

# 产业上下游延续博弈态势，宽幅震荡

---2024 年下半年纸浆期货行情展望

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

金启恒（联系人） 从业资格号: F03119420 jinqiheng028808@gtjas.com

## 报告导读:

我们的观点：2024 年下半年纸浆供应随着投产设置的释放而逐步增强，全球纸浆需求以欧美周期性复苏增长为主，国内维持刚需消费；供给端，纸浆新增产能集中投放，目前看来各项目建设进度基本符合预期，在其已经被市场充分计价下，需要关注下半年项目最终的落地和兑现情况；需求端，随着美联储加息压力的缓解，欧美地区下游终端消费行业回暖，目前仍在补库阶段，纸浆需求稳中趋升，而国内各纸品情况参差不齐，伴随宏观经济的温和复苏，叠加下半年“金九银十”等传统季节性旺季，有望驱动纸浆需求温和增长。在产业链上下游博弈态势下，下半年浆价或维持震荡；若欧美经济复苏不及预期，或出现新增产能超预期上线，预计纸浆价格在 2024 年下半年会出现新一轮的下探。

## 目录

1. 下半年木浆产能释放已计价，跟踪落地实际情况.....	3
1.1 下半年海外阔叶浆投产压力增加，关注预期是否兑现.....	3
1.2 下半年国内自制浆项目集中投产，关注浆纸一体化进度.....	3
1.3 海运市场波动加剧，运力紧张或影响部分国内到港量.....	4
2. 产业链上下游博弈，内外倒挂下游亏损结构性分裂.....	6
2.1 海外补库周期提前于国内，高成本下外盘定价难跌.....	6
2.1.1 海外此轮下游补库周期启动于去年 11 月，仍在持续.....	6
2.1.2 能源、人工等高成本构成下，国内外倒挂，海外溢价.....	9
2.2 国内刚需补库，消化前期库存为主，等待价格拐点.....	10
2.2.1 下游四类纸品情况不一.....	10
2.2.2 国内库存仍在较高水平.....	17
3. 下半年投资建议与展望：震荡思路对待，关注预期差.....	17

(正文)

## 1. 下半年木浆产能释放已计价，跟踪落地实际情况

### 1.1 下半年海外阔叶浆投产压力增加，关注预期是否兑现

上半年海外纸浆厂未出现产能投放，2023 年末 CMPC 于 Guaíba 浆厂的第二生产线的产能投产如期完成，新增阔叶浆产能约 40 万吨。下半年海外纸浆厂的投产计划主要为 Suzano 在建的 Cerrado 项目。该项目位于巴西中西部地区的南马托格罗索州，预计年产桉木浆 255 万吨，建成之后将成为世界上最大的单线纸浆厂，将 Suzano 的产能提高 20% 以上。根据 Suzano 的一季度报告，Cerrado 项目进度符合预期，目前建设进度已经达到 94%，预计将在几周后投入运营。其次，越南的 VNT19 纸浆造纸公司表示其项目迄今已达到 75% 的进度，预计在 2024 年四季度正式投入运营，但由于该项目因环境问题在实施过程中多次受阻，特别是其污水管道系统遭到了当地民众的抵制，后期是否能按时投产仍待检验。Paracel 在巴拉圭康塞普西翁的新项目由于经济困难，投产预计推迟至 2027 年。预计下半年新增阔叶浆总产能约为 290 万吨。

表 1：海外纸浆厂投产计划

投产时间	国家	地区	公司	产能（万吨）	浆种
2023Q4	巴西	Guaíba	CMPC	40	阔叶浆
2024H2	巴西	Cerrado	Suzano	255	阔叶浆
2024Q4	越南	Binh Son	VNT19	35	阔叶浆
推迟至 2027	巴拉圭	Paraguay	Paracel	150-180	阔叶浆
2028	巴西	Sucuriú	Arauco	250	阔叶浆

资料来源：公开资料收集，国泰君安期货研究

### 1.2 下半年国内自制浆项目集中投产，关注浆纸一体化进度

下半年国内自制浆产能预计陆续释放，国内规模纸企浆纸一体化模式进入收获期。下半年有约 641 万吨的自制浆总产能释放，新增产能以阔叶浆、化机浆为主，其中阔叶浆、化机浆产能分别增加约 300 万吨和 266 万吨。各项目进度基本符合预期：华泰纸业 70 万吨化学木浆项目正在建设高峰期，按计划到 2024 年底全面建设完成，按照项目规划，在新增产能中，包括液体浆（自用）40 万吨/年，浆板（外销）30 万吨/年。待 70 万吨化学浆项目全部投产后，公司木浆自给率将从不到 20% 的水平大幅提升至接近 50%；五洲特种纸业在湖北的年产 449 万吨浆纸一体化项目整体建设已完成 90%，根据其公告披露，目前已有两条工业包装纸生产线和一条纱管纸生产线中的湿式造纸联合厂房、制浆车间、完成整理车间、成品库土建施工完成，纸机及配套的管道正在进行安装工作，计划 2024 年第二季度展开试运行。另有一条工业包装纸生产线的湿式造纸联合厂房、制浆车间正进行土建施工工作，计划 2025 年初展开试运行。



表 2：国内纸浆厂投产计划

预计投产时间	公司	产能（万吨）	产品	位置	项目类型	阔叶浆	化机浆	化学浆	本色浆
2024 年底	华泰	70	阔叶浆	山东东营	-	70	-	-	-
2024 Q3	玖龙	60	化机浆	广西北海	林浆纸	-	60	-	-
		110	阔叶浆			110	-	-	-
2024-06	联盛	120	阔叶浆	福建漳州	林浆纸	120	-	-	-
2024-12	五方盟	51	化机浆	内蒙古满洲里	浆纸	-	51	-	-
2024 年	广西金桂	75	化机浆	广西钦州	林浆纸	-	75	-	-
2024 年	五洲	80	化机浆	湖北汉川	浆纸	-	80	-	-
		75	化学浆			-	-	75	-
2024 年 H2 合计	-	641	-	-	-	300	266	75	-

资料来源：公开资料收集，国泰君安期货研究

在当前的市场环境下，浆价强势延续，自制浆的优势日益凸显，预计这将推动国内林浆纸一体化的进程加速。目前，国际市场的需求和供应状况依然是影响浆价的关键因素，在海外浆价继续偏强运行的情况下，国内下游企业的生产成本可能会开始分化，具备自制浆能力的企业将在成本控制上拥有更大优势。相关研究显示，在 2013 年至 2021 年内，太阳纸业的自产化学浆料相比外购至少存在 1000 元/吨的成本优势。这或将进一步刺激国内各规模纸厂加快浆纸一体化的步伐。

表 3：龙头企业持续扩张浆自给率，晨鸣基本达到自给自足，太阳自给率达到约 60%

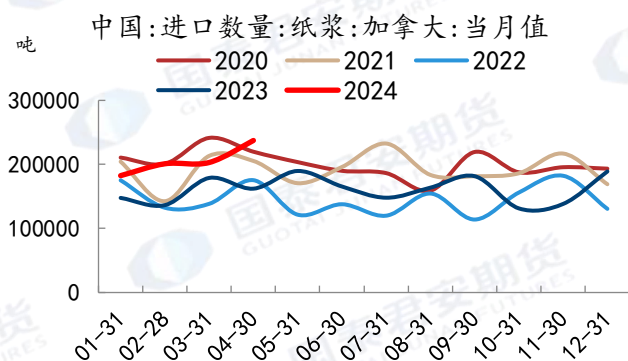
企业	项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
晨鸣纸业	自有浆产能（万吨）	284	332	298	420	430	430	430	430
	浆自给率	73%	68%	64%	72%	投产寿光美伦及黄冈晨鸣项目后，基本实现自给自足			
太阳纸业	自制浆产能（万吨）	120	130	180	250	280	330	435	500
	浆自给率	45%	48%	50%	48%	45%	53%	北海项目陆续投产，预计 55%-60%	南宁项目正常推进，约 60%

资料来源：公司公告，公开市场收集，国泰君安期货研究

1.3 海运市场波动加剧，运力紧张或影响部分国内到港量

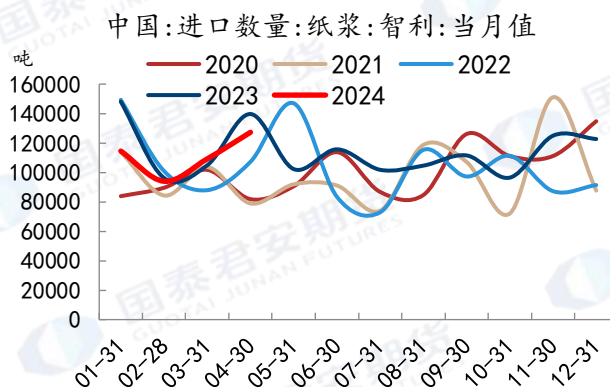
国内纸浆在刚需支撑下进口同比走高。截至 2024 年 4 月数据，我国纸浆累计进口 237.3 万吨，同比上升 9.2%，其中来自加拿大的进口量为 82.4 万吨，同比增长 31.8%；来自智利的进口量为 44.5 万吨，同比下降 9%；来自俄罗斯的进口量为 37.1 万吨，同比下降 18.1%；来自芬兰的进口量为 68.7 万吨，同比增长 22.5%；来自巴西的进口量为 3.2 万吨，同比增长 41.9%；来自印尼的进口量为 1.4 万吨，同比下降 38.5%。

图 1：2024 年 1-4 月，中国自加拿大纸浆进口量同比增长 31.8%



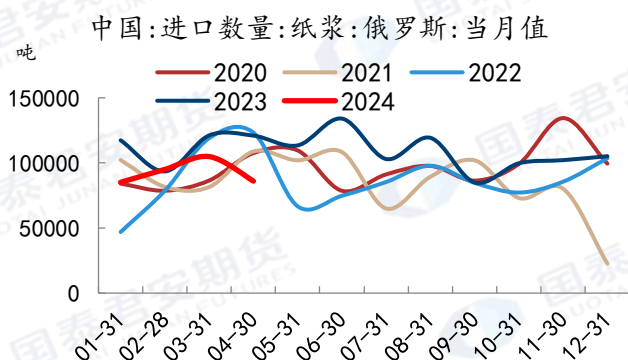
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 2：2024 年 1-4 月，中国自智利纸浆进口量同比缩减 9.0%



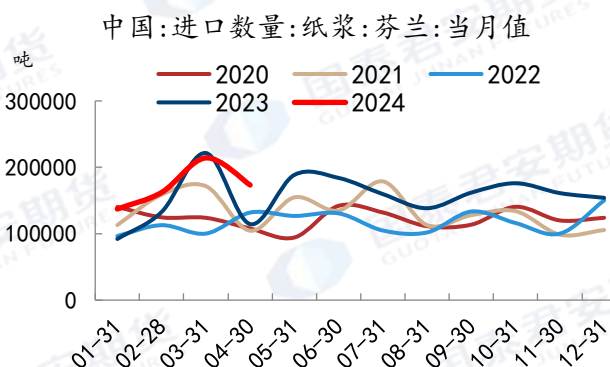
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 3：2024 年 1-4 月，中国自俄罗斯纸浆进口量同比缩减 18.1%



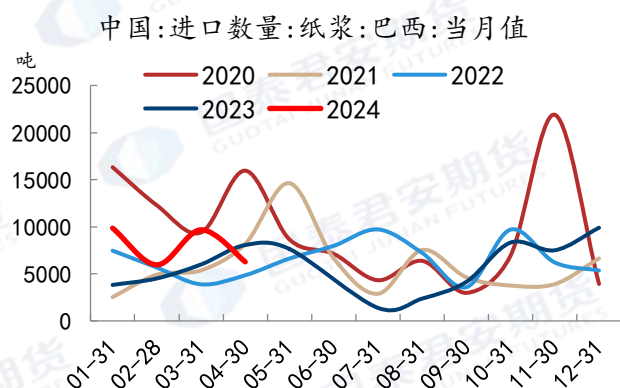
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 4：2024 年 1-4 月，中国自芬兰纸浆进口量同比增长 22.5%



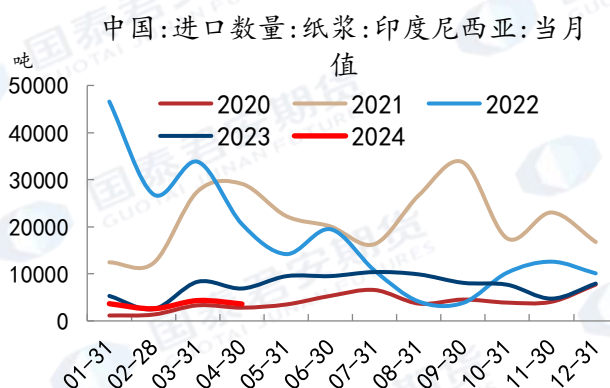
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 5：2024 年 1-4 月，中国自巴西纸浆进口量同比增长 41.9%



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 6：2024 年 1-4 月，中国自印尼纸浆进口量同比缩减 38.5%

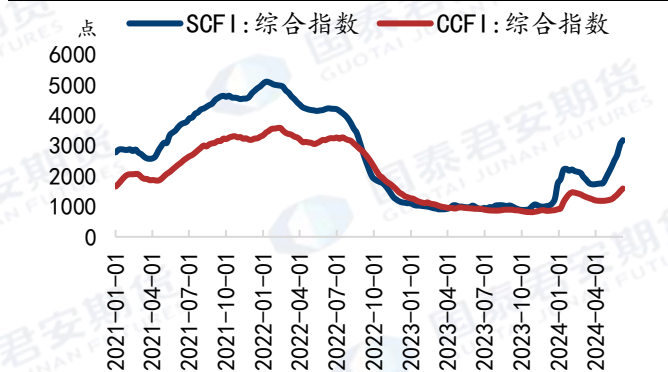


资料来源：Wind，国泰君安期货研究



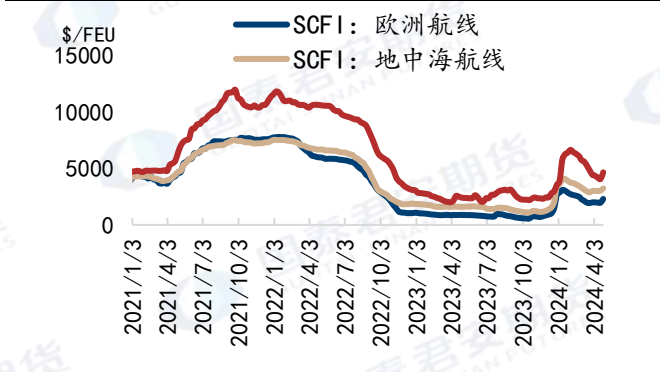
由于红海危机导致的船舶绕行带来的运力供给不足，叠加欧美需求上升的影响，近期海运市场出现港口拥堵、设备短缺、运力不足等问题，或影响未来到港量。根据 Linerlytica 数据，截至 6 月 7 日，亚洲主要集装箱港口新加坡港及上海港均处于高度拥堵状态，其中新加坡港有约 31.5 万标准箱等待靠泊，上海港有约 44.1 万标准箱等待靠泊，对全球航运市场造成严重干扰。据物流企业 DHL 表示，在新增运力没有投放前，红海危机短期内仍会导致海运的阶段性和高需求，预计至少未来三至四个月海运运力紧张问题不会有明显缓解，并且很难预测 6 个月之后的情况。在此情况下，国内纸浆的到港量或有所减少。

图 7：四月中下旬以来，海运价格出现新一轮上涨



资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 8：欧洲、地中海、美东航线均在近期波动加剧



资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

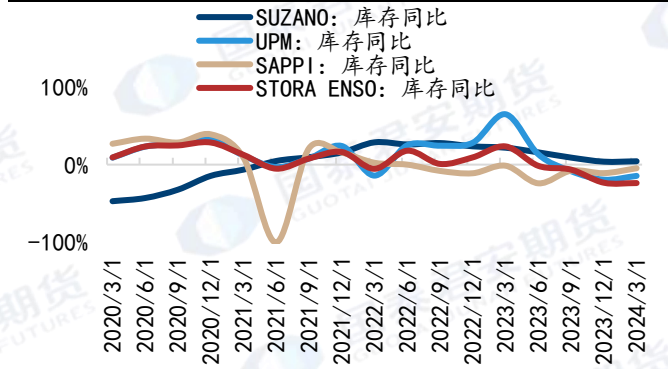
## 2. 产业链上下游博弈，内外倒挂下游亏损结构性分裂

### 2.1 海外补库周期提前于国内，高成本下外盘定价难跌

#### 2.1.1 海外此轮下游补库周期启动于去年 11 月，仍在持续

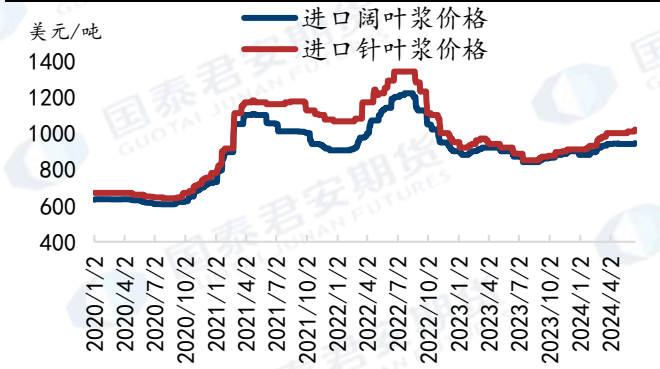
海外下游持续补库，欧美纸业纸浆需求偏强运行。2024 年初至今，由于美联储加息压力的缓解和终端需求的修复，在海内外经济周期错位的驱动下，纸浆贸易重心已经出现了向海外市场的一定转移。根据 PPPC 数据统计，2024 年 1 月至 4 月，北美地区木浆发运量为 2494.2 千公吨，同比上升 5.7%，西欧地区木浆发运量为 4099.8 千公吨，同比上升 11.2%，欧美木浆总发运量有所提升。打印及书写用纸（文化纸）的需求量虽在历史偏低位置，但也出现边际修复，北美地区需求量同比上升 3.2%，西欧地区需求量同比上升 4.1%。

图 9：海外纸企库存同比增速在去年四季度触底回升



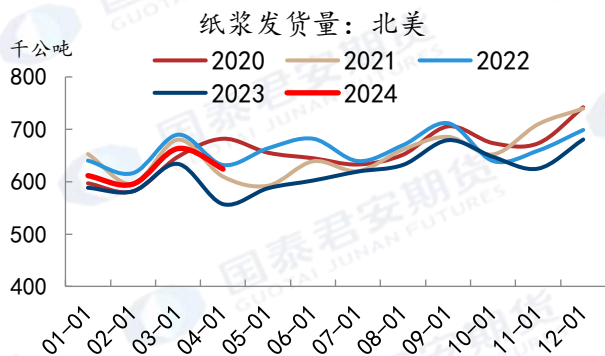
资料来源：公司财报，Bloomberg，国泰君安期货研究

图 10：海外补库下，纸浆进口价同步提涨



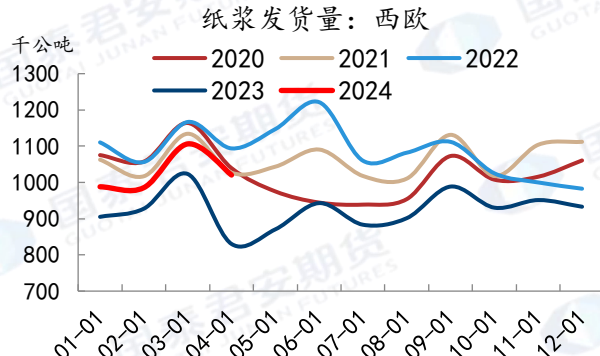
资料来源：化纤信息网，国泰君安期货研究

图 11：北美纸浆发货量 YTD 同比上升 5.7%



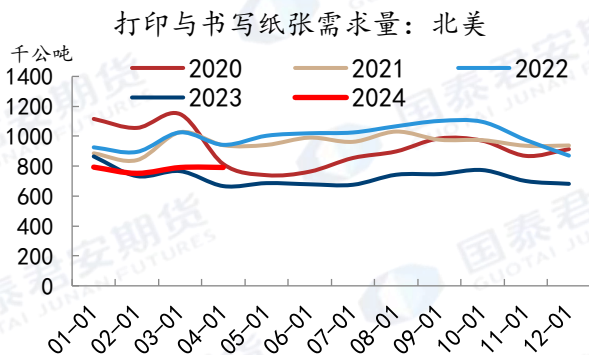
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 12：西欧纸浆发货量 YTD 同比上升 11.2%



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 13：北美打印与书写用纸需求量 YTD 同比上升 3.2%



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

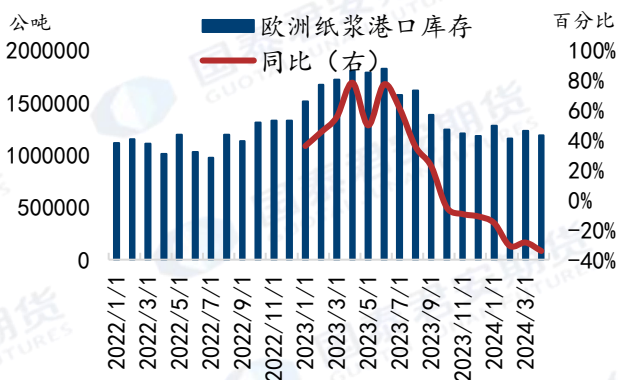
图 14：西欧打印与书写用纸需求量 YTD 同比上升 4.1%



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

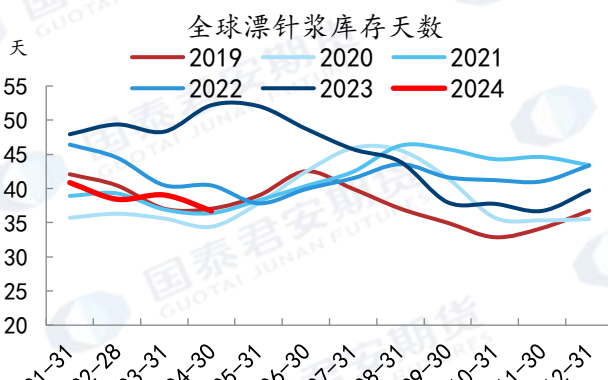
全球纸浆库存整体去化增速明显，截至 2024 年 4 月，全球漂针浆月度库存天数录得 36.71，为近三年以来最低值。其中欧洲地区港口库存偏低，根据 Europulp 最新数据，截至 2024 年 4 月，欧洲纸浆港口总库存约为 119 万公吨，环比下降 3.3%，同比下降 34.2%。

图 15：欧洲纸浆港口库存去化明显



资料来源：Europulp，国泰君安期货研究

图 16：全球漂针浆库存天数同比显著下降



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究



从海外主要纸企的盈利表现可以看到，今年一季度，大部分纸企销量出现下滑，涉及包装纸的板块均出现不同程度利润同比下滑，文化纸相关的板块需求维持缓慢修复态势，而与生活用纸相关的板块则相对表现较好。

**文化纸需求改善：**UPM 文化纸相关业务板块销售额同比大幅下降 26%，但环比有所回升。据 UPM2024 一季度报告，欧美需求在一季度出现修复，其中欧洲地区对图纸（graphic papers）的需求同比增长了 5%，新闻纸需求同比下降了 2%，杂志纸同比下降了 6%，高档纸（fine papers）同比增加了 17%；北美地区对杂志纸的需求与同期持平。UPM 称文化纸价低迷是导致亏损的主要原因，欧洲市场出版用纸价格仅有去年同期的约八成水平，高档纸价格也同比下降了约 10%。Sappi 也在今年一季报中表示图文纸的销售量虽然从 2023 年下半年的低谷缓慢回升，但较 2022 年的高点已出现结构性的减量，其在欧洲的 Stockstadt 和 Lanaken 两座文化纸厂已经关闭。同时芬兰的政治罢工导致当地港口关停超过四周，部分纸厂生产、物流中断，使得产能释放受到抑制，行业仍延续 2023 年的去库趋势，在供给收缩的预期下，纸价或上涨。

**白卡纸维持疲软：**据 UPM 报告称，2024 年一季度来，全球（尤其是欧美）对包装纸的需求从去年的急剧下跌中回升，但是欧洲经济普遍疲弱继续对消费者信心产生负面影响，潜在需求低迷，销售量承压。纸企包装纸相关业务表现普遍欠佳，其中 Stora Enso 的销售额同比下滑 15%，财报中称产业链去库已经接近尾声，本期销售额的缩减主要是由于纸价低迷以及芬兰罢工导致的发货延迟，下半年包装纸订单有所改善。包装纸行业同样存在严重的产能过剩，在下游消费不景气的情况下，预计下半年欧美白卡纸市场维持疲软。

**生活用纸较为乐观：**受制于生活用纸自身的刚需消费属性，其需求量的弹性相对较不显著。今年以来，欧美生活用纸的销量随着宏观经济的回暖而小幅上升，但由于纸价整体低迷，纸企生活用纸相关业务销售额均同比小幅下落。Kimberly-Clark 在 2024 年一季度称北美市场销售额同比出现 6% 的提升，但被西欧的能源附加费被取消而导致的定价下调而抵消。目前欧美市场需求回暖，新兴市场增长减缓，预计下半年欧美生活用纸需求随着宏观企稳小幅增长。

表 4：海外纸企盈利情况

公司	业务板块	涉纸类型	报告期	单位	销售额/量	销售同比	利润*	利润同比
Suzano	Paper	纸	2024Q1	万吨/百万巴西雷亚尔	31	12%	656	-20%
Sappi	Graphic papers	文化纸	2024Q1	千吨/百万南非兰特	536	7%	68	10%
UPM	Communication Paper	文化纸	2024Q1	百万欧元	802	-26%	95	-10%
Stora Enso	Packaging Materials	包装纸	2024Q1	百万欧元	1,100	-15%	126	-2%
International Paper	Industrial Packaging	包装纸	2024Q1	百万美元	3,808	-7%	216	-33%
West Rock	Consumer Packaging Segment	包装纸	2024Q1	百万美元	1,114	-12%	200	-8%



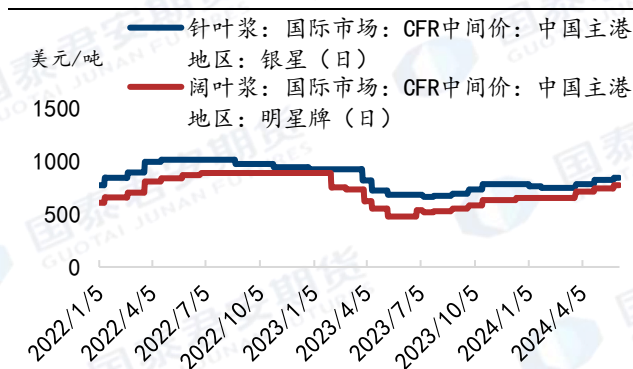
Kimberly-Clark	Consumer tissue	生活用纸	2024Q1	百万美元	1,599	-2%	290	21%
Essity	Consumer Goods	生活用纸	2024Q1	百万瑞典克朗	19,338	-5%	2545	6%
P&G	Baby, Feminine & Family Care	生活用纸	2024Q1	百万美元	4,936	-2%	997	8%

资料来源：公司财报，国泰君安期货研究，\*由于每个企业分业务板块展示利润时使用的具体利润指标不同，所以不太适合横向比较。表中的利润具体的定义是：Suzano 和 West Rock: Adjusted EBITDA, UPM: Comparable EBITDA, Stora Enso: Operational EBITDA, International Paper 和 Kimberly-Clark: Operating Profit, Essity: Adjusted EBITA, P&G: Net Earnings。

### 2.1.2 能源、人工等高成本构成下，国内外倒挂，海外溢价

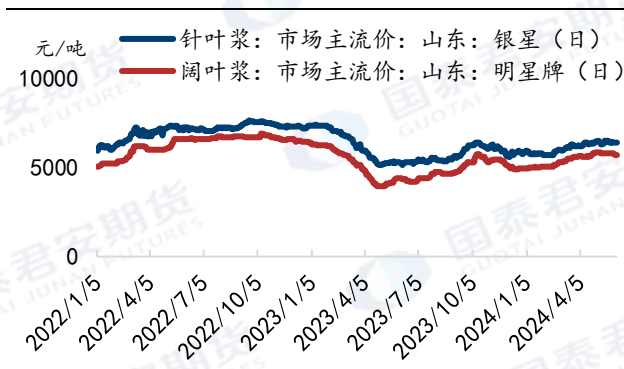
2024 年 3 月后全球纸浆价格持续上涨，海外涨幅大于国内市场，国内外价差处于倒挂，未来能源价格、高通胀等因素或在成本端继续支撑海外浆价。截至 5 月末，针叶浆品牌银星 CFR 报价 840 美元/吨，较 3 月初涨价 12.8%，国内市场价 6400 元/吨，较 3 月初涨价 7.6%；阔叶浆品牌明星 CFR 报价 770 美元/吨，较 3 月初涨价 18.5%，国内市场价 5700 元/吨，较 3 月初涨价 7.5%，总体海外溢价程度更为显著。海外纸浆生产成本的构成主要有电费、原料及人工等，虽然欧洲天然气价格从“能源危机”缓解，但在年内仍出现边际上涨的趋势，5 月天然气价格较 1 月已经涨价 5.9%，人工成本也较同期上涨，叠加高通胀影响，预计对下半年浆价形成支撑。

图 17：针阔叶浆主流品牌外盘报价



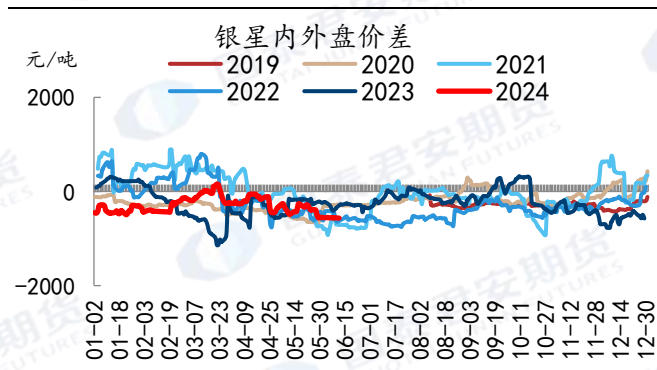
资料来源：钢联，国泰君安期货研究

图 18：针阔叶浆主流品牌国内市场价



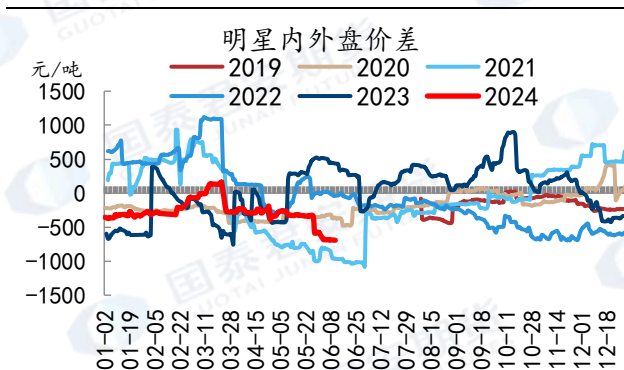
资料来源：钢联，国泰君安期货研究

图 19：银星品牌内外盘价差



资料来源：钢联，同花顺 iFind，国泰君安期货研究，计算方法为：国内市场价 - (外盘 CFR 报价 \* 当日即期汇率 \* 1.13 税率 + 80 港杂费)

图 20：明星品牌内外盘价差



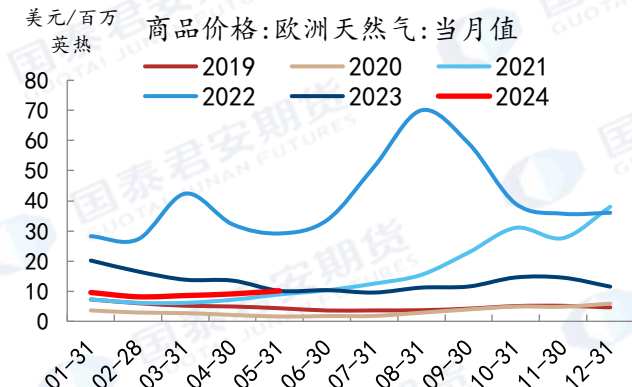
资料来源：钢联，同花顺 iFind，国泰君安期货研究，计算方法为：国内市场价 - (外盘 CFR 报价 \* 当日即期汇率 \* 1.13 税率 + 80 港杂费)

图 21：美元兑人民币边际有所上行



资料来源：同花顺 iFind，国泰君安期货研究

图 22：欧洲天然气价格年内略有回升



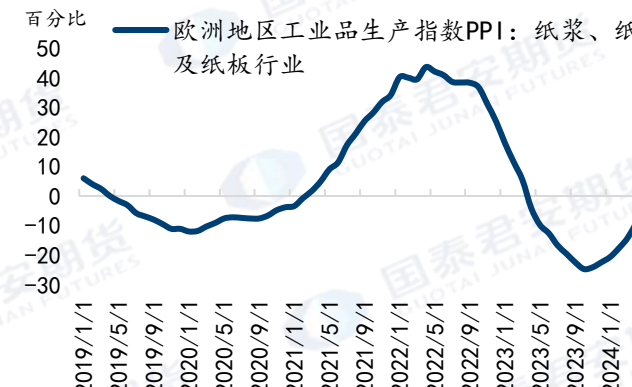
资料来源：同花顺 iFind，国泰君安期货研究

图 23：欧洲地区员工成本同比增高



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 24：欧洲纸浆及纸业出厂价格同比边际显著上涨



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

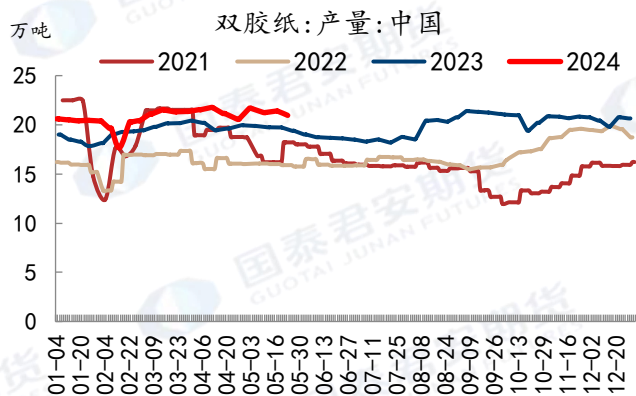
## 2.2 国内刚需补库，消化前期库存为主，等待价格拐点

### 2.2.1 下游四类纸品情况不一

**双胶纸预计下半年小幅增长。**随着线下办公的恢复，双胶纸下游需求同比好转，产销双增，2024 年 1-5 月双胶纸产量 875 万吨（同比+9.9%），表观消费量 412 万吨（同比+10.7%）。但在今年 5 月以来，受到海外浆价上涨影响，国内纸厂生产成本逐步提升，对利润形成压力。截至 2024 年 5 月末，双胶纸生产成本为 5926 元/吨，较年初上涨 2.2%，同比上涨 7.9%，双胶纸生产利润今年呈现下降趋势，自 5 月份起转负，月末日度毛利（亏损）为 -176 元/吨。低利润下，开工下滑导致产量出现边际收缩。2024 年 5 月单月，双胶纸周度开工率由月初的 65.6% 下滑至月末的 63.7%，周度产量下降约 3%，两者降幅接近。反映到库存上，双胶纸仍处在刚需补库阶段，截至 2024 年 5 月，双胶纸社会库存为 58.1 万吨，较年初增长 16.9%，同比大幅增长 76.3%，同时出版订单暂无集中释放迹象，社会需求仍显不旺，用户以散单采买为主，成品库存去化速度边际放缓。下半年有少量的新增产能逐步开始投放，供需弱平衡持续，在“金九银十”、秋季教材教辅招投标等季节性旺季预期支撑下，伴随宏观经济的渐进复苏，双胶纸产需有望延续小幅增长。

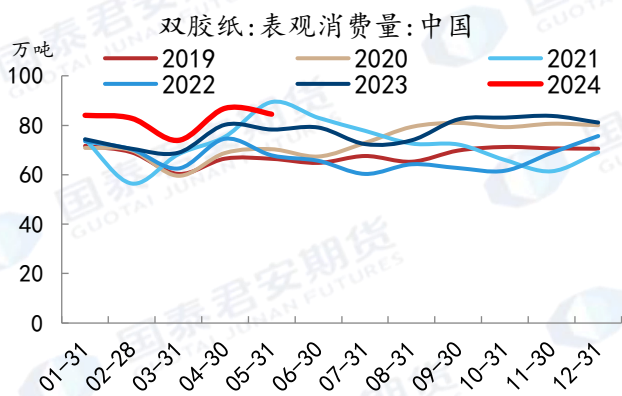


图 25：双胶纸产量处于历史偏高位置



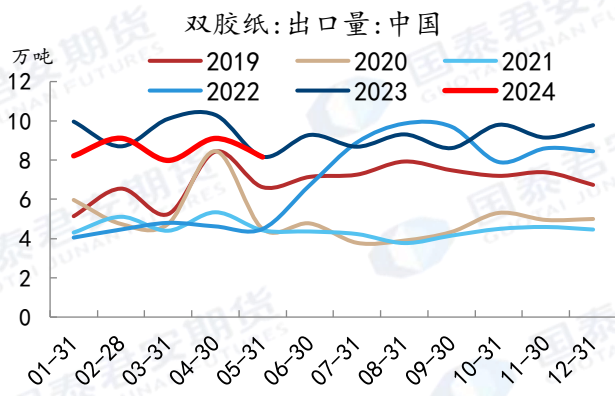
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

图 26：双胶纸消费量同样处于历史高位



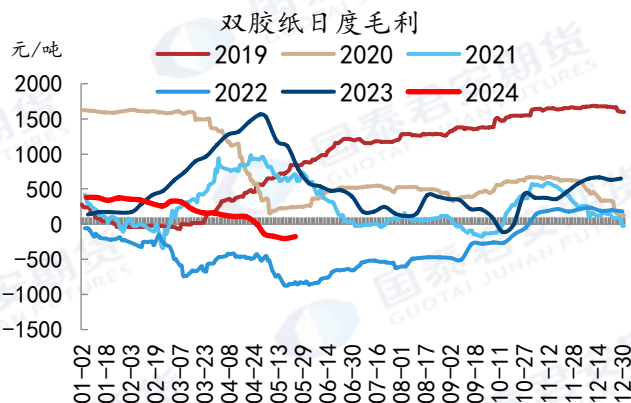
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

图 27：双胶纸出口在历史较高位置



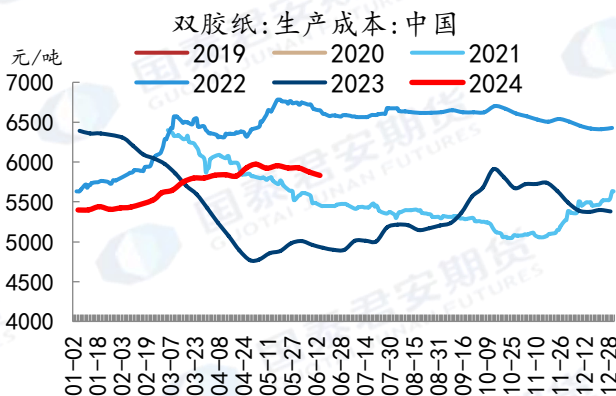
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

图 28：双胶纸生产利润下降，自 5 月起转负



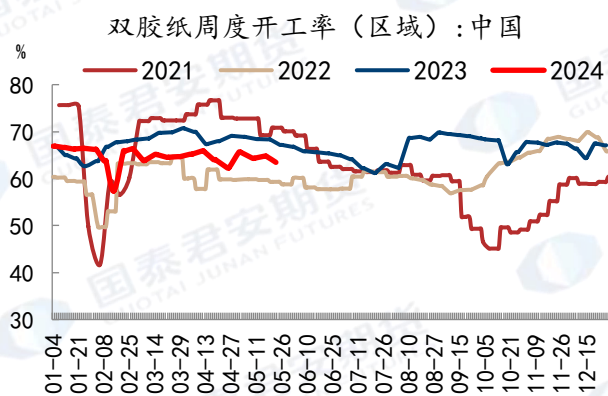
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

图 29：双胶纸生产成本在上半年有所提升



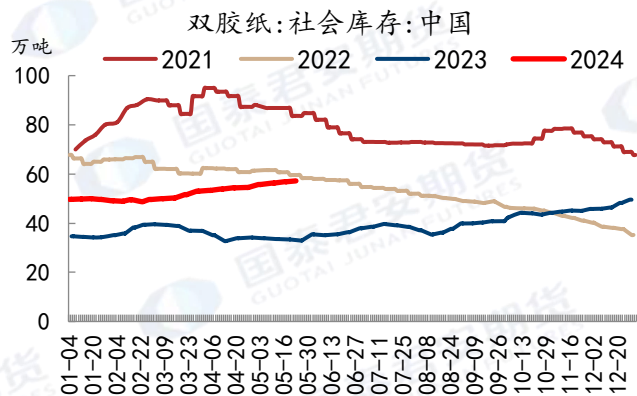
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

图 30：双胶纸开工率同比下降



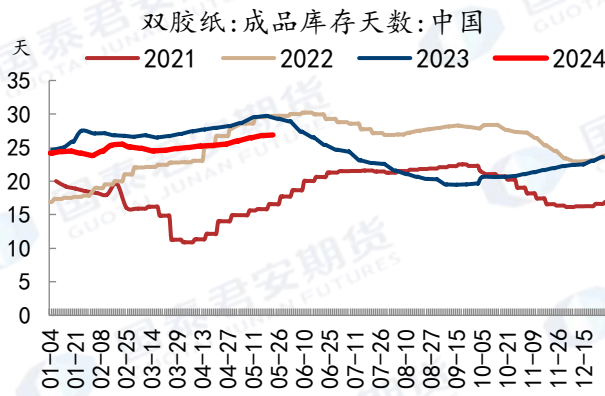
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

图 31：双胶纸社会库存较去年上升



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

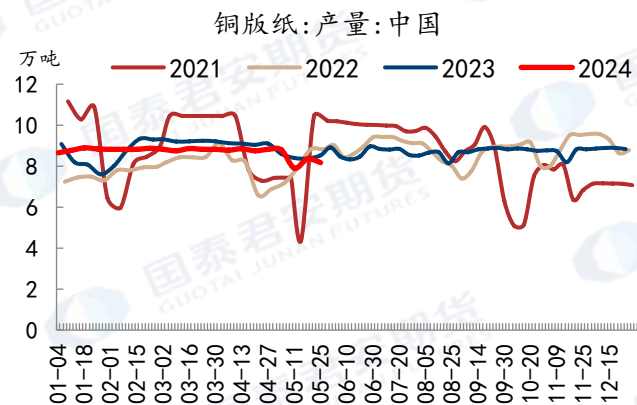
图 32：双胶纸成品库存去化速度较去年略快



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

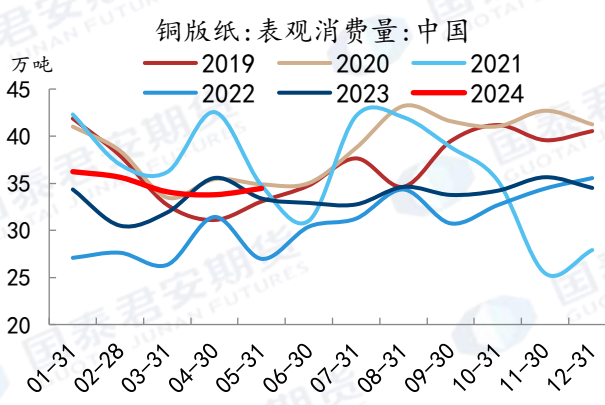
**铜版纸或无明显增量。**虽然铜版纸与双胶纸同为文化纸，但面临信息数字化导致的需求萎缩，铜版纸下游名片、单页、宣传画册、产品目录等需求受数字化冲击更为严重，需求维持刚需，增长缓慢。2024年1-5月铜板纸产量183万吨（与去年同期基本持平），表观消费量174万吨（同比+5.1%）。今年来产量、开工基本保持平稳，并且产能存在一定的过剩，使得季节性旺季的提振效果并不大。由于近期铜版纸生产利润同样因浆价上涨而出现收窄，纸厂开工意愿衰退，开工率在5月出现明显下滑（月初的65%下滑至月末的60.3%）。社会库存持续累库，目前达到近三年的相对高位，但成品库存去化出现边际放缓。预计下半年铜版纸略有改善，但总体维持偏弱格局。

图 33：铜版纸产量水平略低于同期



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

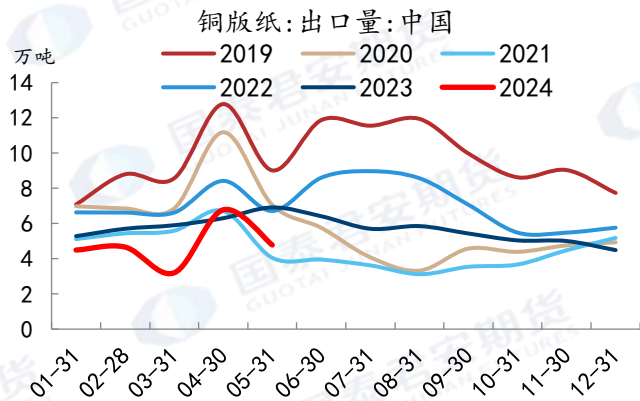
图 34：铜版纸消费量趋势走弱



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

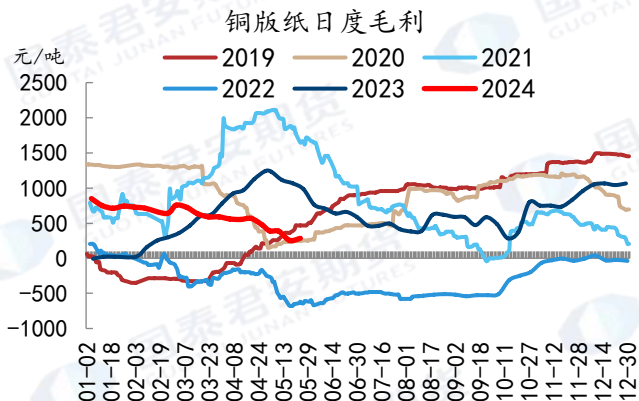


图 35：铜版纸出口量较为萎靡



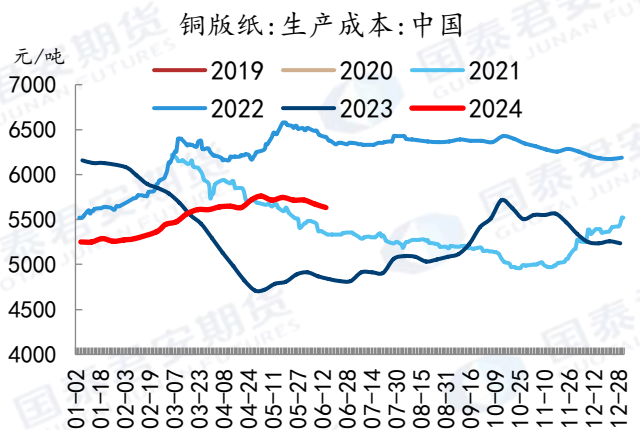
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

图 36：铜版纸利润受纸浆价格上升而收窄



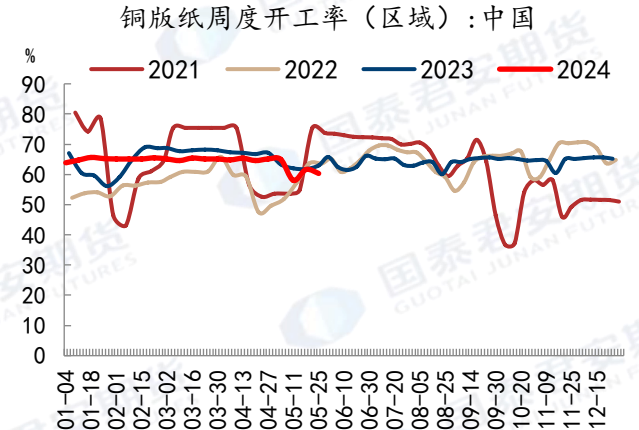
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

图 37：铜版纸生产成本在上半年有所提升



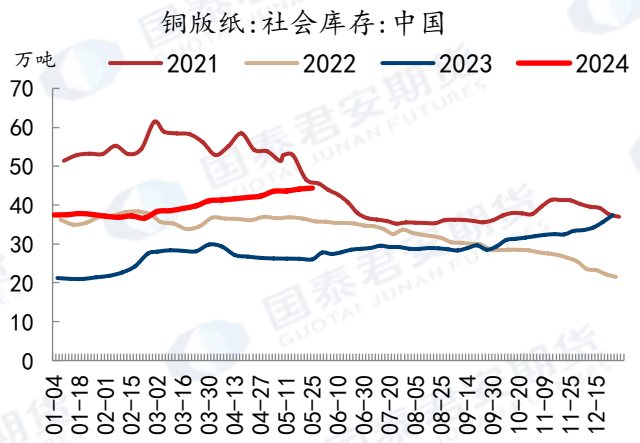
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

图 38：铜版纸开工整体平稳，五一节后小幅回落



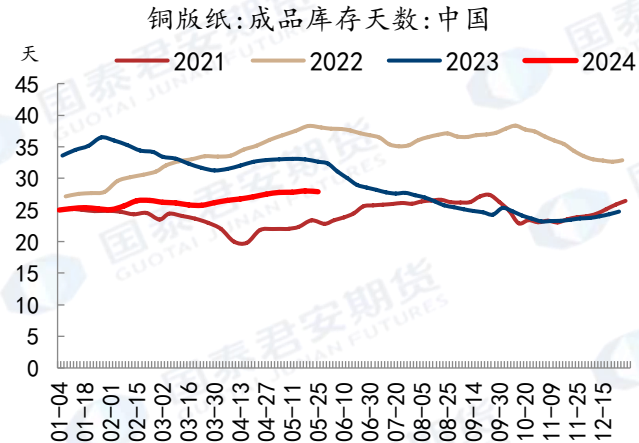
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

图 39：铜版纸社会库存同比大幅上升，去化困难



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

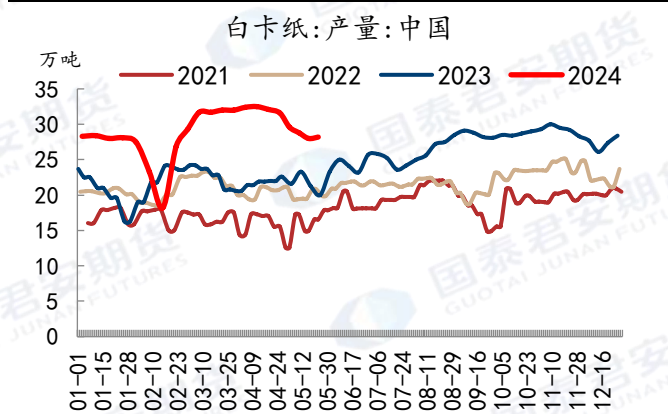
图 40：铜版纸成品库存去化速度放缓



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

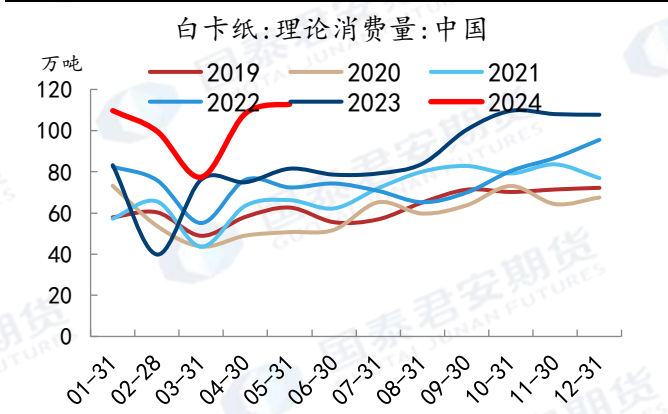
**白卡纸产销双增，关注下半年旺季表现。**餐饮业消费的持续火热带动白卡纸整体产销量的急速增加，2024年1-5月白卡纸产量628.5万吨（同比+34.6%），理论消费量507.9万吨（同比+42.8%）。但在生产利润的方面看，白卡纸毛利一直处于底部的水平，近期浆价的上涨使其进一步的被压缩，并对开工形成负面影响。2024年5月单月，白卡纸加工利润由月初的402元/吨迅速下降至250元/吨，开工率也由77.5%下降至74.1%，但仍处于历史较高水平。社会库存维持刚需补库，绝对水平处于高位，生产企业库存去化较为健康，今年来库存天数控制在17-18天左右。随着白卡纸进入产能扩张周期，下半年供给压力将逐渐显现，或进一步对纸价施压，重点关注“金九银十”等传统旺季的产销情况。

图 41：白卡纸产量处于历史高位



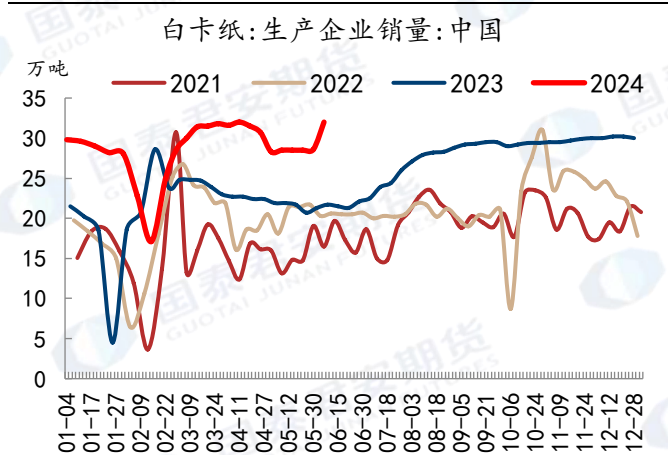
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

图 42：白卡纸理论消费量同比大幅增长



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

图 43：白卡纸成品销量同比大幅增长



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

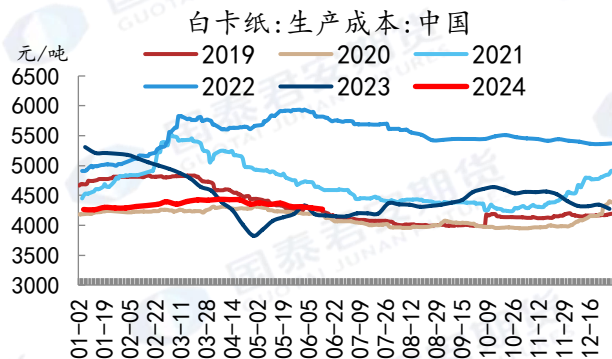
图 44：白卡纸维持偏低的利润



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究



图 45：白卡纸生产成本在上半年中枢小幅抬升



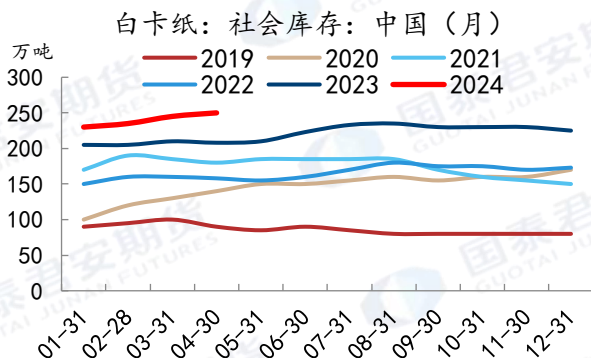
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

图 46：白卡纸开工处于历史偏高水平



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

图 47：白卡纸社会库存高企



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

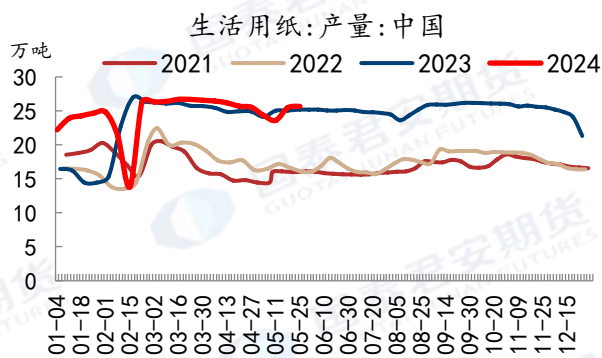
图 48：白卡纸生产企业库存去化较快



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

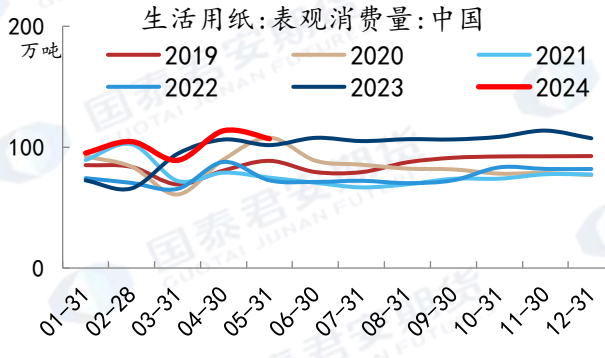
**生活用纸温和增长，维持正常刚需为主。**随着国内宏观经济逐步复苏，生活用纸产销量均出现同比增长，2024 年 1-5 月生活用纸产量 537.5 万吨（同比+10.7%），表观消费量 509.4 万吨（同比+15.5%）。在生产利润方面，年初以来整体生活用纸毛利区间波动，但利润持续处于倒挂的情况，截至 5 月，开工率约为 65.1%。下半年生活用纸产能增量较少，对供需影响不大，当前社会库存处于偏上位置，生活用纸产量存下行预期。需求端难有重大利好的情况下，预计下半年生活用纸仍以维持正常刚需为主，或伴随经济修复而温和增长。

图 49：生活用纸产量与去年有所增长



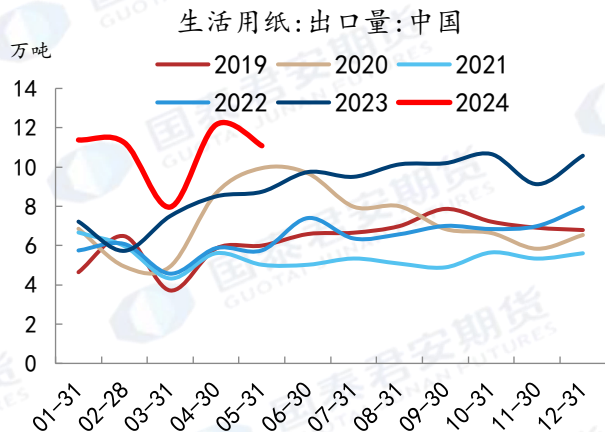
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

图 50：生活用纸消费量在 4 月份边际大幅增长



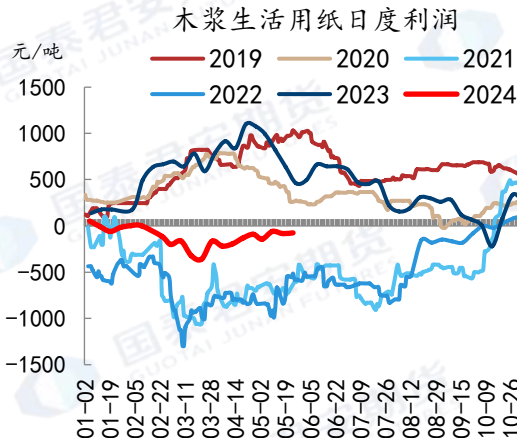
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

图 51：生活用纸出口量为近 5 年最高值



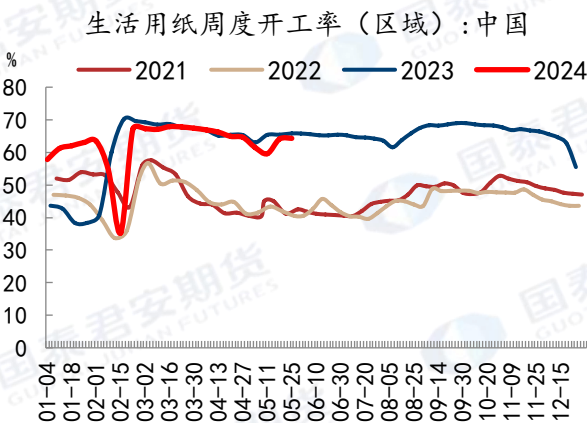
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

图 52：生活用纸今年来处于亏损生产状态



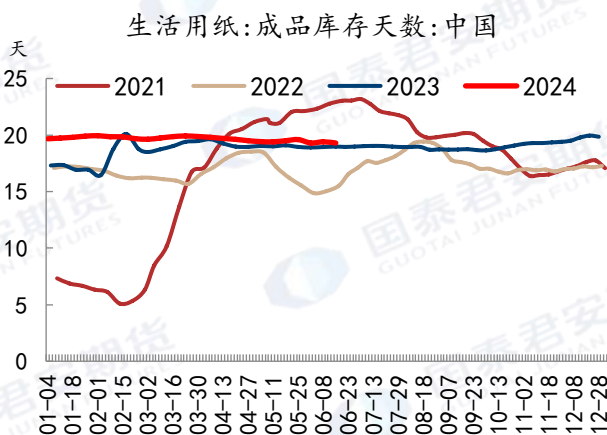
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

图 53：生活用纸开工大致与去年持平



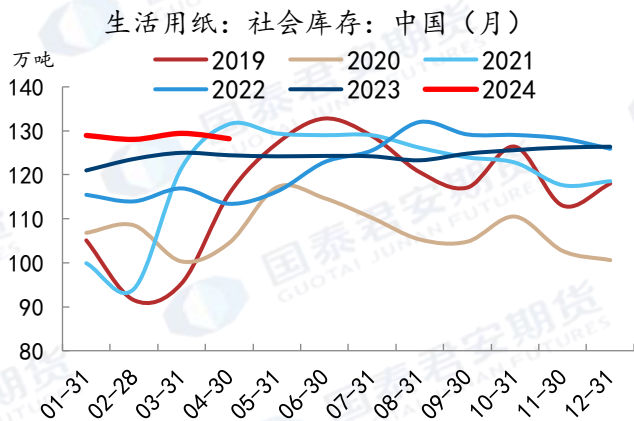
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

图 54：生活用纸成品库存天数保持平稳



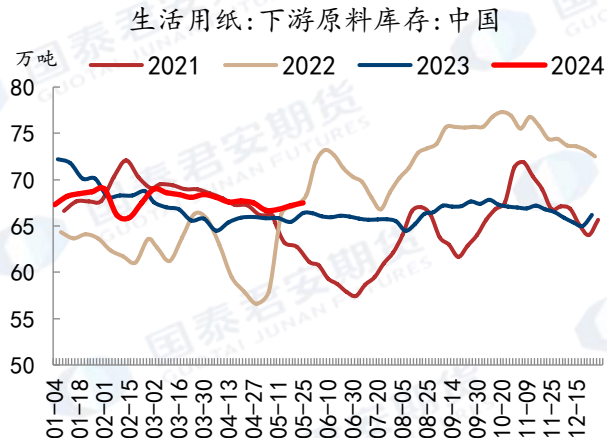
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

图 55：生活用纸社会库存保持平稳，同比小幅增长



资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

图 56：生活用纸下游原料库存同比小幅增长



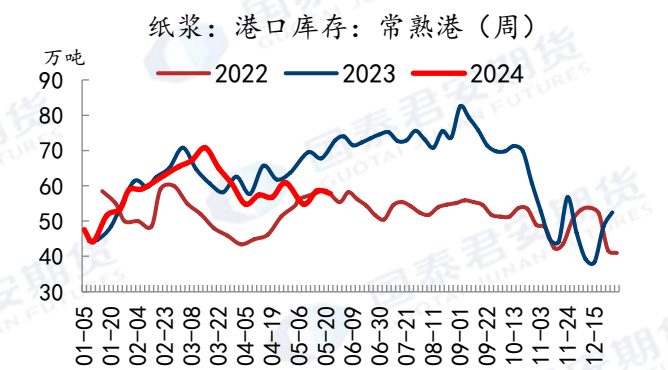
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究



### 2.2.2 国内库存仍在较高水平

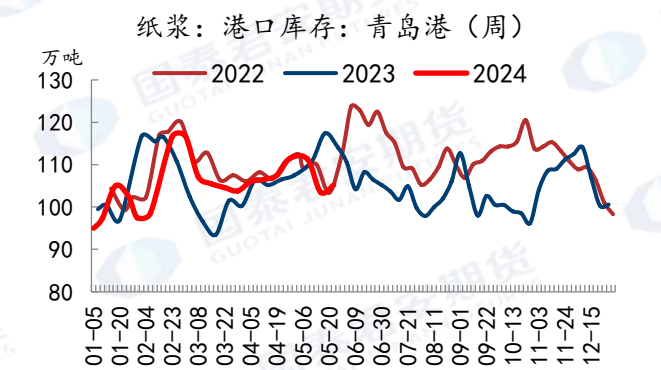
国内主流港口库存总体仍在较高水平。截至5月数据，国内纸浆港口库存中：青岛港库存为100.5万吨，同比降低11.8%；常熟港库存为60.3万吨，同比降低17.2%；天津港库存为7.5万吨，同比增长56.3%；高栏港库存为7.3万吨，同比降低13.1%。主流港口青岛港、常熟港普遍在1月-2月累库，在3月份后震荡去库，但目前库存均较年初有所提升，一定程度上说明下游需求并不旺盛，纸厂以刚需补库为主。

图 57：纸浆港口库存：常熟港



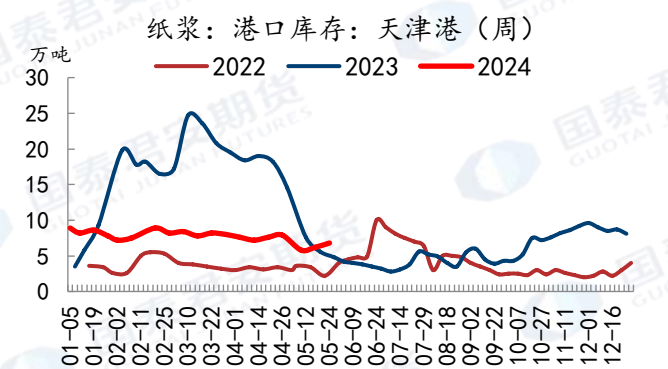
资料来源：钢联，国泰君安期货研究

图 58：纸浆港口库存：青岛港



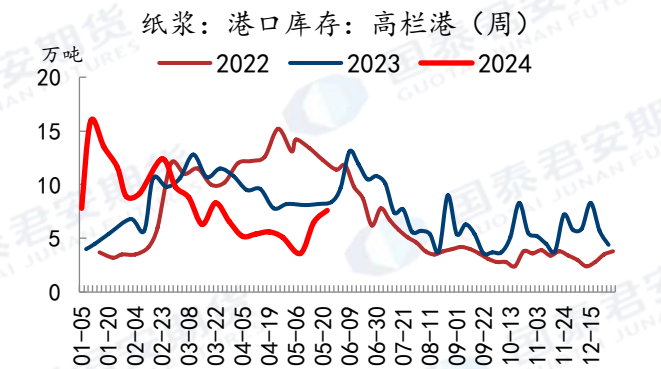
资料来源：钢联，国泰君安期货研究

图 59：纸浆港口库存：天津港



资料来源：钢联，国泰君安期货研究

图 60：纸浆港口库存：高栏港



资料来源：钢联，国泰君安期货研究

## 3. 下半年投资建议与展望：震荡思路对待，关注预期差

2024年下半年纸浆供应随着投产设施的释放而逐步增强，全球纸浆需求以欧美周期性复苏增长为主，国内维持刚需消费：供给端，纸浆新增产能集中投放，目前看来各项目建设进度基本符合预期，在其已经被市场充分计价下，需要关注下半年项目最终的落地和兑现情况；需求端，随着美联储加息压力的缓解，欧美地区下游终端消费行业回暖，目前仍在补库阶段，纸浆需求稳中趋升，而国内各纸品情况参差不齐，伴随宏观经济的温和复苏，叠加下半年“金九银十”等传统季节性旺季，有望驱动纸浆需求温和增长。在产业链上下游博弈态势下，下半年浆价或维持震荡；若欧美经济复苏不及预期，或出现新增产能加速上线，预计纸浆价格在2024年下半年会出现新一轮的下探。