



2022 年 6 月 23 日

从供给约束到负重前行，后期压力增加

——2022 年下半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 年全球纸浆特别是针叶浆供应释放依然有瓶颈，但成本支撑趋弱，需求端特别是纸厂的压力在 8 月后将显著增加，浆价重心存在小幅回落可能。

我们的逻辑：从供应端看，供应约束、同质化的供应扰动消息，虽然边际影响逐步减弱，但下半年仍会对纸浆价格形成一定支撑。相类似地，成本端对纸浆价格驱动边际走弱，但亦会形成一定支撑。分区域来看，欧美进口减量，俄针进口反增，受海外供应链扰动影响，下半年针叶浆及阔叶浆供应端仍可能不时受到一些供应端消息影响而导致盘面波动。2022 年上半年，能源、木片、海运费暴涨对纸浆价格形成有力支撑。但值得注意的是，成本支撑有趋弱迹象，主要体现在木片及海运市场，对于盘面的支撑力度可能不及上半年。

从需求端看，大型纸厂和中小型纸厂对于高价浆的承受能力不同，导致下游对上游的反馈节奏上有一定差异性。木浆采用长协报价，大部分品牌签约后于次月发货，至中国的船期为 1.5-2 个月，大型纸厂多采用这种原料采购模式。由于 3 月的成品纸密集提涨，加上长协浆和自制浆以及良好的库存管理，上市公司的利润虽然被上游挤压，但总体成本仍可控，负反馈开启时间推迟。中小纸厂按照盘面基差点价购买，按照盘面浆价，中小纸企的即期利润已陷入严重亏损，停工降产已经开始。当下纸浆产业链下游利润矛盾正在逐渐累积，三季度国内终端需求阶段性复苏以及季节性旺季或对利润矛盾起到一些缓解作用。等到旺季预期过后，纸产品终端需求逐渐转弱叠加纸浆产业链下游利润矛盾愈演愈烈，负反馈开启，纸浆或迎来一轮趋势性回调。

投资建议：纸浆现货贸易上，我们建议产业链参与者可以按照盘面节奏逢低刚需采购。短期来说，外商挺价、供应有限和内需疲软、抵触高价的拉锯延续，盘面高位调整；中长期来看，今年的情况与 2019 年一季度非常相似，随着成品纸利润端亏损周期拉长，后期盘面的压力会加大，我们预计向下突破的概率偏高。跨品种套利方面，针阔叶价差已经收敛到历史同期低位，从供应和需求细分市场来看，两者价差中长期有望放大。虽然今年非标品及标品现货端紧张导致基差走强，但我们觉得随着时间的推移，后期供应偏紧的局面可能会有边际改善的预期，特别是阔叶浆还是有一些新增产能的投放。

作者简介：

高琳琳：国泰君安期货产业服务研究所天然橡胶、纸浆高级研究员，上海交通大学高级金融学院工商管理学硕士，CFA 持证人，法律职业资格证书持有人。2016、2017、2018、2019、2020 年“上期所”优秀分析师、2016、2017、2019、2020 年期货日报、证券时报优秀能化分析师。2017 年与夏龙合作撰写“期货服务实体经济征文”获上期所一等奖。2018-2019 年度上期所优秀能化分析师第一。

目录

1. 2022 年上半年纸浆走势回顾	3
1.1 一季度：供应端扰动不断，纸浆价格持续走强	3
1.2 二季度：需求走弱，成本支撑，多空博弈，纸浆价格高位震荡	3
2. 2022 年下半年纸浆运行逻辑：供应约束边际影响回落，下游负重而行后期压力增大	4
2.1 供应约束余波还在，但边际影响回落	4
2.1.1 供应端故事频发，欧美进口减量，俄针进口反增	5
2.1.2 成本支撑趋弱，海外供应商挺价，进口利润倒挂	8
2.2 下游负重而行利润分化，下半年后期压力加大	11
2.2.1 长协叠加自制浆，大厂成本可控但压力增加	11
2.2.2 中小纸厂已陷亏损，8 月后盘面压力加大	14
3. 结论与投资展望	16
3.1 2022 年下半年纸浆价格判断	16
3.2 投资建议	16

(正文)

1. 2022 年上半年纸浆走势回顾

1.1 一季度：供应端扰动不断，纸浆价格持续走强

1 月国内纸浆盘面价格呈现前半月走强后半月震荡走势，从月初 6078 元/吨上涨至 6296 元/吨，月内上涨幅度为 3.59%。针、阔叶浆外盘报价持续上涨，国际海运市场运力维持低位，阔叶浆供应偏紧为 1 月上旬国内纸浆价格形成有力支撑。1 月下旬，伴随春节到来，下游纸厂停车检修情况较为普遍，纸浆现货市场交投氛围逐渐转淡，盘面价格在供应端频繁扰动与需求阶段性转弱博弈下宽幅震荡。

延续此前基本面偏强格局，2 月纸浆盘面价格持续走强，从 2 月 8 日的 6322 元/吨上涨至 2 月 28 日的 6686 元/吨，涨幅达到 5.76%。整个 2 月海外供应端消息不断加剧了市场对供应端收缩的预期，盘面持续交易供应端矛盾。与此同时，针、阔叶浆外盘报价继 1 月上涨之后再迎新一轮大幅上涨，各品牌涨幅普遍在 5%-10%。浆价持续攀升下，下游纸厂被动提升成品纸价格。在纸浆产业链扩张背景下，成品纸涨价幅度不及浆价，利润向上游集中。

进入 3 月，纸浆盘面价格一度拉升至 3 月 9 日的 7438 元/吨随后高位回落。3 月上旬，俄乌冲突愈演愈烈，欧洲减少进口俄罗斯天然气以及欧盟对俄罗斯的“禁航令”导致欧洲电价和运费出现暴涨，进而驱使纸浆成本持续高位运行。叠加芬兰罢工、俄罗斯支付链受损导致市场对纸浆供给端收缩预期增加，从而进一步推升盘面价格。全球持续通胀背景下，俄乌冲突为“导火索”引爆全球纸浆产业链的诸多供应矛盾使得纸浆期、现价格快速上涨。

1.2 二季度：需求走弱，成本支撑，多空博弈，纸浆价格高位震荡

4 月纸浆盘面价格震荡上行，从 4 月 1 日的 6776 元/吨上涨至月末的 7276 元/吨，上涨幅度达到 7.4%。俄乌冲突持续为纸浆供应端扰动加码。在俄罗斯对欧洲减少天然气供应背景下，欧洲天然气价格持续高位，这也导致作为取暖替代品的木材价格出现快速上涨现象。欧洲高企的木材价格进一步抬升纸浆的生产成本，原材料成本端对纸浆价格形成强有力的支撑。此外，电价高位亦拉升造纸成本，能源危机下浆、纸同行，终端纸产品价格持续上涨延后下游负反馈的到来，使纸浆的上涨格局具有可持续性。但是国内各地疫情散点出现导致终端需求走弱，下游纸厂的开工率远低于往年同期水平，纸产品的去库速度以及幅度走弱。需求端疲弱导致纸浆上行承压，纸浆盘面价格在成本支撑下的上行趋势放缓。

5 月纸浆价格高位震荡。疫情持续时间超出市场预期，国内市场需求疲软，下游成品纸库存在进入 5 月之后出现小幅累库状态，价格亦出现松动。但能源价格、纸浆原木对纸浆成本端的影响仍在持续发酵，对纸浆价格形成稳固支撑。整个 5 月，全球纸浆产业链供应端扰动并未得到明显改善，针、阔叶浆的进口价格维持高位，盘面高位盘整。

图 1: SP 主力合约走势



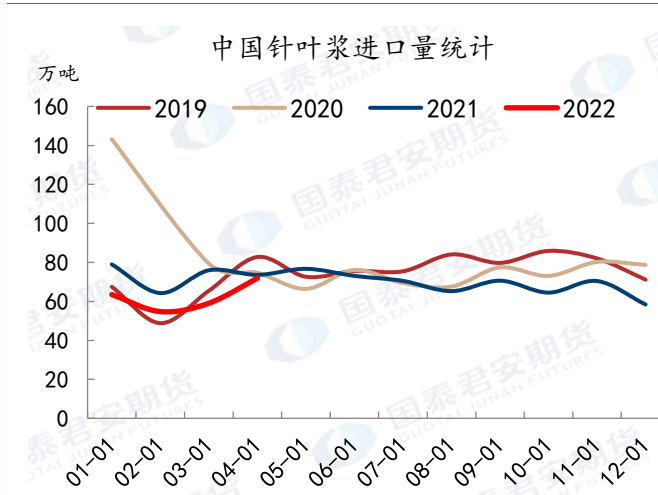
资料来源：博易云，国泰君安期货产业服务研究所

2. 2022 年下半年纸浆运行逻辑：供应约束边际影响回落，下游负重而行后期压力增大

2.1 供应约束余波还在，但边际影响回落

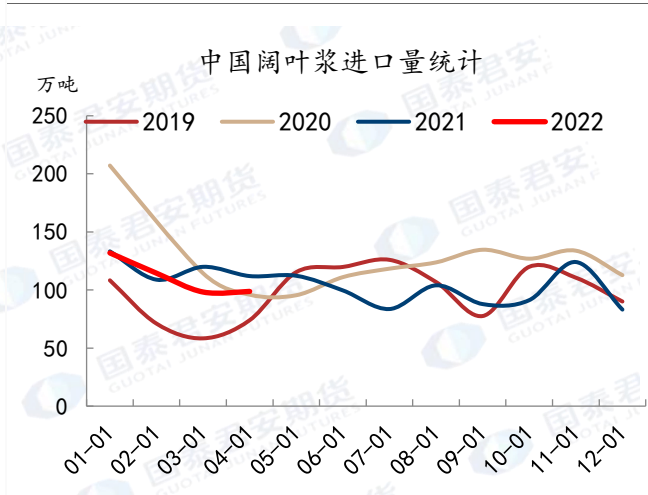
2022 年上半年纸浆产业链供应端矛盾尤为突出。当前阶段，虽然 UPM 罢工结束、俄乌冲突有所缓解、加拿大极端天气归于平静，我们认为供应端的约束、同质化的消息，虽然边际影响逐步减弱，但下半年仍然会对纸浆价格形成一定支撑。相类似地，成本端对纸浆价格驱动边际走弱，但亦会形成一定支撑。目前国内森林资源不足，环保限产严重，木浆主要依赖进口，进口依赖度达 60% 以上。其中盘面交易的针叶木浆进口依赖度接近 100%，主要针叶木浆进口国包括芬兰、加拿大、美国、俄罗斯以及智利。据统计，2022 年 1 月至 4 月我国针叶木浆累计进口量为 249.24 万吨，累计同比下降 14.9%。替代品阔叶木浆进口依赖度也达 50% 以上，主要阔叶浆进口国包括巴西和印尼。据统计，2022 年 1 月至 4 月我国阔叶木浆累计进口量为 443.43 万吨，累计同比下降 6.48%。受海外供应链扰动影响，下半年针叶浆及阔叶浆供应端仍可能不时受到一些供应端消息影响而导致盘面波动。

图 2：中国针叶浆进口量统计



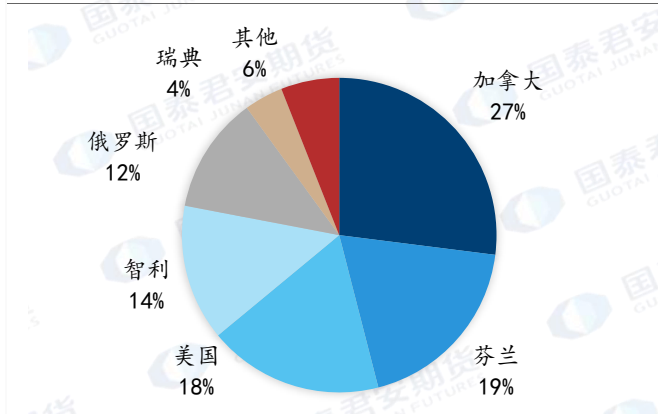
资料来源：同花顺 iFinD, 国泰君安期货产业服务研究所

图 3：中国阔叶浆进口量统计



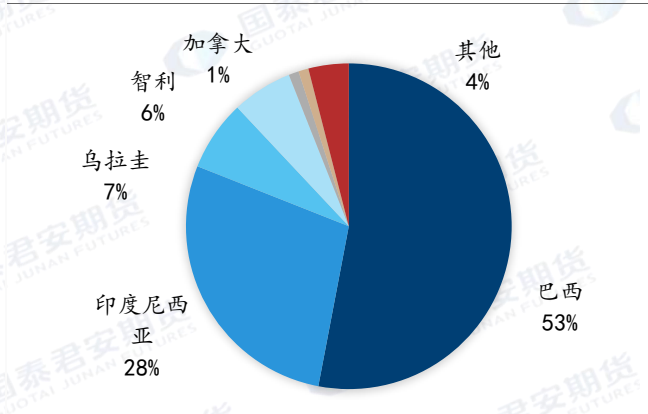
资料来源：同花顺 iFinD, 国泰君安期货产业服务研究所

图 4：我国针叶浆进口来源（进口量口径）



资料来源：卓创资讯，国泰君安期货产业服务研究所

图 5：我国阔叶浆进口来源（进口量口径）

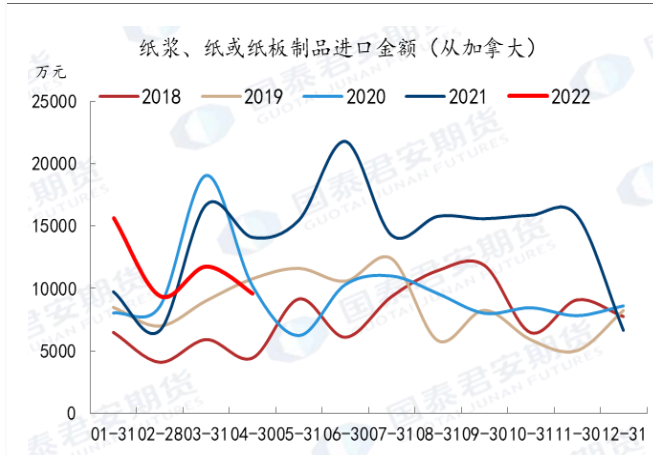


资料来源：卓创资讯，国泰君安期货产业服务研究所

2.1.1 供应端故事频发，欧美进口减量，俄针进口反增

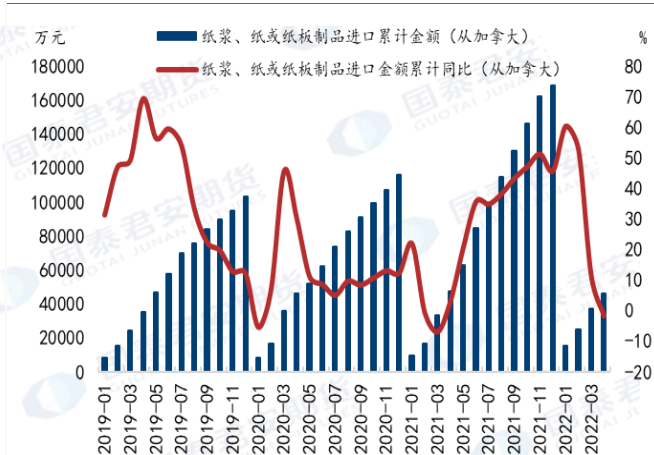
2022 年上半年全球纸浆产业链供应端故事频发，从数据来看，中国对欧美地区的针叶浆进口量下降，对俄罗斯针叶浆进口量不减反增。4 月中国纸浆、纸或纸板制品从加拿大进口金额为 9,592 万元，同比下降 32%。1 月至 4 月中国纸浆、纸或纸板制品从加拿大累计进口金额为 46,380 万元，累计同比下降 2%。4 月加拿大出口至中国针叶浆为 10.26 万吨，同比下降 40.4%，环比减少 31.6%。4 月中国纸浆、纸或纸板制品从美国进口金额为 40,252 万元，同比下降 15.4%，是自 2018 年以来同比最低位。1 月至 4 月中国纸浆、纸或纸板制品从美国累计进口金额为 139,568 万元，累计同比下降 15%。与加拿大和美国进口减量情况相同，芬兰对中国进口也出现减量情况。4 月中国纸浆、纸或纸板制品从芬兰进口金额为 3,192 万元，同比下降 59.8%，是近五年以来同比最低位。1 月至 4 月中国纸浆、纸或纸板制品从芬兰累计进口金额为 14,693 万元，累计同比下降 45%。由此看来，2022 年上半年，中国与北美及北欧地区整体纸浆贸易不容乐观。UPM 4 月底和解，欧洲交货时间为 3-4 个月，海外订单 5 个月往上，传导到中国的话可能要 9、10 月才能完全恢复供应；加拿大自然灾害影响木材供给量，多个纸厂永久性减产，在此背景下加拿大供应可能减量，供应的严峻形势或持续至下半年。

图 6：纸浆、纸或纸板制品进口金额（从加拿大）



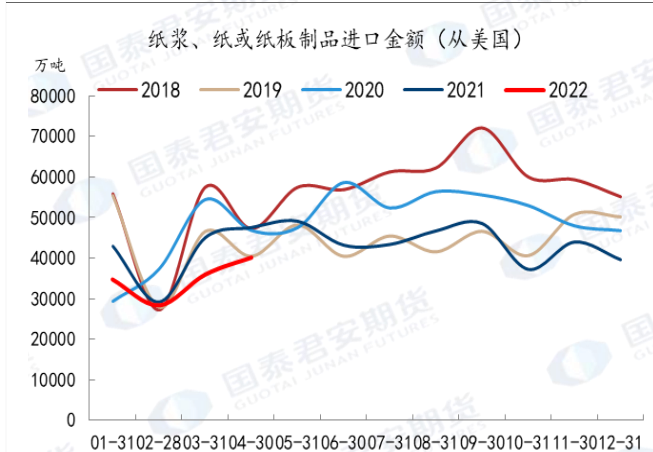
资料来源：Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图 7：纸浆、纸或纸板制品进口累计金额（从加拿大）



资料来源：Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图 8：纸浆、纸或纸板制品进口金额（从美国）



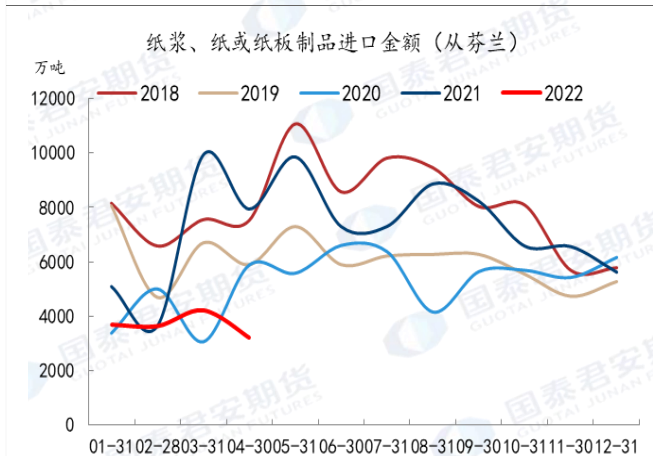
资料来源：Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图 9：纸浆、纸或纸板制品进口累计金额（从美国）



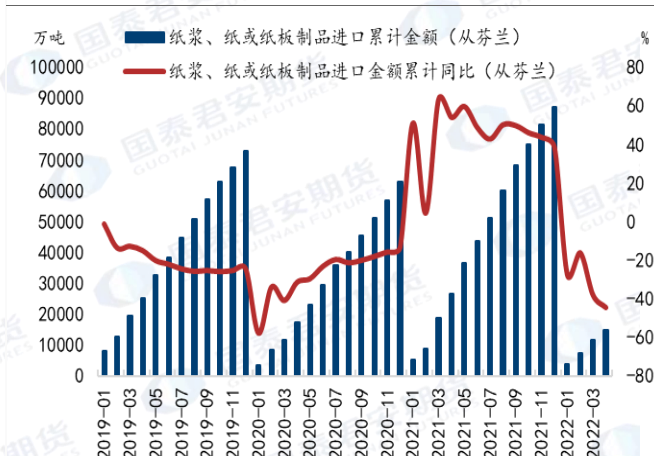
资料来源：Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图 10：纸浆、纸或纸板制品进口金额（从芬兰）



资料来源：Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图 11：纸浆、纸或纸板制品进口累计金额（从芬兰）

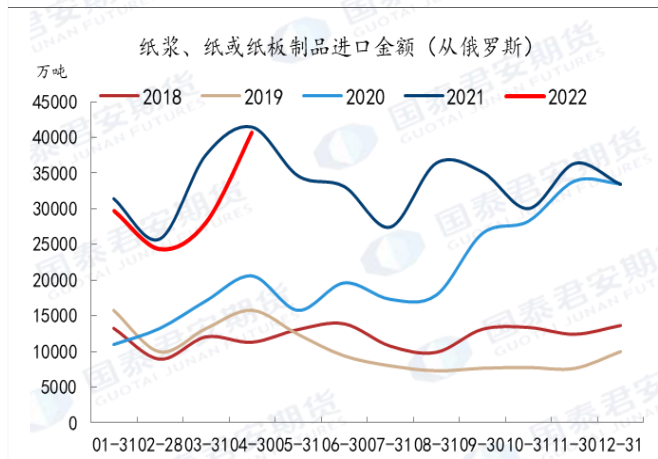


资料来源：Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

俄罗斯对中国纸浆出口量依赖度或抬升。自从2月下旬俄乌冲突以来，欧洲作为俄罗斯至关重要的贸易伙伴对俄罗斯展开了较为严苛的制裁措施。受俄乌冲突影响，俄罗斯口岸通关缓慢，欧盟对俄罗斯银行结算系统的制裁使得俄罗斯与欧洲进出口贸易支付变得极其困难，对欧洲出口纸浆持续受阻。与此同时，

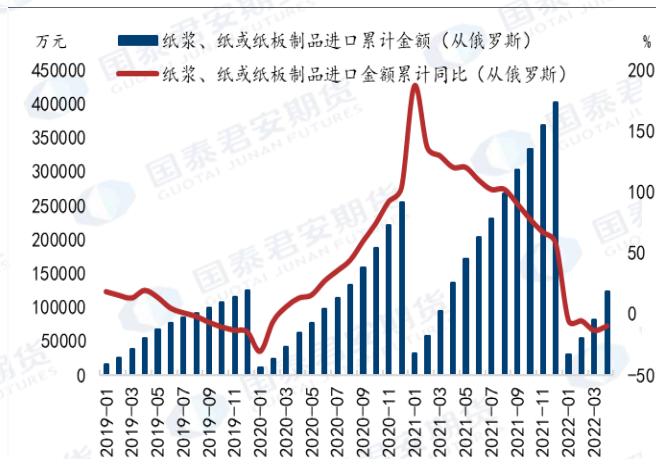
日本、韩国、德国等国家受地缘政治冲突影响将针叶浆订单需求逐渐转向加拿大、美国等北美国家。俄罗斯为了维持纸浆的出口贸易体量或将加深与中国之间的针叶浆贸易合作。4月，中国纸浆、纸或纸板制品从俄罗斯进口金额为40,723万元，环比增加45%。1月至4月中国纸浆、纸或纸板制品从俄罗斯累计进口金额为122,765万元。即使俄乌冲突缓解，欧美对俄制裁在短期内也难有变数，俄罗斯对中国纸浆出口依赖度或进一步抬升，中国市场对俄罗斯林业产品的重要性日益增加。

图 12：纸浆、纸或纸板制品进口金额（从俄罗斯）



资料来源：Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图 13：纸浆、纸或纸板制品进口累计金额（从俄罗斯）



资料来源：Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图 14：纸浆供应端扰动事件及影响

日期	事件	内容	影响
2021 年 11 月	加拿大自然灾害	加拿大洪水爆发，西部地区遭遇了有史以来最严重的暴雨、洪水、泥石流。自然灾害破坏了公路、铁路、桥梁以及堤坝，整个 BC 交通以及运输物流系统陷入瘫痪。	加拿大 BC 省的木材占北美总量大约 14%。
			灾区道路应急维修时间周期较长。
			美国木材商报价一路水涨船高，涨幅超过 100%。
2021 年 12 月	满洲里疫情爆发	内蒙古满洲里疫情暴发后满洲里市政府对所有交通道路进行了 24 小时的监控。此次满洲里封控期超过一个月。	满洲里的陆路运输业务占中俄贸易额的 65%，木材进口量居国内港口之首。
2022 年 1 月	芬兰罢工事件	芬兰造纸工人工会宣布对芬欧汇川即将到期的造纸业集体协议下的所有工作进行为期一个月的罢工。	罢工之前，世界范围内的纸浆供应已经非常紧张。
			全球纸浆价格持续上涨。
2022 年 2 月	AKT 封锁物流 UPM 停工	芬兰运输工人工会 AKT 宣布，将封锁芬兰的 UPM，以支持造纸工人的罢工。在禁运期间，码头工作人员不会	谈判失败，罢工时间延长。

		处理 UPM 的纸浆和纸张。对此 UPM 怒斥 AKT 激化矛盾，双方争端不断升级。	UPM 为 5 个部门制订了独立的协定。但是造纸业协会要求芬兰纸浆和造纸厂的工作待遇保持一致。
2022 年 2 月	UPM 事件升级	协商不成,越来越多的工人与协会间利益受到牵连,谈判无法达成共识	罢工截止时间被延长三次。
			国内包装行业出现了一股提价热潮。
2022 年 3 月	俄乌冲突	欧洲作为俄罗斯至关重要的贸易伙伴对俄罗斯展开了较为严苛的制裁措施。	欧盟宣布禁止俄罗斯部分银行使用 SWIFT 系统,支付链受到冲击。
2022 年 4 月	UPM 事件再升级	谈判举步维艰,工会联系 UPM 客户对 UPM 施压,罢工再次延期。	纸浆的现货报价持续上涨。
			业内对浆纸挺价存在共识。
			下游纸企涨价函频发,浆纸市场形成互推。
2022 年 5 月	UPM 事件告一段落	UPM 表示,在完成新订单之前,必须处理罢工期间累积的订单。因此欧洲交货订单大约 3-4 个月,海外订单 5 个多月。短期内,产能无法快速解决纸浆短缺的问题。	受供应端扰动持续影响,纸浆价格持续上涨。

资料来源：公开资料整理,国泰君安期货产业服务研究所

2.1.2 成本支撑趋弱，海外供应商挺价，进口利润倒挂

2022 年上半年，能源、木片、海运费暴涨对纸浆价格形成有力支撑。海外纸浆供应商维持挺价心态导致针、阔叶浆月度指导价不断上行，进口利润持续倒挂。

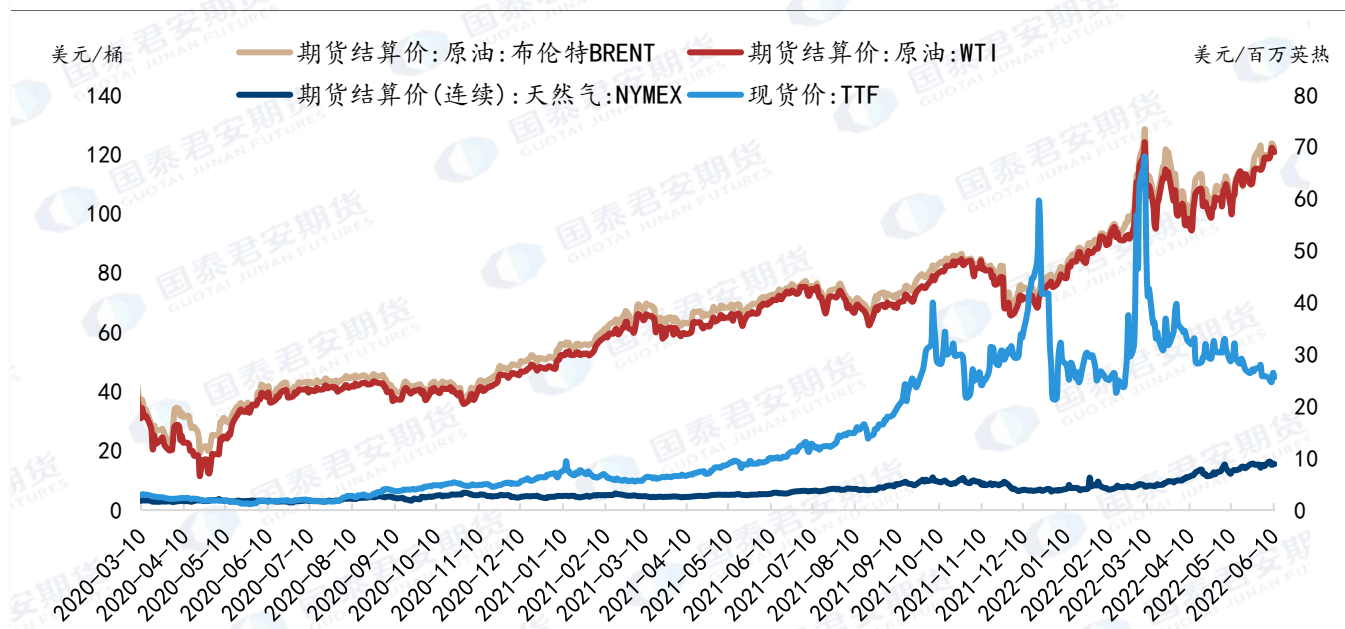
能源价格方面，现阶段全球能源价格持续高位运行。欧洲 TTF 天然气价格虽从 3 月 8 日高点回落，但是依旧维持同比高位，徘徊在 25 美元/百万英热附近，与去年同期相比上涨 154%。美国 NYMEX 天然气期货结算价从 3 月份以来一路上涨，从 3 月 8 日的 4.53 美元/百万英热持续上涨至 6 月 6 日的 9.32 美元/百万英热，涨幅达到 105.7%。持续高位的能源价格致使电力价格也高位震荡。6 月 9 日，欧洲五国的平均电价为 178.76 欧元/兆瓦时，同比上涨 128.7%。在欧洲电价高位震荡背景下，纸浆以及纸产品的生产成本维持高位导致欧洲纸厂持续提高能源附加费来尽可能维持自身利润。纸浆原材料方面，加拿大与美国木材价格持续走高。加拿大木材价格指数持续攀升至 4 月 30 日为 154.4 点，与去年同期相比上涨 36.5%。美国木材相关生产者价格指数也同样在 2022 年上半年一路上涨，在 4 月 30 日达到 357.54 点。北美区域的木材价格维持高位给纸浆生产企业成本端带来较大压力。此外，纸浆整体的运输成本也同样在上升。中国进口干散货运价指数在 6 月虽有下降但

仍然处在自 2018 年以来的历史同比最高位。能源、木片、海运费三重压力下，海外纸浆供应商挺价惜售，尽可能维持现有利润水平。

值得注意的是，成本支撑有趋弱迹象，主要体现在木片及海运市场。国外市场经济和通胀处于筑顶阶段，为了抑制通货膨胀，美联储持续加息，推高了抵押贷款利率，美国房价自疫情来持续上涨，加上利率上调，美国楼市需求急速降温，木材供大于求的局面已经基本形成，随着房屋交易量的下滑，木材需求进一步萎缩，销售商的库存会进一步抬高，如无减产措施，木材价格将继续下滑，直至供需达到新的平衡点。

美国商务部 5 月 24 日公布的数据显示，美国 4 月新屋销售连续四个月下降，环比下降 16%，大幅低于市场预期，创下 2020 年 4 月以来的最低值，跌幅为近 9 年来最大；4 月同比降幅为 26.9%。作为主要建筑材料的木材在需求走弱预期不断上升背景下，持续下跌。此外，5、6 月是北美木材的传统销售淡季。木材价格在弱现实与弱预期相叠加下快速下跌。另外，海运市场也可能在今年三季度下旬到四季度月上旬出现改善，届时运价回落，也可能使原成本支撑有所松动。

图 15：各类能源价格走势



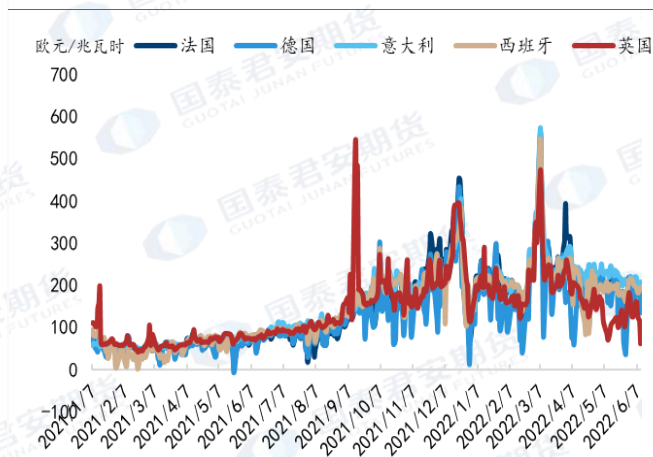
资料来源：同花顺 iFind，国泰君安期货产业服务研究所

图 16：五国平均电价



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货产业服务研究所

图 17：欧洲各国电力价格



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货产业服务研究所

图 18：加拿大木材价格指数



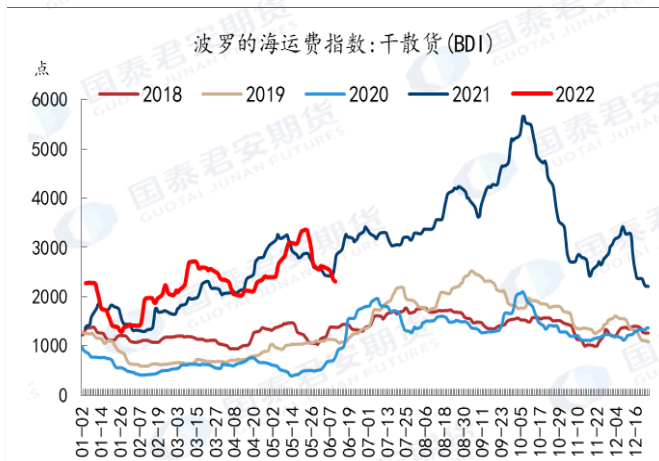
资料来源：Bloomberg, 国泰君安期货产业服务研究所

图 19：美国木材相关生产者价格指数



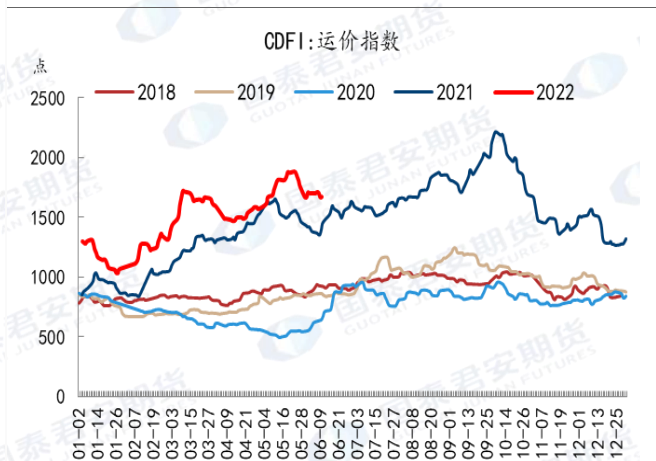
资料来源：Bloomberg, 国泰君安期货产业服务研究所

图 20：波罗的海干散货运费指数 (BDI)



资料来源：同花顺 iFinD, 国泰君安期货产业服务研究所

图 21：中国进口干散货运价指数 (CDFI)



资料来源：同花顺 iFinD, 国泰君安期货产业服务研究所

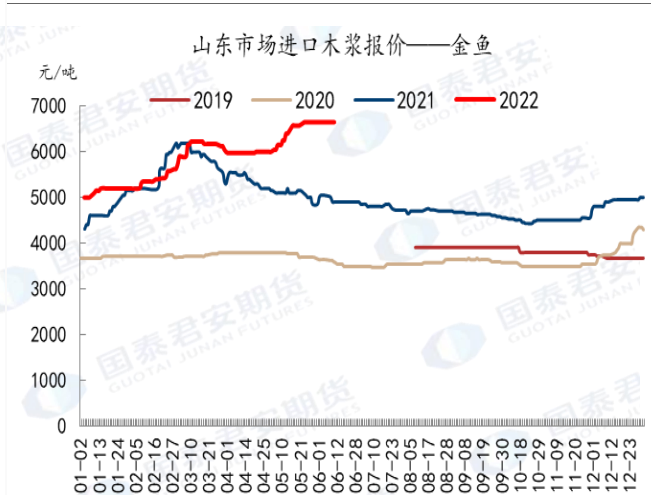
在上述成本端支撑下，外盘报价持续高位，国内进口木浆市场成交价格同步呈现高位维稳，进口利润持续倒挂。进口针叶浆方面，截至 6 月 10 日，银星山东市场进口报价为 7100 元/吨，北木山东市场进口报价为 7600 元/吨，凯利普山东市场进口报价为 7300 元/吨。进口针叶浆吨浆报价在 7000 元之上已经维持了近两个月，价格均为近 3 年同比最高位。与此同时，进口阔叶浆方面，截至 6 月 10 日，金鱼山东市场进口报价为 6650 元/吨，环比上涨 6.4%，同比上涨 35.7%。自 4 月中旬开始，纸浆外盘报价与国内纸浆市场成交价格倒挂明显。国内纸厂增加国内现货采买比例，海外供应商远月订单数量回落，预计会影响后期到港量。叠加海运费回落需要时间，我们预计未来 1-2 个月现货偏紧的问题对盘面仍有支撑。

图 22: 山东市场针叶浆进口报价-银星



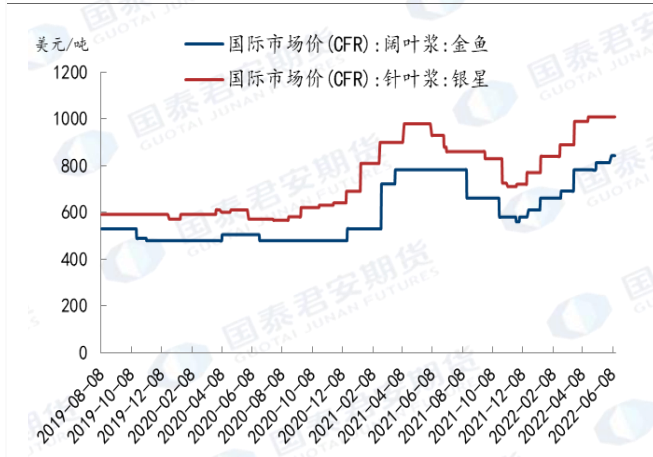
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货产业服务研究所

图 23: 山东市场阔叶浆进口报价-金鱼



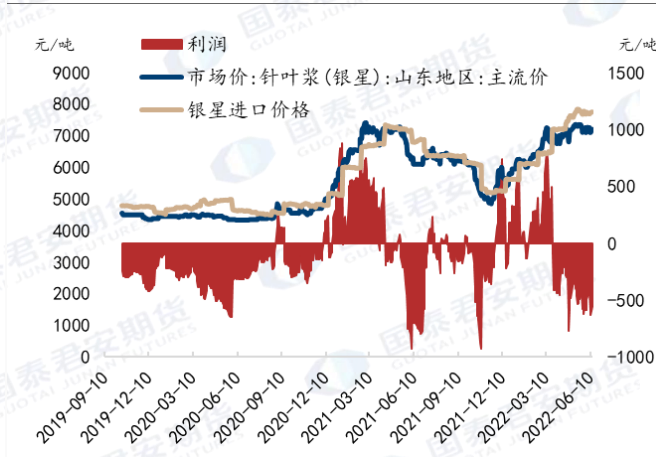
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货产业服务研究所

图 24: 外盘报价



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货产业服务研究所

图 25: 进口利润倒挂



资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货产业服务研究所

2.2 下游负重而行利润分化，下半年后期压力加大

2.2.1 长协叠加自制浆，大厂成本可控但压力增加

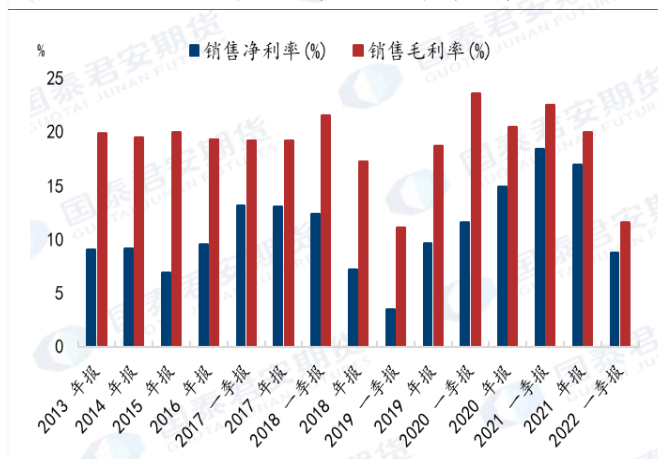
大厂有长协价和自制浆优势，短期成本可控，但后期压力增加。木浆采用长协报价，大部分品牌签约后于次月发货，至中国的船期为1.5-2个月，大型纸厂多采用这种原料采购模式。因此对于大型造纸厂来说，5月造纸用浆对应的是2、3月下订单的纸浆，而不是直接对应同时间段盘面纸浆价格。相比中小纸厂来说情况稍好，另外部分纸企也在努力提升自制浆比例从而控制原料成本，现阶段来看暂未出现亏损情况。根据2022年第一季度财报，太阳、晨鸣、仙鹤等多家上市公司的销售净利率已经出现大幅度的同环比走弱。太阳纸业2022年一季度的销售净利率已经下滑至6.99%，销售毛利率下滑至13.97%，与去年相比均呈现较大幅度下滑。晨鸣纸业2022年一季度的销售净利率已经下滑至1.56%，销售净利率环比增长率为-76%，均接近历史最低位，仅次于2019年第一季度。裕同科技2022年一季报显示，销售净利率已经下滑至6.71%，销售毛利率下滑至20.81%，也处于历史同期低位。仙鹤股份2022年一季度的销售净利率已经下滑至8.73%，与去年同期相比下降52.5%，与2019年第一季度情况相似。

2022 年二季度，我们预计大厂的盈利情况将环比有所改善。主要是因为在一季度末，面对着木浆、能源、化工等物资成本上行与诸多因素影响下，龙头纸企掀起了一轮提价。提价幅度方面，文化纸多为 300 元/吨、白卡纸为 200 元/吨，特种纸基本在 1500 元/吨。包括晨鸣纸业、博汇纸业、太阳纸业、中顺洁柔、岳阳林纸等多家纸厂 3 月纷纷发布涨价函。晨鸣纸业 3 月 17 日宣布旗下文化纸系列产品价格上调 300 元/吨，月内累计涨幅达 600 元/吨；博汇纸业卡纸价格上涨 200 元/吨，双胶纸涨幅 300 元/吨；太阳纸业生活用纸原纸出货价格上调 300 元/吨，一个月内累计价格涨幅达 500 元/吨；中顺洁柔近期宣布多种产品已实施提价……由于提价函落地比例很高，预计各家上市公司二季度的盈利情况环比略有改善。另外，成本上行期，包括太阳纸业、博汇纸业、晨鸣纸业在内的具备浆纸一体化优势的头部纸企，有望充分受益于自产（或集团）木浆成本优势，吨盈利改善向上。如晨鸣的木浆自给率达 90%，截至 2021 年底，公司自制木浆产能约 430 万吨；太阳的纸浆供给率 55%，除了化机浆外大部分木浆仍需外购，其位于老挝、广西北海的林浆纸一体化项目正在逐步建设中，项目投产后将会大幅提高公司的纸浆自给率；岳阳林纸的自产浆供给率超过 50%，成本端表现出较强的竞争优势，并继续投产自产浆项目。各大造纸企业近年来纷纷在国内外增建制浆项目，以实现“林浆纸用一体化发展”战略，提高原料自给率，降低进口依赖度，熨平原料波动周期。

但后期随着前期长协浆消耗完毕，外盘不断提涨，大厂压力也开始增加。参考历史情况，当下纸浆产业链所处“窘境”与 2019 年一季度情况相类似。当时，终端需求偏弱，纸浆下游利润持续低位导致纸厂开工率、产量下滑，纸浆持续累库开启负反馈。我们分别从成品纸理论利润率、上市纸企销售净利率、成品纸的整体开工率三个方面进行对比。

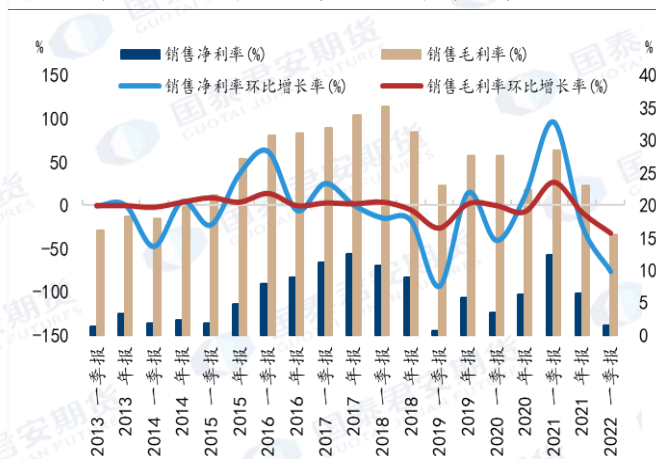
成品纸理论利润率方面，2018 年四季度开始，白卡纸以及生活用纸的理论利润率逐步下降至低位，铜版纸及双胶纸出现理论利润率转负的情况，整体纸产品的理论利润率处在较差水平。现阶段，除了白卡纸有利润之外，生活用纸、铜版纸、双胶纸利润为负且已经维持近 5 个月。低迷的整体纸产品利润率导致下游中小型纸企出现亏损现象。上市纸企销售净利率方面，现阶段上市纸企的整体销售毛利率以及销售净利率与 2019 年一季度也非常相似，晨鸣纸业的销售净利率都下降至 1% 左右，仙鹤股份的销售净利率都下降至 9% 左右，上市纸企的销售净利率均处在极低的位置。木浆系纸品整体开工率方面，2018 年第四季度起，白卡纸以及生活用纸的开工率处在持续下降的状态，现阶段，木浆系纸品的整体开工率相较于 2018 年 Q4 至 2019 年 Q1 更加低迷。与 2019 年上半年不同的是，当时成品纸的终端需求较弱，中美贸易战叠加季节性需求淡季，海外浆厂开始累库。当下，伴随疫情缓解，市场对 2022 年三季度整体的终端需求预期有所提升，加上欧洲纸浆库存处于低位，海外供应商挺价，产业链负反馈开启时间或被延后。

图 26：仙鹤股份销售毛利率以及销售净利率



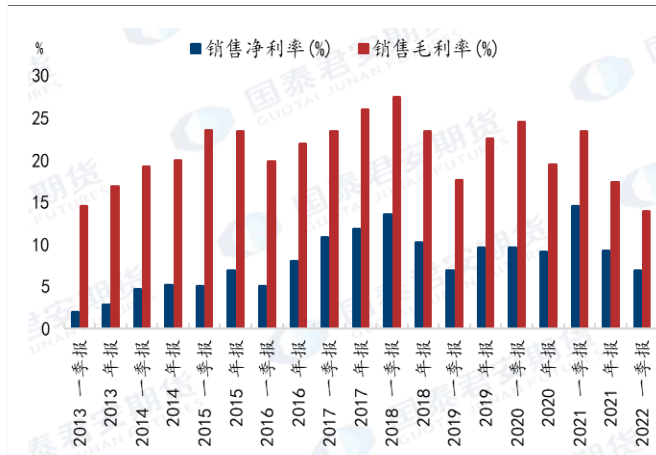
资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货产业服务研究所

图 27：晨鸣纸业销售毛利率以及销售净利率



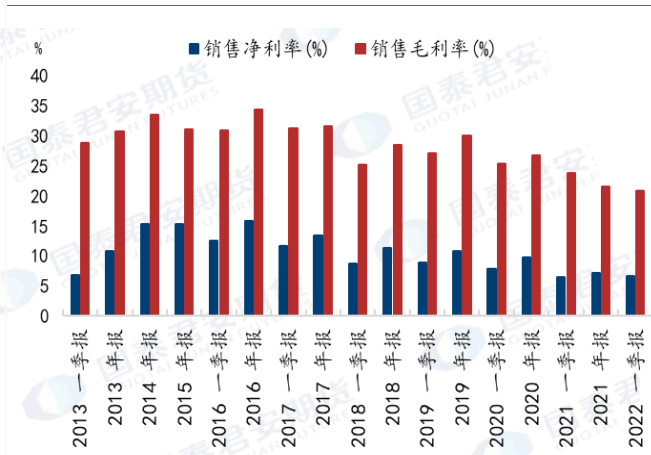
资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货产业服务研究所

图 28：太阳纸业销售毛利率以及销售净利率



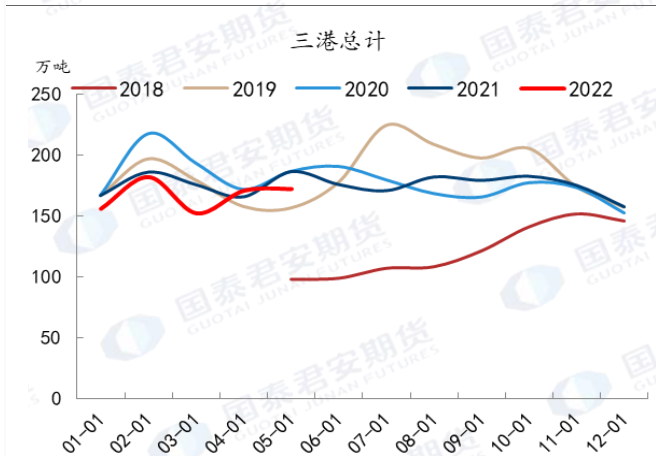
资料来源：同花顺 iFind, 国泰君安期货产业服务研究所

图 29：裕同科技销售毛利率以及销售净利率



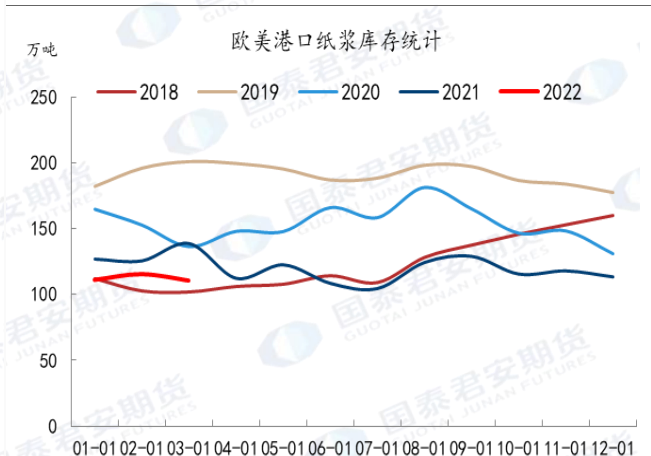
资料来源：同花顺 iFind, 国泰君安期货产业服务研究所

图 30：国内港口库存维持高位



资料来源：同花顺 iFind, 国泰君安期货产业服务研究所

图 31：欧美港口纸浆库存处于低位



资料来源：同花顺 iFind, 国泰君安期货产业服务研究所

图 32：下游利润与价格传导



资料来源：隆众资讯, 国泰君安期货产业服务研究所

2.2.2 中小纸厂已陷亏损，8 月后盘面压力加大

中小纸厂无法满足长协量，用浆以刚需采买为主，因“长时间处于亏损”已经出现停工停产。按照盘面浆折算，截至 6 月 10 日，各类纸产品的生产利润已难言乐观，白卡纸的利润持续下降至 854.7 元/每吨，达到 2019 年以来的同比最低位，同比下降 80.42%。生活用纸的利润在-500 元/每吨附近徘徊。双胶纸的日度毛利一路下跌至-777 元/吨，来到近 4 年同比最低位。铜版纸日度毛利为-588 元/吨，与双胶纸情况类似，呈现单吨持续亏损的状态。各类纸产品的生产利润形势严峻之下，中小纸厂相较于大厂会提前出现亏损情况。因为中小纸厂无配备自制浆，完全依靠外采，所以在纸浆价格持续上涨情况下盈利能力持续下降直到停工停产。

浆纸倒挂背景下，下半年四季度或开启纸浆产业链负反馈。三季度伴随全国疫情恢复叠加 8 至 9 月份开学季，纸浆产业链终端需求或有阶段性提振。与此同时，下游大型纸企的长协浆压力也是逐步增加。阶段性需求提振以及纸企成本控制或将延迟负反馈开启时间。

三季度阶段性需求复苏或支撑成品纸价格维持高位。6 月开始上海全面复工，全国及上海快递业务量 5 月开始触底反弹。快递行业的复苏会一定程度上提振包装用纸的需求量。此外，8-9 月份开学季到来，文化用纸迎来传统需求旺季。因此，成品纸价格或在阶段性需求复苏下高位运行。

四季度成品纸生产企业将无力再承接高价浆，产业链负反馈或开启。根据调研，部分大型纸产品生产企业 6 月生产纸产品所用的纸浆是 3 月份下单的。由此可见，8 至 9 月生产的纸产品用到的原材料是现在 5 月份开始的高价纸浆。因此，高价浆对下游纸企的生产利润的影响程度在下半年会逐渐提升，三季度上市公司利润并不乐观，届时下游纸企利润“冰点”或成核心矛盾，导致产业链开启负反馈。当下纸浆产业链下游利润矛盾正在逐渐累积，三季度国内终端需求阶段性复苏以及季节性旺季或对利润矛盾起到一些缓解作用。等到旺季后，纸产品终端需求逐渐转弱叠加纸浆产业链下游利润矛盾愈演愈烈，负反馈开启，纸浆或迎来一轮趋势性回调。

图 33：白卡纸利润



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货产业服务研究所

图 34：木浆生活用纸日度利润



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货产业服务研究所

图 35：双胶纸日度毛利



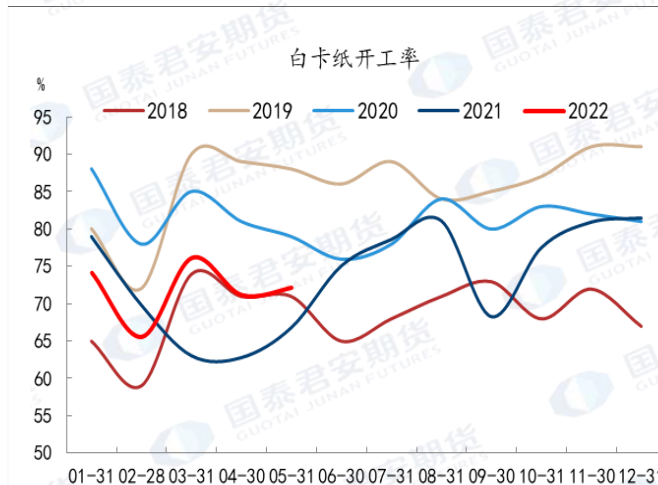
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货产业服务研究所

图 36：铜版纸日度毛利



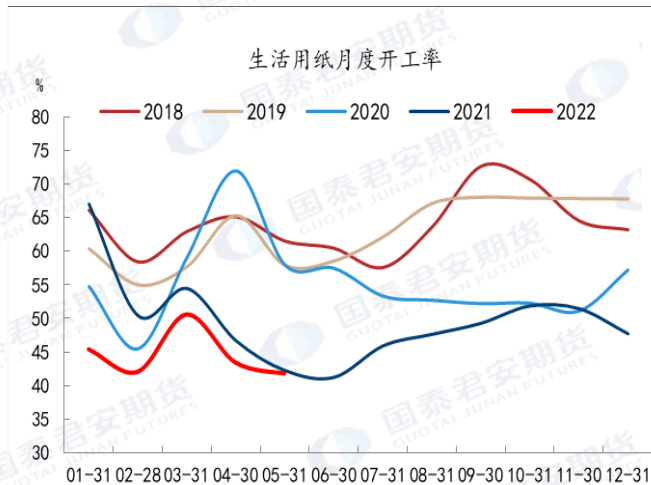
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货产业服务研究所

图 37：白卡纸开工率



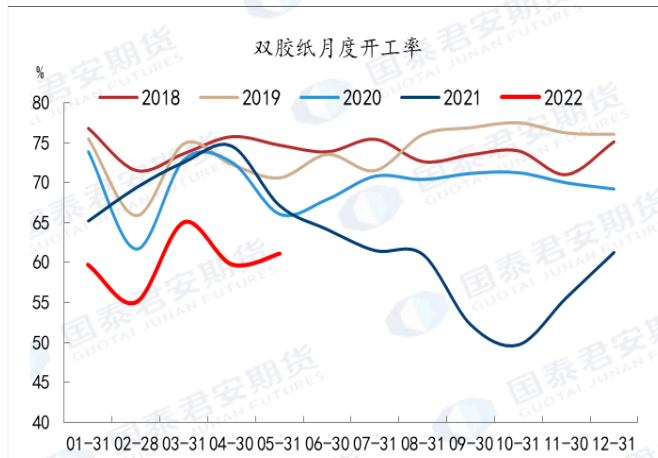
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货产业服务研究所

图 38：生活用纸开工率



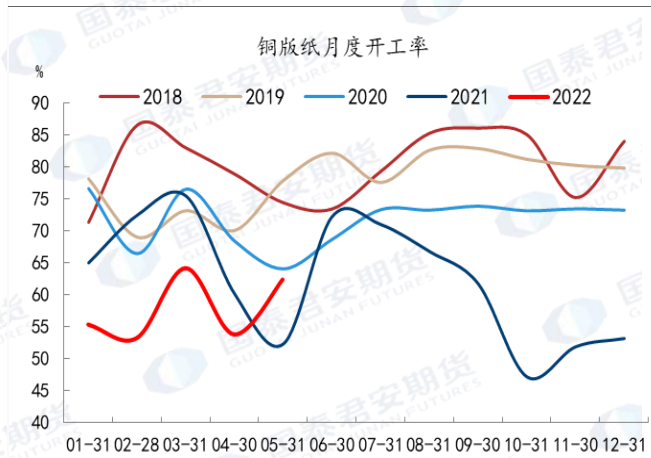
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货产业服务研究所

图 39：双胶纸开工率



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货产业服务研究所

图 40：铜版纸开工率



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 年下半年纸浆价格判断

2022 年全球纸浆特别是针叶浆供应释放依然有瓶颈，但成本支撑趋弱，需求端特别是纸厂的压力在 8 月后将显著增加，浆价重心存在小幅回落可能。

从供应端看，供应约束、同质化的供应扰动消息，虽然边际影响逐步减弱，但下半年仍然会对纸浆价格形成一定支撑。相类似地，成本端对纸浆价格驱动边际走弱，但亦会形成一定支撑。分区域来看，欧美进口减量，俄针进口反增，受海外供应链扰动影响，下半年针叶浆及阔叶浆供应端仍可能不时受到一些供应端消息影响而导致盘面波动。2022 年上半年，能源、木片、海运费暴涨对纸浆价格形成有力支撑。海外纸浆供应商维持挺价心态导致针、阔叶浆月度指导价不断上行，进口利润持续倒挂。值得注意的是，成本支撑有趋弱迹象，主要体现在木片及海运市场，对于盘面的支撑力度可能不及上半年。

从需求端看，大型纸厂和中小型纸厂对于高价浆的承受能力不同，导致下游对上游的反馈节奏上有一定差异性。木浆采用长协报价，大部分品牌签约后于次月发货，至中国的船期为 1.5-2 个月，大型纸厂多采用这种原料采购模式。由于 3 月的成品纸密集提涨，加上长协浆和自制浆以及良好的库存管理，上市公司的利润虽然被上游挤压，但总体成本仍可控制，负反馈开启时间推迟。中小纸厂按照盘面基差点价购买，按照盘面浆价，中小纸企的即期利润已陷入严重亏损，停工降产已经开始。当下纸浆产业链下游利润矛盾正在逐渐累积，三季度国内终端需求阶段性复苏以及季节性旺季或对利润矛盾起到一些缓解作用。等到旺季后，纸产品终端需求逐渐转弱叠加纸浆产业链下游利润矛盾愈演愈烈，负反馈开启，纸浆或迎来一轮趋势性回调。

3.2 投资建议

纸浆现货贸易上，我们建议产业链参与者可以按照盘面节奏逢低刚需采购。短期来说，外商挺价、供应有限和内需疲软、抵触高价的拉锯延续，盘面高位调整；中长期来看，今年的情况与 2019 年一季度非常相似，随着成品纸利润端亏损周期拉长，后期盘面的压力会加大，我们预计向下突破的概率偏高。

跨品种套利方面，针阔叶价差已经收敛到历史同期低位，从供应和需求细分市场来看，两者价差中长期有望放大。虽然今年非标品及标品现货端紧张导致基差走强，但我们觉得随着时间的推移，后期供应偏紧的局面可能会有边际改善的预期，特别是阔叶浆还是有一些新增产能的投放。

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

国泰君安期货金融衍生品研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话：021-33038982 传真：021-33038937

国泰君安期货客户服务电话 95521