



2021 年 7 月 13 日

纸浆：定云止水，需时待势

✍ 高琳琳

投资咨询从业资格号：Z0002332

✉ gaolinlin@gtjas.com

我们的观点：

国内造纸业传统淡季为 5—7 月，纸厂开工率会有所下降，对纸浆需求亦会减少。往年在这段时间，纸浆价格都会有所调整。目前上游原料涨价压力向中下游传导的过程已经出现问题，成本提高挤兑利润使部分企业调降开工，原料采购意愿回落。市场仍处于淡季中，下游原纸市场中，虽有厂家陆续发布最低指导价，但市场价格依旧低位、混乱，不利于浆市有效放量。下游原纸市场价格偏弱运行为主，业者谨慎观望市场走势，浆市放量偏刚需。8 月份以后，市场陆续进入传统需求旺季，需求端有望改善。同时因前库存期消耗，下游纸企开工率或稳步改善，补库需求或形成自下而上正反馈，预计浆价或再次转强。定云止水，需时待势：投资者宜保持平常心，戒骄戒躁，静待下游纸品旺季来风，开启新一轮景气周期。

我们的逻辑：

纸浆价格回落信号：产业链上下游传导出现问题，下游纸价滞涨或回落，厂家限产保价，开工率走弱。从技术上看，出现 M 头顶部信号。

估值：纸浆的两个高点曾出现在 2010 年智利大地震，当时价格达到 8000 元/吨的高位。2017 年受环保政策及国内低库存共同作用，浆价一度上涨至 7500 元/吨上方。前一轮期货市场涨幅已超 60%，目前 6200-6300 市场估值仍处于历史高位。无论是 10 年还是 17 年的纸浆牛市都是从纸开始。首先，纸涨起来了，然后原料跟着。这次更多是原料先起，逼着造纸企业来消化成本压力。但是我们看到，目前上下游的传导已经出现了不畅的信号。制造端向消费端传导的过程中出现的问题，可以通过下游去库或者下游需求启动来解决。而目前我们观察到，中下游去库正在进行，而下游需求启动可能在 8 月中旬或 9 月。但盘面的旺季的预期驱动可能提前启动。

后市可能的潜在反弹驱动：8 月份以后，市场陆续进入传统需求旺季，需求端有望改善。同时因前库存期消耗，下游纸企开工率或稳步改善，补库需求或形成自下而上正反馈，预计浆价或再次转强。中长期来看，2021 年开始已进入浆纸一体化产能投放周期，但多为配套阔叶浆或化机浆的产能投放，针叶浆全球并无新增产能释放。2021 年中国纸浆系原纸——文化纸、生活纸、白卡纸 400 余万吨新增产能计划释放，中国纸浆市场需求增量要优于国外，或激起新一轮用浆需求。

企稳重点关注因素：纸厂成品纸库存能否回落，经销商补货意愿增加，文化用纸等下游纸品价格止跌企稳，进口量持续低位，同比缩减等。

我们基本看平 7 月盘面，但看好秋季 Q3 行情，三季度盘面重心或上移。国内造纸业传统淡季为 5—7 月，纸厂开工率会有所下降，对纸浆需求亦会减少。往年在这段时间，纸浆价格都会有所调整。8 月份以后，市场陆续进入传统需求旺季，需求端有望改善。同时因前库存期消耗，下游纸企开工率或稳步改善，补库需求或形成自下而上正反馈，预计浆价或再次转强。同时 2021 年开始已进入浆纸一体化产能投放周期，下游原纸投放扩张速度远超上游林浆，而中国市场是主要增量，或激起新一轮用浆需求。定云止水，需时待势：投资者宜保持平常心，戒骄戒躁，静待下游纸品旺季来风，开启新一轮景气周期。

1. 上半年行情回顾

1.1 2021 年一季度：冲高回落

影响因素：限塑令、禁废令、党建 100 周年对文化纸影响，纸浆外盘价格，海运费，纸企停机

1、2 月份纸浆市场大幅上涨，不断刷新上市以来的最高价。供应端，受新冠疫情影响，世界各地出现交货延误和集装箱滞留的情况，导致海运费暴涨，纸浆供应量明显减少。同时纸浆外盘价格陆续提涨，成本端获得支撑。需求端，“限塑令”、“禁废令”，党建 100 周年等因素导致的需求复苏预期下，下游白卡纸、生活纸、文化纸陆续发布涨价函，进一步推涨上游纸浆价格。

3 月份纸浆冲高回落。3 月 1 日纸浆期货价格达到上市以来最高价 7652 元/吨。然而纸浆现货市场成交逐渐走弱，同时成品纸价格上涨至高位之后，终端比较抵触，出货不畅。部分纸种价格出现下调。原料的上涨使下游厂家不堪重负，下游生活纸企业陆续发布停机函。在终端无进一步利好支撑的情况下，纸浆价格出现回落。

1.2 2021 年二季度：震荡后大幅下跌

影响因素：大宗商品普涨，纸企停机限产保价，开工率下降

4 月份，国内大宗商品普涨，同时部分纸浆供应预期减量，外盘报价继续上涨。但需求端，下游生活纸生产企业停机保价，降低开工。在需求不足的情况下，纸浆上涨驱动不足，价格维持震荡。

5 月份，大宗商品价格普跌，同时纸浆上下游市场进入全年需求淡季，白卡开工走低，文化用纸订单不理想，生活用纸厂停机观望。需求不足，下游开工率下降，对高价原料采买也偏谨慎，导致纸浆价格大幅下跌。下跌趋势一直延续到 6 月下旬，纸浆价格从 5 月 10 日高点 7500 元/吨，下跌至 6 月 21 日低点 5660 元/吨，下跌幅度达 24.5%。6 月下旬至今，纸浆价格小幅反弹，重心有所走高。

图 1：SP 主力合约走势



资料来源：博易大师、国泰君安期货产业服务研究所

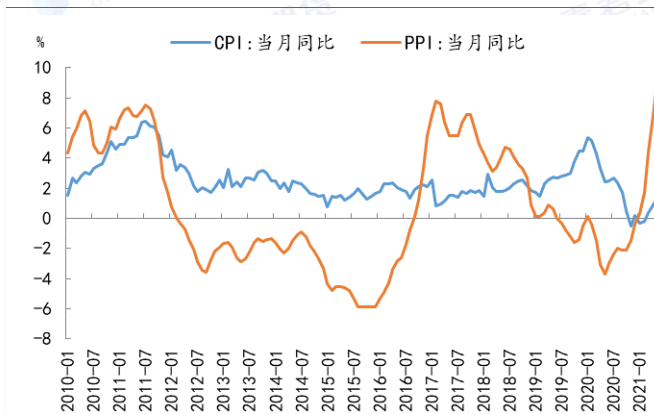
请务必阅读正文之后的免责条款部分

2. 下半年行情展望

制造端向消费端传导出现问题，下半年或改善：PPI 与 CPI 价差扩至历史最高位，主要原因是上游的价格没有传导到下游，因而导致上下游价差扩大。上游通过价格形式表现出来的复苏，其实是供应链瓶颈导致价格上升压力，以及海外史无前例的量化宽松，流动性释放产生上游通胀压力的结果，但这并未传导到下游。后市来看，PPI 同比增速上行空间不大，而 CPI 或将继续温和增长，PPI 与 CPI 的剪刀差或将在下半年有所收敛。这种传导不畅也在浆纸行业有所体现，浆价涨幅过快，倒逼着造纸企业来消化成本压力。但是纸厂向终端传导的过程中出现问题，导致挤出效应和行业洗牌，纸厂主动减少原料采购也抑制了浆价继续上移的步伐。

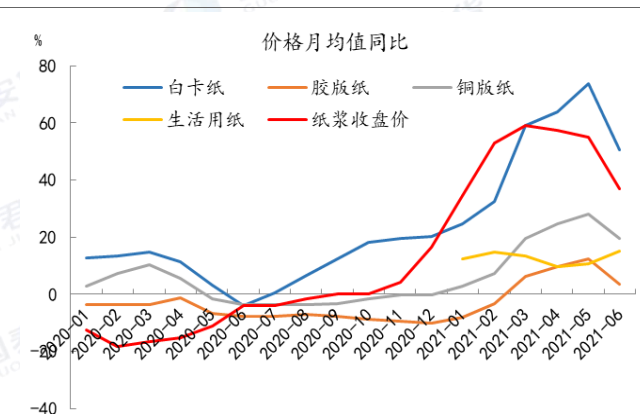
我们可以看到，木浆系纸品除白卡纸以外，其他纸品的涨幅都明显弱于浆的涨幅。我们认为上下游传导的问题可以通过下游去库或者下游需求启动来解决。而目前我们观察到，中下游去库正在进行，而下游需求启动可能在 8 月中旬或 9 月。随着下游纸品旺季来风，将开启新一轮景气周期。并且因前期库存消耗，下游纸企开工率或稳步改善，补库需求或形成自下而上正反馈，预计浆价或再次转强。中长期来看，2021 年开始已进入浆纸一体化产能投放周期，但多为配套阔叶浆或化机浆的产能投放，针叶浆全球并无新增产能释放。2021 年中国纸浆系原纸——文化纸、生活纸、白卡纸 400 余万吨新增产能计划释放，中国纸浆市场需求增量要优于国外，或激起新一轮用浆需求。

图 2：PPI 与 CPI 价差扩至历史高位



资料来源：隆众化工、国泰君安期货产业服务研究所

图 3：纸浆与下游主要纸品涨幅对比



资料来源：隆众化工、国泰君安期货产业服务研究所

2.1 针叶供应相对偏紧，内外盘倒挂或影响后期到港量

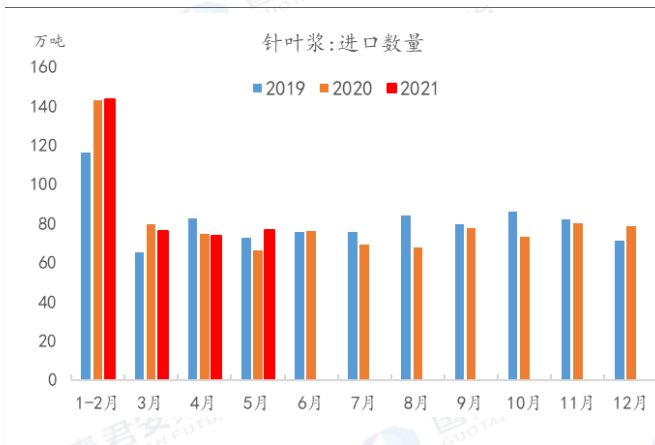
2020 年纸浆总进口量为 3064.2 万吨，其中 1-5 月份共进口 1216.3 万吨。2021 年 1-5 月份共进口 1330.30 万吨，累计同比增加 114 万吨，增长 9.37%。分浆种看，其中针叶浆累计同比增长 1.60%，阔叶浆增长 14.30%。针叶浆进口及供应量偏紧张，阔叶浆进口及供应量相对宽松。分月份看，其中 2021 年 1-2 月份进口量同期共增加 64.6 万吨，3 月份增加 0.6 万吨，4 月份增加 9.9 万吨，5 月份增加 39.1 万吨。

受国外浆厂非计划检修增加影响，2021 年以来整体供应量偏紧张，支撑出口至中国纸浆价格高位运行。2021 年以来，国内纸浆外盘价格先涨后跌。以针叶浆标品银星为例，自年初 690 美元/吨上涨至 4 月份 980 美元/吨，涨幅 42.03%，6 月份因国内纸浆市场需求走弱，外盘报价小幅下跌 50 美元/吨至 930 美元/吨，7 月份继续下调 50 美元/吨至 880 美元/吨。随着欧美疫情逐步受控，经济环境改善下，欧美纸浆需求有所修复。欧洲港口库存同比回落，处于历史相对低位。海外供应商降价意愿不强，外盘报价回落速度偏缓。

与此同时，在国内下游市场需求转淡背景下，国内进口木浆市场成交价格同步呈现先涨后跌走势。但因更贴近于市场实际需求，价格下跌幅度更大。自 5 月中旬开始，纸浆外盘报价与国内纸浆市场成交价格

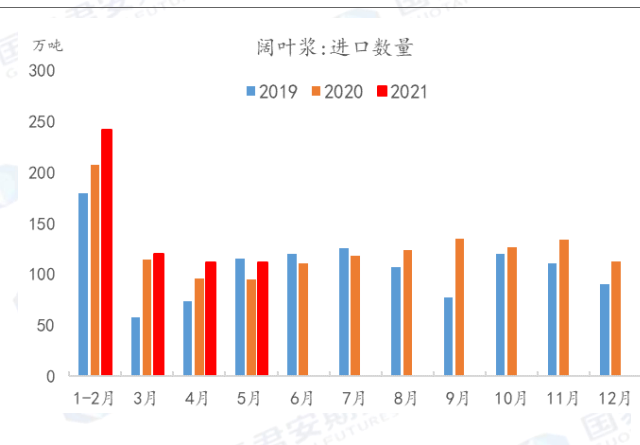
倒挂明显。国内纸厂增加国内现货采买比例，海外供应商远月订单数量回落，预计会影响后期到港量。叠加海运费及集装箱货柜短缺等因素，可能造成后期现货流动性偏紧。

图 4：针叶进口数量



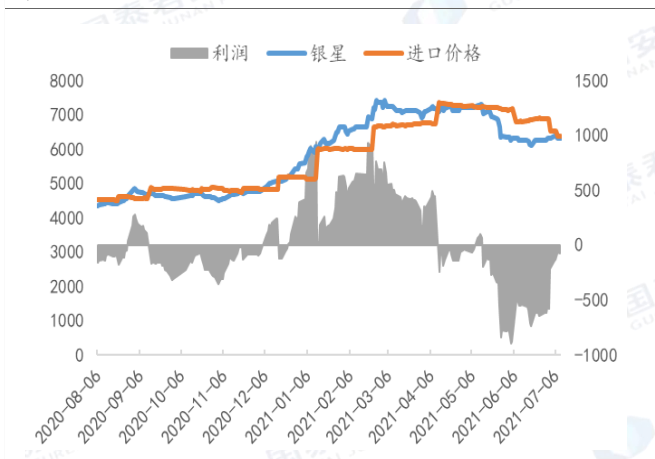
资料来源：隆众化工、国泰君安期货产业服务研究所

图 5：阔叶进口数量



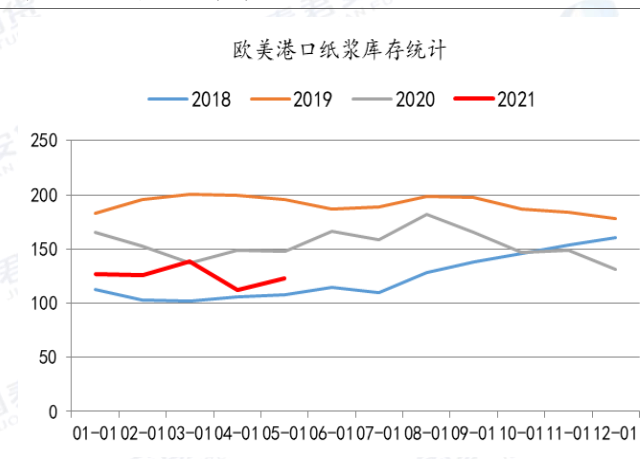
资料来源：隆众化工、国泰君安期货产业服务研究所

图 6：进口利润倒挂



资料来源：隆众化工、国泰君安期货产业服务研究所

图 7：欧洲港口库存



资料来源：隆众化工、国泰君安期货产业服务研究所

2.2 秋季纸品旺季叠加经销商“蓄水池”效应或重燃市场

木浆没有明显的淡旺季，但造纸行业是强周期行业，纸厂开工率和纸的需求影响着漂白针叶浆的市场价格。以生活用纸企业为例，其库存在一年中通常存在三个低点包括最低点即春节前1个月以及次低点“金三银四”、“金九银十”生活用纸传统旺季，其中春节前的库存低点主要由于消费者集中采购需求及生活用纸深加工企业集中赶工，“金三银四”“金九银十”中的库位低点则更多依托于传统及新兴网络平台节假日的节日促销。文化用纸方面，在春、秋季开学前一至两个月会有传统的教辅教材的招标印刷。而像包装用纸这块，在下半年的国庆、中秋佳节以及电商双11、双12的购物节影响下，礼盒包装需求或增加，可能会有一个小旺季的到来。所以我们可以期待今年秋季一个用纸小高峰的到来，可能对盘面带来的正向引导。

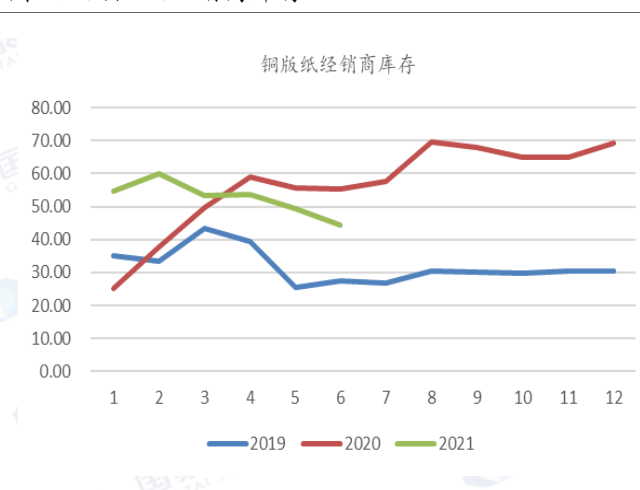
另外我们从调研的样本单元里可以观察到目前虽然纸厂的库存仍较高，但纸厂下游经销商库存却处于今年低位。这一方面反映了目前7月淡季大背景下经销商拿货偏谨慎，另一方面也暗示着，纸厂下游经销商目前的“蓄水池”处于低位。如果后期旺季需求启动，经销商补库意愿增加，“蓄水池”效应或加剧传统旺季本身带来的需求端提振，重燃市场。而随着经销商拿货量的增加，纸厂的库存将快速下滑，库存转移后，纸厂的开工率将提升，对于原料的采买需求也将增加，从而形成自下而上的正反馈。

图 8：纸厂库存天数



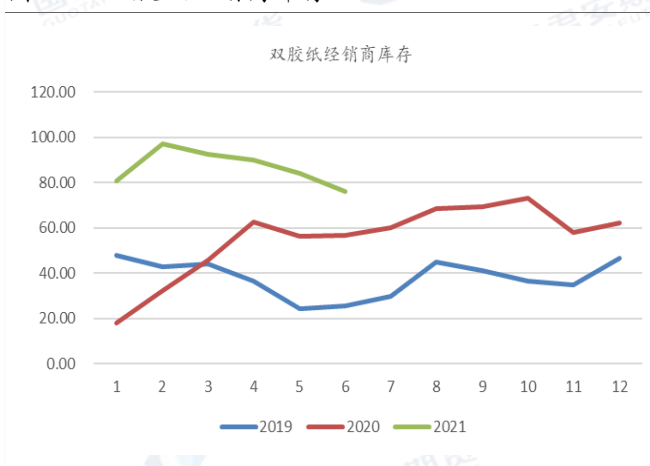
资料来源：隆众化工、国泰君安期货产业服务研究所

图 9：铜板纸经销商库存



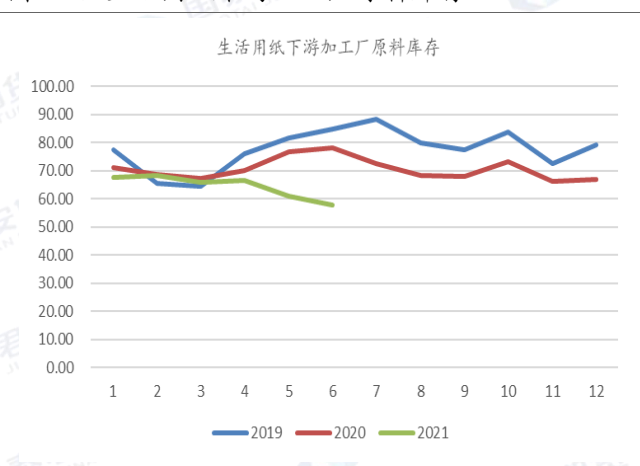
资料来源：隆众化工、国泰君安期货产业服务研究所

图 10：双胶纸经销商库存



资料来源：隆众化工、国泰君安期货产业服务研究所

图 11：生活用纸下游加工厂原料库存



资料来源：隆众化工、国泰君安期货产业服务研究所

(注：铜板和双胶纸社会库存以经销商为主，生活用纸经销商较少，社会库存以下游加工厂为主。)

2.3 下半年新增产能，下游端远超上游端

2021 年开始已进入浆纸一体化产能投放周期，但多为配套阔叶浆或化机浆的产能投放，针叶浆全球并无新增产能释放，针叶浆价格后市或获支撑。阔叶浆下半年新增产能（220 万吨）释放较多，供应面较为宽松，价格走势或弱于针叶浆。

2021 年下半年中国纸浆系原纸——文化纸、生活纸、白卡纸约有 400 余万吨新增产能计划释放，其中，生活用纸 136.5 万吨，白卡纸 210 万吨，双胶纸 25 万吨，中国纸浆市场需求增量要优于国外。这一轮的下游纸品扩张周期中，我们可以看到，主要以头部企业为主。中小型纸厂在这一轮原材料快速上涨的过程中因为资金规模、企业运营、采购布局等劣势，很多被优胜劣汰。行业加速洗牌过程中，下游纸浆系原纸的行业集中度有望继续提高，行业利润也将有所改善。

从下半年的新增产能来看，下半年的用浆需求有增无减。特别是受益于新版“限塑令”的政策要求，头部企业纷纷布局白卡行业。企业看中未来“以纸代塑”理念中，食品卡对于塑料餐具、吸管；白卡对于各类塑料包装的替代需求。新一轮纸业行业景气周期的启动将带动浆纸行业的蓬勃发展，而就目前计划投放的产能来看，下游端扩张速度远超上游端。

表 1 白卡下半年计划投产项目

省份	纸厂名称	产品	年产能 (WT)	目前状态
山东	德州泰鼎新材料科技有限公司	白卡	30	德州泰鼎新材料科技有限公司年产 30 万吨高档涂布白卡纸项目为改扩建项目, 将现有 4800 高强瓦楞纸生产线改造为年产 30 万吨涂布白卡纸生产线。
广西	广西金桂浆纸业有限公司	白卡	90	金桂二期项目总投资 113.5 亿元, 由三个子项目组成。
广西	广西太阳纸业纸业有限公司	白卡	90	广西太阳纸业有限公司 350 万吨林浆纸一体化项目位于铁山港(临海)工业区内, 项目总投资 228 亿元, 建设包括文化纸、生活用纸、白卡纸、特种纸在内的全系列纸张产品, 分两期建设。
	合计		210	

资料来源: 隆众化工、国泰君安期货产业服务研究所

表 2 生活用纸下半年计划投产项目

省份	纸厂名称	年产能 (WT)	目前状态
云南	云南新平南恩糖业有限责任公司	2	一台宝拓 (2850/1300) 纸机, 产能 2 万吨, 预计 2021 年投产
江苏	江苏洪泽湖纸业	2	一台新月型 (2850/1500) 纸机, 产能 2 万吨, 预计 2021 年 7 月投产
四川	彭州市大良纸厂	2	一台宝拓 (2850/1300) 纸机, 产能 2 万吨, 预计 2021 年投产
广西	广西嘉盛纸业有限公司	4	两台宝拓 (2850/1300) 纸机, 产能 2 万吨, 预计 2021 年投产
河北	河北华邦日用品有限公司	2	一台 BC1300-3550 新月型纸机, 产能 2 万吨, 预计 2021 年投产
广东	广东恒安纸业有限公司	15	四台安德里茨 (3650/1700) 纸机, 产能 12 万吨, 预计 2021 年四季度投产
广西	广西太阳纸业有限公司	12	两台安德里茨 5650/2000 纸机, 产能 12 万吨, 预计 2021 年投产
四川	维尔美纸业(重庆)有限公司	17	预计 2021 年投产
广西	广西理文纸业	9	预计 2021 年投产
河北	保定市东升纸业有限公司辽宁盘锦	2	预计 2021 年投产
广东	澳威纸业(江门)有限公司	3	预计 2021 年下半年投产
四川	四川宜宾纸业	24	预计 2021 年年底投产
河南	周口护理佳纸业	10	预计 2021 年投产
浙江	浙江景兴纸业	12	预计 2021 年下半年投产
广东	广东阳江维达	14	预计 2021 年投产
山东	菏泽牡丹纸业	4	预计 2021 年投产
广西	南宁市圣大纸业有限公司	2.5	纸机净纸幅宽 2850mm, 设计车速 1800m/min, 计划 2021 年投产
	合计	136.5	

资料来源: 隆众化工、国泰君安期货产业服务研究所

表 3 双胶纸下半年计划投产项目

地区	省份	纸厂名称	产品	年产能(万吨)	预计投产时间
华东地区	山东	山东奥海纸业	双胶纸、薄页纸	25	2021 年下半年
		合计		25	

资料来源: 隆众化工、国泰君安期货产业服务研究所

3. 小结及投资建议

国内造纸业传统淡季为5—7月，纸厂开工率会有所下降，对纸浆需求亦会减少。往年在这段时间，纸浆价格都会有所调整。目前上游原料涨价压力向中下游传导的过程已经出现问题，成本提高挤兑利润使部分企业调降开工，原料采购意愿回落。市场仍处于淡季中，下游原纸市场中，虽有厂家陆续发布最低指导价，但市场价格依旧低位、混乱，不利于浆市有效放量。下游原纸市场价格偏弱运行为主，业者谨慎观望市场走势，浆市放量偏刚需。8月份以后，市场陆续进入传统需求旺季，需求端有望改善。同时因前库存期消耗，下游纸企开工率或稳步改善，补库需求或形成自下而上正反馈，预计浆价或再次转强。目前我们观察到，中下游去库正在进行，而下游需求启动可能在8月中旬或9月。但盘面的旺季的预期驱动可能提前启动。

中长期来看，2021年开始已进入浆纸一体化产能投放周期，但多为配套阔叶浆或化机浆的产能投放，针叶浆全球并无新增产能释放。2021年中国纸浆系原纸——文化纸、生活纸、白卡纸400余万吨新增产能计划释放，中国纸浆市场需求增量要优于国外，或激起新一轮用浆需求。定云止水，需时待势：投资者宜保持平常心，戒骄戒躁，静待下游纸品旺季来风，开启新一轮景气周期。操作上来看，7月宜观望为主，8月后可逢低布局多单，我们相对看多秋季行情，但反弹力度或不及Q1行情。

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

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

电话: 021-68401886 传真: 021-68402738

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

电话: 010-58795771 传真: 010-58795787

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

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: 021-55892500 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

深圳分公司

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: 0532-80993638

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

长沙市雨花区韶山中路 489 号万博汇名邸三期 2401 房

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