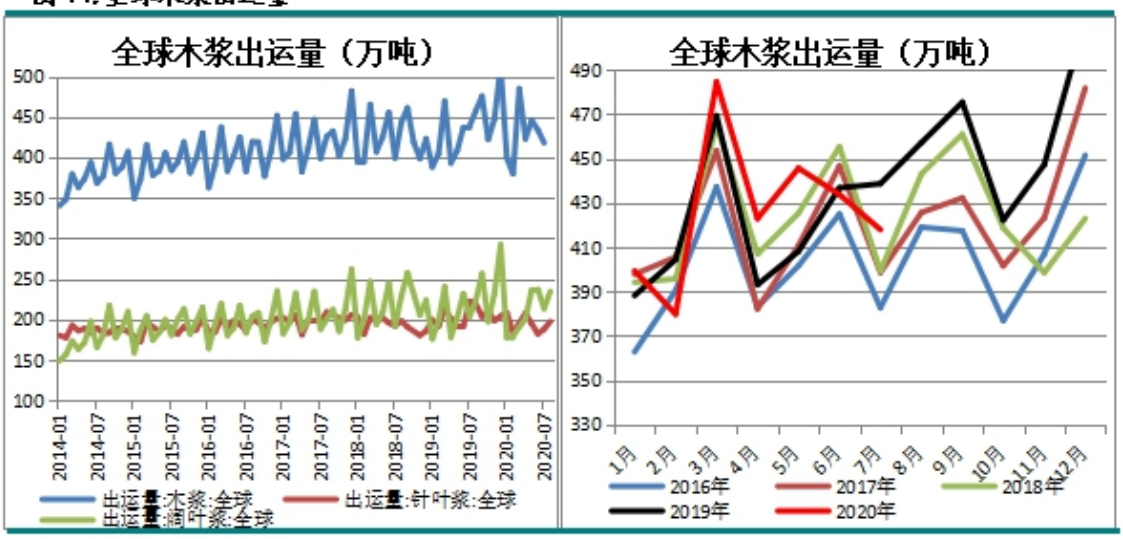
国内方面，今年港口库存整体高位持稳的一个状态，上半年库存压力高于去年，下半年库存同比去年下降。纸浆年初相对受疫情影响较小，没有出现大幅累库的现象，加上本身纸浆 1-2 月份受国内春节影响，下游开工减缓，需求减弱，库存也会有个季节性累库，3 月份后，下游也会陆续开工，而疫情也基本在 3 月底开始减弱，下游逐步开始复工，所以，我们看到港口库存压力同比去年高，但不明显。而今年下半年，下游纸制品表现较好，禁塑令以及禁废令带动白卡需求，而建党 100 年也驱动文化纸需求，下半年需求带动，港口库存有所下滑，同比去年压力减弱。但整体看，驱动有限，还是高位相对持稳的态势。分区域看，青岛港今年整体库存压力比去年要低，但

相对往年依然较高。常熟港，高位持稳的状态。保定港，上半年库存压力较高，下半年有所减弱。截止 11 月底，青岛港纸浆库存 103.8 万吨，日出货速度变化不大，区间整理为主；常熟港纸浆库存 63.5 万吨，货源中以阔叶浆为主；保定港纸浆库存 6.9 万吨，货源中以针叶浆居多。

四、供应：漂针后期新增产能有限，漂阔产能小幅增加

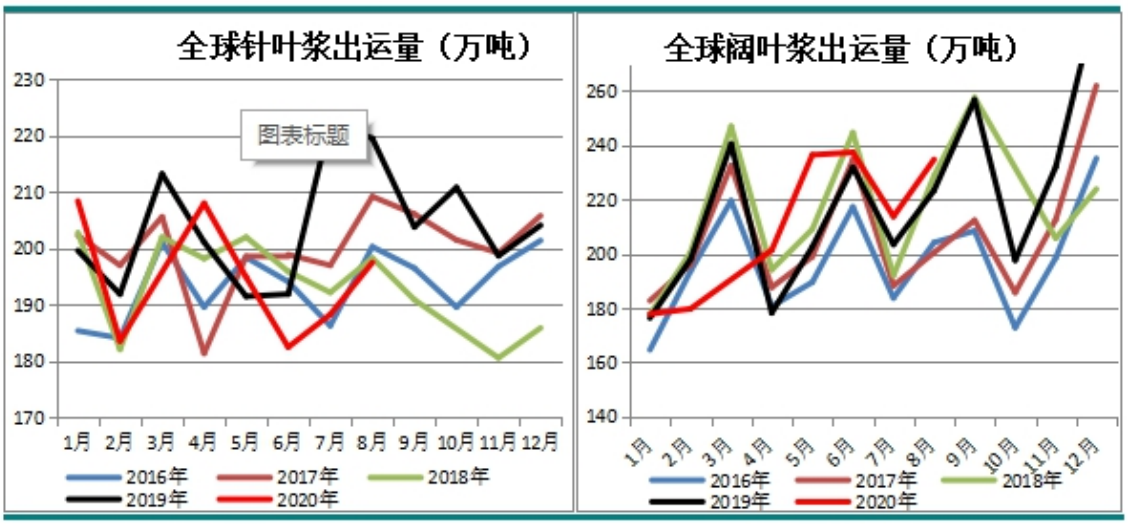
1、出运量：压力主要表现在阔叶浆

图 17.全球木浆出运量



资料来源：纸业联讯、新湖研究所

图 18.全球针叶以及阔叶出运量

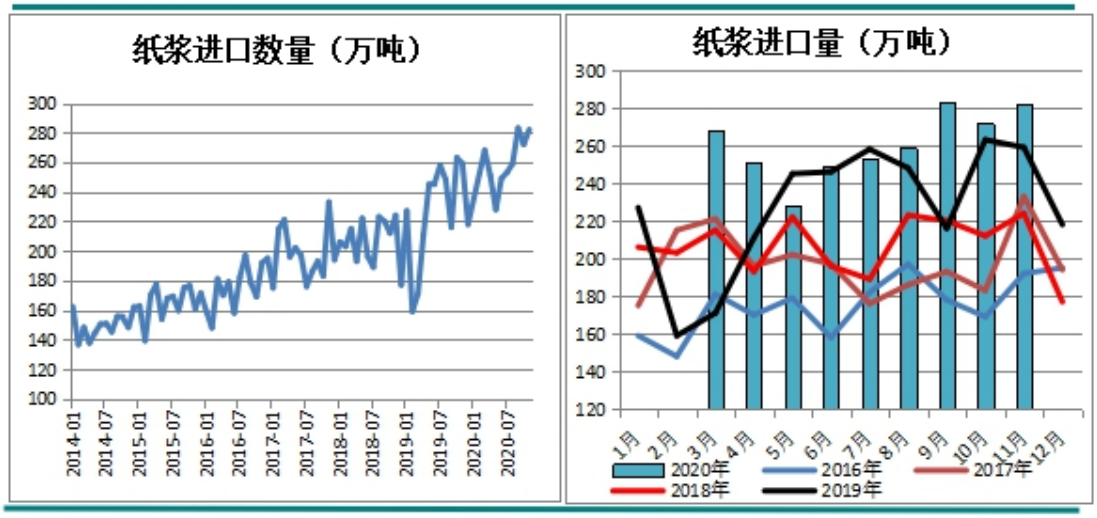


资料来源：纸业联讯、新湖研究所

今年出运量整体比去年要高，其中针叶浆出运量压力相对去年减弱，压力更多体现在阔叶浆方面，阔叶浆出运量高于去年。截止 2010 年 7 月，全球木浆出运量为 417.9 万吨，截止 8 月份，针叶浆出运量为 197.5 万吨，同比去年减少 10%，阔叶浆出运量为 234.7 万吨，同比去年增加 5%。

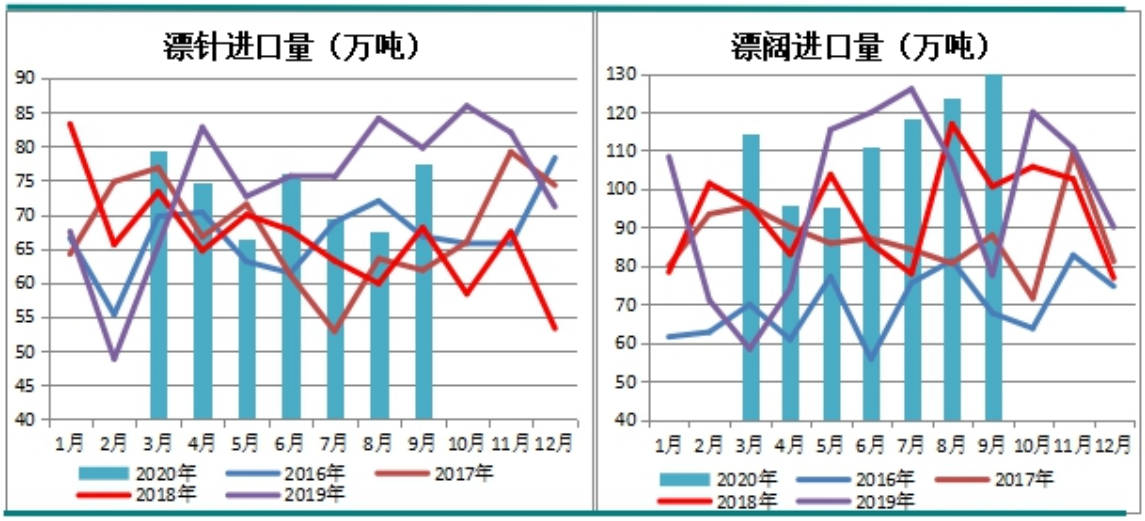
2、进口量：进口压力主要体现在阔叶浆

图 19.纸浆进口量



资料来源：纸业联讯、新湖研究所

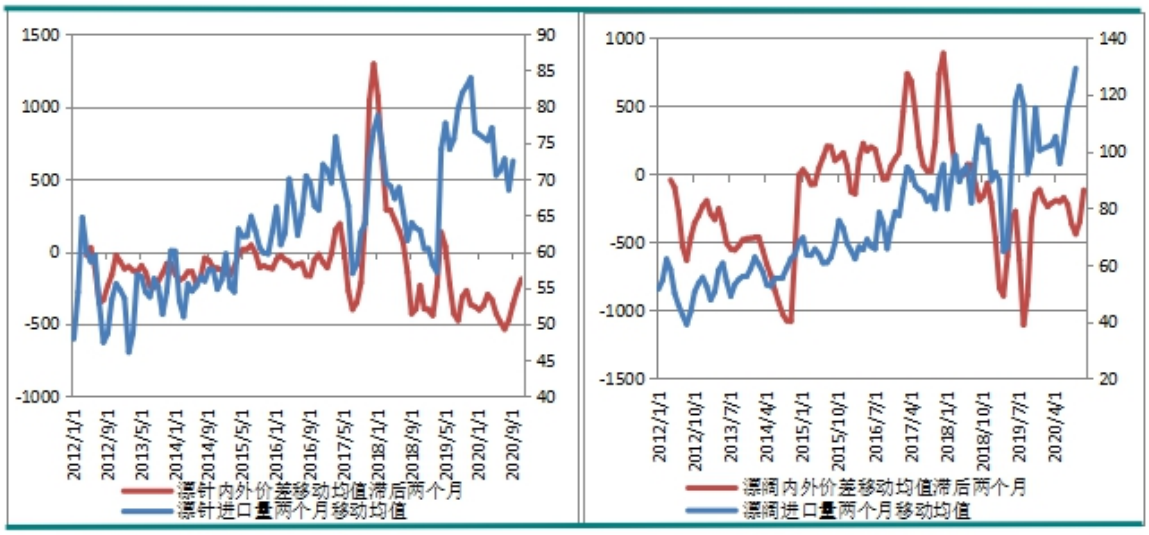
图 20.纸浆进口量



资料来源：纸业联讯、新湖研究所

今年纸浆进口量整体比去年要高，其中进口压力主要表现在阔叶浆。截止 11 月份，纸浆进口累计量为 2813.3 万吨，同比去年增加 12.5%。其中，漂针浆进口量除去 3 月份同比去年要高，其他月份基本低于去年，今年整体进口压力小。从内外价差来看，针叶浆内外盘今年同步上涨，进口利润变化不明显，而阔叶浆国内价格上涨，外盘疲软，进口利润好转吸引贸易商进货，进口压力增加。

图 21. 内外价差与进口量关系

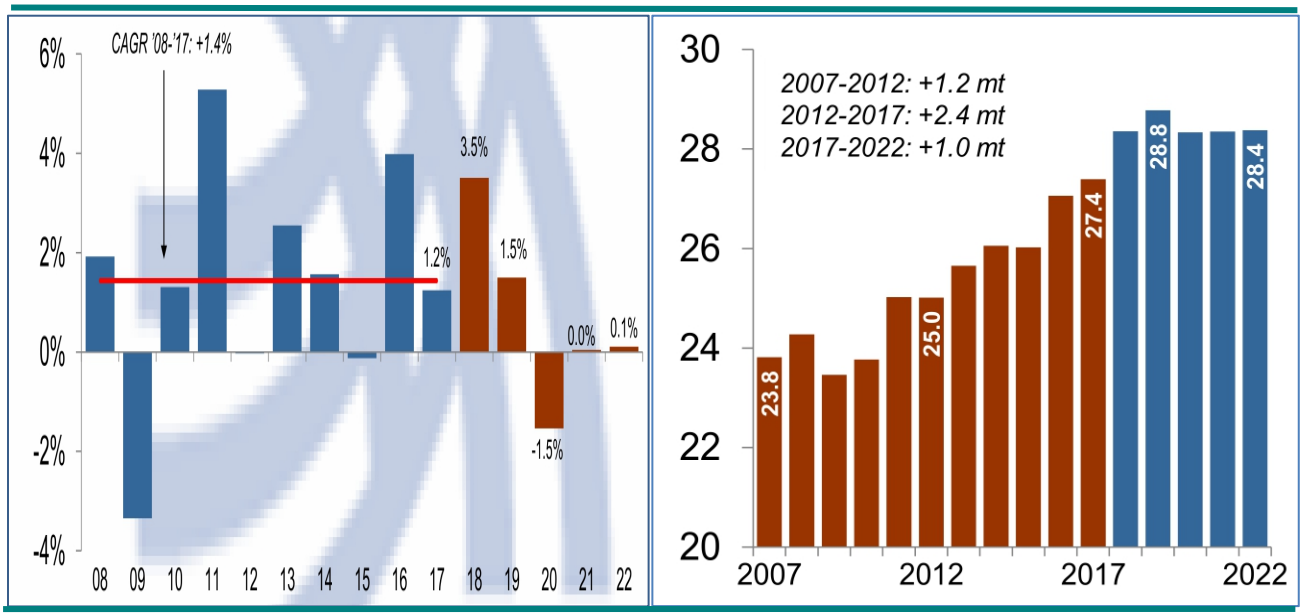


资料来源：纸业联讯、新湖研究所

从内外价差与纸浆进口量关系图可以看出，内外几次一定程度上影响两个月后的纸浆进口量。从近期的表现来看，针阔内外价差都在上升，或刺激贸易商进口积极性，带来漂针漂阔进口量增加。

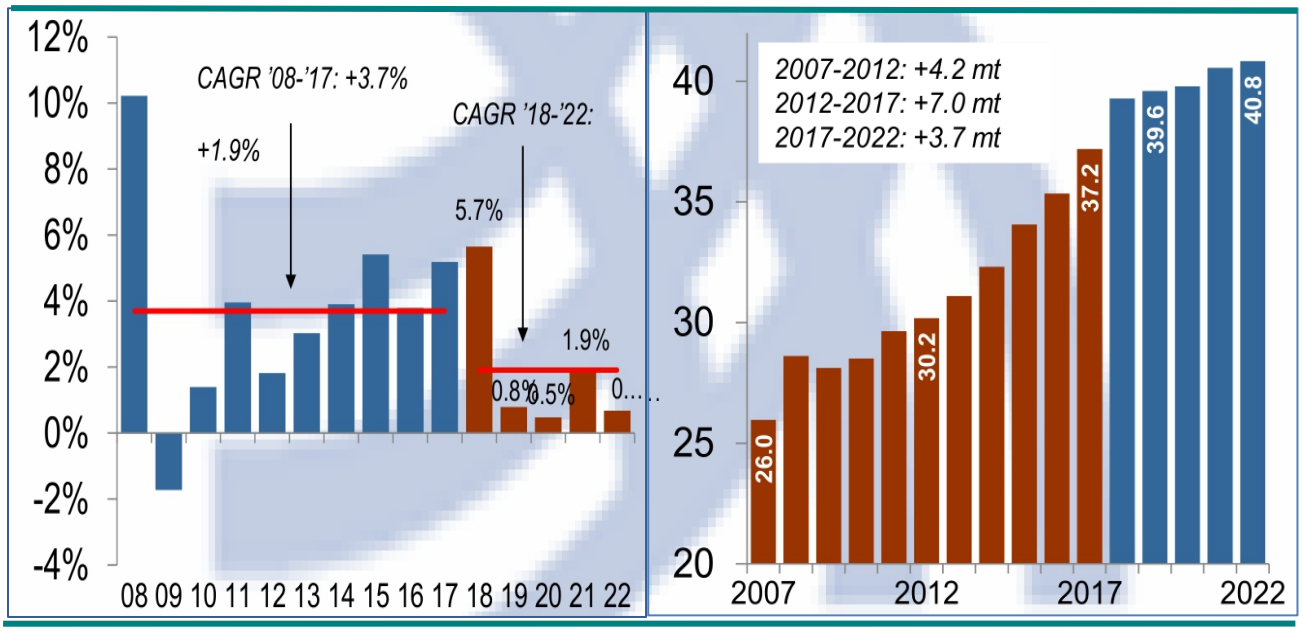
3、新增产能：漂针新增产能有限，漂阔产能小幅增加

图 22. 漂针新增产能



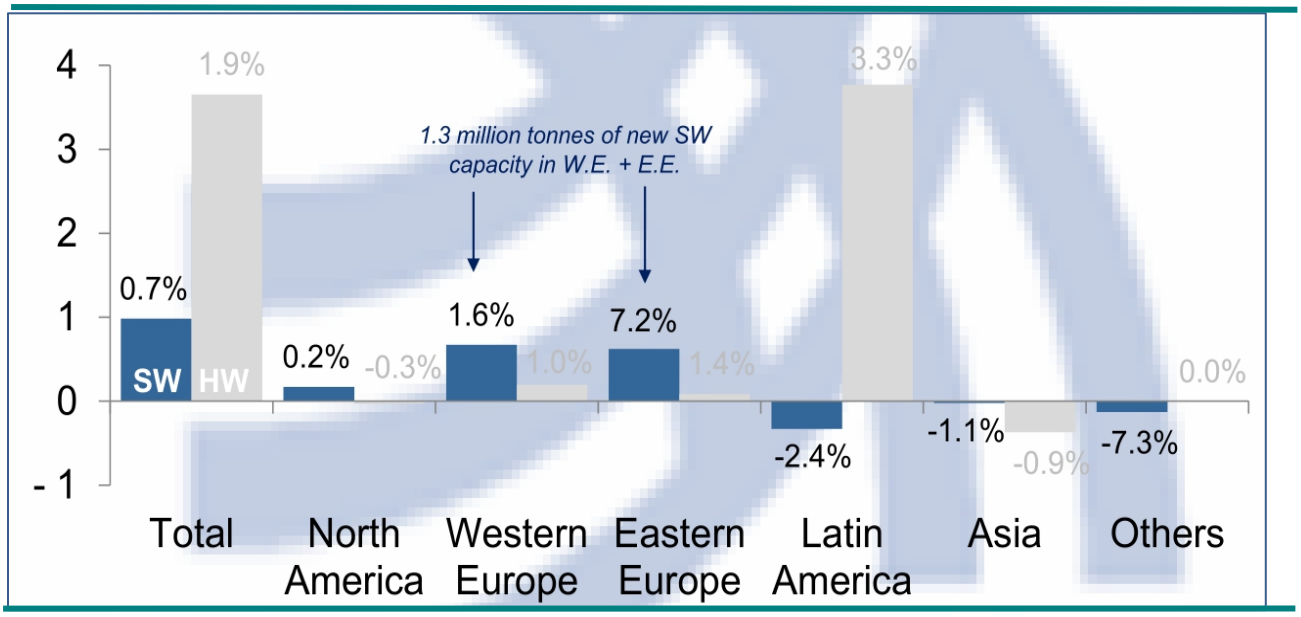
资料来源：PPPC、新湖研究所

图 23. 漂阔新增产能



资料来源：PPPC、新湖研究所

图 24. 漂针、漂阔新增产能分布区域



资料来源：PPPC、新湖研究所

从 PPPC 统计数据来看，漂针 2020 年后新增产能有限，漂阔 2007 年到 2012 年增加 120 万吨产能，2012 年到 2017 年增加 240 万吨产能，主要增产集中在这个时间段，2017 年到 2022 年增加产能 100 万吨，而增加的产能主要表现在 2018-2019 年，2020 后产能基本保持不变。漂阔 2020 年后仍有新增产能释放，2021 年仍有 1.9%新增产能，

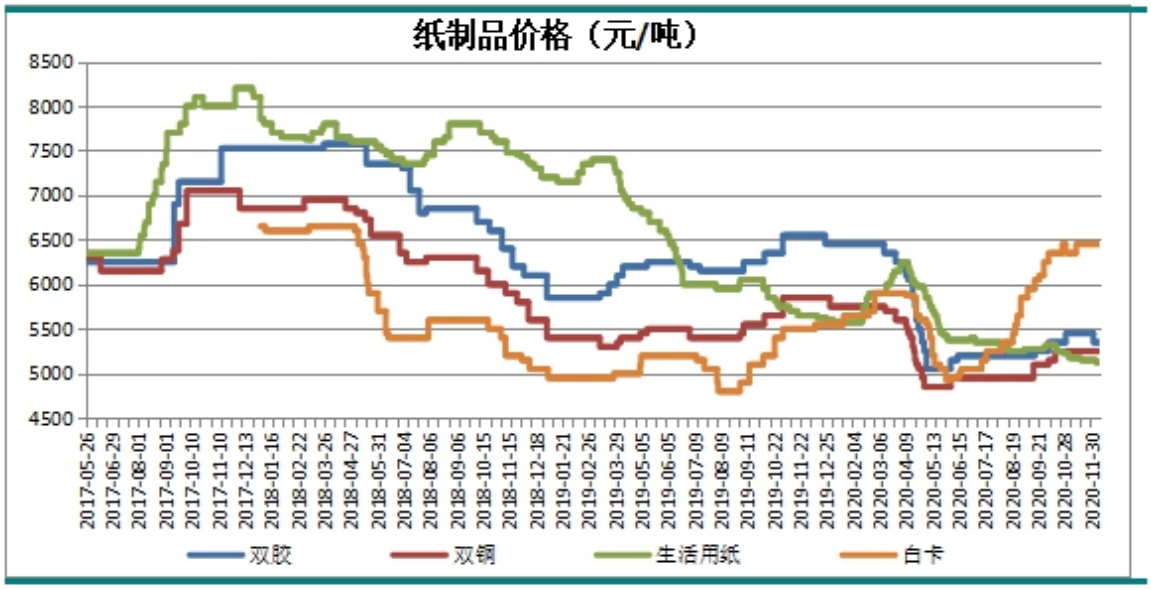
2022 年产能小幅增加 0.7%。漂阔 2007 年到 2012 年增加 420 万吨产能，2012 年到 2017 年增加 700 万吨产能，2017 年到 2022 年增加产能 370 万吨，2020 年后产能继续小幅增加。整体看，漂阔供给压力大于漂针，这也是为什么漂阔价格走的比漂针弱，价差持续扩大的一个原因。

增产区域来看，后期漂针新增产能主要集中在欧洲，漂阔新增产能主要集中在拉丁美洲。

五、需求：国内纸制品有回暖迹象，国外需求复苏预期叠加禁塑令政策

1、国内纸制品有回暖迹象

图 25. 下游纸制品价格

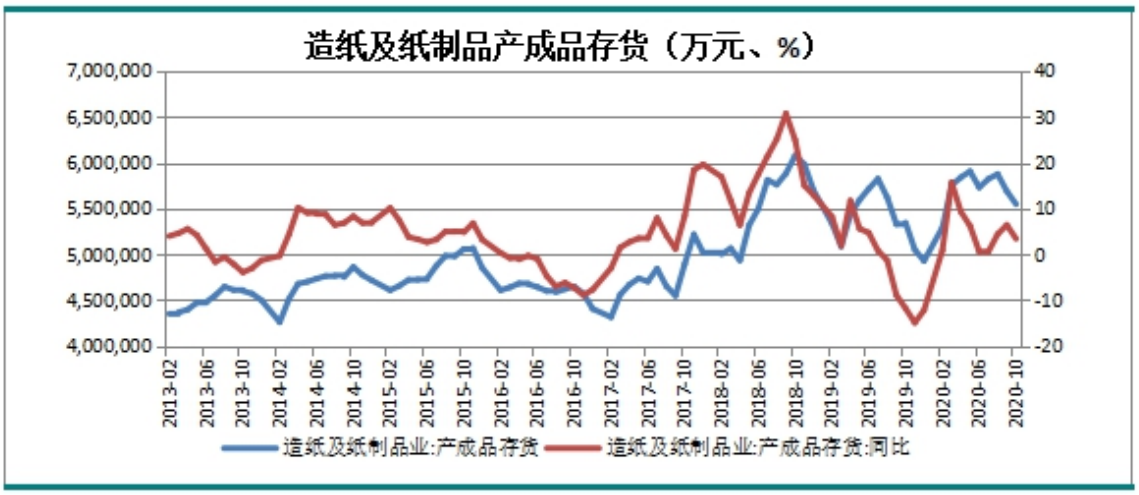


资料来源：卓创资讯、新湖研究所

今年整体下游纸制品表现相对较好，其中各个纸种表现有所分化。其中生活用纸今年整体走势比较疲软，其他纸种表现相对来说较好。生活用纸，4 月份之前整体上涨趋势，1 月底疫情影响，生活用纸企业持续停机，市场供应缩紧，纸企库存快速下滑，2 月陆续开机后企业订单不断，纸价快速上行在 4 月中旬到达高点。随着生活用纸价格上涨后，原本上半年因为疫情耽搁的产能都陆续在下半年集中投放，市场供应压力大，但需求方面商用需求增加不明显，供需失衡，价格也是持续小幅回落。而表现比较好的纸制品来看，其中白卡表现最为突出，上半年疫情影响，白卡价格回落，随着疫情影响减弱后，白卡在自身基本面驱动下，价格表现亮眼，厂家一度发涵涨价 500 元。白卡上涨背后有几个驱动点：需求面，禁塑令增加白卡需求，另外下半年节日集中带动白卡需求。供应面，随着禁废令以及年底白板纸产能淘汰等因素，白卡代

白板市场前景良好，APP 和博汇并购顺利推进，将白卡产能代替白板纸，白卡纸供应有所减少。文化纸方面，上半年疫情影响加上自身需求一般，双胶及双铜价格弱势走势为主。下半年，金九银十旺季驱动，春季教材招标备货，另外明年党建 100 年也是需求增量，双胶与双铜走出一波上涨行情。

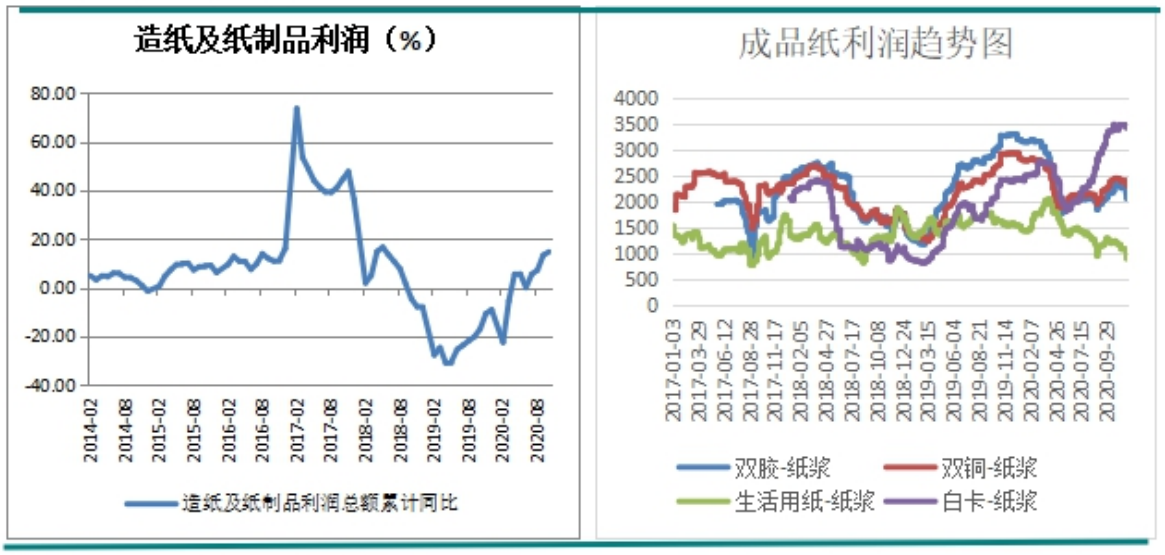
图 26. 下游纸制品存货



资料来源：wind、新湖研究所

受疫情影响，下游需求大幅减弱，纸制品库存在今年年初快速累加，库存同比去年增加明显，后期随着疫情影响减弱，需求逐步复苏，需求小幅下滑，从 8 月份以来纸制品库存持续下滑，截止到 2020 年 10 月份，纸制品存货 5547000 万元，同比去年增加 3.4%，疫情累加的库存小幅下滑，目前整体还是处在中高位水平。

图 27. 下游纸制品利润

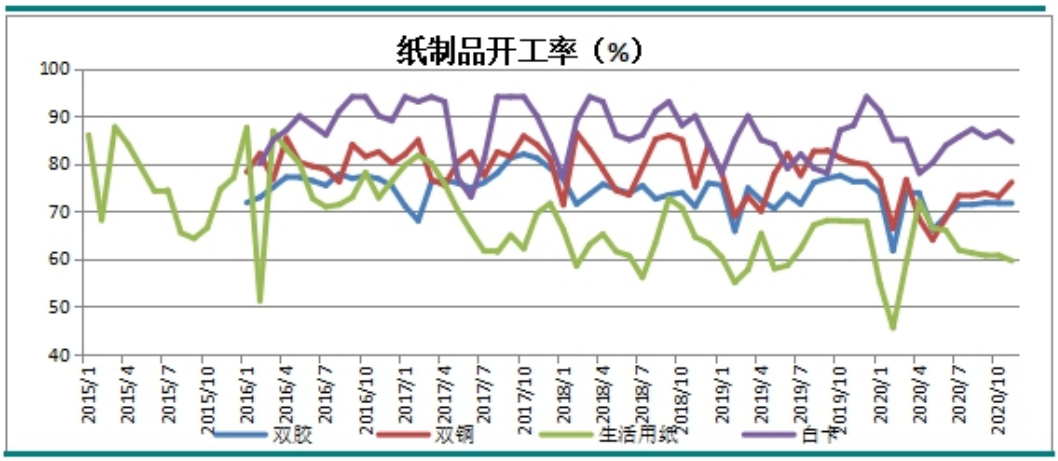


资料来源：wind、新湖研究所

纸制品整体利润来看，从 2019 年下半年以来，整体利润持续好转，今年 4 月份

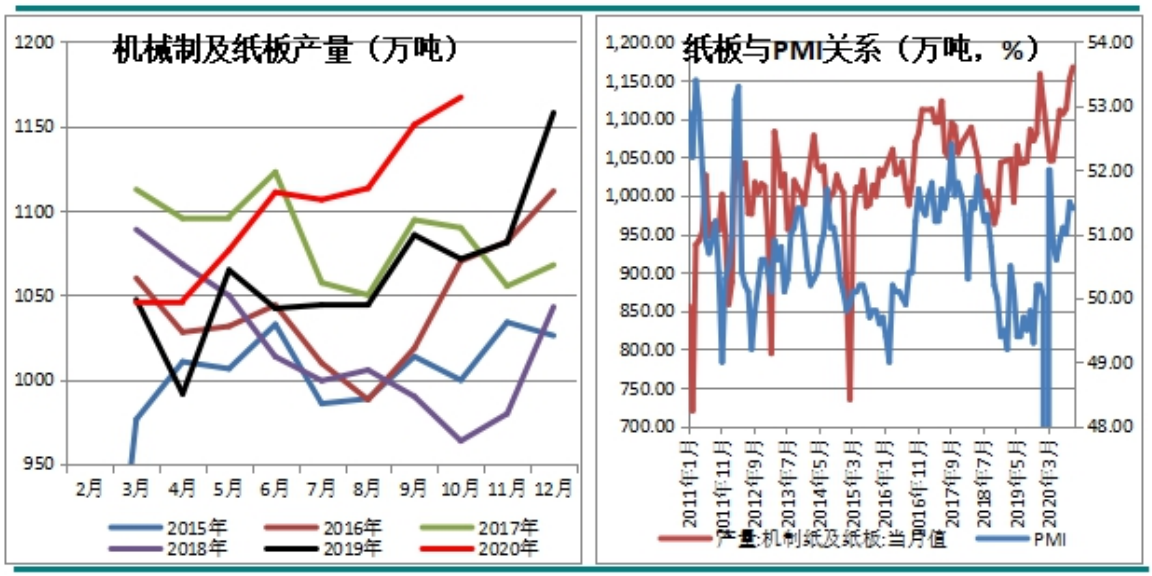
以来，利润开始由负转正，截止 2020 年 10 月份，整体纸制品利润累计同比增速为 14.7%。分纸种看，表现有所分化，其中生活用纸利润持续下滑，白卡利润走势最好，双胶双铜整体利润也在回升。生活用纸方面，4 月份之前，生活用纸价格上涨，利润回升，4 月份之后随着纸价持续走弱，但上游成本纸浆价格上涨，利润持续走弱。白卡与文化纸，在 6 月份之前，纸价表现一般，利润下滑，下半年，尽管纸浆成本也回升，但纸价涨势更明显，利润持续攀升，其中白卡价格暴涨，利润上涨明显。纸价利润持续攀升对纸浆也是一种利好。

图 28.下游纸厂开工率



资料来源：wind、新湖研究所

图 29.下游纸制品产量



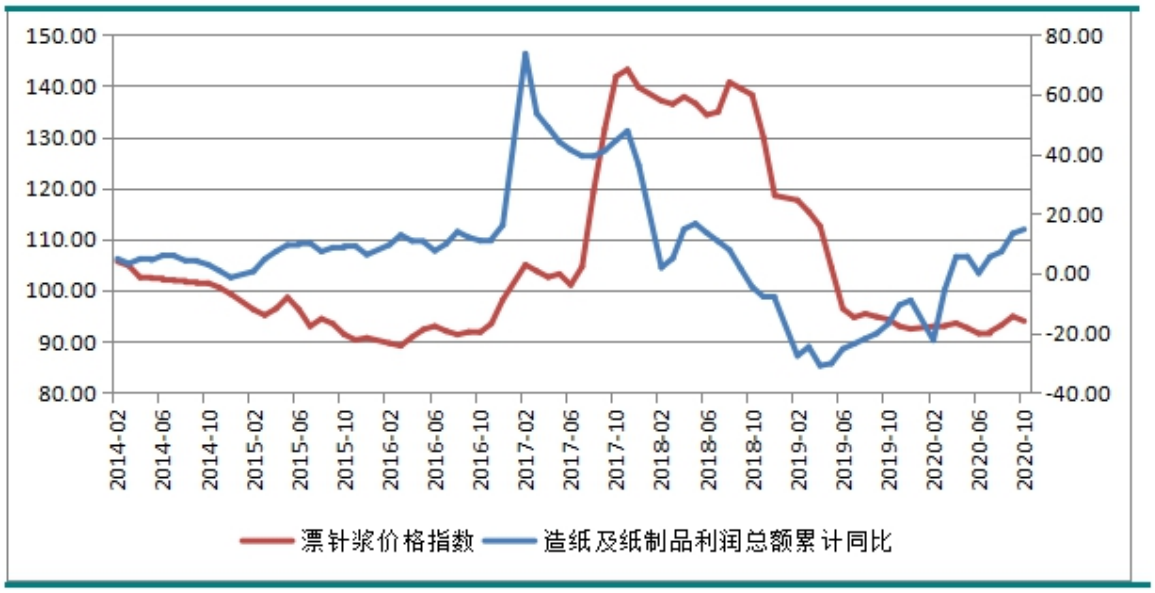
资料来源：wind、新湖研究所

纸质品开工率方面，年初受疫情影响，2 月份整体开工率大幅下滑，同比往年下

滑更厉害，随着 3 月份疫情影响减弱，下游需求复工，开工率又得到快速回升。生活用纸开工率复苏后，今年开工率整体下滑趋势；文化用纸开工率复苏后，又有所下滑，下半年随着需求启动，开工率又回升；白卡 4 月份之前开工率下滑，之后开工率回升之后高位震荡模式。

整体下游纸制品产量来看，3 月份以来，纸制品产量整体持续攀升，同比去年产量增加，截止到 2020 年 10 月，纸制品产量为 1167.2 万吨，同比去年上涨 8.9%。从纸制品产量与 PMI 的关系中可以看到，有高度相关性，纸制品产量和 PMI 下半年均有回升。

图 30.纸制品利润与价格关系图



资料来源：wind、新湖研究所

而纸制品利润与漂针的价格也有一定正相关性。纸制品利润持续，进而带动纸厂开工率回升，带动纸浆下游需求，利好纸浆价格。

2、禁塑令施行，有望进一步带动白卡需求

图 31. 最严禁塑令

塑料污染治理工作目标：2020 年底	
全国禁止生产销售	部分地区、场所禁止使用
厚度小于 0.025 毫米的超薄塑料购物袋	2021 年 1 月 1 日起，在直辖市、省会城市、计划单列城市建成区的商场、超市、药店、书店等场所，餐饮打包外卖服务，各类展会活动中，禁止使用不可降解塑料购物袋（暂不禁止连卷袋、保鲜袋、垃圾袋）
厚度小于 0.01 毫米的聚乙烯农用地膜	
一次性塑料棉签	
一次性发泡塑料餐具	2021 年 1 月 1 日起，在地级以上城市建成区、景区景点的餐饮堂食服务中，禁止使用不可降解一次性塑料刀、叉、勺
有意添加塑料微珠的淋洗类化妆品和牙膏牙粉	2021 年 1 月 1 日起，全国餐饮业行业中禁止使用不可降解一次性塑料吸管暂不禁止牛奶、饮料等食品外包装自带的吸管）

资料来源：新闻整理、新湖研究所

2020 年 1 月，我国发布最严“禁塑令”，全面限制不可降解塑料使用。据发改委等联合发布的意见，2021 年起直辖市、省会等地区商超、药店及餐饮打包外卖服务等领域将率先禁塑。在社会公共场所，推广使用环保布袋、纸袋等非塑制品和可降解购物袋。在塑料包装限制使用的背景下，多家下游消费企业寻找塑料代替途径，以纸代塑为其中的重要替代方向。白卡纸为以纸代塑的主要产品，可用于市场上常见商品如药品日用品的包装盒、鲜奶等液体包装盒等方面。据有关机构测算，禁塑令带来的食品白卡纸新增需求将达到 100 万吨。禁塑令的施行，进一步带动纸浆需求。

六、明年展望

1、供给端：进口方面，尽管纸浆整体的进口小幅增加，但今年压力主要来自于阔叶浆这块，针叶浆的进口压力不大。新增投产方面，针叶浆后期新增投产很少，阔叶浆后期产能小幅增加。整体供应端压力不大，依然延续针叶浆供应情况好于阔叶浆。

2、需求端：国内成品纸方面，纸制品整体利润回升利好其开工和产量，对浆价也形成一定利好趋势。尽管纸制品库存处于中高位水平，但有所下滑。而国内 PMI 有继续

好转预期，纸制品产量有继续回升预期。国外需求方面，随着疫苗的不断研发，疫情有望逐步得到控制，全球经济复苏预期强，国外需求有望回升。另外政策方面，国内最严禁塑令施行，在 2021 年进一步加大力度，有望带动白卡需求继续回升。整体看，纸制品需求有回暖迹象。

3、供需研判：整体看明年针叶浆新增产能很少，阔叶浆产能小幅增加，整体供应压力小。而需求方面，疫苗的逐步研发，疫情有望得到控制，全球经济复苏预期强，而国内方面，成品纸利润好转，开工回升，需求有好转迹象，另外禁塑令施行带来白卡需求增加，整体需求有好转迹象。在需求驱动下，纸浆走出低靡，我们继续看好明年纸浆价格，整体中枢上移，可以作为中长期多头配置。

作者

周小燕，现任新湖期货研究所研究员，主要研究玻璃、纯碱、纸浆等品种。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。