



2024 年 05 月 15 日

研究篇：行业分布与企业优势

——星月“胶”辉之双胶期货系列报告（三）

高琳琳

投资咨询从业资格号：Z0002332

gaolinlin@gtjas.com

报告导读：

双胶纸下游刚需特性显著，超过 40% 的需求来自于教辅教材印刷，其他社会需求占 60% 左右，包括社会图书、期刊、本册等。**教材教辅**的核心目标群体为在校学生，基于升学率不变的假设，我们根据出生人口数量的同比变化，大致推断中小学教材教辅需求量大致在 2023 年见顶。**一般图书**属于可选消费属性，同宏观环境相关性较高。2023 年图书零售市场码洋规模同比增长 4.72%，而实洋同比下降 7.04%，码洋与实洋同比的反差反映出书店“降价保量”的促销行为，据此我们认为一般图书市场仍待复苏。而**杂志期刊**受数字化冲击需求量逐年下降。

据统计，2023 年**教辅教材市场**中，山东传媒、凤凰传媒、中南传媒、南方传媒、新华文轩市场份额占据前列。**一般图书、期刊市场**中，中原传媒、浙版传媒、新华文轩、中南传媒、中文传媒市场份额占据前列。（中原传媒的数据可能存在较大偏误，以及其他统计偏差详见表 2 注释处）

根据上市的双胶纸主要生产企业的 2023 年报、可转换公司债券跟踪评级报告，统计双胶纸相关的财务指标，从双胶纸**营收规模**看，太阳纸业、晨鸣纸业位居前二；从**毛利率**看，博汇纸业、太阳纸业位居前二。从**生产成本**看，太阳纸业、晨鸣纸业的原材料成本、能源动力成本优势明显。从**产销量**来看，太阳纸业与晨鸣纸业遥遥领先。双胶纸生产企业**优势主要体现在成本端**。首先是林浆纸一体化带来的原材料成本优势以及能源成本优势。其次是自备电厂的优势，自备电厂可以在煤价较低时显著降低纸厂的能源成本。再次，地理区位的不同也能给纸厂带来成本优势。除了竞争激烈的成本端，部分纸企也拥有比较差异化的特色优势，如林业碳汇的生态优势、客源优势等。

双胶纸期货上市后对企业可能产生以下四点影响：**第一**，为企业套期保值提供工具，使企业成本营收更可控。**第二**，期货价格为现货市场定价提供参考，为现货市场基差交易提供基础，提升企业在终端市场中的议价能力。**第三**，设置厂库交割，资金流、货物流灵活高效。**第四**，双胶纸下游淡旺季明显，价格存在较为显著的季节性变化，存在季节性月间套利机会。双胶纸与纸浆期货价格之差在一定程度上反映了加工利润，高利润或低利润往往不可持续，可以关注产业利润的套利机会。

目录

1. 双胶纸下游市场分布情况.....	3
1.1 下游终端分布.....	3
1.2 下游企业占比.....	6
2. 双胶纸产业涉及龙头企业.....	7
2.1 双胶纸涉及企业指标对比.....	7
2.2 双胶纸涉及企业优势介绍.....	8
3. 双胶纸期货上市后对企业影响.....	10
3.1 参与套期保值，企业成本营收更可控.....	10
3.2 参照定价，终端市场议价能力或提高.....	10
3.3 设置厂库，资金流、货物流灵活高效.....	11
3.4 关注季节性月间套利和产业利润套利.....	12

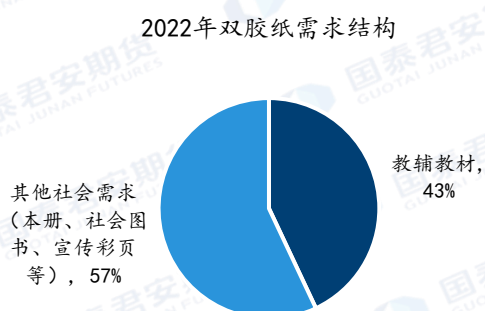
(正文)

1. 双胶纸下游市场分布情况

1.1 下游终端分布

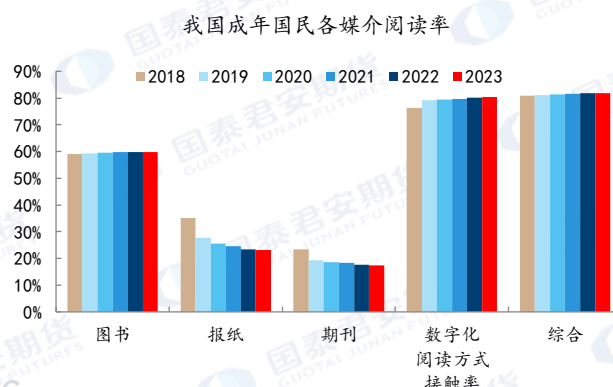
双胶纸下游刚需特性显著，超过 40% 的需求来自于教辅教材印刷，其他社会需求占 60% 左右，包括社会图书、期刊、本册等，整体受数字化冲击影响较小。

图 1：双胶纸需求结构



资料来源：公开资料收集，国泰君安期货研究

图 2：数字化冲击对图书影响较小，对期刊影响较大



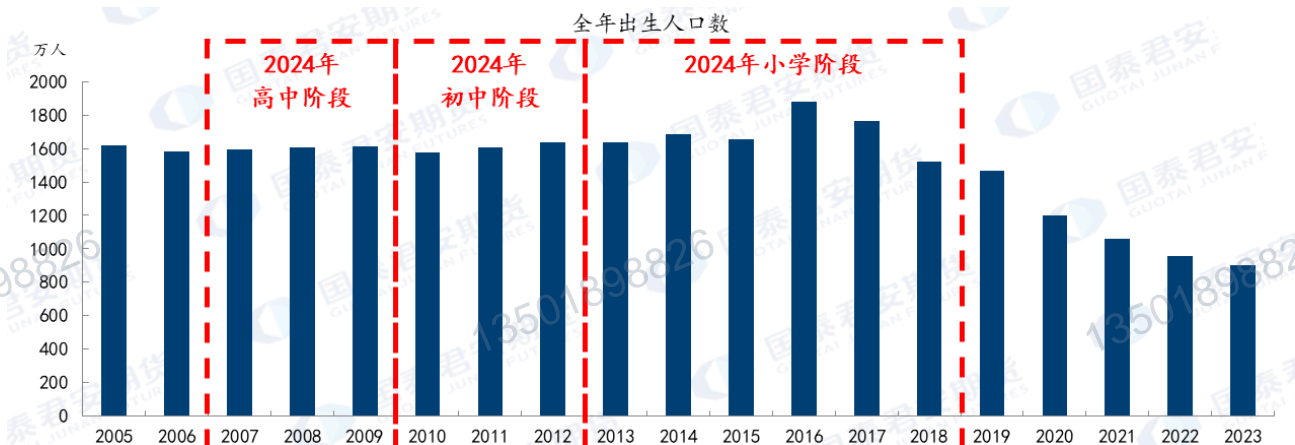
资料来源：国家新闻出版署，国泰君安期货研究

1.1.1 教辅教材

教材是供教学用的资料，狭义的教材即教科书，教科书是一个课程的核心教学材料。教辅就是配合教材编写的辅助类书籍，按采购方式又可以分为评议类教辅和市场类教辅，评议类教辅主要通过教育主管部门推荐选购，市场类教辅主要通过学校推荐选购及学生或家长自主性购买。教材教辅的核心目标群体为在校学生，相比于面向普通大众的一般图书，教材教辅属于刚需市场，我们认为需求量取决于在校学生数量以及人均需求量。

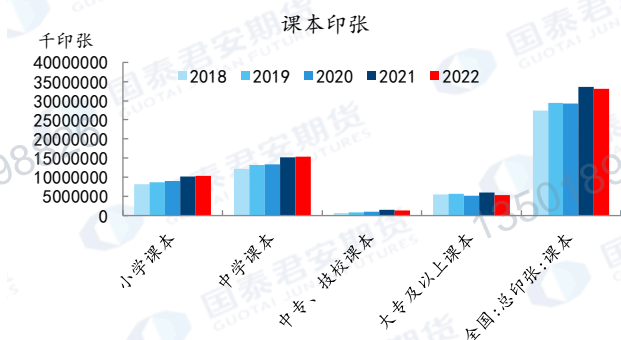
从在校生人数看，当前在校生人数仍在高位，但将随新生儿数量减少而下降。在 2011 年、2013 年以及 2015 年分三次逐步开放二孩政策之后，人口出生数都有不同程度的提高并在 2016 年达到高峰，随后逐年下降，但下行速度趋缓。预计在 2016-2017 年这波出生人口高峰进入中学阶段前，即至少 2029 年之前，初高中学生数将维持高位，而小学生数量即将开始逐年减少。

图 3：预期初高中在校人数将继续增加，小学在校人数将逐渐减少



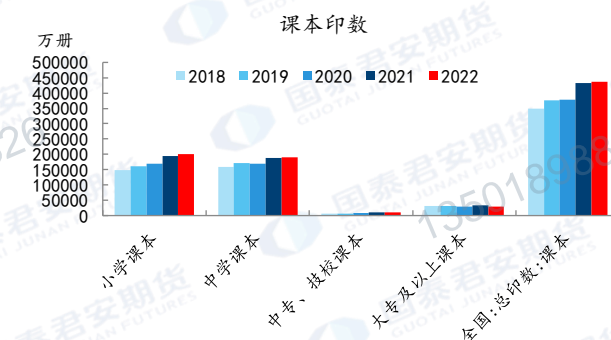
资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 4：课本印张整体维持增长



资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 5：课本印数整体维持增长




资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

从人均需求量看，往往年级越高的学生教材教辅需求越大。一般而言，年级越高，学科越多，升学压力也越大。教材人均需求可以拆解为教材需求、评议类教辅需求以及市场类教辅需求三类。教材以及评议类教辅的人均需求量偏刚性。2012 年，为切实减轻中小学生学习负担和学生家长的经济负担，规范中小学教辅材料的使用，教育部、新闻出版总署、国家发展改革委、国务院纠风办联合发布《关于加强中小学教辅材料使用管理工作的通知》（以下简称“一教一辅”政策），“各地市教材选用委员会根据当地教育实际和教科书使用情况，按照教科书选用的程序，从本省教辅材料评议公告中，一个学科每个版本选择 1 套教辅材料推荐给本地区学校供学生选用”，即一本教科书往往搭配一本评议类教辅使用。只要学科数量不发生较大变化，教材以及评议类教辅的人均需求量就比较稳定。市场类教辅需求取决于家长是否愿意购买额外的教辅材料以提升孩子学习成绩，市场类教辅需求人均需求量与竞争压力、升学氛围、社会对教育的关注度等因素有关。且市场类教辅需求类似于必选消费，支出受宏观经济与政策的影响较小，所以市场类教辅人均需求量也较为稳定。

基于升学率不变的假设，我们根据出生人口数量的同比变化，大致推断中小学教材教辅需求量大致在 2023 年见顶。教材教辅的需求量取决于在校学生数量以及人均需求量，伴随出生人口的下降，即使 2029 年之前人均教材教辅需求较多的初高中学生数将继续增加，也依然无法逆转出生人口快速下降导致的总教材教辅需求量下降趋势。

表 1：小学、中学、中专、技校课本印张数预计在 2023 年达峰后下降

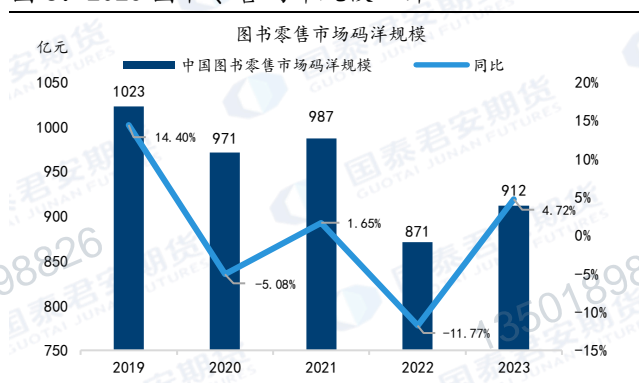
年份	小学年龄段人口数 (万人)	同比 (%)	小学课本印张 (千印张)	中学年龄段人口数 (万人)	同比 (%)	中学、中专、技校课本印张 (千印张)	合计课本印张数 (千印张)
2022	10,104	-	10,397,864	9592	-	16,814,055	27,211,919
2023	10,265	1.6%	10,563,547 (E)	9579	0.1%	16,791,267 (E)	27,354,813 (E)
2024	10,153	-1.1%	10,448,289 (E)	9630	0.5%	16,880,666 (E)	27,328,955 (E)
2025	9,978	-1.7%	10,268,199 (E)	9676	0.5%	16,961,301 (E)	27,229,500 (E)
2026	9,491	-4.9%	9,767,036 (E)	9755	0.8%	17,099,782 (E)	26,866,817 (E)
2027	8,898	-6.2%	9,156,789 (E)	9795	0.4%	17,169,899 (E)	26,326,688 (E)
2028	7,971	-10.4%	8,202,828 (E)	10104	3.2%	17,711,553 (E)	25,914,380 (E)
2029	7,108	-10.8%	7,314,729 (E)	10265	1.6%	17,993,773 (E)	25,308,502 (E)
趋势							

资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

1.1.2 其他社会需求

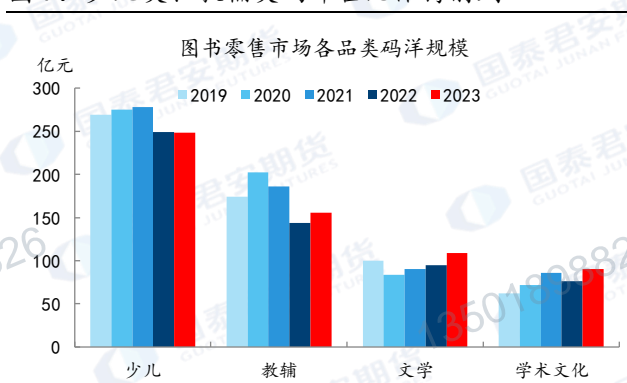
一般图书属于可选消费属性，同宏观环境相关性较高。自 2020 年公共卫生事件之后，实体书店受创，图书零售市场一直处于波动发展状态，据北京开卷数据，2023 年图书零售市场码洋规模为 912 亿元，同比增长 4.72%，由负转正，而实洋同比下降 7.04%（码洋指图书或音像制品产品的定价乘以数量所得出的金额，实洋指图书或音像制品产品的实际销售价格乘以数量所得出的金额），码洋与实洋同比的反差反映出书店“降价保量”的促销行为。据北京开卷，2023 年零售折扣从 2022 年的 6.6 折，下降至 6.1 折。所以我们认为一般图书市场仍待复苏。除此之外，每逢建党、建国周年时（如 2021 年建党 100 周年），党政类出版刊物的印刷量也会激增。

图 6：2023 图书零售码洋规模回升



资料来源：北京开卷，国泰君安期货研究

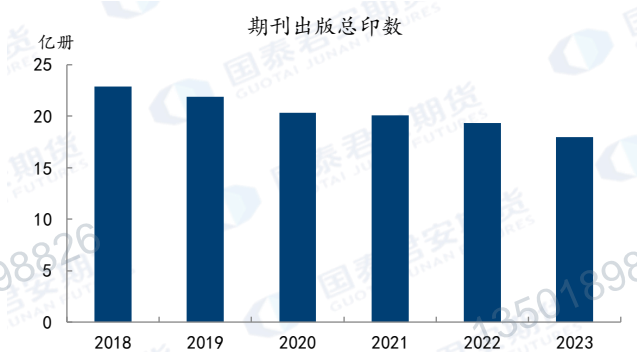
图 7：少儿类、教辅类码洋占比保持前列



资料来源：北京开卷，国泰君安期货研究

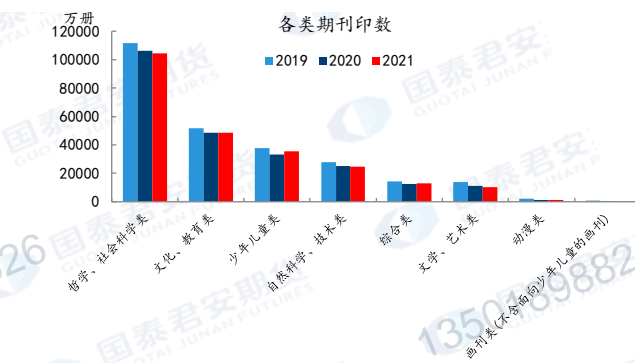
杂志是指有固定刊名，以期、卷、号或年、月为序，定期或不定期连续出版的印刷读物。根据一定的编辑方针，将众多作者的作品汇集成册出版，定期出版的，又称期刊。随着数字化技术的发展，中国的期刊杂志出版行业正逐渐实现数字化转型，越来越多的期刊杂志转向电子版出版和在线发行，造成印刷数量整体呈现下降趋势。从分类来看，动漫类，画刊类（不含面向少年儿童的画刊），文学、艺术类期刊印数下降较多，2019-2021 年复合增长率分别为 -23%，-10%，-9%。

图 8：期刊出版印刷数量呈下降趋势



资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 9：各类期刊印刷数量几乎都出现下降



资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

1.2 下游企业占比

图书出版行业准入壁垒高，地方性出版集团区域内地位稳固。双胶纸下游行业为图书出版发行行业，行业壁垒较高，根据《国务院关于非公有资本进入文化产业的若干规定》，涉及出版物印刷及发行业务的企业国有资本必须控股 51% 以上，这决定了图书出版行业国有资本占据主导地位的市场竞争格局。同时，政策也允许和鼓励民营企业进入图书内容提供和图书发行流通环节，但民营图书企业必须与国有出版社合作才能完成图书出版。地方性出版集团具备牌照优势和股权优势，各地方政府将旗下出版集团和发行集团打包成为区域性国有出版集团来进行上市融资，在区域内享有稳固地位，行业形成了分散但相对稳定的格局。

根据申万行业分类，A 股传媒二级细分行业中出版行业共有上市企业 29 家，其中 27 家以纸质图书出版与发行为主营业务，多数同时涉及教材教辅与一般图书两个业务板块。为了解企业的市场份额，我们将这 27 家公司的教材教辅营收之和作为教材教辅行业的市场规模，将一般图书、期刊杂志营收之和作为该行业的市场规模，计算各企业的营收的占比。

据统计，2023 年教材教辅市场中，山东传媒、凤凰传媒、中南传媒、南方传媒、新华文轩市场份额占据前列。一般图书、期刊市场中，中原传媒、浙版传媒、新华文轩、中南传媒、中文传媒市场份额占据前列。（中原传媒的数据可能存在较大偏误，因为其年报中只公布了图书这一大类的营收额，没有具体到教材教辅营收额，所以下表中中原传媒的“一般图书、期刊杂志营收”一列中还包括了教材教辅营收，其他统计偏差详见表 2 注释）

表 2：2023 年纸质图书出版发行企业营收统计

证券代码	证券名称	主要市场	教材教辅营收 (亿元)	一般图书、期刊杂志营收 (亿元)	总营收 (亿元)	教材教辅市场份额 占比	一般图书、期刊杂志市场份 额占比
601019.SH	山东出版	山东	100.33	19.04	121.54	14.7%	3.0%
601928.SH	凤凰传媒	江苏	91.01	52.17	136.45	13.4%	8.3%
601098.SH	中南传媒	湖南	85.35	52.70	136.13	12.5%	8.4%
601900.SH	南方传媒	广东	83.03	19.77	93.65	12.2%	3.1%
601811.SH	新华文轩	四川	61.69	65.69	118.68	9.1%	10.4%
600757.SH	长江传媒	湖北	51.14	13.62	67.59	7.5%	2.2%
601921.SH	浙版传媒	浙江	49.42	67.63	116.74	7.3%	10.7%

600373.SH	中文传媒	江西	46.04	53.09	100.84	6.8%	8.4%
600229.SH	城市传媒	青岛	18.56	8.91	26.92	2.7%	1.4%
601801.SH	皖新传媒	安徽	17.51	45.19	112.44	2.6%	7.2%
605577.SH	龙版传媒	黑龙江	14.90	2.43	18.44	2.2%	0.4%
600551.SH	时代出版	安徽	13.85	8.21	86.43	2.0%	1.3%
601949.SH	中国出版	全国	13.50	49.77	62.98	2.0%	7.9%
601999.SH	出版传媒	辽宁	11.40	6.58	24.12	1.7%	1.0%
600825.SH	新华传媒	上海	6.00	5.01	13.05	0.9%	0.8%
603230.SH	内蒙新华	内蒙古	5.35	11.71	18.40	0.8%	1.9%
603999.SH	读者传媒	甘肃	4.57	3.41	12.95	0.7%	0.5%
300654.SZ	世纪天鸿	全国	4.33	不涉及	5.07	0.6%	-
601858.SH	中国科传	全国	2.87	2.05	28.79	0.4%	0.3%
000719.SZ	中原传媒	河南	未公布	103.16	98.33	-	16.4%
300788.SZ	中信出版	全国	不涉及	15.30	17.17	-	2.4%
603096.SH	新经典	全国	不涉及	8.25	9.01	-	1.3%
301052.SZ	果麦文化	全国	不涉及	4.55	4.78	-	0.7%
301025.SZ	读客文化	全国	不涉及	3.66	4.34	-	0.6%
300148.SZ	天舟文化	全国	不涉及	3.50	4.48	-	0.6%
301231.SZ	荣信文化	全国	不涉及	2.71	2.74	-	0.4%
002181.SZ	粤传媒	广东	不涉及	1.61	5.59	-	0.3%
合计	-	-	680.84	629.70	1,447.65	-	-

资料来源：公司年报，国泰君安期货研究

注：由于公司年报在分类展示营收时可能未减去公司内抵消额，所以分类营收之和可能会大于总营收。

由于部分公司营业收入分类不同，上表统计存在偏差：“教材教辅营收”一列中，内蒙新华教材教辅为仅含教材营收；“一般图书、期刊杂志营收”一列中，中原传媒包含教辅教材营收，山东传媒、凤凰传媒包含报纸营收，皖新传媒包括音像制品营收，内蒙新华包含教辅营收，粤传媒为报刊广告及发行营收。

2. 双胶纸产业涉及龙头企业

2.1 双胶纸涉及企业指标对比

根据上市的双胶纸主要生产企业的 2023 年报、可转换公司债券跟踪评级报告，统计双胶纸相关的财务指标，从双胶纸营收规模看，太阳纸业、晨鸣纸业位居前二；从毛利率看，博汇纸业、太阳纸业位居前二。从生产成本看，太阳纸业、晨鸣纸业的原材料成本、能源动力成本优势明显。从产销量来看，太阳纸业与晨鸣纸业遥遥领先。

表 3：2023 年双胶纸主要上市公司指标对比

公司	产品	营收成本			
		营业收入	营收占比	营业成本	毛利率
		亿元	%	亿元	%
晨鸣纸业	双胶纸	77.02	28.95%	69.29	10.04%
太阳纸业	非涂布文化用纸	133.10	33.66%	110.96	16.63%
华泰股份	文化纸	25.99	19.55%	25.60	1.52%
博汇纸业	文化纸	42.45	22.71%	37.13	12.54%
岳阳林纸	印刷用纸+办公用纸	45.56	52.73%	41.32	9.31%

公司	生产成本分析				
	产品	原材料成本占比	吨纸原材料成本	能源动力成本占比	吨纸能源动力成本
		%	元	%	元
晨鸣纸业	机制纸	57.04%	2629.75	13.78%	635.12
太阳纸业	双胶纸	78.57%	2584.84(2021 年数据)	10.15%	306.28(2021 年数据)
华泰股份	文化纸	73.25%	3572.23	19.89%	969.76
博汇纸业	文化纸	68.04%	2993.77	16.68%	734.02
岳阳林纸	文化纸	70.69%	4452.97	-	

公司	产销库存			
	产品	销售量	生产量	库存
		万吨	万吨	万吨
晨鸣纸业	机制纸	474	478	36
太阳纸业	纸制品	666	662	22
华泰股份	文化纸	53	53	3
博汇纸业	文化纸	84.05	84.39	2.93
岳阳林纸	印刷用纸+办公用纸	86.38	86.01	1.76

资料来源：可转换公司债券跟踪评级报告，公司年报，国泰君安期货研究

注：岳阳林纸文化纸“吨纸原材料成本”=文化纸原材料成本/（印刷用纸生产量+办公用纸生产量）

由于太阳纸业的双胶纸产量数据未在年报中公布，最新的公开数据来自 2021 年可转换公司债券跟踪评级报告，所以计算“吨纸原材料成本”与“吨纸能源动力成本”时使用的是 2021 年的数据。

2.2 双胶纸涉及企业优势介绍

双胶纸生产企业优势主要体现在成本端。

首先是林浆纸一体化带来的原材料成本优势以及能源成本优势。造纸行业主要原材料为木浆和木片，我国木材资源相对短缺，木浆及木片的对外依存度较高，使得造纸行业的发展受制于国际木浆及木片价格的波动。如果原材料价格出现大幅波动的情形，将对造纸企业生产成本的控制带来不确定性，影响企业经营业绩。林浆纸一体化旨在布局上游木片资源林业及木片资源，布局化机浆、化学浆产能，降低原料端周期波动，获取制浆环节利润，同时，自有林地也带来额外的林业碳汇收入。当前文化纸龙头均深耕“浆纸一体化”，自制浆比例超 50%。2023 年双胶纸新增产能中，浆纸一体化产能占比近 70%，浆纸一体化产能释放成为主角。

除了降低原材料成本，林浆纸一体化也可以节能降耗。最明显的降耗是木浆的烘干程序，此步骤并非制浆的必要工序，只有商品浆才需要由湿浆烘干为浆板，方便运输。如果是浆纸一体化的工厂，则可省略此步骤，直接使用湿浆造纸。而木浆干燥所需的能耗约占木浆生产过程中总热能的 25%和总电能的 15-20%。除此之外，通过回收木片加工过程中的副产品树皮，以及制浆过程中产生的黑液，作为生物燃料能源，也可以节省部分能源消耗。

表 4：双胶纸龙头企业木浆自给率

公司	木浆自给率					
	年份	木浆外购量	木浆销量	木浆产量	木浆产能	自给率
晨鸣纸业	2022	96.11	—	346.1	430	78%
太阳纸业	2021	150.63	52.92	200.98	250	67%
岳阳林纸	2023	—	—	—	—	超 50%

资料来源：可转换公司债券跟踪评级报告，公司年报，国泰君安期货研究

注：晨鸣纸业木浆自给率直接来自可转换公司债券跟踪评级报告中的纸浆自给率，太阳纸业木浆自给率=产量/消费量=产量/(外购量+自给量)=产量/(外购量+产量-销量)，岳阳林纸木浆自给率直接来自 2023 年报。

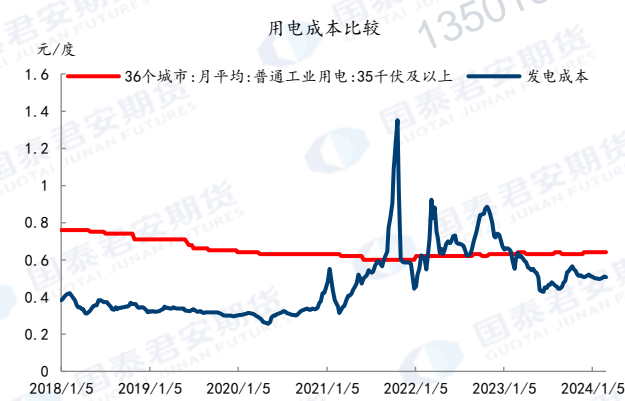
其次是自备电厂的优势，自备电厂可以在煤价较低时显著降低纸厂的能源成本。如果用 5500 大卡煤炭发电，一吨煤发电量大约是 2622 度电左右，假设煤炭成本占发电成本的 70%，则发电成本=煤炭价格/2622/0.7。假设吨纸用电 500 度，则 0.1 元/度的用电成本优势对应 50 元/吨的优势。进一步地，拥有自备电厂的纸厂还可以使用热电联产技术，即将发电后的废热用于工业制造或是利用工业制造的废热发电，达到能量最大化利用的目的，降低能源动力成本。但目前燃煤发电限制趋严，随着环保政策加码，燃煤发电的限制逐渐增加，小型纸厂由于规模小、生产效率低、环保不达标，自备电厂较难通过审批，只能通过外购电满足自身能源需求，有自备电厂的太阳纸业、晨鸣纸业等企业在能源成本上存在一定优势壁垒。

图 10：煤炭价格



资料来源：钢联，国泰君安期货研究

图 11：煤炭价格较低时自备电厂成本优势较大



资料来源：CEIC，钢联，国泰君安期货研究

再次，地理区位的不同也能给纸厂带来成本优势。如太阳纸业的老挝基地，充分利用了老挝原材料木片价格较低、劳动力成本显著低于国内、距离中国更近运输成本更低（相比其他木片出口大国）等的优势。其山东本部靠近兖州煤矿，坑口电厂采购成本优势显著。又如岳阳林纸公司所在地湖南省及周边省份（江西、广西、广东、湖南、贵州）森林覆盖率较高，淡水资源极其丰富，具备发展造纸和林业碳汇的林木资源优势。其主要生产基地位于在洞庭湖与长江交汇的城陵矶三江口处，水陆交通十分便利，产品到达目标市场（珠三角、长三角）的运输半径较小，运输成本较低。又如博汇纸业总部地处造纸行业聚集地山东省，产业聚集效应显著，其江苏基地依托黄海港口海运优势，运输便捷高效。

除了竞争激烈的成本端，部分纸企也拥有比较差异化的特色优势。如岳阳林纸在林业碳汇上的生态优势。林业碳汇是指通过造林和森林管理吸收二氧化碳，用于抵消人为碳排放当量的虚拟产品交易。林业碳汇项目流程较长、开发门槛较高，公司林业碳汇先发优势明显，技术团队经验丰富，签约林地不断扩张。又如华泰股份拥有党政刊物的稳定客源优势，其已与各大国家级报社、党报、印刷物资公司建立了长期稳

定的合作伙伴关系，公司生产的“高档胶印书刊纸”被中央文献出版社定为“毛选”、“邓选”、“江选”以及“习近平总书记系列讲话”印刷专用纸。

3. 双胶纸期货上市后对企业影响

3.1 参与套期保值，企业成本营收更可控

套期保值是指把期货市场当作转移价格风险的场所，利用期货合约作为将来在现货市场上买卖商品的临时替代物，对其准备以后售出商品或对将来需要买进商品的价格进行保险的交易活动。套期保值能够对冲现货价格大幅波动风险，从源头上较好地减轻市场冲击给价格带来的波动和压力，为企业取得稳定的预期提供可能，进而助力企业实现锁定成本、保值收益，减少价格风险的目标。

对于生产端的双胶纸生产企业，为规避产成品双胶纸的价格下跌风险，纸企可以卖出双胶纸期货套保，若双胶纸价格下跌，期货端的盈利可以在一定程度上弥补现货端的损失。同时，双胶纸生产企业为锁定生产利润，也可以进行双向套保，即买入纸浆期货，卖出双胶纸期货，若纸浆上涨或双胶纸下跌导致双胶纸生产利润下降，期货端纸浆多头的盈利或双胶纸空头的盈利能一定程度上弥补生产利润的下降。

对于贸易端的双胶纸贸易商，预购双胶纸时，为规避涨价风险，可以买入套保。对于双胶纸库存以及预售的双胶纸，为规避价格下跌风险，可以进行卖出套保。

对于消费端的出版发行企业，在预购双胶纸时，为规避涨价风险，可以买入套保。

表 5：双胶纸产业链主要参与者套期保值策略分类

产业链位置	企业类型	标的	套保策略	备注
生产端	双胶纸生产企业	预售产成品	卖出套保	针对未来产出的产成品，规避跌价风险
		产成品库存	卖出套保	针对现有产成品库存，规避跌价风险
		加工利润	双向套保	买入原料，卖出产成品，锁定加工利润
贸易端	贸易商	预购商品	买入套保	预购入但尚未购入，未确定价格的长期协议供货，规避涨价风险
		商品库存	卖出套保	针对现有商品库存，规避跌价风险
		预售商品	卖出套保	针对未来产出的产成品，规避跌价风险
消费端	出版发行企业	预购原料	买入套保	预购入但尚未购入，未确定价格的长期协议供货，规避涨价风险

资料来源：国泰君安期货研究

3.2 参照定价，终端市场议价能力或提高

目前我国双胶纸行业集中度较低，且整体供大于求，导致在终端市场中双胶纸企业相对图书出版企业议价能力较弱。2022 年双胶纸 CR4 约 42%，相比铜版纸的 83%、白卡纸的 77%仍有较大的提升空间。行业格局分散，集中度低，意味着市场上的主要竞争者数量较多，大型企业往往难以通过控制市场供应、影响价格等方式增强其议价能力。据隆众资讯，2023 年双胶纸产量 1030 万吨，理论消费量 911 万吨，供大于求，也导致双胶纸企业在与下游的议价博弈中处于相对劣势的地位。

双胶纸期货上市后，不仅可以为现货定价提供参考，也可现货市场带来基差交易的新定价方式，帮助双胶纸企业提高在终端市场中的议价能力。很多期货品种上市后，现货市场定价方式转为了基差交易的模式。基差交易也称基差定价，是指由买卖双方以“期货+基差（升贴水）”的定价方式签署贸易合同并以实物交收方式进行履约的交易活动，也就是现货买卖双方均同意以期货市场上某月份的该商品期货价格为计价基础，再加上买卖双方事先协商同意的升贴水作为最终现货成交价格的交易方式。相较于传统的贸易

方式，这种定价方式的优点有二：一是双方均获得主动性。基差贸易一般采用点价方式，点价方在不同时点进行点价可以形成不同的实际交易价格，而被点价方结合期货进行套期保值操作可以提供不同的升贴水报价。二是灵活性。基差贸易的双方约定的结算基准价格，可以是当天期货市场价格也可以是其它形式的价格；双方既可以结合期货约定通过期转现交割来完成实物交收，也可以仅完成现货交收而不参与期货市场。

表 6：双胶纸期货上市后或改变现货定价方式

品种名称	期货上市时间	当前主流现货交易模式	期货品种上市前现货交易模式	期货品种上市后品种交易模式	发生的变化
甲醇	2011 年 10 月 28 日	盘面升贴水报价	一口价、合约货为主	基差报价	传统现货市场逐渐从长约变成“一单一谈”的模式，贸易商开始增加基差贸易
纯碱	2019 年 12 月 6 日	部分盘面升贴水报价	贸易报价与直供结合	基差报价与传统贸易模式都有	传统现货市场逐渐从长约变成“一单一谈”的模式，贸易商开始增加基差贸易
玻璃	2012 年 12 月 3 日	部分盘面升贴水报价	贸易报价与直供结合	基差报价与传统贸易模式都有	期货贴水，贸易商价格有优势，基差报价增多
PTA	2006 年 12 月 18 日	盘面升贴水报价	一口价、合约货为主	基差报价	随着 PTA 产能扩张及供应过剩，PTA 现货贸易占比逐步增加，现货贸易从工厂定价转为贸易定价为主
乙二醇	2018 年 12 月 10 日	盘面升贴水报价	纸货贸易为主	基差报价	上期货之前，乙二醇主要在华南村电子盘进行交易，上期货之后，转到期货上进行操作，贸易以盘面+基差来确定
橡胶	1993 年 3 月	盘面升贴水报价	合约	盘面升贴水报价	已经完全转为盘面升贴水报价
纸浆	2018 年 11 月 27 日	纸厂、大贸易商与海外纸浆厂以长约为主；国内贸易盘面加贴水。	长约为主	海外仍以长约为主，参考国内盘面；国内贸易盘面加贴水	盘面价格成为重要现货报价参考
PP	2014 年 2 月 28 日	盘面升贴水报价	贸易报价与直供结合	基差报价	期货贴水，贸易商价格有优势，基差报价增多
PE	2007 年 7 月 31 日	盘面升贴水报价	贸易报价与直供结合	盘面升贴水报价	基差贸易逐渐成为市场的主流，基差贸易商的市场份额不断扩大
PF	2020 年 10 月 12 日	盘面升贴水报价（本质还是绝对价格）	工厂一口价	升贴水报价	试图向基差贸易转变，但是没有完全成功。目前仍然是看绝对价格为主
苯乙烯	2019 年 9 月 26 日	合约、纸货、期货三者结合	合约、纸货	合约、纸货、期货	纸货仍然是最主流的模式，盘面只是辅助，处于基差贸易的初级阶段
尿素	2019 年 8 月 9 日	厂家预收订单（工厂）、盘面升贴水报价（贸易商）	工厂预收订单	厂家预收订单（工厂）、盘面升贴水报价（贸易商）	传统现货市场逐渐从长约变成“一单一谈”的模式，贸易商逐渐开始增加基差贸易

资料来源：国泰君安期货研究

3.3 设置厂库，资金流、货物流灵活高效

双胶纸期货设置厂库交割。厂库交割，是指以厂家取代传统意义上的仓库，以生产能力和相应的信用保证作为出具仓单（即厂库仓单）的依据，出库时按照买方要求在规定时间内提供相应质量和数量的实物，以履行交割义务。

厂库交割具有以下优点，使得资金流、货物流灵活高效：第一，满足个性化需求。厂库仓单的持有人注销仓单时可以跟生产企业沟通产品品质的个性化需求，打破了交割品牌、交割时间、交割地点的束缚，从源头实现供需对接，实现交割资源有效供给。第二，注册成本低。作为厂库的企业可以使用银行保函或

其他担保形式形成仓单，不需要提前备好货物，降低注册成本。第三，减少入库环节，降低交割成本。在厂库交割中，买方可以直接从生产厂提货或者由生产厂将交割货物送到指定地点，免去了将交割商品运到指定交割仓库的运输成本、装卸及短途倒运成本以及入库商品的检验成本等。第四，能积极吸引现货商的参与，在厂库交割方式下，交割操作基本与现货购销一样，便于现货企业掌握和操作，同时，由于交割成本的降低和厂库制度的便利性，将更容易吸引和带动现货商进入期货市场。

3.4 关注季节性月间套利和产业利润套利

关注季节性月间套利机会。双胶纸下游淡季旺季明显，价格存在较为显著的季节性变化，或导致3、4、11月合约的价格较高，7、8月合约的价格较低。可以结合不同交割月份合约的逻辑以及淡旺季因素择机进行套利。比如在2020年，判断2021年建党100周年的党建类订单需求增加，会导致2021年初时双胶纸3月合约（若存在）超预期上涨，使得2-3月份价差走扩，则可以考虑择机买入3月合约，同时卖出2月合约进行套利。

关注产业利润套利机会。纸浆是双胶纸的原料，双胶纸期货上市后，可以关注纸浆期货与双胶纸期货的价差关系，双胶纸与纸浆期货价格之差在一定程度上反映了加工利润，高利润或低利润往往不可持续，可以择机进行套利。比如加工利润较低时，纸企可能发布涨价函提涨纸价，使得加工利润回升，低利润也可能导致纸企降低开工率或转产，供应缩减使得纸价回升，同时纸浆价格也可能因下游需求减少而下降，导致加工利润回升，所以可以在加工利润较低时做多加工利润，即买入双胶纸期货，卖出纸浆期货。加工利润较高时，纸企往往会提高开工率，供应增加使得纸价下降，同时纸浆价格也可能因双胶纸开工提升而上涨，导致加工利润下降，所以可以在加工利润较高时做空加工利润，即买入纸浆期货，卖出双胶纸期货。

表 7：双胶纸需求季节性变化

1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
平	淡季	旺季			平		淡季	旺季			前旺后平
节日期间，双胶纸用量较平常少		3-5月为秋季学生教辅教材备货及开印期；复印纸、薄本、不干胶底纸等需求加大				教辅教材扫尾期		9-12月为学生春季教材备货及开印期；另近年底，各类统计报表增多，信封信纸市场启动			春季教材及报表印制扫尾期

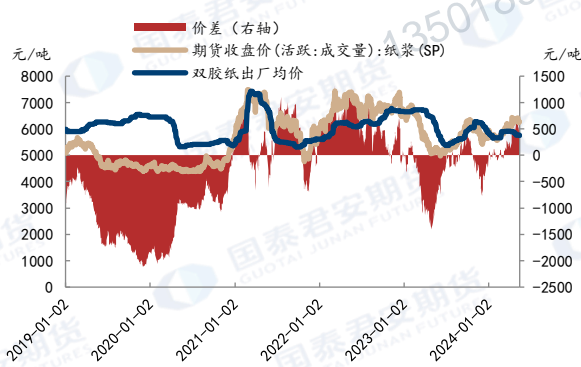
资料来源：公开信息收集，国泰君安期货研究

图 12：双胶纸价格季节性变化比较显著



资料来源：卓创资讯，国泰君安期货研究

图 13：双胶纸-纸浆价差



资料来源：卓创资讯，同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

本公司具有中国证监会核准的期货交易咨询业务资格

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做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做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。

版权声明

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安期货研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。