



2021 年 4 月 30 日

纸浆：终端传导不畅，节后面临调整

✍ 高琳琳

投资咨询从业资格号：Z0002332

✉ gaolinlin@gtjas.com

我们的观点：

下游原纸迎来淡季压力，白卡出现拐点，文化用纸订单不理想，生活用纸厂停机观望，市场后期或面临调整。

我们的逻辑：

纸浆上涨驱动：本轮纸浆上涨主要是因为纸浆供应受限和需求复苏的供需错配逻辑持续发酵。作为交割品的针叶木浆持续传出供应减量消息，配合下游成品纸报价持续上调，带动纸浆价格上行。而海外央行基于抗疫需要的大量货币投放也增加了通胀预期，流动性盛宴提前预支了包括纸浆在内的大宗商品价格的上涨幅度。

纸浆顶部信号：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。

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。从去年 11 月至今期货市场涨幅已超 60%，目前市场估值已经处于历史高位。

后市可能的潜在下跌驱动：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的现象已经逐步显露，后期或加剧。

下跌驱动重点关注因素：纸厂挺价持续时间、开工率回落速度、纸厂毛利等。

自 2020 年 11 月初以来纸浆期货价格持续走强。截至 4 月 26 日，SP 主力合约较 11 月低位上涨幅度超 60%，绝对价格上涨 2778 元/吨。现货市场价格也水涨船高，山东地区银星、俄针价格同期涨幅近 59%。

本轮纸浆上涨主要是因为纸浆供应受限和需求复苏的供需错配逻辑持续发酵。作为交割品的针叶木浆持续传出供应减量消息，配合下游成品纸报价持续上调，带动纸浆价格上行。而海外央行基于抗疫需要的大量货币投放也增加了通胀预期，流动性盛宴提前预支了包括纸浆在内的大宗商品价格的上涨幅度。目前，纸浆已经出现顶部信号。不仅估值偏高，而且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。看淡后市的具体原因，我们会从下游原纸三个细分市场：白卡纸、文化用纸和生活用纸分别论述。

1. 本轮上涨驱动

本轮纸浆上涨主要是因为纸浆供应受限和需求复苏的供需错配逻辑持续发酵。作为交割品的针叶木浆持续传出供应减量消息，配合下游成品纸报价持续上调，带动纸浆价格上行。而海外央行基于抗疫需要的大量货币投放也增加了通胀预期，流动性盛宴提前预支了包括纸浆在内的大宗商品价格的上涨幅度。

2020 年四季度，浆价仍处于低位，但不少贸易商已经察觉底部区间的到来，开始囤货。随着价格重心逐步上移，越来越多的贸易商、期现公司、下游中小型纸厂加入到边际买盘中来，造成后期流通盘现货偏紧。海外浆厂因疫情检修推迟，国际运费上涨，海运受阻等问题也加剧了国内供应偏紧的局面。2020 年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。金鱼公司 Impertriz 浆厂、Arauco 公司 Constitucion 浆厂、芬宝公司 4 家针叶浆厂、UPM 芬欧两家芬兰漂针浆厂，加拿大 PE 旗下 Crofton 浆厂、Mercer 国际集团德国 Rosental 漂针浆厂、瑞典森林集团 Monsteras 浆厂都在下半年集中检修，一定程度上影响了向中国的正常发运量。

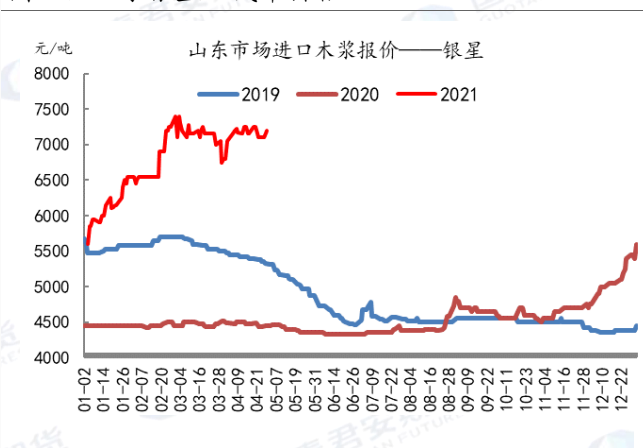
而与此同时，“限塑令”和“禁废令”使市场情绪获得提振。“以纸代塑”和“纤维短缺”两大主题投资让抄底资金对于纸浆后期需求增加有了更多期待。进口木浆外盘连续报涨，下游原纸企业陆续发布多次涨价函，也助推期货价格上涨。2020 年下半年至 2021 年，纸浆下游原纸——文化用纸、生活用纸、白卡纸新增产能超 620 万吨。其中，文化纸新增 171 万吨，白卡纸新增 220 万吨，生活用纸新增约 230 万吨，纸浆下游需求端迅速扩张。从原料端来看，针叶基本无新增产能，下游扩张速度远超上游端。

图 1：盘面价格



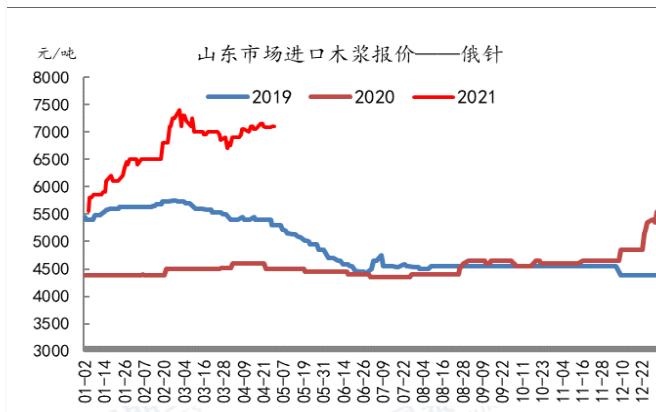
资料来源：同花顺、国泰君安期货产业服务研究所

图 2：山东银星人民币价格



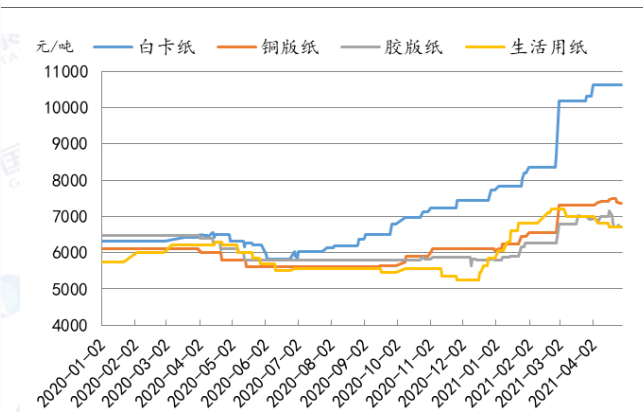
资料来源：隆众化工、国泰君安期货产业服务研究所

图 3：山东俄针人民币价格



资料来源：隆众化工、国泰君安期货产业服务研究所

图 4：下游原纸涨价



资料来源：隆众化工、国泰君安期货产业服务研究所

2. 为什么不好节后浆价？

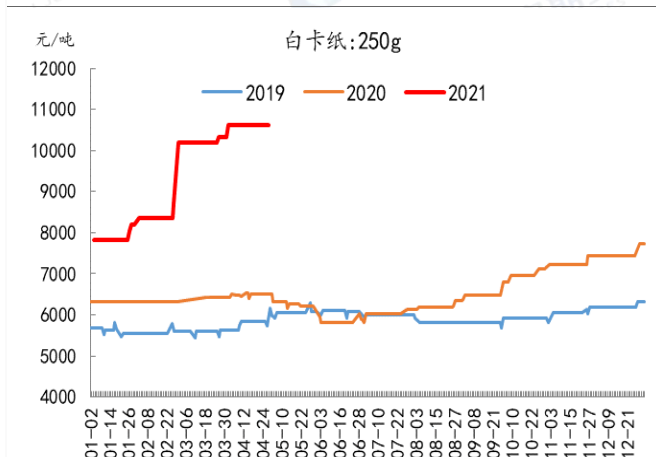
国内造纸业传统淡季为5—7月，纸厂开工率会有所下降，对纸浆需求亦会减少。往年在这段时间，纸浆价格都会有所调整。目前上游原料涨价压力向中下游传导的过程已经出现问题，成本提高挤兑利润使部分企业调降开工的现象已经逐步显露，后期或加剧。具体来看，白卡开工走低，文化用纸订单不理想，生活用纸厂停机观望，市场后期或面临调整。

2.1 白卡开工率走低，终端采买谨慎

白卡纸企业价格从去年6月底开始上涨，截至到2021年4月份，规模企业累计上调5000-5200元/吨，涨幅达到90%及以上。企业涨价时间较统一，幅度差距不大。白卡纸价格经过了十个月的持续上行，目前价格已经达到历史高位。白卡纸涨价对下游企业的影响，最直接关系到的是印刷厂及包装材料厂的成本增加。目前国内印刷厂及包材厂数量多，竞争大，议价能力较弱，涨价较难传导至终端消费者。

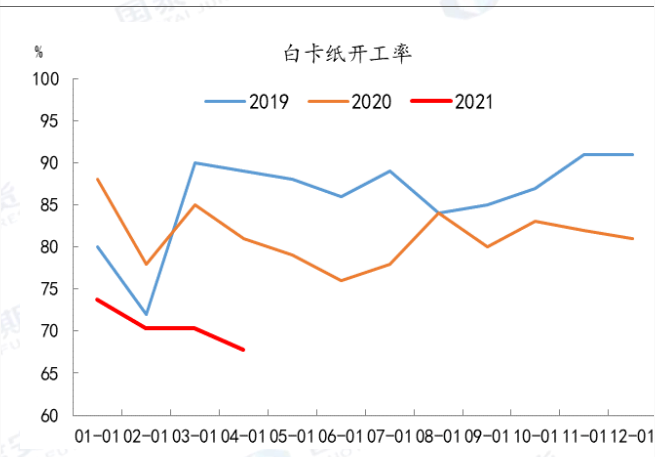
5月白卡纸企业计划继续提涨500元/吨，但从市场交投来看，观望情绪偏浓，下游对于高价较为排斥，部分地区纸价也出现冲高回落。贸易商出货价与工厂出货价持续倒挂，市场出货缓慢，信心不足。市场出货压力在中间商环节较为明显，考虑部分贸易商库存待消化，资金周转等因素，预计到5月底，白卡纸市场以消化社会库存为主。规模企业进行检修或限产，开工明显走弱，对原料采购需求回落。

图 5：白卡纸价格走势



资料来源：隆众化工、国泰君安期货产业服务研究所

图 6：白卡开工率

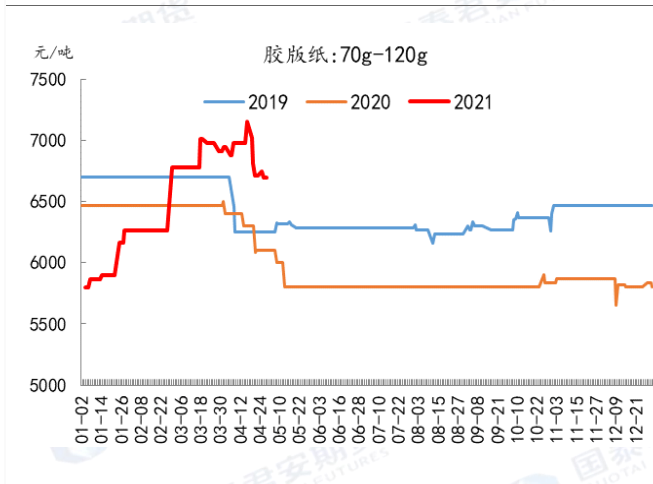


资料来源：隆众化工、国泰君安期货产业服务研究所

2.2 Q2 旺季支撑回落，文化用纸订单不理想

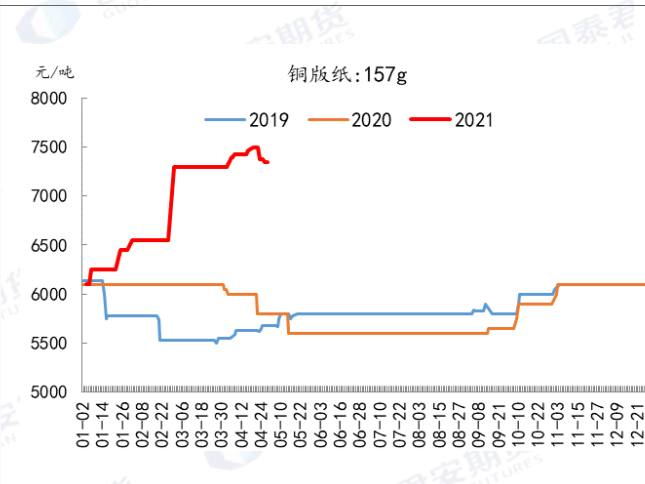
3月进入文化纸传统旺季，党建及教辅教材类出版订单陆续释放，需求利好纸厂，纸厂方面价格坚挺，然而终端印厂对高价消化欠佳，社会需求支撑有限，月底部分地区企业为回笼资金，市场报价走弱。4-5月虽仍处于文化纸需求旺季，但下游交投清淡，订单回落。6月份出版订单将逐渐收尾，后期价格或延续回落态势。进入二季度市场交投情况难有改观，受纸浆价格高位影响，纸企让利空间有限，目前文化纸利润尚可。但随着停机、转产计划发布，后期对于原料采购需求将有所回落，铜版纸开工已率先回落。下游经销商订单寥寥，库存压力大，对后市信心不足，部分看空心态出现，对于高价浆的采购将更为谨慎。

图 7： 双胶纸价格走势



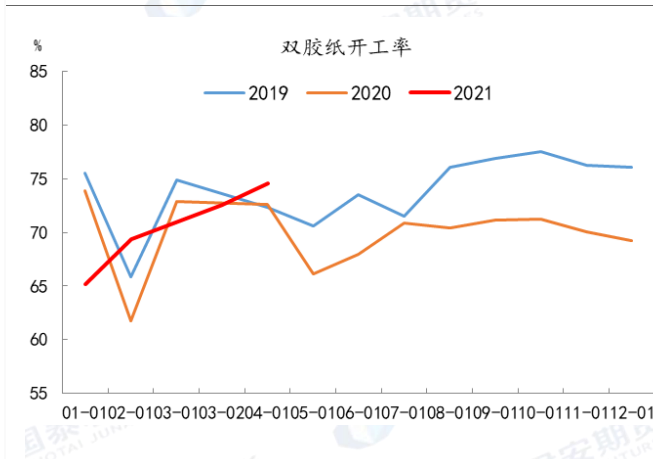
资料来源：隆众化工、国泰君安期货产业服务研究所

图 8： 双铜价格走势



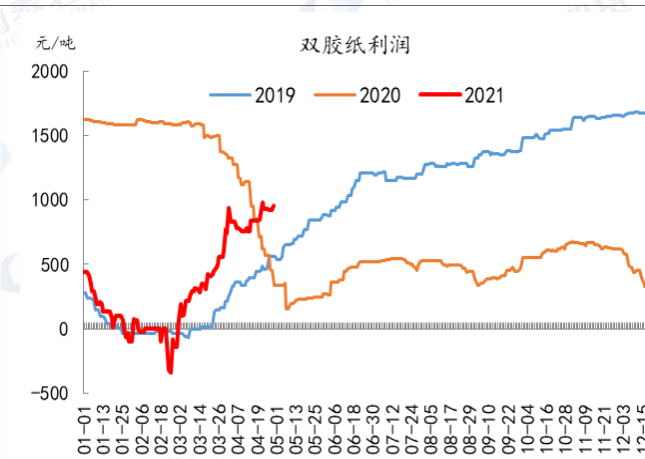
资料来源：隆众化工、国泰君安期货产业服务研究所

图 9： 双胶纸开工率



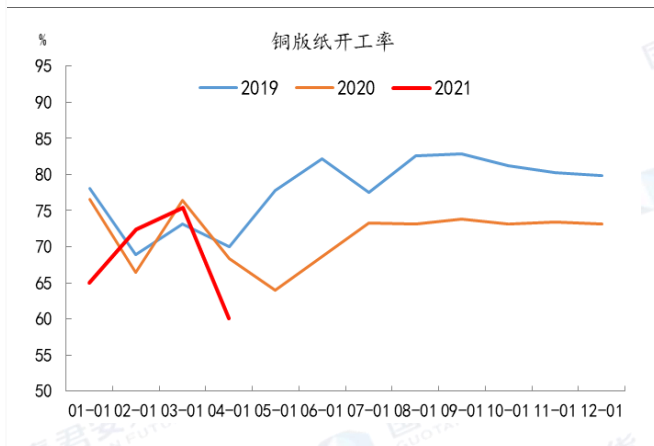
资料来源：隆众化工、国泰君安期货产业服务研究所

图 10： 双胶纸利润



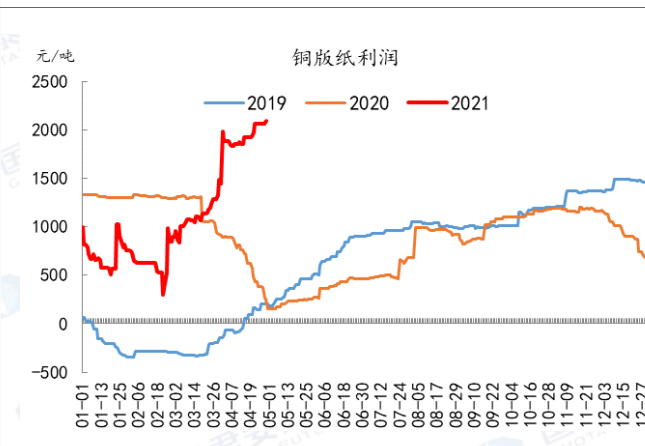
资料来源：隆众化工、国泰君安期货产业服务研究所

图 11： 双铜纸开工率



资料来源：隆众化工、国泰君安期货产业服务研究所

图 12： 双铜纸利润



资料来源：隆众化工、国泰君安期货产业服务研究所

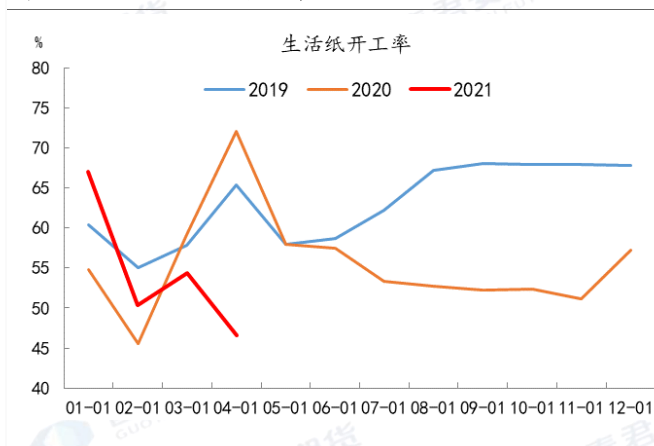
2.3 高成本挤压下游利润，生活用纸停机检修

生活用纸纸浆的原料一般包括木浆、棉浆、竹浆、甘蔗浆和其他草浆等，其中木浆占比最高达82%，且随着生活用纸高端化，占比仍有提升空间。河北保定的纸巾产量占据了全国近30%的市场规模。这里的纸企主要使用木浆作为造纸原料。3月17日后，保定多家纸厂同时发函停机检修，产能减少50%-70%，主要原因是原料上涨使下游厂家不堪重负。从生活用纸的利润情况来看，2021年基本都处于亏损的状态。

短期来看生活用纸产能过剩的局面难有缓解，仅2021年1月份达产的新增产能就有30多万吨之数，加重了当前国内生活用纸供需失衡的局面，激增的生产量仍需一定时间由市场进行消化。其中，部分浆纸一体化布局的规模纸企获益于前期原料储备量相对较大的情况（个别纸企原料库存达半年以上用量），当前利润承压仍相对可控，而较多中小纸企面临的情况则难言乐观，不得不被迫选择自主减产，目前生活用纸的开工率已经大幅回落到50%以下。

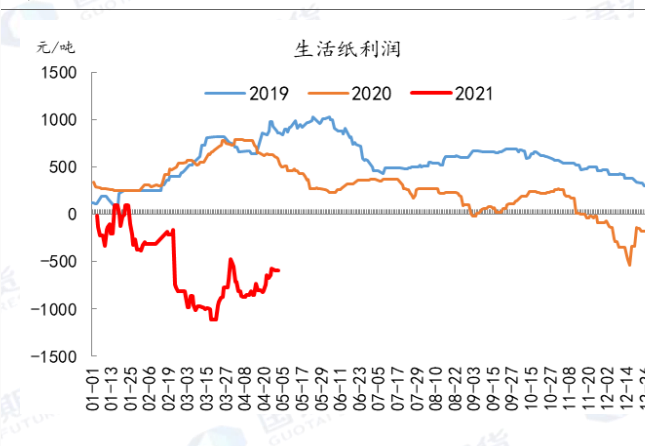
终端需求来看，增量不及预期。疫情期间的大量囤货使得终端购买力提前透支。4-6月是生活用纸的传统淡季，部分纸企或将进一步降低开机水平，消耗成品库存，原料补货动能趋弱。

图 13： 生活用纸开工率



资料来源：隆众化工、国泰君安期货产业服务研究所

图 14： 生活用纸利润



资料来源：隆众化工、国泰君安期货产业服务研究所

3. 市场估值偏高

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。从去年 11 月至今期货市场涨幅已超 60%，目前市场 7000 上方的估值已经处于历史高位。

无论是 10 年还是 17 年的纸浆牛市都是从纸开始。首先纸张起来了，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。面对后市需求淡季，我们认为纸浆价格在节后将面临进一步的价格调整压力。

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

上海延安路营业部

上海市黄浦区延安路 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