



纸浆产业机构 服务方案

GUOLIAN
FUTURES

综合衍生品服务平台



目录

- 01 纸浆的估值体系
- 02 套期保值策略及应用
- 03 国联期货服务优势



01 | 纸浆的估值体系



研究分析框架

宏观大势

- 1、了解所处的经济周期和商品面临的宏观环境
- 2、关注指标：CPI/PPI;PMI； M1/M2/M0；社融资；固定资产投资；利率；汇率等

产业周期

- 1、判断产业所处周期：增长/衰退、景气周期、财务周期（库存周期）
- 2、指标：人口；终端销售；行业景气指数；营业收入/净利率/毛利率；存货周期

供需基本面

（核心）

- 1、供需格局—①年度→阶段性（季节性、产品库存周期、不同的时期有不同的关注点和题材）②横向-纵向分析；动态平衡表分析③阶段性—季节性、产/销/运/存、产业利润、基差等
- 2、天气周期—厄尔尼诺、拉尼娜
- 3、政策面—进口政策、产业政策等

期货盘面

（辅）

- 1、价格走势的周期特性
- 2、技术面：均线指标、技术形态、仓量情况等



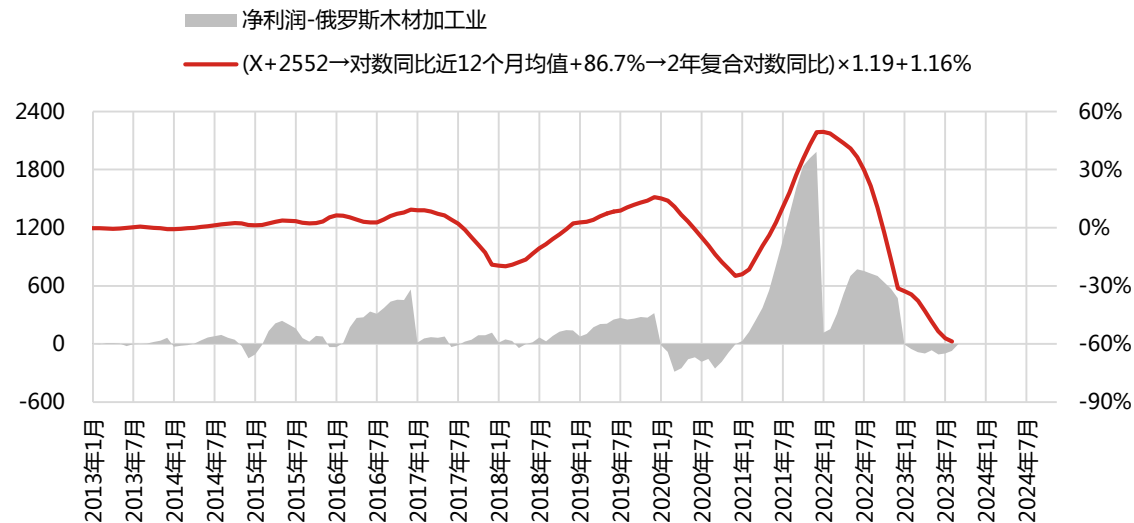
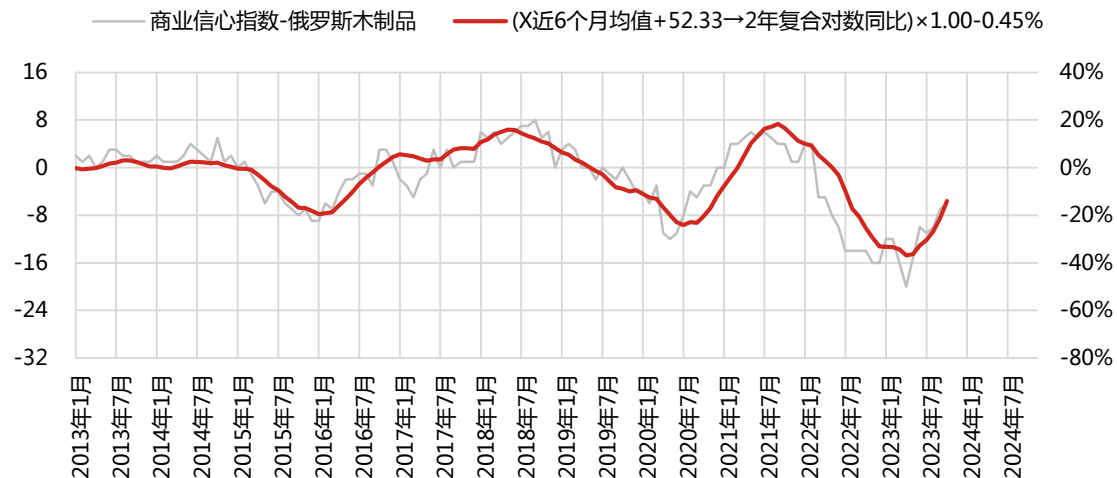
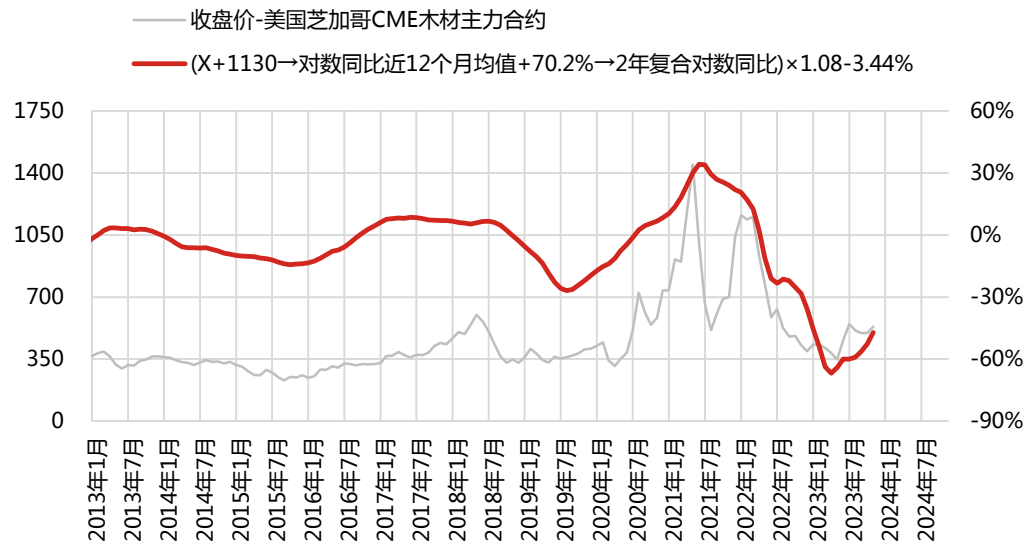
估值支撑-上游木片

当前木材估值处于低位回升，纸浆获得成本端支撑。

5月，芝加哥CME开始边际走强。11月上涨报收532.5点，同比上涨+23.5%，涨幅创2022年4月以来新高。

5月，俄罗斯木制品商业信心指数开始边际走强。10月上升报收-6点，创2022年5月以来新高。

8月，俄罗斯木材加工业净利润减亏报收-71亿卢布，亏损速率正在放缓。



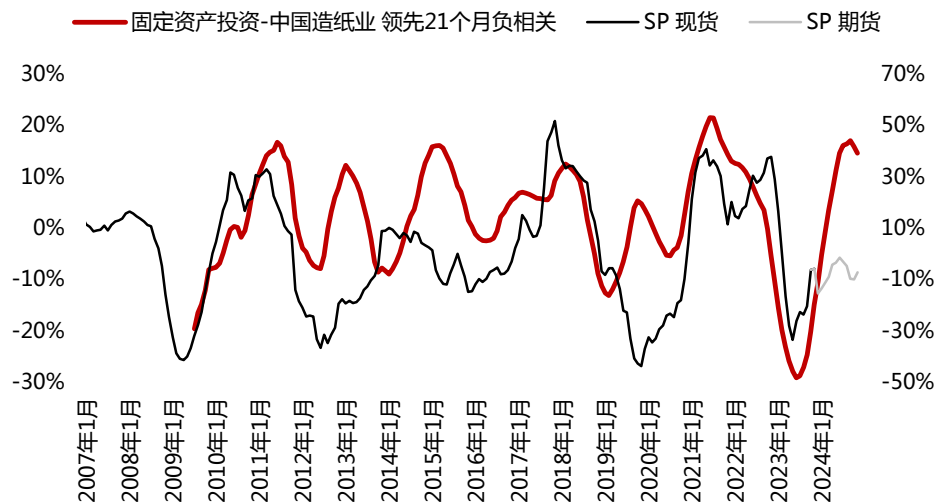
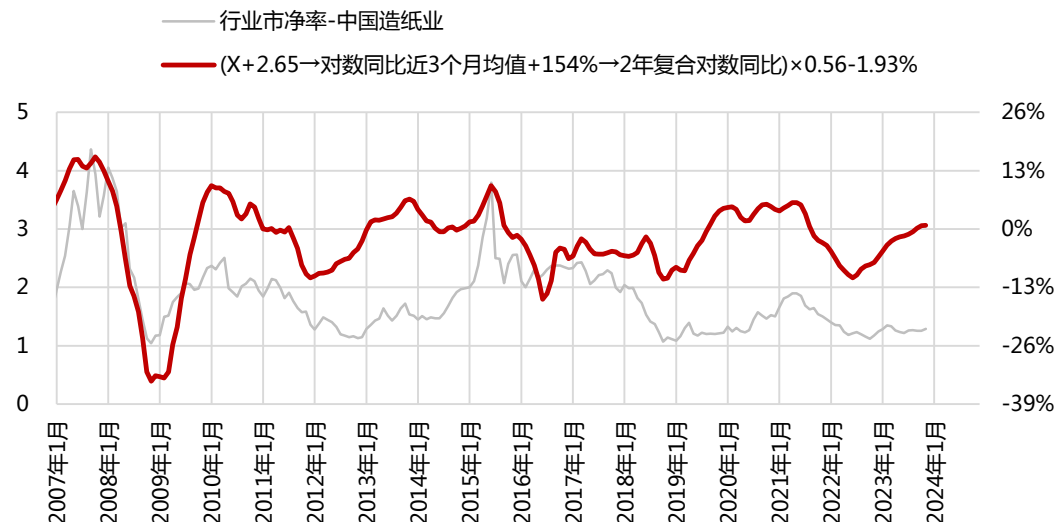


国内造纸业-景气周期

国内造纸业及印刷业内，亏损企业的亏损金额与浆价呈现领先2个月的负相关，和领先23个月的正相关，周期约为21个月。9月，该数据报收210.9亿元，前值为212.7亿元，环比扭亏，同比增亏+27.9%，连续5个月边际减亏（5月开始）。

国内造纸业市净率与浆价呈现领先5个月的正相关，和领先24个月的负相关，周期约为19个月。目前已边际走强17个月。

国内造纸业固定资产投资完成额与浆价呈现滞后2个月的正相关性，和大约21个月的负相关性，周期约为23个月。10月，该数据上升报收+10.2%，连续5个月边际走强，（6月开始）。





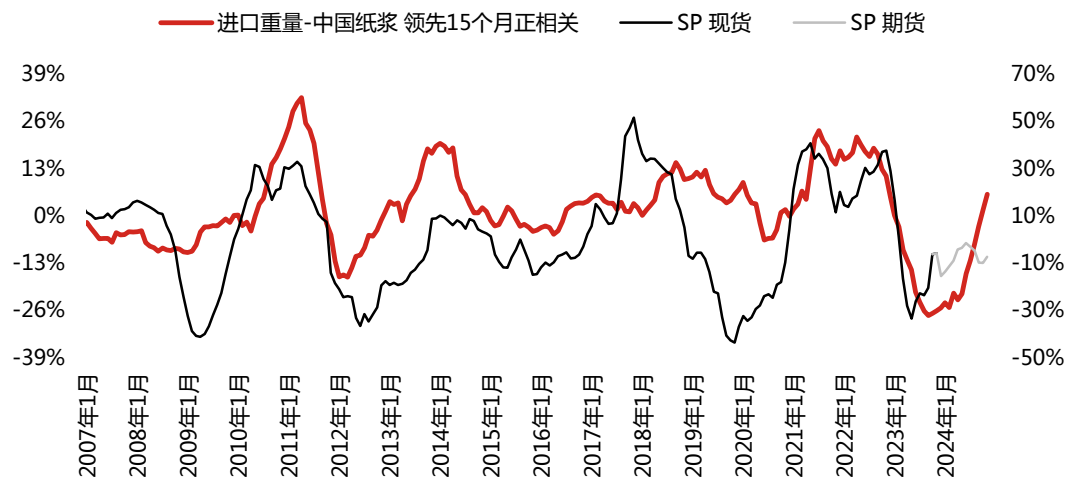
国内造纸业-备货周期

纸浆进口总量是典型的供应端数据。
但累计进口总量近似等于表观消费量，
能够表征消费。

纸浆进口总量与浆价呈现滞后5个月的
负相关，和领先15个月的正相关性，
周期至少20个月。

国内机制纸及纸板产量是典型的消费
端数据，该数据在2018年末纸浆期货
上市之后，对纸浆价格的相关性变得
比从前更高

期货市场为现货市场提供了一种兑现
远期供需平衡的工具。造纸产量与浆
价呈现滞后5个月的负相关，和领先16
个月的正相关，周期至少21个月。

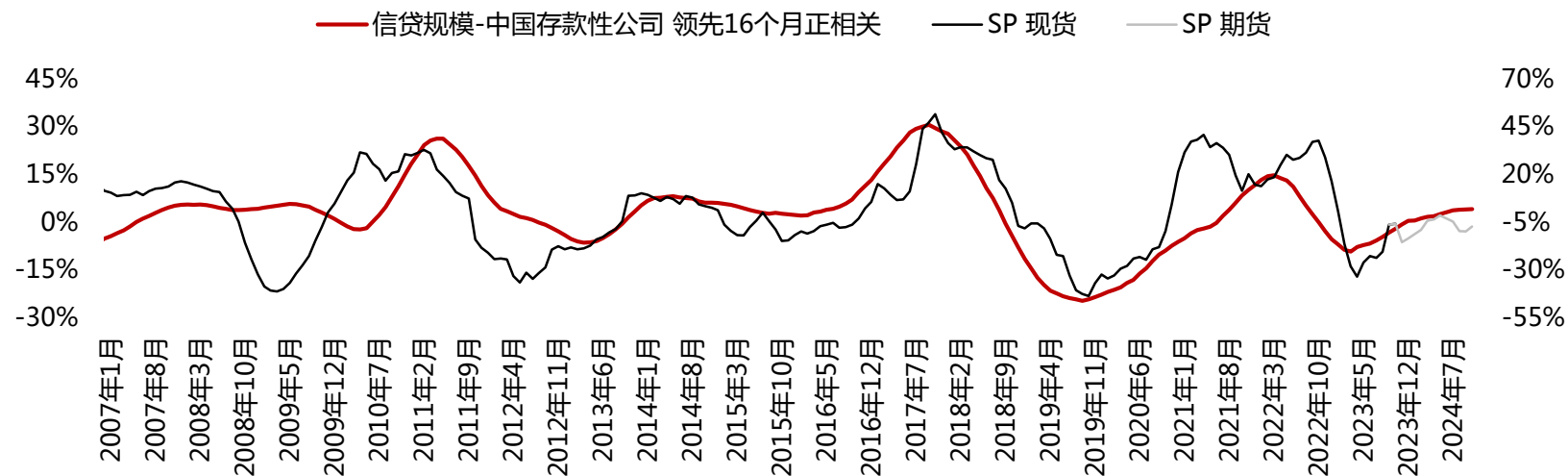
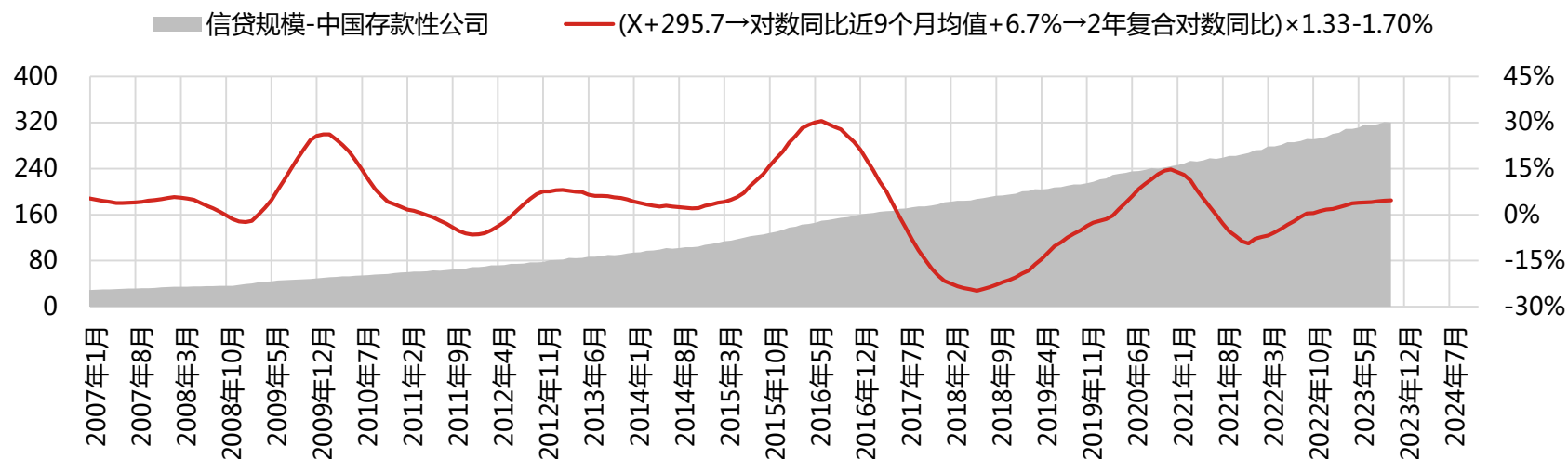




国内宏观消费环境-信贷周期

国内信贷规模对浆价呈现滞后5个月的负相关，和领先16个月的正相关，周期至少21个月。

10月，信贷规模缩量报收319.6万亿元，同比增发+10.0%，连续22个月边际增量（2022年1月开始）。

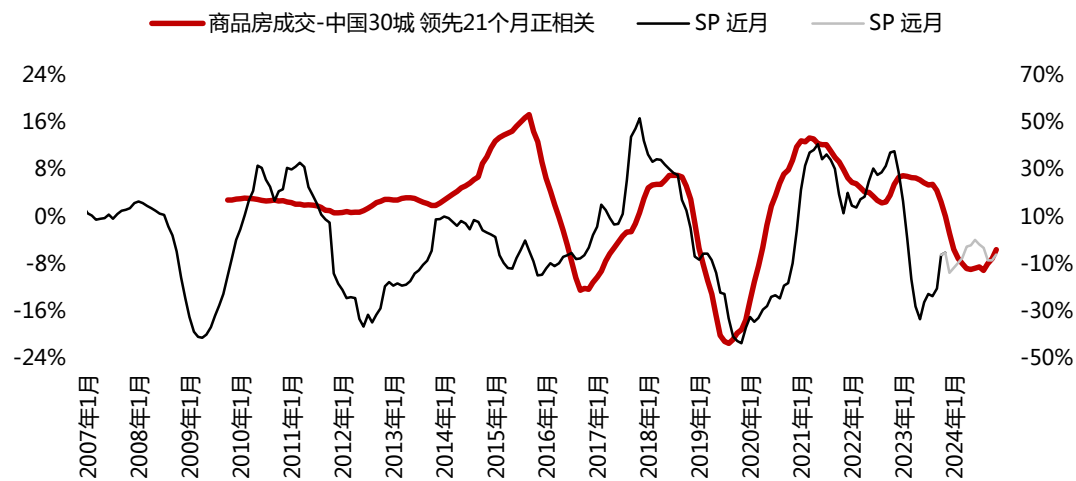
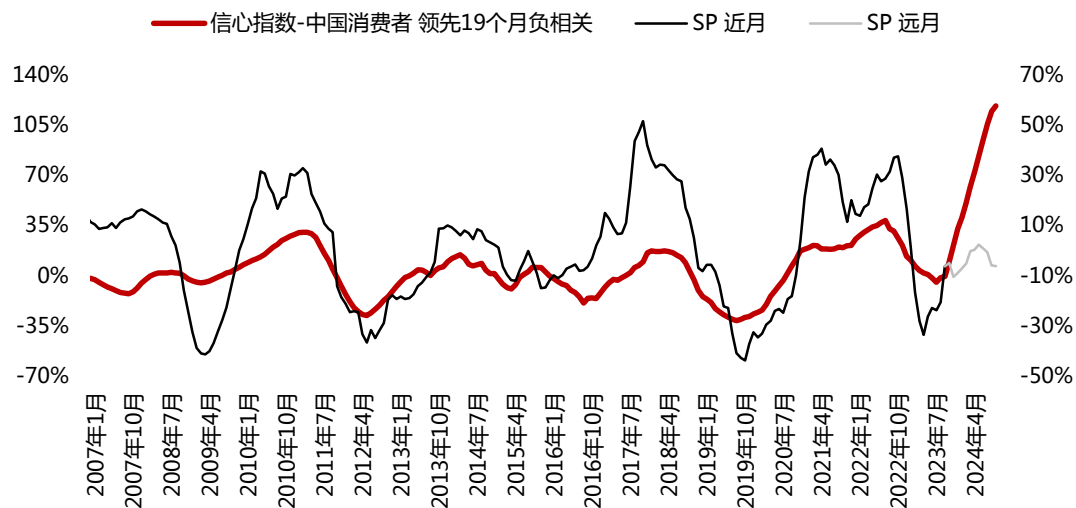




国内宏观消费环境-消费者

国内消费者信心指数与浆价呈现领先3个月的正相关，和领先19个月的负相关，周期约为16个月。数据自2023年3月开始好转。

国内商品房成交面积与浆价呈现滞后1个月的负相关，和领先21个月的正相关，周期约为20个月。数据自2022年10月起已开始好转。





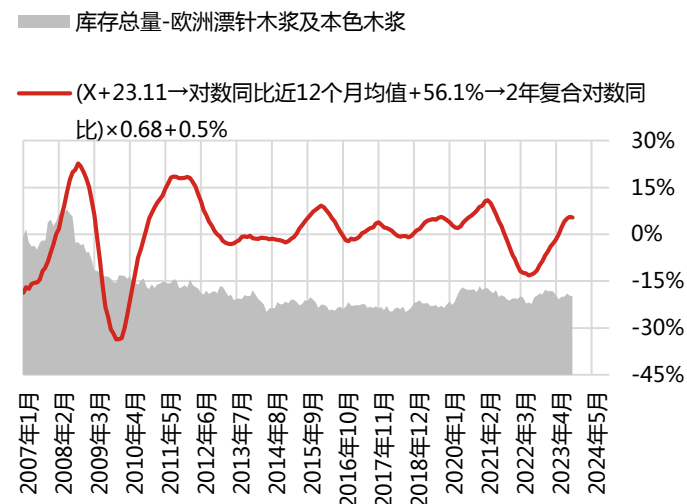
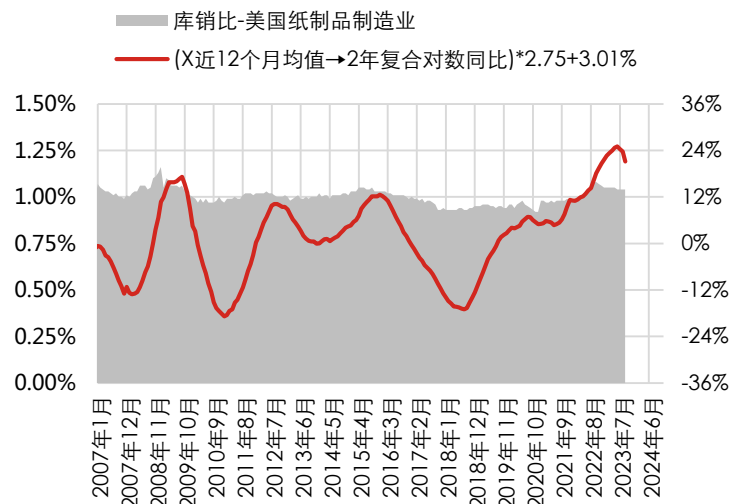
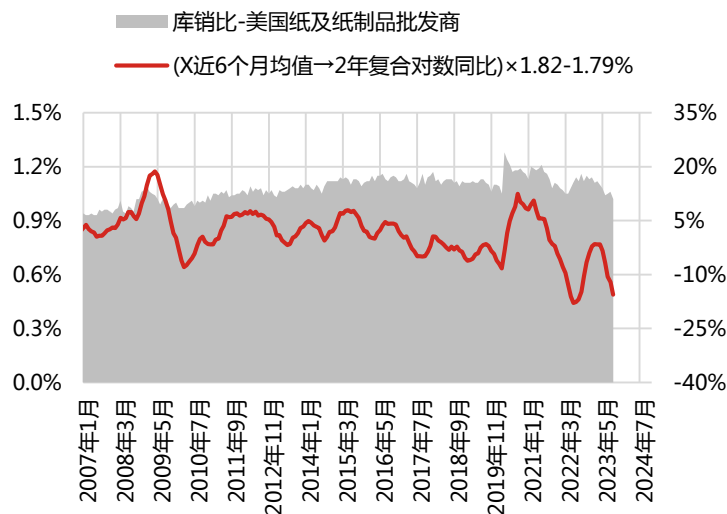
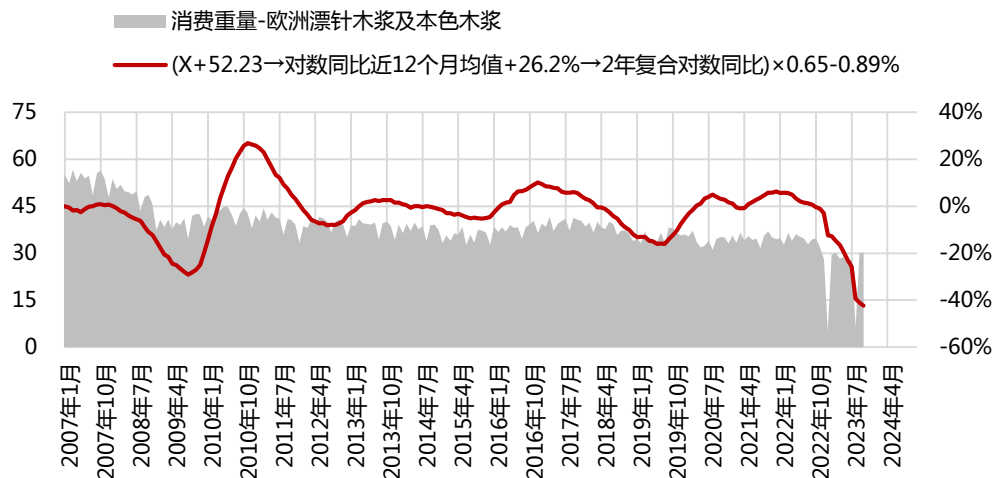
海外浆纸平衡-欧美

10月，经过修正后的10月欧洲木浆消费量报收30.1万吨，同比减量-13.2%，连续20个月边际减少；

10月，欧洲木浆库存量去库报收25.2万吨，同比去库-3.3%，终止了已持续了15个月的边际累库。

欧洲平衡依然偏弱。

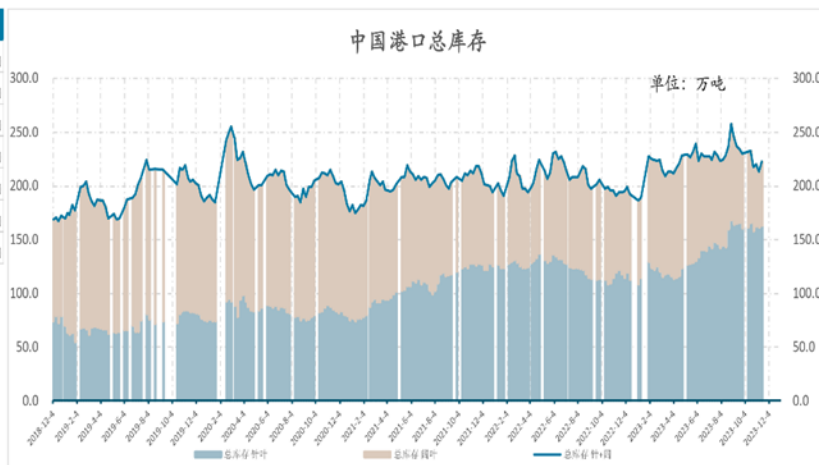
美国强于欧洲，开始去库。



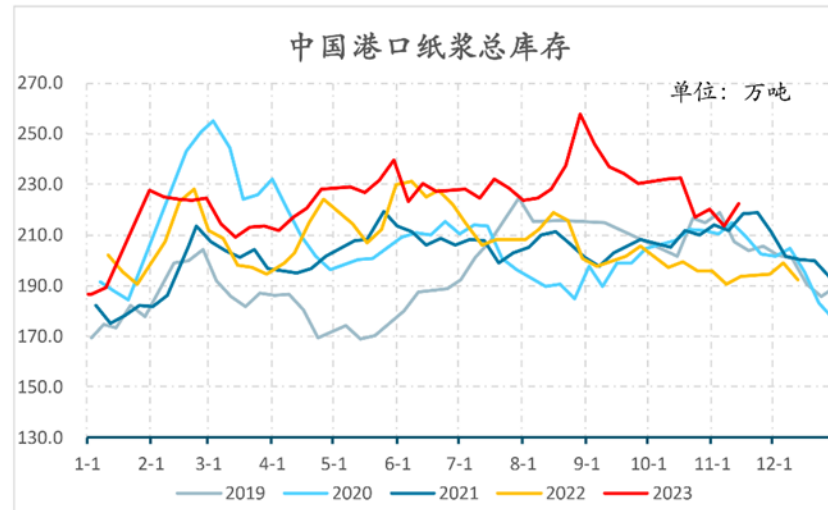


国内浆纸平衡-针阔

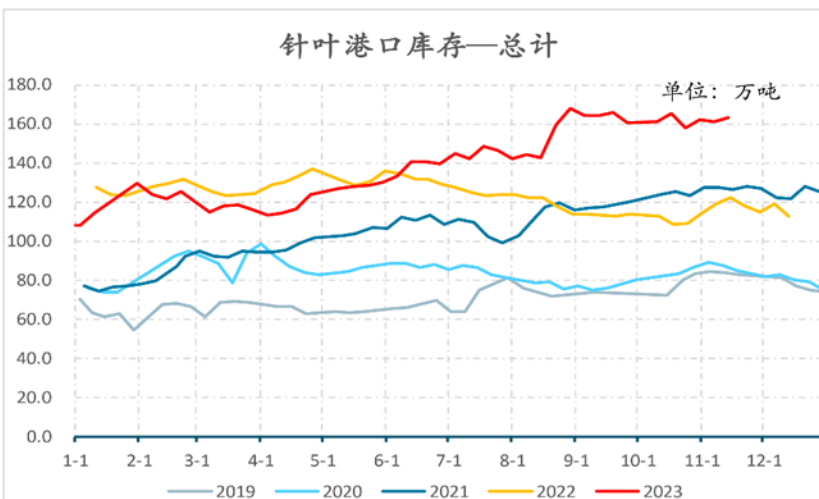
	2023-11-14	2023-11-7	环比
青岛-针叶	118.30	116.0	2.0%
青岛-阔叶	30.50	29.7	2.7%
常熟-针叶	32.30	32.3	0.0%
常熟-阔叶	11.90	11.9	0.0%
总针叶	163.09	161.1	1.2%
总阔叶	59.21	52.6	12.5%
总针+阔	222.30	213.7	4.0%



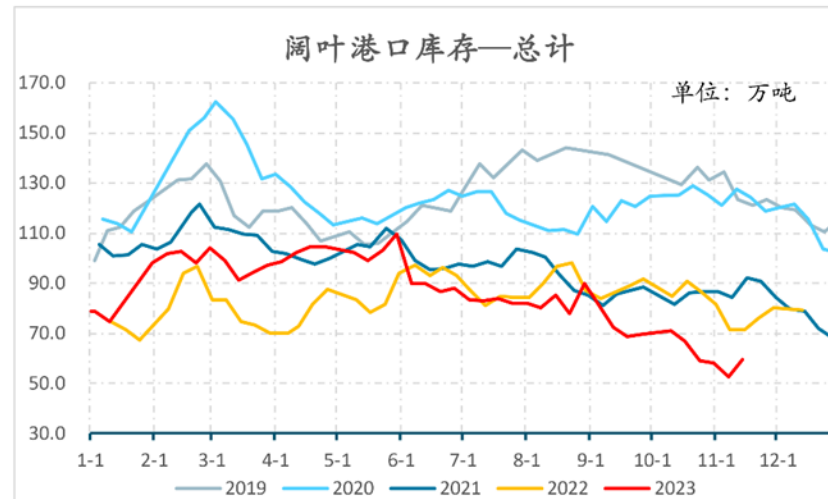
时间	针+阔总库存	变化
2023-11-14	222.30	8.60
2023-11-7	213.70	-6.50
2023-10-31	220.20	2.90
2023-10-24	217.30	####
2023-10-17	232.50	0.30
2023-10-10	232.20	#N/A
2023-10-3	#N/A	#N/A
2023-9-26	230.30	-3.90
2023-9-19	234.20	-2.80
2023-9-12	237.00	-8.70
2023-9-5	245.70	####
2023-8-29	257.60	20.30
2023-8-22	237.30	9.10
2023-8-15	228.20	3.50
2023-8-8	224.70	0.80
2023-8-1	223.90	



时间	针叶总库存	变化
2023-11-14	163.09	2.01
2023-11-7	161.08	-1.07
2023-10-31	162.15	4.02
2023-10-24	158.13	-7.35
2023-10-17	165.48	4.28
2023-10-10	161.20	#N/A
2023-10-3	#N/A	#N/A
2023-9-26	160.67	-5.03
2023-9-19	165.70	1.16
2023-9-12	164.54	0.44
2023-9-5	164.10	-3.82
2023-8-29	167.91	8.43
2023-8-22	159.49	16.63
2023-8-15	142.86	-1.61
2023-8-8	144.47	2.32
2023-8-1	142.15	



时间	阔叶总库存	变化
2023-11-14	59.21	6.59
2023-11-7	52.62	-5.43
2023-10-31	58.05	-1.12
2023-10-24	59.17	-7.85
2023-10-17	67.02	-3.98
2023-10-10	71.00	#N/A
2023-10-3	#N/A	#N/A
2023-9-26	69.63	1.13
2023-9-19	68.50	-3.96
2023-9-12	72.46	-9.14
2023-9-5	81.60	-8.08
2023-8-29	89.69	11.87
2023-8-22	77.81	-7.53
2023-8-15	85.34	5.11
2023-8-8	80.23	-1.52
2023-8-1	81.75	





02 | 套期保值策略及应用

逾千家上市公司参与套期保值

据Wind统计显示，2023年上半年发布衍生品使用信息相关公告的实体行业A股上市公司共1003家，同比增长了13.0%。其中使用目的为套期保值的有985家。



避险网统计，参与套保的企业ROA、ROE、杠杆系数、现金比率等指标的均值要优于非套保公司。



套期保值持续时间长的公司在这些指标上的提升比套期保值持续时间短的公司要更好。



多个行业企业参与商品套保

今年前7月，A股上市公司发布外汇套期保值业务公告的有494家，发布商品套期保值业务公告的有248家，发布商品与外汇联合套期保值业务公告的则有84家。



从不同行业上市公司的参与度来看，有10个行业的参与率达到了20%。



其中家电50.63%、有色金属48.39%、电力设备及新能源28.42%。

转移风险，锁定价格

利用套期保值功能，转移价格风险，避免企业生产经营受到价格波动干扰，保证生产活动平稳运行。

建立虚拟库存

产业客户只需用少量资金即可起到实体库存的效果，减少购入原料占用资金，降低企业的库存成本。



拓展采购、销售渠道

产业客户可以通过交割实现一部分采购、销售，具有严格履约、资金安全、质量保证、交易所集中配对等优势。

利用期货价格信号组织安排生产

期货价格反应供求及其变化情况，不同到期月份为企业 provide 多维度定价参考。



行业格局发生变化



传统定价模式

双方采用“一口价”方式确定价格。

定价模式转变

参考期货价格

期货交易特点使得期货价格成为公认的、权威的价格，成为行业定价参考。

贸易模式转变

基差贸易

随着品种成熟，逐步转变为点价交易，采用“期货价格+基差”确定价格。

行业格局变化

含权贸易

贸易合同中嵌入期权，可以增加不同类型选择权。



国际贸易量较大的行业，如有色、农产品等均以点价交易方式进行。



近几年如黑色建材、塑化行业定价格局转变，基差贸易普遍，含权贸易流行。





套期保值是什么

套期保值概念

套期保值是指在期货市场买进或卖出与现货数量相等，但交易方向相反的期货合约，最终实现期货市场和现货市场盈亏大致相抵。

对于同一种商品而言，一般情况下两个市场的价格变动趋势相同，并且随着期货合约交割期临近，价格也趋于一致。

套期保值 原理

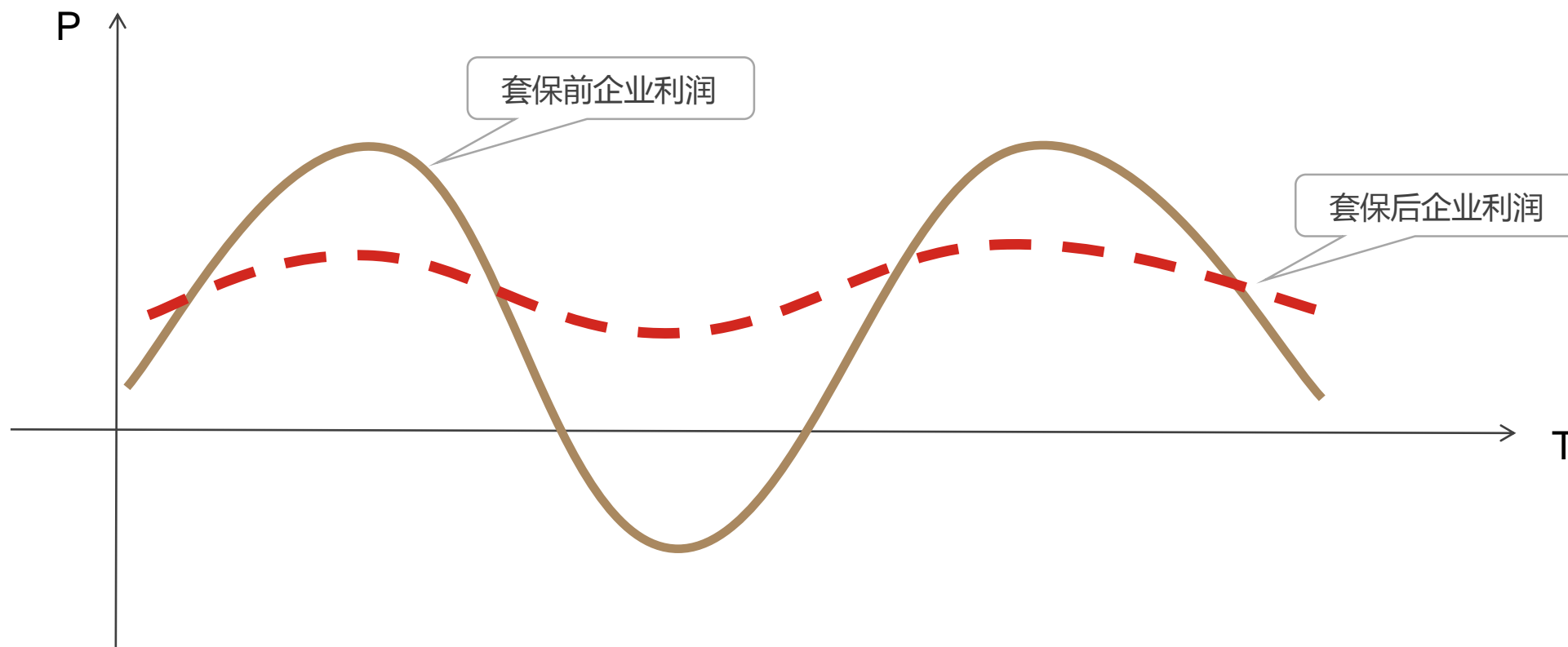
- 品种相同或相近
- 到期/交货时间相同
- 数量相近
- 交易方向相反

基本原则



套期保值作用与效果

企业通过套期保值，可以实现稳定生产成本、锁定利润等目的，平滑企业利润曲线。





套期保值策略

买入套期保值

- ✓ 预计未来要购买某种商品或资产，购买价格尚未确定时，担心市场价格上涨，使其购入成本提高。
- ✓ 目前尚未持有某种商品或资产，但已按固定价格将该商品或资产卖出（此时处于现货空头头寸），担心市场价格上涨，影响其销售收益或者采购成本。

卖出套期保值

- ✓ 持有某种商品或资产（此时持有现货多头头寸），担心市场价格下跌，使其持有的商品或资产的市场价值下降，或者其销售收益下降。
- ✓ 已经按固定价格买入未来交收的商品或资产（此时持有现货多头头寸），担心市场价格下跌，使其商品或资产市场价值下降或其销售收益下降。
- ✓ 预计在未来要销售某种商品或资产，但销售价格尚未确定，担心市场价格下跌，使其销售收益下降。

套期保值策略选择——敞口方向



上游闭口，下游敞口

原材料价格或者产品成本相对固定或者与保值标的相关性不大，而产品价格与保值标的高度相关。

此类企业一般处于产业链上游，典型代表上游生产类企业



双向敞口

原材料价格或产品成本与产品价格都随着保值标的价格变动。

此类企业一般处于产业链中游，例如加工企业、贸易企业



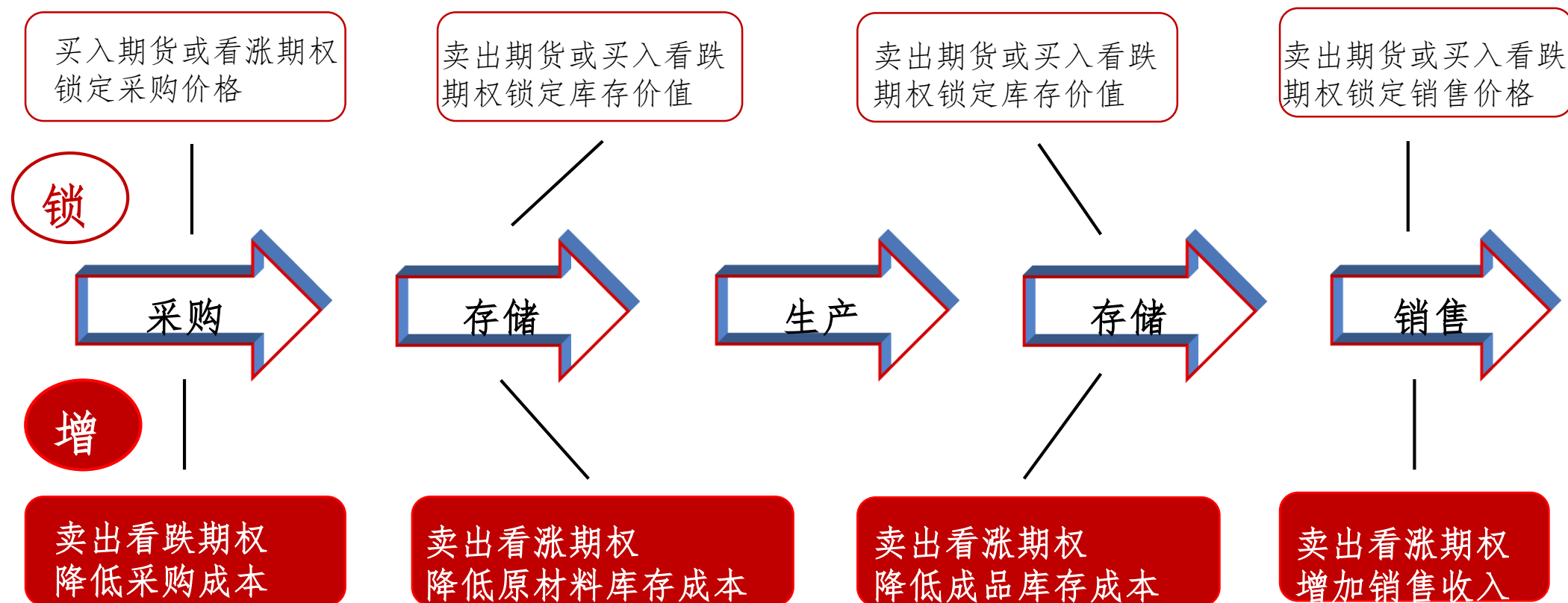
上游敞口，下游闭口

原材料价格或产品成本不定或者与保值标的高度相关，而产品价格波动与保值标的相关度不大。

此类企业一般处于产业链下游，例如养殖企业



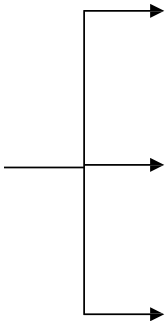
不同产业层级适用套保策略



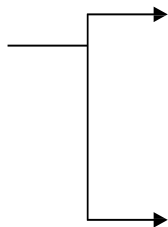


纸浆产业适用套保策略

浆厂、贸易商



造纸企业



销售途径	期货持有到期进行交割，根据现货持有情况确定交易头寸
期现套利	结合基差进行交易，基差体现的是现货价格的未来变动可能性，偏离基本面进行基差交易，基差恢复时平仓
价格风险/库存管理	纸浆运输或存储期间，通过在期货市场建立反向头寸，锁定价格
	库存置换，期货贴水头寸，降低持仓成本（资金、仓储）
采购途径	期货持有到期交割，根据生产计划确定交易头寸，建立远期虚拟头寸

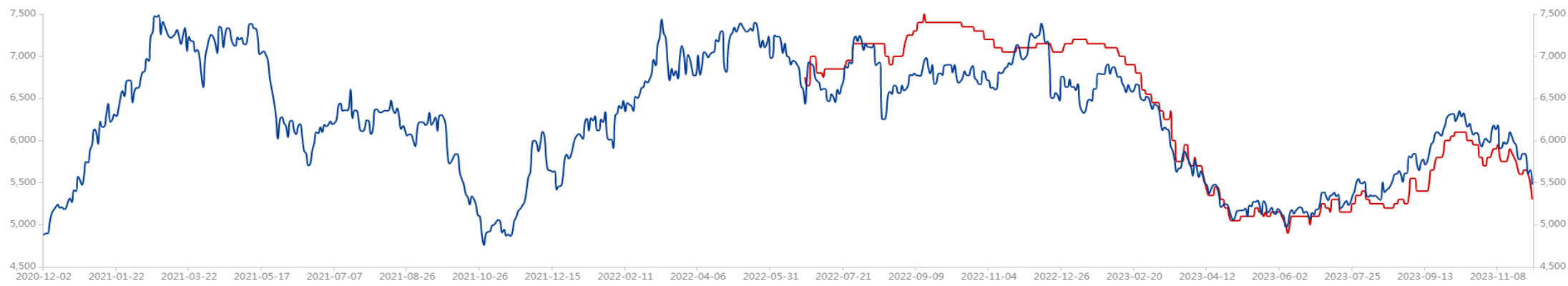


纸浆套期保值案例：最近的纸浆期现货行情

— SHFE：纸浆：主力合约：收盘价（日）



— 针叶浆：市场价：山东：俄针牌（日）(L) — SHFE：纸浆：主力合约：收盘价（日）(R)





套期保值案例：库存保值

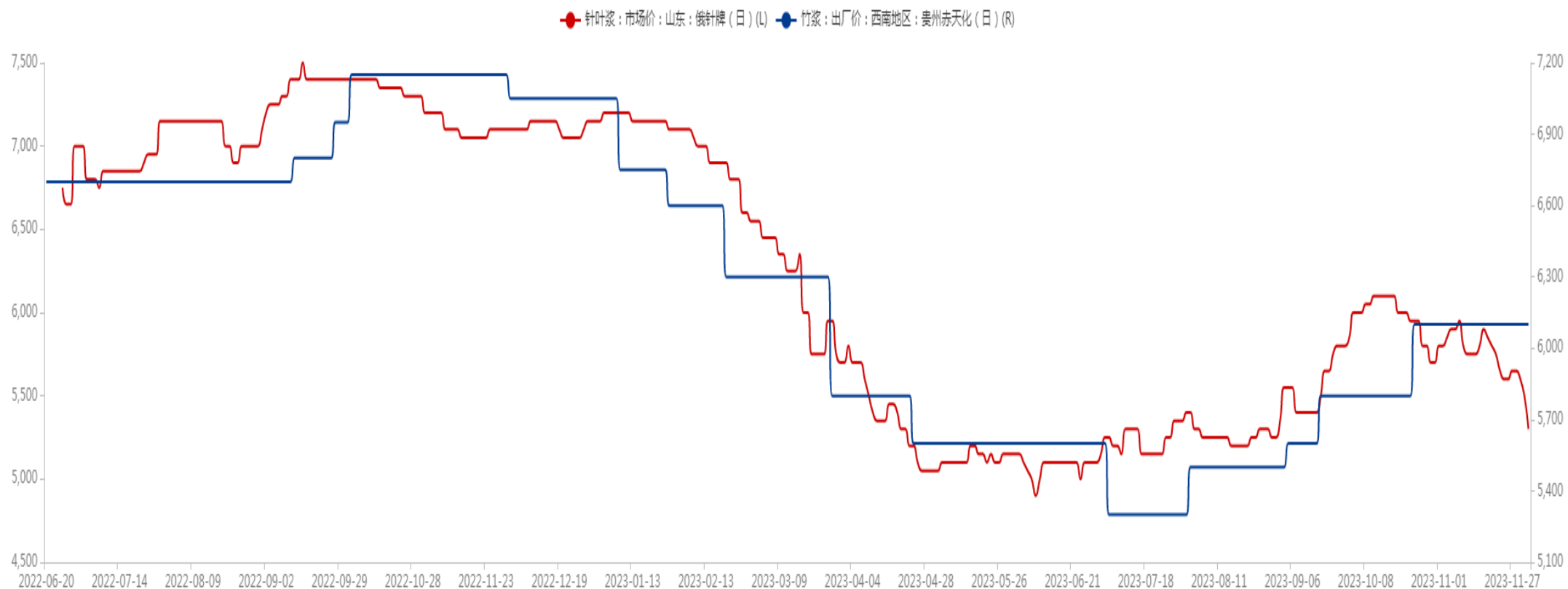
2023年10月份，某浆厂存货1000吨，现货价格为6100元/吨。价格在高位面临回调风险。该浆厂选择进行套期保值操作，在盘面卖出100手2401纸浆期货合约，成交价格为6300元/吨，到了11月初，纸浆现货价格下跌至5800元/吨，贸易商以5976元/吨将自己手里持有的纸浆期货合约买入平仓。

期货端损益： $(6300 - 5976) \times 1000 = 32.4$ 万元

现货端损益： $(6100 - 5800) \times 1000 = -30$ 万元

两者抵消，期货市场的盈利完全可以弥补现货市场上的亏损，所以此次套期保值操作规避了价格下跌引起的赔钱风险。

非标套 竹浆与针叶浆存在强相关



非标套 竹浆与针叶浆存在强相关

非标套利的操作：

当期货价格对现货（竹浆）价格的升水达到一定水平时（具体通过历史经验来判断）抛出期货。等待期货价格的回归现货。如果这个合约没能回归，那么就展期，等待下一个合约的回归。当然，由于展期的时候会有价差存在，因此这里肯定也会同时损失一部分利润。期货向现货回归的基本逻辑是：期货仓单具有有效期，期货仓单的价格，归根到底是要接受现货市场的检验，是要流入现货市场的。

非标套利的风险：

尽管我们可以笃信不疑，期货价格最终要回归到现货上来，但是这并不意味着这种套利模式没有风险。风险之一是来自于追加保证金：由于期货是空头，当纸浆价格上涨的时候，是需要补足现金作为保证金的。当然，与此同时，现货的价值也是在上涨的。但是如果在现货市场上的盈利没有转换成资金，则在期货头寸上的亏损需要大量的资金来入场弥补。



基差对套保的影响

01

基差定义

某一特定地点某种商品的现货价格与同种商品的某一特定期货合约价格间的价差。

02

基差具有波动性

期货价格与现货价格趋同的走势并非时刻保持一致，标的物现货与期货价格之间的价差(即基差)也呈波动性，在一定程度上会使套期保值效果存在不确定性。

基差

03

对套期保值效果有影响

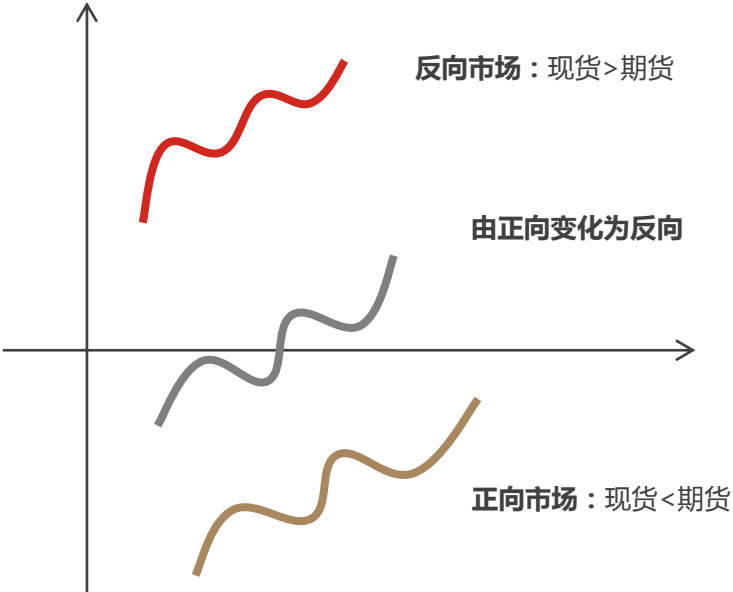
基差的变动可通过对持仓费、季节等因素进行分析，易于预测。

套期保值的实质是用较小的基差风险代替较大的现货价格风险。



基差变化与套期保值效果

套期保值类型	基差变化	套期保值效果
买入套期保值	基差不变	完全套期保值，两个市场盈亏刚好完全相抵
	基差走强	不完全套期保值，两个市场盈亏相抵后存在净亏损
	基差走弱	不完全套期保值，两个市场盈亏相抵后存在净盈利
卖出套期保值	基差不变	完全套期保值，两个市场盈亏刚好完全相抵
	基差走强	不完全套期保值，两个市场盈亏相抵后存在净盈利
	基差走弱	不完全套期保值，两个市场盈亏相抵后存在净亏损



以卖出套期保值为例，不论是正向市场、反向市场，抑或是市场由正向逐步变为反向，只要**基差走强**，套期保值最终结果为企业实现保值的同时能够产生净盈利。



纸浆套期保值注意事项



关注基差变动

在具体操作过程中，基差会发生波动，期货市场于现货市场的盈亏可能不会完全相抵，这会影响套期保值的效果。规避风险的办法：卖出套保，在基差较弱时进场，在基差走强时离场，或直接进入交割环节；买入套期保值，在基差较强时进场，在基差走弱时离场，或直接进入交割环节。如此可达到套期保值盈亏平衡甚至是盈利的效果。



数量相当

通常情况下，期货头寸数量与对应现货标的资产数量应该保持一致。稳妥的保值目标并不能完全规避价格剧烈波动的风险而是将价格风险转化为基差风险。基差风险相对于价格风险而言往往更容易让企业投资者接受，也有助于企业投资者稳定生产经营环境，从而实现在风险与收益之间的最优平衡。



不等于实物交割

机构客户通过期货市场进行套期保值操作，可以持有至到期进行实物交割。但这并不意味着所有期货持仓都需要进入交割环节了结头寸。套期保值者可以根据具体情况，在期货市场选择对冲平仓或实物交割。比如在进行卖出套保时，期货盘面价格下跌企业可在期货市场平仓获利，同时在现货市场让利促销，实现高产销率。



03 | 国联期货服务优势



国联期货简介



国联期货

国联期货是由无锡市国联发展（集团）有限公司（54.72%）、中海信托、上海颢融实业、国联物资共同设立的股份制期货公司，注册资本45,000万元人民币。公司成立于1993年，是经中国证监会批准设立的综合性和期货公司。

公司主要从事于商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理等业务，拥有郑州、大连、上海、广州、中金所和上海能源交易中心会员资格。公司设有一家风险管理子公司和二十余家分支机构，覆盖全国主要城市和地区。

注册资本

45,000 万元

分支机构

20 + 家

IB网点

70 + 家



控股股东

公司控股股东无锡市国联发展（集团）有限公司，是无锡市人民政府出资设立的国有资本投资运营和授权经营试点国企集团，注册资本80亿元。

历经20余年创新创业和转型发展，国联集团基本形成了**金融服务**、**实业经营**和**投资运作**三大领域。在金融服务领域，旗下拥有证券、期货、人寿保险、信托、财务公司等金融机构，参股无锡农商行、江苏银行等5家地方法人银行。



国联期货服务优势



服务优势

专业投研服务

基于大类资产配置
的宏观研究、
量化研究与核心产业研究相结合。

01

结算交割服务

公司提供交割业务一站式服务，
帮助客户规避交割违约风险。

02

信息技术优势

采用业内最主流期货交易柜台系统，
通过多交易中心模式保障交易系统安全、稳定。

03



提供风险管理系统

公司配备金仕达风险管理软件，
为企业提供系统化全流程风险监控。

04

专业财务培训

公司拥有专业财务团队，
能够为企业
提供全面培训及辅导。

05

风险管理子公司

面向中小微产业集群，
提供点价采购原材料、
库存销售等业务模式。

06



国联期货服务优势——专业投研服务



研究服务体系

研究所与农产品事业部为产业机构客户开发提供研究支持，为相关行业机构客户、高净值客户提供投研服务，积极参与、协助买方业务，通过贴近一线、贴近客户、贴近买方的积极探索，打造投研核心竞争力，为投研一体化战略发展探索新路。





国联期货服务优势——专业投研服务



投研服务产品

根据客户的特点及需求，提供各类投资策略。设计各类套利策略及趋势策略，并且实时追踪套利等投资机会。

②

02 - 期货投资策略

把握产业客户的需求和痛点，针对不同类型、不同需求的客户提供定制化解决方案，进行路演交流。

④

04 - 定制路演

可邀请相关产业客户定期进行产地或销区实地调研，建立现货产业朋友圈，利用行业背景优势服务客户。

⑥

06 - 实地调研

01 - 套保方案设计

①

定制设计套保方案，旨在帮助企业客户管控宏观大变局下的价格波动风险、锁定利润。

03 - 定期报告与专题报告

③

研究所与农产品事业部定期推送常规报告和专题点评报告，帮助客户全面了解产业信息，及时掌握突发事件信息和市场热点。

05 - 高端论坛与沙龙

⑤

可集中相关产业客户定期进行闭门会议，对行情深入交流，实现公司与产业之间的资源对接与信息互动。



国联期货服务优势——结算交割服务



结算与交割

主流结算平台

- 公司采用行业内主流的CTP 综合交易平台进行结算。
- 同时提供易盛、蓝玉、飞马、金牛等次席系统的结算。

交割一站式服务

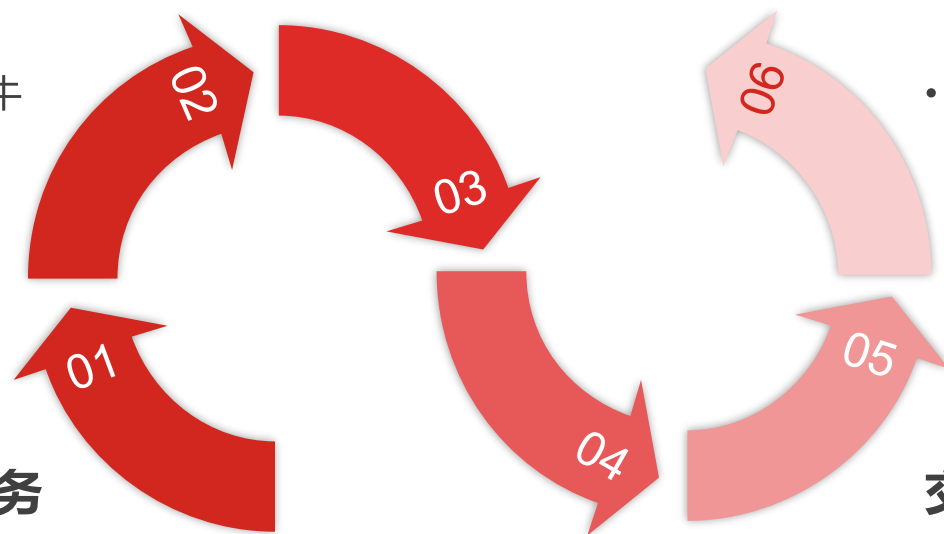
- 提供实物交割、现金交割、仓单质押等一站式交割及仓单业务服务。
- 提供交割手册、交割PPT、交割备忘录、简化流程图。

自研结算程序

- 引入机器人流程自动化工程，自主开发结算辅助程序，提升结算速度。
- 公司采用自研结算数据发送系统和德索CRM系统互为备份，数据传输更高效。

交割库申请

- 协助客户准备交割库申请材料，全面对接交易所。
- 随行企业拜访交易所，随行实地考察仓库，助力企业设库成功。





国联期货服务优势——信息技术优势



主交易、结算柜台系统

- ✓ 采用高性能X86服务器与极速交换机
- ✓ 构建高可用、高可靠的硬件平台和网络环境
- ✓ 灾备中心按照主中心100%的系统承载能力部署
- ✓ MSTP主备双线直连各交易所，裸纤结合专线保障数据传输速率



交易所托管机房和次交易系统

- ✓ 物理距离近、线路节点少
- ✓ 构建低延迟托管交易网
- ✓ 数据交互耗时最低、并发单量最大

CTP分中心

位于上期所张江机房
专注于交易、无结算和银期转帐模块
速度快于CTP主席
主要用于程序化交易中高端客户

易盛系统

支持易盛9.0柜台
终端支持易盛8.5
支持易盛极星9.3/9.5客户端
支持客户自主开发交易软件
支持机构通等功能

高频交易系统

布局极速交易系统
配置低延迟交换节点
实现前置低延迟报单途径



国联期货服务优势——金仕达风险管理系统



风险管理系统：能够提供系统化整体解决方案

多层次账户体系

- 可构建集团-子公司（公司-各业务部门/团队）两个层级的账户体系。
- 可根据业务部门/团队不同岗位及职责，设置不同角色权限与数据权限，实现权限严格分离。



风险监控全覆盖

- 事前风控——自定义配置账户交易权限、风控规则、风控计量维度（账户、品种、数量等）
- 事中风控——实时监控账户风险、敞口、盈亏等，并进行风险预警。
- 事后风控——预警查询、超限行为查询。



统一交易平台与期现管理

- 通过统一交易平台交易，交易方式包括多种类型条件单、套利流动性下单、套利移仓换月、网格交易等。
- 支持套保方案模式下单，包括月估套保、长单套保、库存套保等。支持期现数据导入。



多维度结算报表

- 全账户统一结算，解决人工核算与统计的繁琐与低效、数据流转困难。
- 强大的报表功能，可实现自动获取多维度与多类型期现业务报表。



国联期货服务优势——专业财务培训



财务培训

顶尖财务团队

国联期货拥有一批顶尖的财务人员，公司财务负责人为中国注册会计师CPA、中级会计师，曾任职于安永会计师事务所，有多年上市公司内审经验。



专业财务培训

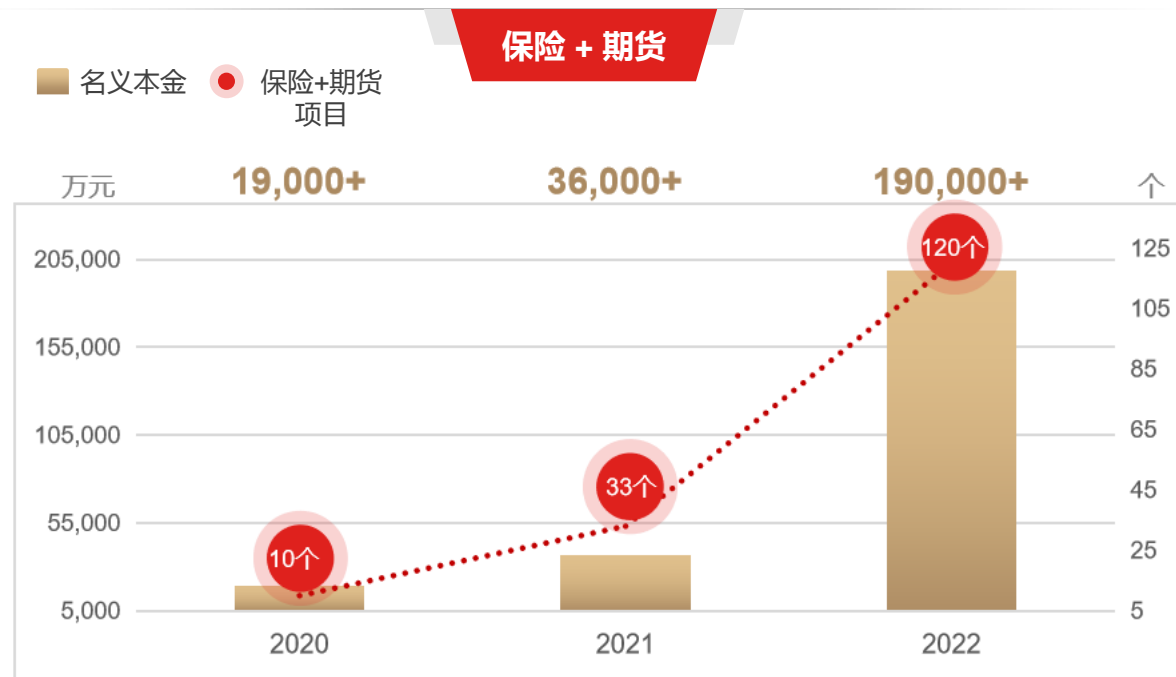
公司财务团队人员精通期货交易账务处理，包括普通会计核算、套期会计核算及账务处理，能够为企业提供专业培训及辅导。



国联期货服务优势——风险管理子公司

风险管理业务

公司全资设有国联汇富资本管理有限公司，注册资本金1.9亿元，连续三年获得“年度最佳风险管理子公司服务奖”。子公司作为期货和现货市场的桥梁，为客户提供专业风险管理服务。



注：数据来源于国联期货

基于服务三农的目的，开展“保险+期货”业务，近几年该业务发展迅速，共计承接150个项目，共承保货值约24.03亿，涉及保费约1.07亿，累计赔付约7641.18万元。积极参与三大交易所项目，在生猪、饲料、苹果等品种上均有涉及，赔付效果显著，连续被上期所、郑商所颁布奖项。

勇担责任 开放包容 追求卓越