

兴证期货·研发中心

2019年3月4日 星期一

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](mailto:chengran@xzfutures.com)

## 内容提要

### ● 行情回顾

上月纸浆期货价格震荡上涨。现货方面，漂针浆、漂阔浆外盘报价上调，3月智利 Arauco 针叶银星外盘报价上涨 30 美元/吨至 710 美元/吨，俄罗斯乌针布针外盘报价上涨 45 美元/吨至 695 美元/吨，智利阔叶浆明星上调 30 美元/吨至 680 美元/吨。国内进口木浆市场价上涨，针叶浆银星、凯利普，阔叶浆明星、金鱼上涨 100-150 元/吨。

### ● 后市展望及策略建议

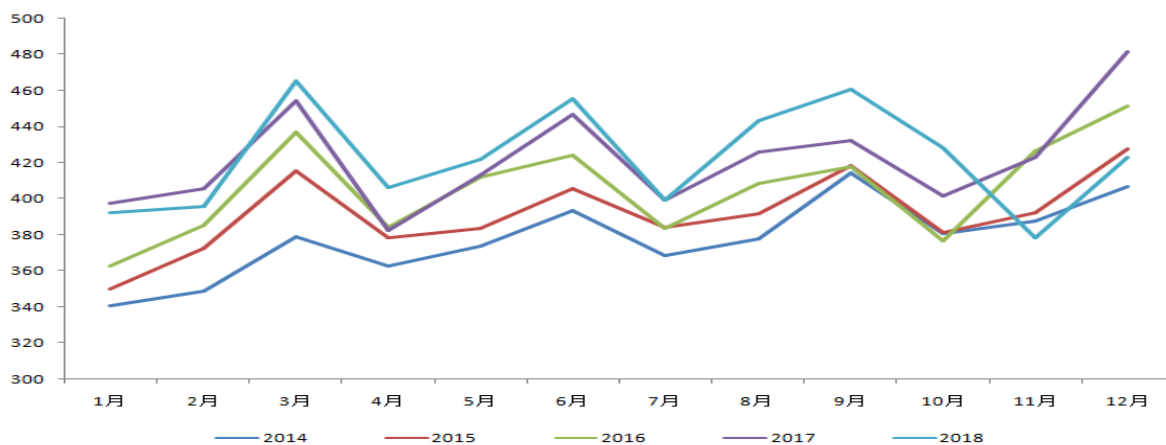
国际方面，全球木浆发运量增加，企业库存及港口库存偏高，压制国际纸浆价格。国内供应方面，2019年1月我国木浆进口量增加，其中漂阔浆的进口量增幅大于漂针浆的进口量增幅，漂阔浆的供应压力更大。下游消费方面，印刷用纸开机率下滑，行业利润持续下降，亏损严重，对于木浆需求偏弱；生活用纸虽然产量及利润下滑，但是目前行业利润仍处于较高位，后期对于木浆需求尚可。白卡纸产量回升，库存下降，对于木浆需求相对较好，整体来看造纸行业对于木浆需求较为一般，没有明显好转。国内港口库存处于历史高位，据卓创资讯不完全统计，二月下旬港口库存继续增加，库存压力较大，预计近期纸浆价格以震荡偏弱为主。

## 1. 国际木浆基本面分析

### 1.1 全球木浆发运量回升

2018年12月全球木浆发运量止跌回升，12月发运量422.9万吨，比前一月发运量增加44.6万吨，增幅11.79%；12月全球木浆发运量较2017年同期下降58.8万吨，降幅12.21%。2018年全球木浆发运量共5069万吨，较2017年增加6.4万吨，增幅0.13%，全年发运总量持稳，略有增加。

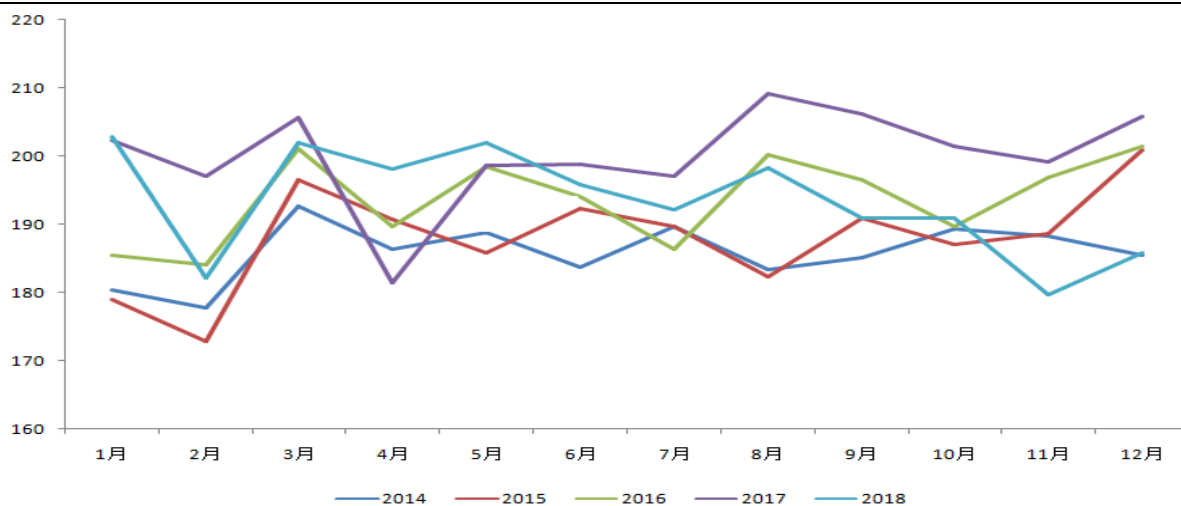
图 1：全球木浆发运量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2018年12月全球针叶浆发运量止跌回升，12月发运量185.9万吨，比前一月发运量增加6.2万吨，增幅3.45%；12月全球针叶浆发运量较2017年同期下降19.9万吨，降幅9.67%。2018年全球针叶浆发运量共2320.9万吨，较2017年下降81.7万吨，降幅3.4%，全年发运总量小幅下降。

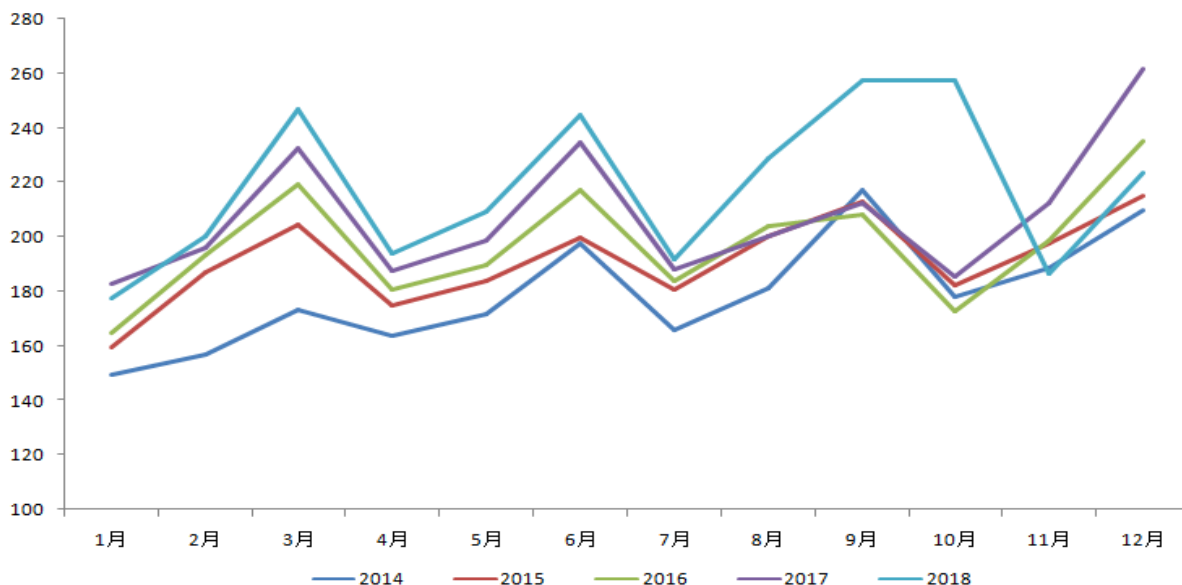
图 2：全球针叶浆发运量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2018 年 12 月全球阔叶浆发运量止跌回升，12 月发运量 223.8 万吨，比前一月发运量增加 37.5 万吨，增幅 20.13%；12 月全球阔叶浆发运量较 2017 年同期下降 38.1 万吨，降幅 14.55%。2018 年全球阔叶浆发运量共 2618.6 万吨，较 2017 年增加 125 万吨，增幅 5.01%，全年发运总量小幅增加。

图 3：全球阔叶浆发运量（万吨）

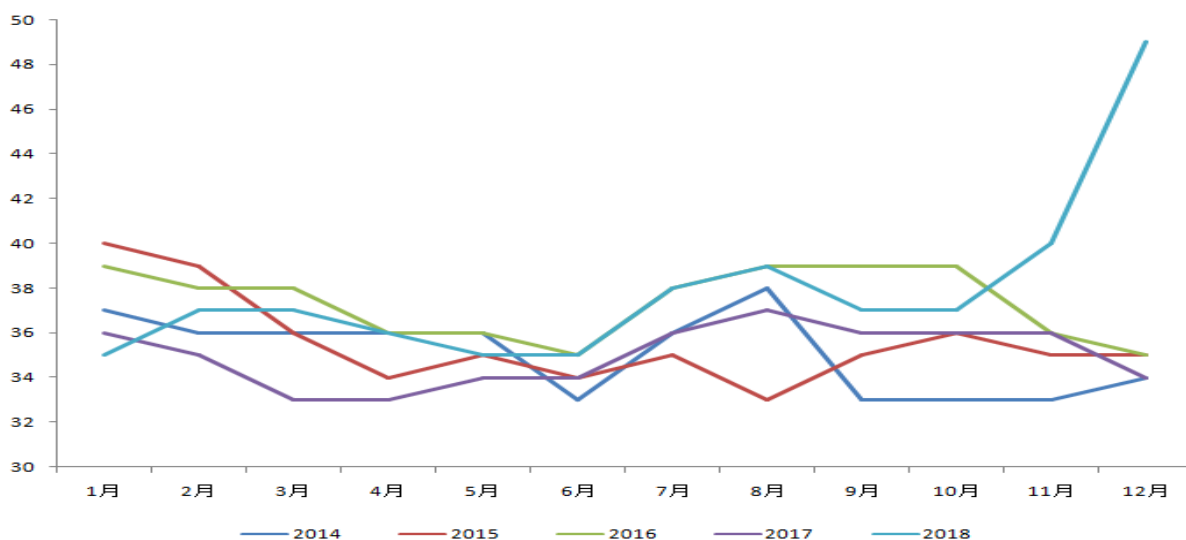


数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 1.2 全球木浆企业月度库存天数偏高

2018 年 12 月全球木浆企业月度库存天数 49 天，较前一月增加 9 天，比近四年全球木浆企业月度库存平均天数 36 天高出 13 天，处于历史高位，全球木浆企业库存压力大。

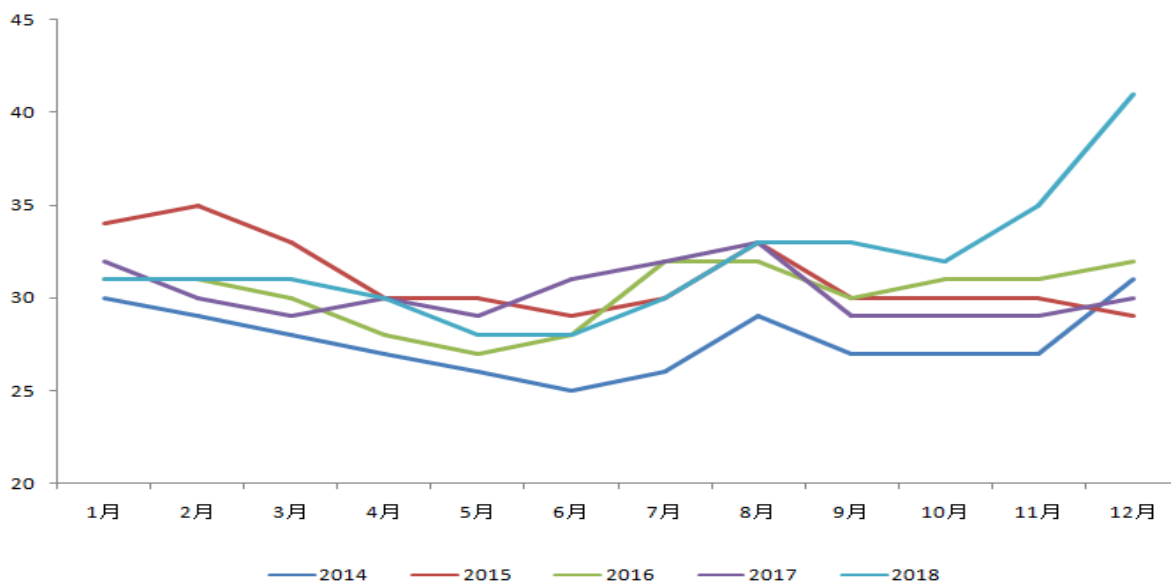
图 4：全球木浆企业库存天数



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2018年12月全球针叶浆企业月度库存天数41天，较前一月增加6天，比近四年全球针叶浆企业月度库存平均天数30天高出10天，处于历史高位，全球针叶浆企业库存压力大。

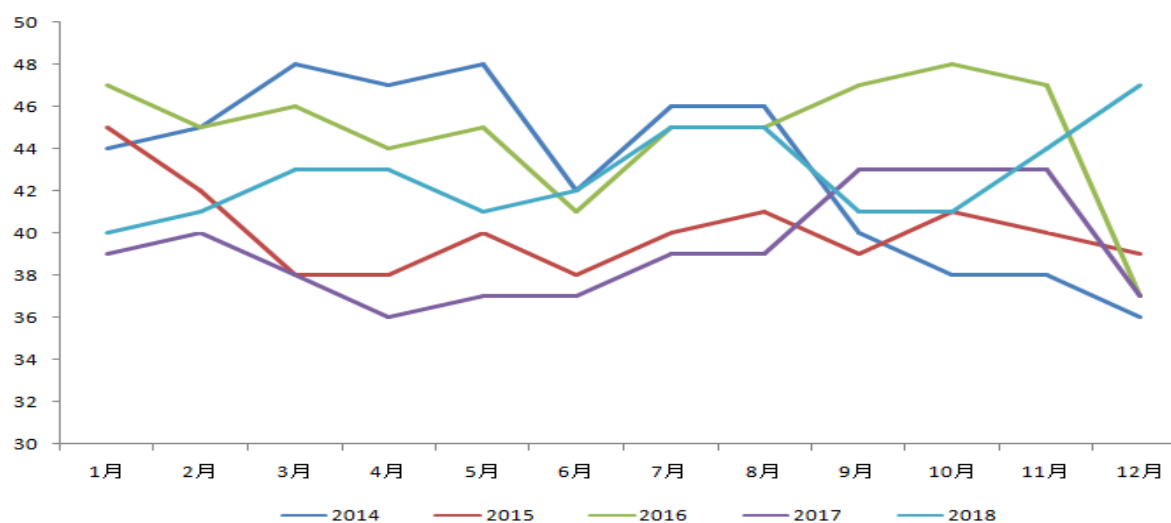
图5：全球针叶浆企业库存天数



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2018年12月全球阔叶浆企业月度库存天数47天，较前一月增加3天，比近四年全球阔叶浆企业月度库存平均天数42天高出5天，处于历史较高位，全球阔叶浆企业库存压力较大。

图6：全球阔叶浆企业库存天数



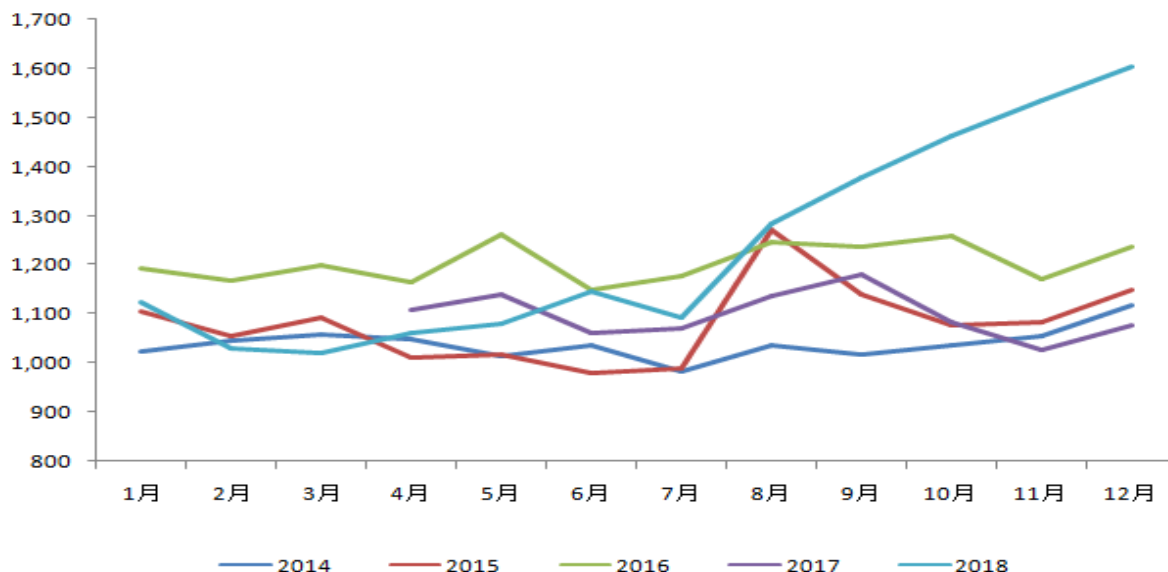
数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 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12月欧洲港口木浆库存160.48万吨，较前一月增加7.12万吨，增幅4.64%，库存继续增加，比2017年同期增加52.67万吨，增幅48.85%。

欧洲港口木浆库存处于近四年的历史高位。

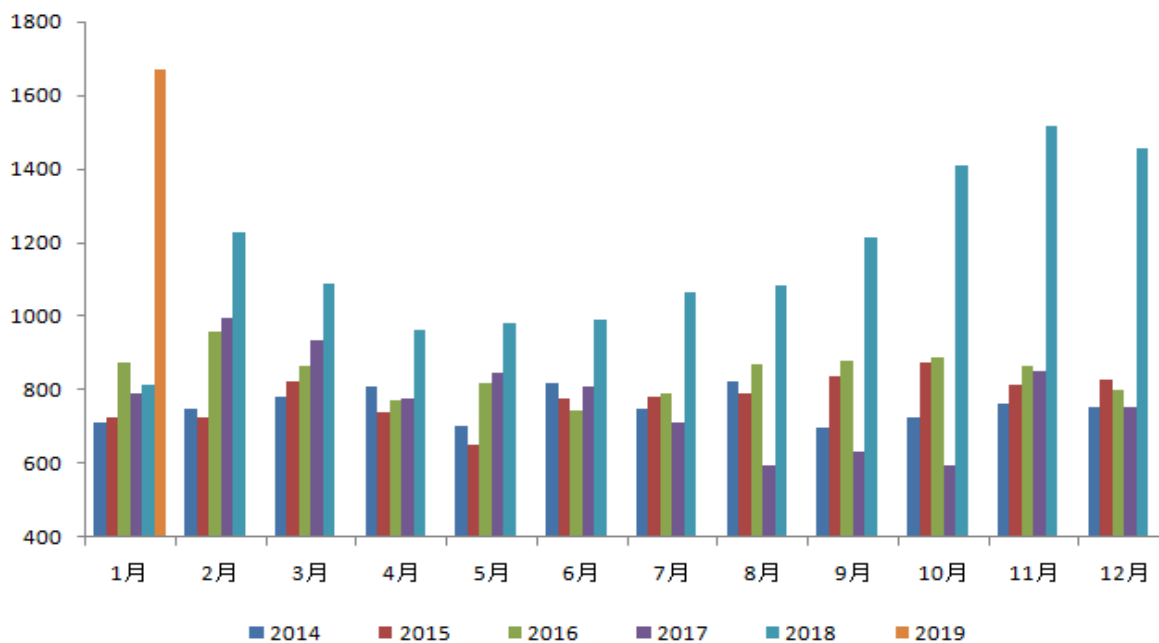
图 7：欧洲港口木浆库存（千吨）



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，2019年1月中国港口木浆库存167万吨，较前一月增加21.2万吨，增幅14.5%，比2017年同期增加85.7万吨，增幅105%。中国港口木浆库存处于近四年的历史高位。

图 8：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 12 月全球木浆发运量止跌回升，2018 全年木浆发运量略有增加，供应量充足，其中全年针叶浆发运量小幅下降，阔叶浆发运量小幅增加。2018 年 12 月全球木浆企业月度库存天数继续增加，木浆企业库存天数均处于历史高位，全球木浆企业库存压力较大。港口木浆库存方面，欧洲地区和中国地区库存继续增加，港口木浆库存处于近四年的高位，压制国际纸浆价格。

## 2. 国内纸浆基本面分析

### 2.1 国内纸浆概述

纸浆根据原材料不同可以分为木浆（针叶浆、阔叶浆），非木浆（竹浆、草浆），废纸浆。

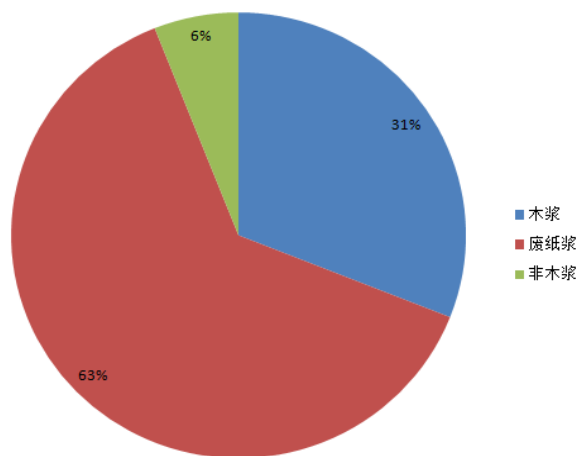
木浆具有纤维长、破裂强度高、拉伸强度高等特点，木浆做成的纸具有耐折、耐破、撕裂强度高特性，多用于生产涂布印刷书写纸、未涂布印刷书写纸、生活用纸和特种用纸等。

非木浆主要包括竹浆、草浆，其价格相对低廉，多用于生产卫生用纸、包装纸及手工纸等，如本色竹浆抽纸、宣纸等。

废纸浆是用回收废纸经过一系列工序重新打制成浆，多用于生产新闻纸、瓦楞原纸及箱板纸等。

2017 年我国纸浆消耗总量 10051 万吨，其中木浆 3152 万吨，占纸浆消耗总量的 31%；废纸浆 6302 万吨，占纸浆消耗总量的 63%；非木浆 597 万吨，占纸浆消耗总量的 6%。

图 9：我国纸浆消耗占比



数据来源：中国造纸协会，兴证期货研发部

### 2.2 相关环保政策变化

1、2015 年 1 月 1 日，《环保法修订案》施行，新的《环境保护法》作为一部行政法律，规定了行政拘留的处罚措施，对污染违法者将动用最严厉的行政处罚手段，修订后的环保法强化了企业污染防治责任，加大了对环境违法行为的法律制裁。造纸化工等行业受到严格监管。

2、2015年4月2日，国务院发布关于印发《水污染防治行动计划的通知》，政策要求全面控制污染物排放，狠抓工业污染防治，取缔“十小”企业。2016年底前，按照水污染防治法律法规要求，全部取缔不符合国家产业政策的小型造纸、制革、印染、染料、炼焦、炼硫、炼砷、炼油、电镀、农药等严重污染水环境的生产项目，依法淘汰落后产能，调整产业结构。国内环保设施不达标的中小型造纸企业关停，大量落后产能被淘汰。

3、2016年5月28日，《土壤污染防治行动计划》实施，重点监管有色金属矿采选、有色金属冶炼、石油开采、石油加工、化工、焦化、电镀、制革等行业。

4、2016年7月15日环境保护部印发《“十三五”环境影响评价改革实施方案》的通知，严格环境准入，严格高能耗、高物耗、高水耗和产能过剩、低水平重复建设项目，以及涉及环境风险建设项目的环评审批。对有色金属冶炼、石油加工、化工、焦化、电镀、制革等重点企业，研究开展企业关停、搬迁的环境风险评估。

5、2016年11月10日，国务院办公厅印发《控制污染物排放许可制实施方案》的通知，目标到2020年，完成覆盖所有固定污染源的排污许可证核发工作，全国排污许可证管理信息平台有效运转。对造纸行业企业核发排污许可证。

6、2016年12月7日，《中华人民共和国水污染防治法修正案（草案）》实施，强化地方责任，突出饮用水安全保障，完善排污许可与总量控制、区域流域水污染联合防治等制度，加严水污染防治措施，加大对超标、超总量排放等的处罚力度。造纸企业的环保成本提高。

7、2016年12月25日通过《中华人民共和国环境保护税法》，自2018年1月1日起施行。2017年4月10日印发《国家环境保护标准“十三五”发展规划》的通知，进一步完善环境保护标准体系。

8、2017年7月18日国务院办公厅印发《禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》的通知，完善固体废物进口管理制度，分行业、分种类制定禁止固体废物进口的时间表。7月20日，环保部在例行发布会上表示，我国已经向WTO进行通报，2017年底开始不再进口混杂类废纸。进口废纸政策的收紧导致2017年9月开始进口废纸量明显下降，2017年废纸进口量同比下滑9.7%，同时进口废纸政策变化引发国内纸制品市场对于后期原料的担忧，导致2017年下半年木浆进口需求增加，木浆价格大幅上涨。

9、2017年8月1日环保部公布《造纸工业污染防治技术政策》，对造纸行业污染防治进行规范和指导。

10、2017年12月，环保部下发《进口废纸环境保护管理规定》和《限制进口类可用作原料的固体废物环境保护管理规定》，对废纸进口进行规范。相比于老规定，对于废纸进口的限制更加严格：1) 限制5万吨以上纸企才有外废额度申请资格；2) 取消废纸贸易商的外废进口资格，于公布日起实施。

11、2017年12月29日，环保部下发《进口可用作原料的固体废物环境保护控制标准—废纸或纸板》，相比于目前实施版本，最大变化是将进口废纸含杂率从1.5%降至0.5%。并确定2018年3月1日起实施。废纸含杂率新规的实施导致废纸分拣成本提升，同时2018年不再进口混杂类废纸，进口废纸量大幅下降，2018年废纸进口量同比下滑33.8%。

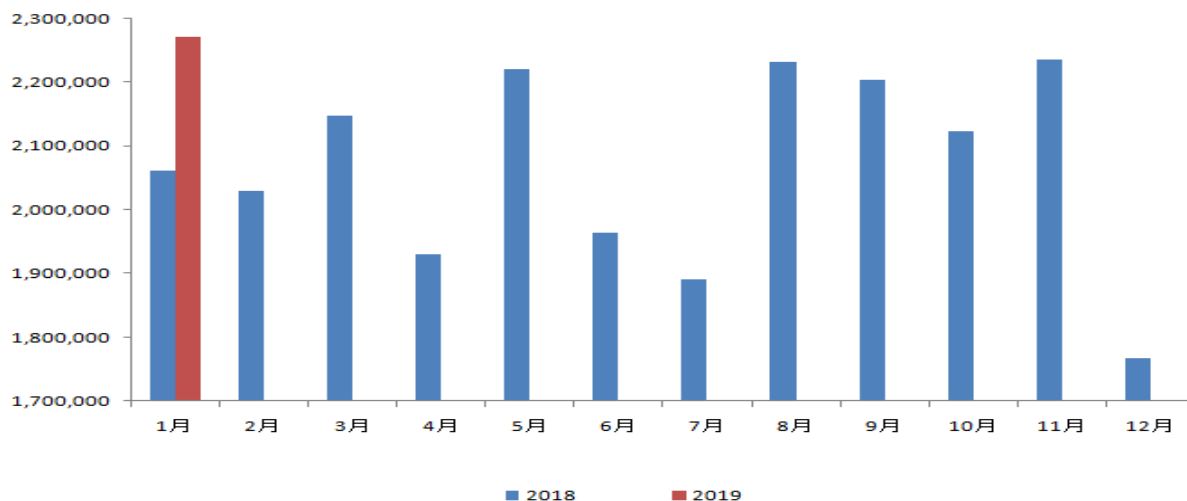
12、2018年1月1日施行《中华人民共和国环境保护税法》。2018年1月5日公布《制浆造纸工业污染防治可行技术指南》，规定了制浆造纸工业污染防治技术新标准，2018年3月1日起实施。2018年1月17日公布《排污许可管理办法》，实行控制污染物排放许可制。通过一

系列环保政推出，造纸企业环保成本进一步提高。

### 2.3 纸浆进口量增加

2019年1月我国纸浆进口量227万吨，较前一月增加50万吨，增幅28.25%，比2018年同期增加21万吨，增幅10.19%。

图 10：纸浆月度进口量

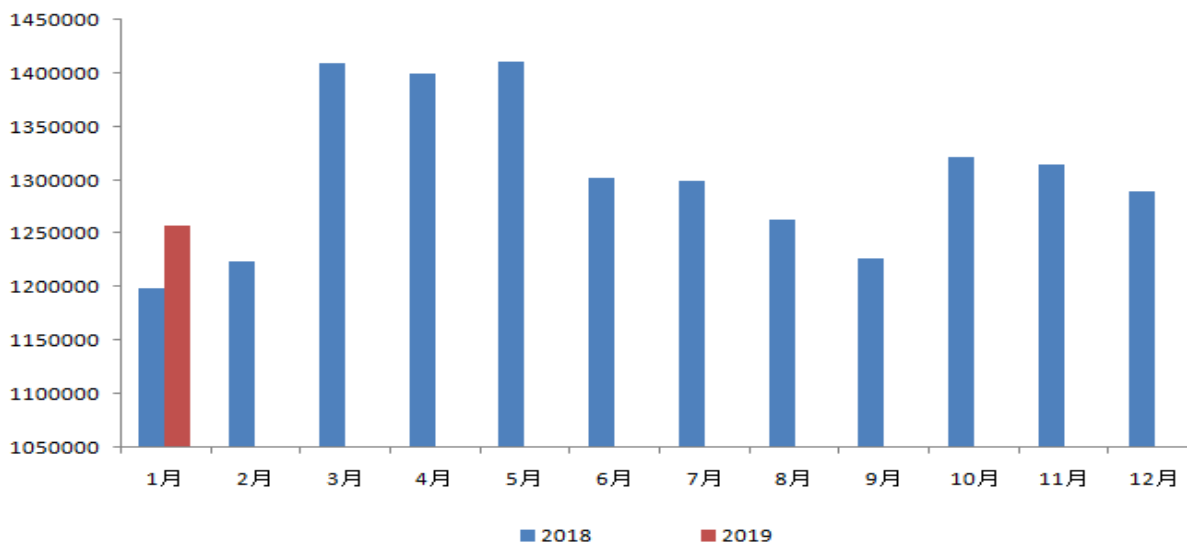


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 2.4 纸浆产量小幅下降

2019年1月我国纸浆产量126万吨，较前一月下降3万吨，降幅2.33%，比2018年同期增加6万吨，增幅5%。

图 11：纸浆月度产量



数据来源：百川资讯，兴证期货研发部



## 2.5 纸浆总供应量增加

2019年1月我国纸浆总供应量353万吨，较上月增加47万吨，增幅15.36%，比2018年同期增加27万吨，增幅8.28%，供应量的增加主要是由进口量增加所致。

图 12：纸浆月度总供应量

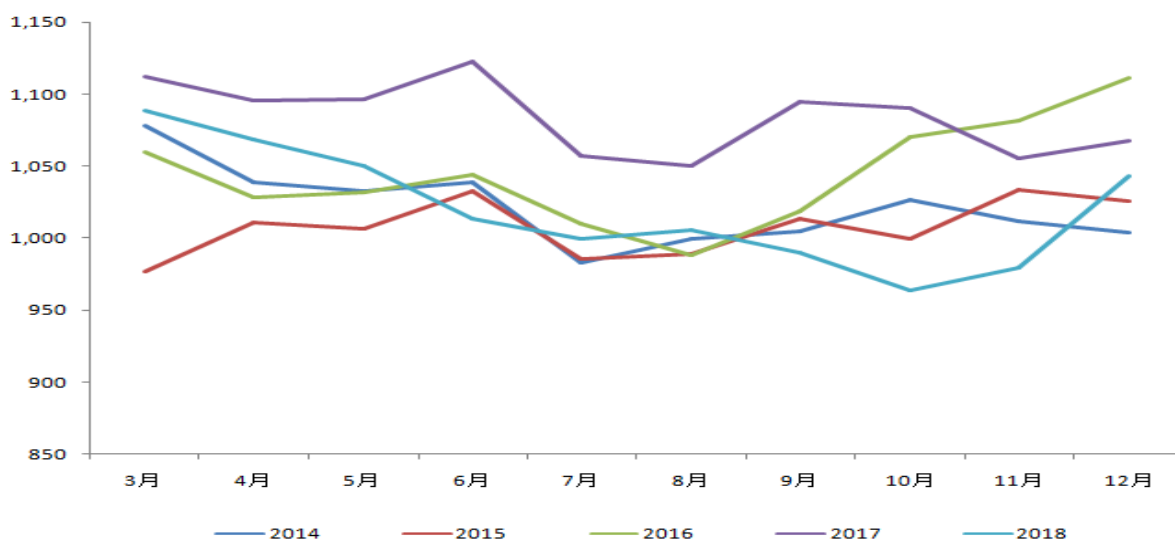


数据来源：兴证期货研发部

## 2.6 纸浆消费总体偏弱

2018年12月我国机制纸及纸板产量1043万吨，比前一月回升6.46%，但是仍低于2017年同期水平，比2017年同期下降2.33%。2018年我国机制纸及纸板产量10201万吨，比2017年下降640万吨，降幅5.9%，纸浆消费需求总体偏弱。

图 13：机制纸及纸板产量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2.7 总结

2019年1月我国纸浆总供应量增加，1月纸浆进口量和产量总计353万吨，较上月增加47万吨，增幅15.36%，供应量的增加主要是由进口量增加所致。而消费方面，2018年我国机制纸及纸板产量10201万吨，比2017年下降640万吨，降幅5.9%，虽然12月产量有所回升，但是纸浆消费需求总体还是偏弱。

## 3. 针叶浆及阔叶浆基本面分析

### 3.1 针叶浆、阔叶浆简介

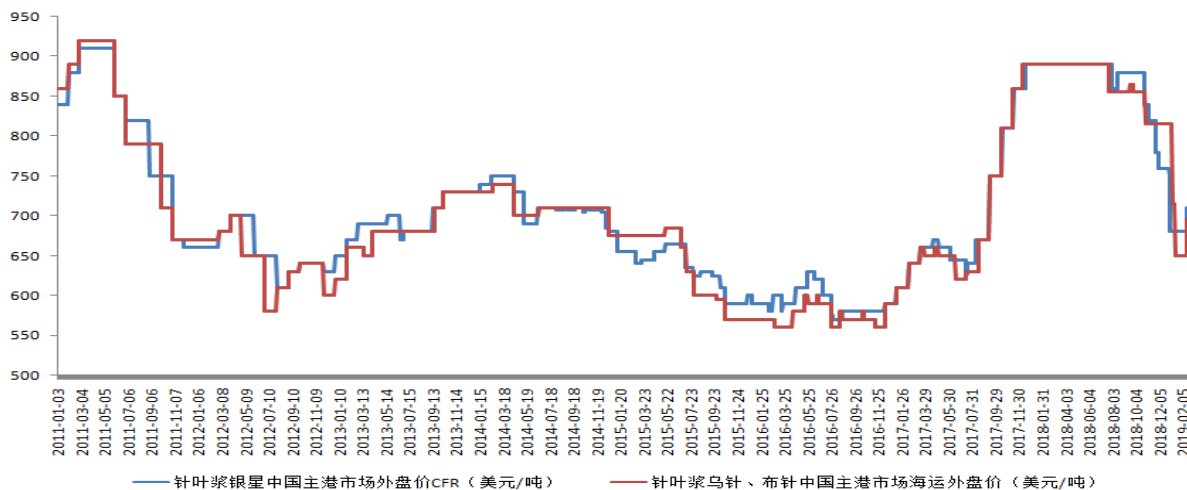
木浆主要包括针叶浆和阔叶浆。针叶浆是由针叶树作为原材料制成的纸浆。针叶树叶状多呈尖细，因其质地较软又称为软木，如落叶松、云杉等。针叶树多生长于中高纬度地区，如北美、北欧、俄罗斯、智利等地区和国家。针叶树具有生长周期长（20-25年）、纤维长度长、芯材颜色较浅等特点。由于针叶木浆纤维长且细，木浆比较纯净，杂质少，因此造出来的纸柔韧性好，耐折度高，抗张强度较好，印刷性能好。受制于地理环境、林地资源以及环保政策等因素，我国几乎不生产针叶浆，针叶浆进口依存度接近100%，几乎完全依赖进口。

阔叶浆主要由阔叶树作为纤维原料制成。阔叶树叶状多呈阔宽状，因其质地较硬又称为硬木，如桉木、桦木等。阔叶树多生长于中低纬度地区，如美国南部、巴西、智利和印度尼西亚等地区。阔叶树具有生长周期短（3-5年）、纤维长度短等特点。阔叶木浆纤维粗且短，且含有较多的杂质，成纸强度相对低，成纸比较疏松，吸收性能好，不透明度高，造出来的纸松厚度高，挺度高，包装性能好。我国阔叶浆进口依存度55%左右，进口依赖度较高。

### 3.2 漂针浆现货价

2019年3月外盘漂针浆CFR报价上调，银星外盘报价上涨30美元/吨至710美元/吨，俄罗斯乌针布针外盘报价上涨45美元/吨至695美元/吨。

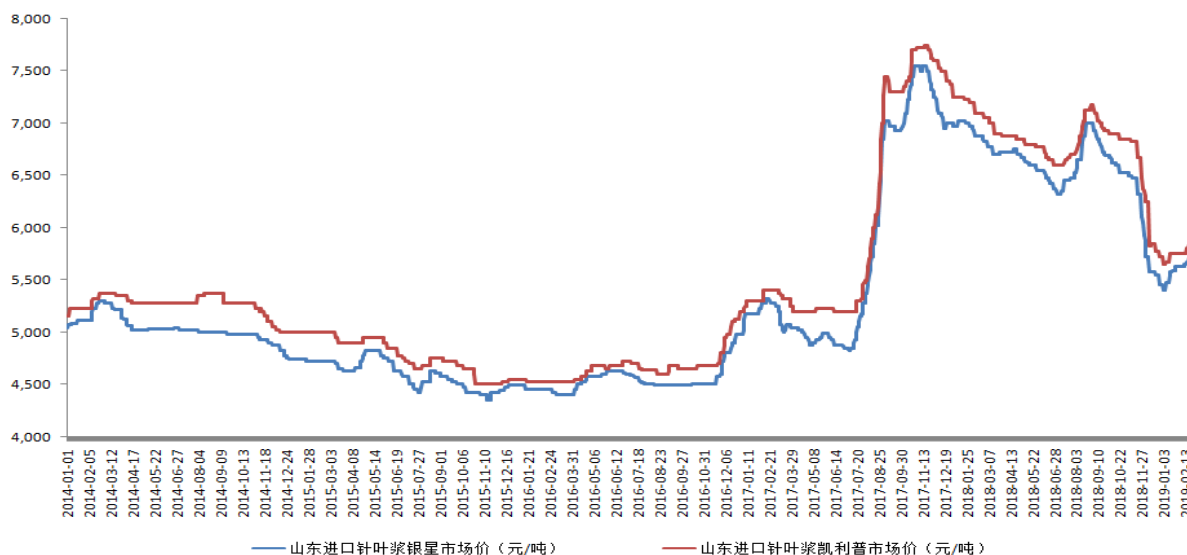
图 14：外盘漂针浆 CFR 现货价（美元/吨）



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

2019年2月国内进口针叶浆市场价回升，月末有所回调，月末山东进口针叶浆凯利普市场价 5850 元/吨，比月初上涨 100 元/吨；月末山东进口针叶浆银星市场价 5725 元/吨，比月初上涨 100 元/吨。

图 15: 进口针叶浆市场价 (元/吨)

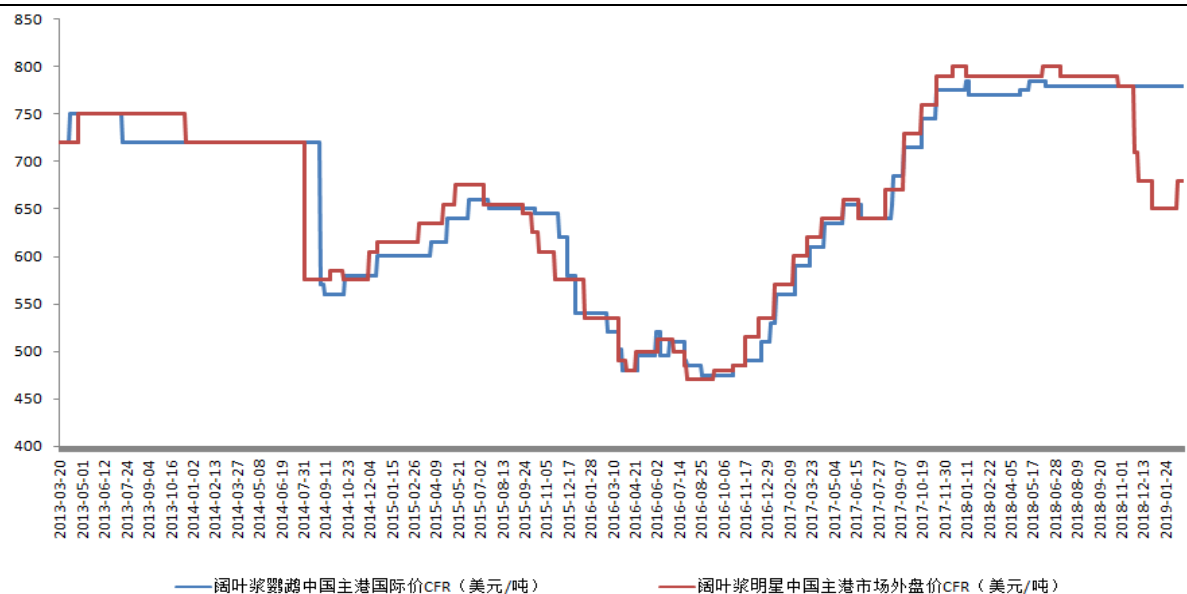


数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

### 3.3 漂阔浆现货价

2019年3月外盘漂阔浆 CFR 现货报价稳中上调，巴西鸚鵡维持 780 美元/吨；智利明星上调 30 美元/吨至 680 美元/吨。

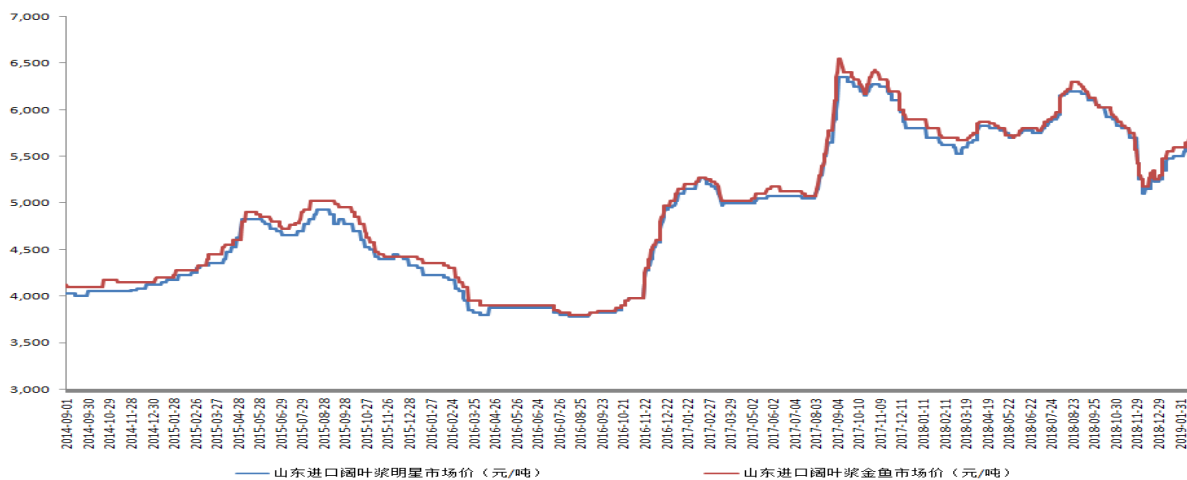
图 16: 外盘漂阔浆 CFR 现货价 (美元/吨)



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

2019年2月国内进口阔叶浆市场价回升，月末山东进口阔叶浆明星市场价5650元/吨，比月初上涨150元/吨；月末山东进口阔叶浆金鱼市场价5700元/吨，比月初上涨100元/吨。

图 17：进口阔叶浆市场价（元/吨）



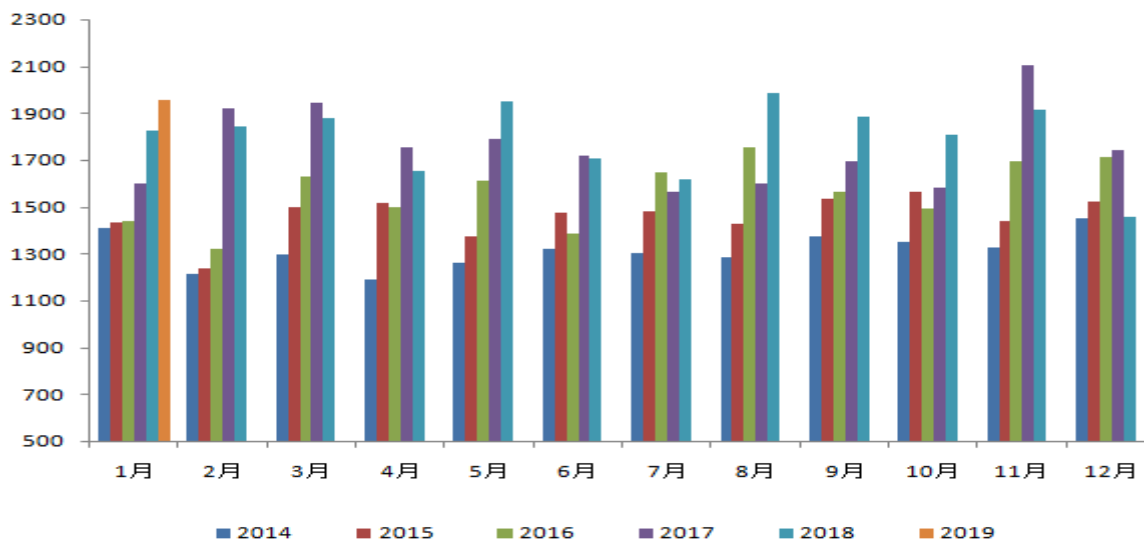
数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

### 3.4 供应增加

#### 3.4.1 木浆进口量增加

2018年我国木浆进口量21540万吨，较2017年增加516万吨，增幅2.45%。2019年1月我国木浆进口量195.6万吨，比前一月进口量增加49.6万吨，增幅33.97%；1月木浆进口量较去年同期增加12.8万吨，增幅7%。

图 18：中国木浆月度进口量（千吨）

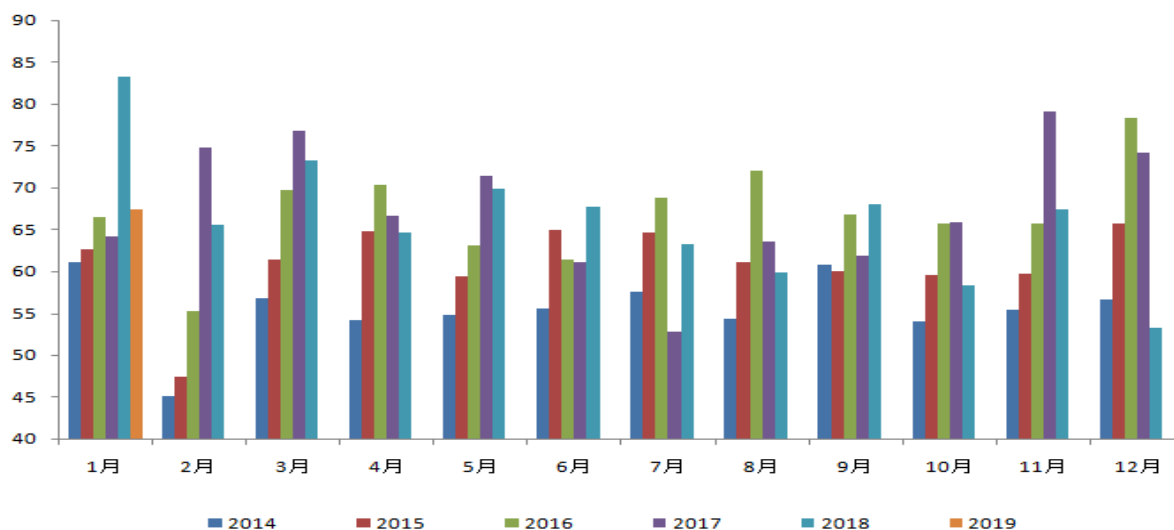


数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

### 3.4.2 漂针浆进口量增加

2019年1月我国漂针浆进口量67.5万吨，较上月增加14.2万吨，增幅26.64%。较去年同期下降15.75万吨，降幅18.92%。

图 19：中国漂针浆月度进口量（万吨）

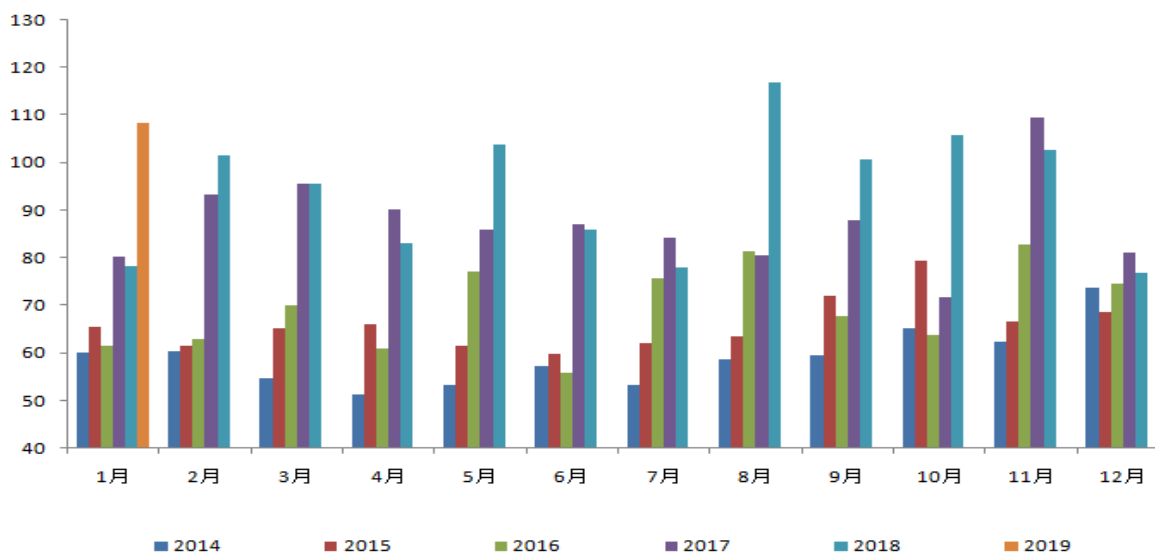


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3.4.3 漂阔浆进口量增加

2019年1月我国漂阔浆进口量108.33万吨，较上月增加31.49万吨，增幅40.98%。较去年同期增加29.97万吨，增幅38.25%。

图 20：中国漂阔浆月度进口量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3.4.4 供应小结

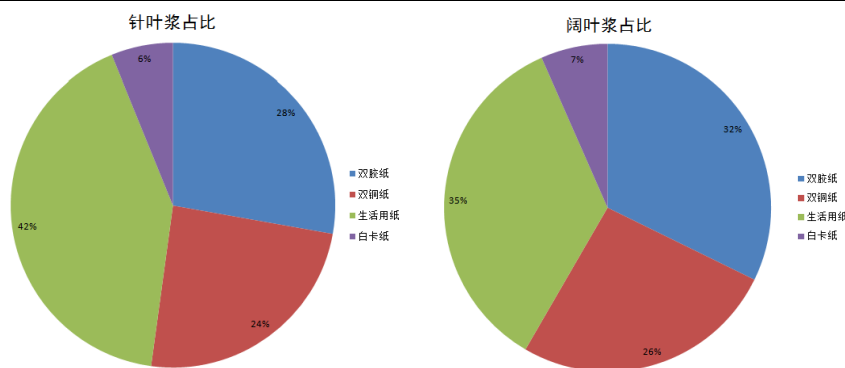
2019年1月我国木浆进口量195.6万吨，比前一月进口量增加49.6万吨，增幅33.97%；1月木浆进口量较去年同期增加12.8万吨，增幅7%，木浆供应量增加，其中漂阔浆的进口量增幅要明显大于漂针浆的进口量增幅，漂阔浆的供应压力更大。

### 3.5 消费需求一般

针叶浆下游消费方面，印刷用纸对针叶浆需求占比最大，占比52%，印刷用纸中双胶纸占比28%，双铜纸占比24%。其次是生活用纸，占比42%，最后是包装用白卡纸，占比6%。

阔叶浆下游消费方面，印刷用纸对阔叶浆需求占比最大，占比58%，印刷用纸中双胶纸占比32%，双铜纸占比26%。其次是生活用纸，占比35%，最后是包装用白卡纸，占比7%。

图 21：不同纸类对针叶浆、阔叶浆需求占比

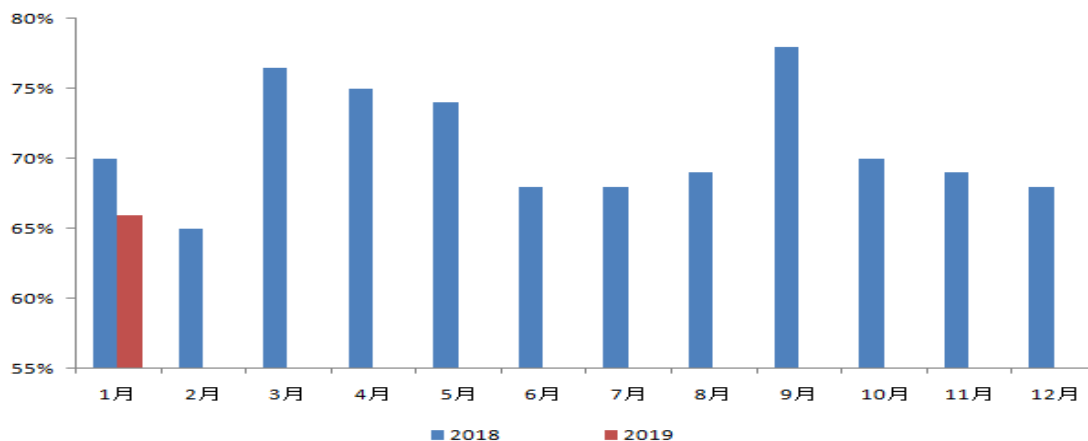


数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

#### 3.5.1 双胶纸开机率、利润下滑

自2018年9月开始双胶纸开机率持续下滑，2019年1月双胶纸行业开机率66%，较上月下滑2%。

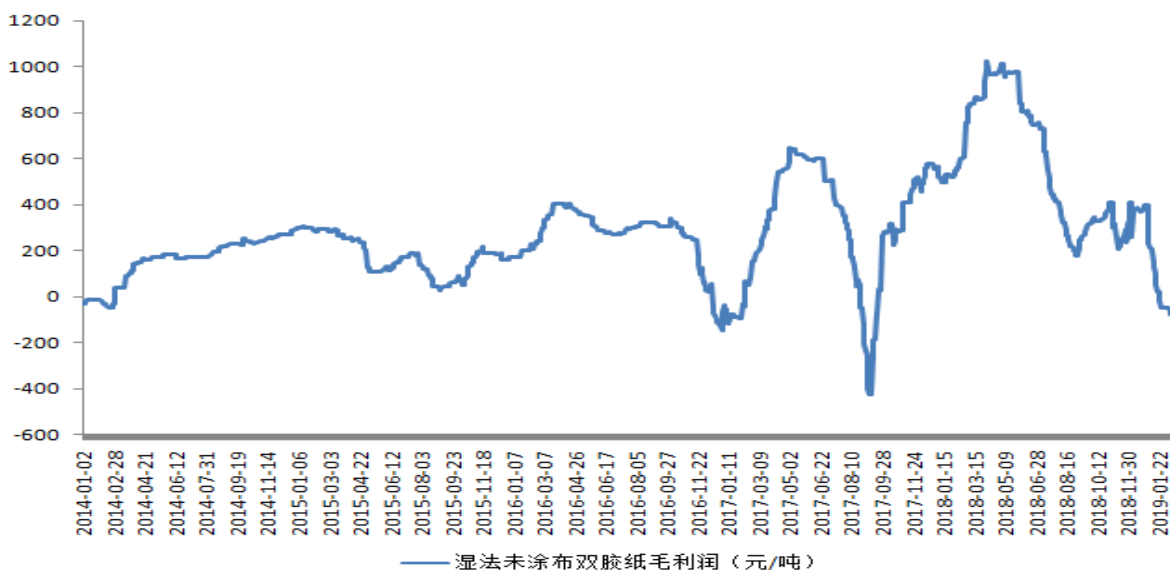
图 22：双胶纸行业开机率



数据来源：百川资讯，兴证期货研发部

2019年2月双胶纸毛利润继续下滑，月末毛利润-124.12元/吨，较月初下滑71元/吨，双胶纸行业利润情况不佳，亏损扩大，后期开机率或将维持低位。

图 23：湿法未涂布双胶纸毛利润

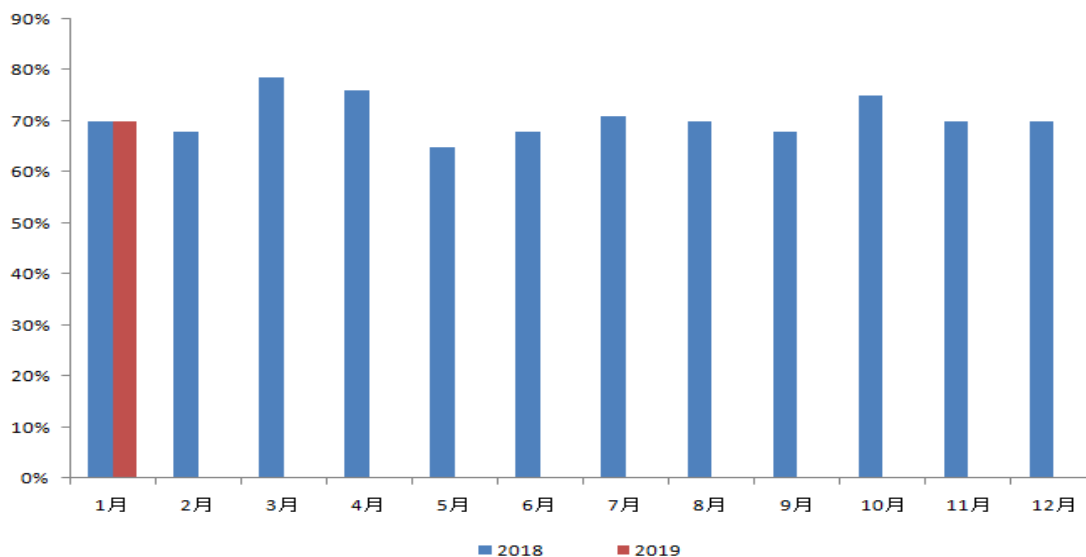


数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

### 3.5.2 双铜纸开机率、利润下滑，亏损严重

2018年11月至2019年1月双铜纸行业开机率持稳，维持70%。

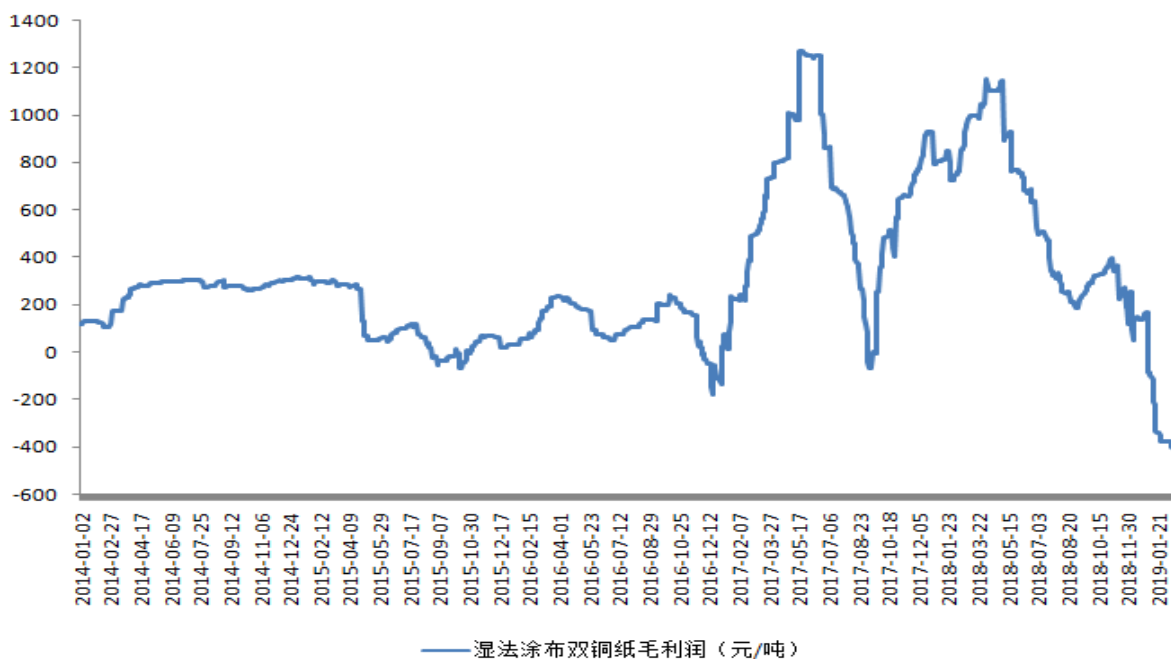
图 24：双铜纸行业开机率



数据来源：百川资讯，兴证期货研发部

2019年2月双铜纸毛利润继续下滑，月末毛利润-427.16元/吨，较月初下滑48元/吨，双铜纸利润亏损严重，已处于历史低位，或对后期开机率造成影响。

图 25: 湿法涂布双铜纸毛利润

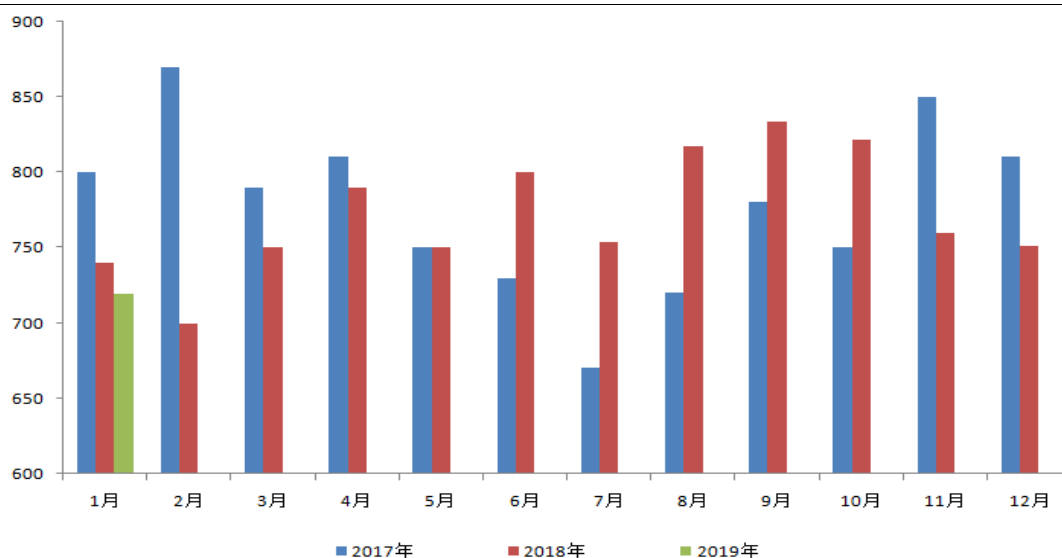


数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

### 3.5.3 生活用纸产量下滑，利润仍处于较高位

2018 年 9 月开始生活用纸产量持续下滑，2019 年 1 月生活用纸产量继续下滑，较前一月下降 3.2 万吨，降幅 4.26%，较 2018 年同期下降 2.1 万吨，降幅 2.84%。

图 26: 生活用纸产量 (千吨)

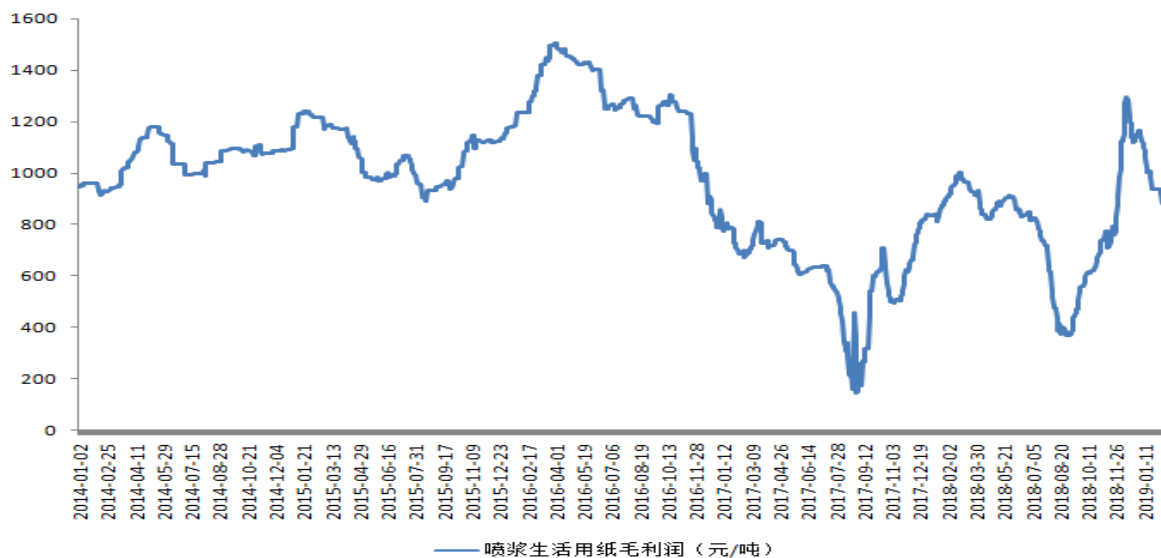


数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

2019 年 2 月生活用纸利润下降，月末毛利润 877.7 元/吨，较月初下滑 57 元/吨，虽然利润下滑，但是目前生活用纸利润总体仍处于较高位，需求较好。



图 27：喷浆生活用纸毛利润

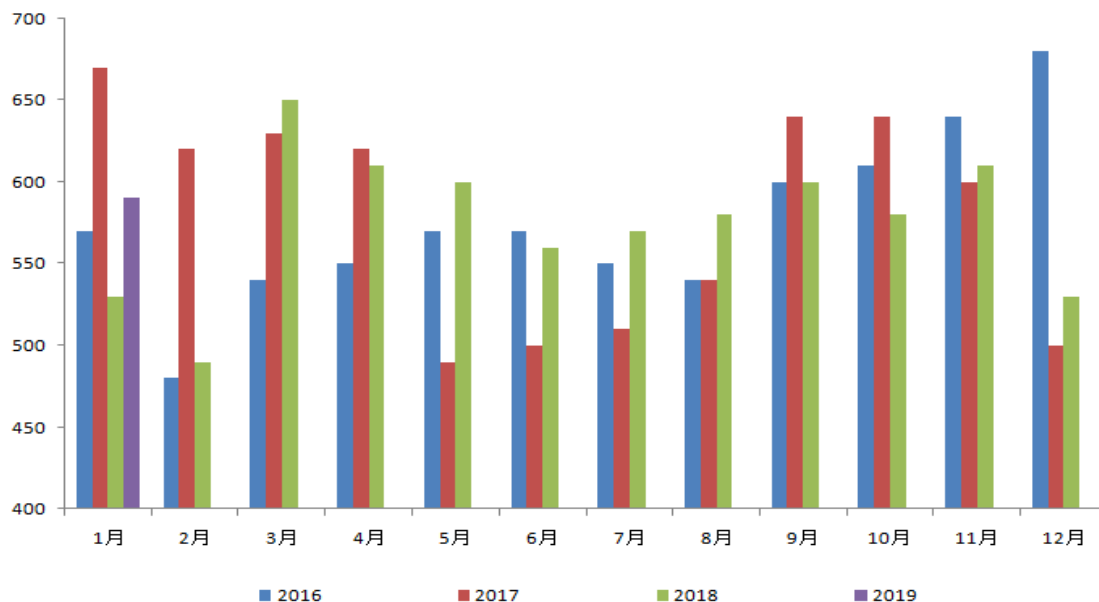


数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

### 3.5.4 白卡纸产量回升，库存下降

2019年1月白卡纸产量59万吨，比前一月增加11.32%，较去年同期增加11.32%，产量止跌回升。

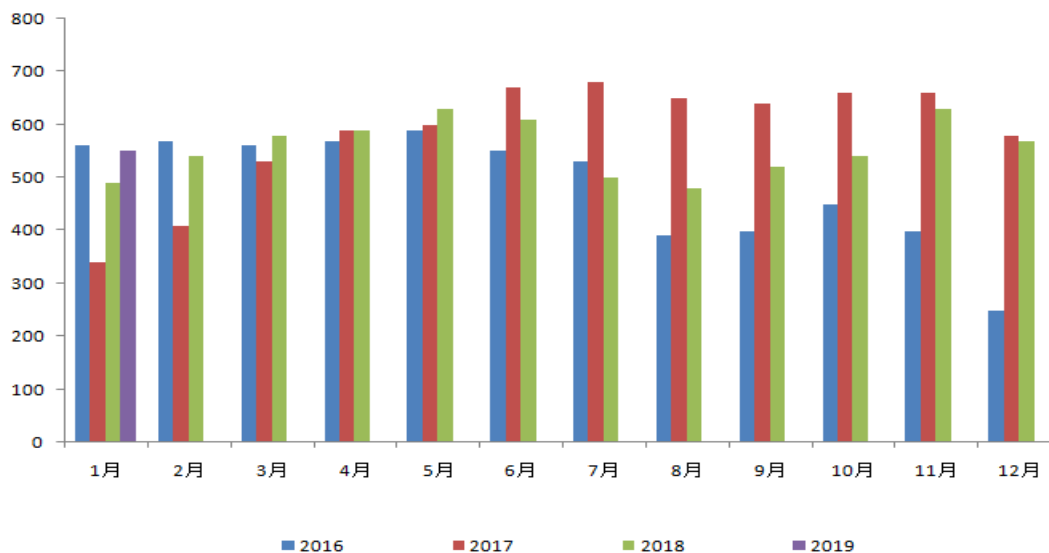
图 28：白卡纸产量（千吨）



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

2019年1月白卡纸企业库存55万吨，比前一月下降2万吨，降幅3.5%，白卡纸需求尚可，库存下降，后期白卡纸产量或将有所提升。

图 29：白卡纸企业库存（千吨）



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

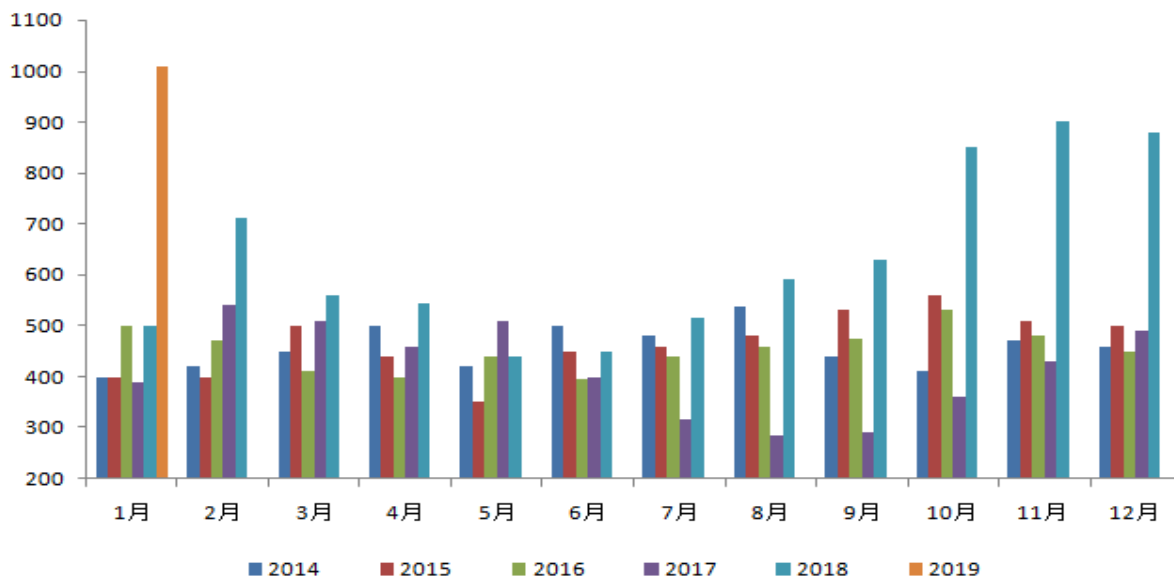
### 3.5.5 消费小结

漂针浆、漂阔浆下游需求主要集中在印刷用纸、生活用纸以及包装用白卡纸。印刷用纸方面，双胶纸、双铜纸开机率下滑，行业利润持续下降，亏损严重，后期开机率可能受到影响，对于漂针浆和漂阔浆的需求偏弱。生活用纸方面，虽然利润下滑，但是目前生活用纸利润总体仍处于较高位，对于漂针浆和漂阔浆的需求尚可。白卡纸方面，产量回升，库存小幅下降，后期对于漂针浆和漂阔浆的需求相对较好，整体来看下游造纸行业对于漂针浆和漂阔浆的需求较为一般，没有出现明显好转。

### 3.6 港口库存处于高位

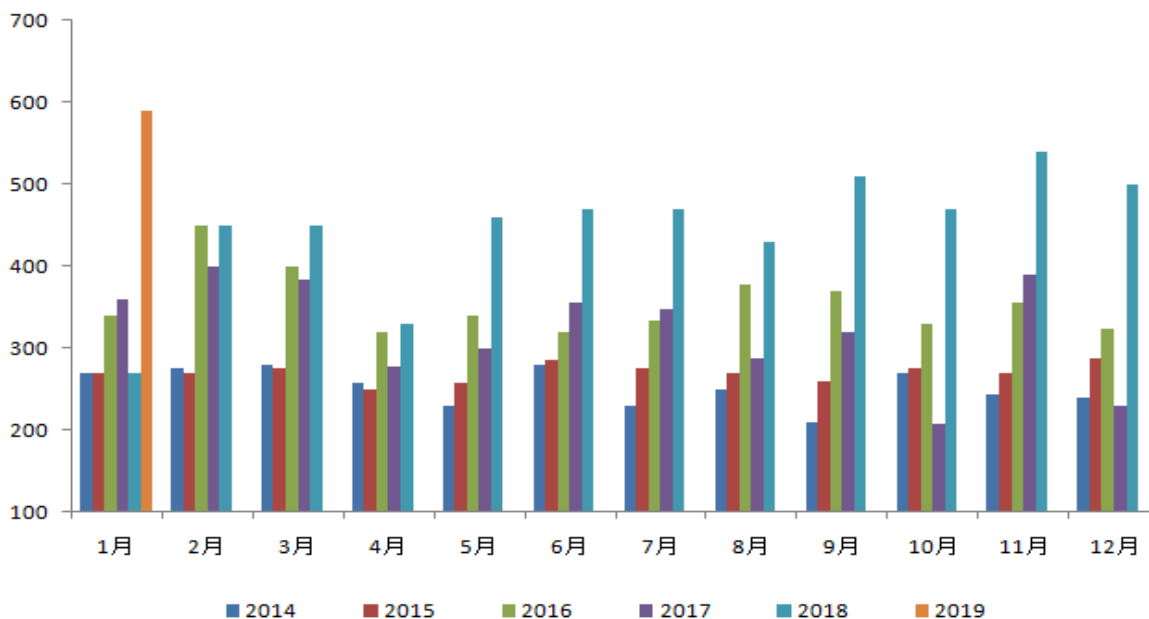
2019年1月青岛港木浆库存101万吨，库存比上一月增加13万吨，增幅14.77%，库存止降回升；1月青岛港木浆库存比去年同期增加51万吨，增幅102%，青岛港木浆库存处于近4年的历史高位。1月常熟港木浆库存59万吨，库存比上一月增加9万吨，增幅18%，库存止降回升；1月常熟港木浆库存比去年同期增加32万吨，增幅119%，常熟港木浆库存处于近4年的历史高位。港口库存增加，库存处于历史高位，根据卓创资讯不完全统计，2月下旬，青岛港、常熟港、保定港木浆库存较一月下旬增加18%，库存压力继续增大。

图 30: 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 31: 常熟港木浆库存 (千吨)



数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

### 3.7 总结

国际方面, 全球木浆发运量增加, 企业库存及港口库存偏高, 压制国际纸浆价格。国内供应方面, 2019年1月我国木浆进口量增加其中漂阔浆的进口量增幅大于漂针浆的进口量增幅,

漂阔浆的供应压力更大。下游消费方面，印刷用纸开机率下滑，行业利润持续下降，亏损严重，对于木浆需求偏弱；生活用纸虽然产量及利润下滑，但是目前行业利润仍处于较高位，后期对于木浆需求尚可。白卡纸产量回升，库存下降，对于木浆需求相对较好，整体来看造纸行业对于木浆需求较为一般，没有明显好转。国内港口库存处于历史高位，据卓创资讯不完全统计，二月下旬港口库存继续增加，库存压力较大，预计近期纸浆价格以震荡偏弱为主。

### 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。