

轻工制造

纸浆期货专题一：当前时点判断 2019 年浆价涨跌为时尚早

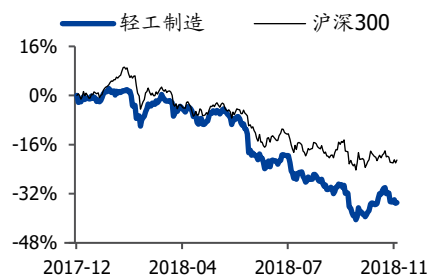
新上市期货品种涨跌易受情绪控制。11月26日纸浆期货上市，当天跌停，夜盘继续跌停，第二个交易日延续下跌趋势。我们认为，这个对未来现货价格的预期，也只是基于当前基本面情况和当前市场情绪来做的判断，以此来判断未来现货基本面该如何走，为时尚早。一方面对于刚上市，交割日偏远期的品种，期货价格的波动更多反应的是情绪面，这个情绪一方面受近期大宗商品期货走弱的影响，另一方面受到当前时点现货港口库存偏高，纸厂需求持续偏弱的影响，加之市场对纸厂需求偏弱的现象与今明两年消费增速下滑的预期相互印证，更加让市场认为纸厂需求走弱将在明年延续下去。期货价格走弱，对于当下二级市场投资的意义在于，充分反应了市场对于2019年下半年木浆价格的极度悲观预期。这个预期反映在投资策略就是规避木浆生产企业，布局木浆成本企业。

为何写这篇报告？ 我们的观点有两条：1、2019年二季度开始，纸浆现货价格将回暖；（1）2019年商品浆新增产能有限，且全部集中在中国，晨鸣70万吨新增产能主要供其新增文化纸产能自用，且有30万吨有可能会转产溶解浆，太阳50万吨化学浆当前已转产溶解浆；（2）禁塑令有望在全球推行，纸浆纤维需求增长确定，欧美浆价持续坚挺走高；（3）巴西鸚鵡公牛两巨头正式合并，年产1700万吨阔叶商品浆巨头具备极强定价能力，针叶价格将得到支撑；（4）中国市场木浆产业链下游悲观氛围下呈现低库存格局，2019年继续降库空间不大，而补库空间较大，我们判断2019年中国市场木浆总体需求将高于2018年。2、纸浆期货上市，利好木浆成本企业，但需要分情况并加以量化。11月27日纸浆上市，SP1906 礼拜五夜盘收盘价为5046元/吨，较前一交易日收盘价下跌1.98%；现货方面，国内江浙沪地区乌针价格为5900元/吨，环比下跌6.35%，同比下跌18.06%。木浆成本企业有望因为倒挂，充分且合理地利用漂针浆期货来对自身原材料端进行套期保值，锁成本提毛利率。细分公司方面，基于计算可发现中顺洁柔相较太阳纸业来说毛利率弹性较高，其主要原因是太阳纸业有部分自建木浆产能，而外购浆占成本比重小，从而导致毛利率弹性较低。

风险提示：2019年宏观经济刺激政策力度不足，中美贸易摩擦趋势恶化，新型包装材料加速替代纸制品包装。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 丁婷婷

执业证书编号：S0680512050001

邮箱：dingtingting@gszq.com

相关研究

- 《轻工制造：纸浆期货短期出现倒挂，木浆成本型企业或受益》2018-12-02
- 《轻工制造：房地产三大数据持续降温，定制龙头逆势拓展等待春天》2018-11-25
- 《轻工制造：对包装行业整合路径的思考，从草根调研看家居行业过冬百态》2018-11-11

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
600308	华泰股份		0.58	0.71	0.80	0.88	7.7	6.3	5.6	5.1
002511	中顺洁柔		0.46	0.34	0.43	0.54	18.6	25.1	19.9	15.8
002078	太阳纸业		0.78	0.97	1.14	1.28	7.7	6.2	5.3	4.7

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 数据均来自 Wind 一致预期



内容目录

一、新上市期货品种涨跌易受情绪控制.....	3
二、为何写这篇报告?	4
2.1 我们为什么判断 2019 年二季度纸浆现货价格将出现回暖	4
2.2 纸浆期货上市, 利好木浆成本企业, 但需要分情况并加以量化	7
三、风险提示	8

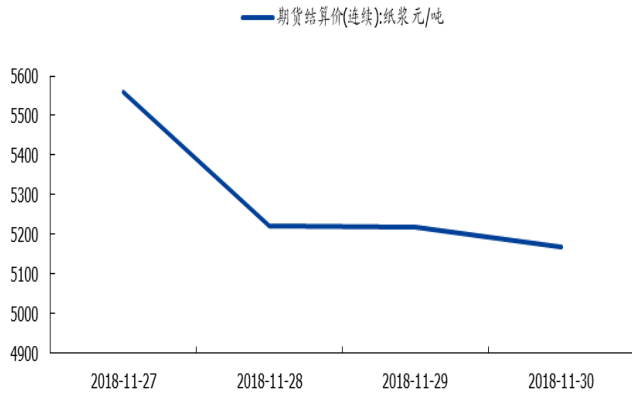
图表目录

图表 1: 期货结算价(连续):纸浆	3
图表 2: 期货持仓量:纸浆	3
图表 3: 青岛港木浆库存统计 (单位: 千吨)	3
图表 4: 机制纸及纸板产量	4
图表 5: 社零消费	5
图表 6: 出口贸易金额	5
图表 7: 铜版纸价格变化趋势 (元/吨)	5
图表 8: 双胶纸价格变化趋势 (元/吨)	5
图表 9: 箱板纸价格变化趋势 (元/吨)	5
图表 10: 瓦楞纸价格变化趋势 (元/吨)	5
图表 11: 白卡纸价格变化趋势 (元/吨)	5
图表 12: 白板纸价格变化趋势 (元/吨)	5
图表 13: 国内生产总值	7
图表 14: 以期货稳定针叶浆成本端的毛利率弹性测算	8

一、新上市期货品种涨跌易受情绪控制

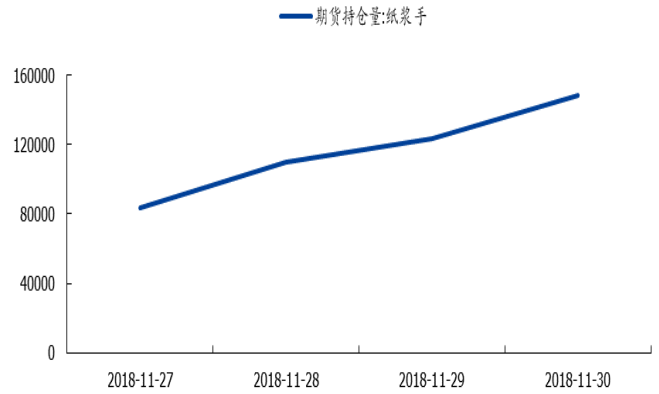
11月26日纸浆期货上市，当天跌停，夜盘继续跌停，第二个交易日延续下跌趋势。品种期货虽然是反应未来现货价格预期的工具，但我们认为，这个对未来现货价格的预期，也只是基于当前基本面情况和当前市场情绪来做的判断，以此来判断未来现货基本面该如何走，为时尚早。

图表 1: 期货结算价(连续):纸浆



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

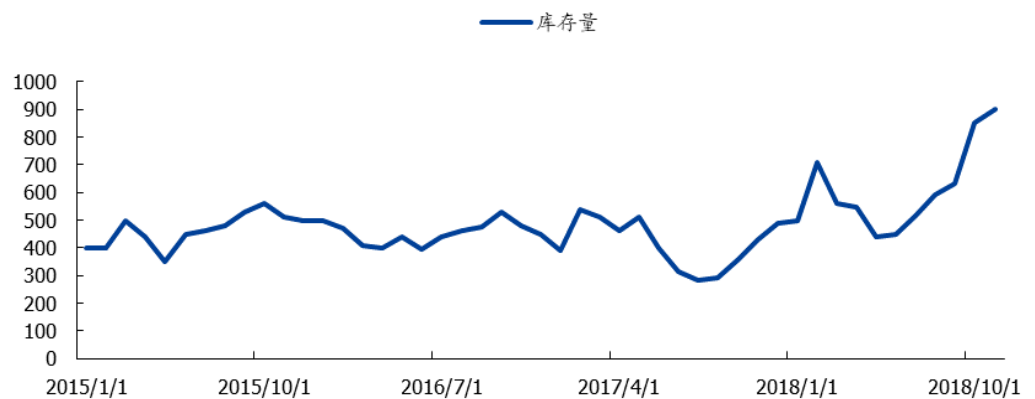
图表 2: 期货持仓量:纸浆



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

对于刚上市，交割日偏远期的品种，期货价格的波动更多反应的是情绪面，这个情绪一方面受近期大宗品期货走弱的影响，另一方面受到当前时下现货港口库存偏高，纸厂需求持续偏弱的影响，加之市场对纸厂需求偏弱的现象与今明两年消费增速下滑的预期相互印证，更加让市场认为纸厂需求走弱将在明年延续下去。既然纸厂需求持续走弱，就可以认为明年浆的需求也会弱，价格一定会下跌。这似乎成为市场共识，也在会放大预期的期货市场跌停中得到了体现。

图表 3: 青岛港木浆库存统计(单位:千吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

期货价格走弱，对于当下二级市场投资的意义在于，充分反应了市场对于 2019 年下半年木浆价格的极度悲观预期。这个预期反应在投资策略就是规避木浆生产企业，布局木

浆成本企业。

二、为何写这篇报告？

如果仅仅是上述结论，那么本篇报告将毫无意义。

我们的观点有两条：

- 1、2019年二季度开始，纸浆现货价格将回暖；
- 2、纸浆期货上市，利好木浆成本企业，但需要分情况并加以量化。

2.1 我们为什么判断 2019 年二季度纸浆现货价格将出现回暖

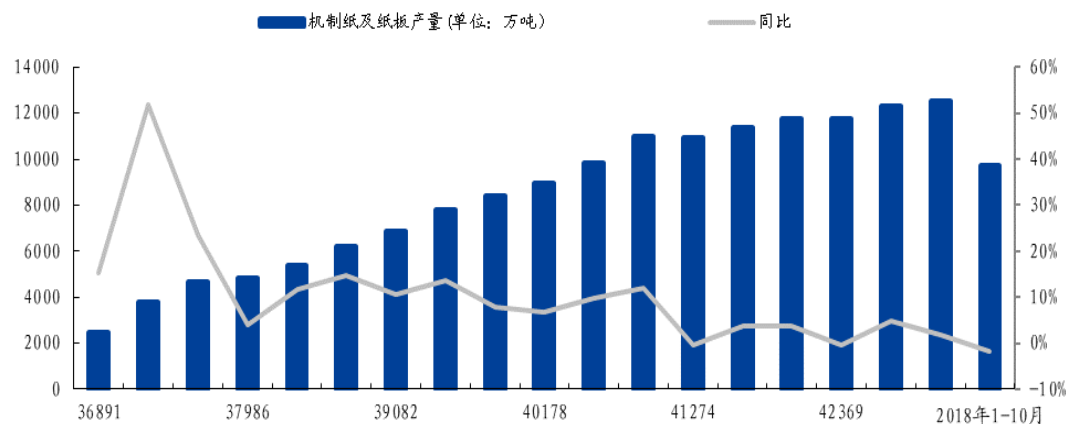
为什么我们判断 2019 年二季度纸浆现货价格将出现回暖。先要找到今年纸浆价格走弱的原因。

是因为下游造纸行业供需恶化，纸价开始进入下跌通道压制浆价吗？不是。

2018 年造纸产业链供需并未恶化，而是持续改善。今年纸厂表观需求偏弱，是因为下游渠道及生产企业库存降低所致。

供给端，我们能够获取的确凿的量化数据是新增产能投放，文化纸太阳 20 万吨 4 月初投产，晨鸣 100 万吨年底投产，箱板瓦楞纸更有将近 1000 万吨将在今明两年陆续投放。但供给端不只有新增产能投放这一个维度，落后产能关停淘汰，中小纸企由于今年盈利下滑导致的开工率下滑幅度均无法量化，因此我们无法判断供给到底是增加了还是减少。所以我们单纯从新增产能投放这个维度来判断今年或者明年供给有增加，不够严谨。那么今年实际供给有增加吗？从相对滞后的产量数据来看，2018 年 1-10 月机制纸与纸板总产量为 9735.3 万吨，同比去年下滑 1.7%，这个产量实际是真实投放到市场的量，是真实供给，今年同比实际是下滑的。

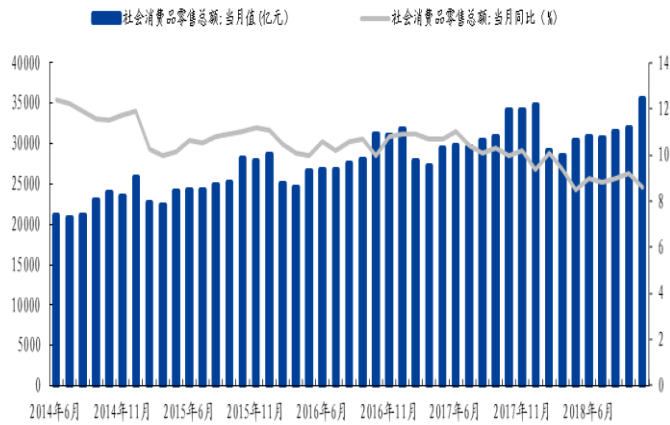
图表 4：机制纸及纸板产量



资料来源：Wind，国盛证券研究所

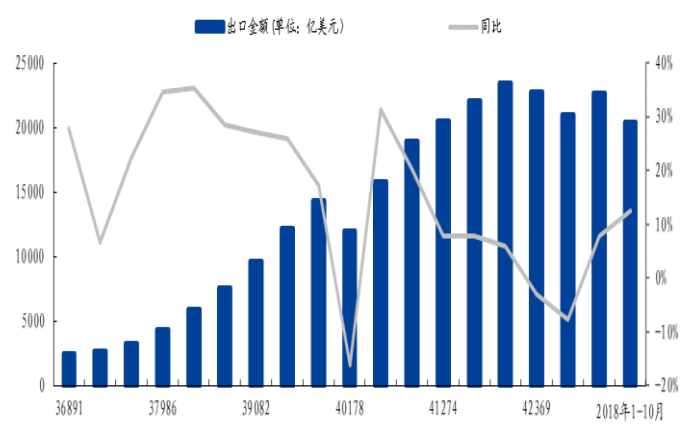
需求端，由于造纸是实体经济的配套行业，广泛运用于生产经营，生活以及商品流通的各个环节，终端需求与社会零售总额以及商品出口呈正相关关系。数据上来看，今年 1-10 月出口贸易金额总量为 2.04 万亿美元，同比上升 12.6%，增速较 2017 年同比上升 5.5 个百分点，社零消费总额 31 万亿，同比增长 9.2%，增速较 2017 年同期下滑 1.1 个百分点。该两项数据增速均为正，如何能说明今年需求出现了下滑？

图表 5: 社零消费



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 出口贸易金额



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

供给增速为负，需求增速为正，行业实际供需今年持续改善，但为何今年纸厂库存压力如此大，以致于多次提价进程夭折？

这里牵涉一个重要概念，即纸厂需求究竟是什么。不是终端需求，而是下游的购买力，可分解成终端消耗及下游各环节的库存变化。既然终端需求没有下滑，那么造成纸厂需求下滑的真实原因理论上则只有下游各环节库存降低这一条。

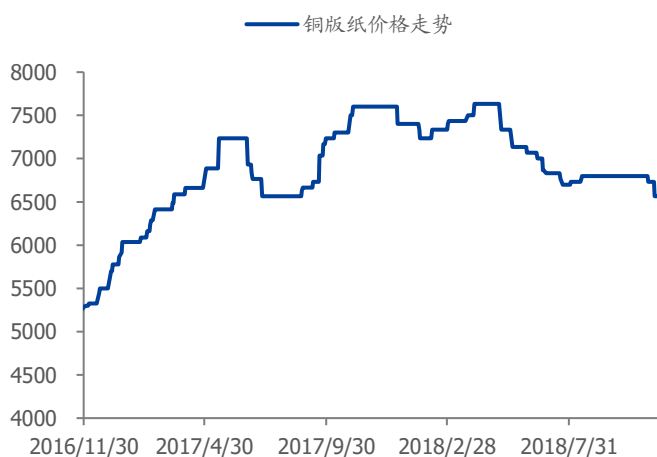
下游去库，去的是风险和泡沫，降低的是未来进一步去库的空间，增加的却是预期转好时的补库空间。

我们为什么判断明年二季度会回暖？

因为我们判断第一个下游补库时点将出现在明年二季度。先要从今年下游降库存的原因说起。

首先，今年纸张价格整体处于历史高位，而且这种高价现象是近几年以来的第一次，得到下游普遍认可还需时日。高价格中，下游对价格继续上涨的预期减退，下跌预期增强，纸张的投资品属性衰退导致购买力下降。

图表 7: 铜版纸价格变化趋势 (元/吨)



资料来源: 纸业联讯, 国盛证券研究所

图表 8: 双胶纸价格变化趋势 (元/吨)



资料来源: 纸业联讯, 国盛证券研究所

图表 9: 箱板纸价格变化趋势 (元/吨)



资料来源: 纸业联讯, 国盛证券研究所

图表 10: 瓦楞纸价格变化趋势 (元/吨)



资料来源: 纸业联讯, 国盛证券研究所

图表 11: 白卡纸价格变化趋势 (元/吨)



资料来源: 纸业联讯, 国盛证券研究所

图表 12: 白板纸价格变化趋势 (元/吨)



资料来源: 纸业联讯, 国盛证券研究所

其次, 从原材料属性来看, 造纸下游的包装印刷行业多为中小型民营企业, 其有两个特征, 即社会融资渠道对其不够友好, 其二是企业运营规范成本低。这些企业主, 普遍担心明年整体情况加速恶化, 且对明年可能的税费政策规范后使其总体运营成本增加产生担忧。简单来说, 部分下游企业担心明年开工会亏损。因此当前其经营策略必然是降低货物库存, 回笼现金, 缩小经营规模, 准备过节 (春节)。

为什么会是 Q2 而不是传统补库时点的节前?

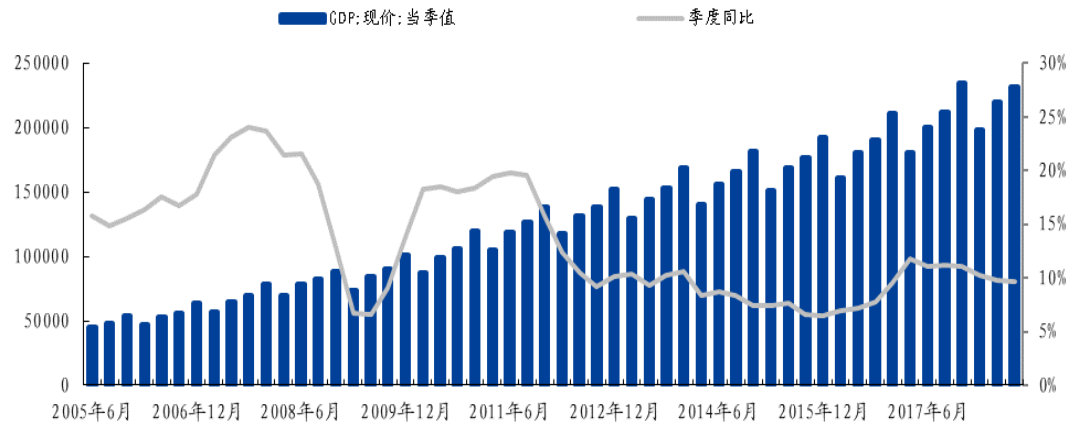
按常理推断, 每年春节前, 下游都会有一轮备货行情, 以迎接开春后的订单, 当前库存低位, 节前备货补库力度理应较大, 但我们判断, 真正的补库行情难以在节前兑现, 因为下游就是由于看空明年整体情况, 才会有当前偏淡的购买情绪, 这种谨慎的态度将使得下游较难做出提前大面积备货的动作, 节前备货行情不会太强。

而节后的补库将分为两个阶段。

首先, 我们需要清楚, 造纸在众多大宗商品中特有的消费属性, 决定其终端需求波动平稳, 节后订单逐步释放, 将在一定程度上修正下游极度悲观情绪, 第一阶段开始刚需补库, 价格将趋稳回暖。但要解决根本问题, 仍需要彻底扭转下游经营信心不足的现状。当前产业悲观氛围下, 结合 2018 年 Q1 的较高基数, 我们有一个重要判断, 即 2019 年 Q1, 宏观经济指标将表现较差, 二季度政府极其有望出台相关利好民营中小经济的相关政策, 以激发经济活力, 而造纸产业链表现较弱的症结恰在此处——下游民营主体经营

信心不足，相关政策若能使其恢复信心，结合当前低库存现状，新一轮补库周期有望开启，起点应在 Q2。

图表 13: 国内生产总值



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

再从纸浆总体供需和竞争格局基本面来分析。

- 1、2019 年商品浆新增产能有限，且全部集中在中国，晨鸣 70 万吨新增产能主要供其新增文化纸产能自用，且有 30 万吨有可能会转产溶解浆，太阳 50 万吨化学浆当前已转产溶解浆；
- 2、禁塑令有望在全球推行，纸浆纤维需求增长确定，欧美浆价持续坚挺走高；
- 3、巴西鹦鹉公牛两巨头正式合并，年产 1700 万吨阔叶商品浆巨头具备极强定价能力，针叶价格将得到支撑；
- 4、中国市场木浆产业链下游悲观氛围下呈现低库存格局，2019 年继续降库空间不大，而补库空间较大，我们判断 2019 年中国市场木浆总体需求将高于 2018 年。

2.2 纸浆期货上市，利好木浆成本企业，但需要分情况并加以量化

国内纸浆期货已于 11 月 27 日上市，SP1906 礼拜五夜盘收盘价为 5046 元/吨，较前一交易日收盘价下跌 1.98%；现货方面，国内江浙沪地区乌针价格为 5900 元/吨，环比下跌 6.35%，同比下跌 18.06%，基差为 854 元/吨，贴水幅度高达 14.47%，体现出市场对当前经济的悲观预期；阔叶浆方面，华北布阔现货价为 5400 元/吨，现货针阔价差缩窄至 500 元/吨，而目前期货盘面已低于布阔价格，且若针叶浆价格低于阔叶浆价格，则企业的更多木浆需求会涌向针叶浆，对针叶浆价格形成一个支持，故我们预计价格短期还会小型探底，但长期会逐步回升。

若生活/文化用纸企业能抓住目前期现倒挂的局面，充分且合理地利用漂针浆期货来对自身原材料端进行套期保值，则能锁成本提毛利率，长期有利于企业长期发展，故我们基于以下假设：

- 1、太阳纸业木浆库存为 1 个月，中顺洁柔木浆库存为 2 个月；
- 2、因纸浆期货标的为针叶浆，故本次只对针叶浆进行毛利率弹性分析，而不对阔叶浆进行分析；
- 3、企业木浆采购额中的阔叶浆：针叶浆的比例为 4:6；
- 4、本次毛利率弹性数据基准为 2017 年。

基于计算可发现中顺洁柔相较太阳纸业来说毛利率弹性较高，其主要原因是太阳纸业有部分自建木浆产能，而外购浆占成本比重小，从而导致毛利率弹性较低。

图表 14: 以期货稳定针叶浆成本端的毛利率弹性测算

太阳纸业毛利率弹性		期货结算价							
		4900	5000	5100	5200	5300	5400	5500	5600
套期保值比率	10%	0.16%	0.15%	0.13%	0.11%	0.09%	0.07%	0.05%	0.03%
	20%	0.33%	0.29%	0.25%	0.21%	0.17%	0.14%	0.10%	0.06%
	30%	0.49%	0.43%	0.37%	0.32%	0.26%	0.20%	0.14%	0.09%
	40%	0.65%	0.57%	0.50%	0.42%	0.35%	0.27%	0.19%	0.12%
	50%	0.81%	0.72%	0.62%	0.53%	0.43%	0.34%	0.24%	0.14%
	60%	0.98%	0.86%	0.75%	0.63%	0.52%	0.40%	0.29%	0.17%
	70%	1.14%	1.00%	0.87%	0.74%	0.60%	0.47%	0.34%	0.20%
	80%	1.30%	1.15%	0.99%	0.84%	0.69%	0.54%	0.38%	0.23%
	90%	1.46%	1.29%	1.12%	0.95%	0.77%	0.60%	0.43%	0.26%
	100%	1.62%	1.43%	1.24%	1.05%	0.86%	0.67%	0.48%	0.29%
中顺洁柔毛利率弹性		期货结算价							
		4900	5000	5100	5200	5300	5400	5500	5600
套期保值比率	10%	0.21%	0.17%	0.14%	0.11%	0.07%	0.04%	0.01%	-0.02%
	20%	0.41%	0.35%	0.28%	0.21%	0.15%	0.08%	0.02%	-0.05%
	30%	0.62%	0.52%	0.42%	0.32%	0.22%	0.12%	0.03%	-0.07%
	40%	0.83%	0.69%	0.56%	0.43%	0.30%	0.17%	0.03%	-0.10%
	50%	1.03%	0.87%	0.70%	0.54%	0.37%	0.21%	0.04%	-0.12%
	60%	1.24%	1.04%	0.84%	0.64%	0.45%	0.25%	0.05%	-0.15%
	70%	1.44%	1.21%	0.98%	0.75%	0.52%	0.29%	0.06%	-0.17%
	80%	1.65%	1.39%	1.12%	0.86%	0.59%	0.33%	0.07%	-0.20%
	90%	1.86%	1.56%	1.26%	0.97%	0.69%	0.37%	0.07%	-0.22%
	100%	2.06%	1.73%	1.40%	1.07%	0.74%	0.41%	0.08%	-0.25%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

总结: 在全球木浆供需格局持续优化的格局下, 结合对 2019 年中国市场的整体判断, 我们对 2019 年全年木浆价格持乐观态度。我们建议市场不宜根据木浆期货上市前几日的极端价格走势, 来判断 2019 年现货价格趋势。

三、风险提示

2019 年宏观经济刺激政策力度不足。若宏观经济刺激不足, 则总体需求会下降, 对浆价形成不了一个支撑作用。

中美贸易摩擦趋势恶化。若对木浆持续加税, 则木浆的价格将会上升, 影响成本端和需求端。

新型包装材料加速替代纸制品包装。若新型包装材料种类增多, 对纸制品形成一个替代, 则对纸制品需求将会降低, 影响整体产业链。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼
 邮编：100033
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com