

兴证期货·研发中心

2019年4月1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

内容提要

● 行情回顾

上月纸浆期货价格震荡下跌。现货方面，4月外盘漂针浆CFR报价上调，外盘漂阔浆CFR报价涨跌互现。国内进口木浆市场价下跌，针叶浆下跌200-250元/吨、阔叶浆200-225元/吨。

● 后市展望及策略建议

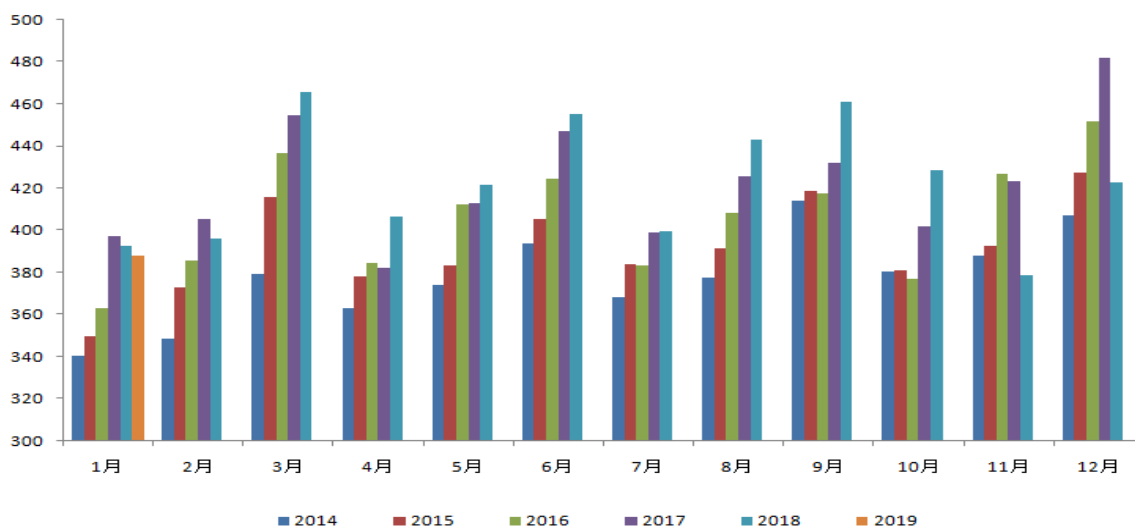
国际方面，2019年1月全球木浆发运量止升回落，木浆企业库存天数继续增加，针阔叶浆企业库存天数均处于历史高位，其中阔叶浆库存压力更大。港口木浆库存方面，欧洲地区和中国地区库存继续增加，港口木浆库存处于近四年的高位，压制后期国际纸浆价格。国内供应方面，2019年1月我国纸浆总供应量增加，供应量的增加主要是由进口量增加所致。消费方面，印刷用纸双胶纸、双铜纸开机率下滑，但是行业利润有所回升，双胶纸利润扭亏为盈，双铜纸仍处于亏损状态，印刷用纸行业状况有所改善，后期对于漂针浆和漂阔浆的需求或将好转。生活用纸虽然产量出现下滑，但是行业利润回升，利润情况总体较好，后期对于漂针浆和漂阔浆的需求较好。白卡纸产量下滑，库存增加，后期对于漂针浆和漂阔浆的需求偏弱，整体来看下游造纸行业对于漂针浆和漂阔浆的需求有所好转。库存方面，2019年2月中国港口木浆总库存196.7万吨，位于历史高位，港口库存压力大，预计近期纸浆价格以震荡调整为主。

1. 国际木浆基本面分析

1.1 全球木浆发运量回落

2019 年 1 月全球木浆发运量止升回落，1 月发运量 387.7 万吨，比前一月发运量下降 35.2 万吨，降幅 8.32%；1 月全球木浆发运量较 2018 年同期下降 4.5 万吨，降幅 1.15%。

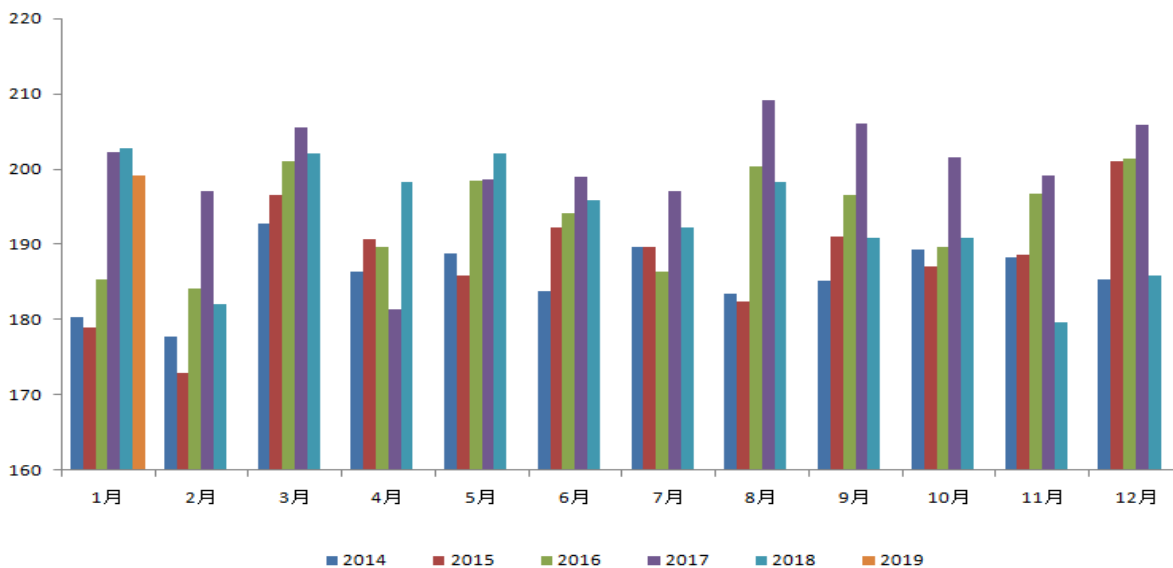
图 1：全球木浆发运量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2019 年 1 月全球针叶浆发运量继续增加，1 月发运量 199.1 万吨，比前一月发运量增加 13.2 万吨，增幅 7.1%；1 月全球针叶浆发运量较 2018 年同期下降 3.7 万吨，降幅 1.82%。

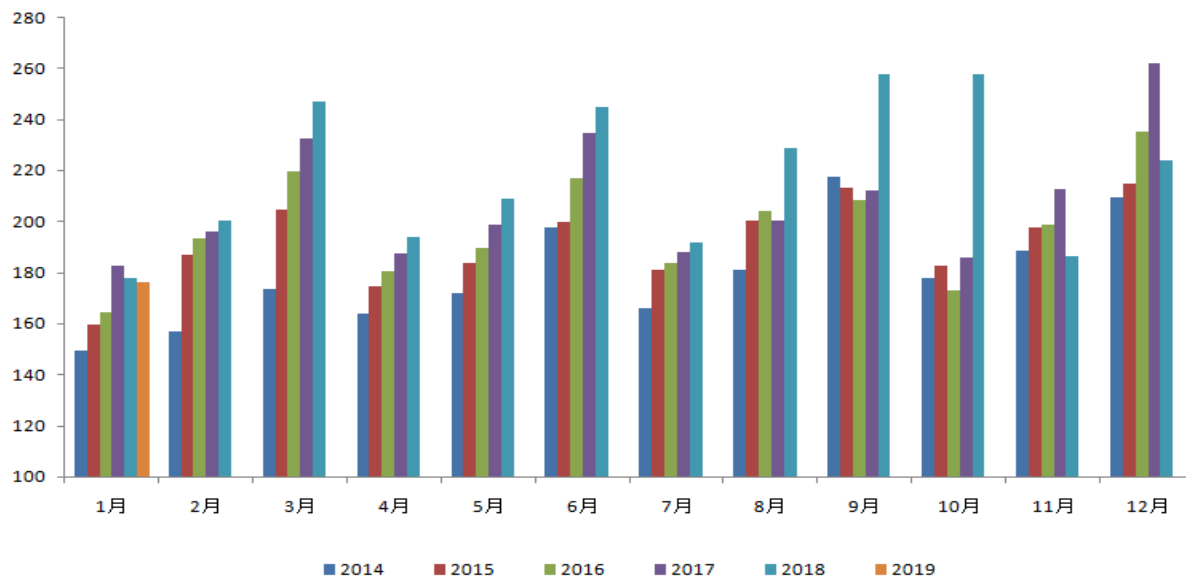
图 2：全球针叶浆发运量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2019年1月全球阔叶浆发运量止升回落，1月发运量176.3万吨，比前一月发运量下降47.5万吨，降幅21.88%；1月全球阔叶浆发运量较2018年同期下降1.4万吨，降幅0.79%。

图3：全球阔叶浆发运量（万吨）

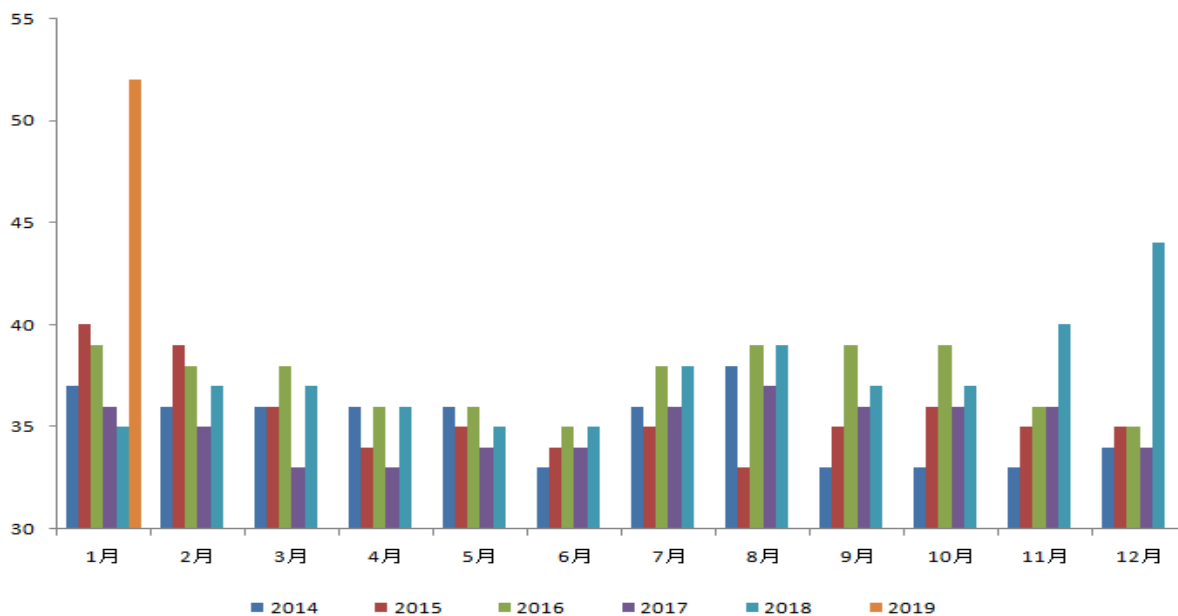


数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.2 全球木浆企业月度库存偏高

2019年1月全球木浆企业月度库存天数52天，较前一月增加8天，比近四年全球木浆企业月度库存平均天数36天高出16天，库存天数处于历史高位，全球木浆企业库存压力大。

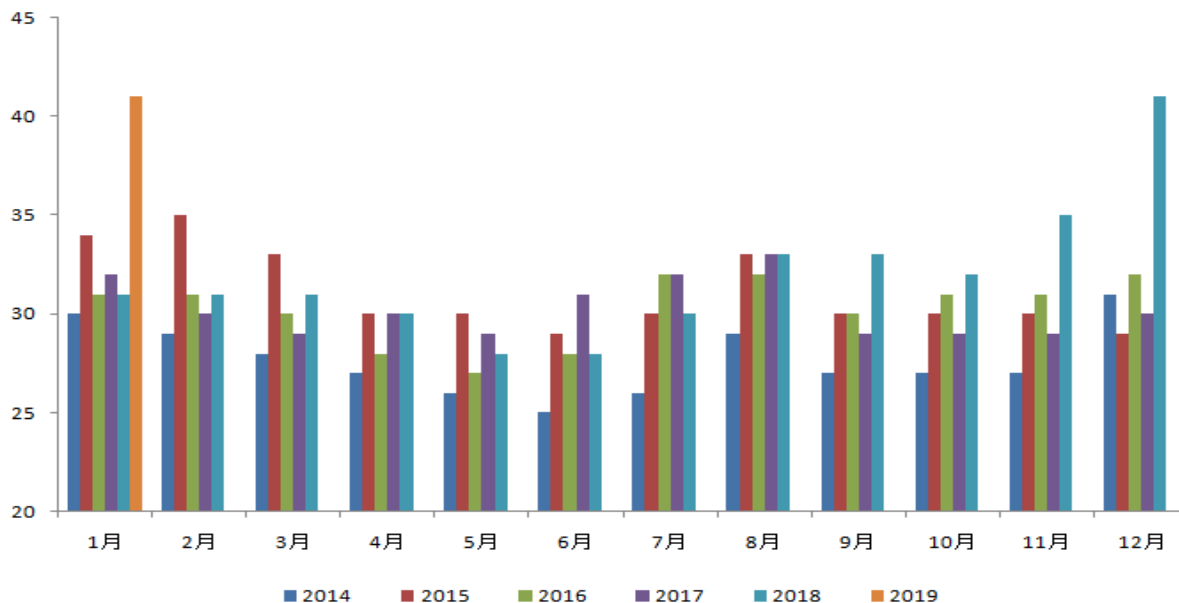
图4：全球木浆企业库存天数



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2019年1月全球针叶浆企业月度库存天数41天，较前一月持平，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，库存天数处于历史高位，全球针叶浆企业库存压力大。

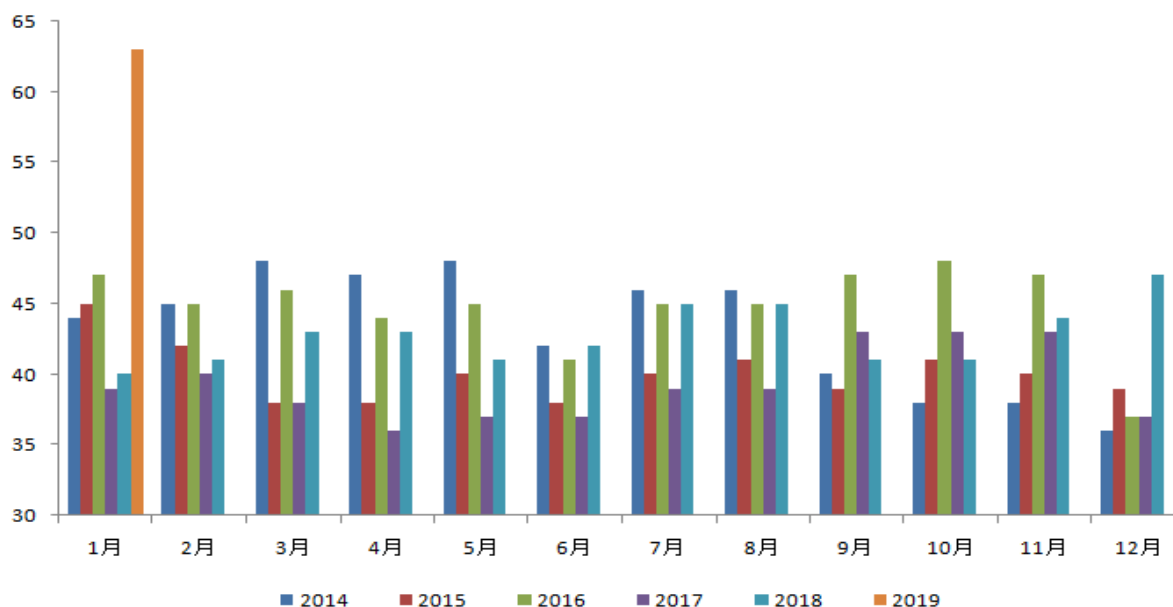
图 5：全球针叶浆企业库存天数



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2019年1月全球阔叶浆企业月度库存天数63天，较前一月增加16天，比近四年全球阔叶浆企业月度库存平均天数42天高出21天，库存天数处于历史高位，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

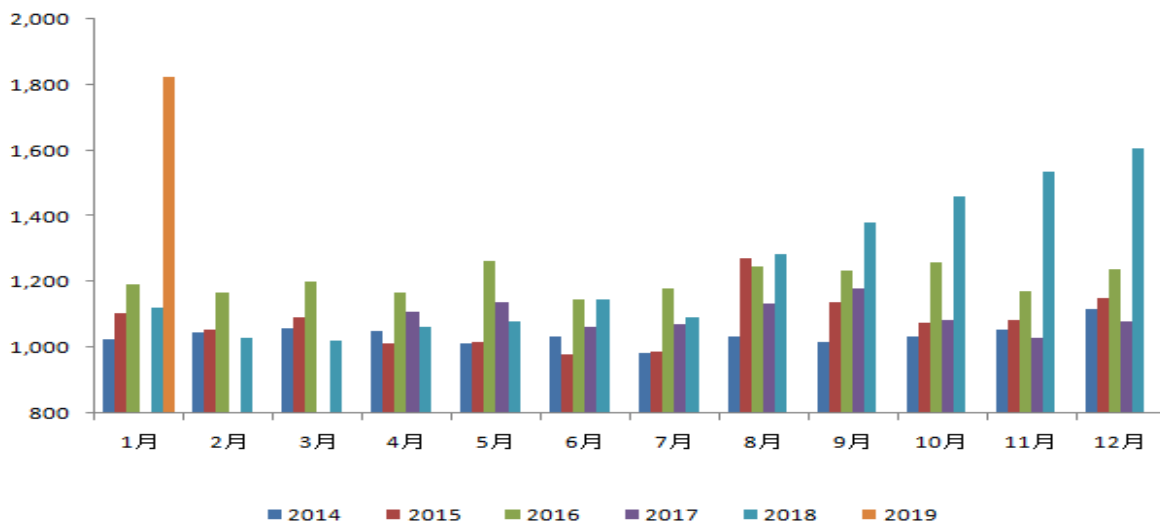


数据来源：Wind，兴证期货研发部

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，2019年1月欧洲港口木浆库存182.6万吨，较前一月增加22.1万吨，增幅13.77%，库存继续增加，比2018年同期增加70.3万吨，增幅62.6%。欧洲港口木浆库存处于近四年的历史高位。

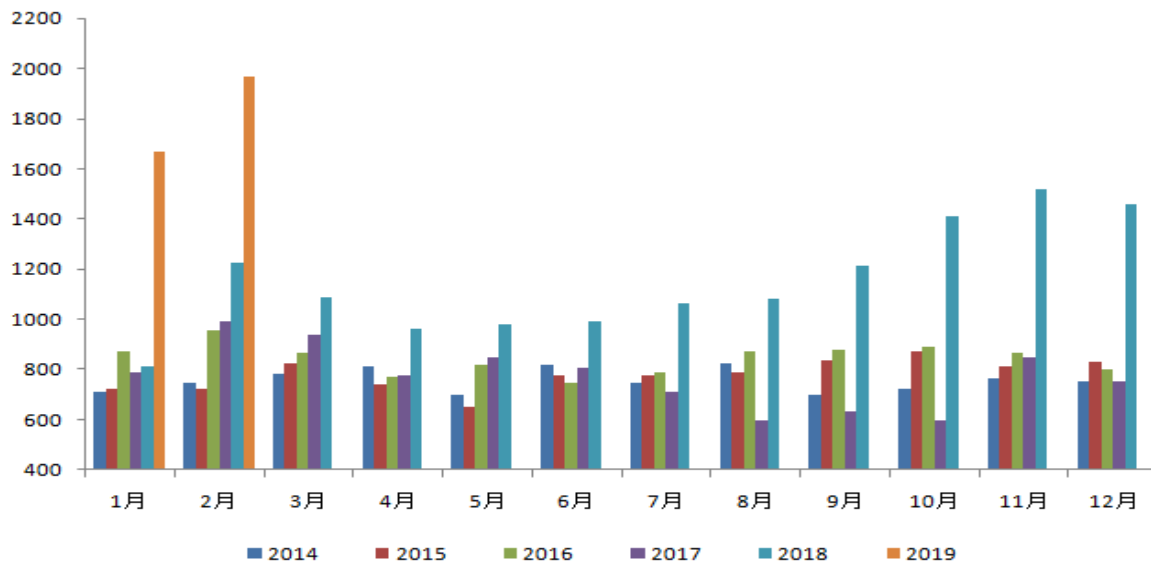
图7：欧洲港口木浆库存（千吨）



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2月中国港口木浆库存196.7万吨，较前一月增加29.7万吨，增幅17.78%，比2018年同期增加74万吨，增幅60.31%。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

2019年1月全球木浆发运量止升回落，其中针叶浆发运量继续提升，阔叶浆发运量下降。木浆企业库存方面，2019年1月全球木浆企业月度库存天数继续增加，针阔叶浆企业库存天数均处于历史高位，其中阔叶浆库存压力更大。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高位，压制后期国际纸浆价格。

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。

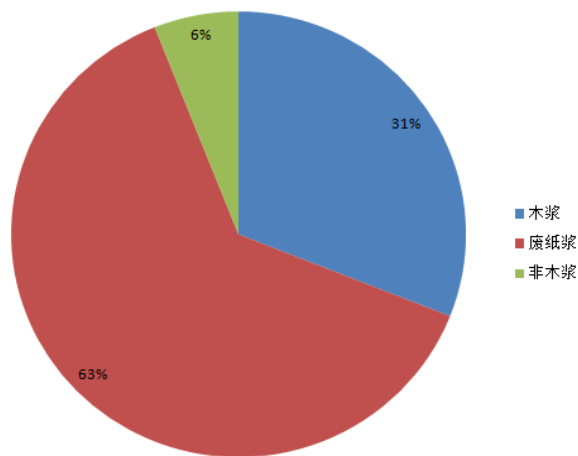
木浆具有纤维长、破裂强度高、拉伸强度高特点，木浆做成的纸具有耐折、耐破、撕裂强度高特性，多用于生产涂布印刷书写纸、未涂布印刷书写纸、生活用纸和特种用纸等。

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。

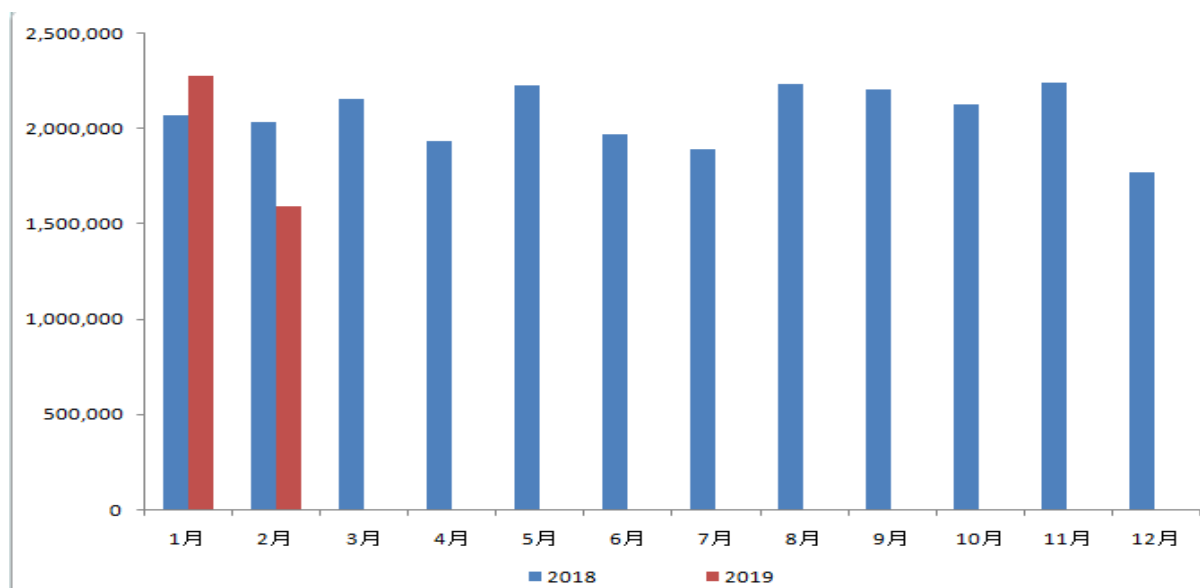
11、2017 年 12 月 29 日，环保部下发《进口可用作原料的固体废物环境保护控制标准—废纸或纸板》，相比于目前实施版本，最大变化是将进口废纸含杂率从 1.5%降至 0.5%。并确定 2018 年 3 月 1 日起实施。废纸含杂率新规的实施导致废纸分拣成本提升，同时 2018 年不再进口混杂类废纸，进口废纸量大幅下降，2018 年废纸进口量同比下滑 33.8%。

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2月我国纸浆进口量159万吨，较前一月下降68万吨，降幅29.96%，比2018年同期下降44万吨，降幅21.67%。

图 10：纸浆月度进口量

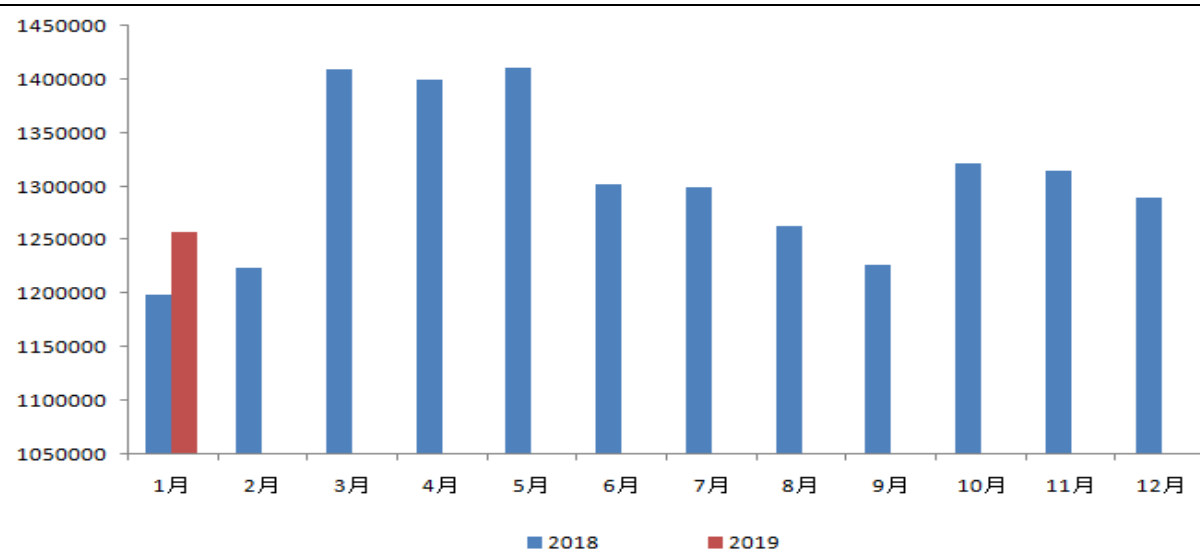


数据来源：Wind，兴证期货研发部

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

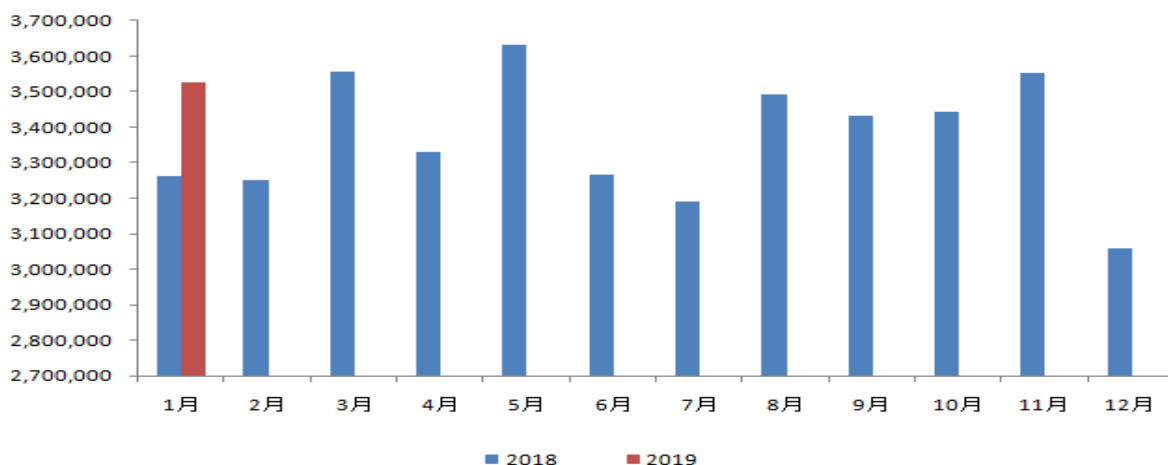


数据来源：百川资讯，兴证期货研发部

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

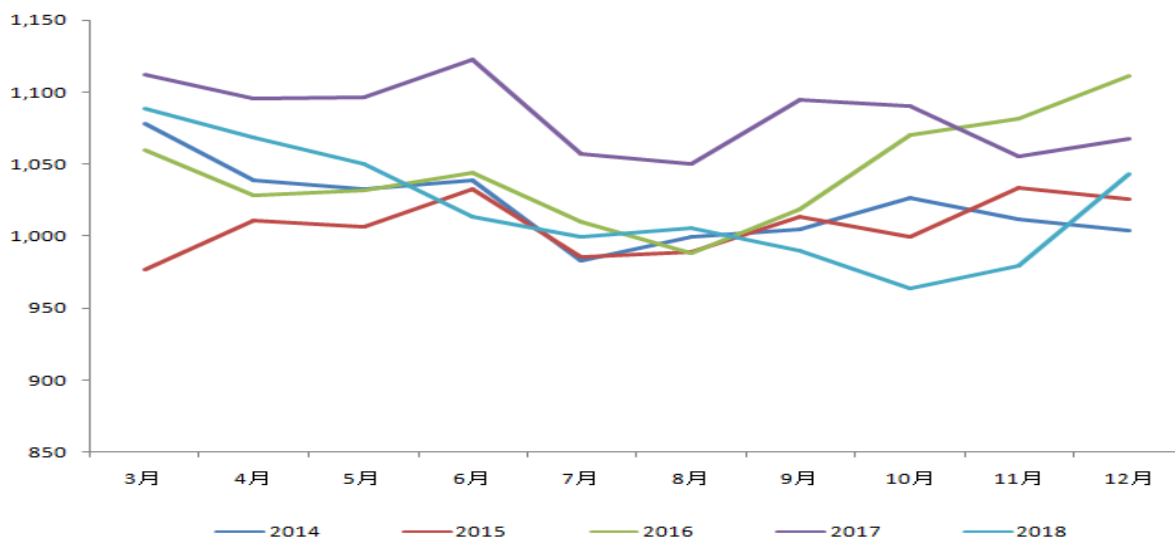


数据来源：兴证期货研发部

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

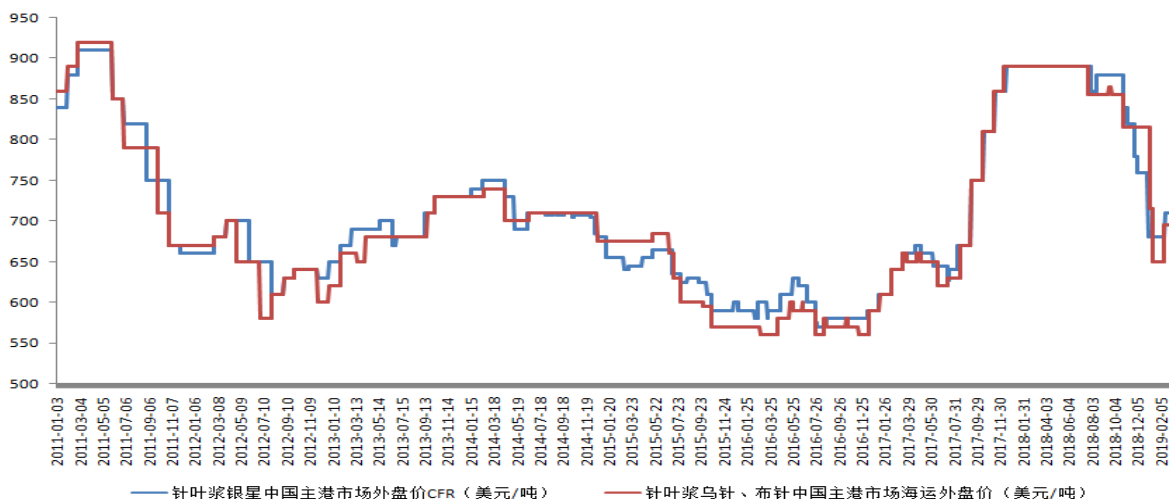
木浆主要包括针叶浆和阔叶浆。针叶浆是由针叶树作为原材料制成的纸浆。针叶树叶状多呈尖细，因其质地较软又称为软木，如落叶松、云杉等。针叶树多生长于中高纬度地区，如北美、北欧、俄罗斯、智利等地区和国家。针叶树具有生长周期长（20-25年）、纤维长度长、芯材颜色较浅等特点。由于针叶木浆纤维长且细，木浆比较纯净，杂质少，因此造出来的纸柔韧性好，耐折度高，抗张强度较好，印刷性能好。受制于地理环境、林地资源以及环保政策等因素，我国几乎不生产针叶浆，针叶浆进口依存度接近100%，几乎完全依赖进口。

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4月外盘漂针浆CFR报价上调，银星外盘报价上涨20美元/吨至730美元/吨，俄罗斯乌针布针外盘报价上涨30美元/吨至715美元/吨。

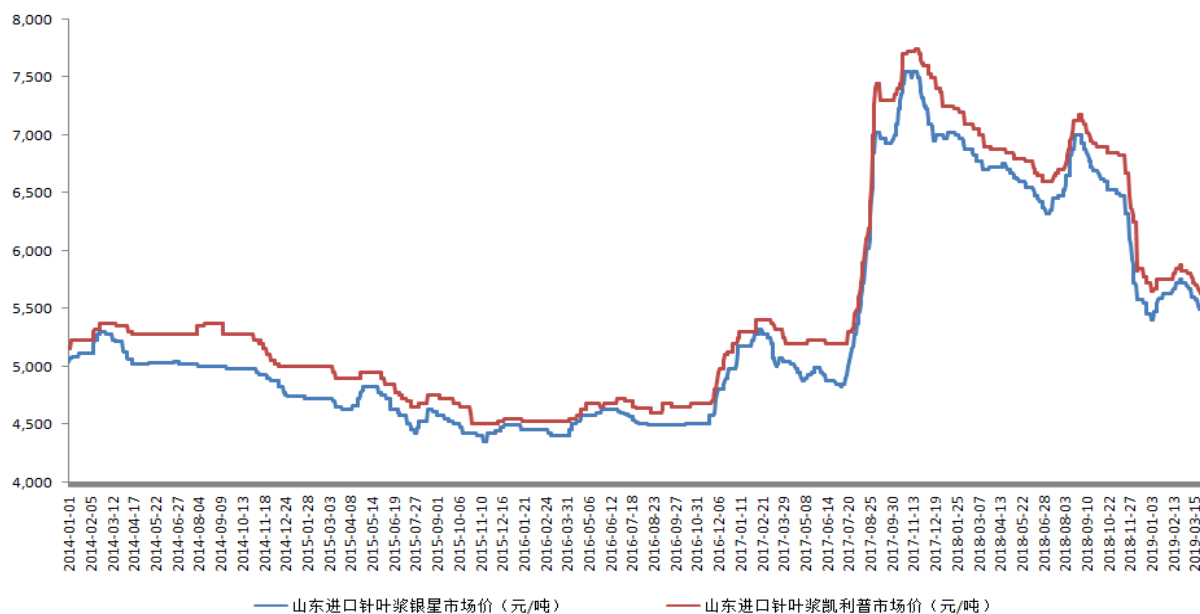
图 14：外盘漂针浆 CFR 现货价（美元/吨）



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

2019年3月国内进口针叶浆市场价回落，月末山东进口针叶浆银星市场价5475元/吨，比月初下滑250元/吨；月末山东进口针叶浆凯利普市场价5625元/吨，比月初下滑200元/吨。

图 15: 进口针叶浆市场价 (元/吨)

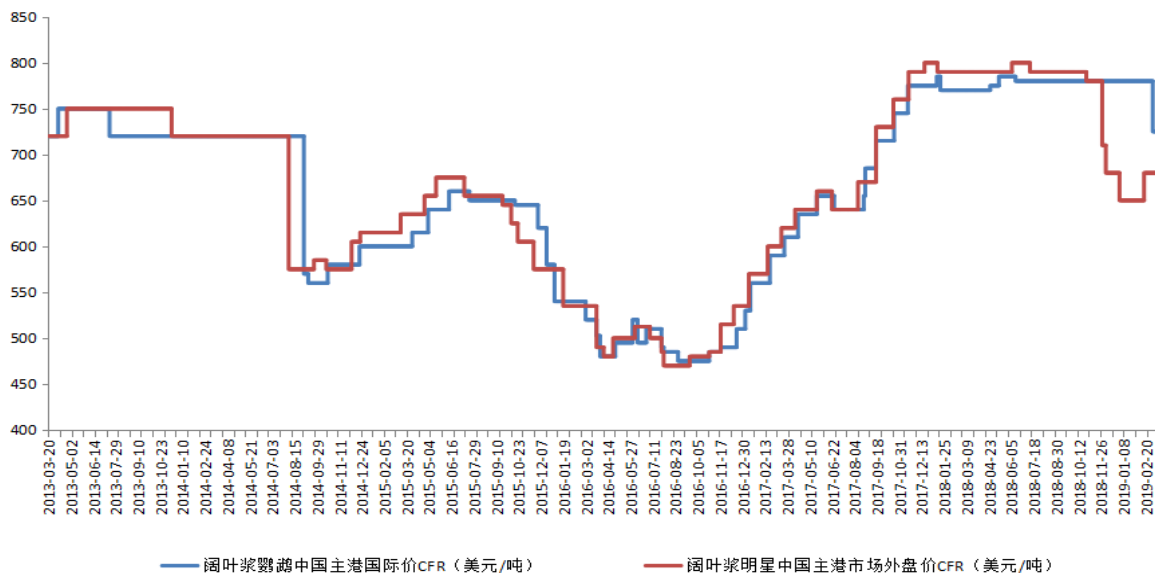


数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

3.3 漂阔浆现货价

2019年4月外盘漂阔浆CFR现货报价涨跌互现，巴西鸚鵡下跌55美元/吨至725美元/吨；智利明星上调40美元/吨至720美元/吨。

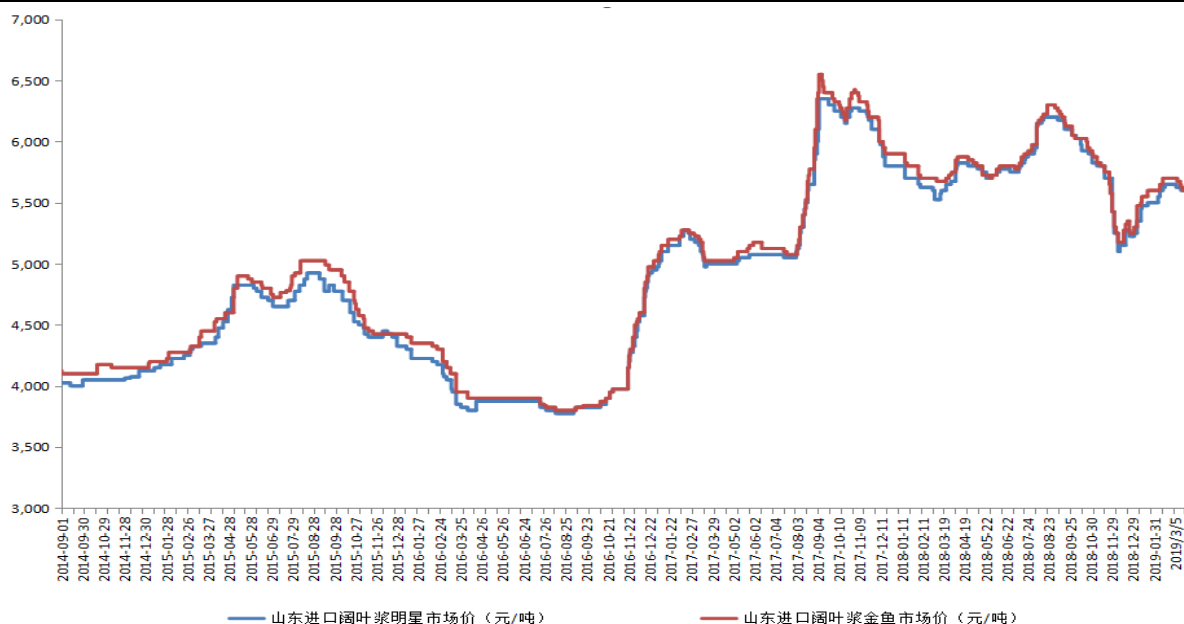
图 16: 外盘漂阔浆 CFR 现货价 (美元/吨)



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

2019年3月国内进口阔叶浆市场价下跌，月末山东进口阔叶浆明星市场价5450元/吨，比月初下跌200元/吨；月末山东进口阔叶浆金鱼市场价5475元/吨，比月初下跌225元/吨。

图 17：进口阔叶浆市场价（元/吨）



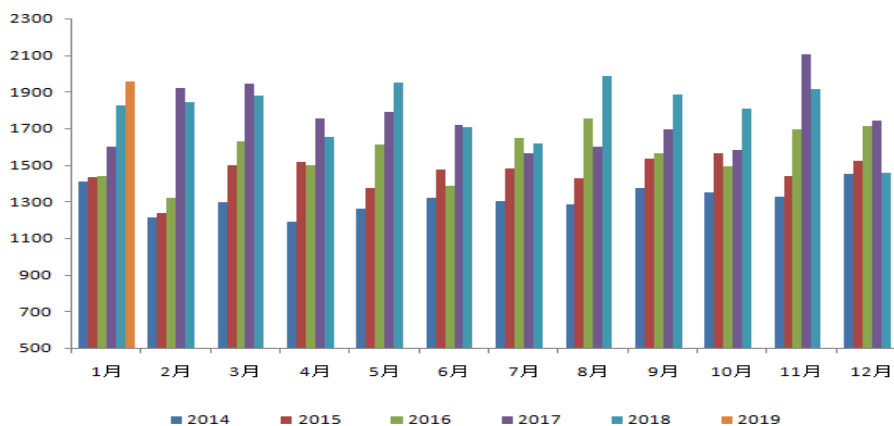
数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

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）

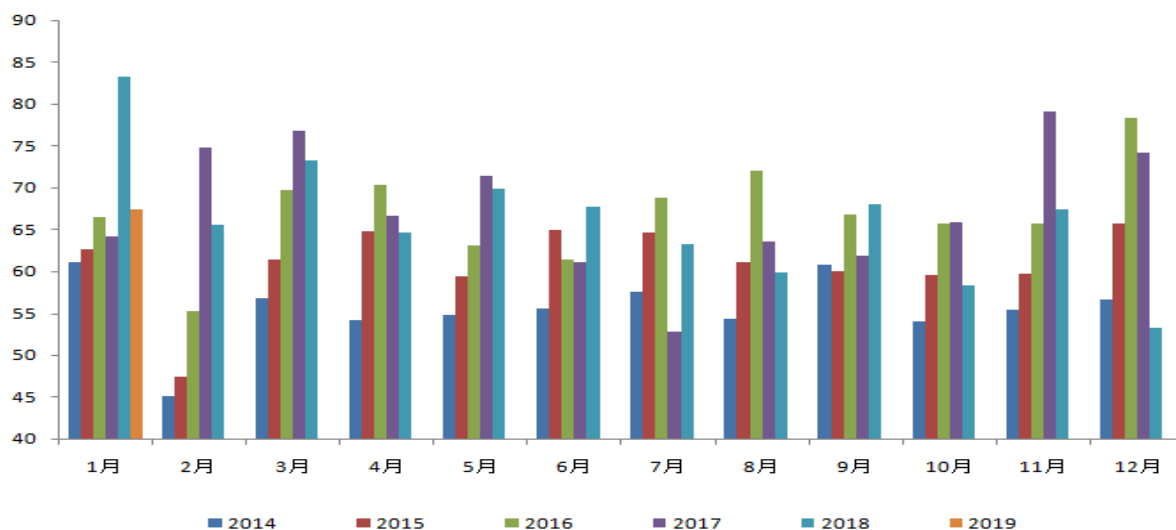


数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

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）

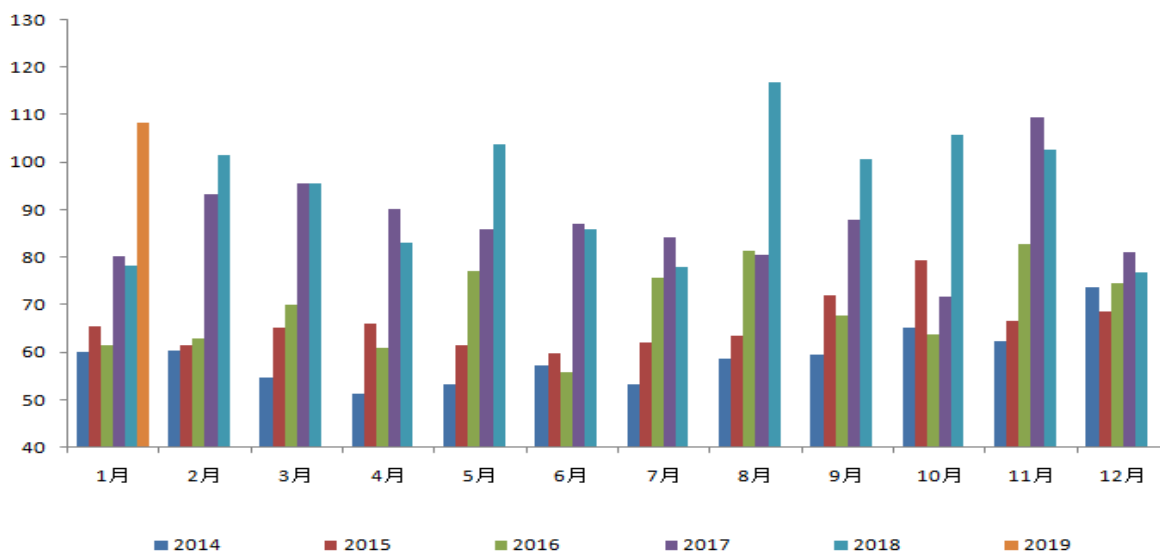


数据来源：Wind，兴证期货研发部

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

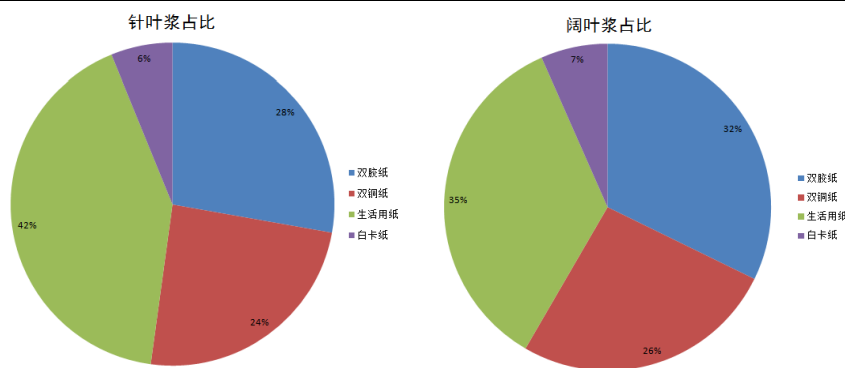
2019年1月我国木浆进口量195.6万吨，比前一月进口量增加49.6万吨，增幅33.97%；1月木浆进口量较去年同期增加12.8万吨，增幅7%，木浆供应量增加，其中漂阔浆的进口量增幅要明显大于漂针浆的进口量增幅，漂阔浆的供应压力更大。

3.5 消费需求有所好转

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

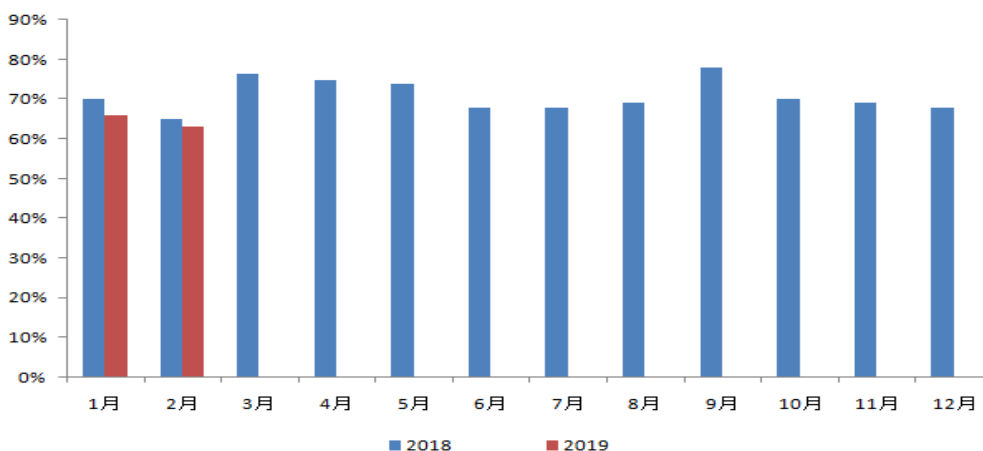


数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

3.5.1 双胶纸开机率下滑、利润开始回升

自2018年9月开始双胶纸开机率持续下滑，2019年2月双胶纸行业开机率63%，较上月下滑3%。

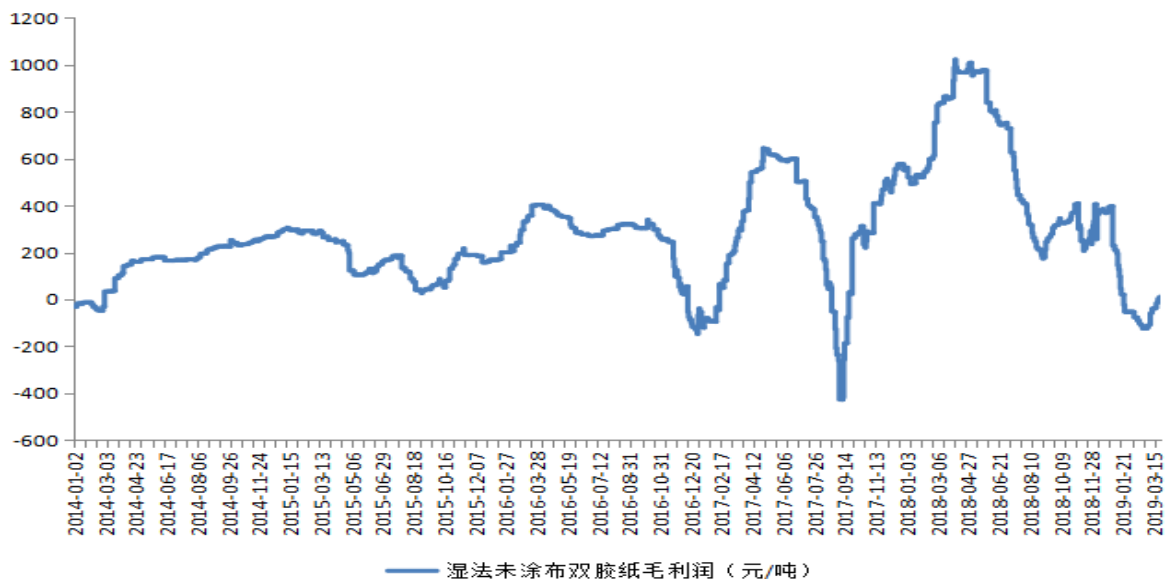
图 22：双胶纸行业开机率



数据来源：百川资讯，兴证期货研发部

2019年3月双胶纸毛利润回升，月末毛利润11.2元/吨，较月初回升112.92元/吨，利润情况扭亏为盈，双胶纸行业利润有所好转，后期开机率或将有所回升。

图 23：湿法未涂布双胶纸毛利润

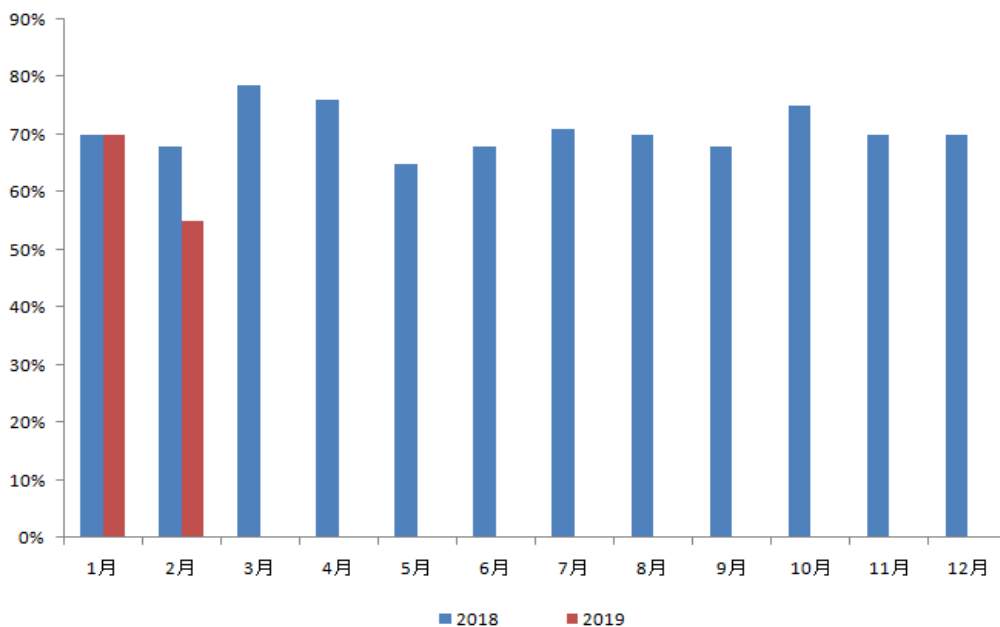


数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

3.5.2 双铜纸开机率下滑、利润开始回升

2018年11月至2019年1月双铜纸行业开机率持稳，维持70%，2019年2月双铜纸行业开机率55%，开机率下滑15%。

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3月双铜纸毛利润回升，月末毛利润-328.42元/吨，较月初回升98.74元/吨，双铜纸利润有所回升，但是仍处于亏损状态，利润位于历史低位，或对后期开机率造成影响。

图 25：湿法涂布双铜纸毛利润

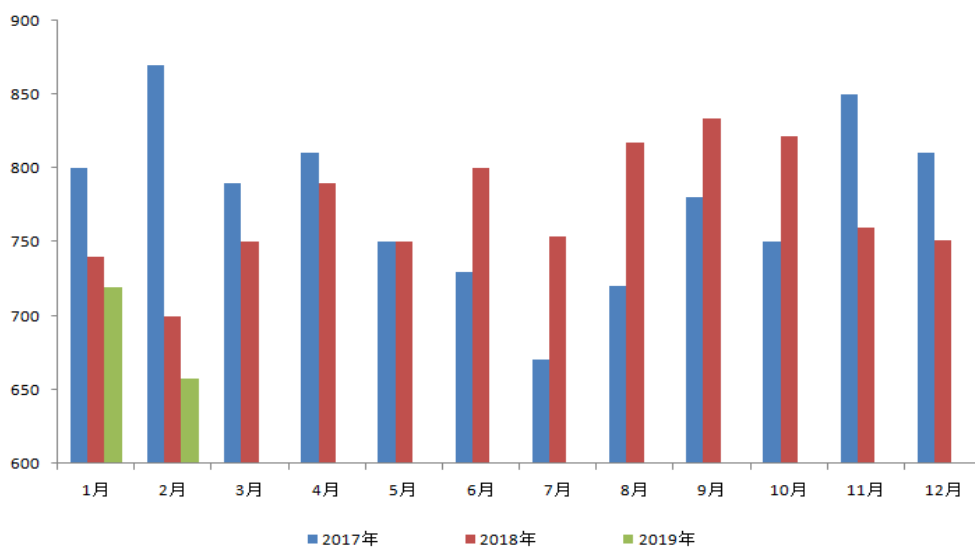


数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

3.5.3 生活用纸产量下滑，利润较好

2018年9月开始生活用纸产量持续下滑，2019年2月生活用纸产量继续下滑，较前一月下降61.37万吨，降幅8.54%，较2018年同期下降42.37万吨，降幅6.05%。

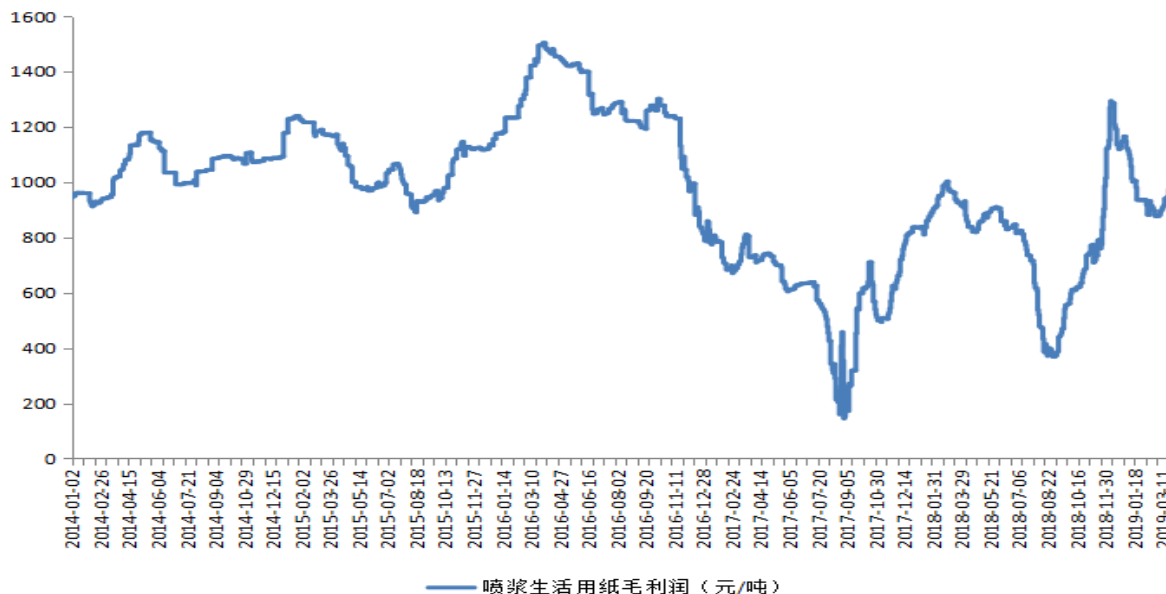
图 26：生活用纸产量 (千吨)



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

2019年3月生活用纸利润回升，月末毛利润1012元/吨，较月初回升134.3元/吨，利润上升，行业利润处于较高位，后期开机率或将提升。

图 27：喷浆生活用纸毛利润

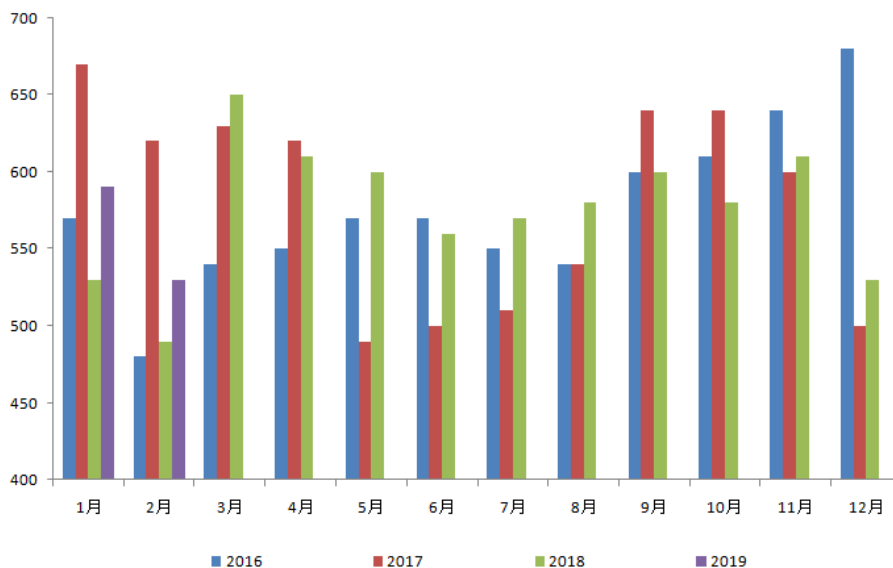


数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

3.5.4 白卡纸产量下滑，库存上升

2019年2月白卡纸产量53万吨，比前一月下降10.17%，较去年同期增加8.16%，产量止升回落。

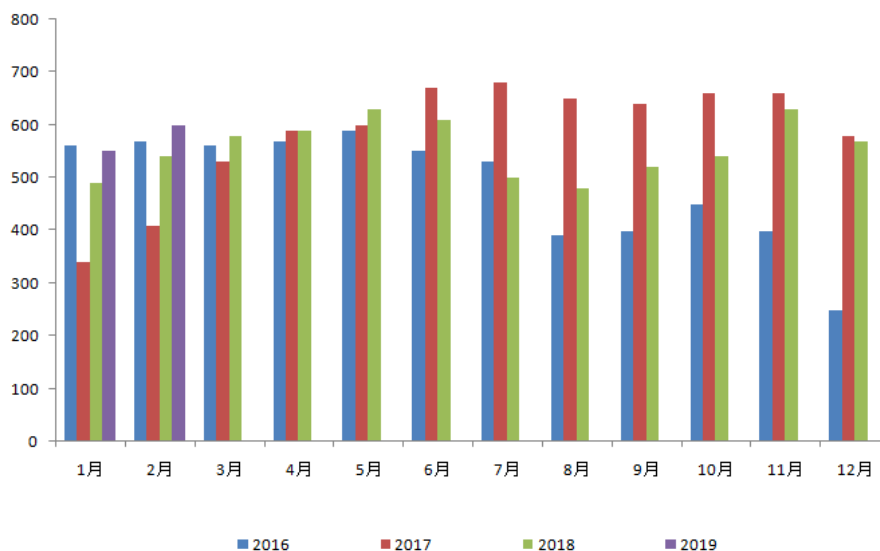
图 28：白卡纸产量 (千吨)



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

2019年2月白卡纸企业库存60万吨，比前一月增加5万吨，增幅9.09%，白卡纸需求转弱，库存上升。

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

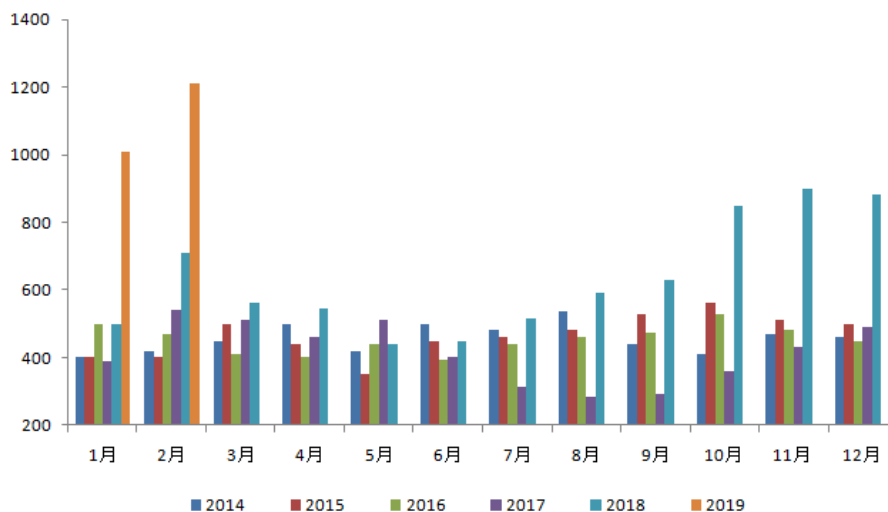
3.5.5 消费小结

印刷用纸双胶纸、双铜纸开机率下滑，但是行业利润有所回升，双胶纸利润扭亏为盈，双铜纸仍处于亏损状态，印刷用纸行业状况有所改善，后期对于漂针浆和漂阔浆的需求或将好转。生活用纸虽然产量出现下滑，但是行业利润回升，利润情况总体较好，后期对于漂针浆和漂阔浆的需求较好。白卡纸产量下滑，库存增加，后期对于漂针浆和漂阔浆的需求偏弱，整体来看下游造纸行业对于漂针浆和漂阔浆的需求有所好转。

3.6 库存压力大

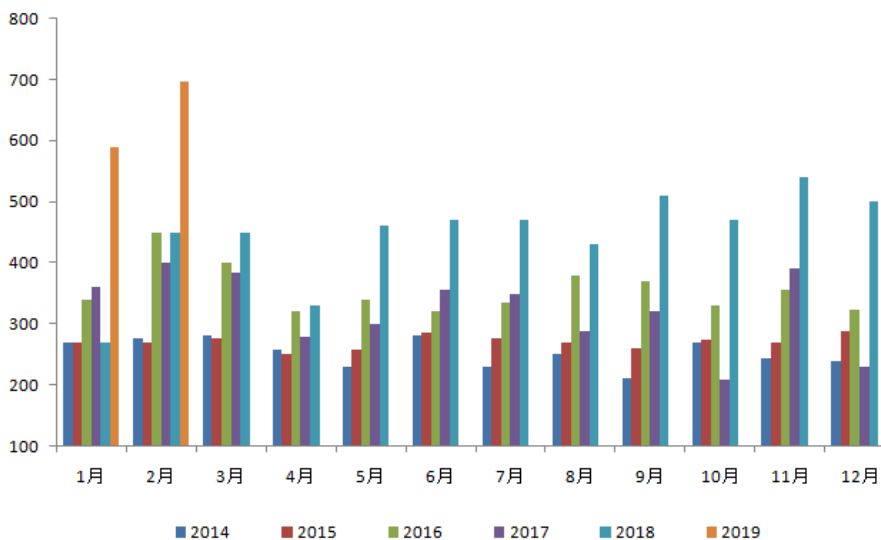
2019年2月青岛港木浆库存121万吨，库存比上一月增加20万吨，增幅19.8%，库存继续增加；2月青岛港木浆库存比去年同期增加50万吨，增幅70.42%，青岛港木浆库存处于近4年的历史高位。2月常熟港木浆库存70万吨，库存比上一月增加11万吨，增幅18.64%，库存继续增加；2月常熟港木浆库存比去年同期增加25万吨，增幅56%，常熟港木浆库存处于近4年的历史高位。2019年2月中国港口木浆总库存196.7万吨，较前一月增加29.7万吨，增幅17.78%，比2018年同期增加74万吨，增幅60.31%，港口库存压力大。

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, 2019 年 1 月全球木浆发运量止升回落, 木浆企业库存天数继续增加, 针阔叶浆企业库存天数均处于历史高位, 其中阔叶浆库存压力更大。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, 压制后期国际纸浆价格。国内供应方面, 2019 年 1 月我国纸浆总供应量增加, 供应量的增加主要是由进口量增加所致。消费方面, 印刷用纸双胶纸、双铜纸开机率下滑, 但是行业利润有所回升, 双胶纸利润扭亏为盈, 双铜纸

仍处于亏损状态，印刷用纸行业状况有所改善，后期对于漂针浆和漂阔浆的需求或将好转。生活用纸虽然产量出现下滑，但是行业利润回升，利润情况总体较好，后期对于漂针浆和漂阔浆的需求较好。白卡纸产量下滑，库存增加，后期对于漂针浆和漂阔浆的需求偏弱，整体来看下游造纸行业对于漂针浆和漂阔浆的需求有所好转。库存方面，2019年2月中国港口木浆总库存196.7万吨，位于历史高位，港口库存压力大，预计近期纸浆价格以震荡调整为主。

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。