

## 造纸行业深度研究报告

# 为何对浆价“短空长多”，短空因需求，长多为供给

## 推荐（维持）

- **木浆价格大幅下跌，中国港口高库存，木浆进口疲弱。**近期木浆价格大幅下跌，针叶浆跌幅超过阔叶浆，内外盘价格齐跌共振。内盘价格方面：针叶浆均价为4827元/吨，较2019年初高点下跌882元/吨，较去年同期下跌1804元/吨；阔叶浆均价为4666元/吨，较2019年初高点下跌826元/吨，较去年同期下跌1090元/吨。外盘价格方面：针叶浆均价为4400元/吨，较2019年初高点下跌1305元/吨，较去年同期下跌1375元/吨；阔叶浆均价为4594元/吨，较2019年初高点下跌509元/吨，较去年同期下跌483元/吨。前期贸易商在高库存背景下持续降低内盘价格去化库存，对海外浆厂订货意愿降低。5月份海外浆厂在中国需求较弱的背景下采用限产保价的方式试图稳定价格，但是随着国内库存高企叠加人民币贬值，内盘价格降低后内外盘价差缩窄，进入6月份外盘浆价出现大幅度下跌。
- **短空因需求：国内纸品消费疲弱致使进口纸浆减少。**2019年以来终端机制纸需求疲弱，导致纸厂和贸易商均积极去化自身库存，国内终端采购热情趋淡，贸易商港口库存持续走高，从而影响全球木浆产业链的需求端。中国需求疲弱是本轮木浆下跌的主要动因，2019年1-4月份中国进口纸浆量同比减少6%，中国进口作为全球木浆供需结构中需求端最主要的增量支撑，在2018年8月以后以来开始走弱，一方面，木浆系纸产销平稳增速降低，另一方面箱板瓦楞纸景气度大幅下行，替代进口废纸需求减弱。海外生产牛皮箱纸板的原料配比一般均用100%本色硫酸盐本浆挂面，用废纸浆作芯层。我国则采用40%~50%木浆与废纸挂面，用废纸浆做芯层。根据卓创资讯统计，2016年箱板纸生产过程中，木浆消耗量144万吨，2017年随着废纸进口减少，优质废纸纤维来源受限，生产箱板纸过程中木浆消耗量翻倍增长到284万吨。2018年随着箱板瓦楞纸需求疲弱，生产箱板纸过程中木浆消耗量回落至132万吨，未来随着箱板纸景气度回升，替代外废仍未木浆需求的一个主要增量。
- **长多为供给：19-20为新增产能小年，更长周期看行业整合成为主要趋势。**2019年产能投放105万吨，共计占到总产能的2.3%。相比2017-2018年产能集中投放有所减缓。更为长期的是2017年下半年以来全球木浆牛市海外浆厂并没有大幅度的新增固定资产投资，而是开启行业整合，我们认为供给端将助推木浆更长周期的持续景气。2018年3月巴西公司金鱼（Suzano）（排名第四）和鸚鵡 Fibria（排名第一）的控股股东均已同意合并一旦合并完成，合并后的金鱼-鸚鵡将拥有1100万吨产能，占据全球商品浆15-20%的市场份额，成为远高于第二大厂商APRIL(8%)的纸浆巨头，全行业市场集中度提升，大企业话语权加重。
- **纸浆期货2018年11月27日上市，纸浆价格平稳机制来临。**漂针浆期货自2018年11月27日起上市交易，交易单位10吨/手。2017年我国木浆消耗3152万吨，其中漂针浆表观消费量为815万吨，占比23.9%。纸浆期货的交割品种是漂白硫酸盐针叶木浆。国内市场所需的大量漂针浆高度依赖进口，2017年漂针浆进口813万吨，进口依存度接近100%。漂针浆市场产业链长，参与主体众多，贸易商占比大，对价格波动敏感，且漂针浆进口来源国分散，前三大进口国加拿大、美国、智利分别占比31%、20%、17%。我国木浆主要依赖进口的使用结构下，国内纸浆期货有望对价格形成稳定机制，加强国内采购商对于纸浆价格的话语权。
- **风险提示：**宏观经济大幅下行影响行业需求，纸浆行业格局发生重大变化。

### 华创证券研究所

证券分析师：郭庆龙

电话：010-63214658

邮箱：guoqinglong@hcyjs.com

执业编号：S0360518100001

证券分析师：陈梦

电话：010-66500831

邮箱：chenmeng1@hcyjs.com

执业编号：S0360518110002

联系人：葛文欣

电话：010-63215669

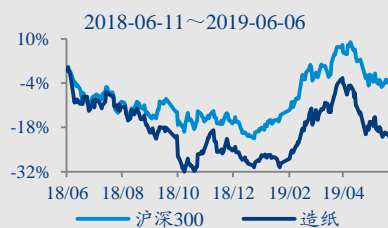
邮箱：gewenxin@hcyjs.com

### 行业基本数据

|          |          | 占比%  |
|----------|----------|------|
| 股票家数(只)  | 21       | 0.58 |
| 总市值(亿元)  | 1,323.23 | 0.23 |
| 流通市值(亿元) | 1,030.77 | 0.25 |

### 相对指数表现

|      | %     | 1M     | 6M     | 12M    |
|------|-------|--------|--------|--------|
| 绝对表现 | -7.31 | 0.1    | -22.03 | -22.03 |
| 相对表现 | -3.12 | -11.94 | -15.08 | -15.08 |



### 相关研究报告

《造纸行业跟踪报告：3月份造纸产业链库存数据出炉，国内港口库存高位震荡，废纸系库存企稳》

2019-04-20

《造纸行业跟踪报告：4月份造纸产业链库存数据出炉，国内港口库存高位回落，废纸系原纸库存大幅提升》

2019-05-15

《后外废时代废纸系演进之路：海外布局看盛衰，成本优势定生死》

2019-06-02

# 目 录

|   |    |
|---|----|
| 一、木浆价格大幅下跌，中国港口高库存，木浆进口疲弱.....              | 4  |
| 二、短空因需求：国内纸品消费疲弱致使进口纸浆减少.....               | 5  |
| (一) 需求端：机制纸需求疲弱致木浆景气度下行.....                | 5  |
| 1、中国木浆使用结构：双胶纸、铜版纸、生活用纸、白卡纸、箱板纸为木浆主要消耗..... | 5  |
| 2、驱动中国木浆使用量增长因素一：木浆系纸的产量增长.....             | 6  |
| 3、驱动中国木浆使用量增长因素二：非木浆逐渐被木浆替代.....            | 7  |
| 4、驱动中国木浆使用量增长因素三：进口废纸受限，木浆替代效应凸显.....       | 7  |
| (二) 终端需求疲弱，纸厂去库存导致木浆消耗疲弱.....               | 8  |
| 三、长多为供给：19-20 为新增产能小年，更长周期看行业整合成为主要趋势.....  | 9  |
| (一) 供给端：美国、巴西、加拿大是最大造浆国，未来巴西将有小幅产能增长.....   | 9  |
| (二) 中国国内木浆产能集中，已难有大幅度产能扩张.....              | 10 |
| (三) 19-20 年全球木浆投产趋少.....                    | 10 |
| (四) 行业重组促进全球商品浆格局进一步集中.....                 | 11 |
| 四、纸浆期货 2018 年 11 月 27 日上市，纸浆价格平稳机制来临.....   | 12 |
| (一) 纸浆期货交易规则.....                           | 12 |
| 1、纸浆期货基础资产采用“品牌+质量”的双重规定.....               | 12 |
| 2、纸浆期货交割仓库设置原则.....                         | 12 |
| 3、纸浆期货交割的包装、堆放与必备单证.....                    | 13 |
| (二) 纸浆期货提供价格稳定器，国内企业对于纸浆价格话语权加大.....        | 14 |
| 五、风险提示.....                                 | 14 |

# 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图表 1: 内外盘阔叶浆价格近期跌幅明显 .....                 | 4  |
| 图表 2: 内外盘针叶浆价格近期跌幅明显 .....                 | 4  |
| 图表 3: 国内港口木浆库存去化缓慢 .....                   | 4  |
| 图表 4: 全球厂商库存处于高位 .....                     | 4  |
| 图表 5: 2018 年木浆消耗量 3152 万吨, 同比增长 5.1% ..... | 5  |
| 图表 6: 2017 年我国木浆消费结构占比 .....               | 5  |
| 图表 7: 2018 年我国木浆消费结构占比 .....               | 5  |
| 图表 8: 2017 年各纸种消耗木浆量 .....                 | 6  |
| 图表 9: 2018 年各纸种消耗木浆量 .....                 | 6  |
| 图表 10: 消耗木浆各纸种近年来生产量逐渐增长 .....             | 6  |
| 图表 11: 消耗木浆各纸种近年来消费量逐渐增长 .....             | 6  |
| 图表 12: 我国非木浆消耗逐年降低 (单位: 万吨) .....          | 7  |
| 图表 13: 替代非木浆, 吨纸耗浆逐年增加 (单位: 吨) .....       | 7  |
| 图表 14: 2019 年 1-4 月份废纸进口量同比减少 29% .....    | 7  |
| 图表 15: 2018 年箱板纸消耗木浆量回落到 132 万吨 .....      | 8  |
| 图表 16: 2019 年以来双胶纸持续去库存 .....              | 8  |
| 图表 17: 2019 年以来铜版纸持续去库存 .....              | 8  |
| 图表 18: 2019 年 1-4 月纸浆进口量同比减少 6% .....      | 9  |
| 图表 19: 全球纸浆产量分地区变化 (单位: 万吨) .....          | 9  |
| 图表 20: 全球纸浆产量布局集中于少数国家 .....               | 9  |
| 图表 21: 纸浆前 5 大国家产能 (单位: 千吨) .....          | 10 |
| 图表 22: 19-21 年巴西产能明显增长 .....               | 10 |
| 图表 23: 中国木浆产能集中于大企业 .....                  | 10 |
| 图表 24: 中国木浆区域产能分布 .....                    | 10 |
| 图表 25: 全球厂商产能扩张计划 .....                    | 11 |
| 图表 26: 2015 全球前 16 家公司产能 (单位: 百万吨) .....   | 12 |
| 图表 27: 2015 全球各公司木浆产能格局 .....              | 12 |
| 图表 28: 我国主要港口漂针浆进口数量占比 .....               | 13 |
| 图表 29: 纸浆期货交易具体规则 .....                    | 13 |
| 图表 30: 我国漂针浆进口国分布情况 .....                  | 14 |

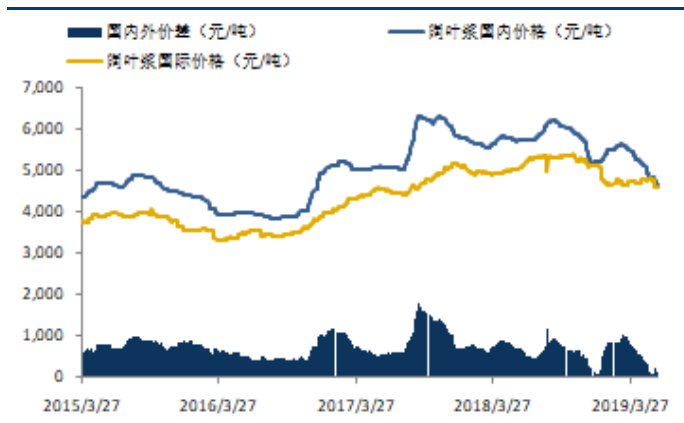
## 一、木浆价格大幅下跌，中国港口高库存，木浆进口疲弱

近期木浆价格大幅下跌，针叶浆跌幅超过阔叶浆，内外盘价格齐跌共振。内盘价格方面：针叶浆均价为 4827 元/吨，较 2019 年初高点下跌 882 元/吨，较去年同期下跌 1804 元/吨；阔叶浆均价为 4666 元/吨，较 2019 年初高点下跌 826 元/吨，较去年同期下跌 1090 元/吨。外盘价格方面：针叶浆均价为 4400 元/吨，较 2019 年初高点下跌 1305 元/吨，较去年同期下跌 1375 元/吨；阔叶浆均价为 4594 元/吨，较 2019 年初高点下跌 509 元/吨，较去年同期下跌 483 元/吨。

针叶浆与阔叶浆价差：内盘针叶浆与阔叶浆价差仅为 161 元/吨，外盘针叶浆与阔叶浆价呈现倒置，阔叶浆较针叶浆价格高 194 元/吨，内外盘价差：针叶浆现价内外盘价差为 426 元/吨，阔叶浆现价内外盘价差为 71 元/吨。

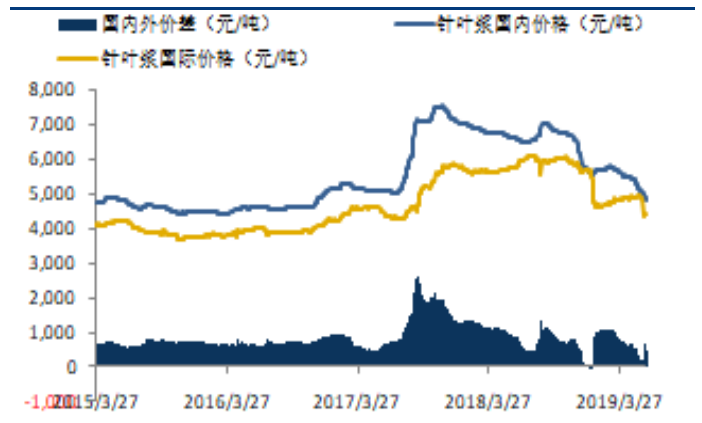
前期贸易商在高库存背景下持续降低内盘价格去化库存，对海外浆厂订货意愿降低。5 月份海外浆厂在中国需求较弱的背景下采用限产保价的方式试图稳定价格，但是随着国内库存高企叠加人民币贬值，内盘价格降低后内外盘价差缩窄，进入 6 月份外盘浆价出现大幅度下跌。

图表 1：内外盘阔叶浆价格近期跌幅明显



资料来源：Wind，华创证券

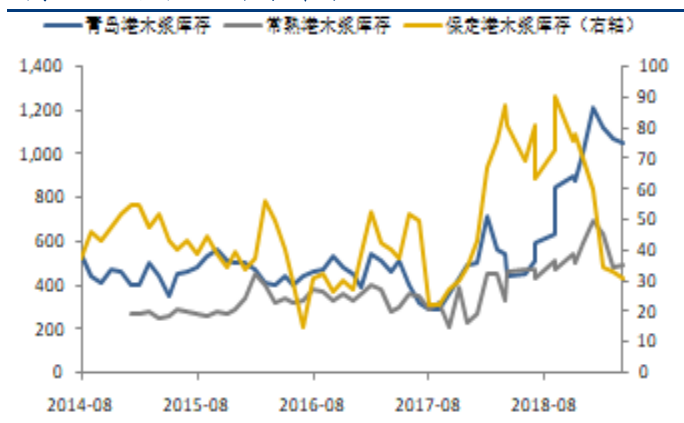
图表 2：内外盘针叶浆价格近期跌幅明显



资料来源：Wind，华创证券

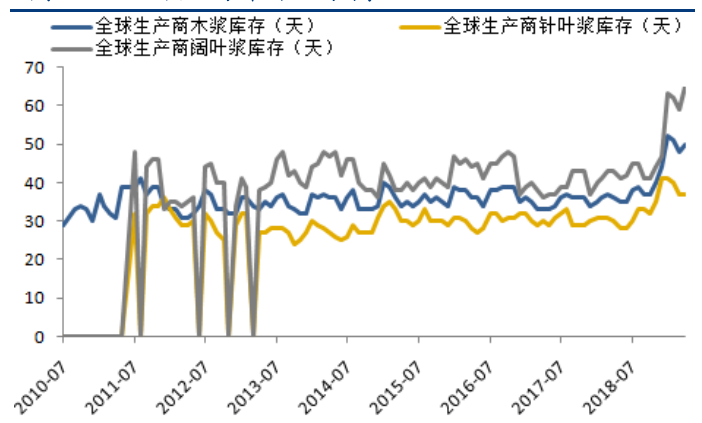
5 月底木浆港口库存，青岛港库存 105 万吨，较 4 月底减少 2 万吨；常熟港 49.4 万吨，较 4 月底增加 0.9 万吨；保定港 3.1 万吨，较 4 月底减少 0.18 万吨。在国内需求较弱的背景下，库存去化较为缓慢，淡季仍需较长时间消化。截至 2019 年 4 月底库存 50 天，较 3 月底增加 2 天，其中针叶浆厂商库存 37 天较前期有所下降，阔叶浆厂商库存 65 天，达到历史新高，较 3 月底上升 6 天。

图表 3：国内港口木浆库存去化缓慢



资料来源：Wind，华创证券

图表 4：全球厂商库存处于高位



资料来源：Wind，华创证券



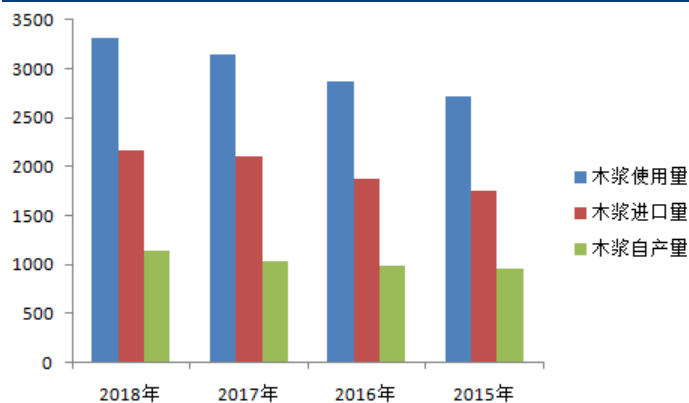
## 二、短空因需求：国内纸品消费疲弱致使进口纸浆减少

2019年以来终端机制纸需求疲弱，导致纸厂和贸易商均积极去化自身库存，国内终端采购热情趋淡，贸易商港口库存持续走高，从而影响全球木浆产业链的需求端。中国需求疲弱是本轮木浆下跌的主要动因，2019年1-4月份中国进口纸浆量同比减少6%，中国进口作为全球木浆供需结构中需求端最主要的增量支撑，在2018年8月以后以来开始走弱，一方面，木浆系纸产销平稳增速降低，另一方面箱板瓦楞纸景气度大幅下行，替代进口废纸需求减弱。

### （一）需求端：机制纸需求疲弱致木浆景气度下行

从纸品的木纤维来源看主要分为木浆、非木浆（包括芦苇浆、蔗渣浆、竹浆、稻草浆等）和废纸浆，2018年木浆消耗量为3313万吨，同比增长5.1%，非木浆610万吨，同比增长2.2%，废纸浆5444万吨，同比减少14%。在整体机制纸行业需求疲弱的背景下，仍然维持了总体木浆消耗的正增长。

图表 5：2018 年木浆消耗量 3152 万吨，同比增长 5.1%

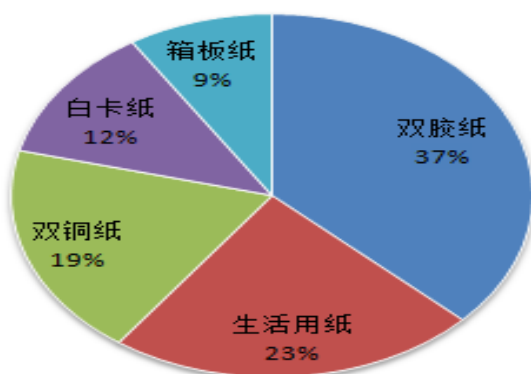


资料来源：Wind，华创证券

### 1、中国木浆使用结构：双胶纸、铜版纸、生活用纸、白卡纸、箱板纸为木浆主要消耗

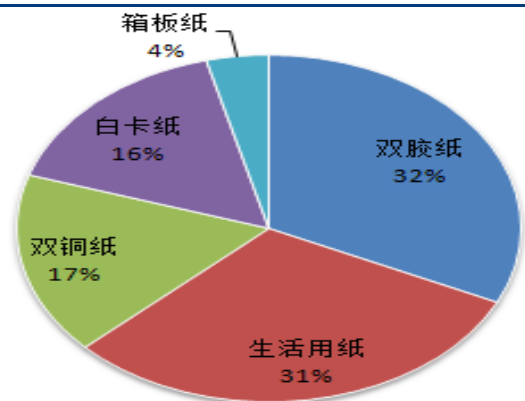
根据卓创资讯的测算，2017年我国木浆消耗结构中，双胶纸占比37%，生活用纸占比23%，铜版纸占比19%，白卡纸占比12%，箱板纸占比9%。从绝对消耗量上，双胶纸约1166万吨，生活用纸725万吨，铜版纸599万吨，白卡纸378万吨，箱板纸284万吨。2018年我国木浆消耗结构中，双胶纸占比32%，生活用纸占比31%，铜版纸占比17%，白卡纸占比16%，箱板纸占比4%。

图表 6：2017 年我国木浆消费结构占比



资料来源：Wind，卓创资讯，华创证券

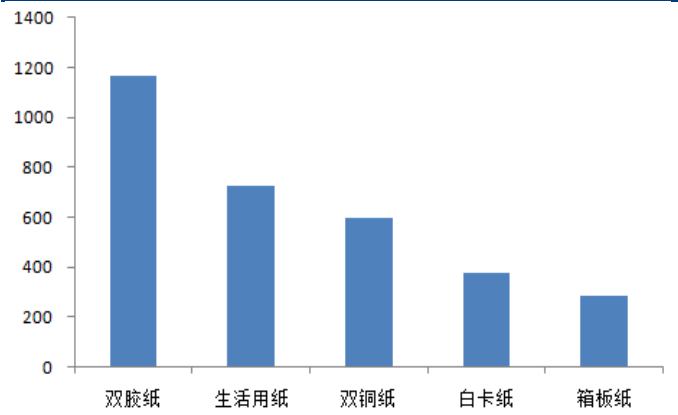
图表 7：2018 年我国木浆消费结构占比



资料来源：Wind，卓创资讯，华创证券

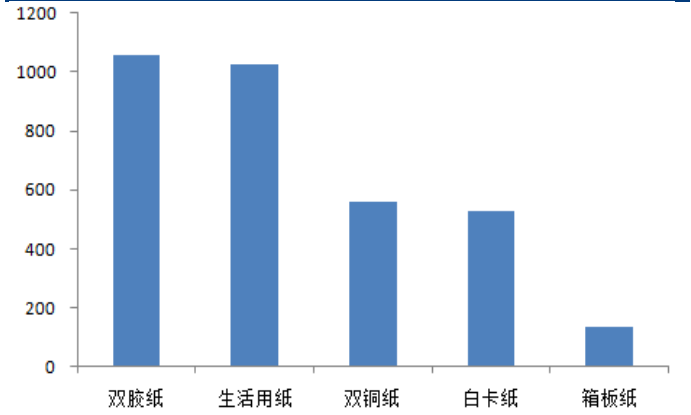
从绝对消耗量上，双胶纸约 1057 万吨，生活用纸 1024 万吨，铜版纸 562 万吨，白卡纸 528 万吨，箱板纸 132 万吨。

图表 8：2017 年各纸种消耗木浆量



资料来源：卓创资讯，华创证券

图表 9：2018 年各纸种消耗木浆量



资料来源：Wind，卓创资讯，华创证券

## 2、驱动中国木浆使用量增长因素一：木浆系纸的产量增长

2017 年双胶纸、生活用纸、铜版纸、白卡纸、箱板纸的生产量均呈现增长趋势，双胶纸的产、销量分别增长 1.13% 和 3.26%，生活用纸产、销量分别增长 4.35% 和 4.22%，铜版纸产、销量分别增长 1.5% 和 3.54%，白卡纸产、销量分别增长 0.87% 和 1.25%，箱板纸产、销量分别增长 3.47% 和 6.18%。

2018 年各个纸种特别是木浆系纸种产销稳定，其中生产端双胶纸全年产量 1750 万吨，同比减少 40 万吨，生活用纸全年产量 970 万吨，同比减少 10 万吨，铜版纸全年产量 655 万吨，同比减少 20 万吨，白卡纸全年产量 691 万吨，同比减少 5 万吨；消费端双胶纸全年销量 1751 万吨，同比增加 7 万吨，生活用纸全年销量 901 万吨，同比增加 11 万吨，铜版纸全年销量 581 万吨，同比减少 4 万吨，白卡纸全年销量 655 万吨，同比增加 5 万吨。

图表 10：消耗木浆各纸种近年来生产量逐渐增长

|        | 双胶纸  | 生活用纸 | 铜版纸 | 白卡纸 | 箱板纸  |
|--------|------|------|-----|-----|------|
| 2018 年 | 1750 | 970  | 655 | 691 | 2145 |
| 2017 年 | 1790 | 960  | 675 | 696 | 2385 |
| 2016 年 | 1770 | 920  | 665 | 690 | 2305 |
| 2015 年 | 1745 | 885  | 680 | 680 | 2245 |

资料来源：中国造纸协会，《中国造纸工业报告》，卓创资讯，华创证券

图表 11：消耗木浆各纸种近年来消费量逐渐增长

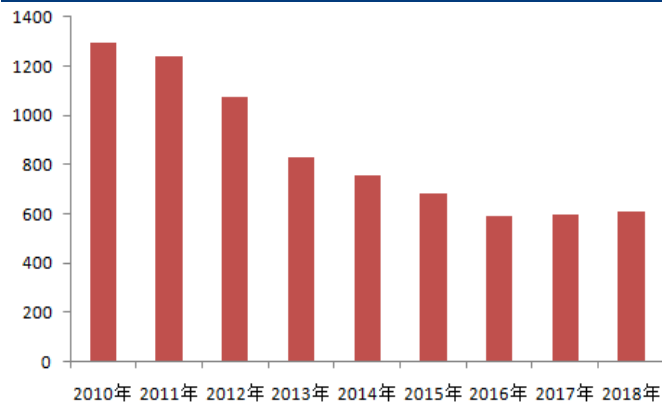
|        | 双胶纸  | 生活用纸 | 铜版纸 | 白卡纸 | 箱板纸  |
|--------|------|------|-----|-----|------|
| 2018 年 | 1751 | 901  | 581 | 655 | 2345 |
| 2017 年 | 1744 | 890  | 585 | 650 | 2510 |
| 2016 年 | 1689 | 854  | 565 | 642 | 2364 |
| 2015 年 | 1680 | 817  | 596 | 635 | 2297 |

资料来源：中国造纸协会，《中国造纸工业报告》，卓创资讯，华创证券

### 3、驱动中国木浆使用量增长因素二：非木浆逐渐被木浆替代

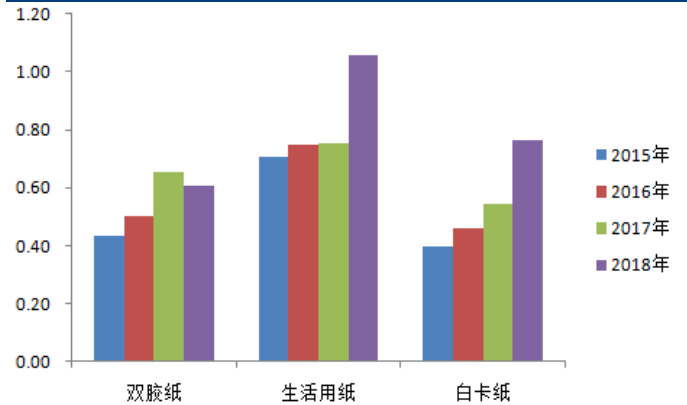
随着环保政策趋严和消费升级的趋势，非木浆的使用量近年来持续减少，2017年非木浆消耗量597万吨，2018年为610万吨，近年来均呈现下降趋势。我国非木浆的消耗量随着环保的趋严，非木浆消费比例持续呈下降趋势。芦苇浆、蔗渣浆、竹浆、稻草浆等非木浆的减少使得木浆系生产过程中非木浆的掺杂逐渐减少，而木浆替代效应凸显。各主要木浆系纸种，双胶纸、生活用纸、白卡纸吨纸耗浆均呈现上升趋势。

图表 12：我国非木浆消耗逐年降低（单位：万吨）



资料来源：中国造纸协会，《中国造纸工业报告》，华创证券

图表 13：替代非木浆，吨纸耗浆逐年增加（单位：吨）

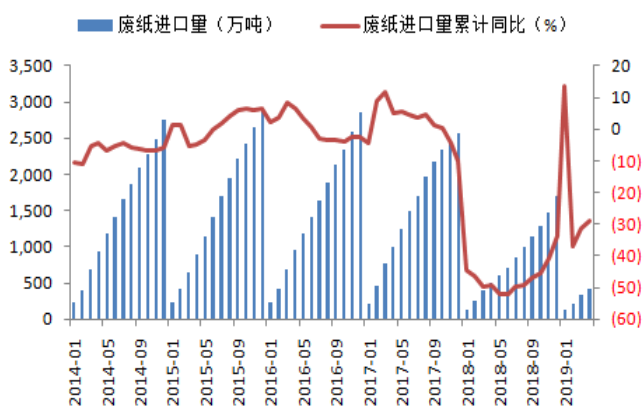


资料来源：Wind，卓创资讯，华创证券

### 4、驱动中国木浆使用量增长因素三：进口废纸受限，木浆替代效应凸显

进口废纸趋严是在环保被提升到新的政治高度后，限制进口洋垃圾的大背景下的举措，中周期废纸进口持续趋严，2020年禁止外废进口成为大的政策导向。2019年1-4月份我国累计进口废纸423万吨，同比减少29%，预计全年同比进口量将减少40%以上。

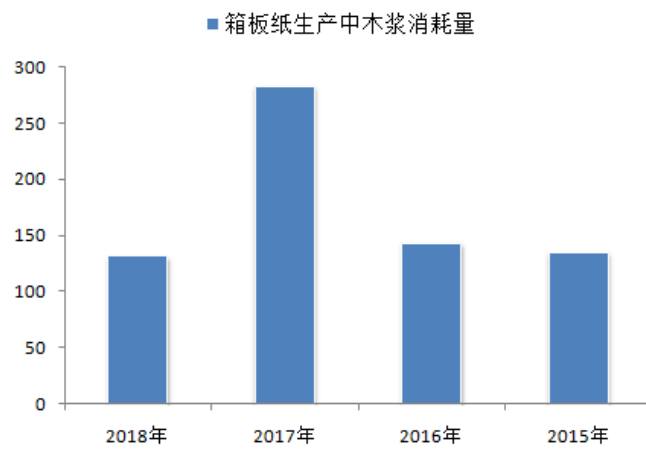
图表 14：2019年1-4月份废纸进口量同比减少29%



资料来源：Wind，华创证券

海外生产牛皮箱纸板的原料配比一般均用100%本色硫酸盐木浆挂面，用废纸浆作芯层。我国则采用40%~50%木浆与废纸挂面，用废纸浆做芯层。根据卓创资讯统计，2016年箱板纸生产过程中，木浆消耗量144万吨，2017年随着废纸进口减少，优质废纸纤维来源受限，生产箱板纸过程中木浆消耗量翻倍增长到284万吨。2018年随着箱板瓦楞纸需求疲弱，生产箱板纸过程中木浆消耗量回落至132万吨，未来随着箱板纸景气度回升，替代外废仍为木浆需求的一个主要增量。

图表 15: 2018 年箱板纸消耗木浆量回落到 132 万吨



资料来源: Wind, 卓创资讯, 华创证券

### (二) 终端需求疲弱, 纸厂去库存导致木浆消耗疲弱

2019 年以来终端机制纸需求疲弱, 导致纸厂和贸易商均积极去化自身库存, 国内终端采购热情趋淡, 贸易商港口库存持续走高, 从而影响全球木浆产业链的需求端。

图表 16: 2019 年以来双胶纸持续去库存



资料来源: 卓创资讯, 华创证券

图表 17: 2019 年以来铜版纸持续去库存

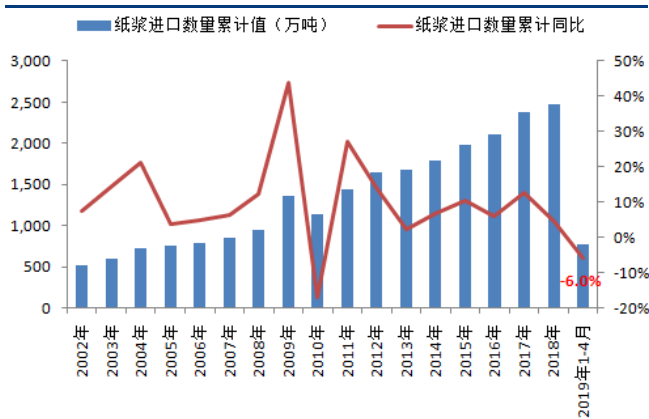


资料来源: 卓创资讯, 华创证券

中国需求疲弱是本轮木浆下跌的主要动因, 2019 年 1-4 月份中国进口纸浆量同比减少 6%, 中国进口作为全球木浆供需结构中需求端最主要的增量支撑, 在 2018 年 8 月以后以来开始走弱, 一方面, 木浆系纸产销平稳增速降低, 另一方面箱板瓦楞纸景气度大幅下行, 替代进口废纸需求减弱。



图表 18: 2019 年 1-4 月纸浆进口量同比减少 6%



资料来源: Wind, 华创证券

### 三、长多为供给: 19-20 为新增产能小年, 更长周期看行业整合成为主要趋势

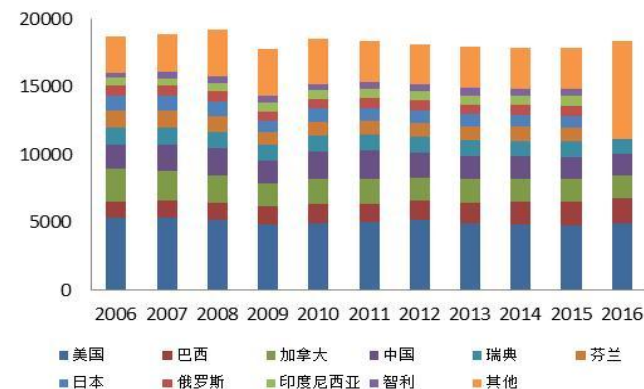
2019 年产能投放 105 万吨, 共计占到总产能的 2.3%。相比 2017-2018 年产能集中投放有所减缓。更为长期的是 2017 年下半年以来全球木浆牛市海外浆厂并没有大幅度的新增固定资产投资, 而是开启行业整合, 我们认为供给端将助推木浆更长周期的持续景气。2018 年 3 月巴西公司金鱼 (Suzano) (排名第四) 和鸚鵡 Fibria (排名第一) 的控股股东均已同意合并一旦合并完成, 合并后的金鱼-鸚鵡将拥有 1100 万吨产能, 占据全球商品浆 15-20% 的市场份额, 成为远高于第二大厂商 APRIL(8%) 的纸浆巨头, 全行业市场集中度提升, 大企业话语权加重。

#### (一) 供给端: 美国、巴西、加拿大是最大造浆国, 未来巴西将有小幅产能增长

**产量角度:** 近 10 年, 全球纸浆 (统计口径包括木浆、苇浆、蔗渣浆、竹浆等) 产量总体保持稳定; 分地区看, 2016 年大洋洲、亚洲的纸浆产量继续呈现下降趋势, 北美洲扭转了负增长局面, 欧洲和拉美地区继续呈现增长趋势。

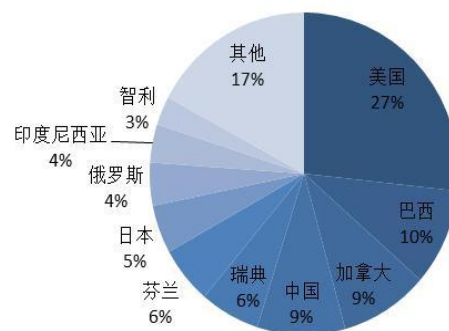
纸浆产量最大的国家是美国, 达到 4876.5 万吨, 占全球纸浆总产量的 26.59%。排名前五位的其他国家有: 巴西 (1877.3 万吨, 10.23%)、加拿大 (1659 万吨, 9.4%)、中国 (1633.3 万吨, 8.91%) 和瑞典 (1103.6 万吨, 6.02%)。排名前十位的国家还有芬兰、日本、俄罗斯、印度尼西亚、智利, 上述十国占全球纸浆产量的比重合计为 82.35%。

图表 19: 全球纸浆产量分地区变化 (单位: 万吨)



资料来源: 中国纸业: 《2016 全球纸业发展报告》, 华创证券

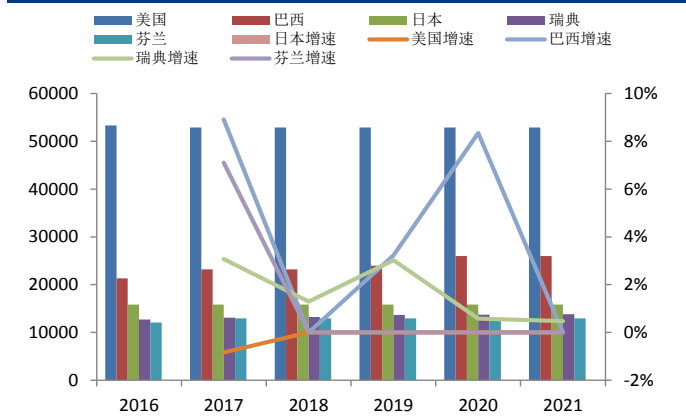
图表 20: 全球纸浆产量布局集中于少数国家



资料来源: 中国纸业: 《2016 全球纸业发展报告》, 华创证券

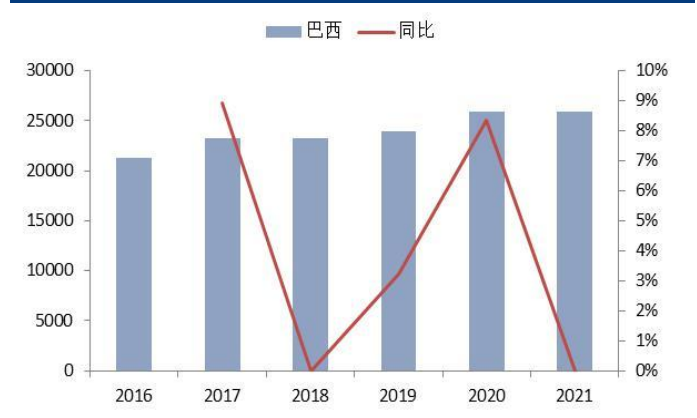
**产能角度：**美国和巴西是纸浆产能前两大拥有国；美国 2016 年纸浆总产能 5331 万吨，巴西的产能为 2132 万吨。从趋势上来看，2016 年-2021 年美国、日本、瑞典等主要生产大国产能基本稳定，而巴西则有明显产能增加，到 2021 年的复合增长率为 4%。

图表 21: 纸浆前 5 大国家产能 (单位: 千吨)



资料来源: 世界银行粮农组织, 华创证券

图表 22: 19-21 年巴西产能明显增长

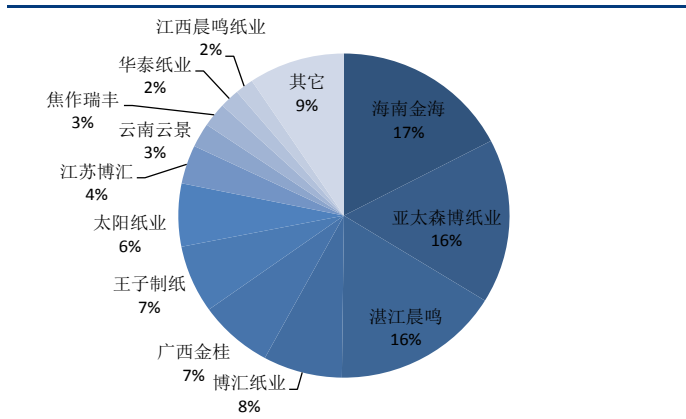


资料来源: 世界银行粮农组织, 华创证券

## (二) 中国国内木浆产能集中, 已难有大幅度产能扩张

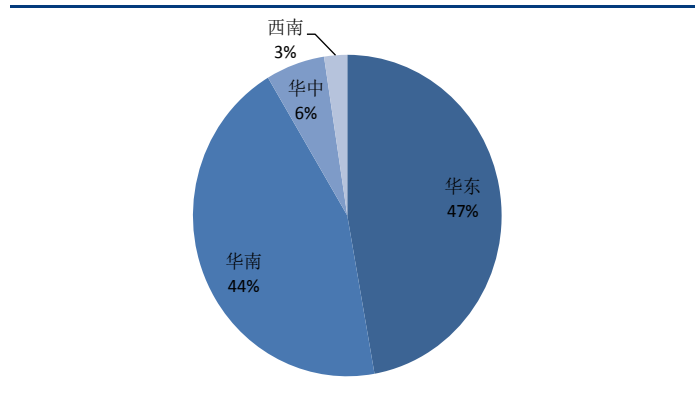
我国木浆产能分布集中, 海南金海、亚太森博、湛江晨鸣三公司占据 50% 产能, 产能前八的生产厂家占据 82% 产能; 行业集中度较高, 大企业多数自产自销, 国内纸浆市场对海外进口依存度较高。由于木浆环保要求很高, 而我国林地资源又相对贫乏, 未来国内木浆产能大幅度扩张空间有限。

图表 23: 中国木浆产能集中于大企业



资料来源: 卓创资讯, 华创证券

图表 24: 中国木浆区域产能分布



资料来源: 卓创资讯, 华创证券

## (三) 19-20 年全球木浆投产趋少

2019 年产能投放 105 万吨, 共计占到总产能的 2.3%。相比 2017-2018 年产能集中投放有所减缓。更为长期的是 2017 年下半年以来全球木浆牛市海外浆厂并没有大幅度的新增固定资产投资, 而是开启行业整合, 我们认为供给端将助推木浆更长周期的持续景气。

**图表 25: 全球厂商产能扩张计划**

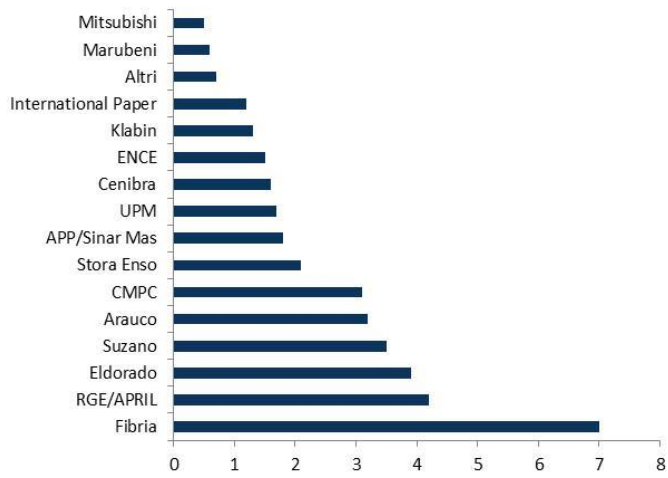
| 千吨/年                 | 主要增加厂商/工厂                    | 2016年       | 2017年       | 2018年       | 2019年      | 2020年       | 总增量 (2016-2020) |
|----------------------|------------------------------|-------------|-------------|-------------|------------|-------------|-----------------|
| <b>漂白针叶木硫酸盐浆</b>     |                              |             |             |             |            |             |                 |
| NBSK (北方漂白针叶木硫酸盐浆)   |                              | 150         | 690         | 1125        | 420        | -           | 2385            |
| 加拿大                  | Various                      | 5           | -           | -           | -          | -           | 5               |
| 北欧                   | Varo,Aanekoski,SCA           | -40         | 420         | 895         | 320        | -           | 1595            |
| 欧洲                   | Poels                        | 185         | -           | -           | -          | -           | 185             |
| 其他                   | Svetlogorsk,Mondi,Ilim       | -           | 270         | 230         | 100        | -           | 600             |
| 其他软木、南方漂白针叶木硫酸盐浆、绒毛浆 |                              |             |             |             |            |             |                 |
| 美国                   | Ashdown, Riegelwood, Jesup   | 90          | 440         | -           | -30        | -           | 500             |
| 拉丁美洲                 | Arauco, Klabin Puma          | 260         | 140         | -100        | -200       | -100        | -               |
| 其他                   | APRIL Rizhao, Various        | 45          | 100         | -           | -          | -           | 145             |
| <b>总量</b>            |                              | <b>545</b>  | <b>1370</b> | <b>1025</b> | <b>190</b> | <b>-100</b> | <b>3030</b>     |
| <b>漂白阔叶木硫酸盐浆</b>     |                              |             |             |             |            |             |                 |
| 北方漂白阔叶木硫酸盐浆          |                              | 1620        | 750         | 1810        | 745        | 1450        | 6375            |
| 巴西Iberia             | ENCE, Altri, Portucel        | 70          | 35          | 30          | 20         | -           | 155             |
| 巴西SUZANO(金鱼)         | Sao Pulp, Maranhao,Mucuri    | 95          | 50          | 230         | -          | -           | 375             |
| 巴西克莱宾 (Klabin)       | Puma                         | 640         | 440         | 20          | -          | -           | 1100            |
| 巴西CMPC Guaiba浆厂      | Guaiba                       | 700         | 55          | -           | -          | -           | 755             |
| 巴西Fibria纸浆           | Tres Lagoas                  | -           | 175         | 1650        | 125        | -           | 1950            |
| 巴西Eldorado           | Tres Lagoas                  | -           | -           | -           | 600        | 1450        | 2050            |
| 其他巴西厂                | Jari                         | -85         | -5          | -           | -          | -           | -90             |
| 乌拉圭                  | Montes del Plata             | 70          | -           | -           | -          | -           | 70              |
| 智利                   | Arauco & CMPC                | 130         | -           | -120        | -          | -           | 10              |
| 其他阔叶浆, 南方漂白阔叶木硫酸盐浆   |                              | -145        | 1150        | 555         | 50         | -50         | 1560            |
| 中国                   | Oji Nantong, APRIL Rizhao    | -10         | -100        | -           | -          | -           | -110            |
| 印度尼西亚                | APP OKI, Kerinci, Toba       | -115        | 1300        | 325         | 50         | -50         | 1510            |
| 东欧                   | Ilim                         | -           | -           | 100         | -          | -           | 100             |
| 西欧                   | Brich                        | 185         | 30          | 130         | -          | -           | 345             |
| 北美                   | Sappi, Woodland, Old Town, R | -205        | -80         | -           | -          | -           | -285            |
| <b>总量</b>            |                              | <b>1475</b> | <b>1900</b> | <b>2365</b> | <b>795</b> | <b>1400</b> | <b>7935</b>     |
| <b>漂白化学机械木浆</b>      |                              |             |             |             |            |             |                 |
| 漂白化学机械木浆             | chetwynd, Kaskinen           | -55         | -45         | -           | -          | -           | -100            |
| <b>总量</b>            |                              | <b>-55</b>  | <b>-45</b>  | <b>-</b>    | <b>-</b>   | <b>-</b>    | <b>-100</b>     |
| <b>总纸浆增加量</b>        |                              | <b>1965</b> | <b>3225</b> | <b>3390</b> | <b>985</b> | <b>1300</b> | <b>10865</b>    |

资料来源: Hawkins Wright, 华创证券

#### (四) 行业重组促进全球商品浆格局进一步集中

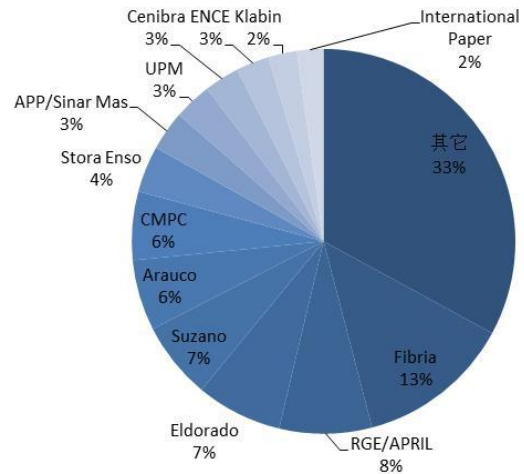
全球商用浆生产的产能集中度较高,前五大生产商份额为41%,第一大生产商 Fibria 份额13%,第二大生产商 APRIL 份额8%。2018年3月巴西公司金鱼(Suzano)(排名第四)和鸚鵡 Fibria(排名第一)的控股股东均已同意合并一旦合并完成,合并后的金鱼-鸚鵡将拥有1100万吨产能,占据全球商品浆15-20%的市场份额,成为远高于第二大厂商 APRIL(8%)的纸浆巨头,全行业市场集中度提升,大企业话语权加重。

图表 26: 2015 全球前 16 家公司产能 (单位: 百万吨)



资料来源: The Swedish Trade&Invest Council, 华创证券

图表 27: 2015 全球各公司木浆产能格局



资料来源: The Swedish Trade&Invest Council, 华创证券

#### 四、纸浆期货 2018 年 11 月 27 日上市, 纸浆价格平稳机制来临

漂针浆期货自 2018 年 11 月 27 日起上市交易, 交易单位 10 吨/手。2017 年我国木浆消耗 3152 万吨, 其中漂针浆表观消费量为 815 万吨, 占比 23.9%。纸浆期货的交割品种是漂白硫酸盐针叶木浆。国内市场所需的大量漂针浆高度依赖进口, 2017 年漂针浆进口 813 万吨, 进口依存度接近 100%。漂针浆市场产业链长, 参与主体众多, 贸易商占比大, 对价格波动敏感, 且漂针浆进口来源国分散, 前三大进口国加拿大、美国、智利分别占比 31%、20%、17%。我国木浆主要依赖进口的使用结构下, 国内纸浆期货有望对价格形成稳定机制, 加强国内采购商对于纸浆价格的话语权。

##### (一) 纸浆期货交易规则

##### 1、纸浆期货基础资产采用“品牌+质量”的双重规定

上期所对实物交割的漂针浆做出了“品牌+质量”的双重规定, 要求每一标准仓单的漂针浆应当是交易所认可的生产企业生产的指定品牌且附有相应的质量证明书, 目前纸浆拟认证的品牌涉及到四个国家 11 个品牌的 14 家工厂; 每一标准仓单的漂针浆, 应当是同一生产厂生产、同一品牌的正品浆商品组成; 用于实物交割的漂针浆, 其抗张指数、耐破指数和撕裂指数等三个指标应当符合或优于 QB/T1678-2017《漂白硫酸盐木浆》中针叶木浆一等品质量规定, 尘埃指标应当符合或优于优等品质量规定, 且 D65 亮度指标应当不小于 87%; 漂针浆交割以实测风干重计重。每一标准仓单的溢短不超过  $\pm 5\%$ , 重量误差不超过  $\pm 1\%$ ; 每一标准仓单应当载明重量和件数, 包装应当符合交易所的相关规定; 标准仓单应当由交易所指定交割仓库按规定验收合格后出具。

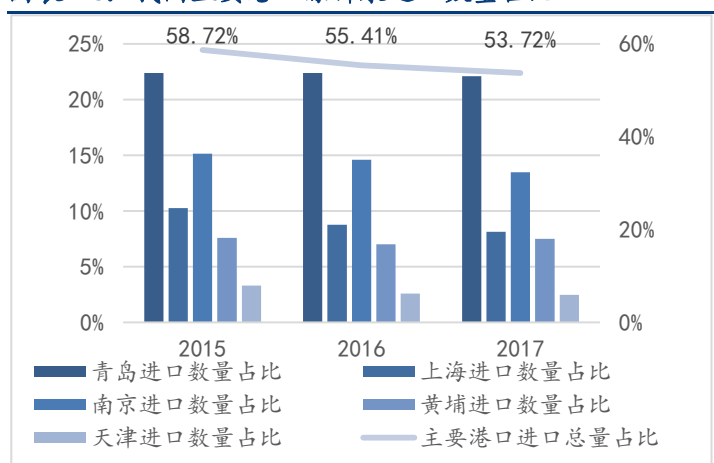
##### 2、纸浆期货交割仓库设置原则

纸浆期货品种采取实物交割的交割方式, 指定交割仓库的设置主要依据以下三点:

一是集散地原则。2017 年, 我国进口漂针浆 812 万吨, 主要来自加拿大、俄罗斯、智利、芬兰等国, 主要运输方式为海运, 交割仓库布局以漂针浆现货主要进口港为主。我国纸浆重要贸易港口包括山东青岛港、江苏南京港、上海港、广州黄埔港和天津港, 其中山东青岛港、江苏南京港和上海港三个港口漂针浆总进口量占全国总进口量约 45%, 纸浆期货上市初期指定交割仓库的设立以山东和上海及周边为主。



图表 28: 我国主要港口漂针浆进口数量占比



资料来源: Wind, 华创证券

**二是消费地原则。**我国纸及纸板生产量主要集中在广东省、浙江省、山东省、江苏省和河南省。其中浙江省、山东省和江苏省的纸及纸板总生产量约占全国纸及纸板生产量的 50%。交割仓库的设立地点选择山东省、浙江省和江苏省等造纸工业较为发达省份符合产业发展现状、现货市场近期趋势和期货市场功能发挥的要求,同时也满足交割仓库靠近消费集散地的设置原则。

**三是在选择交割仓库时,优先考虑具备大宗商品仓储专业管理能力,通过公安部门消防验收,具备安全生产的各项条件的仓储企业。**且要求各仓储企业的资产规模、硬件设施、吞吐数量、管理水平、市场口碑等综合实力应在当地具有相对优势,不存在可能影响交割安全的法律风险和财务风险,以保证纸浆期货上市后交割业务安全有序开展

### 3、纸浆期货交割的包装、堆放与必备单证

**包装与堆放:**用于交割的漂针浆,应当符合交易所认可的生产厂生产的指定品牌商品的包装要求,每件浆包外包装应明显标出用以识别的产品名称等信息;到库漂针浆应该包装完整、清洁;指定交割仓库在验收时应当对整批交割商品进行检查,如发现有明显受潮、霉变、污染、破损严重等影响使用的情况,予以拒收,不得用于交割;到库商品中,如遇包装铁丝断裂或散块商品,应当重新打包,用规定的铁丝捆扎紧固,方可用于交割,包装费用由货主承担;用于交割的漂针浆每一标准仓单的标的实物应当按货位堆放,以 500 吨为一个堆放货位。

**交割商品必备单证:**国产商品应当提供交易所指定检验机构出具的检验证书以及生产厂出具的产品质量证明书等材料,经交易所审定合格为有效;进口商品:应当提供交易所指定检验机构出具的检验证书、与实物一致的进口货物报关单、海关代征增值税专用缴款书、原产地证书(产地证明书)、产品质量证明书等材料,经交易所审定合格为有效。

图表 29: 纸浆期货交易具体规则

| 交易品种   | 漂白硫酸盐针叶木浆                                      |
|--------|--|
| 交易单位   | 10 吨/手   |
| 报价单位   | 元(人民币)/吨                                       |
| 最小变动价位 | 2 元/吨  |
| 涨跌停板幅度 | 上一交易日结算价 $\pm$ 3%                              |
| 合约月份   | 1-12 月   |
| 交易时间   | 上午 9:00 ~ 11:30, 下午 1:30 ~ 3:00 和交易所规定的其他交易时间。 |
| 最后交易日  | 合约月份的 15 日(遇国家法定节假日顺延,春节月份等最后交易日上期所可另行调整并通知)   |

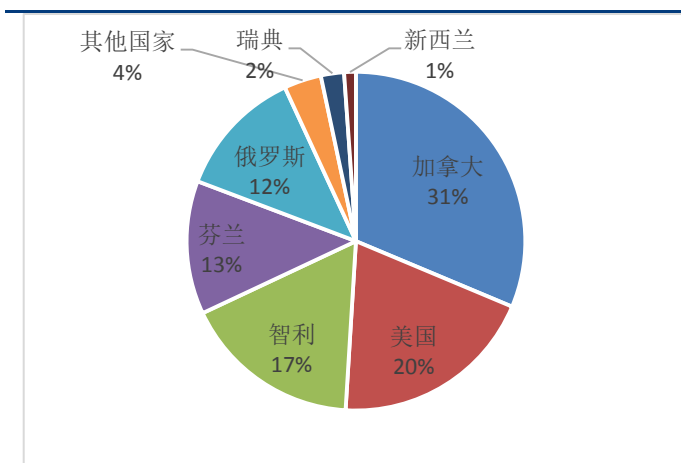


| 交易品种    | 漂白硫酸盐针叶木浆                                 |
|---------|---|
| 交割日期    | 最后交易日后连续五个工作日                             |
| 交割品级    | 漂白硫酸盐针叶木浆。                                |
| 交割地点    | 交易所指定交割仓库                                 |
| 最低交易保证金 | 合约价值的 4%                                  |
| 交易手续费   | 成交金额的万分之零点五，平今仓交易暂免收交易手续费。                |
| 交割方式    | 实物交割                                      |
| 交割单位    | 20 吨                                      |
| 交易代码    | SP1906、SP1907、SP1908、SP1909、SP1910、SP1911 |
| 上市交易所   | 上海期货交易所                                   |

资料来源：上海期货交易所，华创证券

## （二）纸浆期货提供价格稳定器，国内企业对于纸浆价格话语权加大

图表 30：我国漂针浆进口国分布情况



资料来源：Wind，华创证券

纸浆期货为造纸企业提供风险对冲工具，同时对于远期的人民币计价的纸浆价格有指示作用，短期看因为交易厂商相对较小，价格形成机制尚待完善，但是长期看纸浆期货上市后，国内纸浆采购企业能够对纸浆市场拥有更大话语权，交易信息透明化，价格形成机制更为明晰。在现实经营中，造纸企业可以利用纸浆期货管理原材料风险，对因原材料价格波动给企业利润端带来的波动进行平滑。

## 五、风险提示

宏观经济大幅下行影响行业需求，纸浆行业格局发生重大变化。

## 轻工组团队介绍

### 组长、首席分析师：郭庆龙

英国伦敦大学管理学硕士。曾任职于兴业基金、招商证券。2018年加入华创证券研究所。

### 分析师：陈梦

北京大学工学硕士。曾任职于民生证券。2018年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：葛文欣

南开大学经济学硕士。2018年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

| 地区      | 姓名  | 职务            | 办公电话          | 企业邮箱                  |
|---------|-----|---------------|---------------|-----------------------|
| 北京机构销售部 | 张昱洁 | 北京机构销售总监      | 010-66500809  | zhangyujie@hcyjs.com  |
|         | 杜博雅 | 高级销售经理        | 010-66500827  | duboya@hcyjs.com      |
|         | 张菲菲 | 高级销售经理        | 010-66500817  | zhangfeifei@hcyjs.com |
|         | 侯春钰 | 销售经理          | 010-63214670  | houchunyu@hcyjs.com   |
|         | 侯斌  | 销售经理          | 010-63214683  | houbin@hcyjs.com      |
|         | 过云龙 | 销售经理          | 010-63214683  | guoyunlong@hcyjs.com  |
|         | 刘懿  | 销售助理          | 010-66500867  | liuyi@hcyjs.com       |
| 广深机构销售部 | 张娟  | 所长助理、广深机构销售总监 | 0755-82828570 | zhangjuan@hcyjs.com   |
|         | 王栋  | 高级销售经理        | 0755-88283039 | wangdong@hcyjs.com    |
|         | 汪丽燕 | 高级销售经理        | 0755-83715428 | wangliyan@hcyjs.com   |
|         | 罗颖茵 | 高级销售经理        | 0755-83479862 | luoyingyin@hcyjs.com  |
|         | 段佳音 | 销售经理          | 0755-82756805 | duanjiayin@hcyjs.com  |
|         | 朱研  | 销售经理          | 0755-83024576 | zhuyan@hcyjs.com      |
| 上海机构销售部 | 石露  | 华东区域销售总监      | 021-20572588  | shilu@hcyjs.com       |
|         | 沈晓瑜 | 资深销售经理        | 021-20572589  | shenxiaoyu@hcyjs.com  |
|         | 杨晶  | 高级销售经理        | 021-20572582  | yangjing@hcyjs.com    |
|         | 张佳妮 | 高级销售经理        | 021-20572585  | zhangjiani@hcyjs.com  |
|         | 乌天宇 | 高级销售经理        | 021-20572506  | wutianyu@hcyjs.com    |
|         | 潘亚琪 | 高级销售经理        | 021-20572559  | panyaqi@hcyjs.com     |
|         | 沈颖  | 销售经理          | 021-20572581  | shenyin@hcyjs.com     |
|         | 汪子阳 | 销售经理          | 021-20572559  | wangziyang@hcyjs.com  |
|         | 柯任  | 销售经理          | 021-20572590  | keren@hcyjs.com       |
|         | 何逸云 | 销售经理          | 021-20572591  | heyiyun@hcyjs.com     |
|         | 蒋瑜  | 销售助理          | 021-20572509  | jiangyu@hcyjs.com     |
|         | 施嘉玮 | 销售助理          | 021-20572548  | shijiawei@hcyjs.com   |

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

| 北京总部                               | 广深分部                                      | 上海分部                              |
|------------------------------------|---|-----------------------------------|
| 地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号<br>恒奥中心 C 座 3A | 地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号<br>中投国际商务中心 A 座 19 楼 | 地址: 上海浦东银城中路 200 号<br>中银大厦 3402 室 |
| 邮编: 100033                         | 邮编: 518034                                | 邮编: 200120                        |
| 传真: 010-66500801                   | 传真: 0755-82027731                         | 传真: 021-50581170                  |
| 会议室: 010-66500900                  | 会议室: 0755-82828562                        | 会议室: 021-20572500                 |