

行业
纸浆半年报

日期
2020 年 7 月 3 日



能源化工研究团队

研究员：郑玮（纸浆）

021-60635570

zhengw@ccbfutures.com

期货从业资格号：F3035253

研究员：李捷（原油、燃料油）

021-60635738

lijie@ccbfutures.com

期货从业资格号：F3031215

研究员：任俊弛（PTA、MEG）

021-60635737

renjc@ccbfutures.com

期货从业资格号：F3037892

研究员：董彬（甲醇）

021-60635731

dongb@ccbfutures.com

期货从业资格号：F3054198

研究员：彭浩洲（尿素、橡胶）

021-60635727

penghz@ccbfutures.com

期货从业资格号：F3065843



把握小波段机会，等待 L 底的突破

近期研究报告

《2020 年纸浆期货年报：等风来？不如追风去！》20191231

《纸浆强预期下的弱现实——复盘近期观点，展望后市行情》20200310

《多空驱动增强，空间时间纠结》20200506

《幅度不及预期，盘面继续筑底》20200601

观点摘要

- **核心观点：**L 底阶段性企稳，把握小波段机会，等待 L 底的突破
- **供应：**
疫情对供应的影响具有双面性，供应虽存在减产但整体宽松，且全球化学浆未来产能变化相对稳定。
- **需求：**
疫情拖累需求，全球印刷与书写需求受到疫情重创，但利空逐渐弱化，国内需求有韧性且利空有限，关注未来需求的新增长点。
- **利润与库存：**
造纸行业大周期底部或阶段性企稳，产业链利润逐步修复，库存压力开始向上传导，港口库存处于新平衡状态。
- **展望：**
供需处于弱平衡，需求端虽受疫情拖累但需求有韧性，供应端虽存在减产现象但整体宽松。这一逻辑持续时间过长导致其影响弱化，并且供需两端暂无新的逻辑出现，很难出现持续性行情，L 底将继续维持一段时间。
把握“L”底中的小波段机会，等待 L 底的双向突破。既然持续性行情很难出现，短期内可把握小波段机会。中期，观察供需两端的边际变化，或者耐心等待新的供需逻辑，寻找向上或向下突破口。
- **风险提示：**
中美贸易冲突加剧；疫情影响持续；产浆国政治形势；汇率变化

目录

一、回顾：持续的“L”底	- 4 -
二、展望及策略：把握“L”底中的小波段机会	- 5 -
三、供应：疫情对供应的影响具有双面性	- 6 -
（一）全球化学浆未来产能变化相对稳定	- 6 -
（二）供应虽存在减产但整体宽松	- 6 -
（三）针叶浆发运量逐渐降至正常水平	- 7 -
四、需求：疫情拖累需求但利空逐渐弱化	- 9 -
（一）全球印刷与书写需求受到疫情重创	- 9 -
（二）国内需求有韧性且利空有限	- 10 -
（三）关注未来需求的新增长点	- 11 -
五、库存及利润：一个新平衡阶段	- 11 -
（一）产业链利润逐步修复	- 12 -
（二）产业链库存压力开始向上传导	- 13 -

一、回顾：持续的“L”底

图 1：上市以来纸浆指数周线图



数据来源：文华财经，建信期货研投中心

图 2：今年以来纸浆指数日线图



数据来源：文华财经，建信期货研投中心

纸浆期货自去年 7 月至今，底部盘整了一年，走势大致可分为四个阶段。

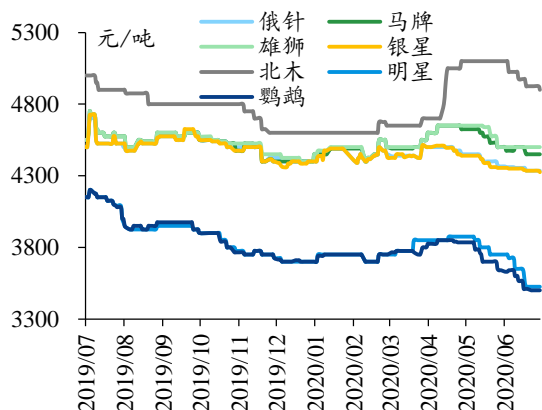
第一个阶段去年下半年的寻底阶段。需求端的影响被弱化，7 月初在 G20 利好、Canfor 浆厂减产以及加拿大林产品公司罢工事件多重叠加下，低迷了两个月的市场得到提振，多头情绪高涨。期货盘面月初反弹至高点，随后利多出尽，迅速回落。在此之后几个月，也出现了几次利多事件，盘面受到小幅提振，但现货涨幅有限，多次出现无风险套利机会，受套保盘压力，盘面几次迅速回落并且不断刷新低点。

第二阶段从 12 月到春节前的小幅上涨阶段。从 12 月开始，一季度的宏观经济预期持续改善，不光是纸浆市场，整个大宗商品市场都得到提振。在一季度阶段性企稳预期背景下，伴随着中美第一阶段协议签署、澳大利亚大火、前两批进口废纸配额等事件，盘面得到持续反弹，直到疫情中断了此次反弹节奏。

第三个阶段疫情冲击下的横盘震荡阶段。春节期间国内规模纸企多维持正常开工，部分纸企停工。国内疫情爆发，悲观情绪积累，节后开盘接近跌停，刷新上市以来新低，当日利空情绪出尽，盘面向上修复。随着国内疫情得到有效控制，停工企业陆续复工，盘面持续反弹直至 2 月 21 日。紧接着海外疫情爆发，市场恐慌情绪再度蔓延并引发衰退预期，但此时纸浆期货横盘震荡。

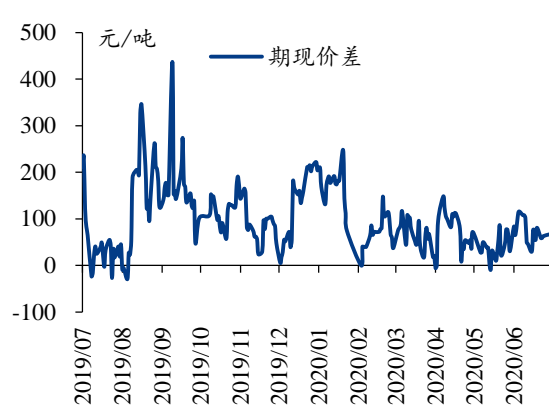
第四个阶段 4 月以来重心下移后的横盘阶段。进入 4 月需求的利空开始增强，生活用纸的需求支撑减弱，文化纸企订单开始不足，但此时盘面并没有体现出基本面的边际变化，直到 4 月 20 日和 21 日盘面放量增仓下跌，叠加 20 日晚原油负值，这才开启了比较顺畅的下跌通道。直到 5 月中旬，盘面才再次回到节后开盘价格，节奏的缓慢远远弱于预期，之后盘面则继续维持横盘弱势震荡。

图 3：进口木浆现货价格（山东）



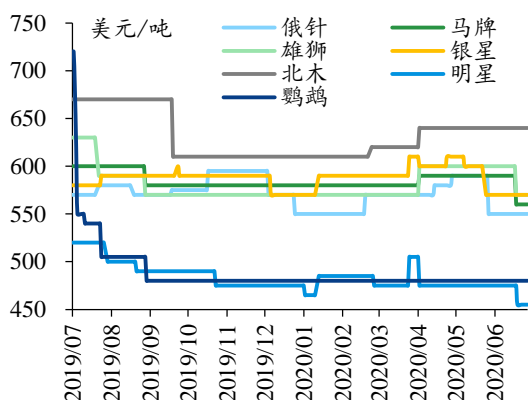
数据来源：卓创资讯，建信期货研发中心

图 4：期现价差（主力合约与基准现货价）



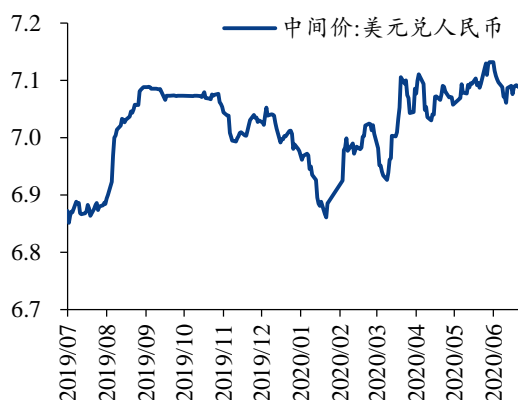
数据来源：卓创资讯，Wind，建信期货研发中心

图 5：进口木浆报价（中国到岸价）



数据来源：卓创资讯，建信期货研发中心

图 6：汇率（美元兑人民币中间价）



数据来源：Wind，建信期货研发中心

二、展望及策略：把握“L”底中的小波段机会

疫情对供应的影响具有双面性。浆厂减产与检修推迟影响相抵，并且存在潜在商品浆的供应增加，因此供应虽部分减产但整体宽松。全球化学浆未来产能变化相对稳定，持续关注高成本浆的供应情况

疫情拖累需求但利空逐渐弱化。疫情拖累需求，但随着疫情的常态化，疫情的利空作用将钝化，终端消费托底，需求有韧性，纸及纸制品的需求下行有限。关注需求的边际变化。一方面全球印刷与书写需求受到疫情重创，文化纸市场形势严峻，主题类图书有望继续支撑今年的国内文化纸市场。另一方面禁塑令、禁废令增加高档包装纸的潜在需求。

供需处于弱平衡，L 底将继续维持一段时间。纸浆行业大周期的筑底仍在进行中，L 底或阶段性企稳，产业链利润逐步修复。需求端虽受疫情拖累但需求有韧性，供应端虽存在减产现象但整体宽松。这一逻辑持续时间过长导致其影响弱化，并且供需两端暂无新的逻辑出现，很难出现持续性行情。

把握“L”底中的小波段机会，等待L底的双向突破。在2020年的纸浆年报《等风来？不如追风去！》，我们提到“除了把握筑底阶段中的短周期机会，2020年潜在交易机会在于宏观预期差、纤维短缺和需求季节性边际变化”。这个观点依旧适用。既然持续性行情很难出现，短期内可把握小波段机会。中期，观察供需两端的边际变化，或者耐心等待新的供需逻辑，寻找向上或向下突破口。

风险提示：中美贸易冲突加剧；疫情影响持续；产浆国政治形势；汇率变化

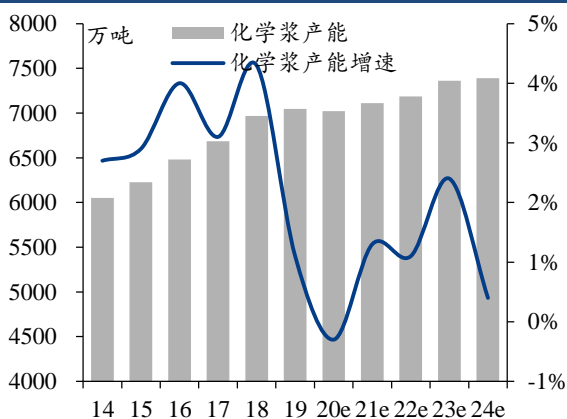
三、供应：疫情对供应的影响具有双面性

（一）全球化学浆未来产能变化相对稳定

未来五年化学浆产能增长平稳。据PPPC预测，2020年，化学浆产能预计减少23.3万吨，同比下降0.3%；2021年，化学浆产能预计增加87.8万吨，同比增长1.3%；2020~2024年，化学浆产能平均增长率1.0%。

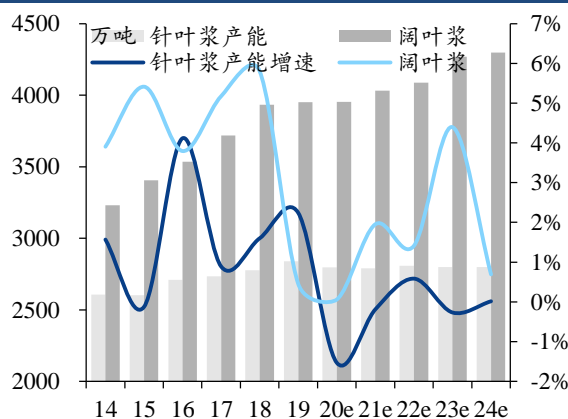
未来五年产能增量主要来自阔叶浆。据PPPC预测，2020年针叶浆产能预计减少43.5万吨，同比下降1.5%；阔叶浆产能增加2.3万吨，同比增长0.1%。2021年针叶浆产能预计减少5.3万吨，同比下降0.2%；阔叶浆产能增加77.2万吨，同比增长2.0%。2020~2024年，阔叶浆产能有明显增量，而针叶浆产能未来基本上没有大型新增项目且由于原料问题或疫情冲击存在部分减停产现象。

图7：全球化学浆未来产能平稳



数据来源：PPPC，建信期货研发中心

图8：未来五年新增产能主要来自阔叶浆



数据来源：PPPC，建信期货研发中心

（二）供应虽存在减产但整体宽松

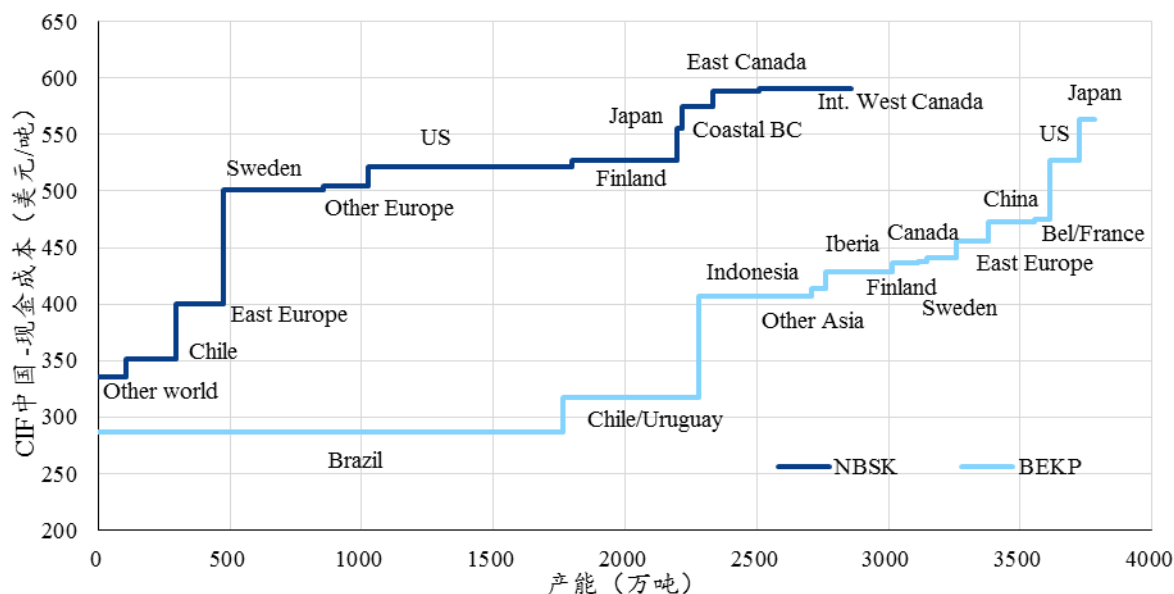
前期浆厂减产与检修推迟影响相抵。前期部分浆厂已经因为各种原因进行了减产，疫情又导致部分浆厂的减停产，但同时由于疫情防控浆厂推迟了计划检修，供应端影响其实相抵。下半年计划检修将陆续进行，而前期减停产的部分浆厂也恢复了生产，两者影响将继续相抵。

持续关注高成本浆的供应情况。当前针阔叶浆价格已降至部分高成本生产商的成本线甚至成本线以下。由于原料问题或检修计划，部分加拿大浆厂进行减产，加浆的成本问题再次成为市场关注热点。从我国进口数据来看，欧洲浆的占比逐

年增加，叠加疫情冲击的纸浆需求和潜在的供应增加，加浆减少的供应量暂时影响有限，持续关注加浆供应情况。

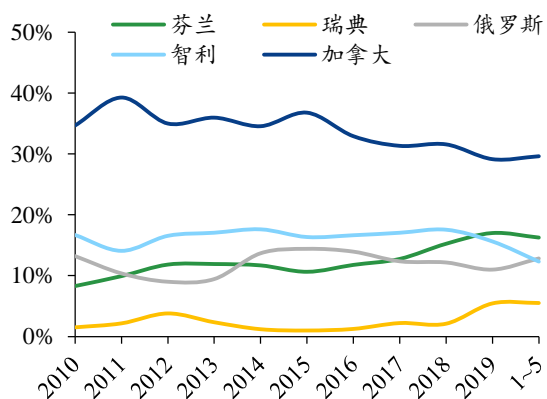
商品浆存在潜在的供应增加。疫情期间采取的居家隔离措施，增加了居家办公、线上办公、线上展会等场景，冲击文化纸市场，一体化浆纸厂关停文化纸产线，导致潜在商品浆的供应增加。另一方面，全球纺织订单受到重挫，纺织业复苏缓慢乏力，溶解浆厂转产造纸级木浆，同样会导致潜在商品浆的供应增加。

图 9：木浆现金成本



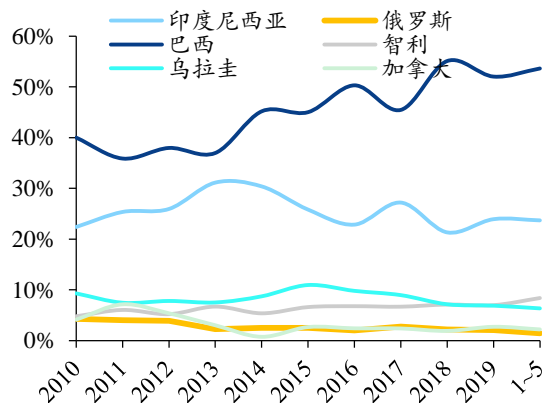
数据来源：Hawkins Wright，建信期货研投中心

图 10：我国针叶浆进口来源国占比



数据来源：海关总署，建信期货研投中心

图 11：我国阔叶浆进口来源国占比



数据来源：海关总署，建信期货研投中心

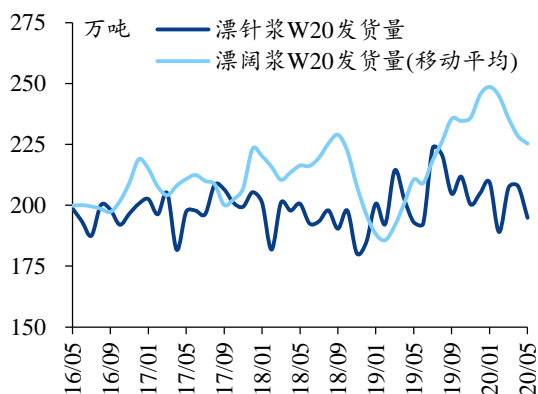
（三）针叶浆发运量逐渐降至正常水平

今年以来全球针叶浆累计发运量微增。据 PPPC 显示，世界 20 主要产浆国 5 月纸浆发运量同比增长 2.1%，1~5 月累计增长 7.9%。其中，针叶浆 5 月发运量环比下降 6.2% 至 194.9 万吨，同比微增 0.9%，1~5 月累计增长 0.5%；阔叶浆发运量同比增长 3.3%，1~5 月累计增长 16%。

针叶浆发运量回归正常水平。2019年下半年，发往至中国的月发运量连续处历史高位，累计发运量不断刷新纪录。在欧美采购量均下滑的背景下，国内纸浆高进口量的原因一是国内下游秋季旺季订单；另一个是无风险套利空间多次出现，投机需求的增加。而今年以来，期现价差较2019年下半年有明显的缩窄，叠加需求拖累的文化纸需求，同时部分浆厂减停产，针叶浆采购量回归历史正常水平。针叶浆前五个月的月均发运量与近五年基本持平，并且较2019年下半年下降12.3%。

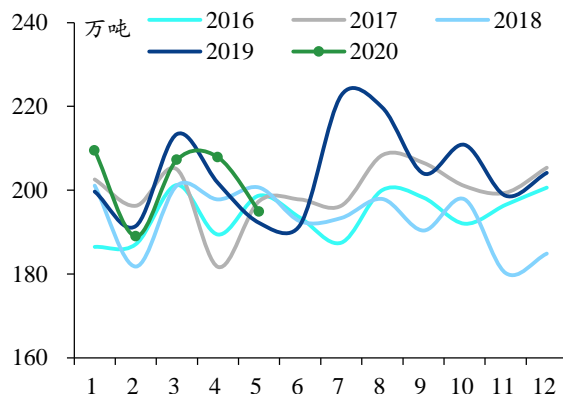
我国针叶浆进口量略高近五年历史同期，阔叶浆进口量仍处高位。2019年二季度以来，针阔叶浆累计进口量不断刷新历史值。今年随着针叶浆发运量逐步回归正常水平，针叶浆进口66.38万吨，同比下降8.59%，环比下降11.11%；虽然1~5月累计进口同比增长7.84%，但略高近五年历史同期，并且月均进口量较2019年下半年下降8.8%。阔叶浆进口95.50万吨，同比下降17.25%，环比下降0.49%；1~5月累计进口同比增长20.10%，阔叶浆进口量仍处高位。

图 12: W20 化学浆发运量



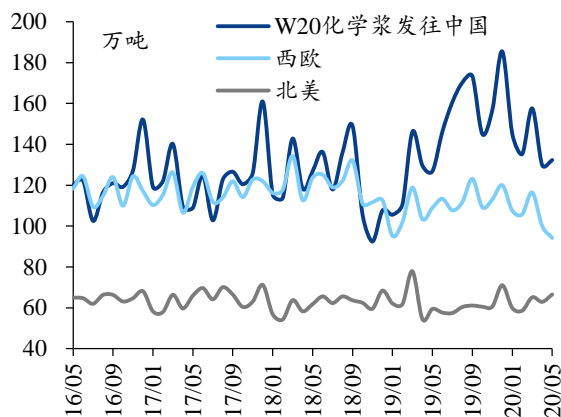
数据来源: Bloomberg, 建信期货研投中心

图 13: W20 漂针浆发运量历年对比



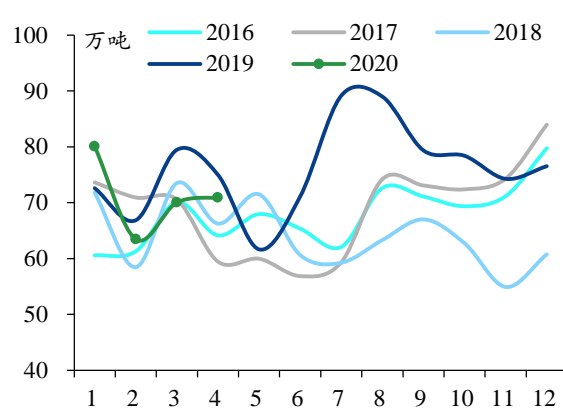
数据来源: Bloomberg, 建信期货研投中心

图 14: W20 发往各地区的化学浆发运量



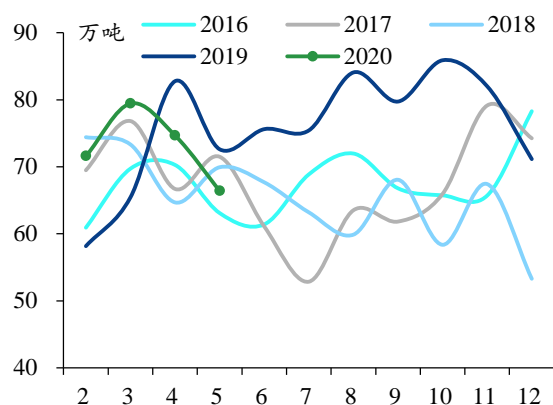
数据来源: Bloomberg, 建信期货研投中心

图 15: G100 发往中国的针叶浆发运量历年对比



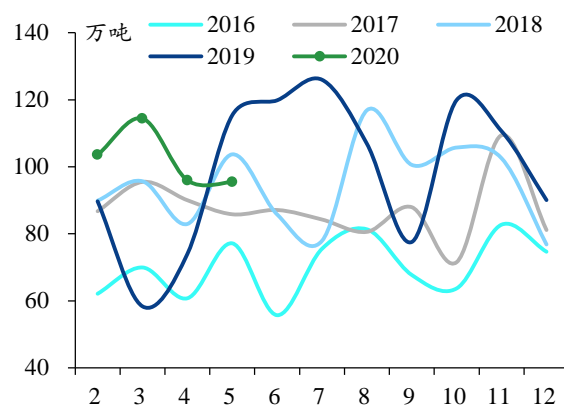
数据来源: Bloomberg, 建信期货研投中心

图 16：国内针叶浆进口量历年对比



数据来源：海关总署，建信期货研投中心

图 17：国内阔叶浆进口量历年对比

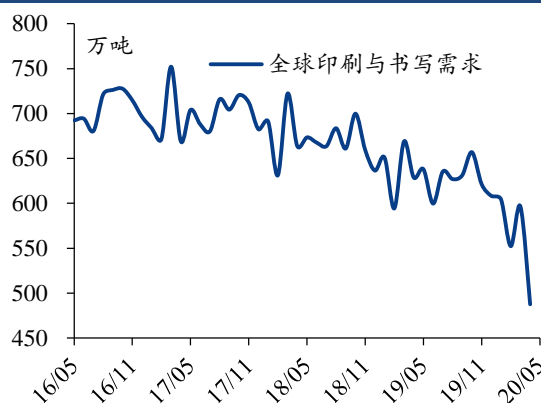


数据来源：海关总署，建信期货研投中心

四、需求：疫情拖累需求但利空逐渐弱化

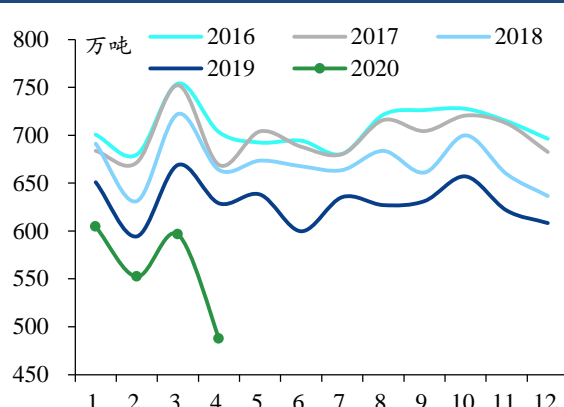
（一）全球印刷与书写需求受到疫情重创

图 18：全球印刷与书写需求处下行通道



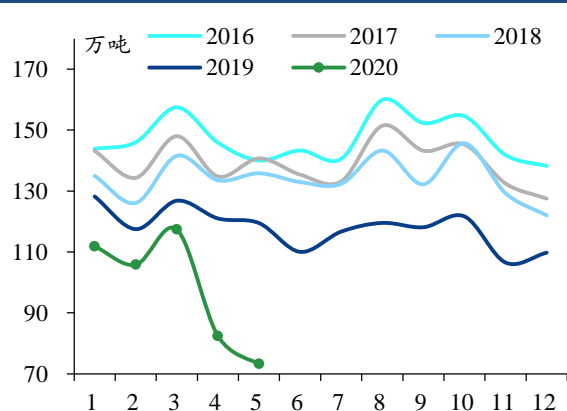
数据来源：Bloomberg，建信期货研投中心

图 19：疫情重创全球印刷与书写需求



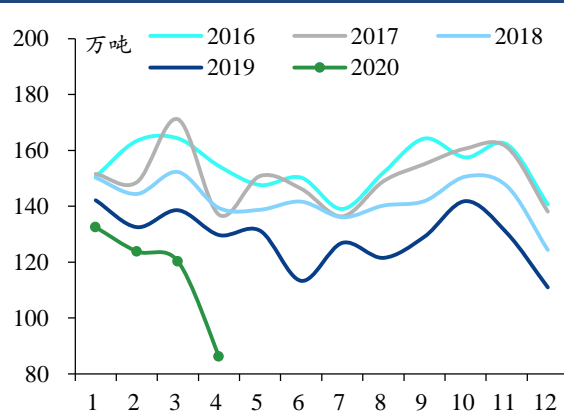
数据来源：Bloomberg，建信期货研投中心

图 20：北美印刷与书写需求重挫



数据来源：Bloomberg，建信期货研投中心

图 21：西欧印刷与书写需求重挫



数据来源：Bloomberg，建信期货研投中心

全球印刷与书写需求雪上加霜。全球印刷与书写需求本身就一直处下行通道，疫情重创全球印刷与书写需求。4月，全球印刷与书写需求环比下降18.26%至487.60万吨，同比下降22.47%，同比增速连续三年为负值。欧美地区印刷与书写需求均受挫。

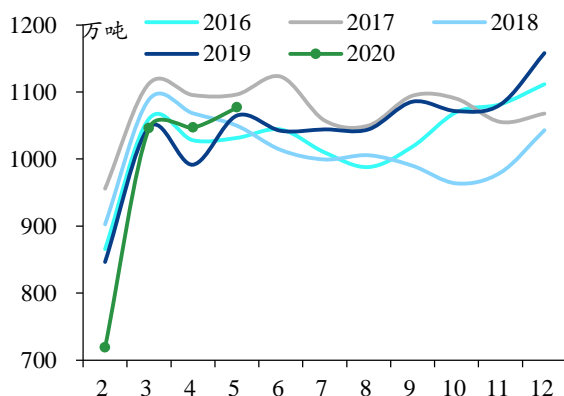
（二）国内需求有韧性且利空有限

从3月开始机制纸产量恢复正常水平。国内疫情爆发，生活用纸需求短期受益，文化用纸需求延期释放，包装用纸需求受到抑制，前2个月机制纸产量大幅下滑。随着国内疫情得到有效控制，复工复产顺利进行，从3月开始机制纸产量恢复正常水平。1~5月，我国机制纸及纸板产量4636.2万吨，同比下降6.7%，较1~4月同比增速增加1.4个百分点。其中，5月产量1076.7万吨，同比下降0.5%。

疫情对浆纸需求的影响区别于其他品种。疫情带动卫生用品需求增加，加之节后疫情逐步转好，国内复工复产顺利进行，随着物流恢复，前期累计的订单集中释放，同时春季本身就是纸张的旺季，教材印刷、出版招标和妇女节生活用纸促销带来纸张需求支撑。进入4月需求的利空开始增强，生活用纸的需求支撑减弱，文化纸企订单开始不足，但此时盘面并没有体现出基本面的边际变化。

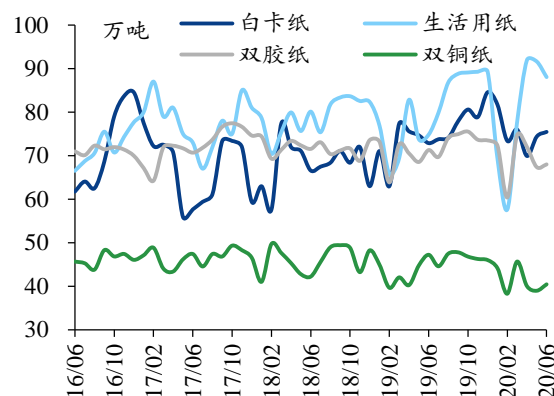
终端消费托底，需求有韧性。取包装纸和文化纸相关终端消费零售额分析，包装纸相关终端消费零售额由于停工、停产、停运，1~2月零售额同比下降16.5%，随着复工复产和物流恢复，包装纸相关终端消费零售额也逐步恢复。而文化纸相关终端消费零售额反而受疫情影响有限。在终端消费托底下，纸及纸制品的需求下行有限，需求有韧性。

图 22：机制纸及纸板产量历年对比



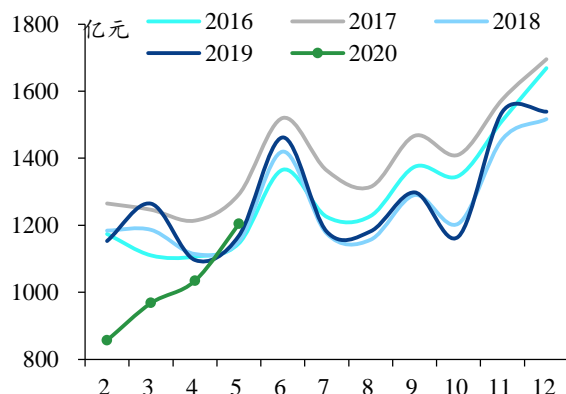
数据来源：Wind，建信期货研投中心

图 23：木浆系纸品月度产量



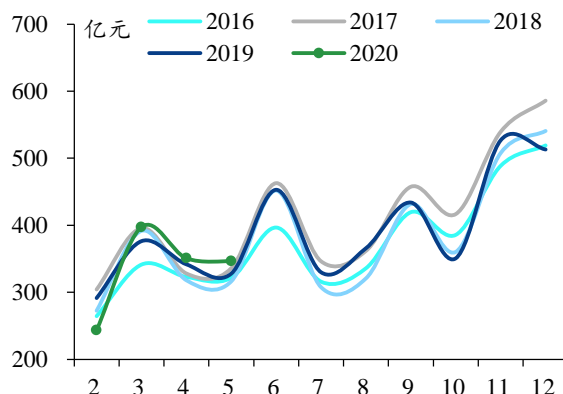
数据来源：卓创资讯，建信期货研投中心

图 24：包装纸相关终端消费零售额历年对比



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图 25：文化纸相关终端消费零售额历年对比



数据来源：Wind，建信期货研投中心

（三）关注未来需求的新增长点

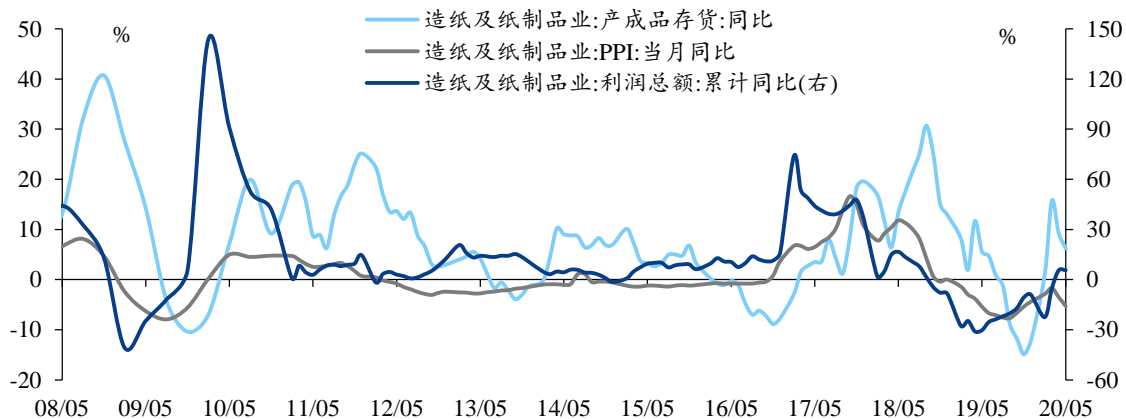
关注需求边际变化。印刷与书写需求下行通道恶化，居家办公、线上办公、线上展会等场景冲击文化纸市场，文化纸市场形势严峻。暂时看不到需求向好信号，但是随着疫情的常态化，疫情的利空作用将钝化。终端消费托底，需求有韧性，纸及纸制品的需求下行有限。关注需求的边际变化。

主题类图书有望继续支撑文化纸市场。2019年正值70周年大庆和“不忘初心、牢记使命”主题教育活动，主题类图书上市带动去年下半年文化纸需求上升。未来主题类图书有望继续支撑文化纸市场，一方面建党100周年，党政纲要新书上市。另一方面，抗疫图书的出版。

禁塑令、禁废令增加高档包装纸潜在需求。禁塑令导致包装纸替代需求增长，以木浆为原料的高档包装纸存在潜在增长。同时还要关注禁废令下废纸系包装纸的纤维原料问题。

五、库存及利润：一个新平衡阶段

图 26：纸浆产业链的三重底



数据来源：Wind，建信期货研投中心

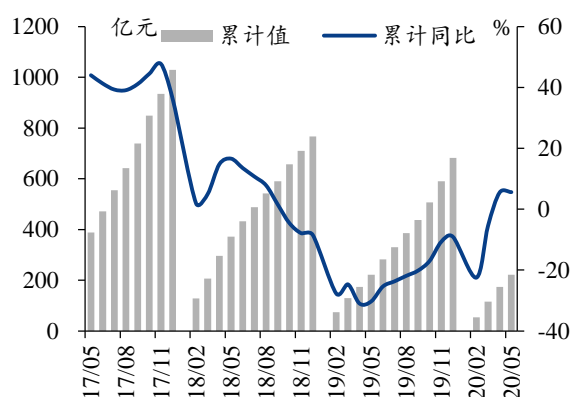
根据我们前期发布的《纸浆周期性系列专题》，我国造纸行业按照“利润-价格-库存”顺序逐步形成底部。造纸行业大周期底部或阶段性企稳，但由于后续动力不足，L底将持续，直到供需边际发生显著变化，届时才能向上或向下突破。

（一）产业链利润逐步修复

纸企利润逐步修复。从2019年下半年以来，造纸业利润累计增速呈V型复苏。疫情在2月打断了利润复苏节奏，随着复工复产顺利进行，1~5月，造纸及纸制品业利润总额221.3亿元，累计同比增速5.6%，较2月增加28.1个百分点。从各类纸品的毛利率来看，4月开始，生活用纸的需求支撑减弱，文化纸企订单开始不足，各类纸品尤其是文化纸毛利率急跌，进入5月止跌企稳并逐步回升。

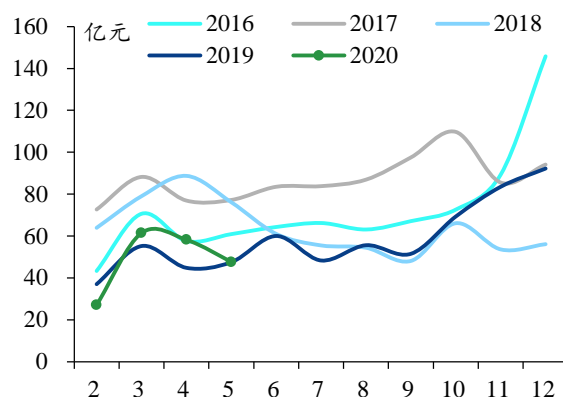
贸易商内外价差缓慢修复。纸浆期货上市以后加速了价格下跌速度，整个行业下行周期被缩短，内外价差缓慢恢复，等待实质性利好出现。

图 27：造纸及纸制品业利润总额增速恢复



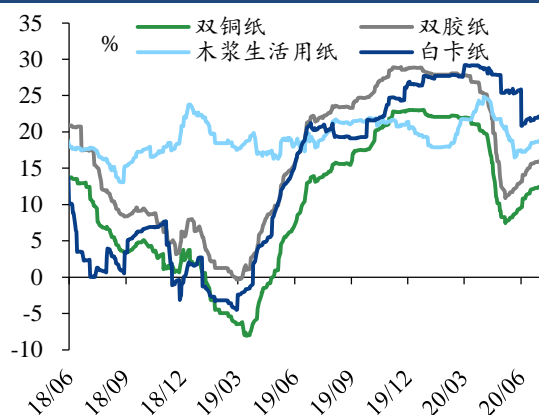
数据来源：Wind，建信期货研发中心

图 28：造纸及纸制品业利润总额当月值历年对比



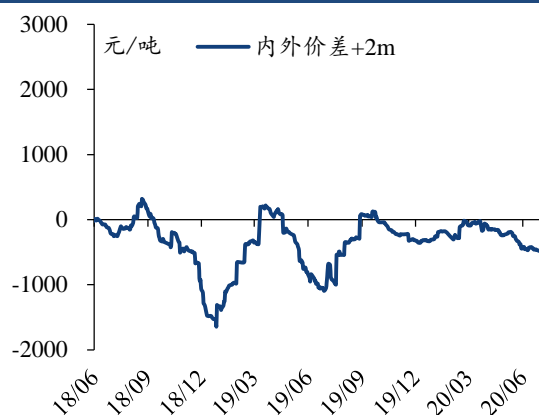
数据来源：Wind，建信期货研发中心

图 29：木浆系纸品毛利率



数据来源：卓创资讯，建信期货研发中心

图 30：内外价差缓慢修复



数据来源：Wind，卓创资讯，建信期货研发中心

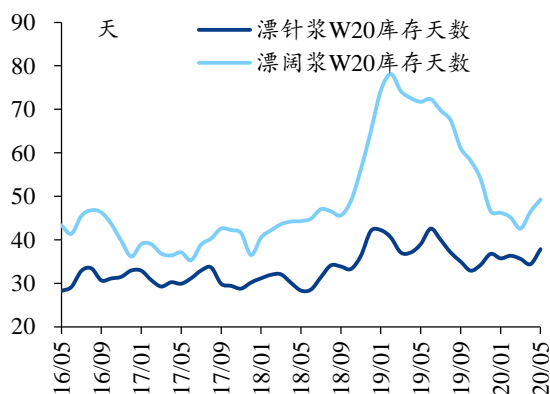
(二) 产业链库存压力开始向上传导

全球生产商纸浆库存开始增加。5月，全球生产者纸浆库存天数44天，较上月增加3天。其中针叶浆38天，较上月增加4天，较去年同期减少1天；阔叶浆49天，较上月增加3天，较去年同期减少22天。

港口库存处于新平衡状态。据悉，6月底，国内青岛港、常熟港、保定地区三地纸浆库存合计约186万吨，较上月底增加2.9%，较去年同期增加4.6%。其中，青岛港纸浆库存99万吨，常熟港纸浆库存74万吨。如果从纸浆期货上市以来计算，截至2020年6月底，月均库存约为180万吨。在这个库存水平来分析现阶段的库存变化，那么港口库存目前处在新平衡状态。

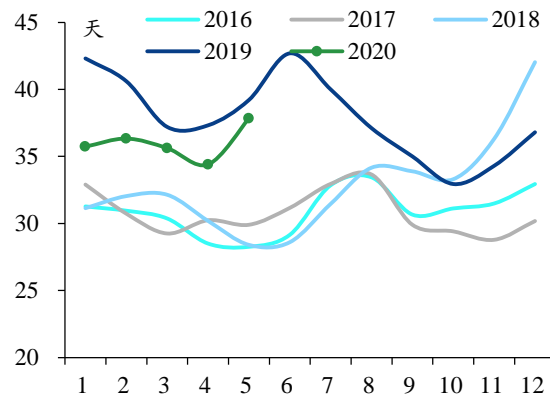
我国造纸及纸制品业存货处于高位，但累库速度放缓。5月，造纸及纸制品业存货1401.7亿元，同比增长1.0%，环比微降0.2%；产成品存货590.5亿元，同比增长5.6%，环比增长1.1%。各细分纸品的库存来看，文化纸和白卡纸的社会库存和企业库存处于去库阶段。

图 31: W20 生产商木浆库存天数微增



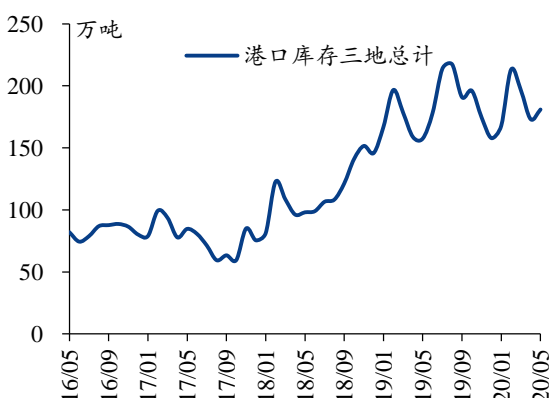
数据来源: Bloomberg, 建信期货研投中心

图 32: W20 生产商针叶浆库存天数历年对比



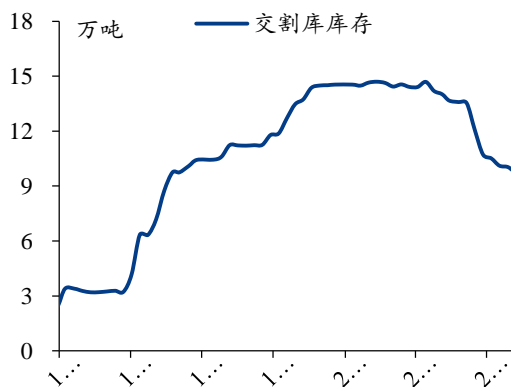
数据来源: Bloomberg, 建信期货研投中心

图 33: 国内主港地区纸浆库存总计



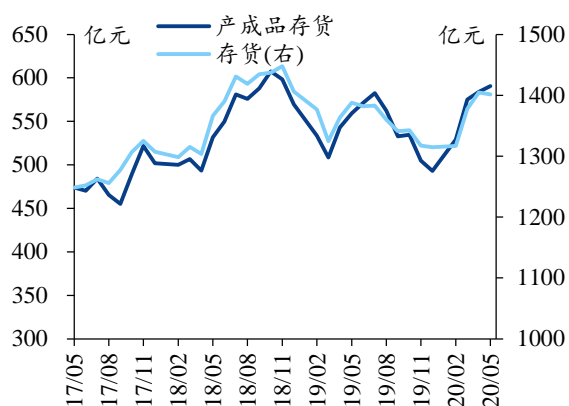
数据来源: 卓创资讯, 建信期货研投中心

图 34: 纸浆期货交割库库存



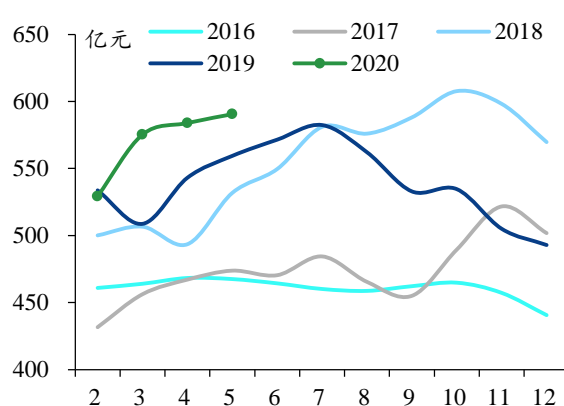
数据来源: Wind, 建信期货研投中心

图 35：造纸及纸制品业存货



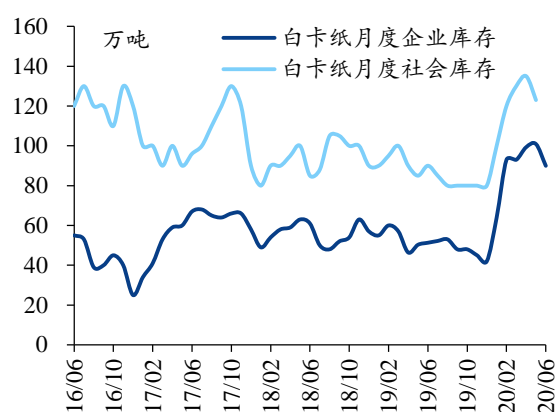
数据来源：Wind，建信期货研发中心

图 36：造纸及纸制品业产成品存货历年对比



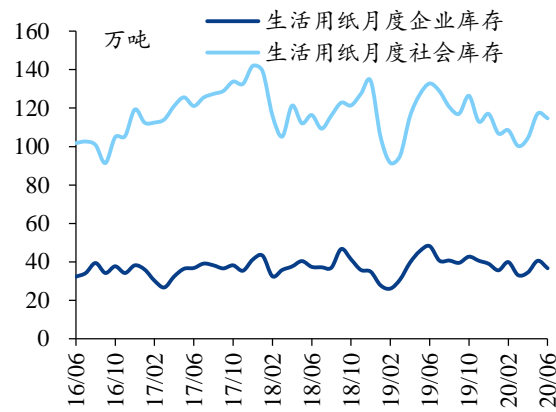
数据来源：Wind，建信期货研发中心

图 37：白卡纸库存



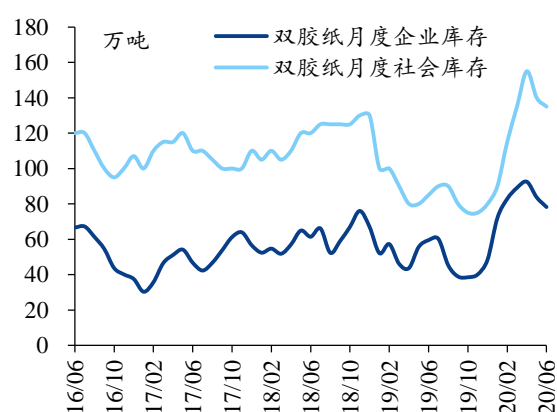
数据来源：卓创资讯，建信期货研发中心

图 38：生活用纸库存



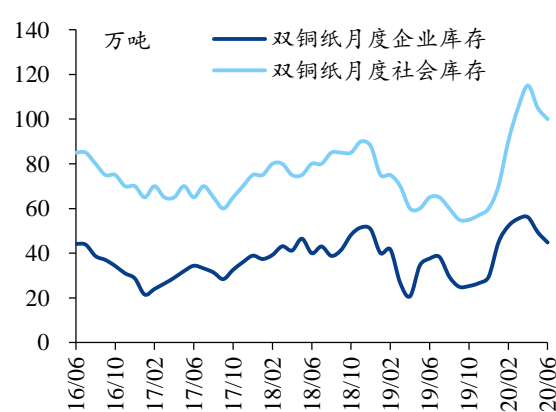
数据来源：卓创资讯，建信期货研发中心

图 39：铜版纸库存



数据来源：卓创资讯，建信期货研发中心

图 40：双胶纸库存



数据来源：卓创资讯，建信期货研发中心

【建信期货研投中心】

宏观金融研究团队 020-38909340

有色金属研究团队 021-60635734

黑色金属研究团队 021-60635736

石油化工研究团队 021-60635738

农业产品研究团队 021-60635732

量化策略研究团队 021-60635726

免责声明：本报告谨提供给建信期货有限责任公司（以下简称本公司）的特定客户及其他专业人士。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、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买卖出价，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“建信期货研投中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

【建信期货业务机构】

总部大宗商品业务部

地址：上海市浦东新区银城路 99 号（建行大厦）5 楼
电话：021-60635548 邮编：200120

深圳分公司

地址：深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 B3211
电话：0755-83382269 邮编：518038

山东分公司

地址：济南市历下区龙奥北路 168 号综合营业楼 1833-1837 室
电话：0531-81752761 邮编：250014

上海宣化路营业部

地址：上海市宣化路 157 号
电话：021-63097530/62522298 邮编：200050

杭州营业部

地址：杭州市下城区新华路 6 号 224 室、225 室、227 室
电话：0571-87777081 邮编：310003

福清营业部

地址：福清市音西街福清万达广场 A1 号楼 21 层 2105、2106 室
电话：0591-86006777/86005193 邮编：350300

郑州营业部

地址：郑州市未来大道 69 号未来大厦 2008A
电话：0371-65613455 邮编：450008

宁波营业部

地址：浙江省宁波市鄞州区宝华街 255 号 0874、0876 室
电话：0574-83062932 邮编：315000

总部专业机构投资者事业部

地址：上海市浦东新区银城路 99 号（建行大厦）6 楼
电话：021-60636327 邮编：200120

西北分公司

地址：西安市高新区高新路 42 号金融大厦建行 1801 室
电话：029-88455275 邮编：710075

北京营业部

地址：北京市宣武门西大街 28 号大成广场 7 门 501 室
电话：010-83120360 邮编：100031

上海杨树浦路营业部

地址：上海市虹口杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 811 室
电话：021-63097527 邮编：200082

广州营业部

地址：广州市天河区天河北路 233 号中信广场 3316 室
电话：020-38909805 邮编：510620

泉州营业部

地址：泉州市丰泽区丰泽街 608 号建行大厦 14 层 CB 座
电话：0595-24669988 邮编：362000

厦门营业部

地址：厦门市思明区鹭江道 98 号建行大厦 2908
电话：0592-3248888 邮编：361000

【建信期货联系方式】

地址：上海市浦东新区银城路 99 号（建行大厦）5 楼

邮编：200120

全国客服电话：400-90-95533

邮箱：service@ccbfutures.com

网址：http://www.ccbfutures.com