

## 轻工制造

### 纸浆期货专题二：交割规则设置合理，国际化有望加速

**本周纸浆情况。**本周 SP1906 周五夜盘收于 5182 元/吨，较前一交易日收盘价上涨 0.86%，较上周五上涨 0.66%；SP1909 周五夜盘收于 5028 元/吨，较前一交易日收盘价上涨 0.40%，较上周五下跌 1.06%；现货方面，国内江浙沪地区乌镇价格为 5700 元/吨，环比下跌 3.4%，同比下跌 20.8%，较年初下跌 13.6%，基差为 672 元/吨，贴水幅度为 11.79%，基差/贴水幅度均小幅降低，期货市场氛围小幅转暖；阔叶浆方面，华北布阔现货价为 5100 元/吨，现货针阔价差为 600 元/吨，较上周扩大 100 元/吨。

**观点。**

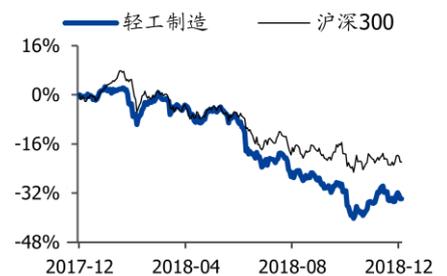
(1) 交割物设置合理，乌针、布针仅为理想最优交割品：纸浆期货的交割标为漂白针叶浆，目前上海期货交易所规定的纸浆期货可交割品牌涉及到四个国家 11 个品牌的 14 家工厂，而其中因产地、纤维含量、杂质等情况导致各个交割品牌的实际现货价格又不同，12 月 07 日国内江浙沪地区乌针/银星/北木/月亮价格分别为 5700/5700/6500/5800 元/吨，均价为 5925 元/吨，环比下跌 4.8%，同比下跌 20.5%，较年初下跌 13.6%。当下时间点纸浆期货未在二连浩特、满州里、保定等北方仓设交割库，而大部分集中在江浙沪、山东等地，加之不同纸浆产品升贴水方面会因时间点不同而发生差异，若考虑到港物流成本等因素，经我们测算，各地产品交割俄罗斯布针、乌针时至多贴水 100 元/吨，空方利用产品到期交割来进行套利的盈利空间大幅减小，故俄罗斯的布针、乌针产品仅为理论上的“最优交割品”。该合约在设计之时未对交割标的加升贴水其实已将入港运费等情况考虑在内，交割标的品牌完善。

(2) 纸浆期货流动性强，国际化有望提上日程：纸浆期货上市当天共实现成交额 269.19 亿元，目前日均交易额 605.94 亿元，总排名第 9，上期所期货品种中排名第 6。纸浆期货有望成为继原油、铁矿石、PTA 后的另一个国际化的期货品种。

**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

- 1、《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》2018-12-03
- 2、《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
- 3、《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

#### 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
002511	中顺洁柔		0.46	0.34	0.43	0.55	19.3	26.2	20.7	16.2
600308	华泰股份		0.58	0.71	0.80	0.88	8.0	6.5	5.8	5.3
002078	太阳纸业		0.78	0.97	1.14	1.28	7.8	6.3	5.4	4.8

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、本周纸浆情况.....	3
二、观点.....	5
2.1 交割物设置合理，乌针、布针仅为理想最优交割品.....	5
2.2 纸浆期货流动性强，国际化有望提上日程.....	7
三、风险提示.....	8

## 图表目录

图表 1: 纸浆期货收盘价.....	3
图表 2: 纸浆期货交易量和持仓量.....	3
图表 3: 国内外木材指数.....	3
图表 4: 进口浆 CFR 现货价.....	3
图表 5: 纸浆期现基差.....	4
图表 6: 纸浆期货合约跨期价差.....	4
图表 7: 造纸及纸制品存货.....	4
图表 8: 港口库存天数.....	4
图表 9: 包装用纸企业库存天数.....	5
图表 10: 双胶纸/铜版纸企业库存量.....	5
图表 11: 机制纸及纸板产量.....	5
图表 12: 造纸行业固定资产投资额.....	5
图表 13: 上期所规定的可交割的纸浆期货品牌.....	6
图表 14: 不同品牌针叶浆价格.....	6
图表 15: 阔叶浆各品牌差价.....	7
图表 16: 点价流程.....	7
图表 17: 纸浆期货交割仓库（单位：万吨）.....	7
图表 18: 指定交割仓库分布.....	7
图表 19: 纸浆期货成交额.....	8

## 一、本周纸浆情况

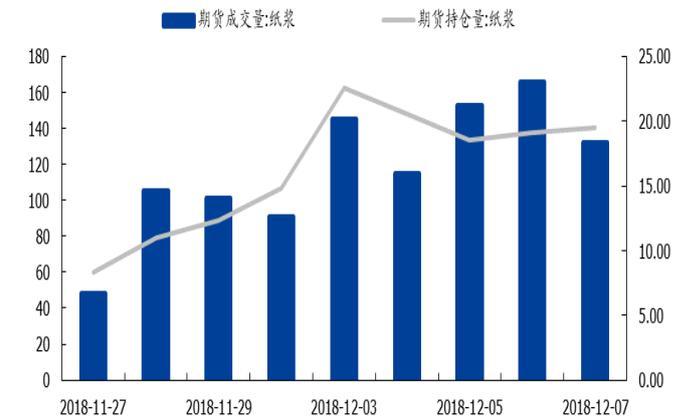
本周 SP1906 周五夜盘收于 5182 元/吨，较前一交易日收盘价上涨 0.86%，较上周五上涨 0.66%；SP1909 周五夜盘收于 5028 元/吨，较前一交易日收盘价上涨 0.40%，较上周五下跌 1.06%；现货方面，国内江浙沪地区乌针价格为 5700 元/吨，环比下跌 3.4%，同比下跌 20.8%，较年初下跌 13.6%，基差为 672 元/吨，贴水幅度为 11.79%，基差/贴水幅度均小幅降低，期货市场氛围小幅转暖；阔叶浆方面，华北布阔现货价为 5100 元/吨，现货针阔价差为 600 元/吨，较上周扩大 100 元/吨。

图表 1: 纸浆期货收盘价



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 纸浆期货交易量和持仓量

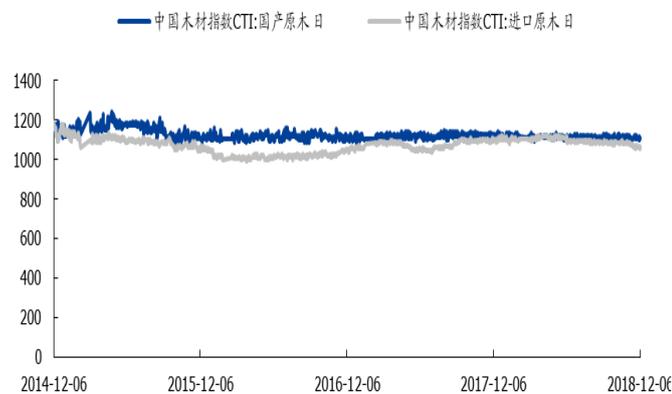


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

木材指数方面，12月6日进口原木/国产原木指数分别为 1066.92/1103.97，环比上涨 1.12%/-0.52%，同比下跌 3.12%/0.76%。

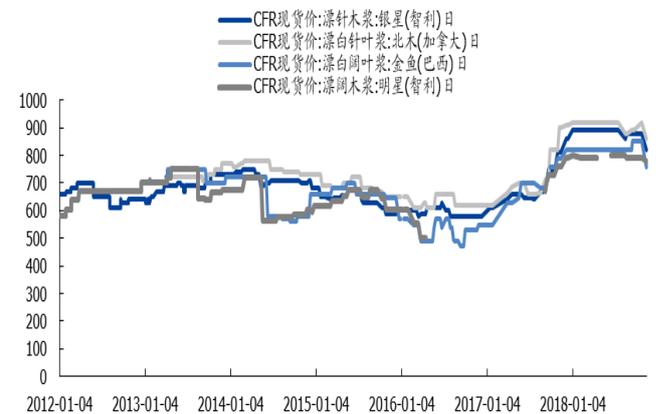
CFR 现货价方面，11月14日银星/北木/金鱼/明星 CFR 现货价分别为 820/860/760/780 元/吨，环比分别下跌 6.82%/6.52%/10.59%/1.27%，同比分别上涨 1.23%/-4.44%/-3.80%/2.63%。

图表 3: 国内外木材指数



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 进口浆 CFR 现货价

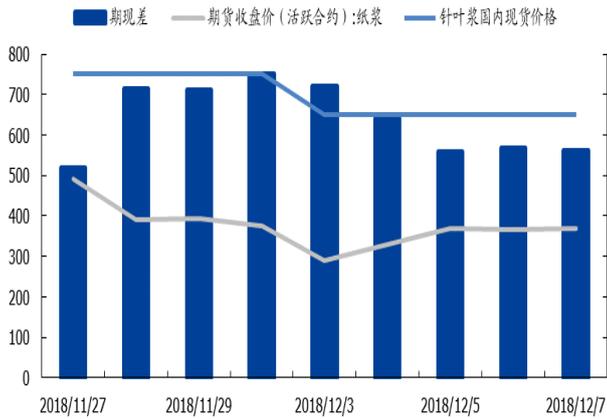


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

期现基差方面，纸浆期货近期触及 5000 元/吨心理价位，主力合约小幅反弹，基差为 562 元/吨，环比下跌 190 元/吨；06-09 价差方面，本周五收于 130 元/吨，较上周五增加

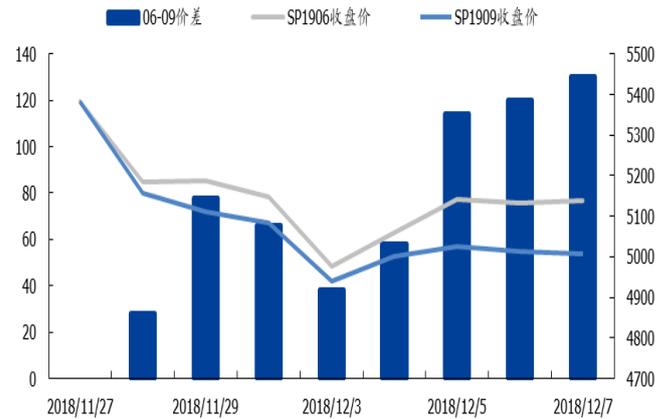
64元/吨，体现市场对未来需求预期较差。

图表 5: 纸浆期现基差



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

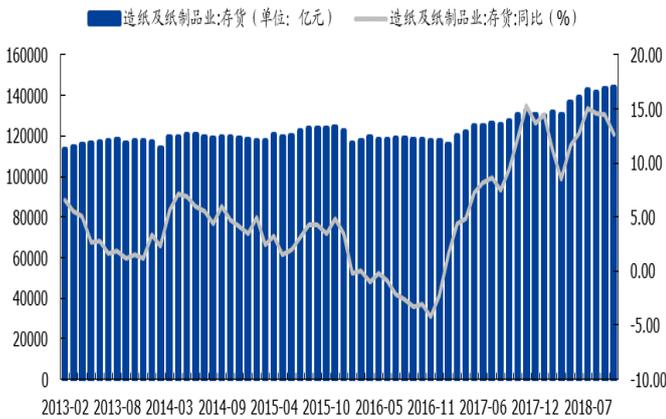
图表 6: 纸浆期货合约跨期价差



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

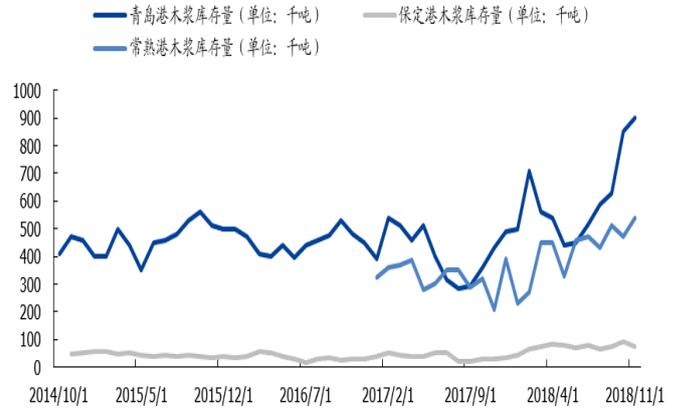
造纸及纸制品行业存货方面，2018年10月为143730亿元，环比上升0.18%，同比上升12.60%；库存方面，11月青岛港木浆库存量为90万吨，较10月份增加5万吨，增幅为5.59%；常熟港木浆库存量为54万吨，较10月份增加7万吨，增幅为15.86%；保定港木浆库存量为7.56万吨，较10月份减少1.43万吨，减少幅度为15.86%。漂针浆港口库存还处于高企状态。

图表 7: 造纸及纸制品存货



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

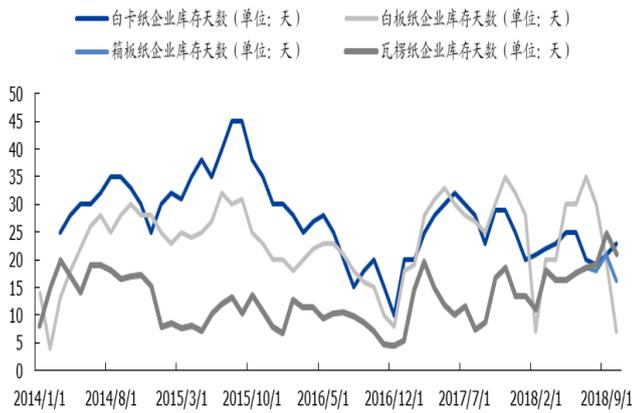
图表 8: 港口库存天数



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

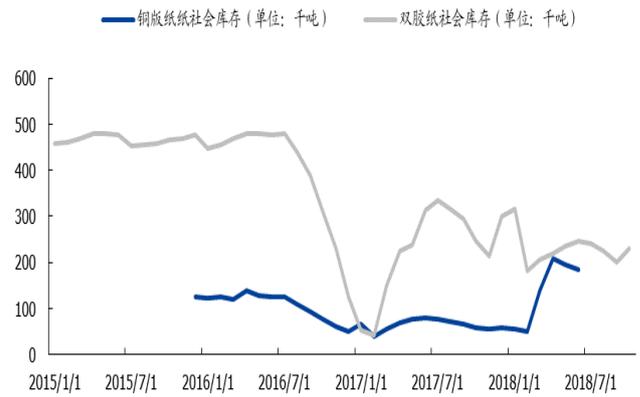
包装用纸方面，白卡纸/白板纸/箱板纸/瓦楞纸企业库存天数分别为23/7/16.2/21天，环比增加2/-13/-4.7/-3.9天，同比增加-6/-23/-0.5/4.3天。双胶纸2018年10月份社会库存量为231千吨，环比上升15.50%，同比下降6.10%，铜版纸7月份社会库存量为185千吨，环比下降5.13%，同比上升128.68%。

图表 9: 包装用纸企业库存天数



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 10: 双胶纸/铜版纸企业库存量



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

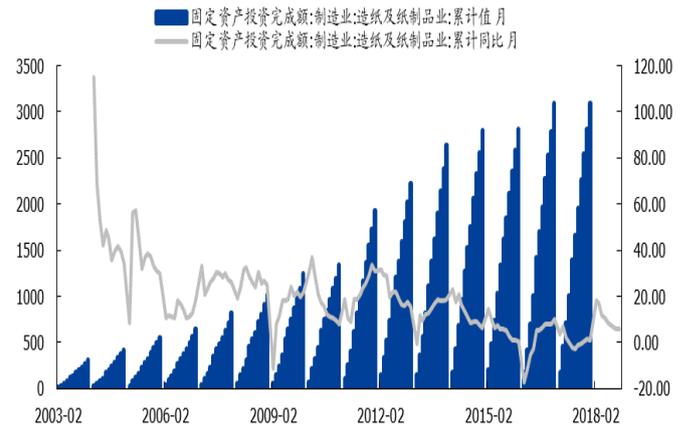
机制纸及纸板 10 月单月产量为 963.60 万吨, 环比下跌 2.66%, 同比下跌 5.80%; 机制纸及纸板 10 月累计值为 9735.30 万吨, 同比下跌 1.70%。造纸及纸制品业固定资产投资完成额 10 月累计同比增速为 5.90%, 去年同期累计增速为 0.30%。

图表 11: 机制纸及纸板产量



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 造纸行业固定资产投资额



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 二、观点

### 2.1 交割物设置合理, 乌针、布针仅为理想最优交割品

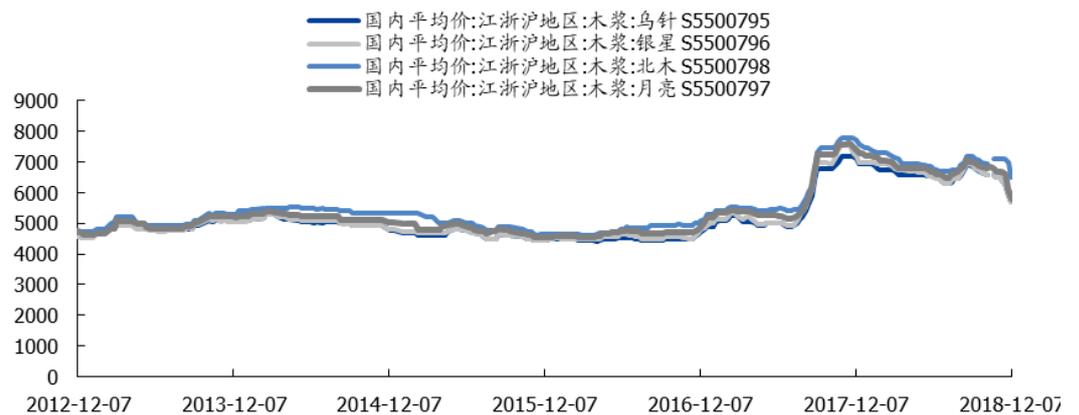
纸浆期货的交割标为漂白针叶浆, 目前上海期货交易所规定的纸浆期货可交割品牌涉及到四个国家 11 个品牌的 14 家工厂, 而其中因产地、纤维含量、杂质等情况导致各个交割品牌的实际现货价格又不同, 其中加拿大产品质量最好, 价格最高, 而俄罗斯、智利木浆品牌质量欠佳, 价格最为便宜, 12 月 07 日国内江浙沪地区乌针/银星/北木/月亮价格分别为 5700/5700/6500/5800 元/吨, 均价为 5925 元/吨, 环比下跌 4.8%, 同比下跌 20.5%, 较年初下跌 13.6%。

图表 13: 上期所规定的可交割的纸浆期货品牌

序号	国家	生产企业	品牌名称	中文参考名称
1		Cariboo Pulp & Paper Company	Cariboo	凯利普
2		Mercer International Inc.	Celstar	月亮
3	加拿大	Catalyst Paper Corporation	Crofton CKBC	金狮
4			Crofton CKHFI	雄狮
5		Nanaimo Forest Products LTD.	Harmac	马牌
6		Canfor Pulp LTD.	Northwood	北木
7	芬兰	UPM- Kymmene Corporation	UPN Conifer	芬欧
8	俄罗斯	Ilim Group Joint Stock Company	Bratsk	布针
9			Ust-Ilimsk	乌针
10	智利	Celulosa Arauco Constitucion S.A.	Arauco	银星
11		CMPC Celulosa S.A.	Pacifico	太平洋

资料来源: 上期所官网, 国盛证券研究所

图表 14: 不同品牌针叶浆价格



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

产业链中贸易商是根据“期货价格+升贴水(基差)”进行报价,即为点价,点价为现货价格。其中影响升贴水的因素有很多,如:

- 1、合约远近;
- 2、对未来行情判断;
- 3、期现交割地之间运输、仓储等费用;
- 4、期货交割品与现货交割品品质等差异。

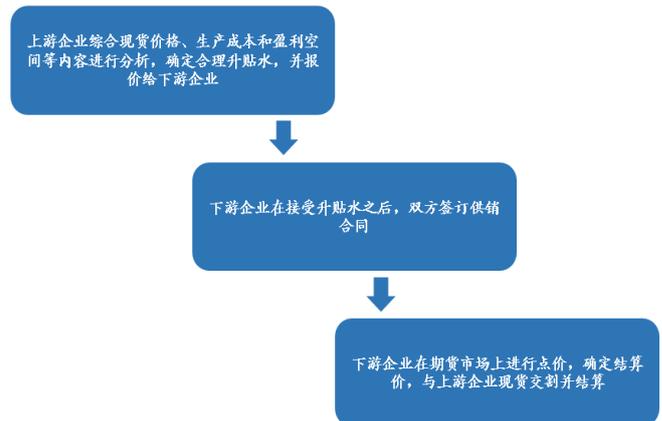
纸浆期货交割过程中不像沪铜期货对交割标的品质不同而设置升贴水,即这四个国家的11个品牌价格实行“一价定律”,不论品质优劣,均为同一价格,如若纸浆1906到期交割价为6000元/吨,在理想状况下,空方则会尽可能选择价格便宜、符合交割要求的品牌进行套利,如俄罗斯乌针;相对于买方,因每家工厂的生产线适用纸浆品牌不同,而交割时只能选择交割仓库而不能选择品牌,故未来可能会到期平仓而直接去现货市场采购所需纸浆来达到套期保值效果。

图表 15: 阔叶浆各品牌差价



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 16: 点价流程



资料来源: 一德菁英汇, 国盛证券研究所

期货交割仓库的选择一直秉持着消费地、集散地双优先的原则而设立。本次纸浆期货共制定 9 个交割仓库, 11 个存放点, 集中分布在山东、江苏、上海、浙江等地, 核定总容量为 31.5 万吨, 启用库存达 26.5 万吨。

当下时间点纸浆期货未在二连浩特、满州里、保定等北方仓设交割库, 而大部分集中在江浙沪、山东等地, 加之不同纸浆产品升贴水方面会因时间点不同而发生差异, 12 月 07 日北木与乌针/银星的现货价差均为 800 元/吨, 而在 9 月 28 日两者价差均为 350 元/吨, 升贴水波动幅度较大, 若考虑到港物流成本等因素, 经我们测算, 各地产品交割俄罗斯布针、乌针时至多贴水 100 元/吨, 空方利用产品到期交割来进行套利的空间大幅减小, 加之南方仓布针、乌针量或不足, 故俄罗斯的布针、乌针产品仅为理论上的“最优交割品”, 除去纸价快速上升, 多头逼仓的情况, 实际上几乎不可能发生集体交割布针、乌针产品。

该合约在设计之时未对交割标的加升贴水其实已将入港运费等情况考虑在内, 交割标的品牌完善, 故我们预计未来一年内该合约不会增加升贴水, 亦不会修改合约标的等内容。

图表 17: 纸浆期货交割仓库 (单位: 万吨)

编号	指定交割仓库名称	省份	核定库容	启用库容
1	上海远盛仓储有限公司	上海	1.5	1.5
2	上海象屿速传供应链有限公司	上海	1	1
3	中国外运华中有限公司	山东	5	4
4	中国供销集团南通供销产业发展有限公司	江苏	5	3
5	中储发展股份有限公司	上海	5	5
6	青岛市青银仓储物流有限公司	山东	1.5	1.5
7	青岛港国际物流有限公司	山东	5	5
8	建发物流集团有限公司	浙江、山东	3.5	3.5
9	常熟威特隆仓储有限公司	江苏	4	2
合计			31.5	26.5

资料来源: 上期所官网, 国盛证券研究所

图表 18: 指定交割仓库分布



资料来源: 一德菁英汇, 国盛证券研究所

## 2.2 纸浆期货流动性强, 国际化有望提上日程

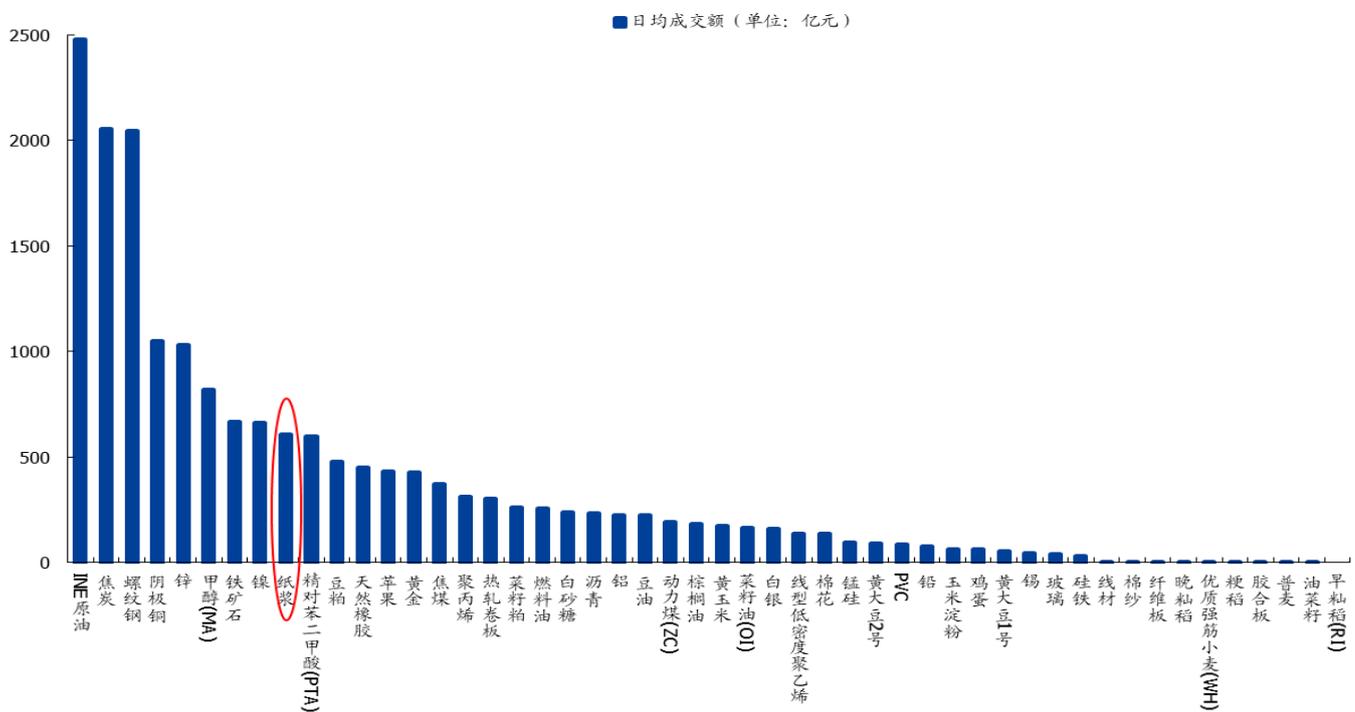
纸浆期货上市当天共实现成交额 269.19 亿元, 目前日均交易额 605.94 亿元, 总排名第

9, 上期所期货里排名第6。

纸浆期货自上市后成交额活跃, 极具流动性, 而我国受限于森林资源不足, 导致纸浆进口依赖程度过高, 细分到纸浆期货标的漂针浆的依存度更是达到了 100%。若纸浆期货能够实现国际化, 那必将有助于扩大国际定价影响, 使其期货价格成为国际漂针浆价格的“风向标”, 并更高地服务实体经济。另一方面, 国际化的期货合约能为企业提供有效地化解国际等风险, 提供优质避险工具, 有助于国内企业实践“走出去”的方针。

纸浆期货上市第一天成交额即达 269.19 亿元, 虽当天跌停, 夜盘维持日盘颓势继续跌停, 但流动性充足, 上市第一天即完成当初定下的三年的目标, 故我们预计待纸浆期货在法规、IT 技术等方面完善, 品种成熟后, 有望成为继原油、铁矿石、PTA 后的另一个国际化的期货品种。

图表 19: 纸浆期货成交额



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 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