

兴证期货·研发中心

2019年1月2日 星期三

农产品研究团队

李国强

从业资格编号：F0292230

投资咨询编号：Z0012887

程然

从业资格编号：F3034063

黄维

从业资格编号：F3015232

联系人

程然

021-68982740

chengran@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

11月27日纸浆期货上市，上市首日跌停，随后期价基本在4900-5300区间震荡。现货方面，国际纸浆市场需求偏弱，库存偏高，漂针浆外盘报价下跌。国内纸浆供应较为充足，下游造纸企业需求偏弱，港口库存压力较大，国内漂针浆现货价格延续跌势。

● 后市展望及策略建议

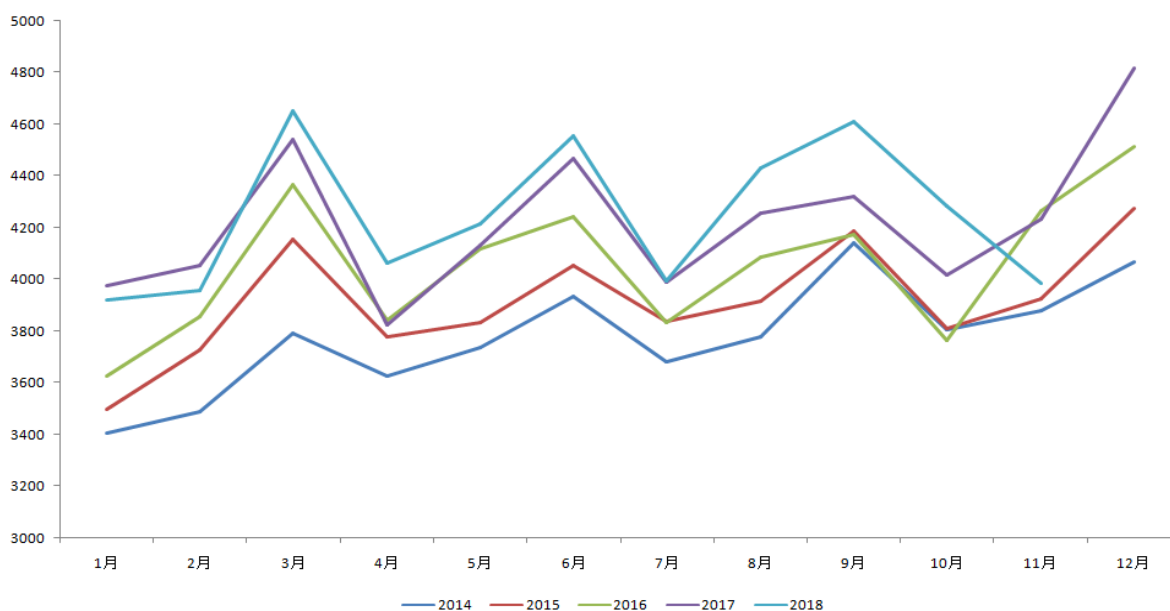
国际方面，全球木浆需求总体偏弱，库存累积，压制国际纸浆价格。国内方面，纸浆供应量增加，消费需求不佳，国内纸浆市场偏弱运行为主。漂针浆方面，11月我国木浆和漂针浆进口量总体增长，供应量较为充足。下游印刷用纸利润情况总体不佳，后期开机率可能维持低位，对于漂针浆的需求偏弱。生活用纸目前利润仍处于较高位，行业利润较好，对于漂针浆的需求尚可。白卡纸行业开机率和库存偏高，走货不畅、库存累积可能压制后期白卡纸行业对于漂针浆的需求，下游需求总体偏弱。12月青岛港和常熟港木浆库存止升回落，但是目前港口库存压力还是较大，库存去化需要一定过程。整体而言，近期漂针浆下游企业需求偏弱，港口木浆库存压力较大，漂针浆基本面弱势格局或将维持。预计近期纸浆价格以低位区间震荡为主，建议暂时观望，仅供参考。

1. 国际纸浆基本面分析

1.1 全球木浆发运量下降

2018年9月开始，全球木浆发运量持续下降，11月全球木浆发运量398.5万吨，比前一月发运量下降29.8万吨，降幅6.96%；11月全球木浆发运量较2017年同期下降24.7万吨，降幅5.83%。2018年1-11月全球木浆发运量共4868万吨，较2017年同期增加85万吨，增幅1.78%，供应量充足。虽然2018年1-11月全球木浆发运量总体较高，但是9月开始全球木浆发运量已开始出现明显下滑，11月全球木浆发运量已低于2017年同期。

图 1：全球木浆发运量（千吨）

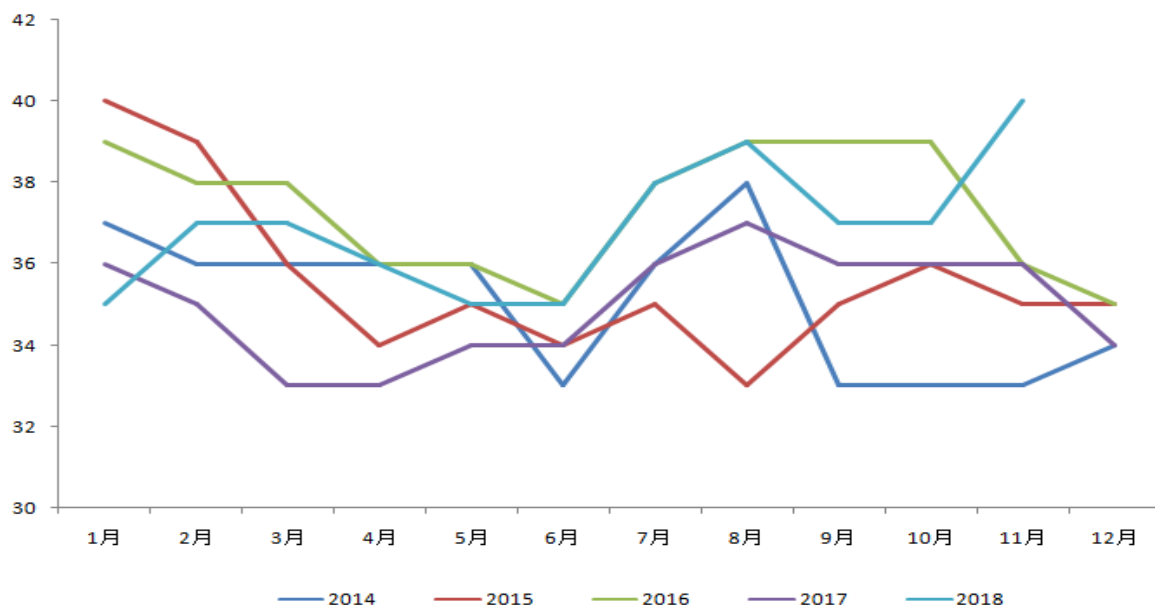


数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

1.2 全球纸浆企业月度库存天数偏高

2018年11月全球纸浆企业月度库存天数40天，比近四年同期全球纸浆企业月度库存天数均值35天高出5天，处于历史高位，全球纸浆企业库存偏高。

图 2：全球木浆企业库存天数

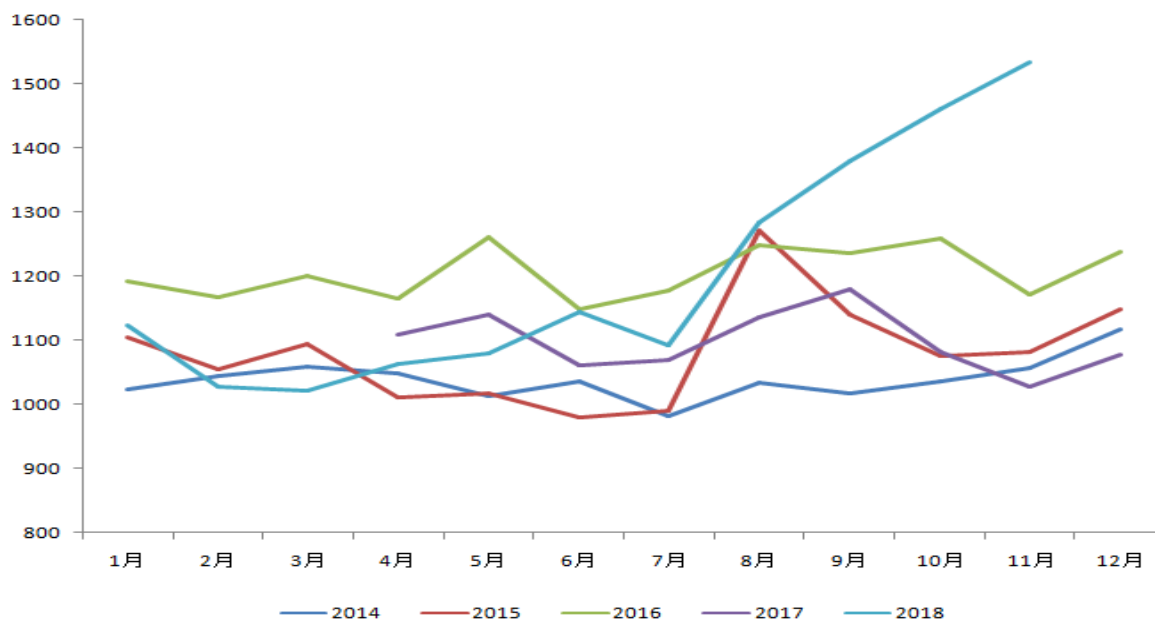


数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

1.3 全球主要地区港口木浆库存偏高

欧洲是全球重要的木浆生产地区和出口地区，2018年11月欧洲港口木浆库存153.3万吨，较前一月增加7.2万吨，增幅4.93%，比2017年同期增加50.5万吨，同比增加49.12%。欧洲港口木浆库存处于近四年的历史高位。

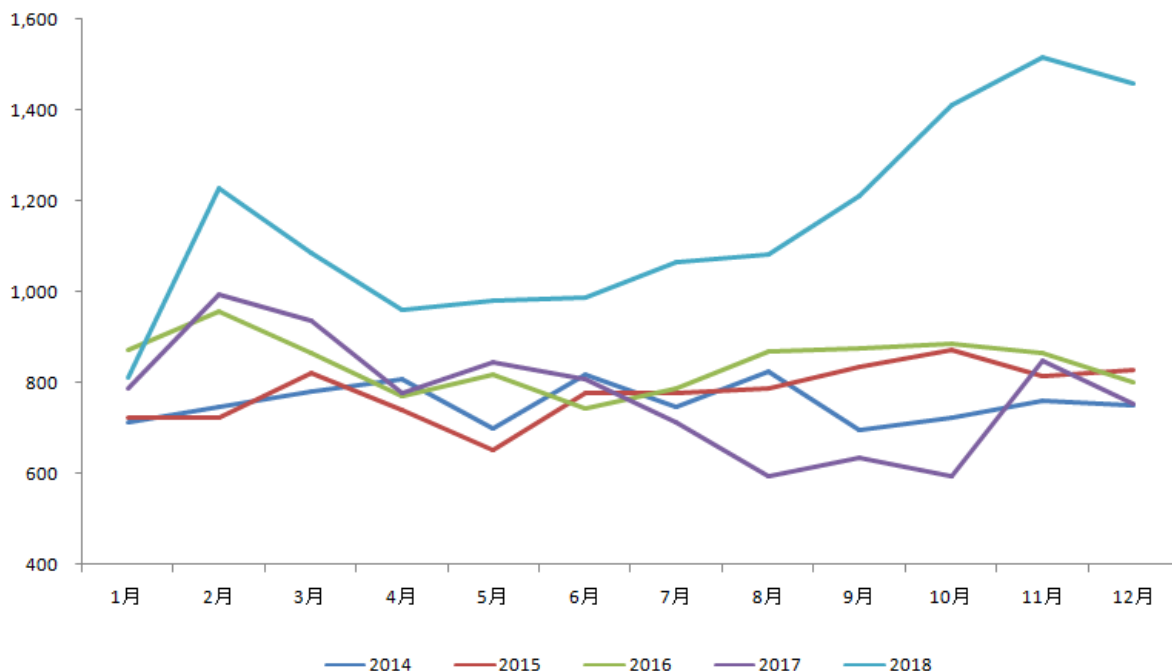
图 3：欧洲港口木浆库存（千吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

中国是全球最大的木浆进口国，2018年12月中国港口木浆库存145.8万吨，较前一月下降5.8万吨，降幅3.83%，但是比2017年同期增加70.3万吨，同比增加93.11%。中国港口木浆库存处于近四年的历史高位。

图4：中国港口木浆库存（千吨）



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

1.4 总结

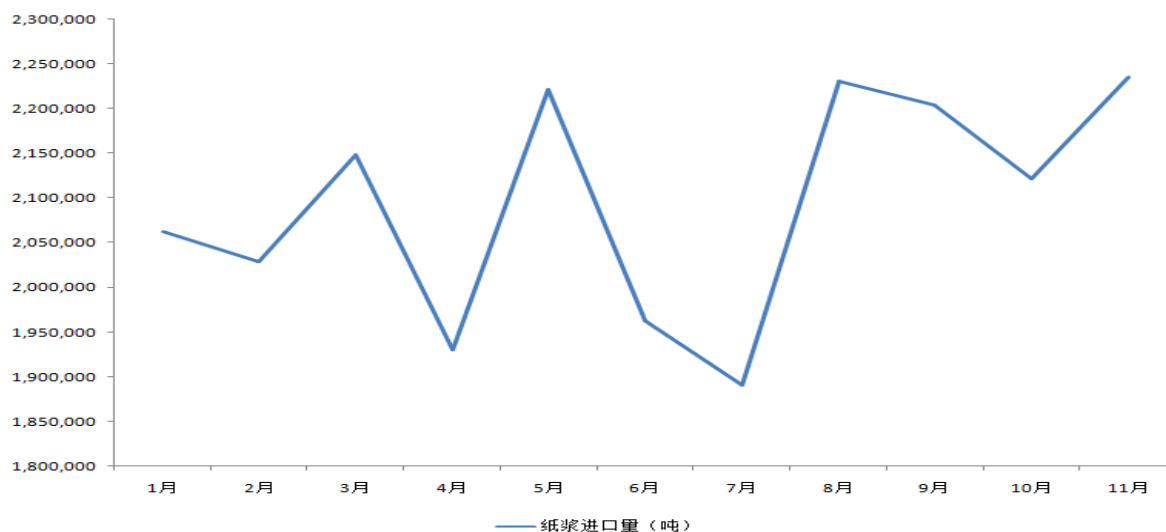
2018年1-11月全球木浆发运量共4868万吨，较2017年同期增加1.78%，供应量充足。9月开始全球木浆发运量已开始出现明显下滑，11月全球木浆发运量已低于2017年同期。11月全球纸浆企业月度库存天数高达40天，比近四年同期全球纸浆企业月度库存天数均值35天高出5天，处于历史高位，全球纸浆企业库存偏高。港口木浆库存方面，无论是欧洲地区还是中国地区，港口木浆库存都处于近四年的高位，反映出国际木浆需求端偏弱，压制国际纸浆价格。

2. 国内纸浆基本面分析

2.1 纸浆进口量增加

2018年11月我国纸浆进口量223.6万吨，较前一月增加11.4万吨，增幅5.37%，纸浆进口量止跌回升，进口供应量增加。

图 5：纸浆月度进口量

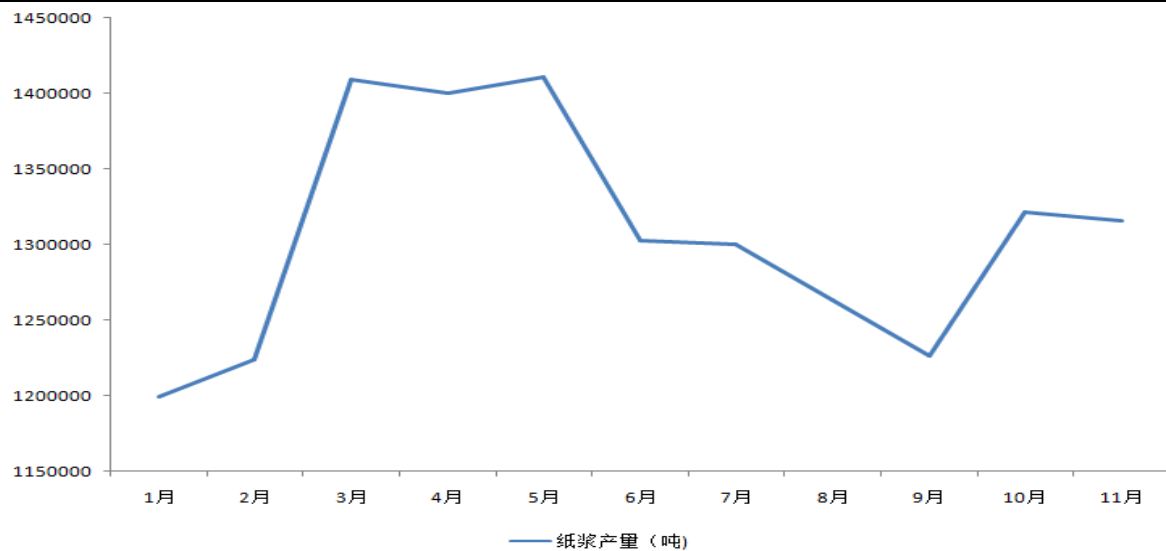


数据来源：百川资讯，兴证期货研发部

2.2 纸浆产量小幅下降

2018 年 11 月我国纸浆产量 131.54 万吨，较前一月下降 0.62 万吨，降幅 0.47%，纸浆产量小幅下降。

图 6：纸浆月度产量

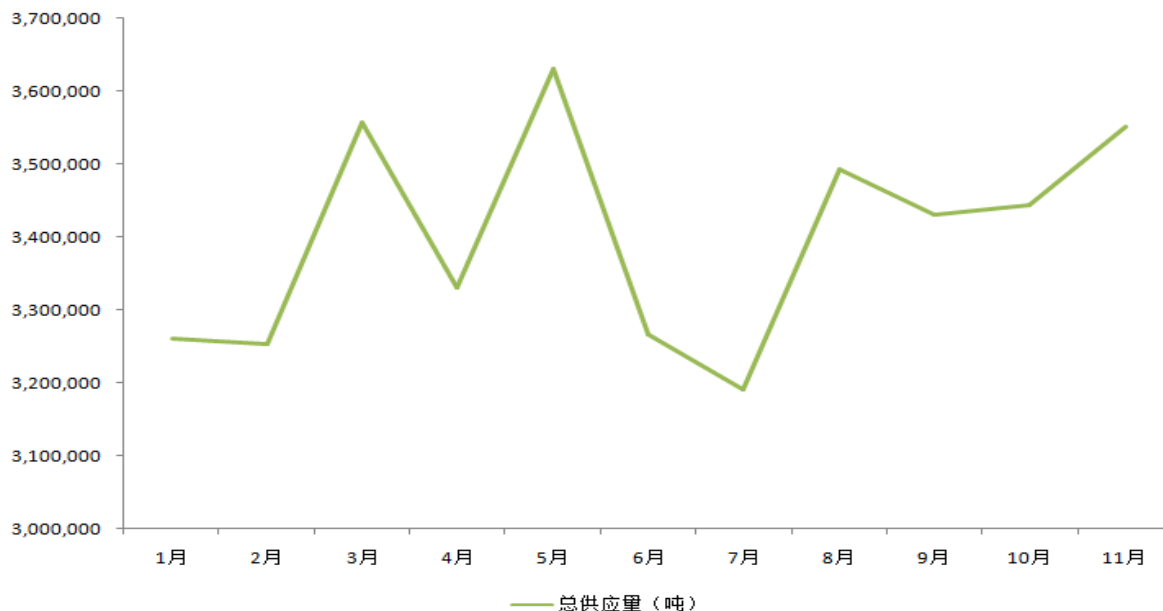


数据来源：百川资讯，兴证期货研发部

2.3 纸浆总供应量增加

2018 年 11 月我国纸浆进口量止跌回升，进口供应量增加，纸浆产量小幅下降，11 月我国纸浆进口量和产量总计 355.14 万吨，较前一月增加 10.7 万吨，增幅 3.11%，纸浆总供应量继续提升。

图 7：纸浆月度总供应量

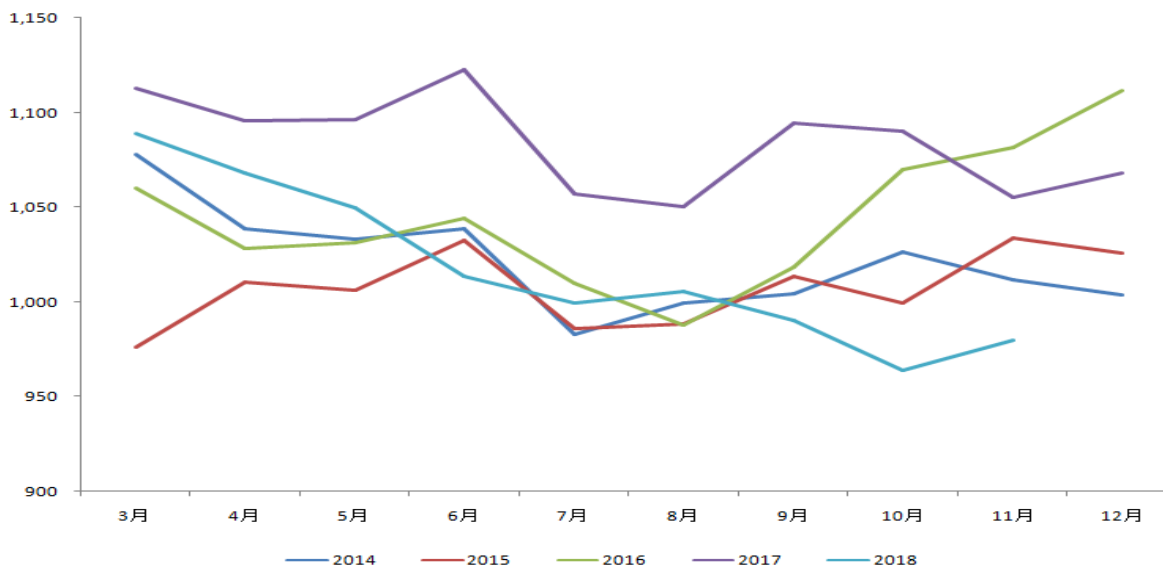


数据来源：百川资讯，兴证期货研发部

2.4 纸浆消费总体偏弱

2018年11月我国机制纸及纸板产量979.7万吨,比前一月回升1.67%,但是仍明显低于2017年同期水平,比2017年同期下降7.72%。2018年1-11月,我国机制纸及纸板产量9158.3万吨,比2017年同期下降615.81万吨,降幅6.3%,机制纸及纸板产量总体下滑,纸浆消费需求总体偏弱。

图 8：机制纸及纸板产量 (万吨)



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.5 总结

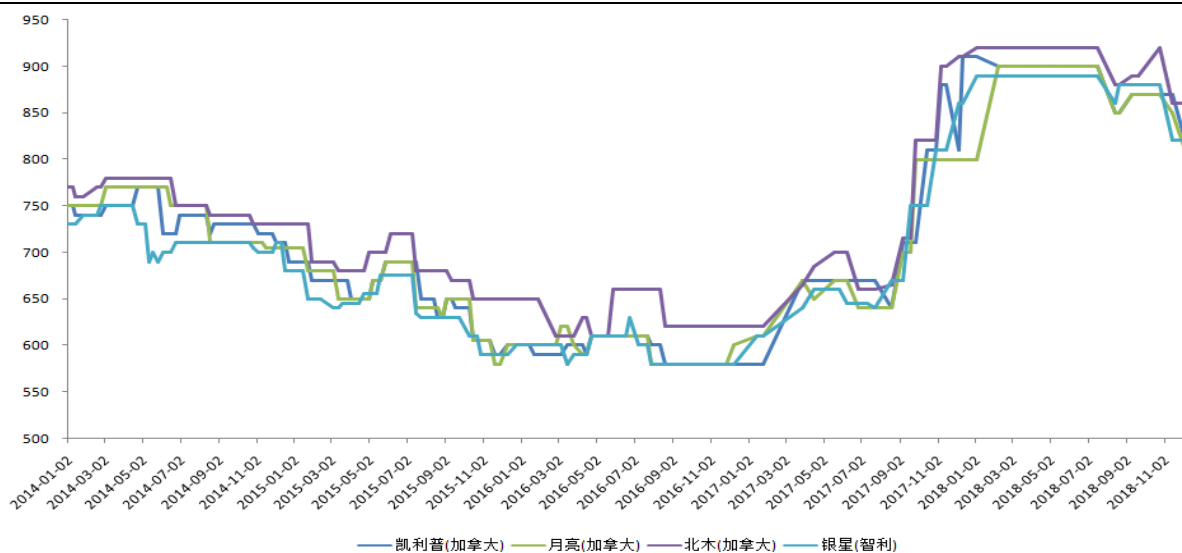
2018年9月之后我国纸浆总供应量呈上升趋势，11月总供应量继续提升。而消费方面，虽然11月我国机制纸及纸板产量有所回升，但是2018年机制纸及纸板产量总体呈现下降趋势，纸浆消费需求总体偏弱。整体而言，纸浆供应量增加，消费需求不佳，国内纸浆市场偏弱运行为主。

3. 漂针浆基本面分析

3.1 漂针浆现货价格下跌

2018年12月外盘漂针浆CFR现货价总体下滑，凯利普810美元/吨，较前一月下跌60美元/吨；马牌740美元/吨，较前一月下跌130美元/吨；月亮810美元/吨，较前一月下跌40美元/吨；北木860美元/吨，较前一月不变；银星760美元/吨，较前一月下跌60美元/吨。外盘漂针浆价格下跌。

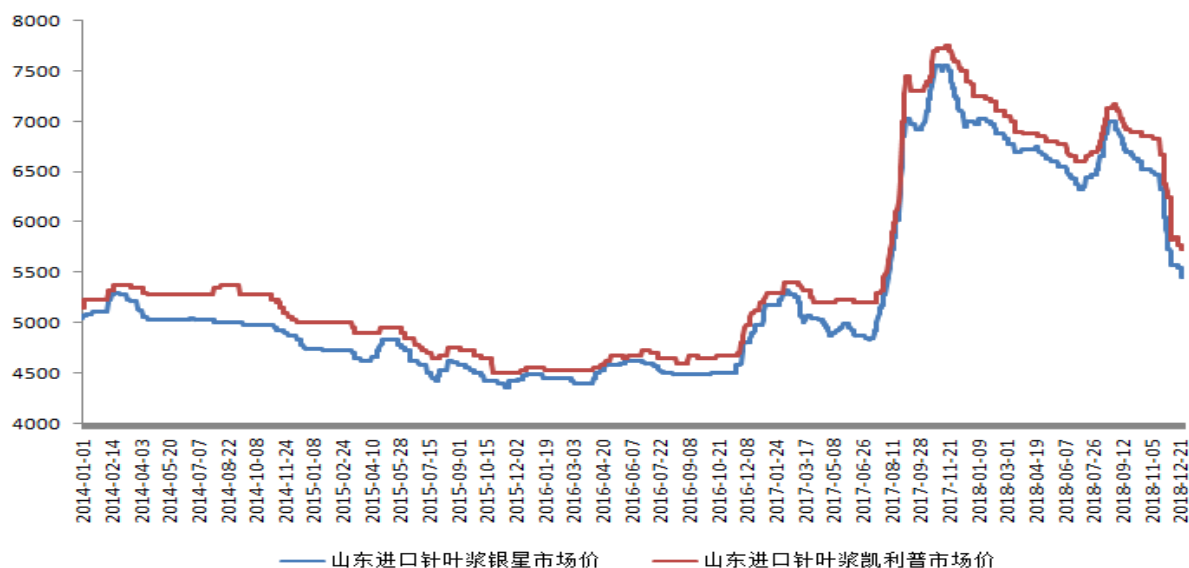
图9：外盘漂针浆CFR现货价（美元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2018年12月进口针叶浆市场价下滑，月末山东进口针叶浆凯利普市场价5725元/吨，比月初下跌575元/吨；月末山东进口针叶浆银星市场价5450元/吨，比月初下跌425元/吨。国内针叶浆市场价延续跌势。

图 10: 进口针叶浆市场价 (元/吨)



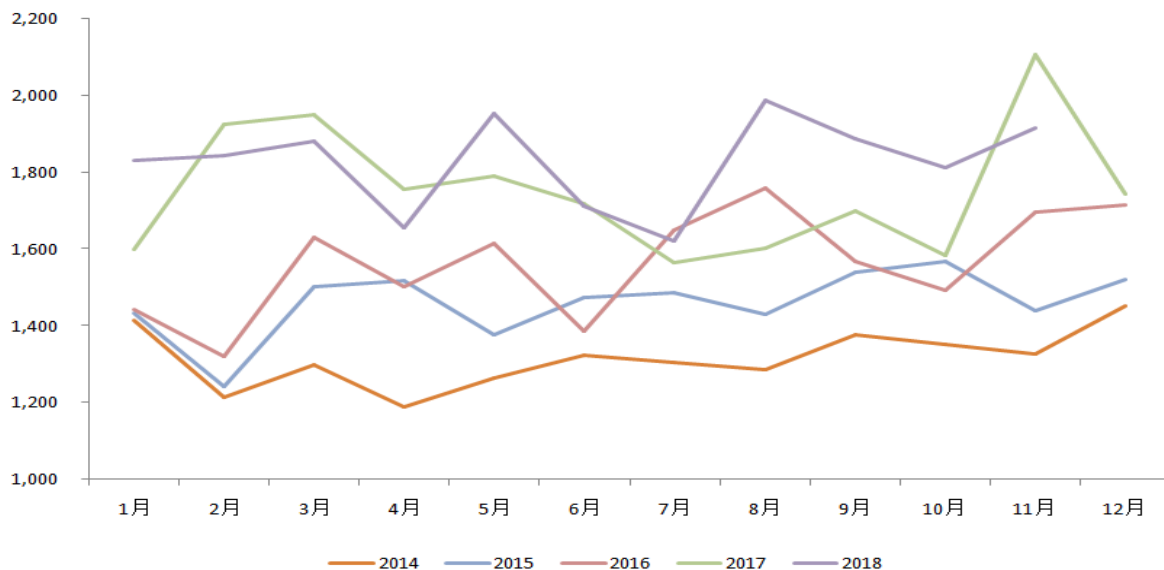
数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

3.2 供应增加

3.2.1 木浆进口量增加

2018 年 11 月我国木浆进口量 191.4 万吨, 比前一月进口量增加 10.3 万吨, 增幅 5.58%; 11 月木浆进口量较去年同期下降 19.2 万吨, 降幅 9.12%。11 月木浆进口量较前一月小幅增加, 但是低于去年同期水平。

图 11: 中国木浆月度进口量 (千吨)

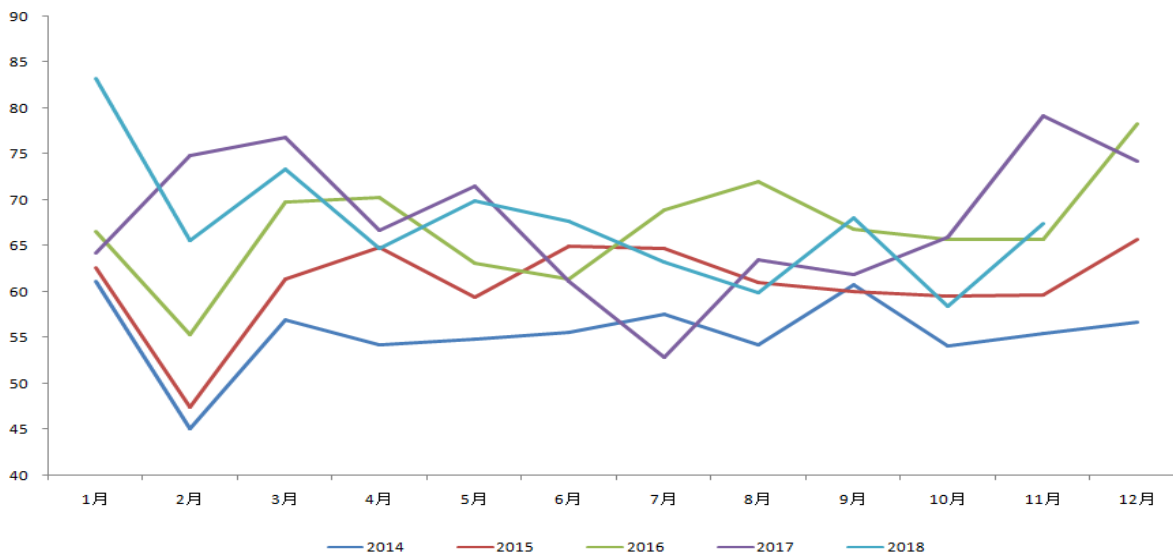


数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

3.2.2 漂针浆进口量增加

我国漂针浆几乎全部依赖进口，2018年1-11月我国漂针浆总进口量741万吨，较2017年同期增加0.4%。2018年11月我国漂针浆进口量67.43万吨，比前一月进口量增加9.06万吨，增幅15.52%；11月漂针浆进口量较2017年同期下降11.72万吨，降幅14.81%。11月我国漂针浆进口量较前一月有所增加，但是仍低于去年同期水平。

图 12：中国漂针浆月度进口量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

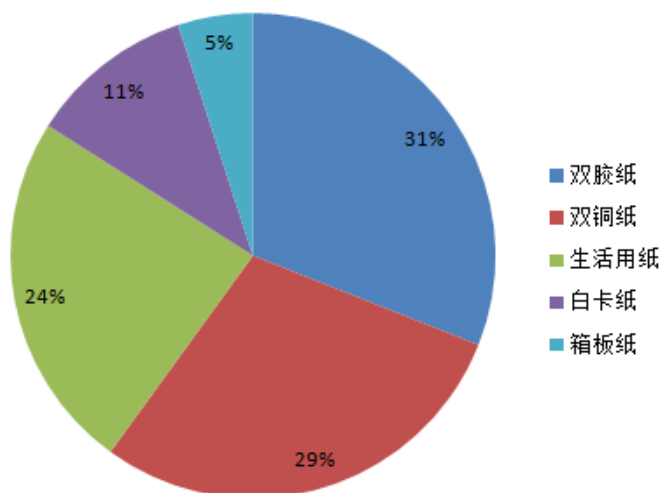
3.2.3 供应小结

我国漂针浆供应依赖进口，2018年9月受中美贸易摩擦、市场担忧后期外盘报价上涨影响，国内木浆采购增加，加上两个月的船期，导致11月我国木浆和漂针浆进口量总体增长，木浆进口量和漂针浆进口量虽然低于去年同期，但是仍然处于历史较高位，总体供应量较为充足。

3.3 消费总体偏弱

木浆下游消费方面，印刷用纸产量占比最大，占比60%，其次是生活用纸，占比24%，最后是包装用白卡纸，占比11%。印刷用纸中双胶纸占比31%，双铜纸占比29%。印刷用纸、生活用纸和包装用白卡纸中阔叶浆用量占比较大，一般50%左右，而针叶浆用量占比相对较少，双胶纸中针叶浆用量占比16%左右，双铜纸中针叶浆用量占比15%左右，生活用纸中针叶浆用量占比31%左右，白卡纸中针叶浆用量占比10%左右。

图 13: 木浆下游纸产量占比

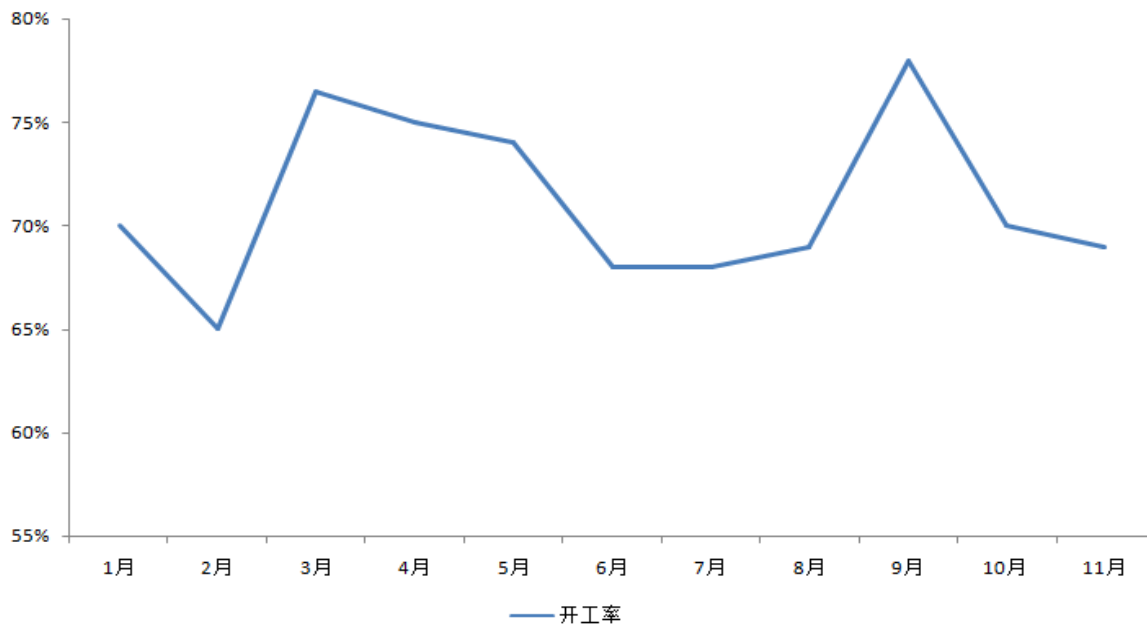


数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

3.3.1 双胶纸开机率下滑, 利润情况一般

2018 年 11 月双胶纸行业开机率 69%, 较上月下滑 1%, 双胶纸行业开机率自 9 月开始持续下滑, 已从 9 月的 78% 下滑至 11 月的 69%。

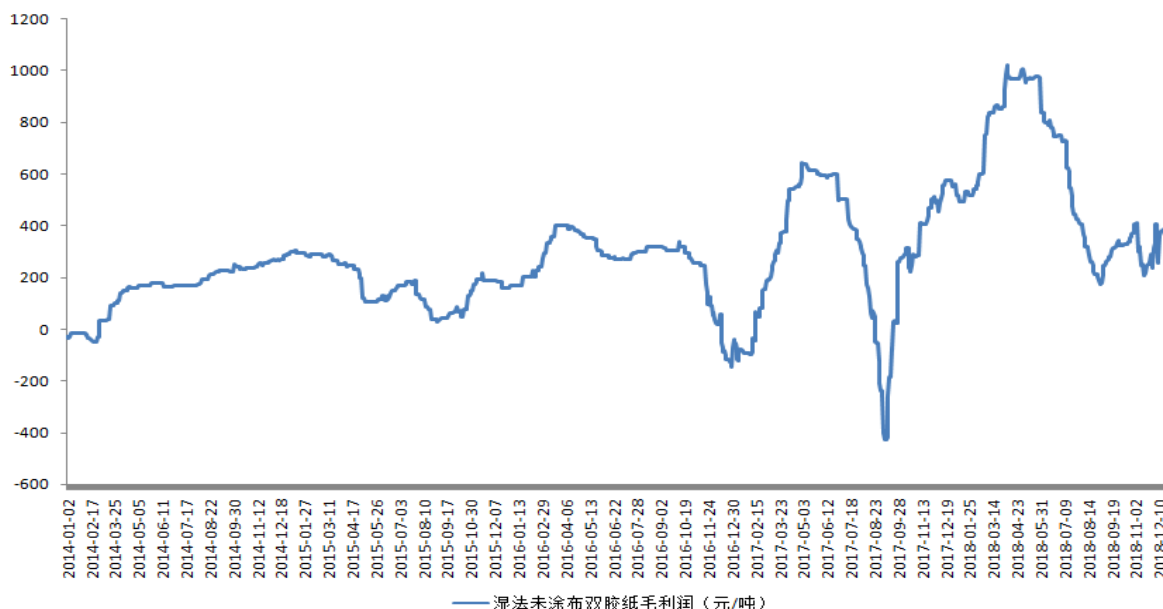
图 14: 双胶纸行业开机率



数据来源: 百川资讯, 兴证期货研发部

2018 年 12 月月初双胶纸毛利润下滑, 由月初的 405 元/吨下滑至 258 元/吨, 随后止降回升至 370 元/吨, 12 月下旬双胶纸毛利润小幅上升至 390 元/吨左右, 利润情况总体一般, 后期开机率或将维持低位。

图 15: 湿法未涂布双胶纸毛利润

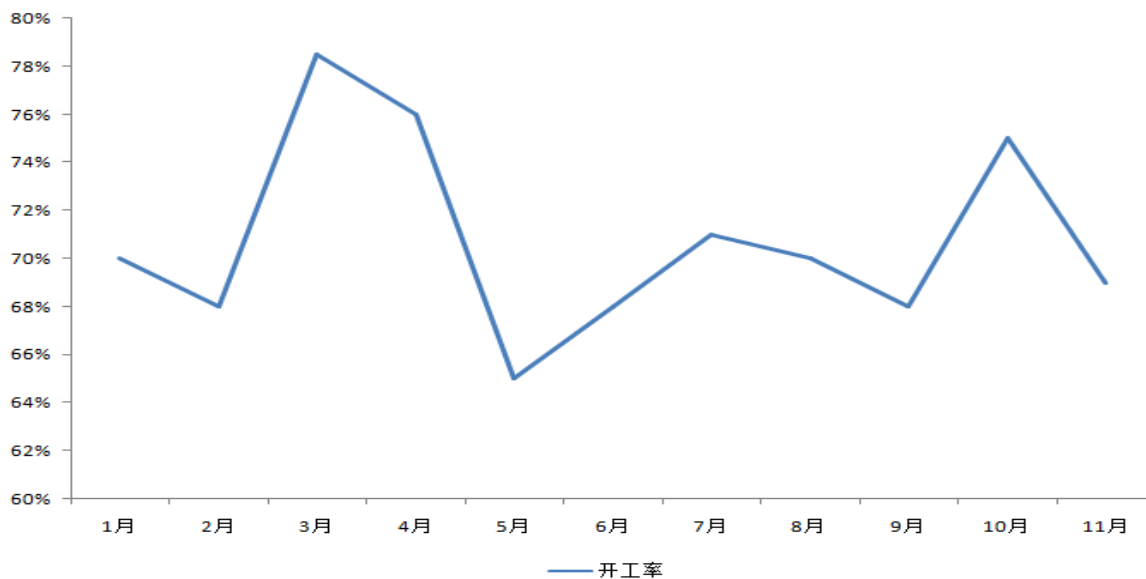


数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

3.3.2 双铜纸开机率下滑, 利润情况不佳

2018 年 11 月双铜纸行业开机率 69%, 较上月下滑 6%, 双铜纸行业开机率止升回落。

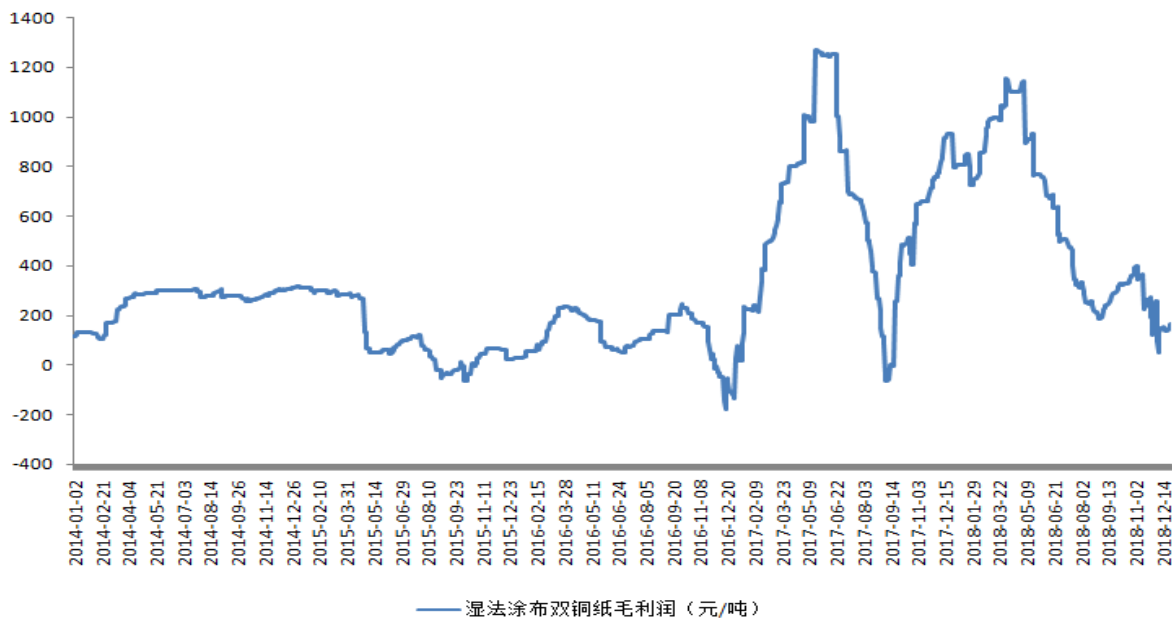
图 16: 双铜纸行业开机率



数据来源: 百川资讯, 兴证期货研发部

2018 年 12 月月初双铜纸毛利润下滑, 由月初的 253 元/吨下滑至 46 元/吨, 12 月中旬回升至 146 元/吨, 下旬双胶纸毛利润小幅上升至 164 元/吨左右, 处于近两年的低位, 利润情况不佳, 后期开机率或将维持低位。

图 17: 湿法涂布双铜纸毛利润

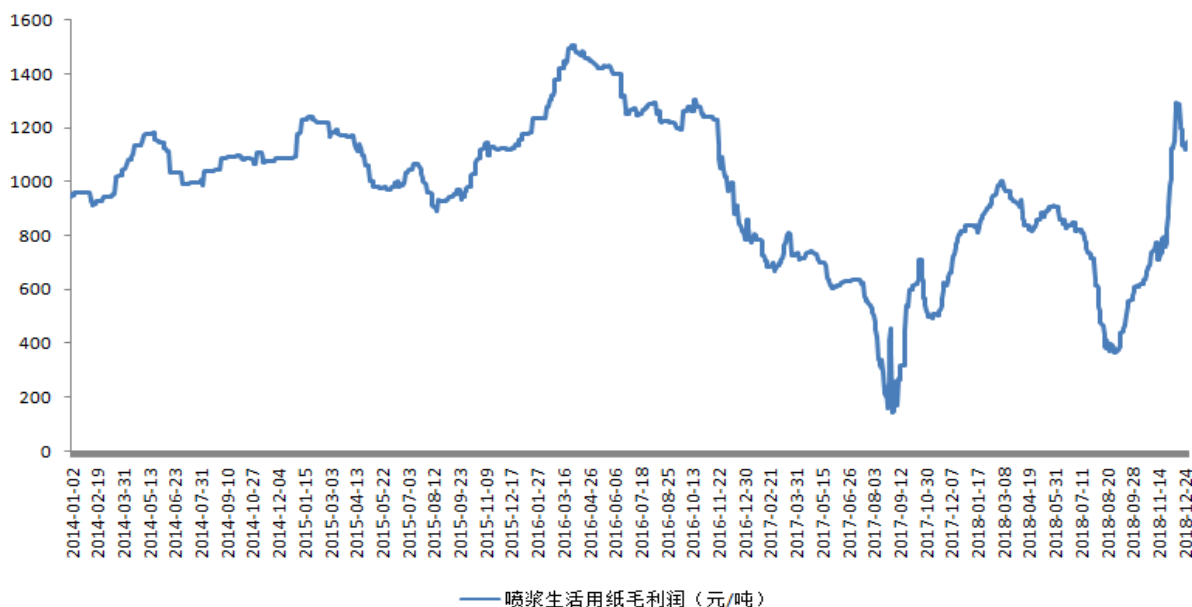


数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

3.3.3 生活用纸利润情况较好

2018 年 12 月上旬喷浆生活用纸毛利润总体较好, 继续保持稳步上升趋势, 截至 12 月 11 日喷浆生活用纸毛利润达到 1293 元/吨, 随后毛利润止升回落, 截至 12 月 28 日喷浆生活用纸毛利润已下滑至 1148 元/吨, 但是仍处于高位, 利润情况总体较好。

图 18: 喷浆生活用纸毛利润

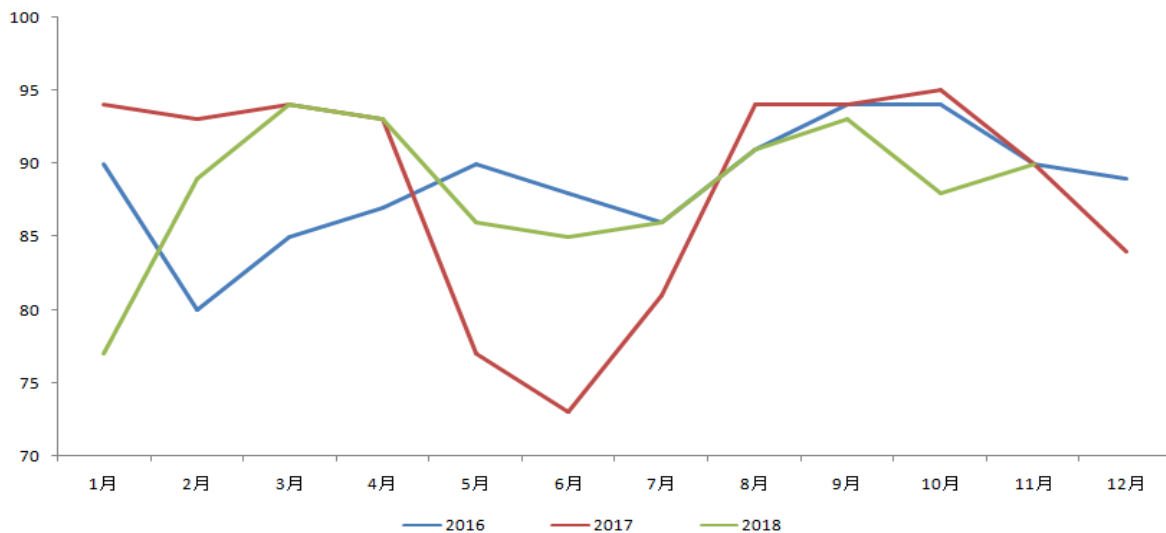


数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

3.3.4 白卡纸开机率及库存较高

2018年11月白卡纸行业开机率90%，比前一月提升2%，开机率较去年同期处于同一水平，开机率总体处于较高位。

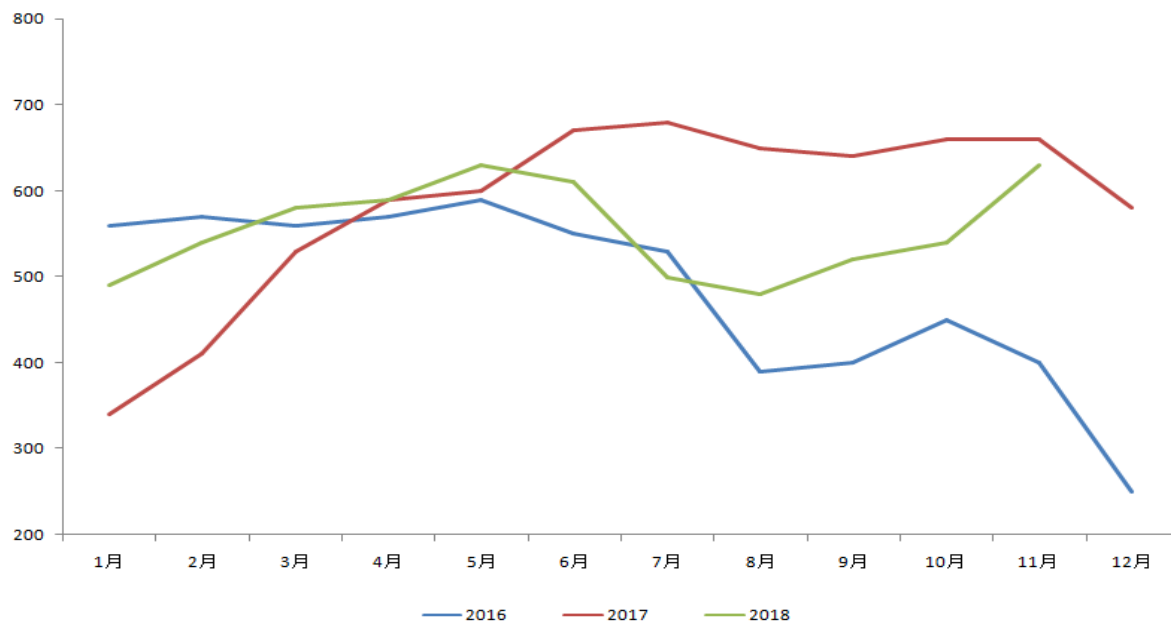
图 19：白卡纸行业开机率（%）



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

库存方面，2018年11月白卡纸企业库存630万吨，比前一月增加90万吨，增幅16.67%，白卡纸企业库存连续三月保持上升趋势，库存处于较高位。

图 20：白卡纸企业库存（千吨）



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

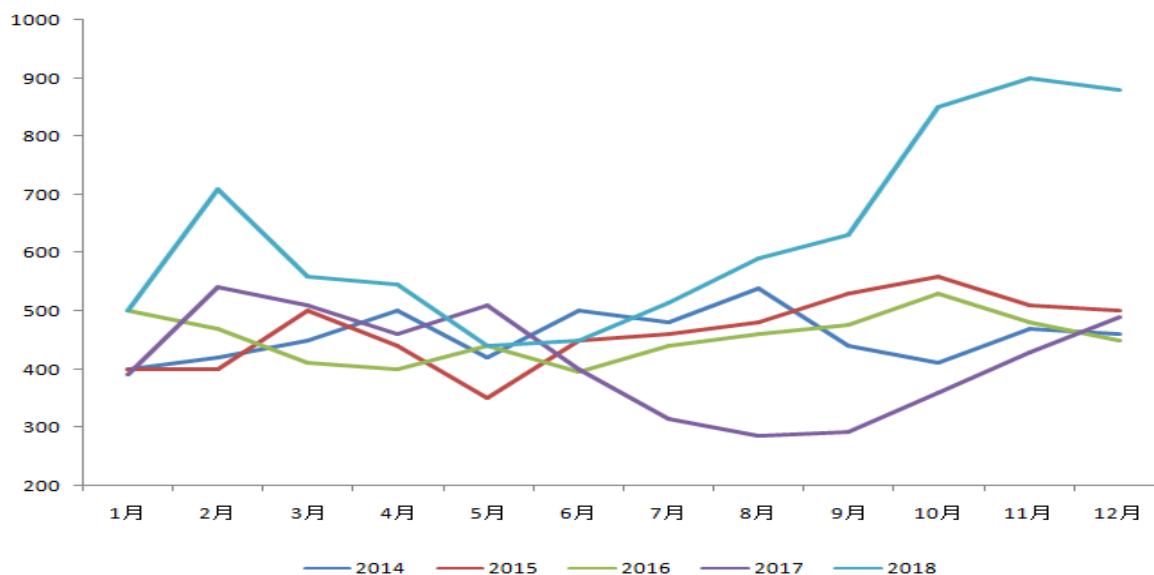
3.3.5 消费小结

漂针浆下游需求主要集中在印刷用纸、生活用纸和包装用白卡纸，印刷用纸对漂针浆的需求总量相对最大。印刷用纸方面，双胶纸、双铜纸开机率下滑，利润情况总体不佳，后期开机率可能维持低位，印刷用纸对于漂针浆的需求偏弱。生活用纸方面，虽然12月行业利润持续下滑，但是目前利润仍处于较高位，行业利润较好，后期对于漂针浆的需求尚可。白卡纸方面，行业开机率和库存偏高，走货不畅、库存累积可能压制后期白卡纸行业对于漂针浆的需求，整体来看近期漂针浆下游需求偏弱。

3.4 港口库存偏高

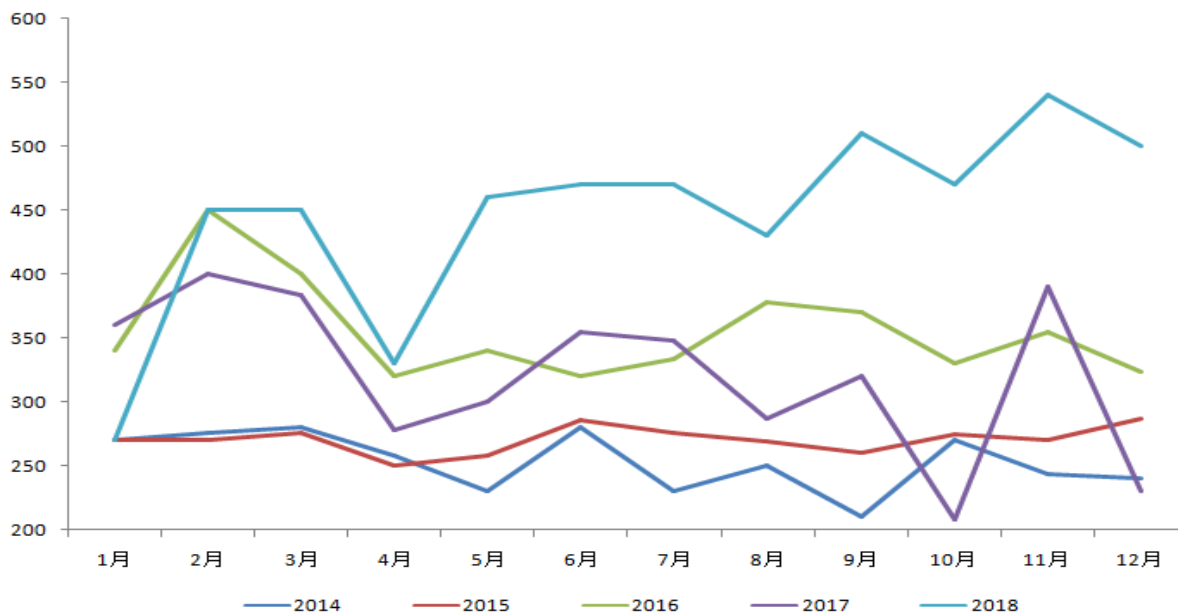
2018年12月青岛港木浆库存88万吨，库存比上一月下降2万吨，降幅2.2%，库存止升回落；12月青岛港木浆库存比去年同期增加39万吨，增幅80%，青岛港木浆库存处于近4年的历史高位。12月常熟港木浆库存50万吨，库存比上一月下降4万吨，降幅7.4%，库存止升回落；12月常熟港木浆库存比去年同期增加27万吨，增幅117%，常熟港木浆库存处于近4年的历史高位。总体而言目前港口库存压力还是较大，库存去化需要一段时间，一定程度上压制纸浆价格。

图 21：青岛港木浆库存（千吨）



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

图 22: 常熟港木浆库存 (千吨)



数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

3.5 总结

供应方面, 11月我国木浆和漂针浆进口量总体增长, 供应量较为充足。消费方面, 漂针浆下游需求主要集中在印刷用纸、生活用纸和包装用白卡纸, 印刷用纸对漂针浆的需求总量相对最大。印刷用纸利润情况总体不佳, 后期开机率可能维持低位, 对于漂针浆的需求偏弱。生活用纸目前利润仍处于较高位, 行业利润较好, 对于漂针浆的需求尚可。白卡纸行业开机率和库存偏高, 走货不畅、库存累积可能压制后期白卡纸行业对于漂针浆的需求, 总体来看近期漂针浆下游需求偏弱。库存方面, 12月青岛港和常熟港木浆库存止升回落, 但是目前港口库存压力还是较大, 库存去化需要一定过程。整体而言, 近期漂针浆下游企业需求偏弱, 港口木浆库存压力较大, 漂针浆基本面弱勢格局或将继续维持。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，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，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。