

纸浆半年报

2022年07月01日

中银期货研究部

彭程

投资咨询号：Z0017156

从业资格号：F03093150

联系方式：021-61088052

供应中期仍偏紧，然需求“负反馈”亦临近

摘要：

上半年，针叶浆产业链运行逻辑总结如下：

供应：（1）木浆进口整体偏低，针叶浆占比进一步下降；（2）欧洲针叶浆库销比中性，阔叶浆库存已降至历史低位；（3）CFR外盘报价坚挺，进口窗口关闭。

需求：（1）下游原纸行业加工利润恶化，然产量同比反增；（2）下游产能投放周期，部分板块竞争“白热化”；（3）下游整体库存高位，关注“负反馈”拐点。

对于今年下半年，我们预计国内纸浆价格仍将受到美金浆较强支撑。一是全球来看，能源成本上抬吞噬海外浆厂利润空间，整体供应仍将偏紧；二是即使海外供应出现改善，考虑到中国与欧洲的区域性价差，货源将优先满足欧洲而非中国；三是即使区域性价差调整，由于对华的贸易方式是先成交再发货（欧洲则是先发货再成交），考虑船期后，预计国内针叶浆供应难以在今年三季度前能有效改善。

另一方面，国内下游企业加工利润走差不容忽视，尽管需求相较供应而言为慢变量，不过，美联储进入“缩表”周期，当浆价处于历史高位区域时，市场交易焦点易由供应端转向需求端。故除非供应端紧张局面进一步恶化或人民币汇率超预期贬值，否则浆价在下半年难以创出新高。

风险提示

主要贸易伙伴生产情况、海外物流等；
美联储加息节奏预期差等。

顺祝投资顺利！

1. 行情回顾

图表 1: SP 主力日 K 线走势图 (元/吨)



资料来源: Wind, 中银期货

图表 2: 主力合约行情回顾:

品种	开盘价 元/吨	收盘价 元/吨	涨跌 %	年初持仓 万手	年中持仓量 万手	持仓变化 万手
日期	2022/1/4	2022/6/3		2022/1/4	2022/6/30	
纸浆主力合约	6,032	6,888	14.8	22	20	-2

资料来源: Wind, 中银期货

2022 年上半年纸浆期货主力合约累计上涨 14.8%。推动价格上涨的主要因素包括:

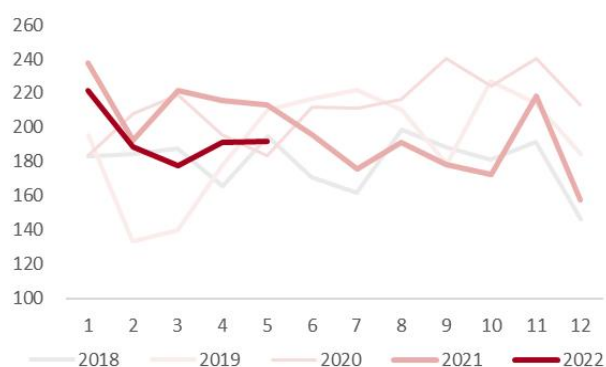
芬兰 UPM 罢工时长超预期, 海外新增产能投放不及预期, 俄乌冲突加剧全球供应链紧张局面; 海外高通胀倒逼美联储进入加息周期, 而国内多点爆发疫情引发经济担忧, 人民币汇率快速贬值抬升进口成本等。

2. 逻辑分析

2.1 供应

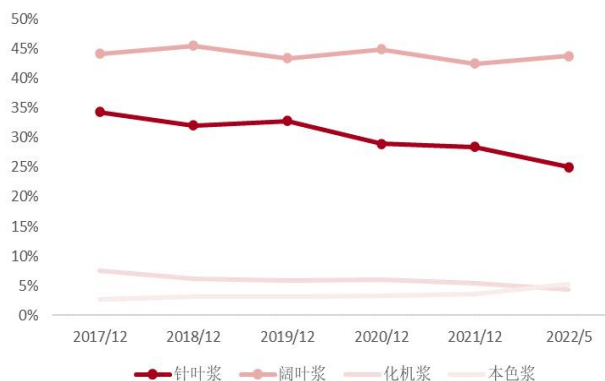
2.1.1 木浆进口整体偏低，针叶浆占比进一步下降

图表 3：中国木浆进口季节性（万吨）



资料来源：海关总署，中银期货

图表 4：木浆进口结构

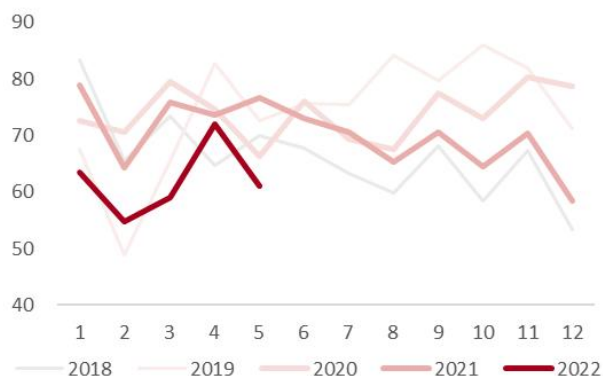


资料来源：海关总署，中银期货

海关总署公布的数据显示：2022 年 1~5 月中国纸浆累计进口 1241.4 万吨，累计同比下降 6.7%；其中木浆累计进口 971.5 万吨，累计同比下降 10%。累计进口量低于去年同期，处于过去五年同期偏低水平。

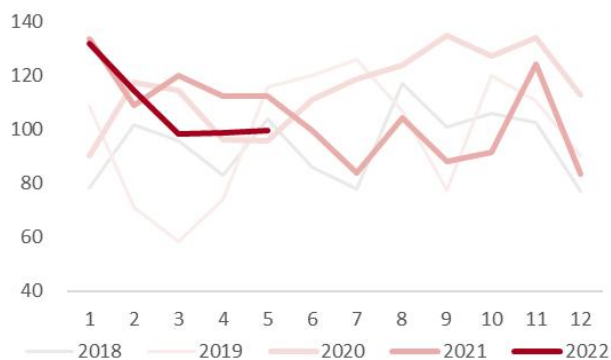
根据海关数据，中国纸浆进口结构中，木浆占比 80%左右。从 2017 以来木浆进口结构来看，化机浆、本色浆占比较小，合计占比 10%；阔叶浆占比在 40~45%区间波动，而针叶浆占比有持续下降趋势：自 2017 年的 35%逐步下降至 25%。

图表 5：中国针叶浆进口季节性（万吨）



资料来源：海关总署，中银期货

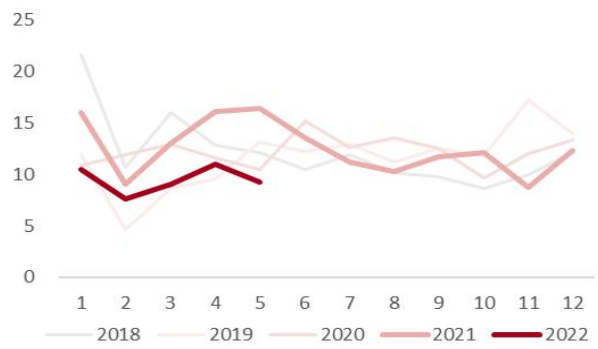
图表 6：中国阔叶浆进口季节性（万吨）



资料来源：海关总署，中银期货

具体而言，2022 年 1~5 月中国针叶浆累计进口 310.2 万吨，累计同比下降 16.0%，绝对水平处于近五年同期低位；1~5 月阔叶浆累计进口 542.7 万吨，累计同比下降 7.4%，处于近五年中性水平。

图表 7: 中国针叶浆进口主要贸易伙伴: 加拿大 (万吨) 图表 8: 中国针叶浆进口主要贸易伙伴: 美国 (万吨)

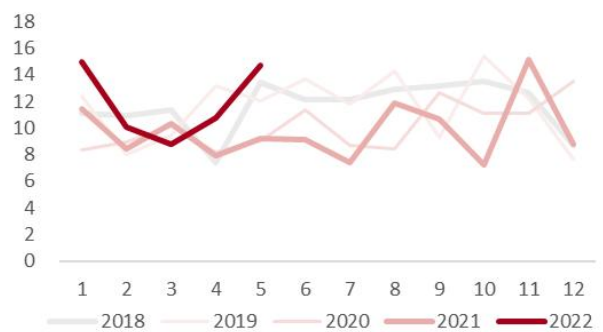
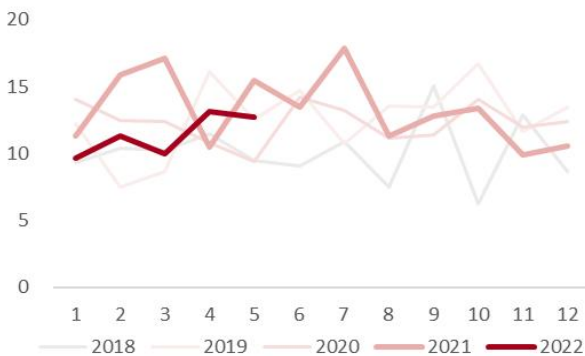


资料来源: 海关总署, 中银期货

资料来源: 海关总署, 中银期货

图表 9: 中国针叶浆进口主要贸易伙伴: 芬兰

图表 10: 中国针叶浆进口主要贸易伙伴: 智利 (万吨)

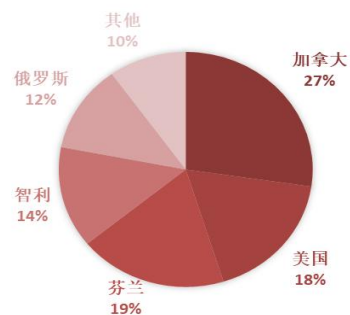


资料来源: 海关总署, 中银期货

资料来源: 海关总署, 中银期货

图表 11: 中国针叶浆进口主要贸易伙伴: 俄罗斯

图表 12: 中国针叶浆进口主要贸易伙伴 (2021 年)



资料来源: 海关总署, 中银期货

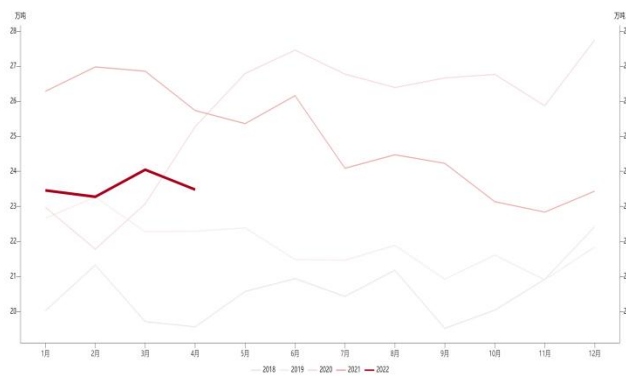
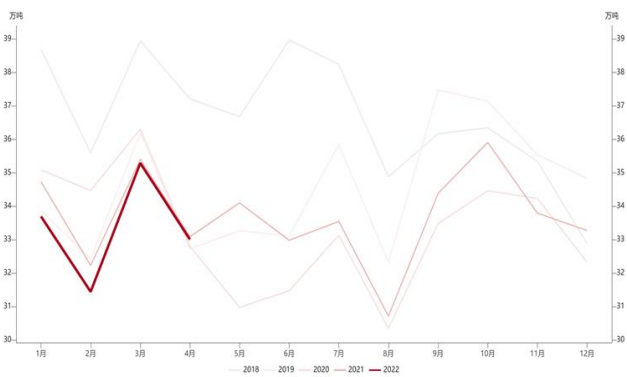
资料来源: 海关总署, 中银期货

从针叶浆主要贸易伙伴来看，加拿大 West Fraser 旗下海豚浆厂计划 6 月份停产 9 天，停产后转产本色，不再生产漂叶针。海豚浆厂年产能 38 万吨。海豚出口到中国量有限，但年产 35 万吨的漂针量一旦缺失，需要其他品牌去填补。考虑全球整体，将间接影响中国。Mercer 公司月亮浆厂 6 月进行计划内检修。据报检修之前，月亮浆厂转产了部分本色浆。北欧芬兰与往年同期差异不大，但芬宝宣布旗下 AKI 浆厂因碱炉故障被迫停产，预计 6 月对中国减少 50% 供应量。南美智利到中国的供应量达到历史较高水平；而俄罗斯则因缺少化学小料使得工厂不得不检修，依利姆针叶浆 7 月份仍将无量供应。整体来看，海外市场供应仍偏紧。

2.1.2 欧洲针叶浆库销比中性，阔叶浆库存已降至历史低位

图表 13: 欧洲针叶浆消费量季节性 (万吨)

图表 14: 欧洲针叶浆库存量季节性 (万吨)



资料来源：新闻整理，中银期货

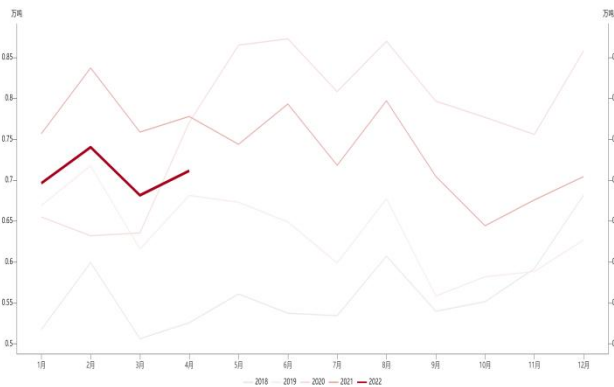
资料来源：新闻整理，中银期货

自 2019 年以来，欧洲地区针叶浆年消费量基本上保持在 400 万吨左右，变化不大。从今年已公布的数据来看，1~4 月消费量处于近几年低位，累计消费量 133.4 万吨，累计同比下降 1.5%。

库存方面，经历了 2018~2020 年的累库以及 2021 年内去库，从今年 4 月份的数据来看，处于过去五年同期中等水平。

图表 15: 欧洲针叶浆库销比季节性

图表 16: 欧洲木浆及针叶浆库存量 (万吨)



资料来源：新闻整理，中银期货

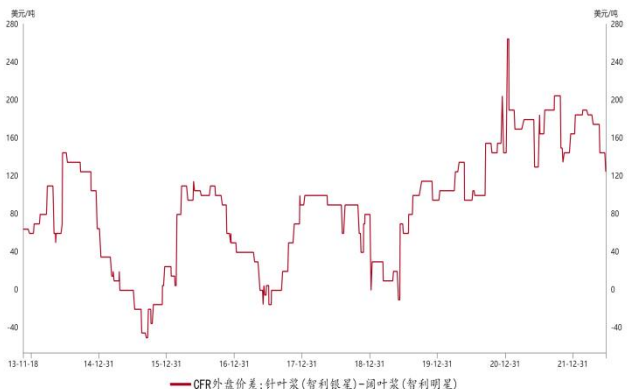
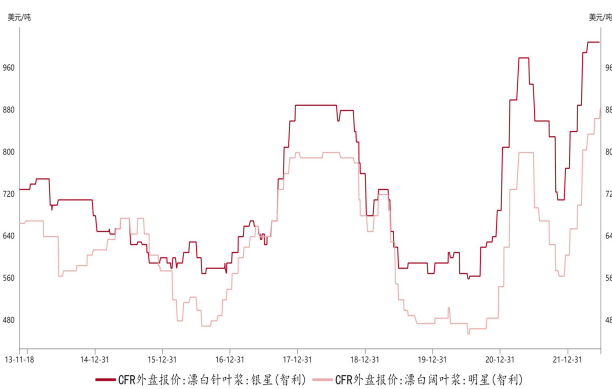
资料来源：卓创咨讯，新闻整理，中银期货

欧洲主要地区为针叶浆净进口国，港口库存量可理解为当地供应；与中国先付款再发运的贸易模式不同，欧洲为寄售制，到港后再销售。将库存量与消费量进行比较，对区域供需的评估相较更科学（譬如，高库存若对应高消费，那么高库存也是产业健康的表现）。从今年4月份库销比所处历史同期水平来看，针叶浆单一品种的供需矛盾不大。

不过，将欧洲地区木浆港口库存与漂针浆库存两相对比，可以发现，自2020年下半年以来，欧洲地区木浆整体库存持续缓慢去库，自接近200万吨已下降至100万吨水平，为近五年低位；考虑到存主要由针叶浆、阔叶浆以及少量非化学浆构成，而漂针浆库存保持在25万吨附近小幅波动，因而木浆库存的下降可能更多反映欧洲地区阔叶浆在不断去库。

2.1.3 CFR 外盘报价坚挺，进口窗口关闭

图表 17：价格：针/阔叶 CFR 中国外盘报价（美元/吨） 图表 18：价差：针阔叶 CFR 中国外盘报价（美元/吨）

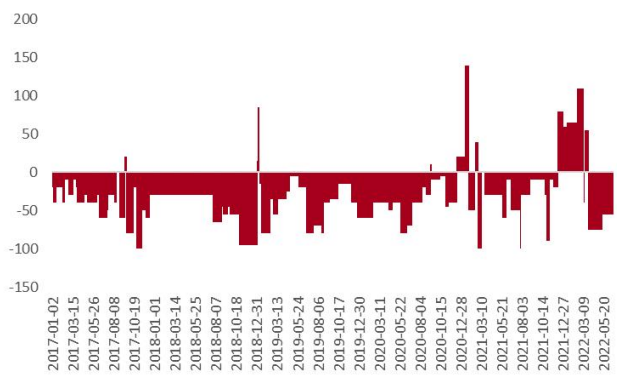


资料来源：Wind，中银期货

资料来源：Wind，中银期货

新一轮外商报价，欧洲和北美漂针浆报价上涨 50-80 美金/吨不等，至 1350- 1745 美金/吨，远高于对中国市场 1000 美金/吨的报价，所以普遍对中国市场的供应减半。阔叶浆方面，由于欧洲地区的阔叶浆库存持续下降，阔叶浆价格相较针叶浆更为坚挺。以智利银星（针叶浆）和明星（阔叶浆）对中国的 CFR 报价为例，针叶浆较阔叶浆的升水从自今年3月份以来持续收窄，由 200 美元/吨收窄至 120 美元/吨。

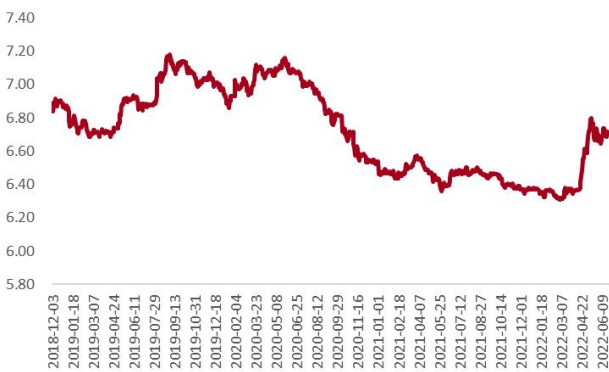
图表 19: 价差: 俄针-其他可交割品最低价 (美元/吨) 图表 20: 价差: 俄针-不可交割品 (美元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 中银期货

资料来源: 卓创资讯, 中银期货

图表 21: 汇率: 美元兑人民币



图表 22: 内外盘价差: 俄针现货-俄针船货 (元/吨)



资料来源: Wind, 中银期货

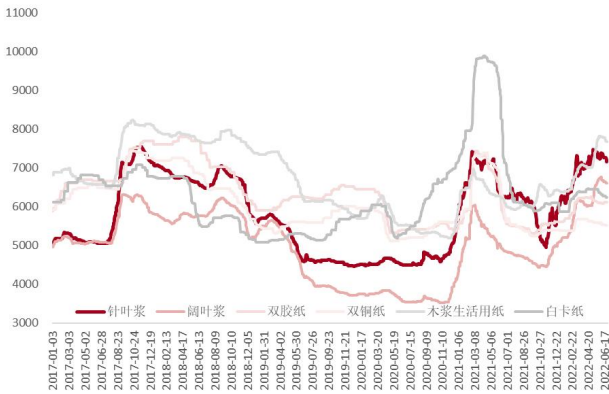
资料来源: 卓创资讯, 中银期货

相比较于其他商品浆, 不论是可交割品还是不可交割品, 俄针仍是当前美金浆市场中最便宜可交割品。由于海外欧洲等地区需求强于中国, 外盘偏强, 以及人民币汇率在 4 月下旬到 5 月上旬快速贬值, 进口窗口关闭, 将直接影响中国对海外商品浆的进口需求。从供给角度来讲, 国内可流通货源偏少的状态仍将持续。

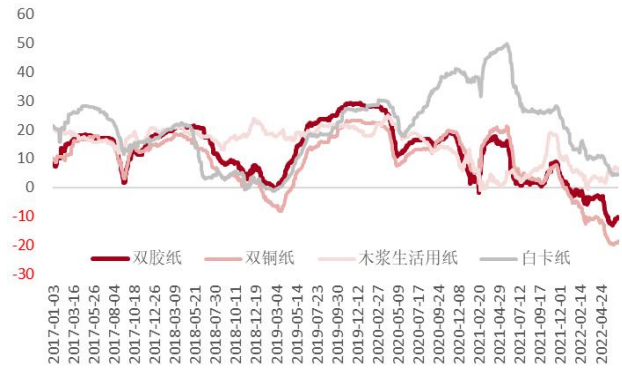
2.2 需求

2.2.1 下游原纸行业加工利润恶化，然产量累计同比反增

图表 23：产业链重要商品参考价（元/吨）



图表 24：下游原纸加工毛利率（%）



资料来源：卓创资讯，中银期货

资料来源：卓创资讯，中银期货

上游针阔叶供应偏紧，美金浆价格不断上调，对应人民币进口成本抬升。下游原纸板块尽管多次抬价，但原纸板块加工毛利润持续走差，表明下游涨价更多源于成本端被动推动而非终端需求。今年上半年双胶纸、双铜纸等文化纸板块毛利润由正转负，进入“面粉比面包贵”的行业状态；白卡纸也从 2021 年 40% 左右的高毛利率水平快速滑落至 10% 以内；生活用纸毛利润低位徘徊，在 5 月份后有所改善。

回顾过去五年，下游原纸也曾经历过毛利润变差的情况，但一是几乎没有亏损的情况，二是低毛利润区域持续的时间较短。

图表 25：原纸产量一览

日期	双胶纸	同比	双铜纸	同比	生活纸	同比	白卡纸	同比	总产量	同比
2022-01	74	4%	42	4%	61	-21%	84	5%	260	-3%
2022-02	66	7%	39	4%	48	-22%	83	4%	235	-2%
2022-03	85	13%	44	4%	61	15%	92	12%	282	12%
2022-04	75	-3%	33	-5%	51	11%	90	24%	249	8%
2022-05	68	-2%	35	17%	58	17%	91	39%	252	18%
累计同比	4%		4%		-3%		16%		6%	

注：生活纸指木浆制生活用纸，不包括竹浆等非木浆原料所制的成品。

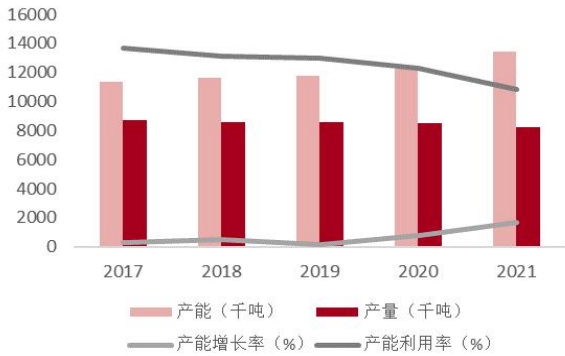
资料来源：卓创资讯，中银期货

不过，尽管今年上半年加工利润持续、快速走差，但并未看到行业整体性减产行为：1~5 月份原纸总产量 1~5 月累计同比增长 6%。其中，仅生活用纸的产量累计同比为负，双胶纸、双铜纸等文化纸以及白卡纸的累计同比仍为正。

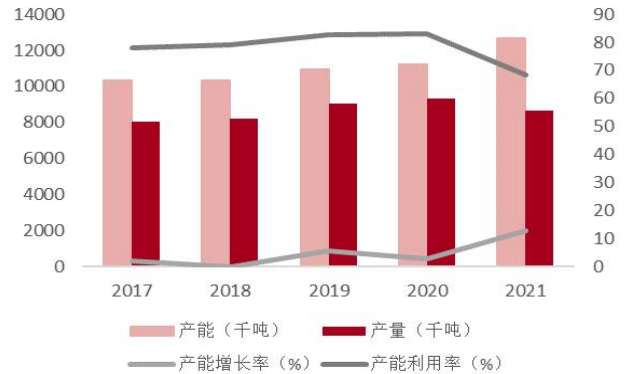
为何毛利润快速走差，下游对原料“随用随买”，但行业整体并未通过减产来修复加工利润？

2.2.2 产能投放周期，下游部分板块竞争“白热化”

图表 26：双胶纸产能产量



图表 27：白卡纸产能产量



资料来源：卓创资讯，中银期货

资料来源：卓创资讯，中银期货

公开数据显示，2021年，双胶纸、白卡纸占木浆消费比例分别为23%、26%。从近五年双胶纸、白卡纸的产能增速来看，处于产能扩张期，但产量并未发生同比增长，致使产能利用率在2020年下滑明显。

产能周期受加工利润影响，2017年以来终端消费增速快于加工企业，给出较长周期的行业利润，从而激励企业新增产能。在产能不存在瓶颈的情况下，产量受制于终端消费。随着终端消费下滑，企业库存累积，进而倒逼企业降开工以控制产量。

原纸行业属于加工环节，新增产能投放后，通常加工成本更优；而老产能则已逐步收回前期固定投资成本。下游行业竞争加剧，加工利润不断测试新低，在没有出现产能退出前，预计对整体木浆的需求中期仍偏刚性。

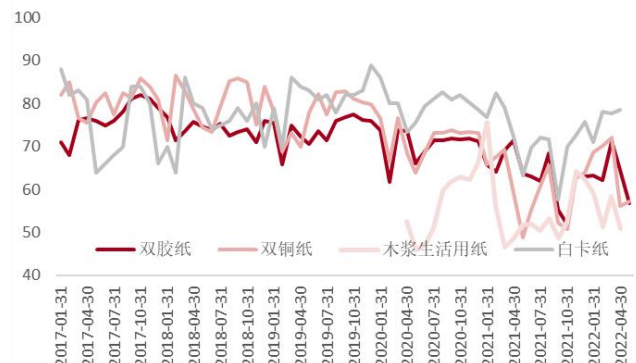
2.2.3 下游整体库存高位，关注“负反馈”拐点

图表 28：原纸行业库存 (万吨)



资料来源：卓创资讯，中银期货

图表 29：原纸行业开工 (%)



资料来源：卓创资讯，中银期货

当前来看，基于数据的可获得性，除木浆生活用纸企业库存由增转降（替代品竹浆生活用纸企业库存也高位回落）外，双胶纸、双铜纸等文化用纸以及白卡纸的企业和社会库存仍在继续上升，暂未看到库存拐点，绝对水平处于近五年来历史高位。如果终端需求无法有效消化，预计将逐渐对上游形成“负反馈”：加工环节加工利润进一步恶化，进而倒逼边际产能减产以平衡供需。“负反馈”发生的时间拐点需要进一步跟踪，一旦下游原纸加工企业减产，将减少对原料针阔叶浆的需求。

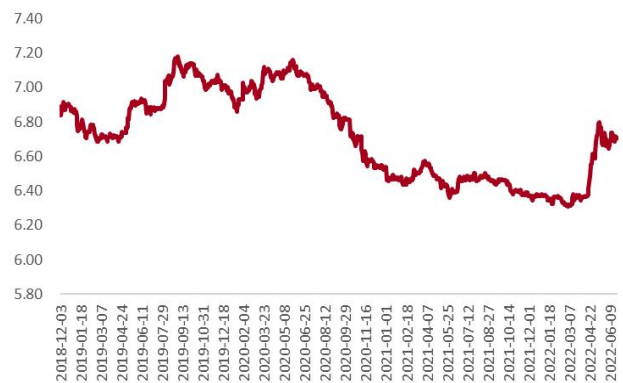
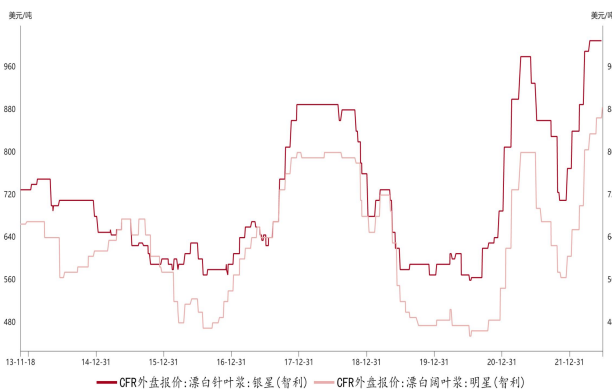
3. 基本面总结与前瞻

上半年，针叶浆产业链运行逻辑总结如下：

供应：（1）木浆进口整体偏低，针叶浆占比进一步下降；（2）欧洲针叶浆库销比中性，阔叶浆库存已降至历史低位；（3）CFR 外盘报价坚挺，进口窗口关闭。

需求：（1）下游原纸行业加工利润恶化，然产量同比反增；（2）下游产能投放周期，部分板块竞争“白热化”；（3）下整体库存高位，关注“负反馈”拐点。

图表 30：价格：针/阔叶 CFR 中国外盘报价（美元/吨） 图表 31：汇率：美元兑人民币



资料来源：Wind，中银期货

资料来源：Wind，中银期货

对于今年下半年，我们预计国内纸浆价格仍将受到美金浆较强支撑。一是全球来看，能源成本上抬吞噬海外浆厂利润空间，整体供应仍将偏紧；二是即使海外供应出现改善，考虑到中国与欧洲的区域性价差，货源将优先满足欧洲而非中国；三是即使区域性价差调整，由于对华的贸易方式是先成交再发货（欧洲则是先发货再成交），考虑船期后，预计国内针叶浆供应难以在今年三季度前能有效改善。

另一方面，国内下游企业加工利润走差不容忽视，尽管需求相较供应而言为慢变量，不过，美联储进入“缩表”周期，当浆价处于历史高位区域时，市场交易焦点易由供应端转向需求端。故除非供应端紧张局面进一步恶化或人民币汇率超预期贬值，否则浆价在下半年难以创出新高。

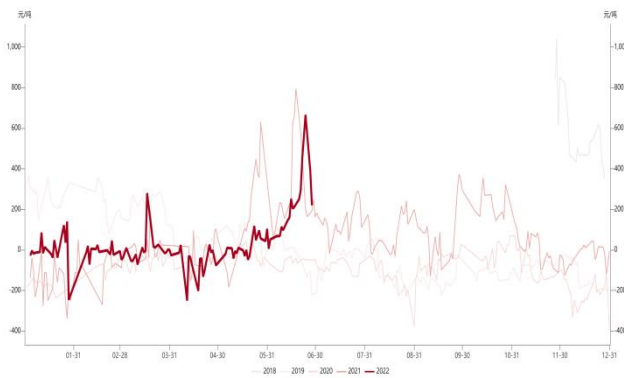
4. 策略建议

单边策略。纸浆下方受海外美金船货成本支撑，低于进口成本越多，做多安全边际越大；上方则受下游加工利润恶化、纸品库存累积等因素压制，静态来看，今年上半年高点为压力位，动态估值变化建议关注后续高频报告。

期限策略。期限结构指的是现货、期货近月、期货远月之间的价差结构，策略包括期货与现货的基差套利以及期货近远月跨期套利机会。

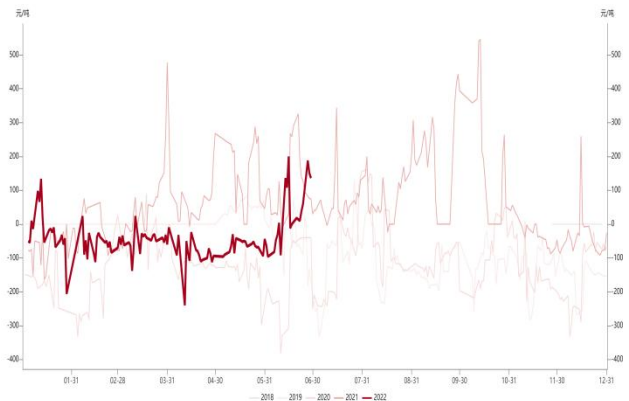
若近月贴水现货过多，考虑到国内整体货源偏紧，可进行期现反套操作，即买入期货卖出现货（对现货渠道要求较高）；或月间正套，即买入近月合约卖出远月合约。主逻辑为交易基差回归，验证指标为期货库存是否发生去库。

图表 32：基差：主力合约（元/吨）



资料来源：上期所，卓创资讯，中银期货

图表 33：价差：连续-活跃（元/吨）



资料来源：上期所，中银期货

5. 风险提示

主要贸易伙伴生产情况、海外物流等；美联储加息节奏预期差等。

免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，我司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归我司所有，未获得我司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得我司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“中银期货”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

我司可发出其他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应编写分析师的不同设想、见解及分析。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中银期货，或任何其附属或联营公司的立场。我司以往报告的内容及其准确程度不应作为日后任何报告的样本或担保。本报告所载的资料、意见及推测仅反映编写分析师于最初发布此报告日期当日的判断，可随时更改。

中银期货版权所有。保留一切权利。

中银国际期货有限责任公司

中国上海浦东
世纪大道 1589 号
长泰国际金融大厦 901 室
邮编 200122
电话: 61088088
传真: 61088066
客服热线: 400 8208899

相关关联机构:

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200120
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

中银国际证券有限公司

中国香港
花园道 1 号
中银大厦 20 楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513