



2021 年 12 月

长短变量干扰，结构性矛盾下的 U 型态

——2022 年纸浆期货行情及投资展望

✍ 高琳琳 投资咨询从业资格号：Z0002332 gaolinlin@gtjas.com

报告导读：

我们的观点：2022 年针叶浆市场仍将处于平衡态势，上半年极端天气、疫情导致的供应链限制这些短变量将阶段性的作用于盘面；下半年或受益于去库后的需求回补，导致结构性供需错配矛盾，全年或呈 U 型态势。

我们的逻辑：2022 年上半年的故事或在供应端，而下半年受到旺季驱动和补库需求或在需求端发力，全年结构性机会偏多，但受制于宏观面及 2021 年高点偏高且持续时间较长，2022 年全年重心回落，预计 U 型上方空间不会特别大，全年宽幅震荡。

供应端的故事应该围绕着气候和疫情的不确定性展开，这是短变量。从国家气候中心获悉拉尼娜状态将在未来三个月持续，异常气候已经在 11 月中下旬造成了加拿大西端卑诗省供应链中断。供应链受阻引发市场对于加针供应担忧。同样的疫情带来的不确定性也给供应端造成了扰动，疫情导致内蒙古满洲里已全面停航停运，交通管制使俄针物流或又受到影响。由于针叶浆没有明显的供应过剩，产能利用率又在高位，国内针叶又基本依赖进口，供应端的长尾效应将在上半年特别是 Q1 持续发酵。

下半年，主要看需求的修复预期能否兑现，这是长变量。各主要木浆系纸种在连续 3 个季度左右的下滑后，终端及渠道库存均已不多，产业库存主要集中于纸厂环节。按照淡旺季及去库节奏来判断，预估下半年需求修复驱动的概率更大，考虑到偏弱的宏观面，预计上方修复空间不会太大，难以回到 2021 年 3 月的高点。

投资展望：2022 年的高点或出现在 Q1 和 H2。Q1 仍将受益于供应链中断形成的长尾效应，春季前的传统补库需求。但上半年的供应去库压力会高于下半年。虽然长周期上纸浆的需求有边际性的增长，但是偏弱的宏观面下，纸浆难独善其身。从“后疫情”需求修复的角度来看，上半年仍有去库压力，下半年受补库需求及旺季影响产生更为明确的上涨驱动概率更高。2022 年趋势性行情难现，年度重心回落，结构性震荡市为主。预估 2022 年全年价格波动区间会在 4800-6600 元/吨，中枢 5000-5500 元/吨附近。

作者简介：

高琳琳 CFA： 国泰君安期货产业服务研究所天然橡胶、纸浆研究员，上海交通大学高级金融学院工商管理学硕士。2017、2018、2019、2020 年“上期所”优秀分析师、2017、2019、2020 年期货日报、证券时报优秀量化分析师、曾在第一财经、中国证券报、期货日报等主流媒体发文共计 50 余篇，接受财经媒体各类采访 30 余次，长期为产业机构客户服务，坚持客观、独立、实证的研究哲学，我们不仅是数据的加工处理器更是逻辑和研究方法的布道者。

目录

1. 2021 年浆价走势回顾	3
2. 2022 年运行逻辑：上半年看供应端事件发酵，下半年看需求端能否修复	4
2.1 供应端：异常气候、疫情影响，全球供应链脆弱	5
2.1.1 外围市场供应扰动不断，长尾效应仍在持续	5
2.1.2 针叶浆进口压力不大，国内高库存常态化	7
2.1.3 新产能投放主要在阔叶，针叶浆供应更脆弱	9
2.2 受益于“后疫情”需求修复，终端去库后缓慢企稳	10
2.2.1 包装用纸中长期需求格局向好，但新增产能较多	11
2.2.2 生活用纸短期利润修复后，刚需偏稳运行	14
2.2.3 文化用纸需求增量不足，进口纸冲击较大	15
3. 结论与投资展望	18
3.1 2022 年浆价判断	18
3.2 投资展望	19

(正文)

1. 2021 年浆价走势回顾

图 1：2021 年浆价先扬后抑，截至 11 月 29 日，年内高点 7652，年内低点 4692，跌幅 38.68%



资料来源：文华财经，国泰君安期货产业服务研究所

2021 年一季度——冲高回落

Q1 纸浆期货开盘 5750 元/吨之后不断上冲，在 3 月 1 日达到了 7652 元/吨的历史高位。主驱动是年初“禁废令”和“限塑令”的颁布，禁止废纸进口和“以纸代塑”这两项政策红利推升了价格的上涨。后期受疫情影响，海运集装箱延误严重，价格水涨船高，伴随着春节期间停机限产等举措，供需错配加剧货源紧张，纸浆价格飙升，持续两个月维持强势。

3 月初摸至高点后，下游终端市场对高价浆的抵触情绪逐步升温。纸浆现货市场成交走弱，成品纸出货不畅，原料价格高企使得加工企业不堪重负，频频停工，叠加市场追多情绪降温，获利了结盘增多。在没有新增利好的情况下，价格出现短期回落。

2021 年二季度——震荡后下跌

进入 4 月份，受到国际进口成本支撑，纸浆下跌幅度不及市场预期，但终端成品纸需求不旺，开工率偏低，需求拖拽下，纸浆上涨动力明显不足，形成高位盘整。

五一假期过后，国常会表示对大宗商品价格上涨关切。恰逢纸浆上下游进入全年淡季，成品纸需求持续走弱。具体来说，文化纸企开工率持续下降，生活纸、白卡纸开工率也在低位，市场业者多持谨慎观望的态度，成交多为刚需，报盘疲软，需求端支撑不足。结合国内商品市场表现不佳，进入调控，纸浆顺势大幅下跌，下跌态势一直延续到 6 月中旬。随后主力合约切换至 SP2109，市场预期金九银十的旺季效应，预期改变，浆价开始企稳反弹。

2021 年三季度——箱体震荡格局

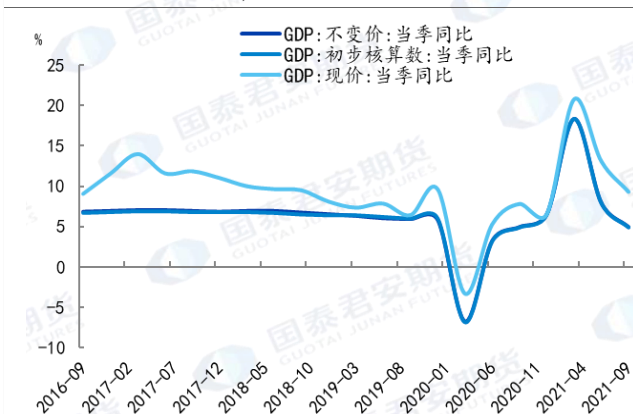
Q3 纸浆主连开盘价格 6260 元/吨，最高价格为 6624 元/吨，收盘价 5806 元/吨，跌幅-7.25%，呈箱体震荡模式。市场成交意愿不高，成交量呈月份下滑。主要原因是外盘报价不断下降，国内业者接货意愿不高，市场多空分歧加剧。企业无法判断纸浆的上涨是反弹还是反转，所以现货市场多为低价成交，成交量萎靡。叠加生产端国内“双控”政策对纸厂的限制，限电、限产、环保多重负荷压身，抑制了纸浆价格的上涨。这一阶段，对于下游纸企来说，前期备货还未消耗完，市场采购意愿疲软，浆价窄幅震荡。

2021 年四季度——加速下跌后反转

纸浆十月开盘过后加速暴跌，开盘价为 5806 元/吨，最低价为 4692 元/吨，跌幅为-19.19%。终端疲软叠加黑色系大宗商品的全面杀跌，浆价持续下挫一个月，至 11 月初有所减缓，再次下探幅度近乎微调。这期间纸品价格涨跌不一，原料木浆和废纸价格涨多跌少，生活纸价格下跌，包装用纸价格上涨，主要是考虑到节假日因素和市场预期的影响。随着限电政策松动，产业链上多数纸企已有序开工，恢复生产，多数恢复至原先开工水平，价格回调后企稳。

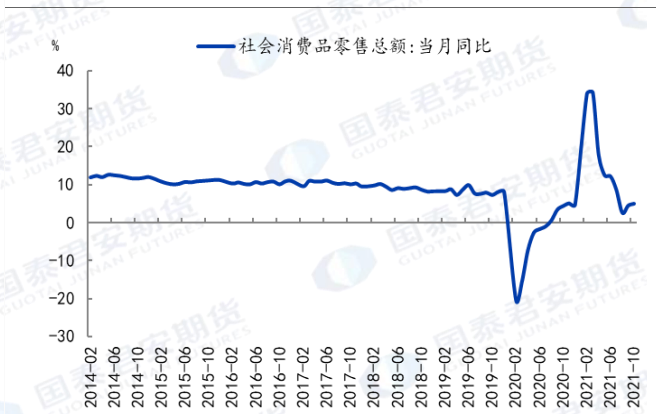
11 月中下旬，盘面企稳反弹。一方面是估值进入低风险区域，下游纸企采购略有回升；另外一方面，由于北美特别是不列颠哥伦比亚省的供应链持续中断，导致未来 4 周内可能会因森林纤维和其他原料短缺而导致纸浆生产中断，引发市场担忧。West Fraser 和 Mercer 合资的 Cariboo 凯利浦浆厂就因物流影响准备停产 16 天。而内蒙古满洲里因疫情影响已全面停航停运，各出入城卡口实施交通管制，俄针运输也受到限制。供应端短期扰动不断，支持盘面走强。

图 2：受疫情等影响，Q3 我国 GDP 同比增速回落至 4.9%



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 3：社会消费品零售总额与 GDP 变化呈现明显正相关



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

2. 2022 年运行逻辑：上半年看供应端事件发酵，下半年看需求端能否修复

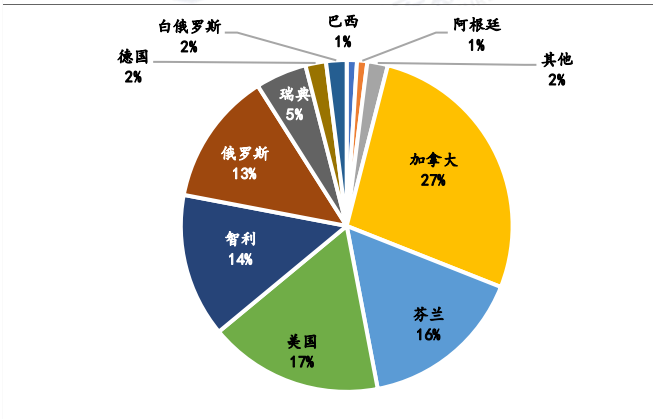
2022 年针叶浆整体上将呈现供需紧平衡，上半年的故事或在供应端，而下半年受到旺季驱动和补库需求或在需求端发力，全年结构性机会偏多，但受制于宏观面，预计上方空间不会特别大。

供应端的故事应该围绕着气候和疫情的不确定性展开，可能带来短期的脉冲式上涨。从国家气候中心获悉，最新海温监测显示，最近 3 个月（8-10 月）关键区滑动平均指数为-0.52℃，标志赤道中东太平洋海温已进入拉尼娜状态。预计拉尼娜状态将在未来三个月持续，并可能在冬季（2021 年 12 月至 2022 年 1 月）达到峰值，形成一次弱至中等强度的拉尼娜事件。而异常气候已经在 11 月中下旬造成了加拿大西端卑诗省多地沦为泽国，出现山体滑坡、泥石流等灾害。作为加拿大最繁忙的港口之一的温哥华港也因此遭遇了严重的铁路和公路运输中断，供应链受阻，引发市场对于加针供应担忧。

疫情带来的不确定性也给供应端造成了扰动。内蒙古满洲里首轮大规模核酸检测出阳性样本 60 份导致内蒙古满洲里已全面停航停运，各出入城卡口实施交通管制，俄针物流或又受到影响。由于针叶浆没有明显的供应过剩，产能利用率又在高位，国内针叶又基本依赖进口，供应端的扰动将在上半年持续发酵。俄针与加针合计就影响了国内近 4 成的进口量。

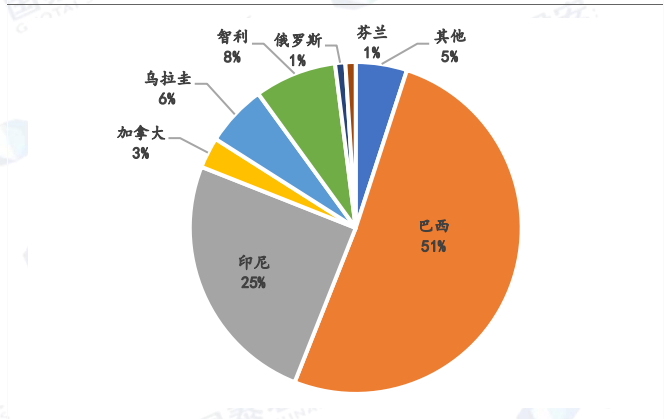
下半年，主要看需求的修复预期能否兑现。各主要木浆系纸种在连续3个季度左右的下滑后，终端及渠道库存均已不多，产业库存主要集中于纸厂环节。按照淡旺季及去库节奏来判断，预估下半年需求修复驱动的概率更大，考虑到偏弱的宏观面，预计上方修复空间不会太大，难以回到2021年3月的高点。

图4：我国2020年针叶浆进口来源（进口量口径）



资料来源：PPPC，国泰君安期货产业服务研究所

图5：我国2020年阔叶浆进口来源（进口量口径）



资料来源：PPPC，国泰君安期货产业服务研究所

2.1 供应端：异常气候、疫情影响，全球供应链脆弱

我国针叶木浆基本全部依赖进口，主要来源地是北美、芬兰、智利和俄罗斯；阔叶浆进口主要来自巴西和印尼，进口依赖度也高达50%以上。一旦供应链，特别是主要来源地因异常气候或疫情影响，供应临时受阻或中断，结构性矛盾一触即发。全球供应链的形成起始于上世纪90年代。考虑到各个国家的发展程度、区域优势及资源禀赋，经过30多年全球化的深度分工布局，全球供应链已经形成了复杂的拓扑结构。每件商品到达消费者手中之前都有自身复杂的全球供应链网络，抽走其中一个节点就会波及整个链条。新冠肺炎疫情极大地扰乱了全球供应链。而根据国家气候中心预测，拉尼娜状态将在未来三个月持续，这给已经在疫情阴影下的全球供应链又蒙上一层阴霾。

2.1.1 外围市场供应扰动不断，长尾效应仍在持续

加拿大物流供应受阻，到货或有延迟，气候异常带来的长尾效应仍在持续。11月14日袭击不列颠哥伦比亚省的罕见强降水造成的严重洪涝和地质灾害，让当地基础设施尤其是公路和铁路，受到了重大破坏。加拿大卑诗省（又译不列颠哥伦比亚省）17日宣布进入紧急状态。

卑诗省位于加拿大西端，处于太平洋沿岸。14日以来的持续强降雨等极端天气令该省多地沦为泽国，出现山体滑坡、泥石流等灾害。受极端天气影响，作为加拿大最繁忙的港口之一的温哥华港证实，其正遭遇严重的铁路和公路运输中断。温哥华港不仅是加拿大的第一大港，也是北美西岸仅次于加州洛杉矶港与长堤港的第三大港，在全球船运因疫情大乱、欧美又因感恩节—圣诞节—新年的长假消费旺季而需求暴涨之际，温哥华港的“天灾失能”也直接冲击了本就非常脆弱的北美供应链压力。

加拿大著名纸浆厂Paper Excellence宣布，旗下的Catalyst Paper Tis'kwat目前处于临时限产状态，至少持续到2022年，停产由当地和全球供应链拥堵引起，不列颠哥伦比亚省最近的降雨事件让当地供应链问题加剧。另一家浆纸厂Catalyst Crofton将在2021年11月进行约两周的停机检修。工厂的造纸和纸浆计划从11月9日至11月24日左右停运。Crofton工厂预计，此次停运将减产约1.5万吨纸产量和1.9万吨针叶浆产量。近期Paper Excellence公司(PE)发通知给客户，提醒由于供应链问题，尤其是加拿大BC省的问题造成纸浆和纸张供应出现问题，公司将密切关注狮牌(Crofton)浆厂情况而决定复产日期。11月29日，加拿大供应链物流原因，码头开始收取拥堵费，包括公路及铁路运输中断导致的额外的运输成本增加，Paper Excellence宣布开始在现有报价基础上加收20美元/吨的附加费。另外加拿大方面消息：West Fraser和Mercer合资的Cariboo凯利浦浆厂因物流影响准备停产16天。West Fraser最新声

明称温哥华港口问题使得发货量下降至少于正常数量的 20%。加拿大是国内最大的针叶来源国，近 27% 左右的针叶木浆来自于加拿大，而 BC 省 90% 对华出口，影响较大。

图 6：加拿大卑诗 (BC) 省（又译不列颠哥伦比亚省）主要浆厂

Mill Name & Location (by province)	Biomass-based Thermal Energy (GJ/y)	Biomass- based Electrical	Biochemicals/Biofuels/ Other Bioproducts	Employees
Canfor Pulp - Intercontinental Pulp Mill, Prince George, BC	8,884,900		Tall Oil, Turpentine	300
Cantor Pulp - Northwood Pulp Mill, Prince George, BC	18,523,700		Methanol, Tall Oil	500
Canfor Pulp - Prince George Pulp and Paper Mill, Prince George, BC	10,852,200	926,698	Tall Oil, Turpentine	300
Canfor Pulp - Taylor Pulp Mill, Taylor, BC				110
Cariboo Pulp & Paper Company, Quesnel, BC	12,235,300	211,389	Tall Oil, Turpentine	400
Cascades Containerboard Packaging, Richmond, BC				180
Chetwynd Mechanical Pulp Inc., Chetwynd, BC (idle)				idle
Domtar Corp., Kamloops Mill, Kamloops, BC	1.13x 10(13) BTU/yr	550,000	Turpentine	350
Kruger Products Ltd., New Westminster Mill, New Westminster, BC	351,570		Syngas	400+
Mackenzie Pulp Mill Corp., Mackenzie, BC (idle)				idle
Mercer International Inc. - Mercer Celgar, Castlegar, BC	1.36x10(13)KJ/yr	520,000		425
Nanaimo Forest Products - Harmac Pacific Mill, Nanaimo, BC		25 MW		
Paper Excellence, Catalyst Crofton Mill, Crofton, BC	15,000,000	314,000		590
Paper Excellence, Catalyst Port Alberni Mill, Port Alberni, BC	4,800,000	81,000		310
Paper Excellence, Catalyst Powell River Mill, Powell River, BC	7,200,000	220,000		360
Paper Excellence, Howe Sound Pulp and Paper Corp., Port Mellon, BC	12,747,321	393,042		380
Paper Excellence, Skookumchuck Pulp Inc., Skookumchuck, BC				280
West Fraser Timber Co. Ltd. - Quesnel River Pulp, Quesnel, BC				
University of British Columbia, Vancouver, BC	2.4 MW	2 MW	Syngas	

资料来源：PPC-MILL-MAP-2021 加拿大浆纸地图，国泰君安期货产业服务研究所

满洲里疫情影响使得市场对俄针运输产生担忧。疫情的不确定性也容易导致物流受阻，引发阶段性矛盾。从内蒙古满洲里市疫情防控工作指挥部（11 月 29 日 16 点）举行的新闻发布会上获悉，内蒙古满洲里市于 11 月 28 日早 8 时，全面开展首轮大规模核酸检测工作。29 日 8 时，首轮全员核酸检测工作全面完成，

共采集样本 175554 人份，检测出阳性样本 60 份。受此影响，满洲里市航班、火车、长途汽车、出租车、城市公交已全面停航停运。各出入城卡口均已实施交通管制，实行 24 小时值守，各卡口和外围卡点严查严控进出城人员和车辆，除医疗保障、物资输送人员外，其余人员严禁外出，最大限度减少人员流动，形成“内防扩散、外防输出”两道屏障。

11 月 30 日满洲里市新冠肺炎疫情防控指挥部发布公告称，为全面加强口岸疫情防控，有效阻断境外疫情通过进口货物传播，满洲里市新冠肺炎疫情防控指挥部决定，进一步强化铁路口岸管控措施，现就有关事项公告如下：一、自 12 月 1 日 0 时起，满洲里铁路口岸暂停进口非集装箱包含木材、煤炭、矿粉、化肥、纸浆、非金矿、农副产品及其他品类需要人工装卸的货物。二、在 12 月 1 日 0 时前已进入装卸作业区的上述货物暂停装卸作业，具体作业时间另行通知。

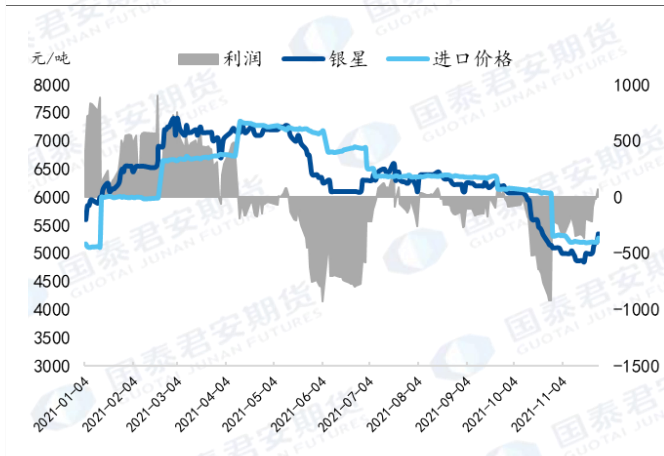
满洲里位于内蒙古自治区东北部，毗邻俄蒙，是中国最大陆路口岸城市，也是欧亚陆路大通道上的重要枢纽，被外界誉为“东亚之窗”。它承担着中俄贸易 65% 以上的陆路运输任务。俄针多走铁路运输，国内 13% 左右的针叶来自俄罗斯，也是重要的交割货源之一。当地疫情管控措施也引发了市场对于俄针供应的担忧。

2.1.2 针叶浆进口压力不大，国内高库存常态化

加拿大运输受阻，浆厂检修，到货或有延迟，加之内外价差持续倒挂抑制前期贸易商进口积极性，而 10 月份漂针发货量历史同比较低，我们认为后续针叶浆进口压力不大。针叶浆内外价差长时间处于倒挂情况，抑制贸易商进口积极性。10 月份针叶浆进口量 64.50 万吨，环比下降 8.64%，同比下降 11.73%；阔叶浆进口量 91.26 万吨，环比上升 3.86%，同比下降 28.09%。漂针全球发货量数据方面，10 月份发货量历史同比较低，为 193.09 万吨，同比回落 7.17%。考虑到 2.1.1 中所论述的外围市场情况及供应链影响，后续到港压力不大。

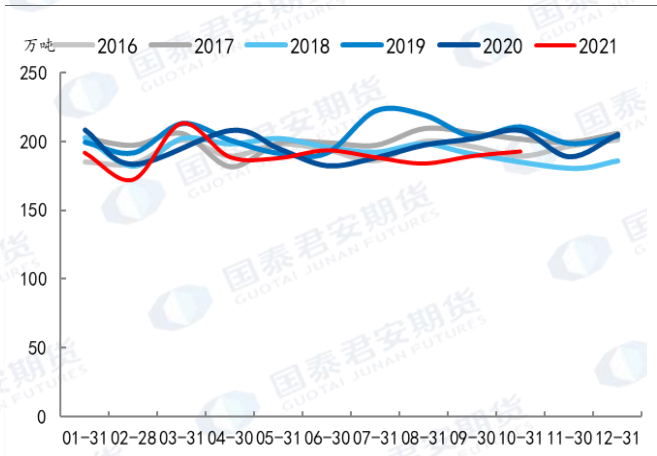
而市场比较担心的国内高库存状态，我们认为虽然高库存对盘面有一定压制，但是国内高库存已经常态化。市场对于目前高库存的情况已经钝化。另外所谓的高库存，也要看参照指标。中国市场的库存在 2019 年曾达到过一个高峰，然后一路下滑，目前来说比历史的低位是高的，但是比 19 年高位，目前还是一个相对的低位。国内货源、仓单集中，一旦盘面拉高，而流动盘偏少，是导致市场波动加剧的主要原因。截止到 10 月，青岛港纸浆库存 113.5 万吨，常熟港纸浆库存 63 万吨，保定地区港口纸浆库存 5.9 万吨，三港合计库存 182.4 万吨，同比去年增加 2.76%。欧洲库存的高峰期也在 2019 年，2020 年后一路下滑，目前为止相对处于一个比较低的位置。

图 7：进口利润长时间倒挂



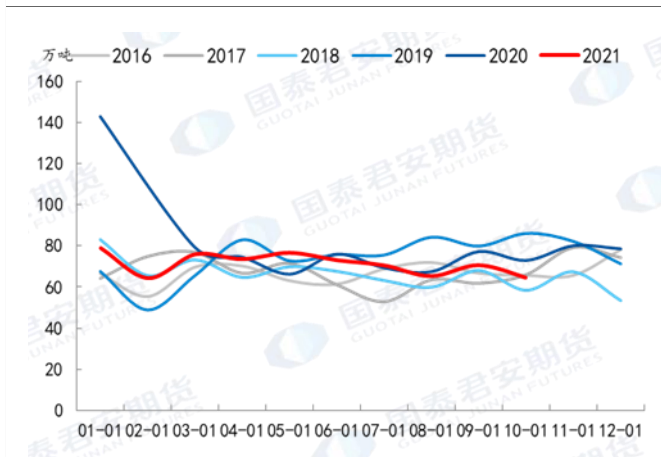
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货产业服务研究所

图 8：漂针 10 月份发货量历史同比较低



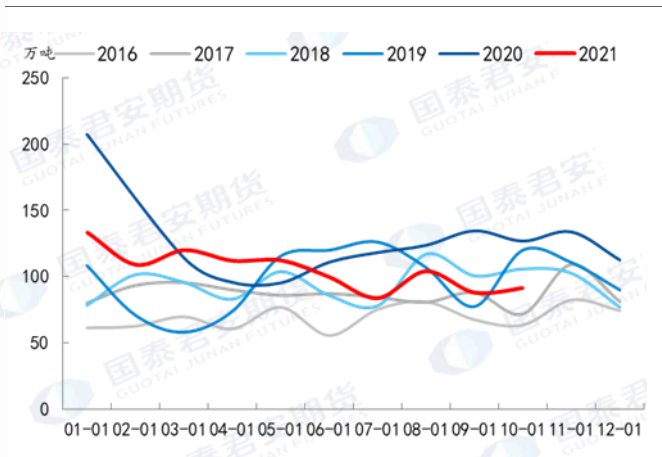
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货产业服务研究所

图 9：10 月针叶浆进口量同环比回落



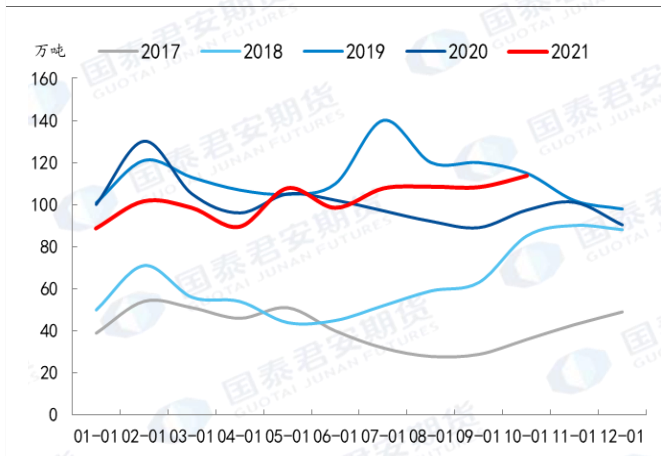
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货产业服务研究所

图 10：10 月阔叶浆环比微升、同比大幅回落



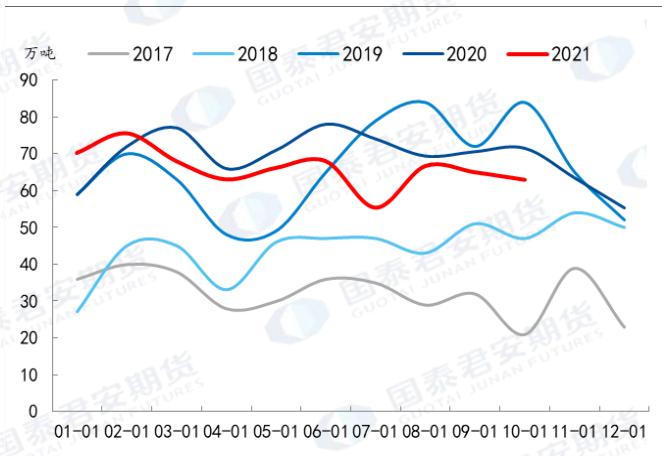
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货产业服务研究所

图 11：青岛港纸浆库存统计



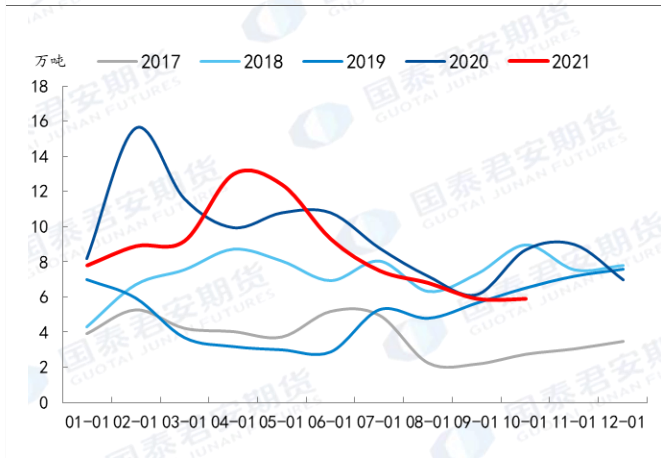
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货产业服务研究所

图 12：常熟港纸浆库存统计



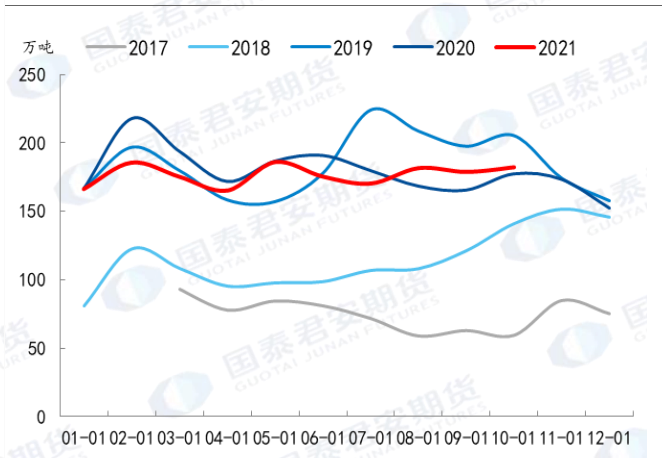
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货产业服务研究所

图 13：保定地区港口纸浆库存统计



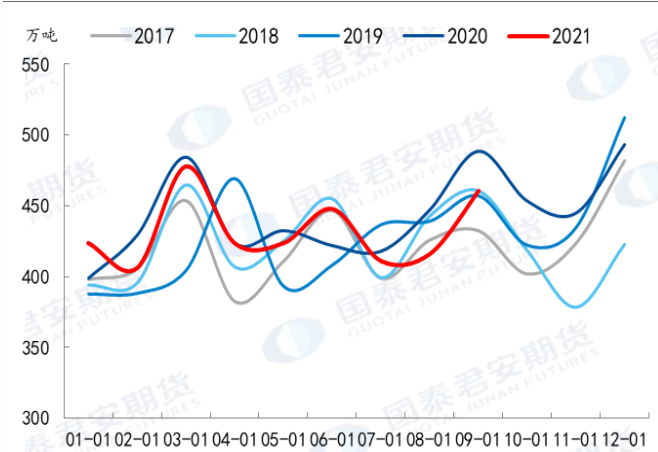
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货产业服务研究所

图 14：三港合计库存



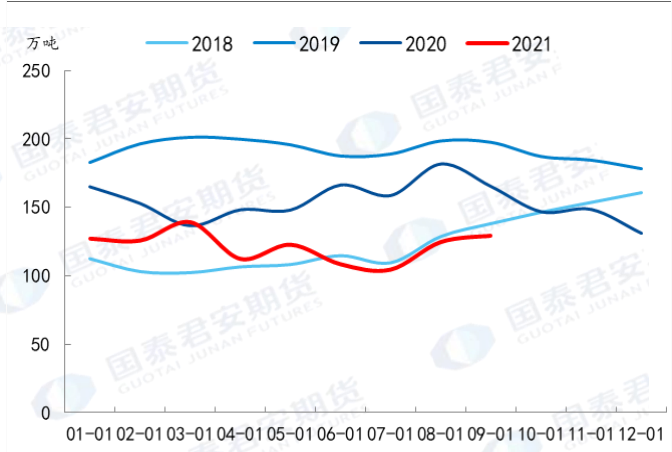
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货产业服务研究所

图 15：全球发运量



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货产业服务研究所

图 16：欧洲港口库存处于历史偏低水平



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货产业服务研究所

2.1.3 新产能投放主要在阔叶，针叶浆供应更脆弱

针叶浆市场处于平衡状态，2020-2025 年的产能维持平稳，产能年均增速不到 1%。预计 2022 年仅比 2021 年有微幅的增长。针叶商品浆的总产能在过去五年中增加了 170 万吨。然而，2020 年由于位于加拿大的两家工厂关闭总产能减少了 50 万吨。2021、2022 两年在针叶浆方面，全球将不会有明显新增产能。今年针叶浆的需求产能比预计在 90% 左右，后期基本也维持平稳。

阔叶浆仍是商品浆增速的主要贡献者。在已经公布的短纤维和水溶性纸浆生产线建设项目中，从 2021 年第四季度开始，智利 Arauco 和巴西 Bracell 的年产量将分别新增 127 万吨和 280 万吨。巴西 LD Celulose 计划从 2022 年第一季度开始，在圣保罗州启动年产 50 万吨的项目。奥地利投资商 Lenzing 集团和 Duratex 集团的合资企业 LD Celulose 公司，将从 2022 年第一季度开始在米纳斯州投产，年产水溶性纸浆 50 万吨。巴拉圭 Paracel 自 2022 年第四季度投产后，年产能达 150 万吨。UMP 自 2022 年第四季度开始，纸浆年产能将新增 210 万吨，此外，其总投资 27 亿美元建在乌拉圭的生产线将于 2022 年底投产。从 2023 年初开始，巴西 Suzano 的年产能将新增 220 万吨。当年第四季度起，巴西 Euca Energy 年产能将新增 210 万吨。巴西 Eldorado 新的生产线投产日期尚未确定，预计短纤维纸浆年产能将新增 230 万吨。

考虑到浆厂的厂龄和产量，我们发现针叶浆的供应更为脆弱，发生计划外停产和意外维修情况的概率更高。如果我们把浆厂按照厂龄和产量来分，将工厂分为 A 和 B 两类：A 意味着低厂龄和高产量，B 意味着高厂龄和低产量。我们可以看到在全球范围内，针叶浆产能很大比例分布在 B 类工厂，而在 A 类工厂的占比则少得多。阔叶浆生产则相反，大多数都是 A 类工厂。这种情况会在全范围内，导致针叶浆可能产生更多由于技术原因造成的计划外停产和更长的维修停产期，这也将促使厂商在市场价格下跌周期中关闭低效工厂，从而使得针叶浆的底部价格在产能收缩下得到一定支撑。综合未来新增产能和浆厂情况，我们预计针叶浆和阔叶浆的市场价差在收缩后仍将有望扩大。

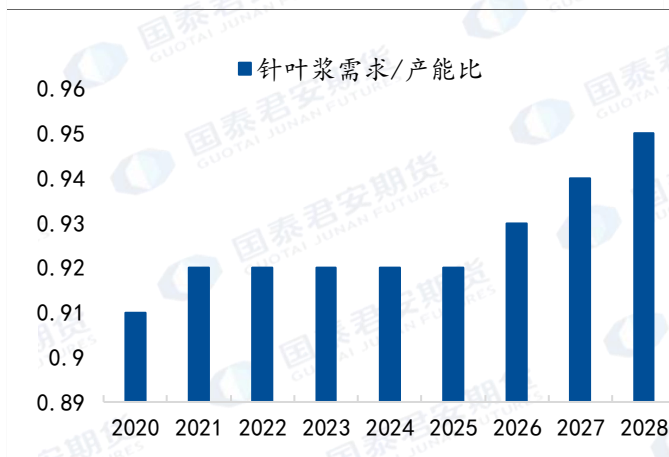
图 17：全球商品浆规划产能

年度	国家	集团	年产能 (万吨)	浆种	预计投产时间
2021 年	巴西	Bracell	280	溶解浆/漂桉浆	2021 年第四季度
	智利	Arauco	127	漂桉浆	2021 年第四季度

	巴西	LD Celulose	50	溶解浆	2022 年第一季度
2022 年	巴拉圭	Paracel	150	阔叶浆	2022 年第四季度
	乌拉圭	UPM	210	漂桉浆	2022 年第四季度
	巴西	Suzano	220	阔叶浆	2023 年第一季度
2023 年	巴西	Euca Energy	210	漂桉浆	2023 年第四季度
	瑞典	Stora Enso	40	针叶浆	2023 年第四季度
2024 年	芬兰	Metsa Group	150	针叶浆&阔叶浆	2024 年
其他	巴西	Eldorado	230	漂桉浆	尚未披露
木浆总计			1667		

资料来源：公开数据整理，国泰君安期货产业服务研究所

图 18: 未来几年针叶浆的需求/产能比会上升



资料来源：芬兰芬宝，PPPC Hawkins Wright，国泰君安期货产业服务研究所

图 19: 针阔价差收缩后中长期仍有望走扩



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货产业服务研究所

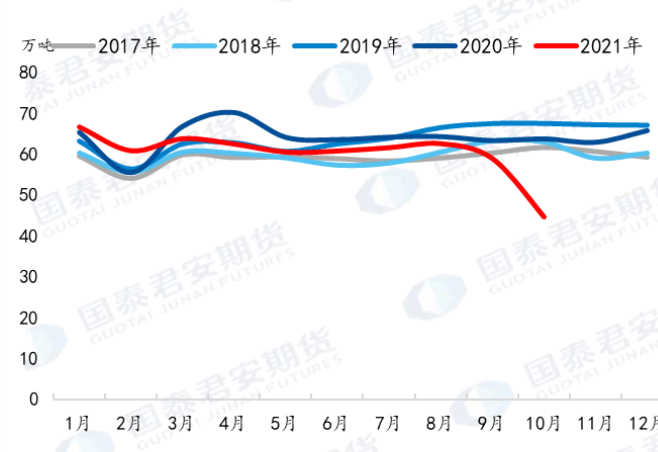
2.2 受益于“后疫情”需求修复，终端去库后缓慢企稳

与 2021 年下半年相比，2022 年木浆消费量进一步向下深探的可能性不大，上半年或许会维持需求偏弱的格局，而下半年受益于传统旺季和需求回补或存在修复机会。因而对于盘面来说，下半年的故事可能发生在需求侧。2021 年国内木浆需求下行明显。尤其是下半年，漂针、漂阔浆的消费量均明显走弱。截止到 10 月数据，漂针浆消费总量同比回落 29.94%，环比回落 24.3%；漂阔浆消费量同比回落 4.5%，环比回升 7.7%。1-10 月，漂针浆累计消费量 603.43 万吨，下滑 5.83%，漂阔浆累计消费量 1460.84 万吨，下滑 5.48%。导致下半年消费量大幅下滑的主要原因有：一、9、10 月受到限电双控政策影响，下游纸企开工回落，9 月影响特别明显。二、买涨不买跌的心态下，国内贸易商及浆厂消化前期库存为主，减少采购。

前期下游纸企加速上产能，产能扩张迅速，成品库存偏高，本次双控减产正好可以消化库存。能耗双控与电力紧缺对于林浆纸产业链来说，更多的影响是体现在下游端；对短期下游的开工、产量造成冲击。长期来看，随着双控政策趋缓，国内需求总量仍将平稳过渡，政策或加速产业出清与洗牌。8 月 12 日，国家发展改革委印发了《2021 年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》，在能源消费总量控制方面，仍有 8 个省（区）为一级预警（形势十分严峻）。所谓能耗双控最早是 2015 年提出，旨在按省、自治区、直辖市行政

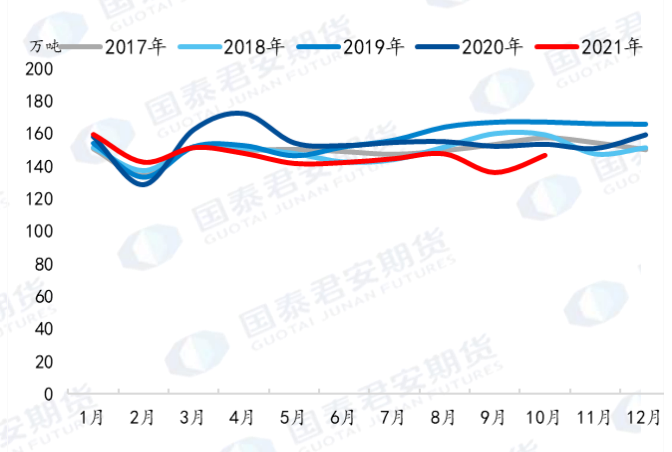
区域设定能源消费总量和强度控制目标,对各级地方政府进行监督考核。从目前的情况看,诸如广东、广西、福建和江苏等造纸大省,都进入了能耗双控“双红线”区域。广东自今年5月就开始实行“开五停二”有序用电。江苏则是从9月15日起,部分地区实施限电,时间暂定为15天。而玖龙纸业、理文造纸以及山鹰纸业等均有多家位于广东、福建的工厂发布停机函。2021年9月以来,包括玖龙纸业、理文造纸、山鹰纸业、太阳纸业、晨鸣纸业、APP、博汇纸业等龙头纸企在内的多家纸企已发布停机函。根据已披露的停机函统计,9-10月各纸种减产量达到70万吨。供给端的压力已经开始反应在价格上。包装用纸包括瓦楞、白卡,以及生活用纸都有涨价函陆续发出。下文会从木浆系三大类纸品:包装用纸、生活用纸及文化用纸来分别阐述细分下游的情况。

图 20: 漂针浆消费总量回落



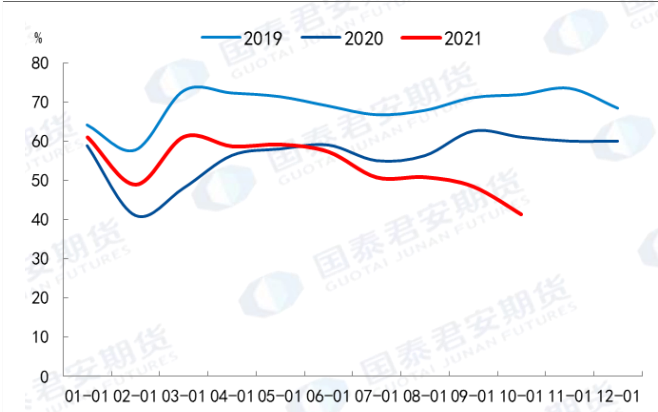
资料来源: 隆众资讯, 国泰君安期货产业服务研究所

图 21: 漂阔浆消费量走势弱稳



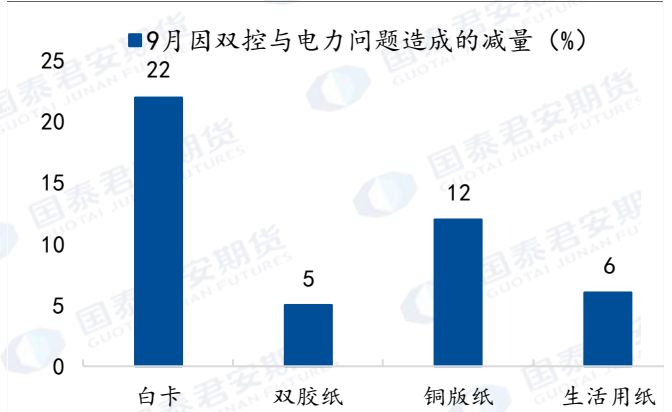
资料来源: 隆众资讯, 国泰君安期货产业服务研究所

图 22: 中国下游纸企开工率统计



资料来源: 隆众资讯, 国泰君安期货产业服务研究所

图 23: 9月因双控与电力问题造成的减量



资料来源: 亚太森博, 国泰君安期货产业服务研究所

2.2.1 包装用纸中长期需求格局向好, 但新增产能较多

白卡纸开工、产量稳步提升、企业库存高位回落, 未来景气度或将维持。从消费升级、产品迭代来看, 白卡对于白板纸的替代在增加; 随着“限塑令”的进一步推进, 食品卡有望获益, 发展势头良好; “后疫情”时代, 药品和高档化妆品销量回暖, 而中小型白卡纸企业陆续退出、行业集中度不断提高的背景下, 都将支撑白卡纸产品价格。

消费升级, 白卡对白板替代增加。白卡纸(原生白板纸)原材料为木浆, 白板纸(再生白板纸)原材料为废纸。白卡较白板纸更光滑, 价格更高, 更多用作高档包装, 但在一定程度上二者可相互替代。白卡纸2020年产量约为902万吨, 同比增长1%, 白卡纸开工率经历从2016年低位开始逐步回升, 2020年开工率较2019年下降10pct至72%。2016年白卡纸行业开工率降至历史低位, 2017-2019产能增长有限, 同时出现白卡对白板的替代, 开工率逐步提升至高位。短期内白卡纸新增产能较为有限, 未来2-3年, 白卡请务必阅读正文之后的免责条款部分

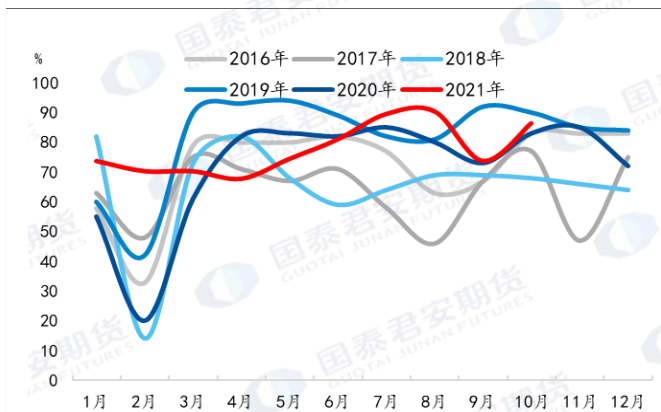
纸新规划产能预计约 670 万吨；其中，广西金桂预计 2021 年 10 月投产 180 万吨、太阳纸业预计于 2023 年 10 月投产 90 万吨。

限塑令推进，环保白卡纸为首选。商超、快递、外卖业寻求塑料替代品，环保白卡纸为首选。我国互联网外卖订单持续高增，商家对于环保餐盒的需求量显著提升。根据《国家食品安全标准食品接触用纸和纸板材料及制品》，食品级包装用纸需以原木浆为原料，食品级环保白卡有望成为主要替代材料。2015-2019 年我国互联网餐饮外卖订单量从 17 亿单增长到 160 亿单，年复合增长率为 75.15%，加上限塑令推进将助推塑料包装向环保级食品卡转移，白卡纸行业未来发展前景向好。

其次，药品和高档化妆品销量回暖，包装消费升级提升白卡纸下游需求。白卡纸下游需求多样化，多用于制作药品、香烟乳制品、台历、名片等高档包装，以及食品包装、餐饮服务类等环保包装。其中药品、香烟和食物类包装需求最大，分别占 28%、11%和 11%。今年以来，必选品增长稳健，可选消费于二季度逐步复苏，药品和化妆品销售额显著回升，卷烟和乳制品销量保持平稳增长，互联网外卖订单量高增，随着消费升级和环保政策，白卡纸行业景气度延续。

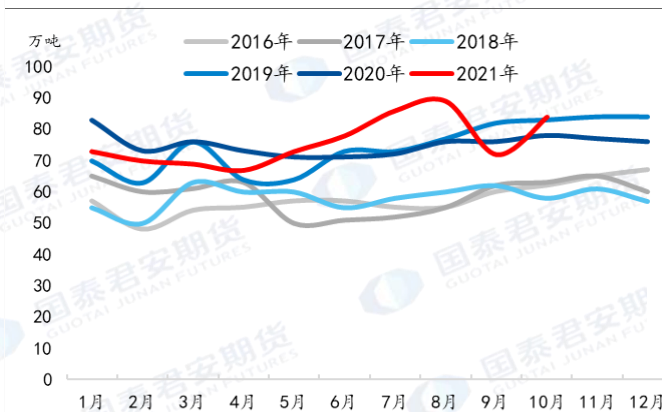
最后，在中小型白卡纸企业陆续退出、行业集中度不断提高的情况下，龙头纸企对白卡纸的市场定价话语权不断上升。数据显示，我国白卡纸现有产能 1034 万吨，其中金光纸业在浙江宁波和广西钦州合计共有白卡纸产能 350 万吨/年，博汇纸业现有最大产能为 215 万吨/年，晨鸣纸业和万国太阳的白卡纸产能分别为 200 万吨/年和 140 万吨/年。这四大白卡纸企业的市占率合计达到 87.52%。2020 年，在完成对博汇纸业的收购后，金光纸业的白卡纸国内市占率将达到 54.64%(加上金光纸业广西 180 万吨白卡纸新建产能后，市占率将达到 61.36%)。

图 24：白卡纸开工率企稳回升



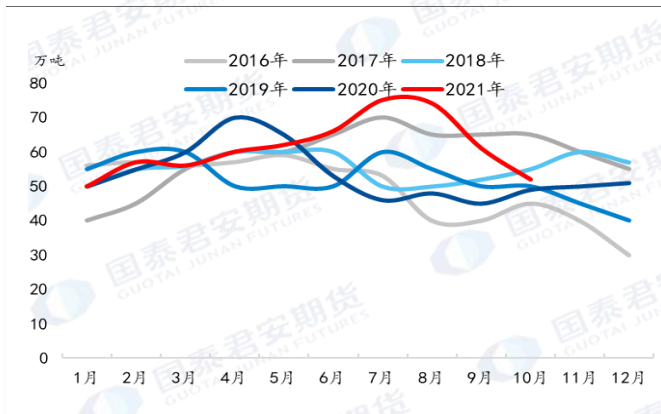
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货产业服务研究所

图 25：白卡纸产量



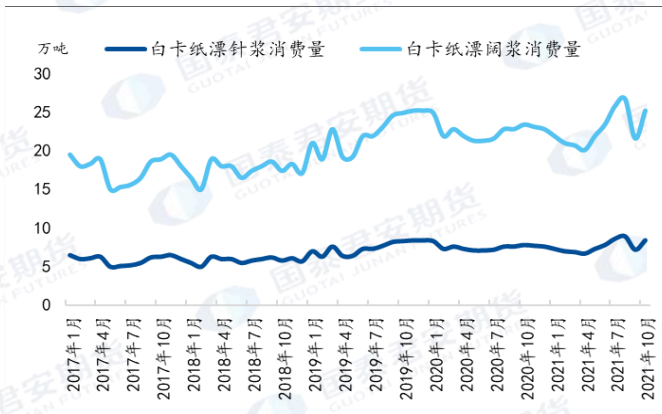
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货产业服务研究所

图 26：白卡纸企业库存去化明显特别是 Q4



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货产业服务研究所

图 27：白卡纸针、阔消耗量



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货产业服务研究所

图 28：2021 白卡纸新增产能

地区	省份	纸厂名称	产品	年产能(万吨)
华中地区	河南省	睢县龙升新材料有限公司	白卡纸	20
华东地区	山东省	山东中茂圣源实业有限公司	白卡纸	10
华东地区	浙江省	浙江海景新材料有限公司	白卡纸	10
华东地区	江西省	江西五星纸业业有限公司	食品卡	50
华南地区	广西	广西金桂浆纸业业有限公司	白卡纸	90
华南地区	广西	广西太阳纸业纸板有限公司	白卡纸	90
				270

资料来源：隆众资讯，国泰君安期货产业服务研究所

图 29：2022-2025 白卡纸新增产能

地区	省份	纸厂名称	产品	年产能(万吨)
华东地区	山东省	德州泰鼎新材料科技有限公司	白卡纸	
华东地区	江苏省	江苏博汇纸业业有限公司	白卡纸	100
华东地区	江苏省	亚太森博（江苏）浆纸业有限公司	白卡纸	200
华东地区	浙江省	宁波亚洲浆纸业业有限公司	白卡纸	150
华东地区	浙江省	浙江鹤丰新材料有限公司	食品卡	30
华东地区	江西省	金鹰（江西）产业园赛得利高档白卡纸项目	白卡纸	120
华东地区	福建省	联盛浆纸（漳州）有限公司	白卡纸	200
华南地区	广西	广西金桂浆纸业业有限公司	白卡纸	120
华南地区	广西	广西金桂浆纸业业有限公司	白卡纸	80
华南地区	广西	玖龙纸业（北海）有限公司	白卡纸	240
华南地区	广西	广西建晖纸业业有限公司	白卡纸	120
华南地区	广西	广西理文浆制造有限公司	白卡纸	160
华南地区	广西	广西仙鹤新材料有限公司	食品卡	60
华南地区	广西	亚太森博（广东）纸业业有限公司	白卡纸	200
华中地区	湖北省	黄冈晨鸣纸业科技有限公司	白卡纸	294
华中地区	湖北省	玖龙纸业（湖北）有限公司	白卡纸	120
华中地区	河南省	新乡新亚纸业集团股份有限公司	白卡纸	50
				2274

资料来源：隆众资讯，国泰君安期货产业服务研究所

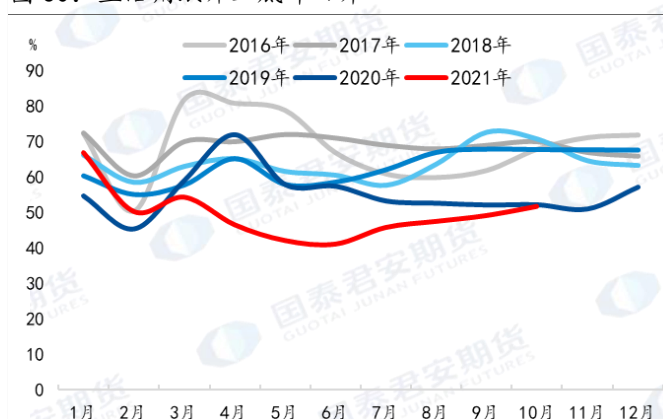
2.2.2 生活用纸短期利润修复后，刚需偏稳运行

生活用纸属于快速消费品中的一个生活必需品，其属性决定了它具有刚性需求。2021年上半年生活用纸市场先扬后抑，前期受浆价上行带动，行业景气度整体有所回升，但由于涨价传导至终端并不顺畅，市场价格在3月初开始转弱。下半年随着部分规模纸企新增产能陆续投放，整体供需矛盾依然严峻，价格重心上移空间不大，对于针叶盘面的拉动作用也有限。

2021年全年生活用纸消费增速大概率转负，2022年或有所修复。据统计：我国21年10月份生活用纸原纸当月产量为78.29万吨，环比增速5.26%，同比回落2.14%。今年1-10月生活用纸原纸累计产量达767.06万吨，同比回落10.41%。从开工来看，由于前三季度，企业毛利持续为负，开工维持低位。9、10月份，伴随着利润转好，下游企业开工、产量同步触底回升，企业库存高位回落，采浆意愿小幅回弹。然而随着“双十一”备货逐渐接近扫尾，同时，受到终端提价缓慢制约，中间环节加工厂、贸易商等采购原纸的热情有所减退，需求端后续支撑力度略降。

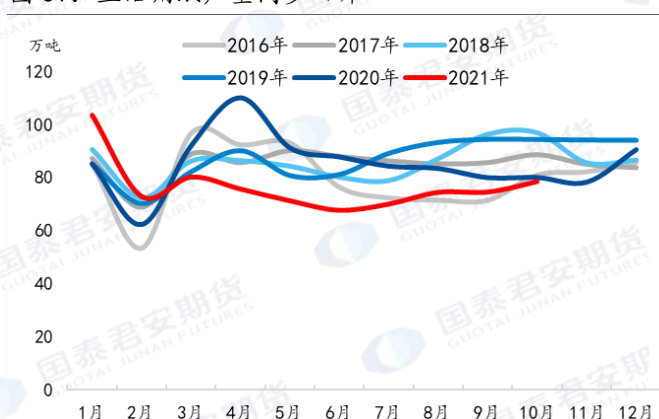
2022年的卫生纸消费增速或修复至1%-3%之间。2021年的消费下滑或是2020因疫情期间的大量囤货使得终端购买力提前透支。2021年全年新增产能超过200万吨，加重了当前国内生活用纸供需失衡的局面，过剩的矛盾仍需一定时间由市场进行消化。2022年仍有大量新装置投产，预计2022年卫生纸的过剩格局不变，产业链多数时间维持在盈亏平衡或处于亏损状态仍是2022年的主要状态。从目前了解的情况来看，新投产计划都是中大型纸企的投产，有利于市场集中度的提高。短期来看生活用纸产能过剩的局面难有缓解。我们只能寄希望于生活用纸社会库存高位回落，传统淡季季刚需补库需求对盘面的拉动作用。

图 30：生活用纸开工底部回升



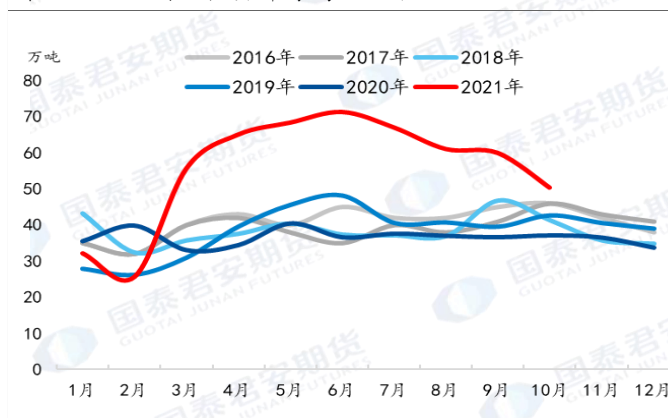
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货产业服务研究所

图 31：生活用纸产量同步回升



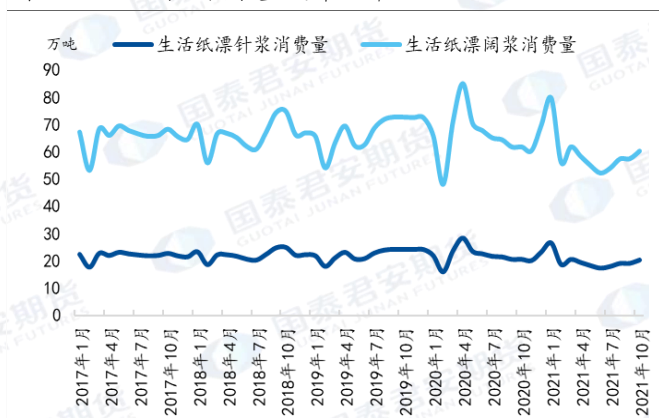
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货产业服务研究所

图 32：生活用纸社会库存高位回落



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货产业服务研究所

图 33：生活用纸耗浆量底部回升



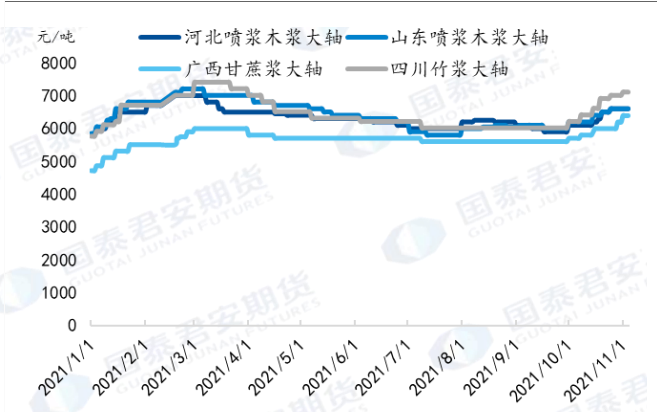
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货产业服务研究所

图 34：生活用纸利润



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货产业服务研究所

图 35：生活用纸价格



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货产业服务研究所

图 36：2021-2022 年计划生活用纸投产项目

地区	省份	纸厂名称	产品	年产能(万吨)
华东地区	江苏省	金红叶纸业（南通）有限公司	生活用纸	78
华东地区	江苏省	中顺洁柔	生活用纸	40
西南地区	四川省	重庆理文纸业	生活用纸	30
西北地区	陕西省	大荔蔡伦纸业	生活用纸	4
西南地区	四川省	中顺洁柔四川浆纸一体化	生活用纸	30
西南地区	四川省	成都倪氏纸业	生活用纸	2.5
东北地区	黑龙江省	济南圣泉集团	生活用纸	15
东北地区	辽宁省	辽宁雨森	生活用纸	16
华南地区	广西省	广西金桂浆纸业有限公司	生活用纸	100
华东地区	安徽省	安徽东冠健康纸业有限公司	生活用纸	36
华南地区	广西省	广西太阳纸业有限公司二期	生活用纸	15
华东地区	江西省	金鹰（江西）产业园	生活用纸	30
华南地区	广东省	亚太森博（广东）纸业	生活用纸	10
华东地区	山东省	德州胜港纸业	生活用纸	2.5
合计				409

资料来源：隆众资讯，国泰君安期货产业服务研究所

2.2.3 文化用纸需求增量不足，进口纸冲击较大

文化用纸需求增量不足，下行趋势难改。文化纸下游主要为书本杂志、书写纸及商业宣传印刷等。根据下游印刷业和记录媒介的复制行业营收情况来看，从2011年开始，由于互联网的冲击，传统纸质印刷行业需求低迷，行业累计营业收入增速持续下滑，且下滑态势还未得到明显缓解。虽然我国人均用纸量仍处于世界较低水平，未来随着我国城镇化进程的持续推进，国民素质及商业活动也将进一步提升，文印产品需求有望保持平稳或小幅增长，但就全球来看，整个下滑趋势难以逆转。AFRY新版造纸市场预测《至2035年全球造纸市场展望》报告中指出：尽管一些地区对办公用纸和部分印刷用纸的需求将在2021年和2022年出现部分复苏，但预计出版用纸的需求将永远无法恢复到疫情前的水平。报告还预测：全球文化纸需求将每年平均下降2.1%，而生活用纸、箱板纸和白纸板的消费则分别每年平均增长2.6%、2.2%和1.7%。到2035年，包装纸在纸和纸板总需求中的份额预计将从63%增长到72%，生活用纸将从9%增长到12%。

进口成品纸大量涌入，给国内文化纸市场造成较大冲击。今年一季度，在浆价上涨的催化下，双胶纸价格曾从年初的 5500 元/吨上涨至 6800 元/吨；铜版纸价格从年初的 5880 元/吨上涨至 7775 元/吨。但到了二季度，进口成品纸大量涌入，给国内文化纸市场造成较大冲击，文化纸价格一度大幅回落。为防止恶性竞争，多家文化纸厂也发出了最低指导价函，联合稳定市场。统计数据显示，2021 年 1-9 月，我国累计进口双胶纸 81.62 万吨，同比增加 37.96%；仅 2021 年 5 月份，双胶纸的进口量就达到 10.96 万吨，同比增长 131.86%。2021 年 1-9 月铜板纸累计进口 23.86 万吨，同比增加 38.96%。单 2021 年 5 月，我国铜版纸进口量约 2.78 万吨，同比增加 55.3%，环比减少了 9.74%。

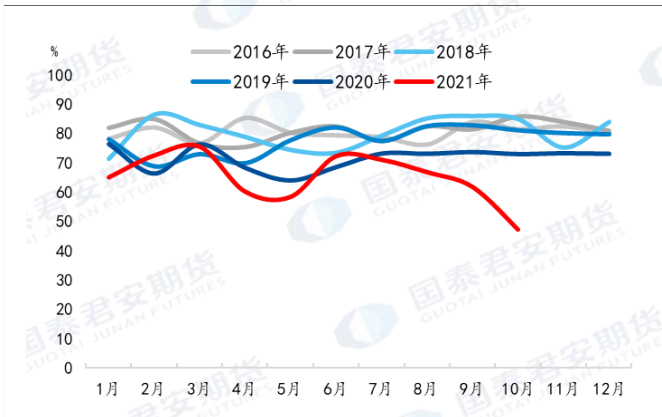
能耗双控和新增投产释放也使得文化纸厂面临重重压力。从 9 月开始，多家文化用纸生产企业就纷纷发布停机通知，“响应国家节能减排政策”。APP 金光集团旗下金东纸业 9 月 19 日起各机台轮流停机，合计停机 14 天，减少铜版纸供应量 2.7 万吨。玖龙纸业东莞基地 10 月 1 日-8 日针对文化纸停机 8 天。铜板纸和双胶纸的开工率也在 10 月分别跌至 47.19% 和 49.74%。

纸企主动或被动宣布停机计划，供给收缩加速库存出清，为纸价提价奠定了基础。从 10 月铜版纸和双胶纸的企业库存来看，较 9 月分别下降了 4.29 万吨和 8.78 万吨。当前文化纸价格初步现企稳态势，考虑价格及盈利处于历史低位，文化纸基本触底；但企业库存尚处于高位，仍需一段时间进行去化。目前我们看到文化用纸价格企稳，毛利水平小幅回升，但开工情况依然不乐观。

明年来看，上半年受制于网络电子化、以及疫情对于商业会议、会展等人流限制，铜板纸需求难言好。但我们预计下半年疫情、物流扰动逐步消退，那么铜版纸需求或有改善。铜版纸产能利用率与集中度高于双胶纸，2020 年铜版纸 CR4（产量）为 74%，新增产能方面，铜版纸暂无规划产能，龙头纸企议价能力较强。

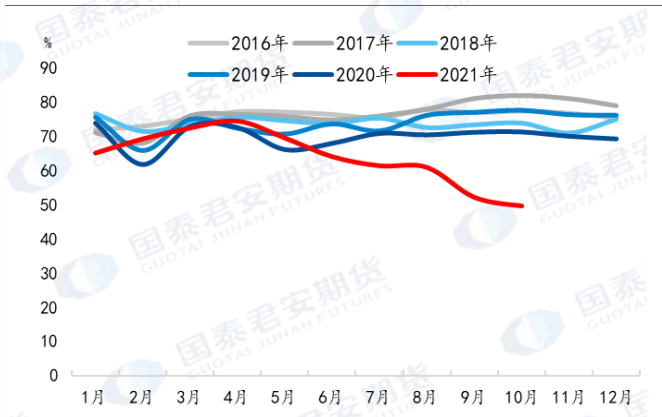
双胶纸需求在明年下半年改善可能性较高。首先，海运费高位回落将有利于国内印刷制品出口；第二，国内去库预计在上半年基本都完成，下半年 8-9 月为秋季出版社招标季、10 月至次年 2 月为春季出版社招标季，教材教辅需求具有刚性；第三，2022 年党的二十大会议将召开，或会带来一定的宣传材料印刷需求。第四，2021 年的“双减”政策在 2021 年四季度出现了一定的政策性修正，课辅教材需求或有所回补。另外，虽然 2020 年双胶纸 CR4 为 38%，并不高，但新增产能主要集中于头部企业，行业集中度将有所提升。我们预计需求端的故事更多将发生在下半年。

图 37：铜板纸开工回落



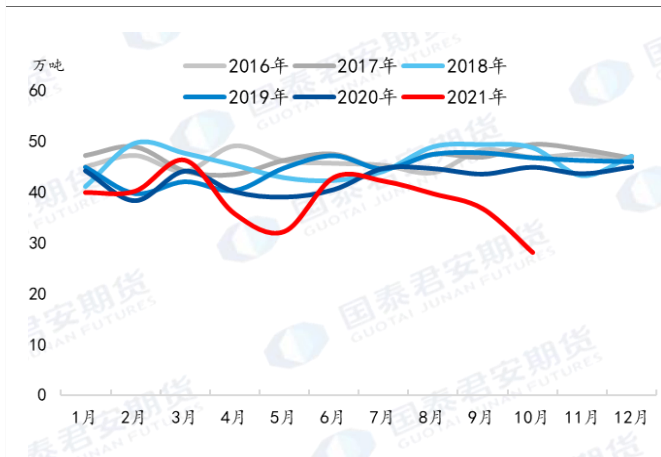
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货产业服务研究所

图 38：双胶纸开工回落



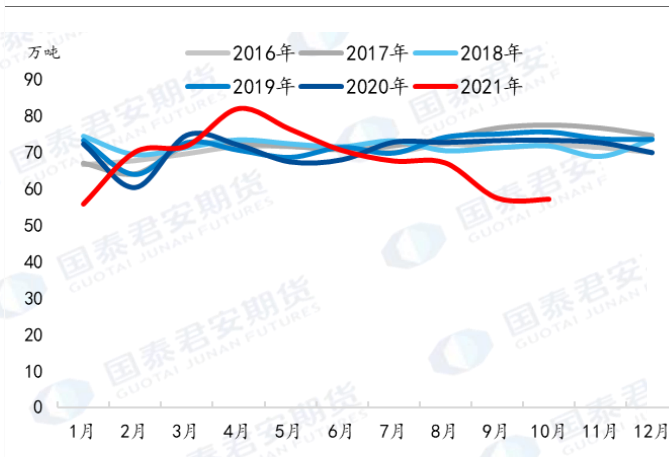
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货产业服务研究所

图 39: 铜板纸产量回落



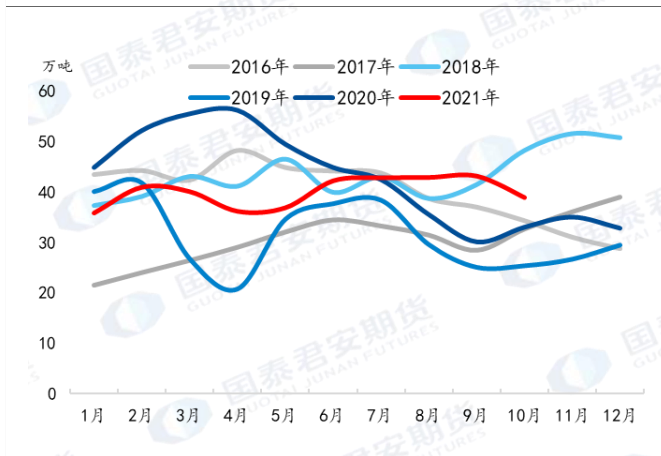
资料来源: 隆众资讯, 国泰君安期货产业服务研究所

图 40: 双胶纸产量回落



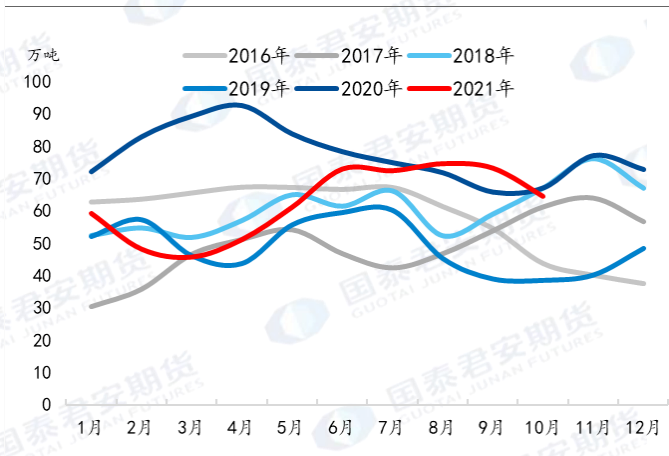
资料来源: 隆众资讯, 国泰君安期货产业服务研究所

图 41: 铜板纸企业库存



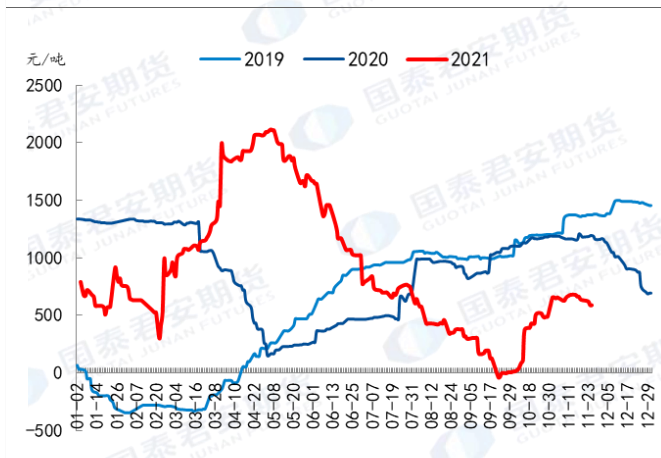
资料来源: 隆众资讯, 国泰君安期货产业服务研究所

图 42: 双胶纸企业库存



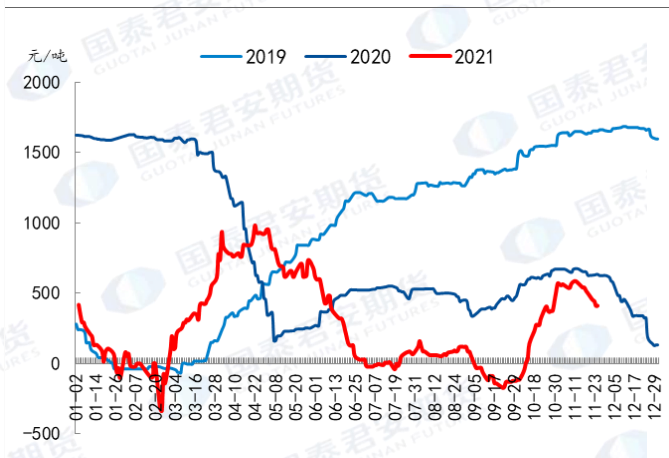
资料来源: 隆众资讯, 国泰君安期货产业服务研究所

图 43: 双铜纸利润



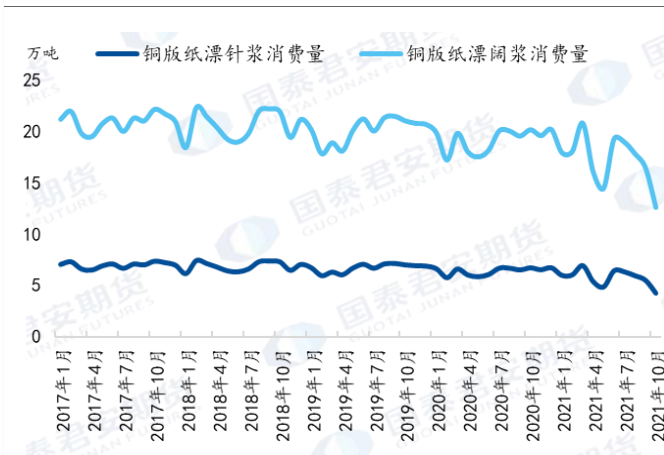
资料来源: 隆众资讯, 国泰君安期货产业服务研究所

图 44: 双胶纸利润



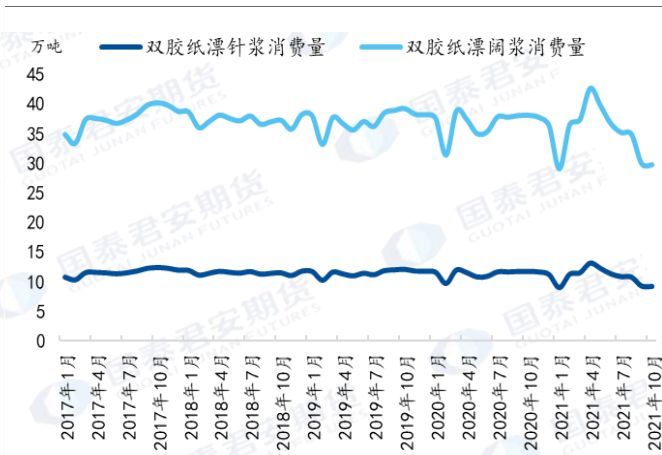
资料来源: 隆众资讯, 国泰君安期货产业服务研究所

图 45: 双铜纸耗浆量



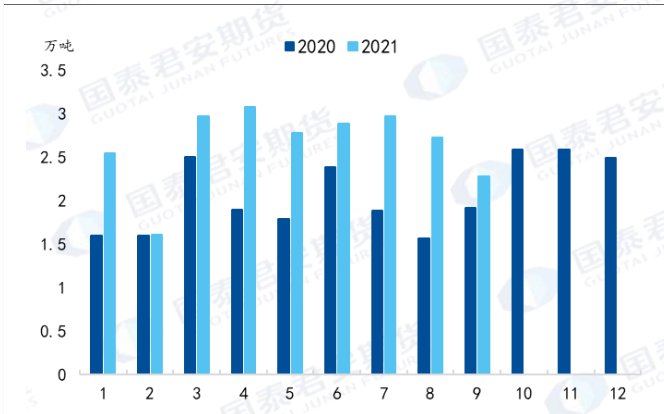
资料来源: 隆众资讯, 国泰君安期货产业服务研究所

图 46: 双胶纸耗浆量



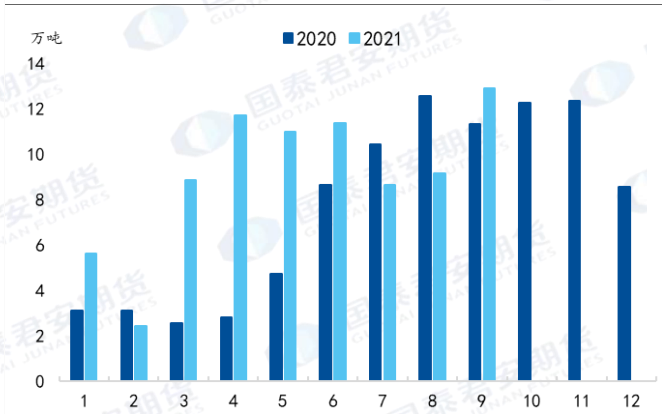
资料来源: 隆众资讯, 国泰君安期货产业服务研究所

图 47: 双铜纸进口量



资料来源: 隆众资讯, 国泰君安期货产业服务研究所

图 48: 双胶纸进口量



资料来源: 隆众资讯, 国泰君安期货产业服务研究所

图 49: 2022 年文化纸/双胶纸规划产能(铜版纸近几年无新增产能)

地区	省份	纸厂名称	产品	年产能 (万吨)	预计投产时间
华南地区	广东省	亚太森博纸业	文化纸	90	2022 年
华东地区	山东省	山东博汇纸业	双胶纸	45	2022 年
华东地区	福建省	福建泰盛纸业	双胶纸	30	2023 年
华东地区	福建省	福建联盛纸业	双胶纸	40	2023 年
华中地区	湖南省	湖南岳阳林纸	双胶纸	70	2023 年
西南地区	四川省	四川永丰纸业	双胶纸	20	2024 年
华中地区	湖北省	黄冈晨鸣纸业	双胶纸	53	待定
				348	

资料来源: 隆众资讯, 国泰君安期货产业服务研究所

3. 结论与投资展望

3.1 2022 年浆价判断

2022 年针叶浆市场仍将处于平衡态势, 上半年极端天气或疫情导致的供应链限制这些短变量将阶段性的作用于盘面; 下半年或受益于去库后的需求回补, 导致结构性供需错配矛盾, 全年或呈 U 型态势。2022 年上半年的故事或在供应端, 而下半年受到旺季驱动和补库需求或在需求端发力, 全年结构性机会偏多, 但受制于宏观面和去年高点偏高且持续时间较长, 2022 年全年重心回落, 预计 U 型上方空间不会特别大。

供应端的故事应该围绕着气候和疫情的不确定性展开，这是短变量。从国家气候中心获悉拉尼娜状态将在未来三个月持续，异常气候已经在11月中下旬造成了加拿大西端卑诗省供应链中断。供应链受阻引发市场对于加针供应担忧。同样的，疫情带来的不确定性也给供应端造成了扰动，疫情导致内蒙古满洲里已全面停航停运，交通管制使俄针物流或又受到影响。由于针叶浆没有明显的供应过剩，产能利用率又在高位，国内针叶又基本依赖进口，供应端的长尾效应将在上半年特别是Q1持续发酵。

下半年，主要看需求的修复预期能否兑现，这是长变量。各主要木浆系纸种在连续3个季度左右的下滑后，终端及渠道库存均已不多，产业库存主要集中于纸厂环节。按照淡旺季及去库节奏来判断，预估下半年需求修复驱动的概率更大，考虑到偏弱的宏观面，预计上方修复空间不会太大，难以回到2021年3月的高点。

3.2 投资展望

2022年的高点或出现在Q1和H2。Q1仍将受益于供应链中断形成的长尾效应，春季前的传统补库需求。但上半年的供应去库压力会高于下半年。虽然长周期上纸浆的需求有边际性的增长，但是偏弱的宏观面下，纸浆难独善其身。从“后疫情”需求修复的角度来看，上半年仍有去库压力，下半年受补库需求及旺季影响产生更为明确的上涨驱动概率更高。2022年趋势性行情难现，年度重心回落，结构性震荡市为主。预估2022年全年价格波动区间会在4800-6600元/吨，中枢5000-5500元/吨附近。