

兴证期货·研发中心

2019年6月3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

上月纸浆期货价格下跌。现货方面，6月外盘漂针浆CFR报价下调，外盘漂阔浆CFR报价稳中下调。国内进口木浆市场价下跌，针叶浆下跌425-450元/吨、阔叶浆下跌325-370元/吨。

● 后市展望及策略建议

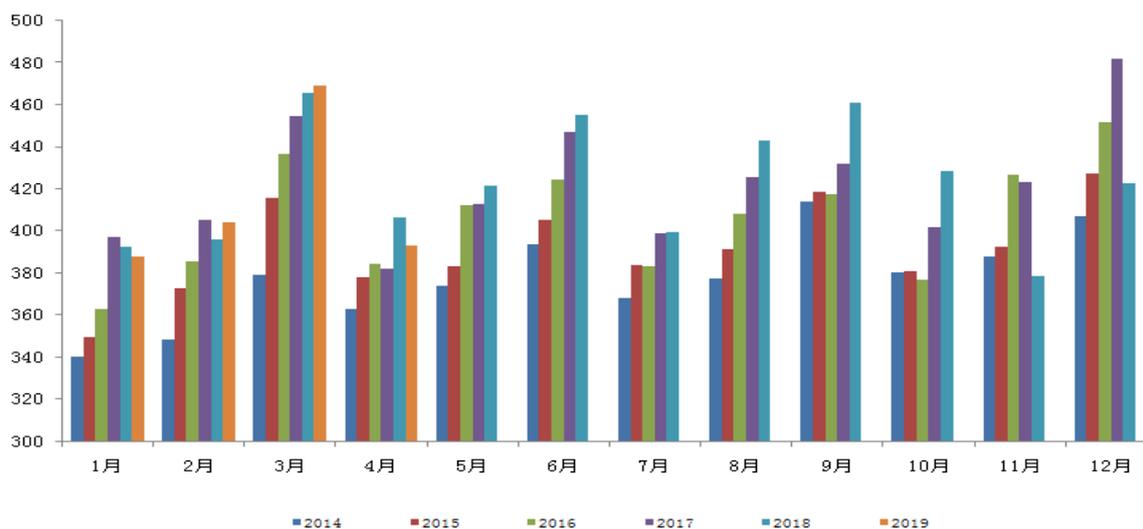
国际方面，4月全球针叶浆和阔叶浆发运量均下降，全球木浆企业月度库存天数增加，阔叶浆库存压力大于针叶浆，欧洲地区港口木浆库存和中国港口木浆库存小幅下降，但是库存仍处于历史高位，压制国际纸浆价格。国内方面，4月我国漂阔浆、漂针浆进口量均增加。印刷用纸、生活用纸行业利润持续好转，造纸行业利润总体向好，后期对于漂针浆和漂阔浆的需求或将提升。库存方面，5月中国港口木浆总库存157.5万吨，较前一月下降1.3万吨，降幅0.82%，港口库存小幅下降，库存去化较慢，库存压力仍偏大。预计近期纸浆价格以震荡调整为主。预计未来一个月1909合约在4850-5050区间震荡调整为主。

1. 国际木浆基本面分析

1.1 全球木浆发运量下降

2019年4月全球木浆发运量下降，4月发运量393.2万吨，比前一月发运量下降76万吨，降幅16.2%；4月全球木浆发运量较2018年同期下降13万吨，降幅3.2%。

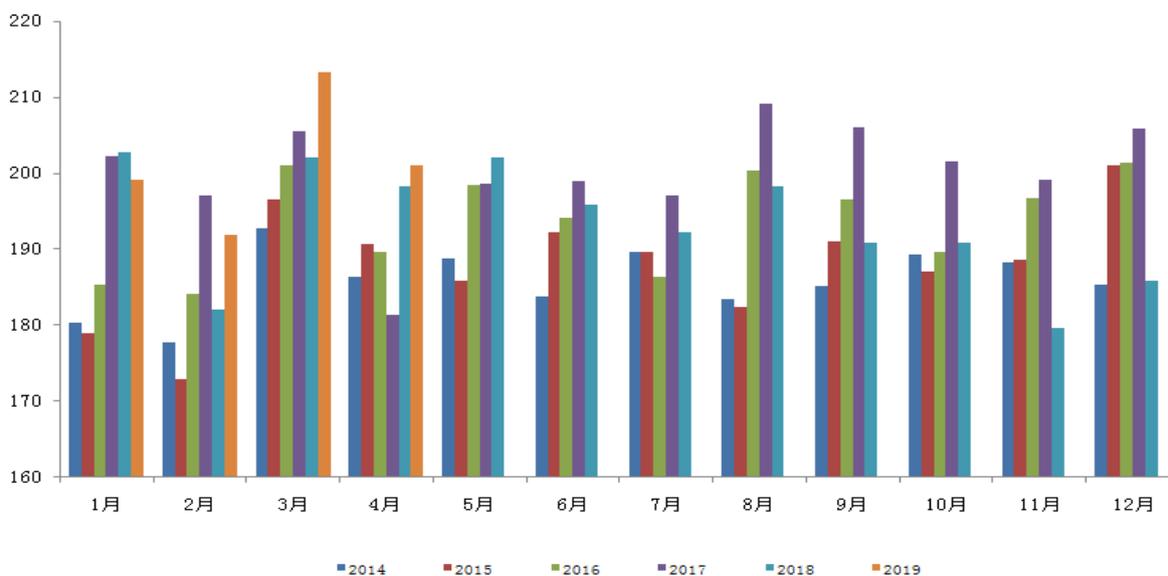
图 1：全球木浆发运量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2019年4月全球针叶浆发运量下降，4月发运量201.1万吨，比前一月发运量下降12.1万吨，降幅5.68%；4月全球针叶浆发运量较2018年同期增加2.9万吨，增幅1.46%。

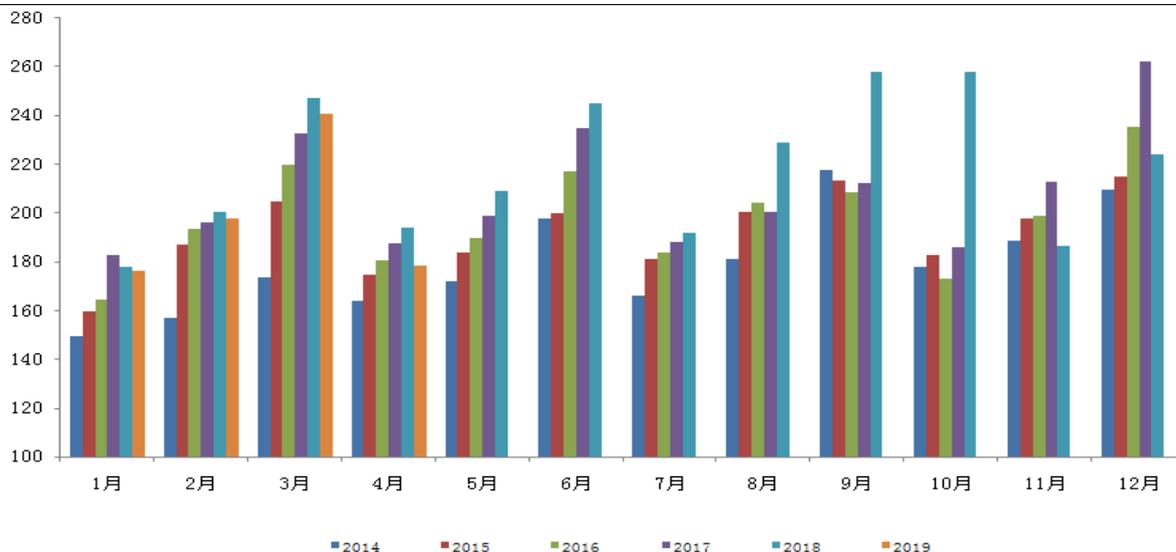
图 2：全球针叶浆发运量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2019年4月全球阔叶浆发运量下降，4月发运量248.2万吨，比前一月发运量下降62.2万吨，降幅25.87%；4月全球阔叶浆发运量较2018年同期下降15.9万吨，降幅8.19%。

图3：全球阔叶浆发运量（万吨）

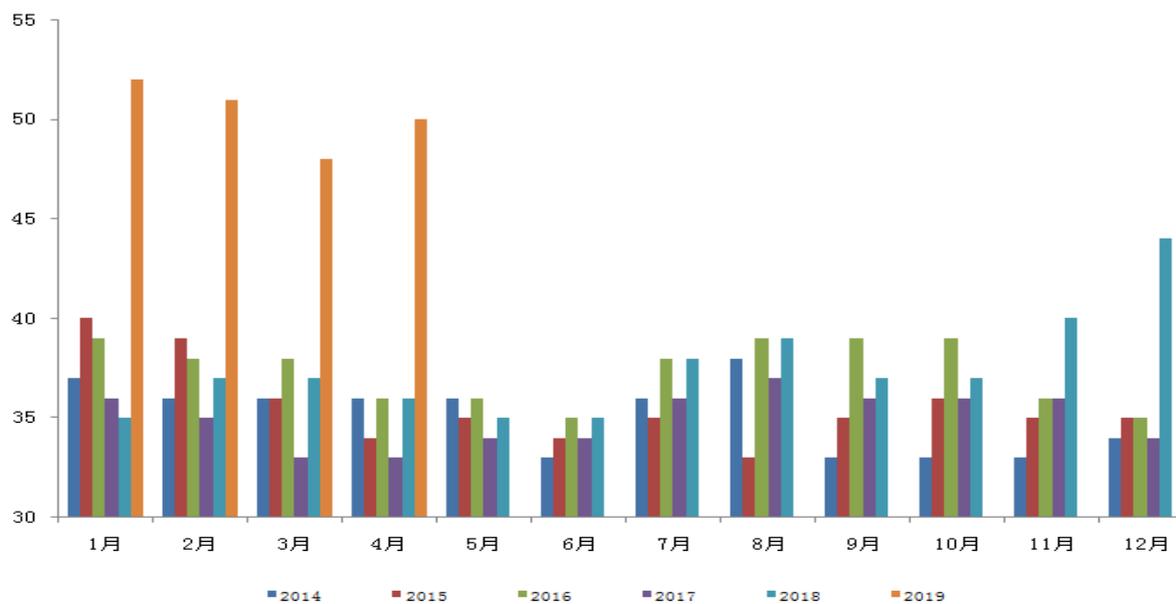


数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.2 全球木浆企业月度库存天数上升

2019年4月全球木浆企业月度库存天数50天，较前一月增加2天，比近五年全球木浆企业月度库存平均天数36天高出14天，库存天数处于历史高位，全球木浆企业库存压力总体较大。

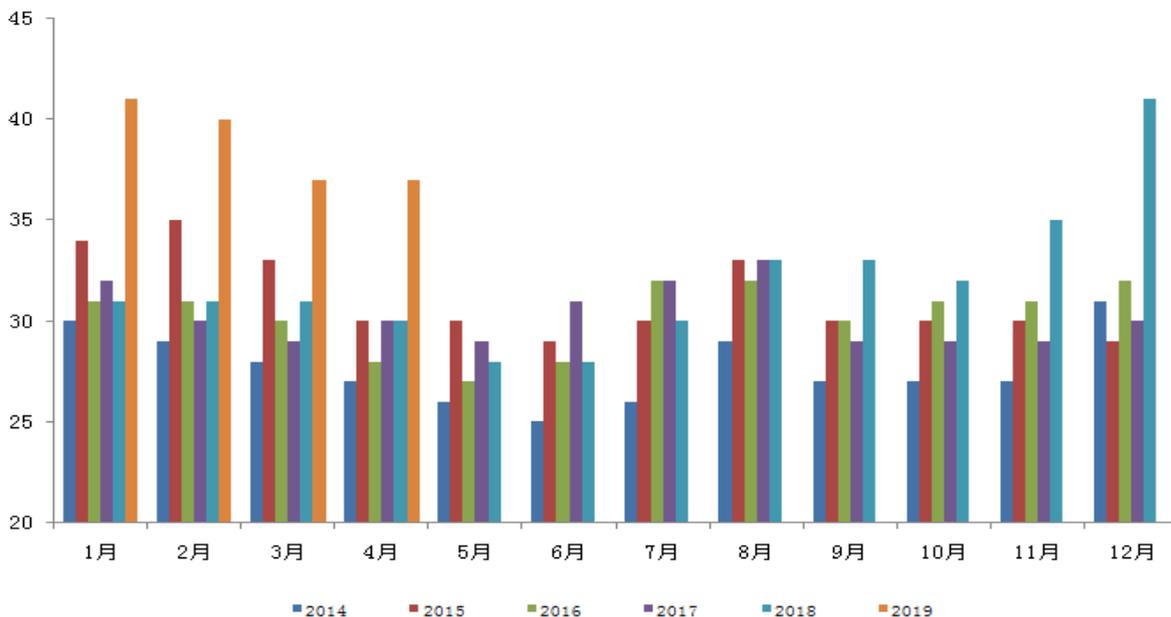
图4：全球木浆企业库存天数



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2019年4月全球针叶浆企业月度库存天数37天，较前一月不变，比近五年全球针叶浆企业月度库存平均天数30天高出7天，库存天数处于历史高位，全球针叶浆企业库存压力较大。

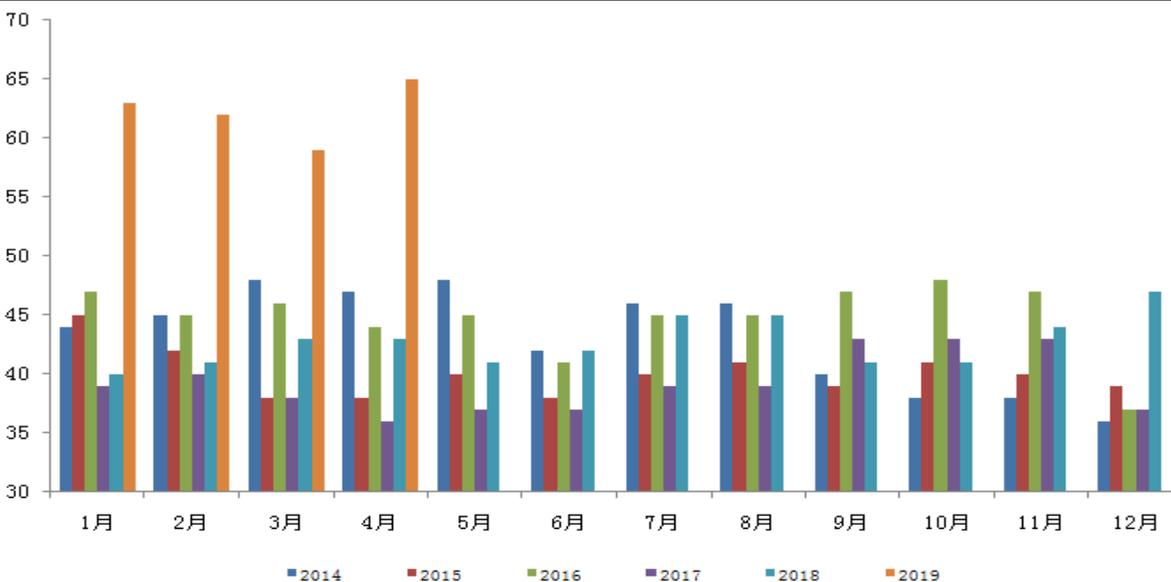
图 5：全球针叶浆企业库存天数



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2019年4月全球阔叶浆企业月度库存天数65天，较前一月增加6天，比近五年全球阔叶浆企业月度库存平均天数42天高出23天，库存天数处于历史高位，全球阔叶浆企业库存压力大于针叶浆。

图 6：全球阔叶浆企业库存天数

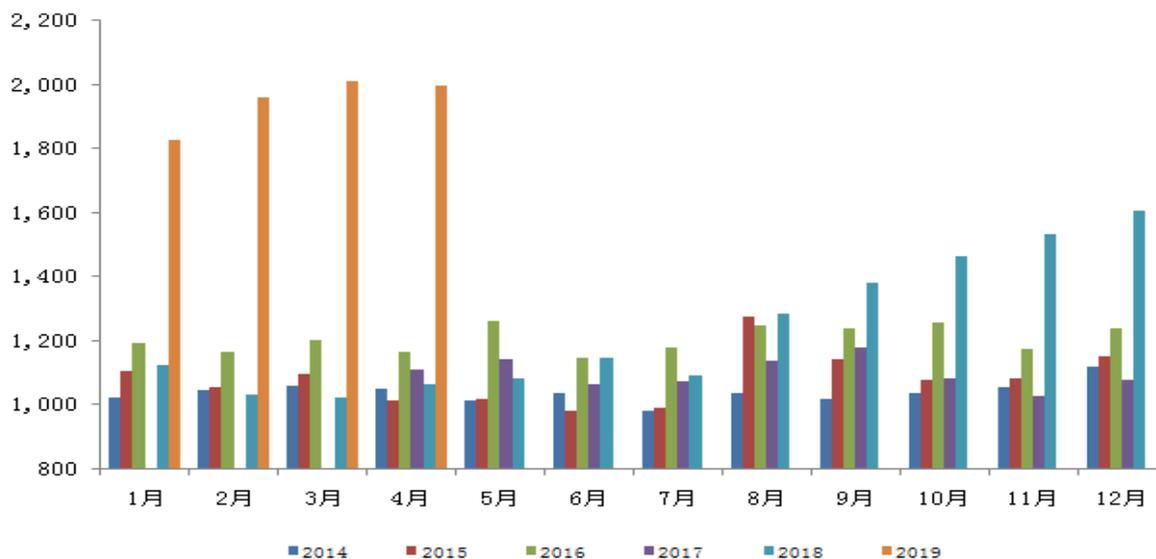


数据来源：Wind，兴证期货研发部

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4月欧洲港口木浆库存199.56万吨，较前一月下降1.41万吨，降幅0.7%，库存止升小幅回落，比2018年同期增加93.27万吨，增幅87.75%。欧洲港口木浆库存仍处于历史高位。

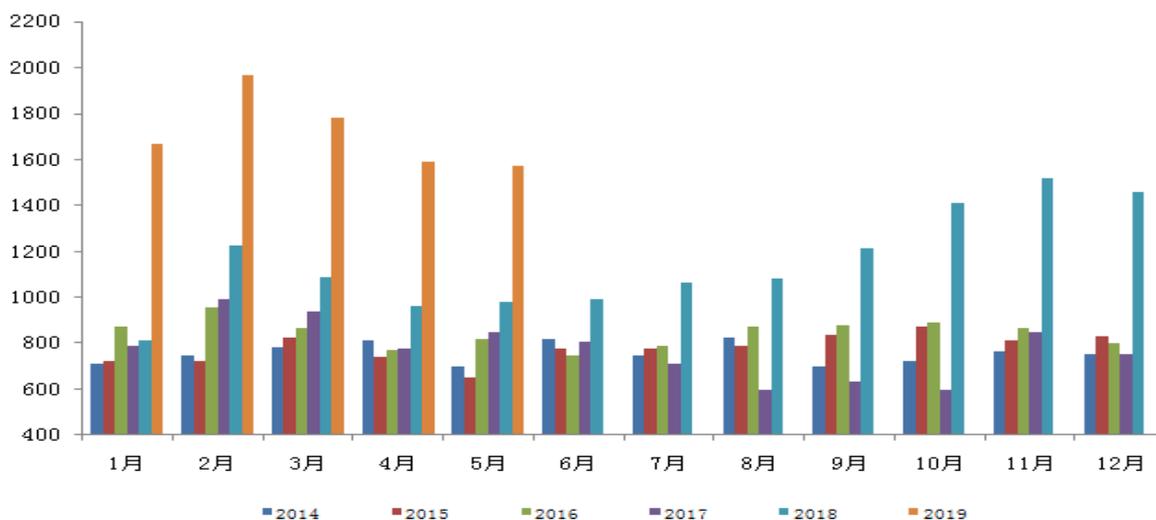
图 7：欧洲港口木浆库存（千吨）



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5月中国港口木浆总库存157.5万吨，较前一月下降1.3万吨，降幅0.82%，比2018年同期增加59.4万吨，增幅60.55%，港口库存小幅下降，库存去化较慢，库存压力仍偏大。

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4月全球木浆发运量下降，针叶浆和阔叶浆发运量均下降。木浆企业库存方面，2019年4月全球木浆企业月度库存天数增加，阔叶浆库存压力大于针叶浆。港口木浆库存方面，欧洲地区港口库存和中国港口库存小幅下降，但是库存仍处于历史高位，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。

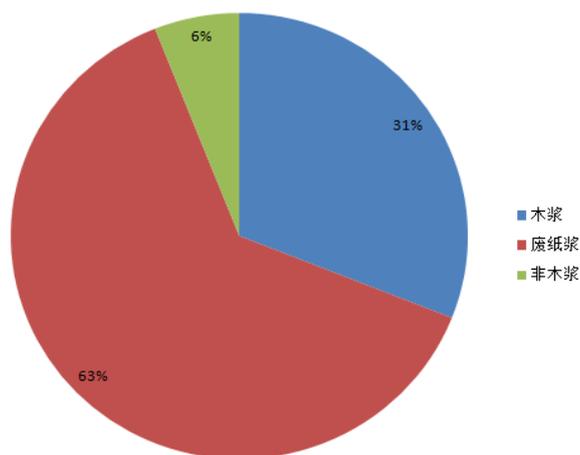
木浆具有纤维长、破裂强度高、拉伸强度高特点，木浆做成的纸具有耐折、耐破、撕裂强度高特性，多用于生产涂布印刷书写纸、未涂布印刷书写纸、生活用纸和特种用纸等。

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。

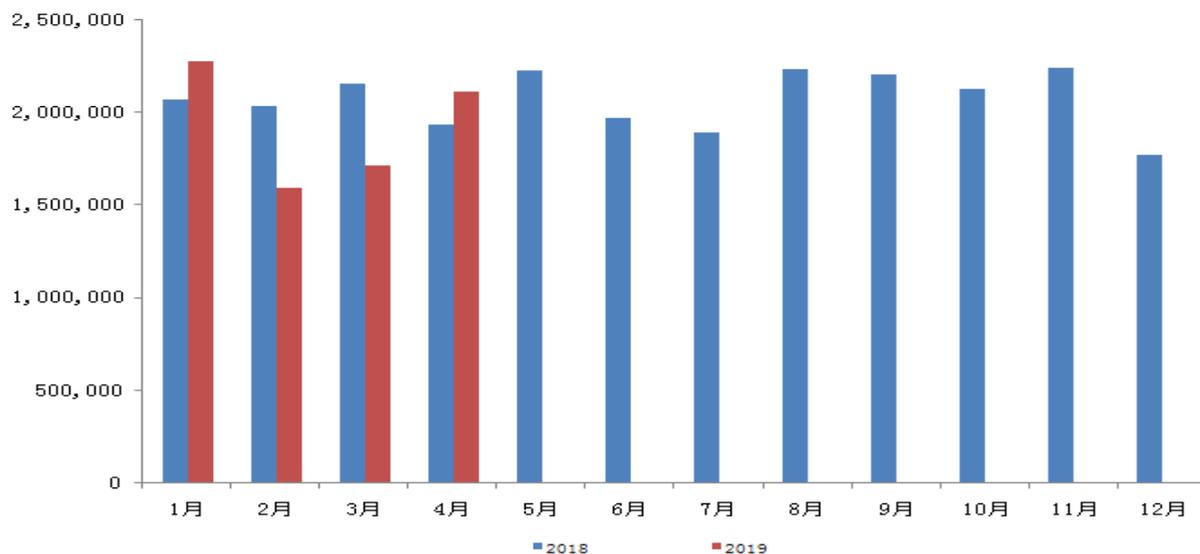
11、2017年12月29日，环保部下发《进口可用作原料的固体废物环境保护控制标准—废纸或纸板》，相比于目前实施版本，最大变化是将进口废纸含杂率从1.5%降至0.5%。并确定2018年3月1日起实施。废纸含杂率新规的实施导致废纸分拣成本提升，同时2018年不再进口混杂类废纸，进口废纸量大幅下降，2018年废纸进口量同比下滑33.8%。

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4月我国纸浆进口量211万吨，较前一月增加40万吨，增幅23.39%，比2018年同期增加18万吨，增幅9.33%。

图 10：纸浆月度进口量

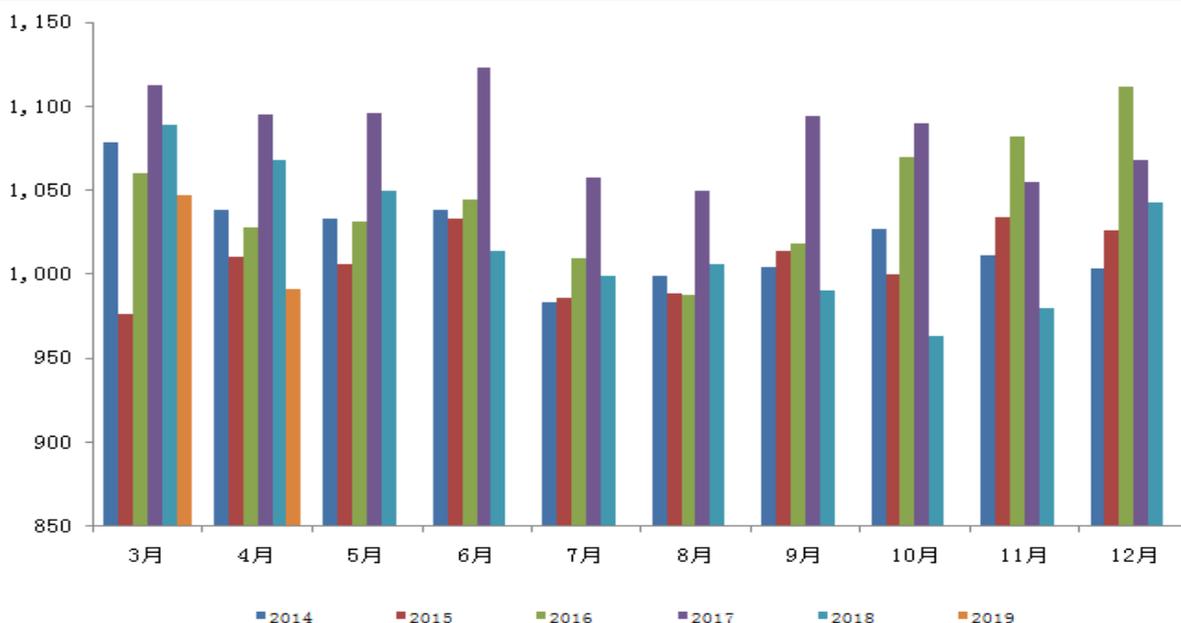


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.4 纸浆消费下滑

2019年4月我国机制纸及纸板产量991.50万吨，比前一月下降5.32%，比2018年同期下降7.18%，机制纸产量下滑，纸浆消费或受到影响。

图 11：机制纸及纸板产量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3. 针叶浆及阔叶浆基本面分析

3.1 针叶浆、阔叶浆简介

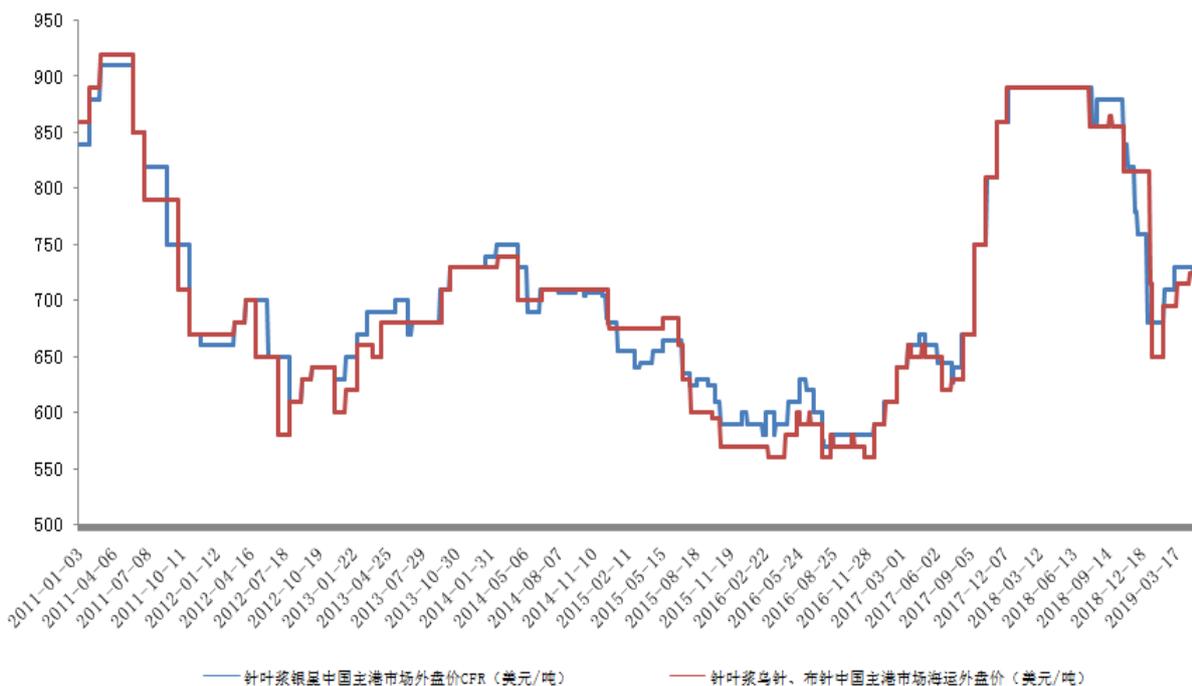
木浆主要包括针叶浆和阔叶浆。针叶浆是由针叶树作为原材料制成的纸浆。针叶树叶状多呈尖细，因其质地较软又称为软木，如落叶松、云杉等。针叶树多生长于中高纬度地区，如北美、北欧、俄罗斯、智利等地区和国家。针叶树具有生长周期长（20-25 年）、纤维长度长、芯材颜色较浅等特点。由于针叶木浆纤维长且细，木浆比较纯净，杂质少，因此造出来的纸柔韧性好，耐折度高，抗张强度较好，印刷性能好。受制于地理环境、林地资源以及环保政策等因素，我国几乎不生产针叶浆，针叶浆进口依存度接近 100%，几乎完全依赖进口。

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 6 月外盘漂针浆 CFR 报价下跌，银星外盘报价下调 60 美元/吨至 650 美元/吨，俄罗斯乌针布针外盘报价下调 95 美元/吨至 630 美元/吨。

图 12：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 5 月国内进口针叶浆市场价下滑，月末山东进口针叶浆银星市场价 4875 元/吨，比

月初下滑 425 元/吨；月末山东进口针叶浆凯利普市场价 5000 元/吨，比月初下滑 450 元/吨。

图 13：进口针叶浆市场价（元/吨）

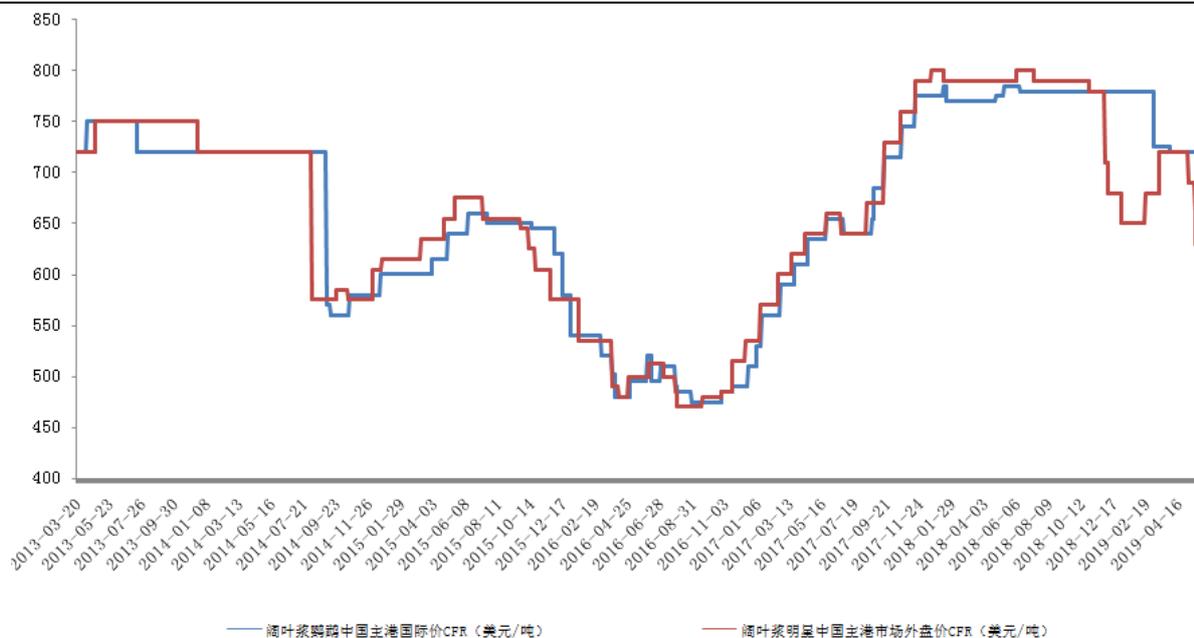


数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

3.3 漂阔浆现货价

2019 年 6 月外盘漂阔浆 CFR 现货报价稳中下调，巴西鸚鵡维持 720 美元/吨，智利明星下调 60 美元/吨至 630 美元/吨。

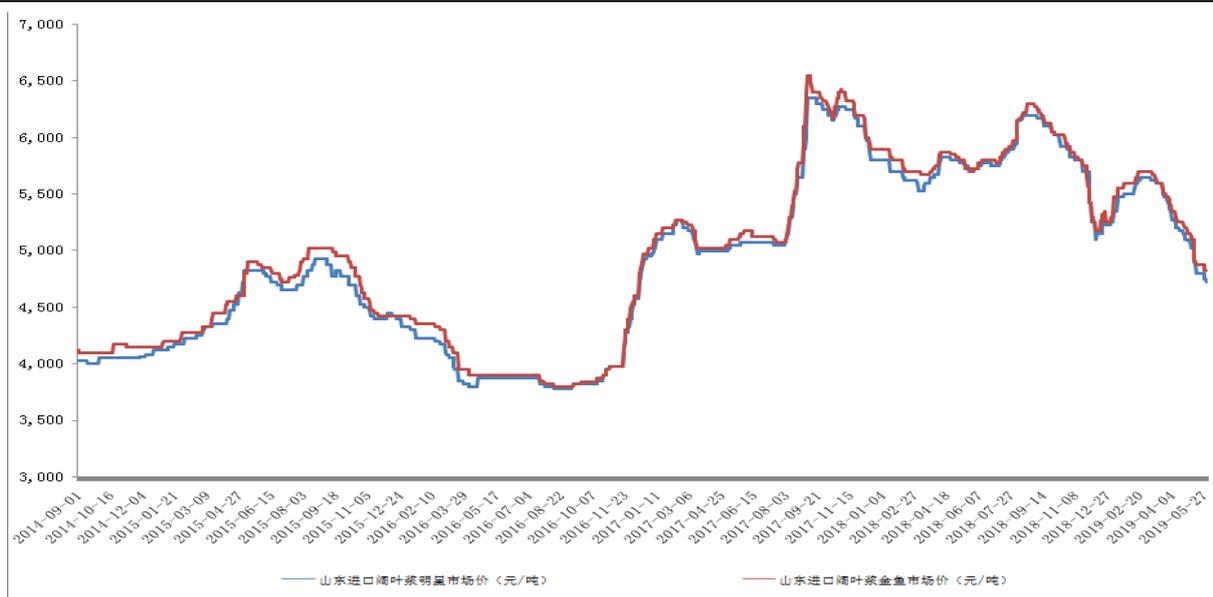
图 14：外盘漂阔浆 CFR 现货价（美元/吨）



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

2019年5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4725元/吨，比月初下跌370元/吨；月末山东进口阔叶浆金鱼市场价4825元/吨，比月初下跌325元/吨。

图 15：进口阔叶浆市场价（元/吨）



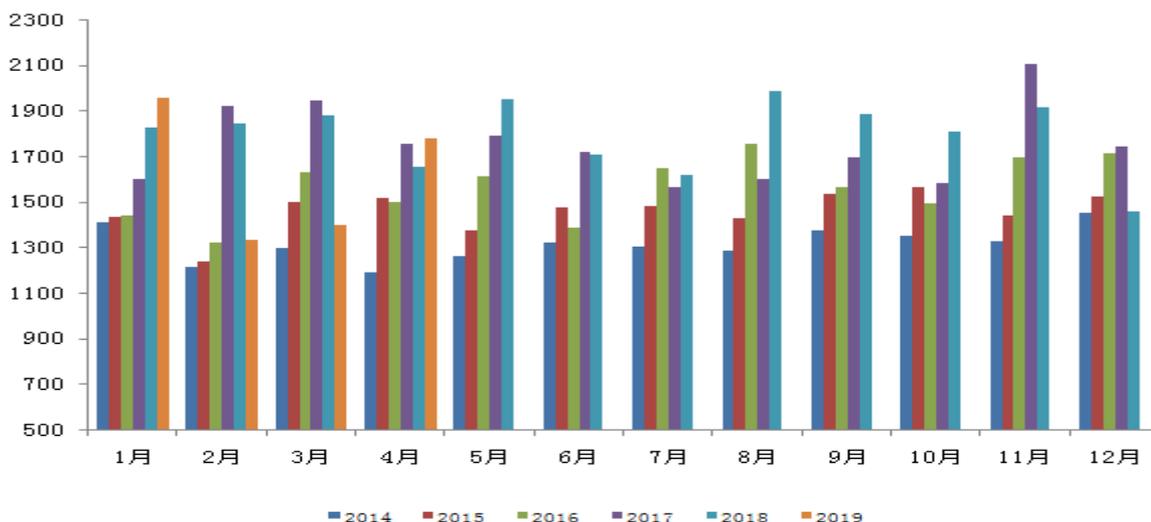
数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

3.4 供应增加

3.4.1 木浆进口量小幅增加

2019年4月我国木浆进口量177.8万吨，比前一月进口量增加38万吨，增幅27.18%；4月木浆进口量较去年同期增加12.3万吨，增幅7.43%。

图 16：中国木浆月度进口量（千吨）

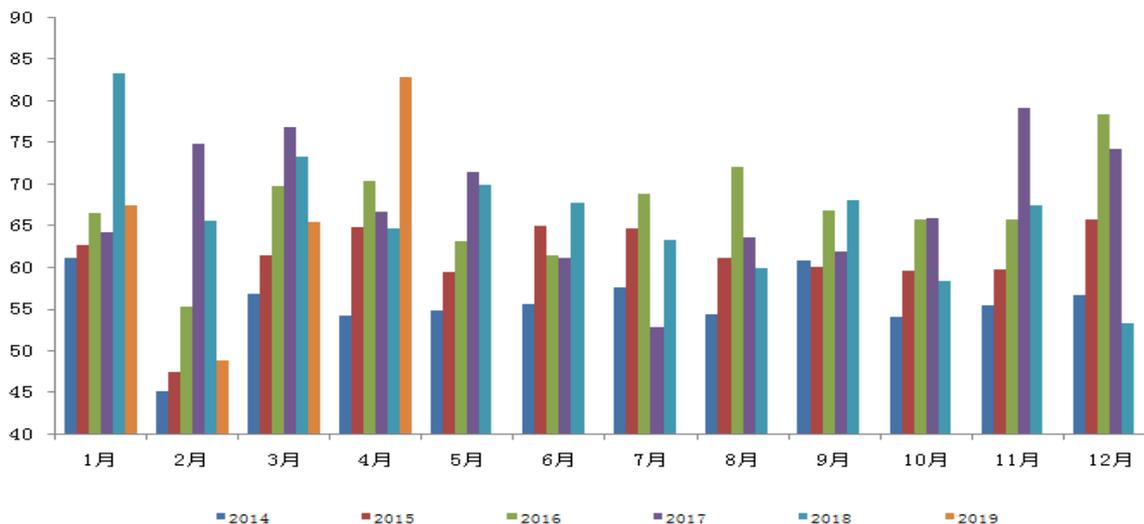


数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

3.4.2 漂针浆进口量增加

2019年4月我国漂针浆进口量82.78万吨，较上月增加17.33万吨，增幅26.48%。较去年同期增加18.09万吨，增幅27.96%。

图 17：中国漂针浆月度进口量（万吨）

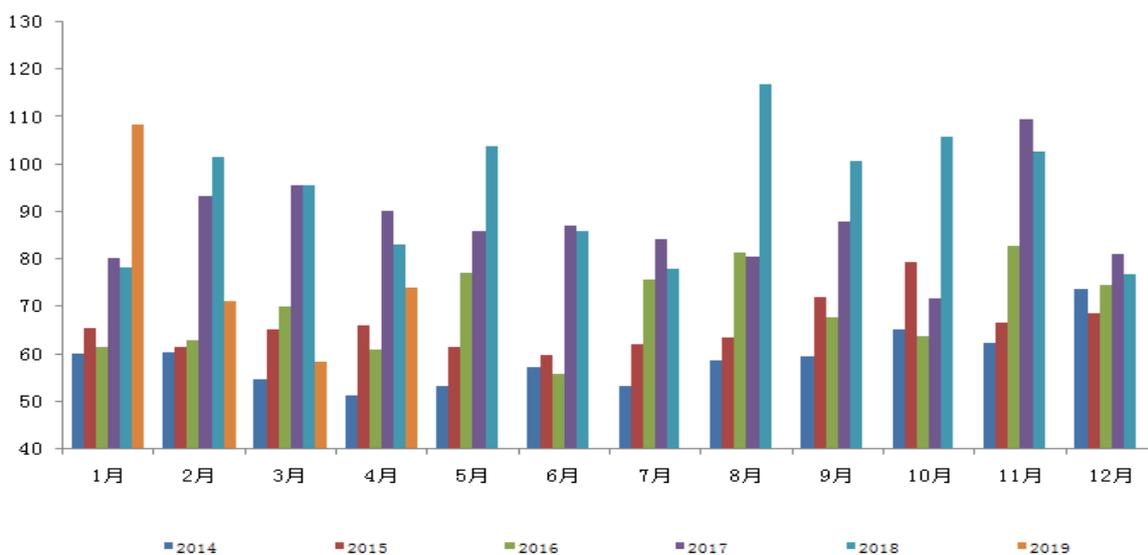


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.4.3 漂阔浆进口量下降

2019年4月我国漂阔浆进口量74.01万吨，较上月增加15.65万吨，增幅26.82%。较去年同期下降8.94万吨，降幅10.78%。

图 18：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

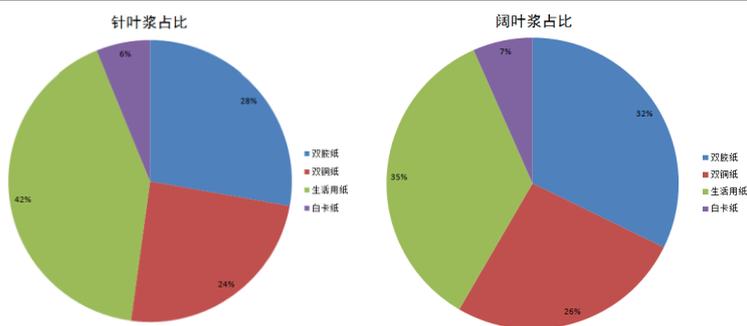
2019年4月我国木浆进口量177.8万吨，比前一月进口量增加38万吨，增幅27.18%。其中漂针浆进口量82.78万吨，较上月增加17.33万吨，增幅26.48%；漂阔浆进口量74.01万吨，较上月增加15.65万吨，增幅26.82%，漂针浆和漂阔浆供给均增加。

3.5 造纸行业利润提升

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 19：不同纸类对针叶浆、阔叶浆需求占比

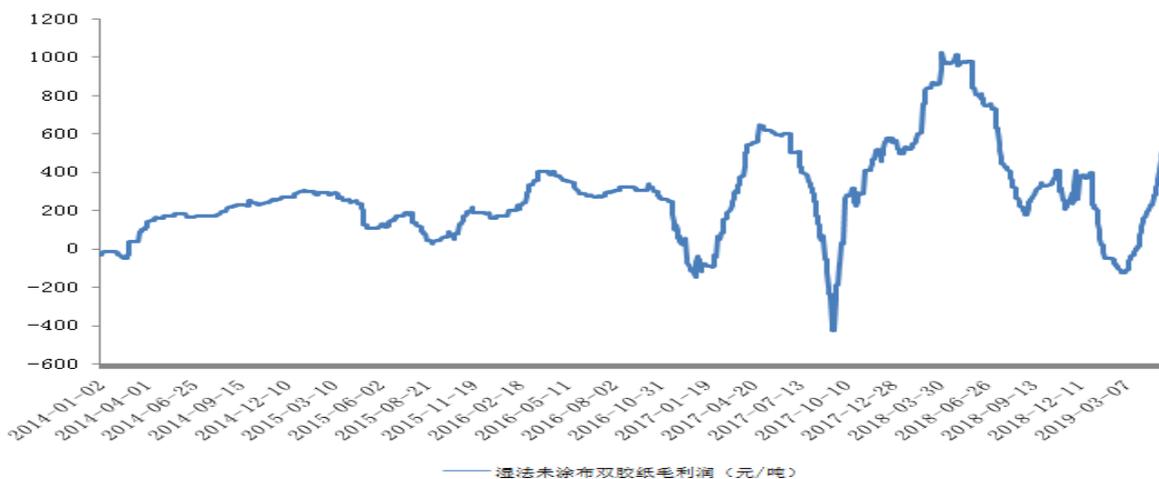


数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

3.5.1 双胶纸利润持续回升

2019年5月双胶纸毛利润回升，月末毛利润591元/吨，较月初回升260.2元/吨，利润情况持续好转，回升至历史较高位，有助于后期对于木浆需求提升。

图 20：湿法未涂布双胶纸毛利润

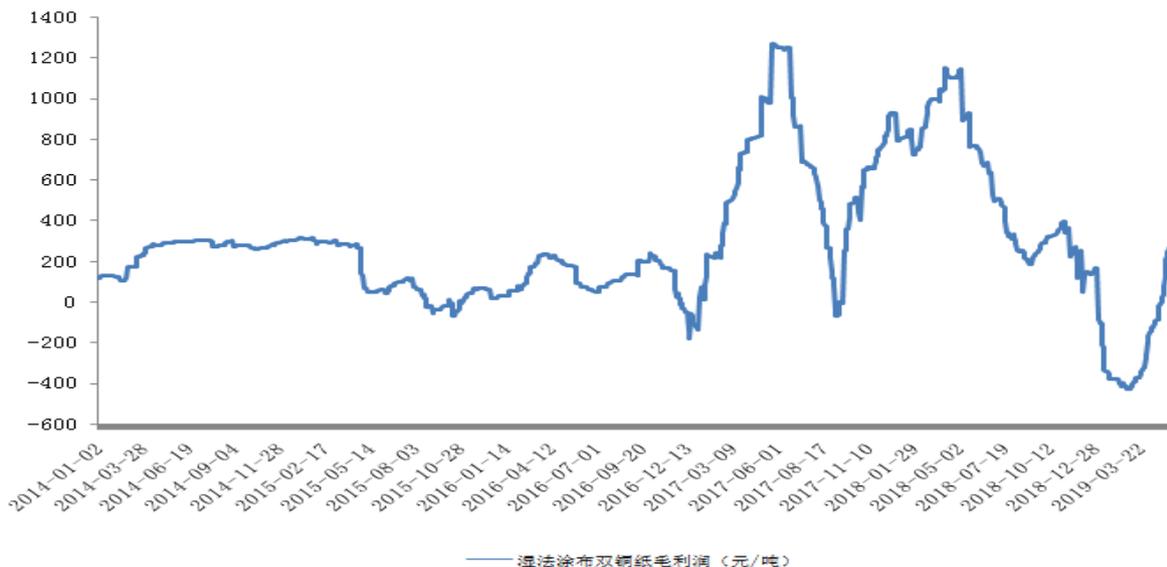


数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

3.5.2 双铜纸利润扭亏为盈

2019年5月双铜纸毛利润回升，月末毛利润324.6元/吨，较月初回升287.01元/吨，双铜纸利润回升至历史中位区间，后期对于木浆需求或将逐渐改善。

图 21：湿法涂布双铜纸毛利润

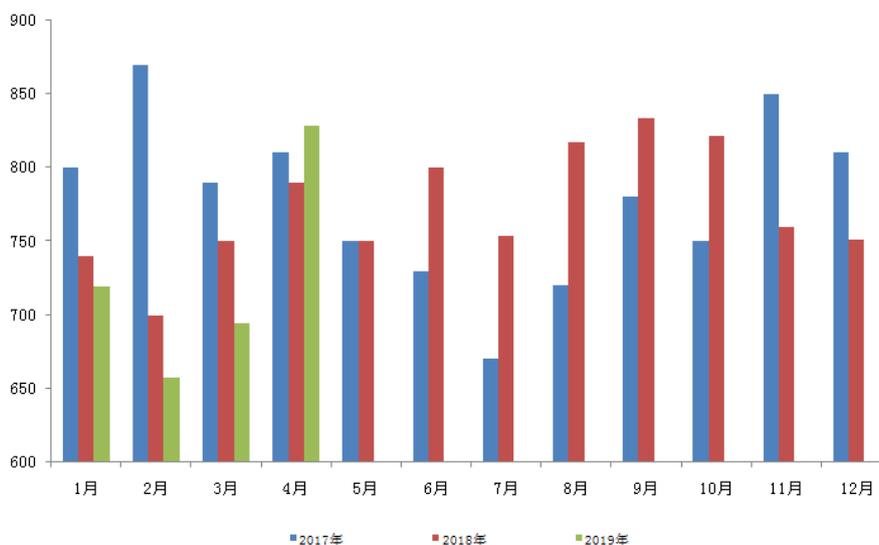


数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

3.5.3 生活用纸产量提升，利润较好

4月生活用纸产量提升，较前一月增加3.6万吨，增幅19.29%，较2018年同期增幅4.84%。

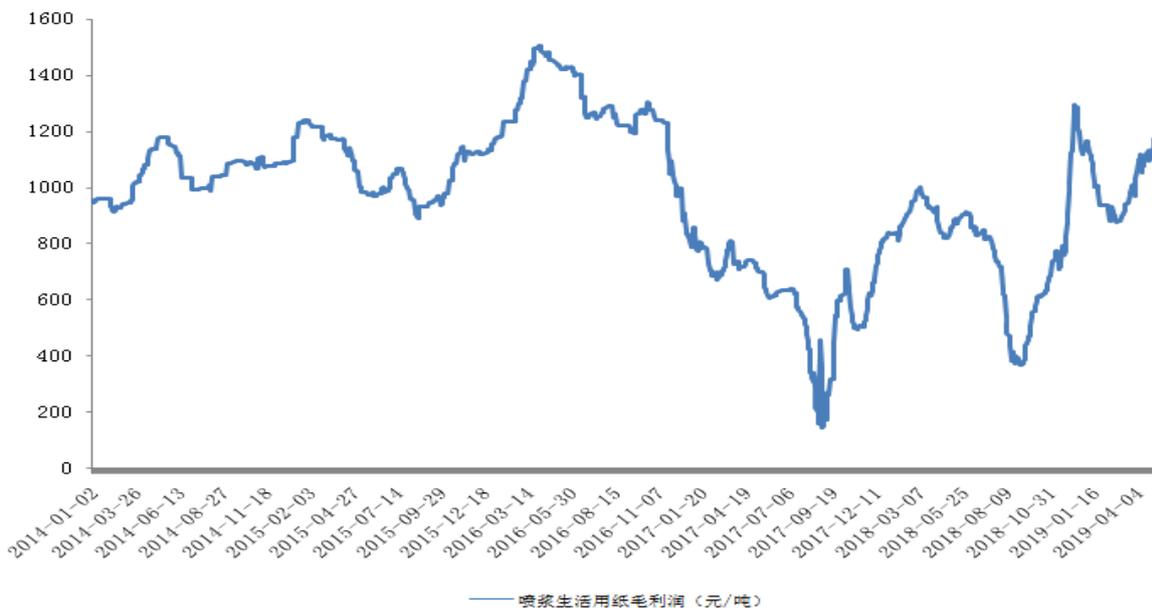
图 22：生活用纸产量（千吨）



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

2019年5月生活用纸利润继续上升，月末毛利润1241元/吨，较月初上升111元/吨，行业利润处于较高位，后期对于木浆需求较好。

图 23：喷浆生活用纸毛利润

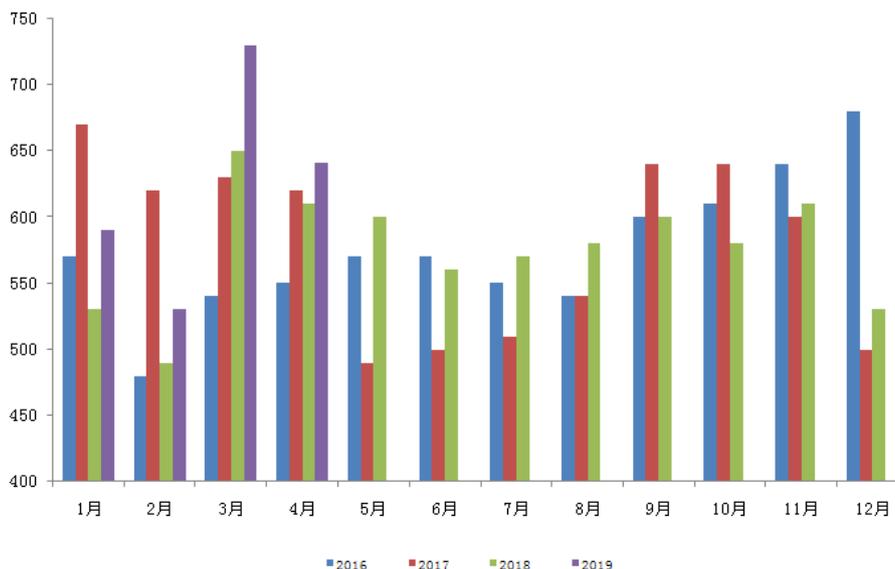


数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

3.5.4 白卡纸产量、库存下降

2019年4月白卡纸产量64万吨，比前一月下降12.33%，较去年同期增加4.9%。

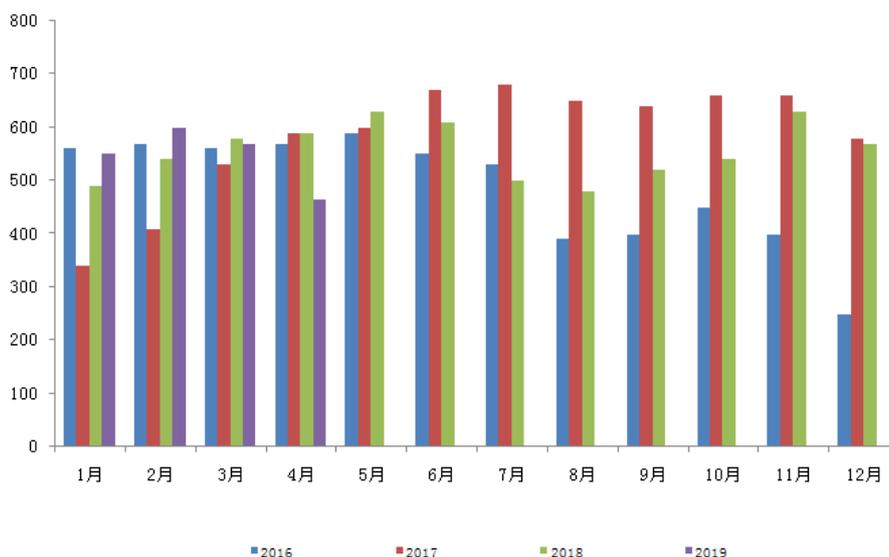
图 24：白卡纸产量 (千吨)



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

2019年4月白卡纸企业库存57万吨，比前一月下降19%，较去年同期下降22%。

图 25：白卡纸企业库存（千吨）



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

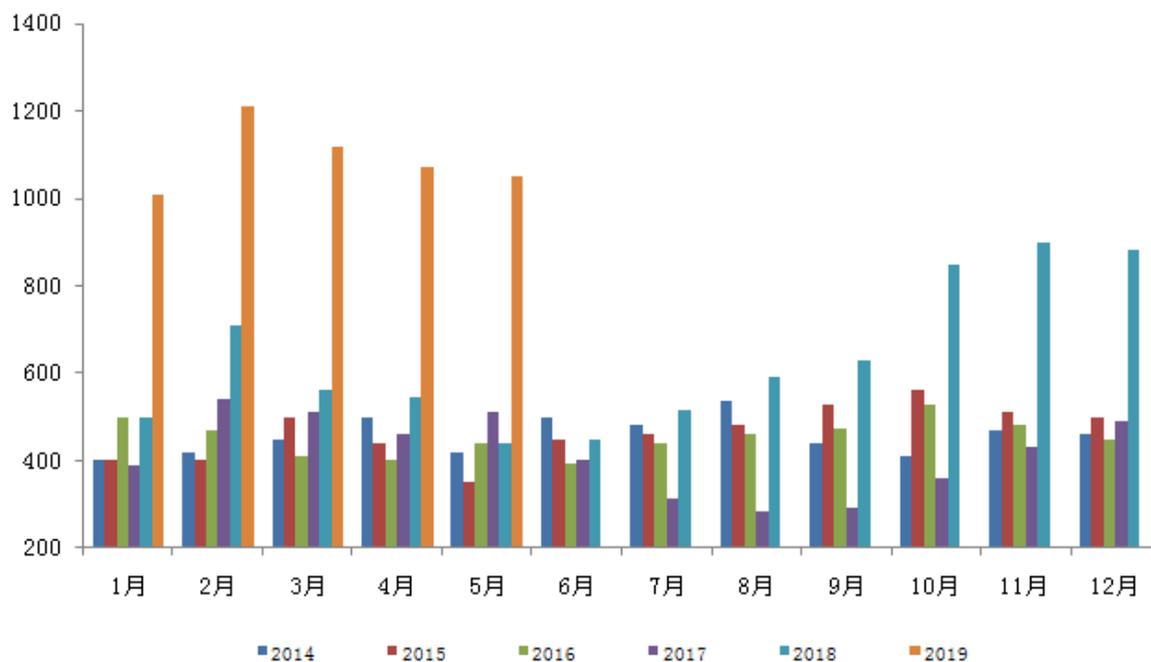
3.5.5 消费小结

印刷用纸、生活用纸行业利润持续好转，双胶纸行业利润回升至历史较高位，双铜纸行业利润回升至历史中位区间，生活用纸产量提升，行业利润情况总体较好，处于历史高位。造纸行业利润总体向好，后期对于漂针浆和漂阔浆的需求或将提升。

3.6 库存去化较慢，库存压力较大

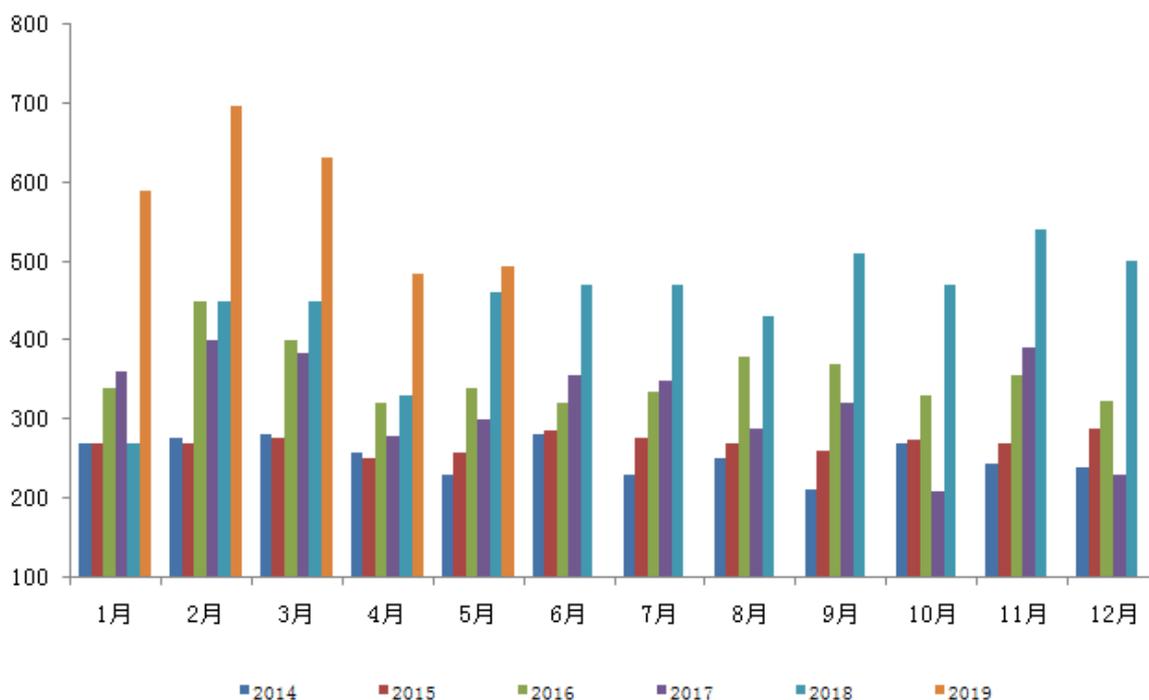
2019年5月青岛港木浆库存105万吨，库存比上一月下降2万吨，降幅1.87%，库存小幅下降；5月青岛港木浆库存比去年同期增加61万吨，增幅139%，青岛港木浆库存仍处于历史高位。5月常熟港木浆库存49.4万吨，库存比上一月增加0.9万吨，增幅1.86%，库存小幅反弹；5月常熟港木浆库存比去年同期增加3.4万吨，增幅7.39%，常熟港木浆库存仍处于历史高位。2019年5月中国港口木浆总库存157.5万吨，较前一月下降1.3万吨，降幅0.82%，库存小幅下降；比2018年同期增加59.4万吨，增幅60.55%。港口库存小幅下降，库存去化较慢，库存压力仍偏大。

图 26: 青岛港木浆库存 (千吨)



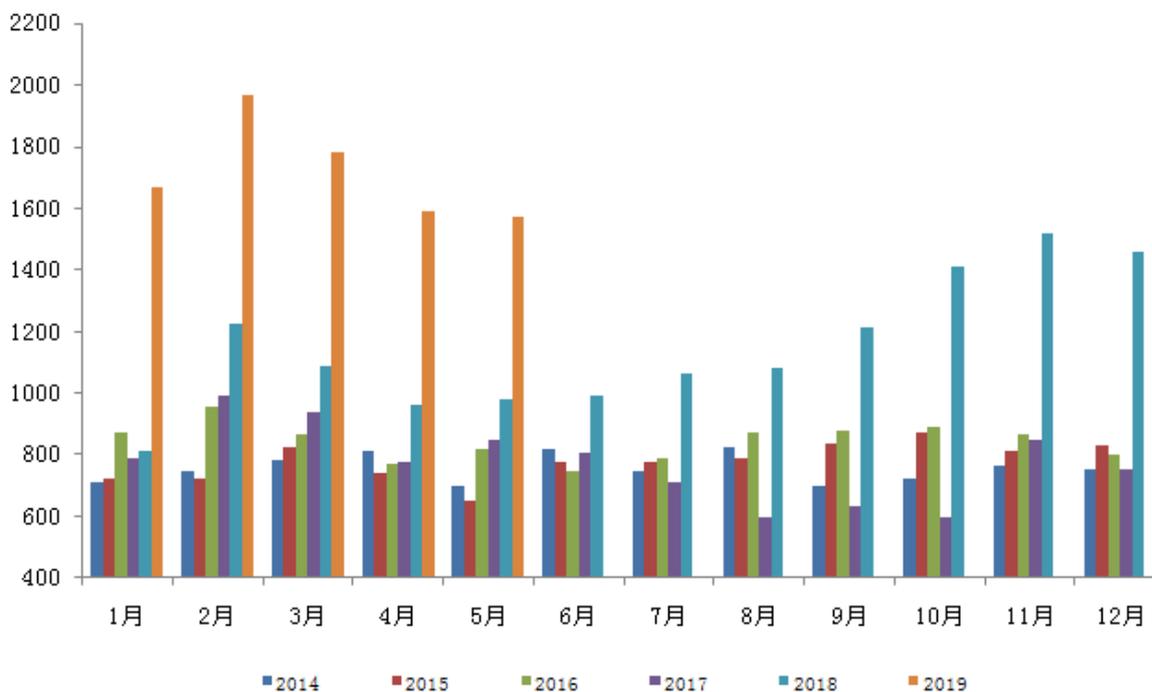
数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 27: 常熟港木浆库存 (千吨)



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

图 28：港口木浆总库存（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，4月全球针叶浆和阔叶浆发运量均下降，全球木浆企业月度库存天数增加，阔叶浆库存压力大于针叶浆，欧洲地区港口木浆库存和中国港口木浆库存小幅下降，但是库存仍处于历史高位，压制国际纸浆价格。国内方面，4月我国漂阔浆、漂针浆进口量均增加。印刷用纸、生活用纸行业利润持续好转，造纸行业利润总体向好，后期对于漂针浆和漂阔浆的需求或将提升。库存方面，5月中国港口木浆总库存157.5万吨，较前一月下降1.3万吨，降幅0.82%，港口库存小幅下降，库存去化较慢，库存压力仍偏大。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。