

观势明变·本固枝荣

国泰君安期货

2025年度中期策略会

价格下跌过程中的利润重构

石忆宁 国泰君安期货研究员

投资咨询从业证书号：Z0022533

日期：2025年6月26日

我们的观点和逻辑

我们的观点：产业链价格全年震荡偏弱，期间存在季节性需求改善驱动下的价格反弹，浆价在产业链价格反弹中表现强于纸价，产业链利润由下游向上游转移，产业链价格高点出现在10月前后。

我们的逻辑：

- 1、终端消费增速远低于产能投放速度，且年内利润对于开工有一定保障，供需过剩情况下，成品纸价格仍然在探底过程之中，预计生活用纸、白卡纸、文化纸价格整体将进一步下滑。此外，晨鸣复产进程为不确定因素，若晨鸣复产，对于纸价影响偏空，对于浆价影响短多长空。
- 2、纸浆和成品纸的消费具有明显的季节性，9-11月为次年春季教辅教材的招标时间点，卫生纸和白卡纸则会受到双十一和春节备货的影响，期间可能存在经销商环节的季节性补库和消费的改善。
- 3、从稀缺程度、上下游的依赖程度、不同环节的竞争格局和供需过剩程度来看，海外浆厂掌握比造纸企业更强的议价权，在产业链利润分配中占优，纸价的进一步下跌会提高浆价在产业链上的利润分配比例。

投资建议：

纸浆关注9-1/11-1的反套机会；逢高做空加工利润；

风险提示：

新增产能投放延迟、人民币汇率波动、宏观事件冲击、外盘报价超预期变动等。

目录 CONTENTS

观势明变·本固枝荣

国泰君安期货 2025年度中期策略会

01 产业链价格回顾

02 制浆：低成本、高库存、
弱消费

03 造纸：过剩、不确定、
季节性

04 利润分配与投资建议

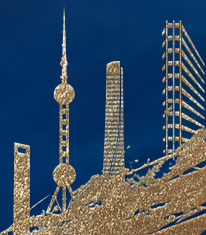
观势明变·本固枝荣

国泰君安期货

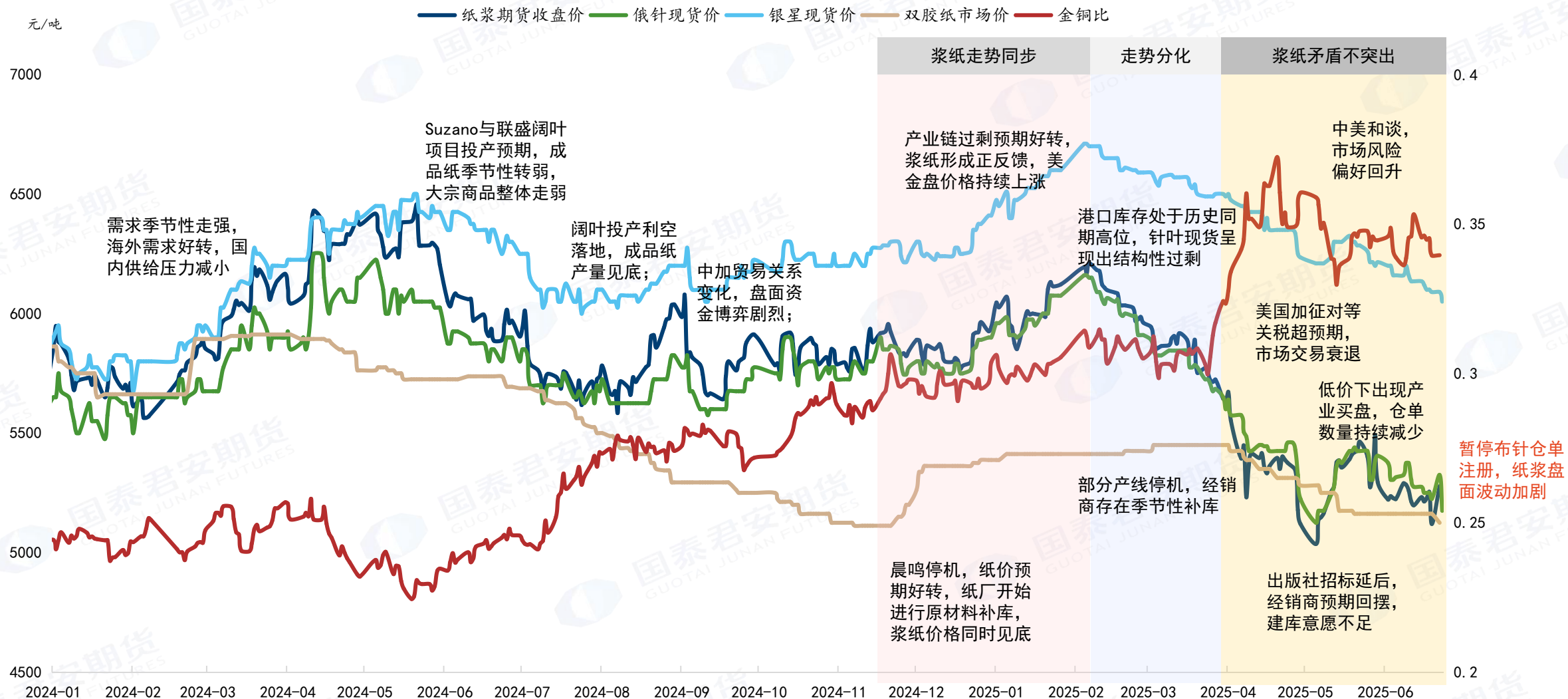
2025年度中期策略会

01

■ 产业链价格回顾



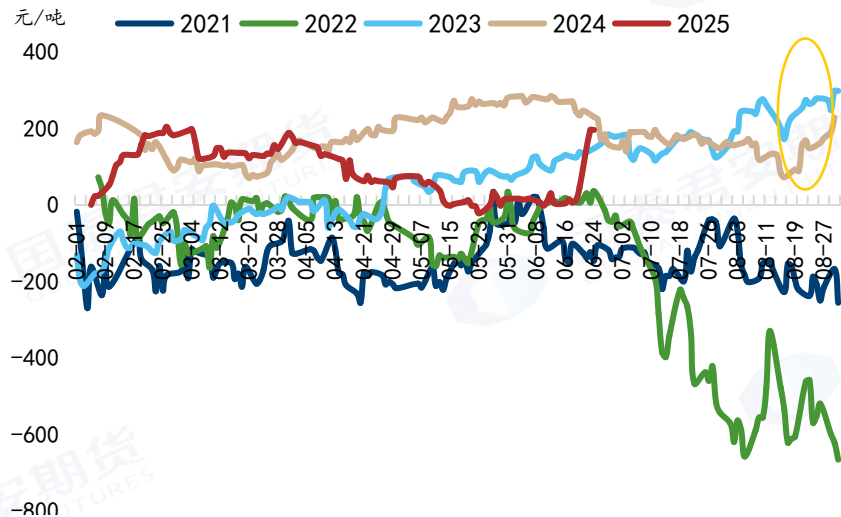
浆纸产业链价格走势



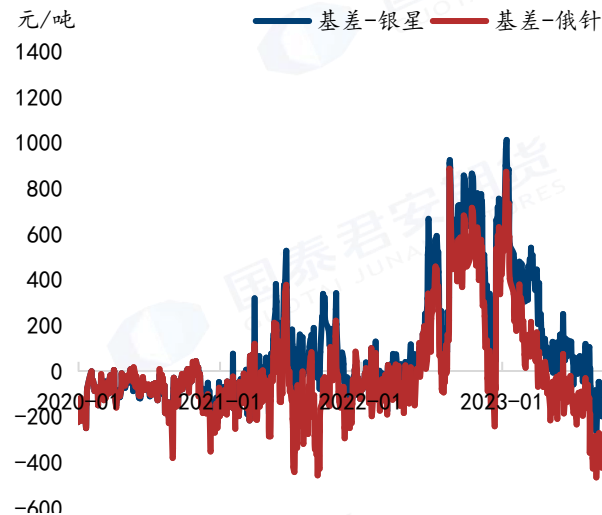
近期进展：暂停布针注册仓单类似于年末仓单注销压力前置

- 暂停布针注册仓单的影响类似于年末仓单注销压力前置，但是对于远月利多力度更强。
- 对现货市场而言，高库存与弱消费的现状没有明显改善，流动性仍然偏宽松。同时，由于布针的消化渠道减少，可能会导致贸易商的集中出货，拉大布针与其他针叶的价差。
- 对于盘面而言，25年合约锚定布针，26年合约布针仓单占比会显著降低，锚定乌针、月亮、太平洋等，有些类似过去年末的仓单集中注销，近月受现货流动性冲击，远月仓单可以通过转抛消化/不受布针影响，推荐关注9-1,11-1反套。
- 参考2023-2024布针成为主流仓单后的9-1价差走势，终点价差在200-300元/吨区间。

9-1价差走势



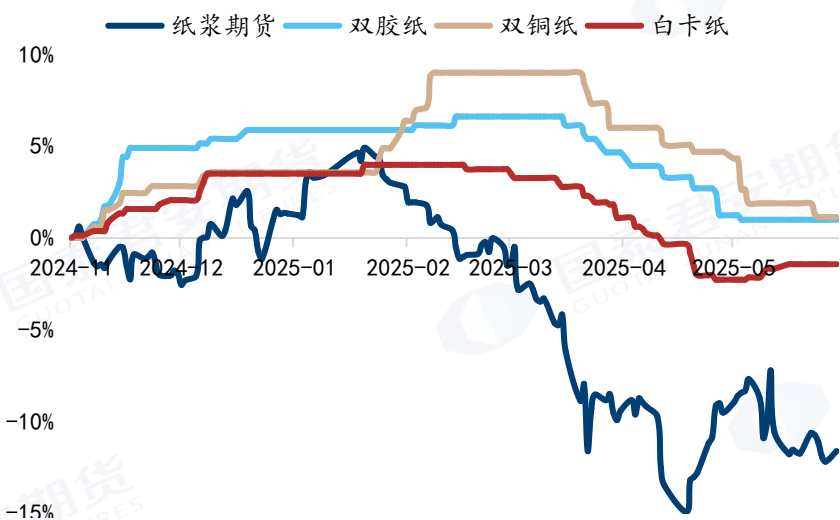
俄针基差与银星基差



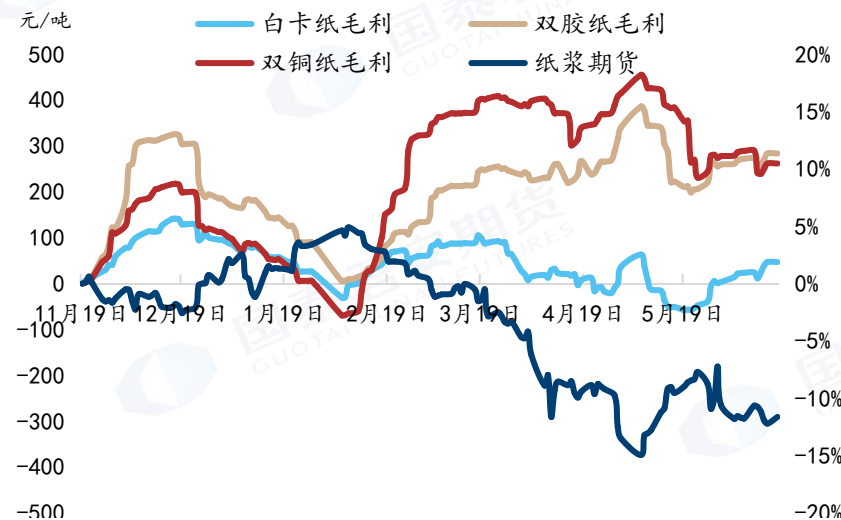
交易特征：下游产能过剩情况下，浆价交易纸价变化

- 晨鸣停产后，纸浆价格并没有因为下游产能的退出而开启下跌，相反，浆价在短期内快速筑底，并且在下游补库周期中开启一轮反弹。
- 底层逻辑在于：下游产能过剩的情况下，停机并不会导致有效产能的减少，相反，下游过剩产能的停机会导致市场对于纸价的预期出现改善，从而进行原材料的补库，带动上游原材料环节消费的好转。
- 长期推演：若晨鸣复产，短期来看，可能会进行原材料的采购，对于纸浆形成利好；从长期来看，下游行业过剩程度加剧，压制产业链价格和利润，下游原材料补库意愿可能持续不足（更多可能是季节性补库），对于浆价影响偏空。

晨鸣停机后产业链价格涨幅



晨鸣停机后产业链利润变化



02 ■ 制浆：低成本、高库存、弱消费



2024-2026年海外商品浆投产情况

- 2024年，海外纸浆新增产能主要来自Suzano在巴西塞拉多投产的255万吨阔叶浆产能。
- 2025-26年，海外纸浆产能预计将新增253万吨，其中阔叶浆产能高达233万吨，占比约92%。
- APP的OKI项目（169万吨阔叶浆）和越南的Vietracimex项目（40万吨阔叶浆）推迟到明年。
- 整体来看，2025年海外纸浆产能投放带来的供应压力也较去年有所缓解。

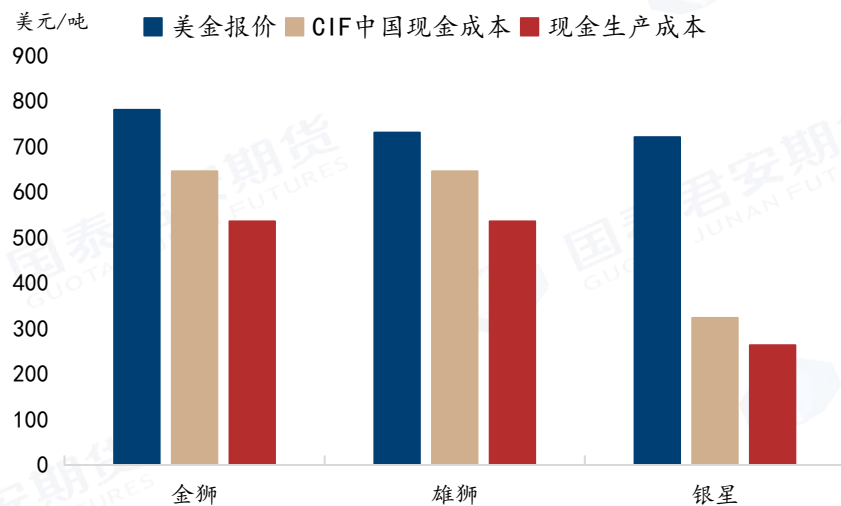
2024-2026海外商品浆（预计）投产情况（单位：千吨）

Company (mill)	Location	Grade (comment)	Market	Year	Quarter
Termomekhanika	Russia	TMP (new line)	80	2023-24	4
Arauco	Chile	BHK (shift to DP)	-120	2023-24	4
Rottneros (Rottneros Bruk)	Sweden	CTMP (debottleneck)	40	2024	1
Bukóza (Hencovce)	Norway	BHK (closure line)	-155	2024	1
Sappi	Germany	BHK (closure)	-75	2024	1
AV Group (Terrace Bay)	Canada	BSK (indefinite idle)	-320	2024	1
Domtar (Ashdown)	US	BSBK (new line)	165	2024	3
Canfor (Northwood)	Canada	NSBK (line closure)	-300	2024	3
Suzano (Ribas do Rio Pardo)	Brazil	BHK (greenfield)	2550	2024	3
Bracell (Lençóis Paulista)	Brazil	BHK (shift to DP)	-85	2024	3
Marusumi Paper (Ohe)	Japan	BSK (new dryer)	35	2024	3
Marusumi Paper (Ohe)	Japan	BHK (new dryer)	70	2024	3
Winstone Pulp International (Karioi)	New Zealand	BCTMP (indefinite idle)	-220	2024	3
Heinzel (Pöls)	Austria	BSK (integrated to kraft paper)	-75	2024	4
Phoenix Resources International (Tarakan)	Indonesia	MEC (greenfield)	850	2024	4
International Paper (Georgetown)	US	Fluff (closure)	-330	2024	4
Altri (Celtejo)	Portugal	BHK (conversion to DP)	-250	2025	
Svetlogorsk	Belarus	BSK (integration)	-100	2025	
Marusumi Paper (Ohe)	Japan	BKP (deintegration)	50	2025	1
Vietracimex	Vietnam	BHK (restart)	350	2026	
Nordic Paper (Backhammar)	Sweden	UKP (debottleneck)	30	2025-26	4
APP (OKI 2)	Indonesia	BHK (two new lines)	1690	2026	4

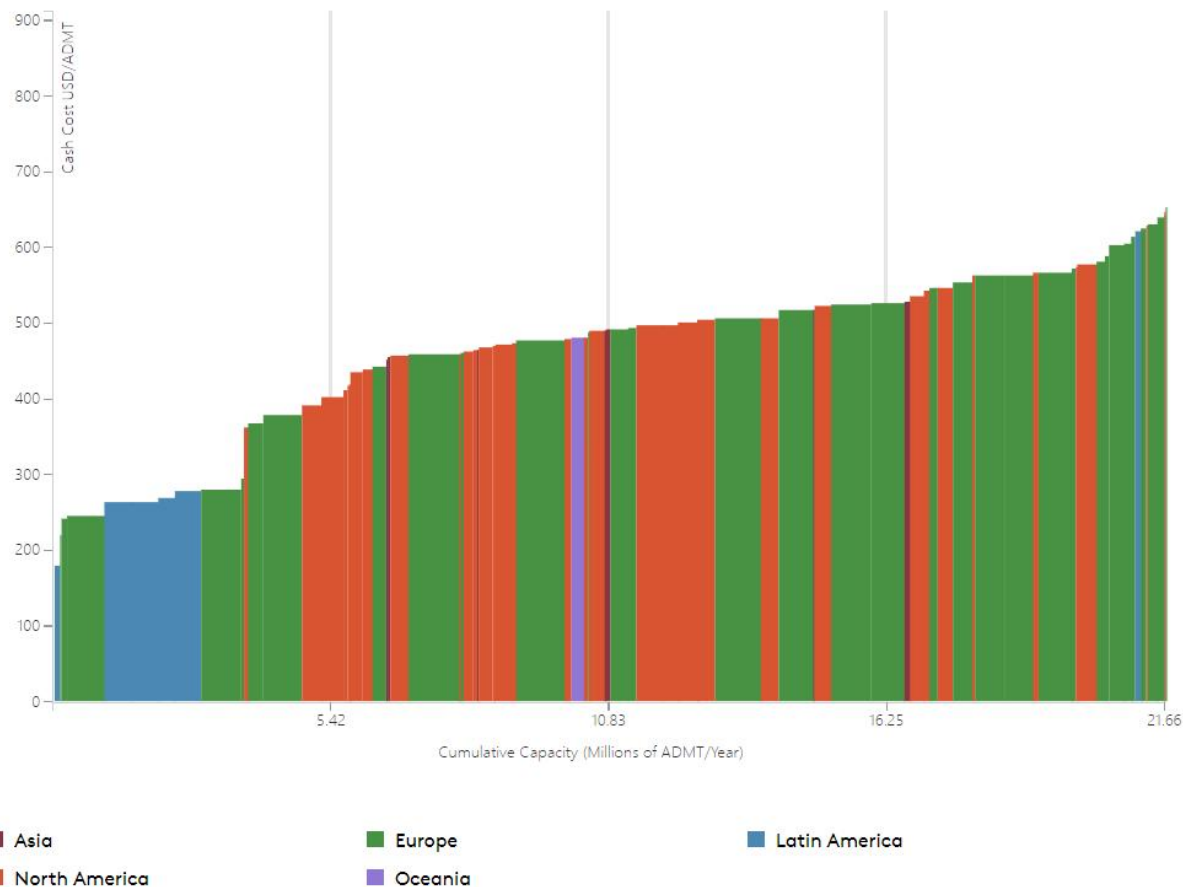
针叶浆成本曲线

- 大部分针叶浆的现金生产成本在240-652美元/吨左右。
- 西加拿大到中国运费较高，现金交付成本650美元左右；
- 南美生产成本和现金交付成本仍然有显著优势。
- 北美的高品质纸浆存在挺价或检修可能，但是击穿南美交付成本和现金生产成本的可能性比较小。

部分针叶浆品牌和现金成本



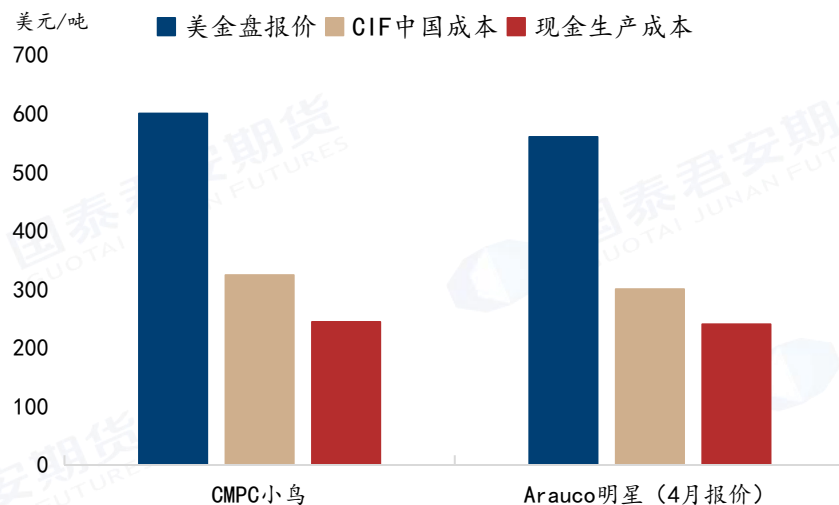
针叶浆成本曲线



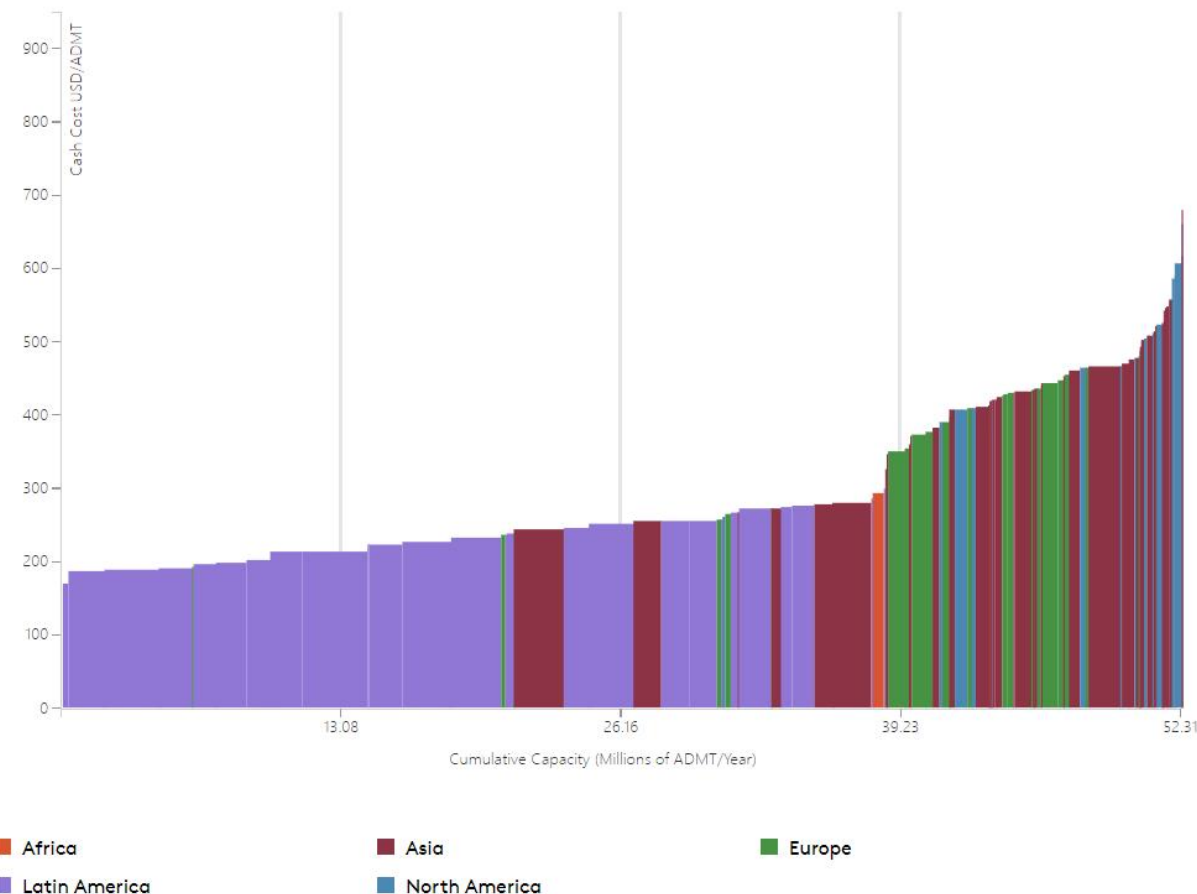
阔叶浆成本曲线

- 主流阔叶浆成本的现金成本在200-500美元/吨左右。
- 南美产能占比较高，且成本优势明显，现金交付成本在320美元/吨左右。
- SUZANO25Q1季报：纸浆现金成本859雷亚尔/吨，纸浆均价3249雷亚尔/吨。

部分阔叶浆品牌和现金成本



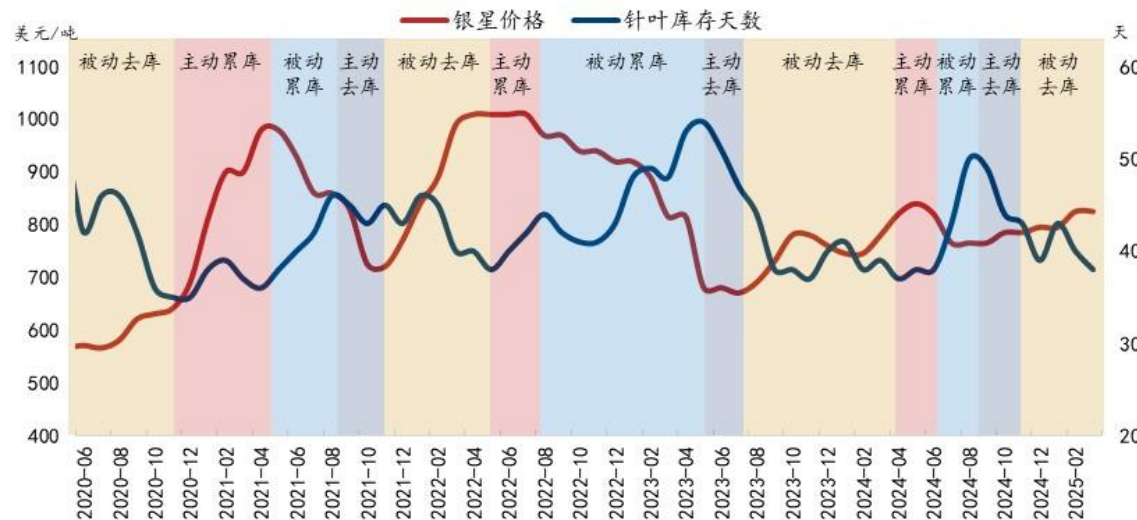
阔叶浆成本曲线



美金盘的库存周期

- 海外美金盘的价格变化遵循库存周期规律，一轮理想的库存周期如下：
- 1) **被动去库存**：下游需求好转，浆厂开工水平由低转高，海外浆厂去库，美金盘涨价，并且形成需求和美金盘价格的正反馈；
- 2) **主动累库存**：此后，浆厂维持前期高开工水平，然而随着成品纸表需减弱向上传导，下游对高价的接受度降低，纸浆消费由强转弱，浆厂库存开始累库，但是由于浆厂挺价心态较强，美金盘价格维持高位震荡；
- 3) **被动累库存**：随着库存的不断累积，浆厂开始降低开工和报价，但是在需求仍未好转，市场看空情绪相对浓厚的情况下，美金盘价格下调并没有带来库存的快速去化，库存仍然处于累库状态；
- 4) **主动去库存**：随着浆价的逐步下调和供应端的缩量，低价刺激了下游的补库动作和投机需求，库存开始明显去化，并且逐步过渡至新一轮的涨价周期。

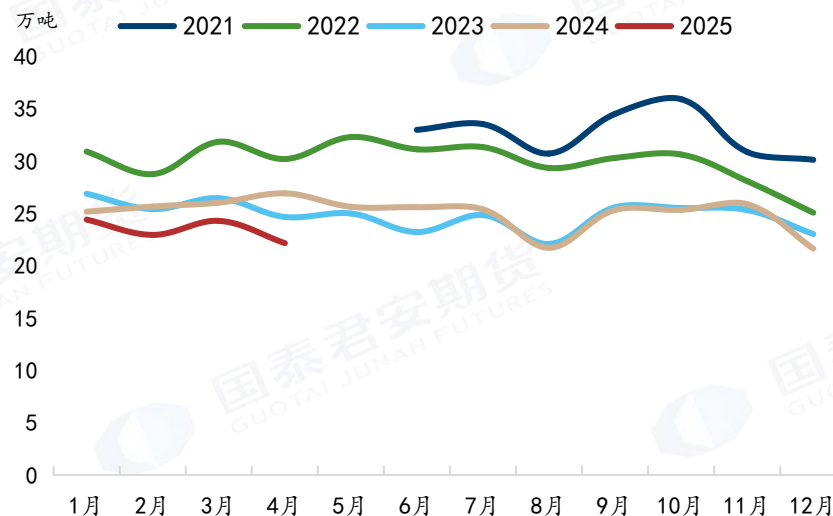
美金盘的库存周期



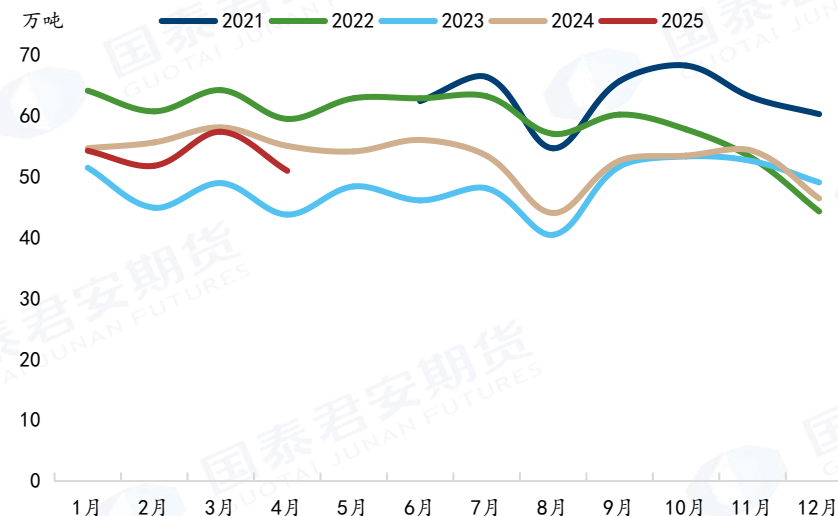
库存周期的特征

- 在库存周期模型中，库存与美金盘均为内生变量，开工水平受需求影响，真正的外生变量来源于需求。
- 需求增长：1) 终端消费（含净出口）的增长；2) 经销商环节的补库；3) 原材料的补库；4) 季节性的变化；
- 季节性的需求变化往往会导致浆厂库存去化或者累库速度低于预期，驱动浆价快速上涨。
- 当前海外消费呈现出季节性回落。4月欧洲针叶浆消费量为22万吨，同比-18%，阔叶为51万吨，同比-7%。

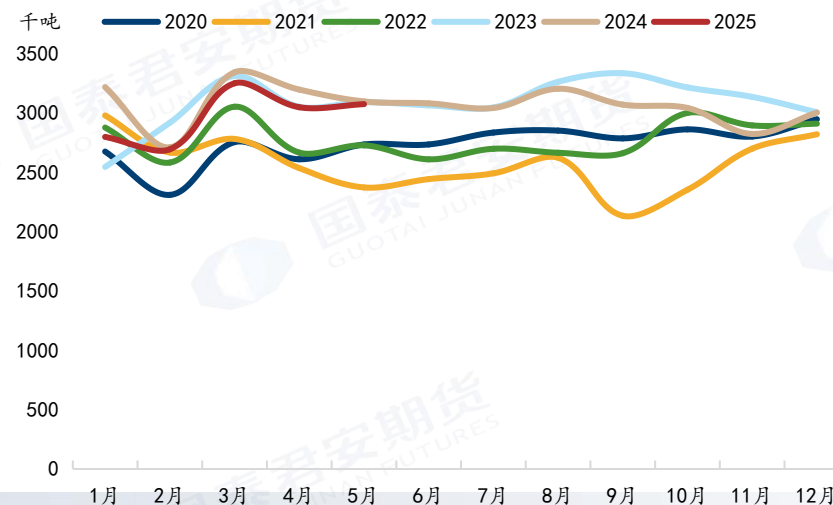
欧洲针叶浆消费情况



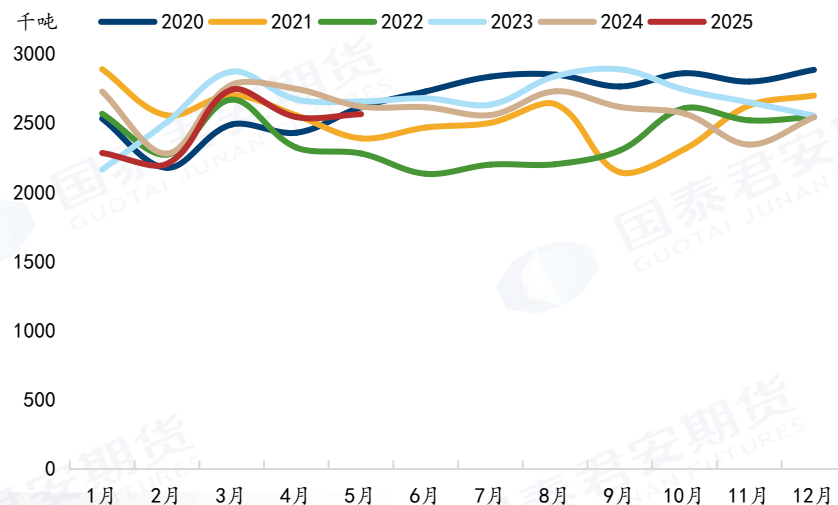
欧洲阔叶浆消费情况



中国成品纸产量



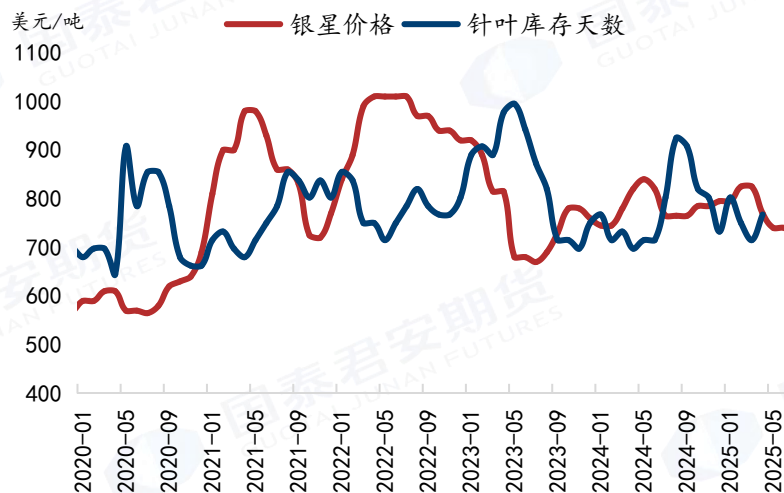
中国成品纸消费情况



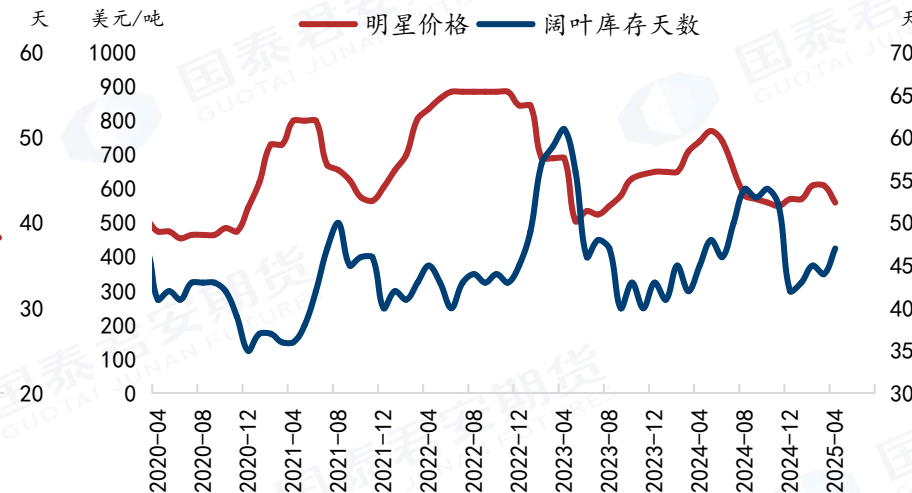
当前周期定位：浆厂环节-美金盘降价去库周期之中

- **当前美金盘仍然处于降价去库存周期之中。**银星5-7月价格连续下调，最新报价720美金，环比-20美元/吨，需要采购6-7月两个月的量。
- **从绝对的库存压力来看，4月的数据反映出浆厂的库存压力仍然偏高。**结合当前美金盘的报价以及消费的季节性特征，预计上游浆厂生产者库存延续累库。

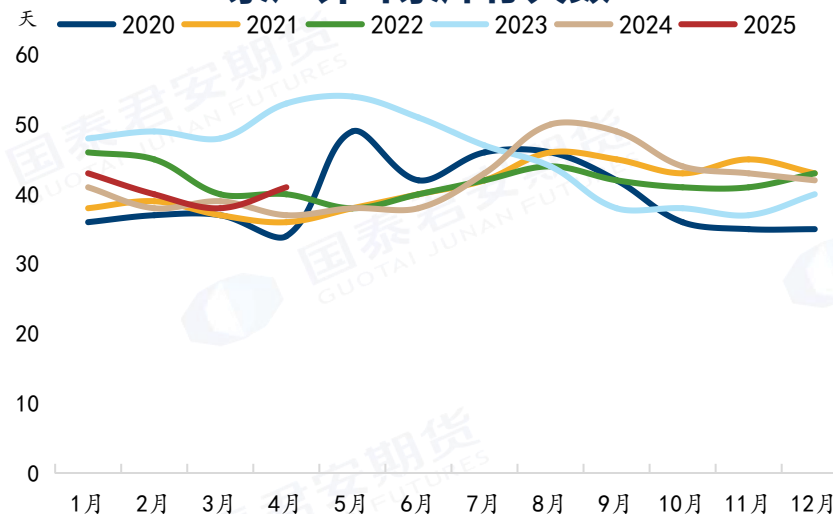
银星价格和针叶库存天数



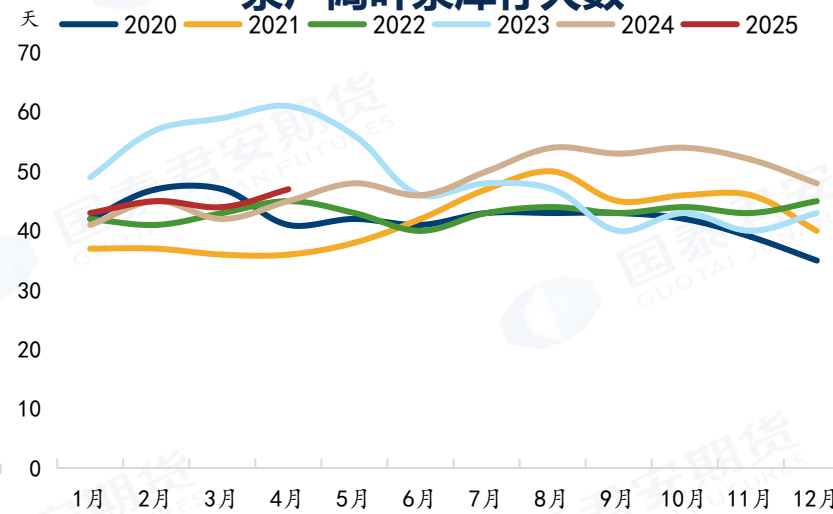
明星价格和阔叶库存天数



浆厂针叶浆库存天数

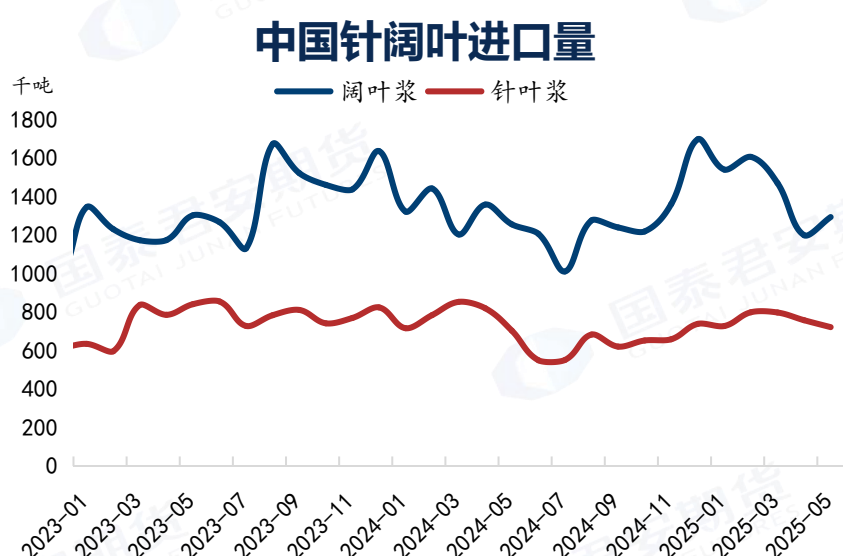
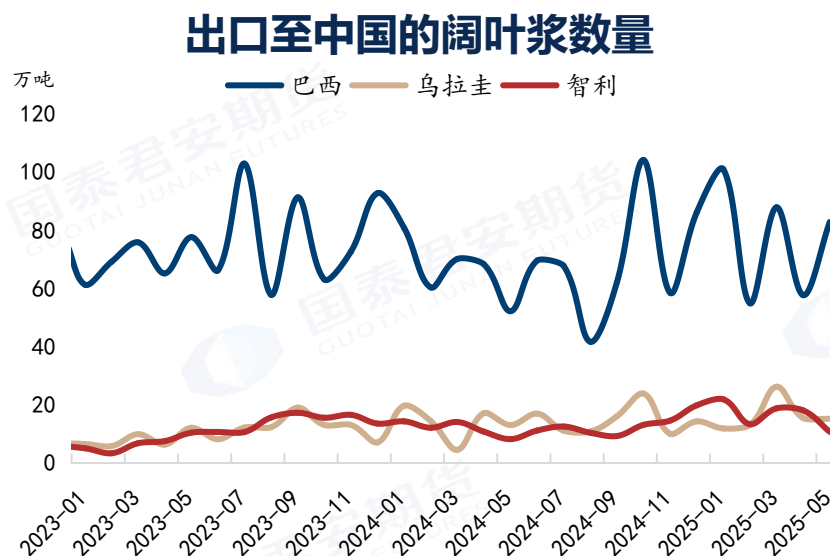
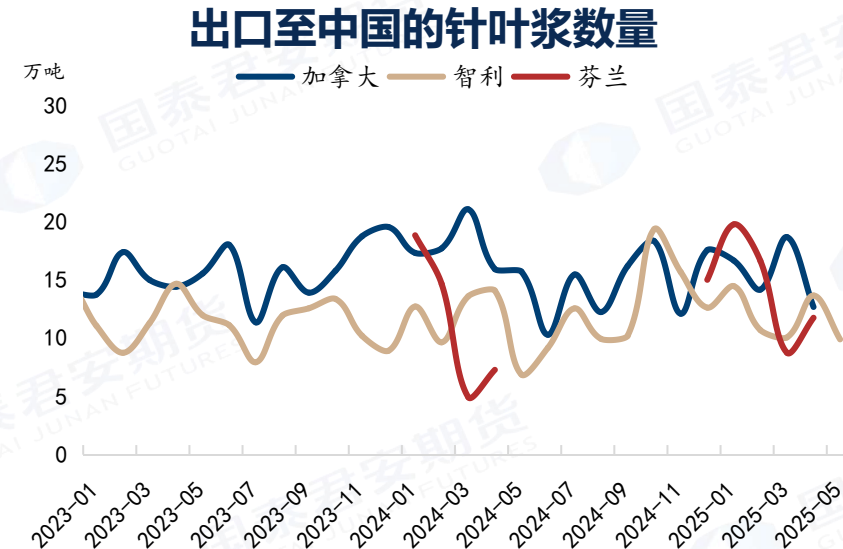
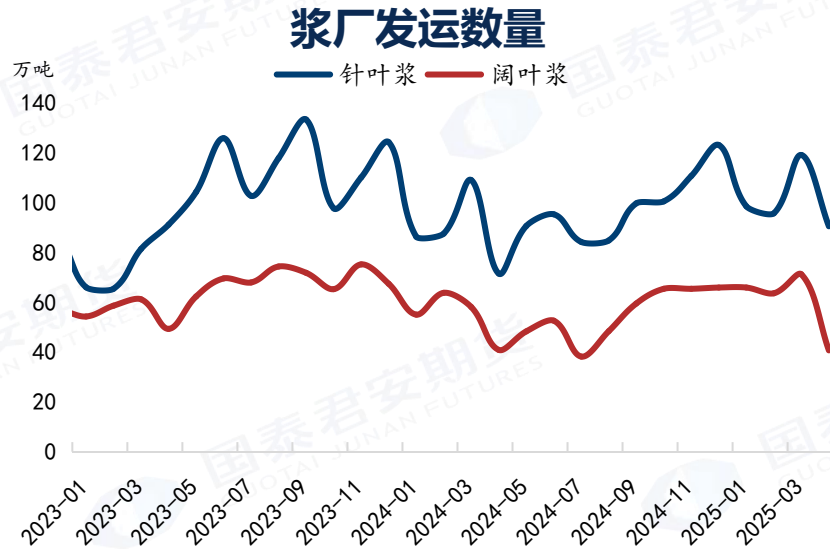


浆厂阔叶浆库存天数



当前周期定位：贸易环节-国内进口缩量

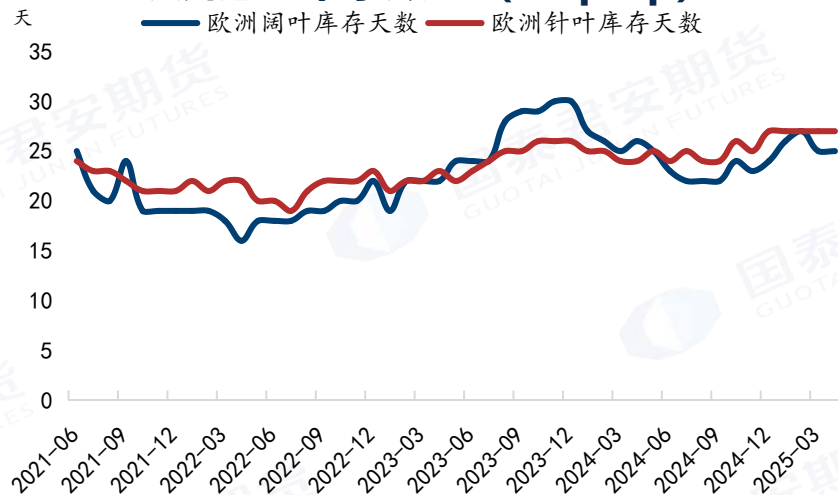
- 前期美金盘价格的上涨对于需求形成的抑制已经反映到了国内进口量的减少之上。
- 5月，国内阔叶浆进口量为129.3万吨，较年内高点减少约30万吨。针叶浆进口量为72.1万吨，较年内高点减少约8万吨。
- 结合当前主产国、浆厂的发运量数据来看，以及前期的美金盘成交情况，我们认为国内6-7月到港压力不大。



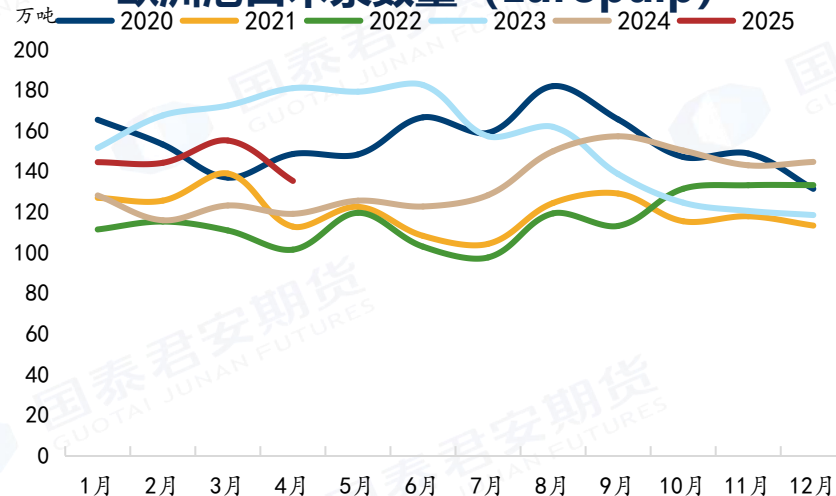
当前周期定位：港口环节-港口库存去化尚未完成

- 发运量的减少尚未完全转为港口库存的去化，当前欧洲与国内港口均处于高位去库状态。
- 截至2025年4月，欧洲港口库存为135万吨（Europulp），针叶库存天数为25天，阔叶库存天数为27天（Utipulp）。
- 国内港口库存处于历史高位，青岛、常熟、高栏、天津和日照港口库存合计超过220万吨。

欧洲港口木浆数量 (Utipulp)

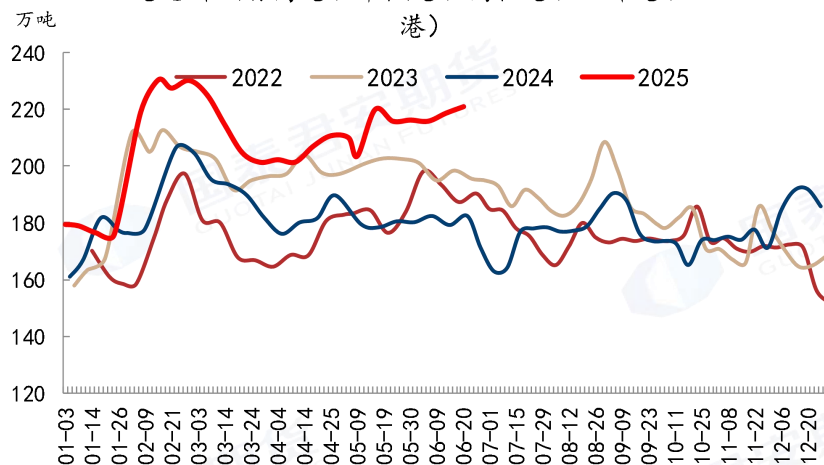


欧洲港口木浆数量 (Europulp)



国内港口库存

五港总计（青岛港、常熟港、高栏港、天津港、日照港）



国产浆投产情况

➤ 下半年国内面临约181万吨的投产压力，较上半年明显减轻，四季度预计投产量稍大于三季度。尽管我国木浆供应仍高度依赖进口，但随着“林浆纸一体化”战略持续推进，国内纸企近年来加快产能布局，自主供给能力显著增强。2024年全国纸浆新增产能以阔叶浆和化机浆为主，新增产能约560万吨。2025年国内纸浆新增产能预计为386万吨，同比下降约31%。上半年计划投产205万吨，截至5月已投产70万吨，占比34%。下半年预计投产181万吨，较上半年稍有下降，其中三季度计划投产59万吨，四季度计划投产超过82万吨，四季度产能投放压力稍大于三季度。

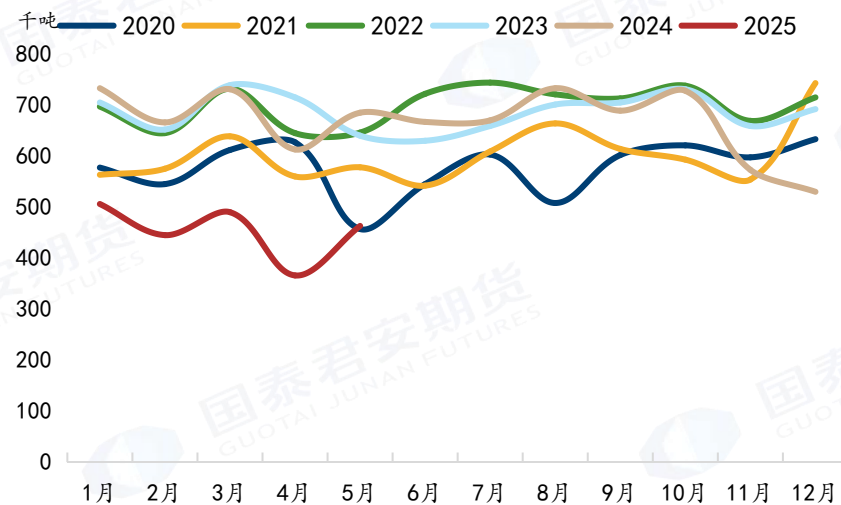
国产浆投产情况

(预计) 投产时间	公司	年产能 (万吨)	浆种	地点
2025Q2 (已投产)	华泰股份	70	化学浆	山东
2025Q2	玖龙纸业	70	化机浆	湖北荆州
2025Q2	玖龙纸业	65	化学浆	湖北荆州
2025上半年合计	-	205	-	-
2025Q3	联盛浆纸	44	化机浆	福建漳州
2025Q3	华泰股份	15	漂针浆、漂阔浆、本色浆、溶解浆	山东
2025Q4	太阳纸业	35	漂白化学木浆	广西南宁
2025Q4	太阳纸业	15	化机浆	广西南宁
2025	山东金天和	20	化机浆	山东
2025	德州泰鼎	12	化机浆	山东德州
2025年底及以后	广西建晖	40	本色阔叶浆	广西
2025下半年合计	-	181	-	-
2025年合计	-	386	-	-

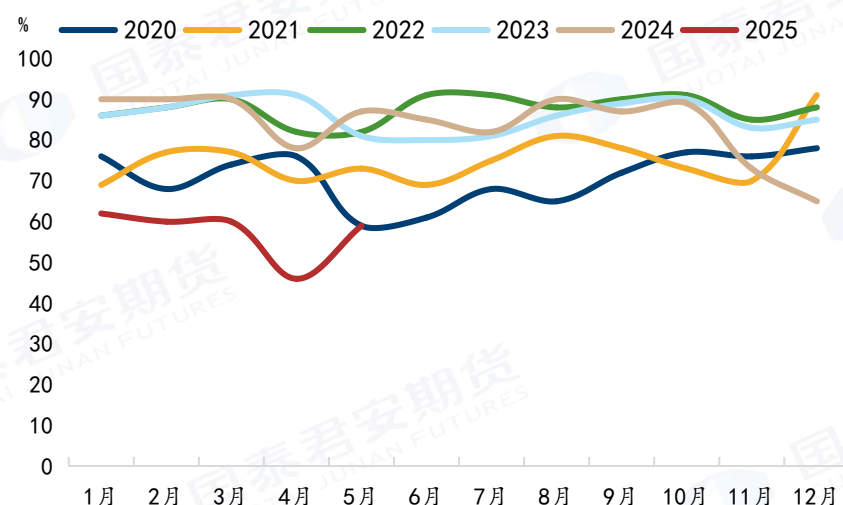
国产浆供应

- 由于晨鸣停机，国产阔叶供应压力有明显下降。2025年1-5月，国产阔叶浆数量合计为227万吨，同比-33.8%，开工率有明显下滑。
- 木片进口数量减少，成本下滑。1-5月，国内进口阔叶木片数量为61.8万吨，同比-15%，5月进口木片成本176美元/吨，为近两年最低。
- 阔叶产量增速与木片进口数量增速剪刀差拉大，木片供应充足，成本下降，整体影响仍然偏空。

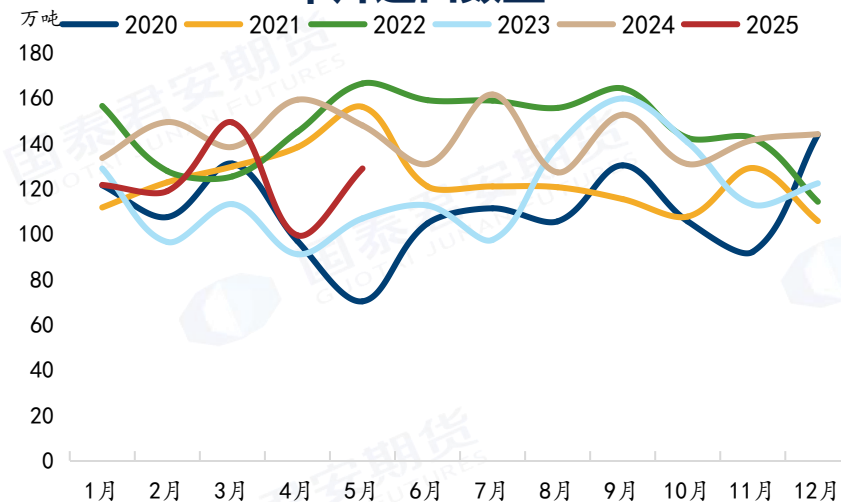
国产阔叶浆数量



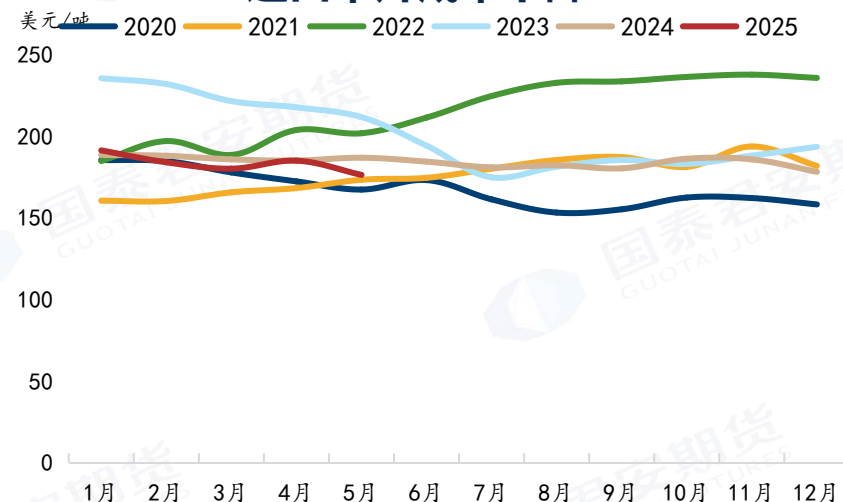
国内阔叶浆开工率



木片进口数量



进口木片成本下降



03

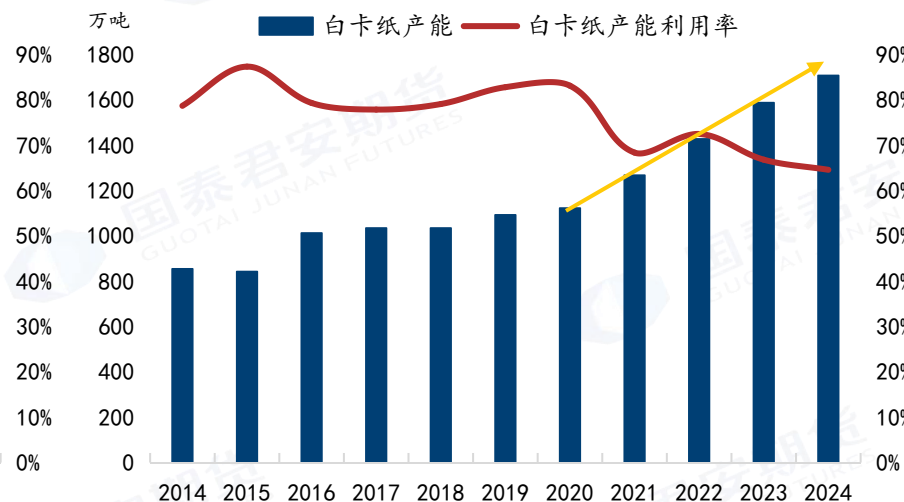
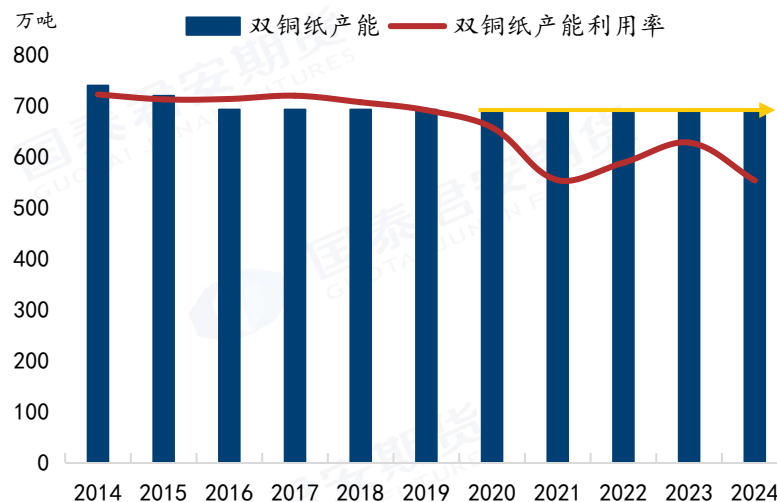
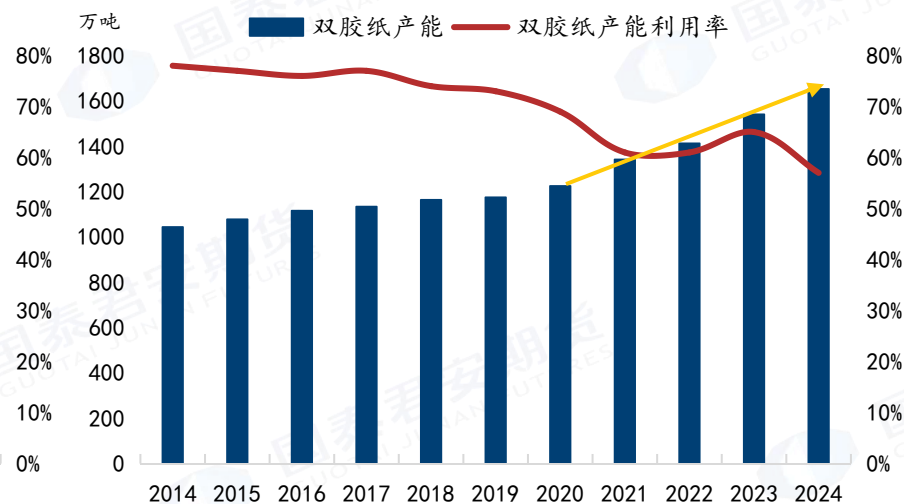
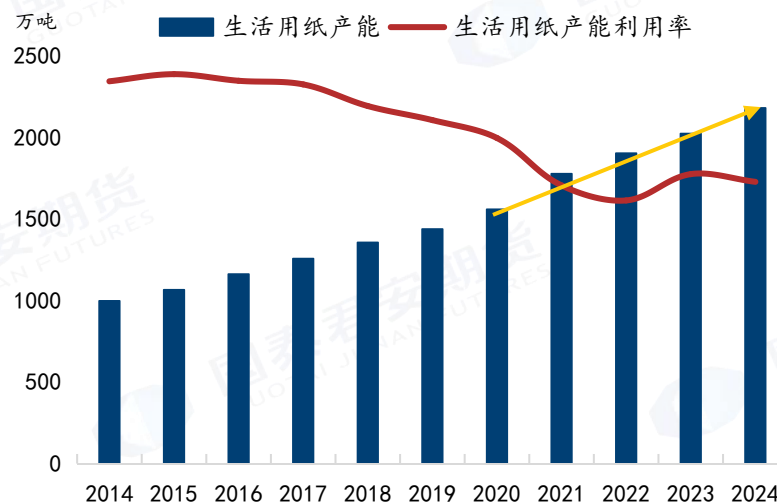
■ 造纸：过剩、不确定、季节性



高价刺激产能扩张，行业供需格局偏过剩

- 在2021年整个造纸行业景气度较高，产业链价格持续上涨的情况下，下游投放了大量产能，导致造纸行业由供需紧平衡转变为过剩。
- 生活纸：由1557万吨增长到2178万吨，CAGR≈8.75%
- 双胶纸：由1224万吨增长到1652万吨，CAGR≈7.78%
- 双铜纸：终端需求增量有限，产能持平；
- 白卡纸：由1112万吨增长到1707万吨，CAGR≈11.06%
- 终端需求增量难以匹配产能增速，行业开工水平快速下滑，目前整体产能利用率维持在60%左右。

下游成品纸产能和产能利用率



2025年成品纸投产600万吨，扩产周期尚未结束

2024年以来的产能投放情况

- 2025年至今，国内累计投产文化纸110万吨，生活用纸16万吨，合计约126万吨。
- 根据已公布投产时间的项目统计来看，预计2025年国内成品纸产能投产超过600万吨，约占2024年末成品纸产能之和的9.6%，其中文化纸210万吨、白卡纸250万吨，生活用纸140万吨。
- 从当前的产能利润水平来看，双胶纸和生活纸产能投产确定性较强，而行业的深度亏损或导致白卡纸产能投产不及预期。

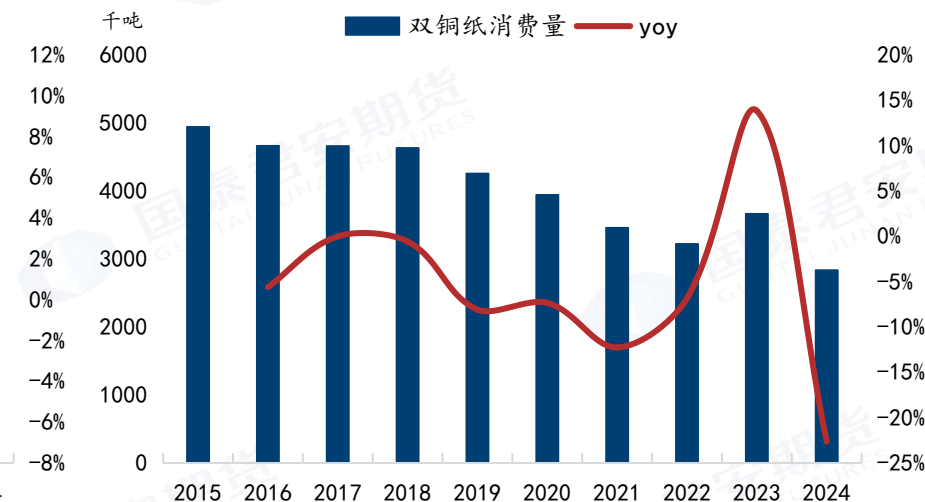
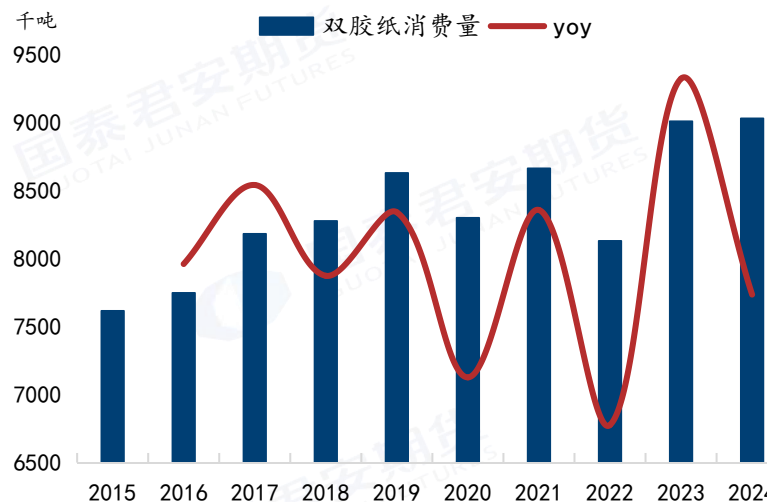
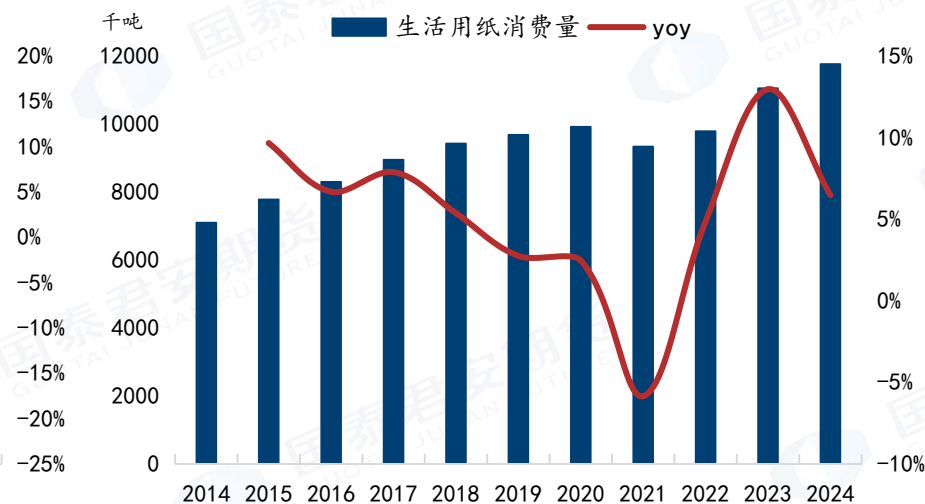
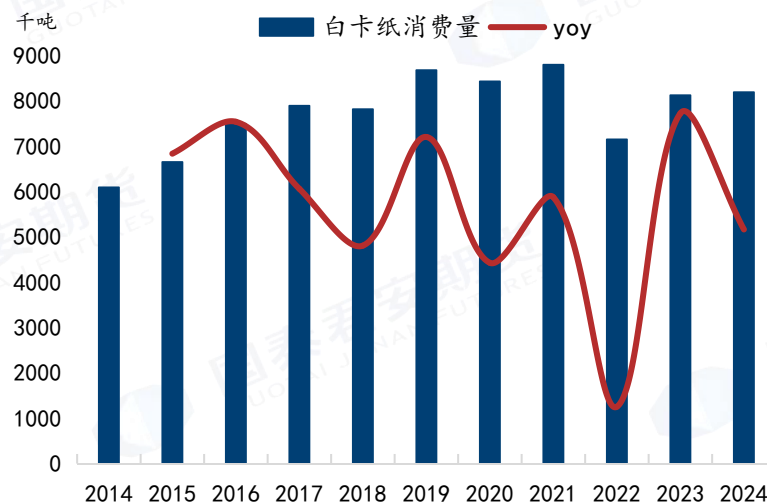
(预计) 投产时间	公司	纸种	年产能 (万吨)	地点	文化纸	白卡纸	生活用纸
2024年1月	华泰纸业	文化纸	52	山东东营	52	-	-
2024年1月	玖龙纸业	文化纸	55	广西北海	55	-	-
2024Q1	崇左理文	生活用纸	10	广西崇左	-	-	10
2024年4月	冠豪高新	白卡纸	30	广东湛江	-	30	-
2024年9月	玖龙纸业	白卡纸	100	广西北海	-	100	-
2024Q3	太阳纸业	生活用纸	11.5	广西南宁	-	-	11.5
2024年12月	岳阳林纸	文化纸	45	湖南岳阳	45	-	-
2024	其他生活用纸	生活用纸	143.3	-	-	-	143.3
2024年合计	-	-	446.8	-	152	130	164.8
2025Q1 (截至5月已投产)	玖龙纸业	文化纸	35	湖北荆州	35	-	-
2025Q1 (截至5月已投产)	联盛纸业	生活用纸	16	福建漳州	-	-	16
2025年4月 (截至5月已投产)	仙鹤股份	文化纸	30	广西	30	-	-
2025Q2 (截至5月已投产)	玖龙纸业	文化纸	25	湖北荆州	25	-	-
截至5月已投产	玖龙纸业	文化纸	20	天津	20	-	-
2025Q2	玖龙纸业	白卡纸	120	湖北荆州	-	120	-
2025Q2	玖龙纸业	文化纸	70	广西北海	70	-	-
2025H1	山东金天和	食品级白卡纸	30	山东泰安	-	30	-
2025上半年合计	-	-	346	-	180	150	16
2025Q3	联盛纸业	白卡纸	100	福建	-	100	-
2025Q3	五洲特纸	文化纸	30	江西	30	-	-
2025Q4	太阳纸业	生活用纸	15	广西南宁	-	-	15
2025	理文造纸	生活用纸	30	重庆	-	-	30
2025	贵州赤天化 (泰盛集团)	生活用纸	16	贵州赤水	-	-	16
2025下半年合计	-	-	191	-	30	100	61
2025年合计	-	-	600.9	-	210	250	140.9

注释：部分生活用纸产能未全部列出；

趋势性：木浆纸品消费温和增长

- **白卡纸**：下游主要食品包装、外卖包装、烟酒包装等领域，受益于外卖的发展，长期消费偏乐观，10年CAGR为约3.0%。
- **生活用纸**：受益于消费升级带来的渗透率提高，长期消费偏乐观，10年CAGR约为5.2%
- **双胶纸**：下游主要用于印刷教材和各类图书，过去长期消费增速相对乐观，未来或面临挑战，10年CAGR约为1.9%。
- **双铜纸**：主要用于部分高档印刷制品和广告宣传领域，长期消费偏悲观，10年CAGR约为-6%。
- **整体来看，木浆纸品消费约为温和增长，10年CAGR1.8%**

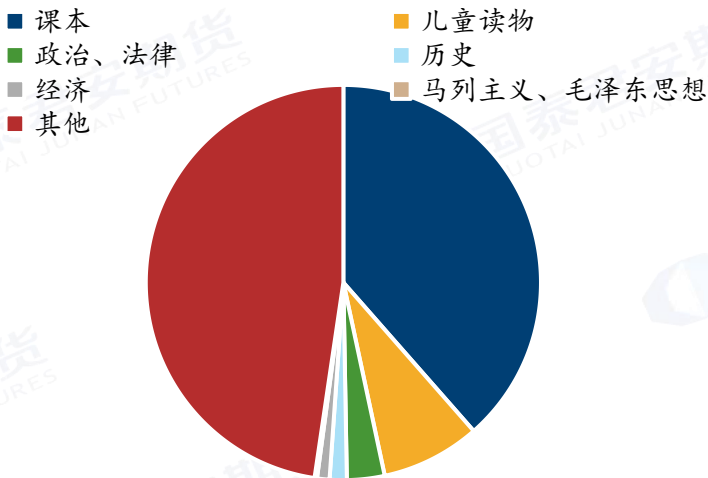
成品纸消费量变化



双胶纸消费增速或面临挑战

- 双胶纸的终端消费主要用于印刷各类书籍以及教科书等，过去十年呈现出稳定增长的趋势，其消费量和图书出版印数变化高度重合，2020和2022年有明显下滑。
- 从结构来看，2023年，儿童读物（48亿册）与课本（10.1亿册）的出版印数合计约占出版印数总数的47%，而涉及党建的图书类别印数总数约占6%，出生人口数量是理论上的先行指标。
- 当前印刷数量尚未直接反应出生人口下滑，主要与早教和儿童读物普及相关，长期增速面临挑战。

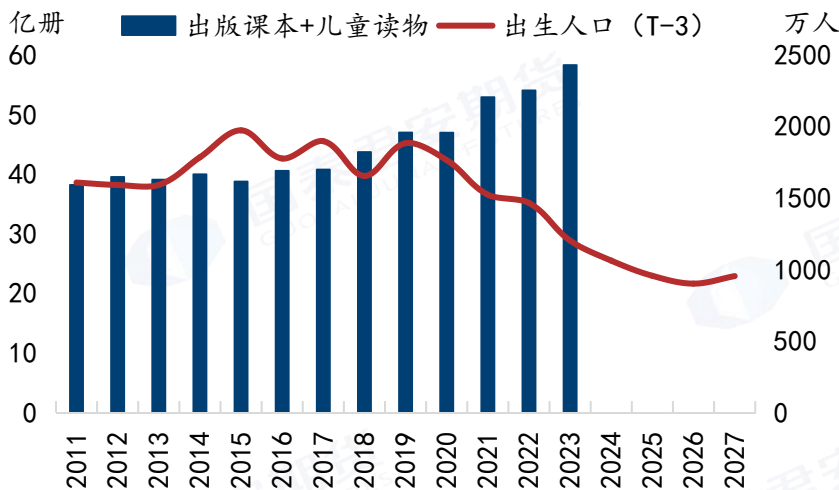
2023年图书印刷结构



成品纸消费量变化



出生人口和图书印刷数量



产能过剩成为造纸行业的共识

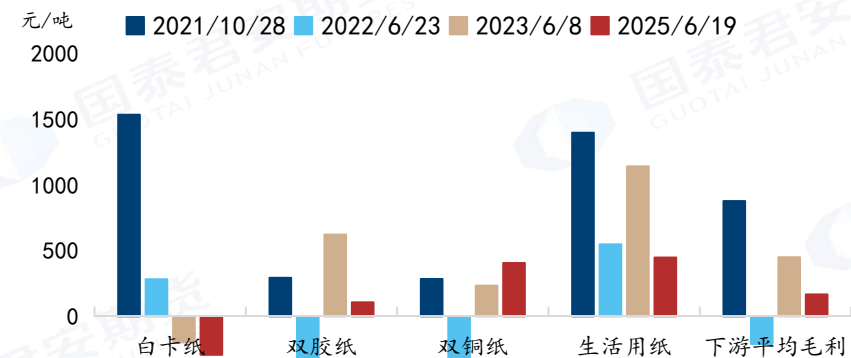
- 产能持续投产，终端消费低迷带来的结果就是造纸行业的产能过剩成为市场的一致共识，纸价预期相对悲观，下半年价格中枢或相比上半年有明显下移，上方空间有限。
- 从纸价走势强度来看，结合产能-需求增速差，市场集中度以及意外停机情况，预计生活用纸~文化纸 > 白卡。
- 核心问题在于：下游产能过剩对于产业链的影响是什么？

下游木浆纸产能过剩进一步加剧

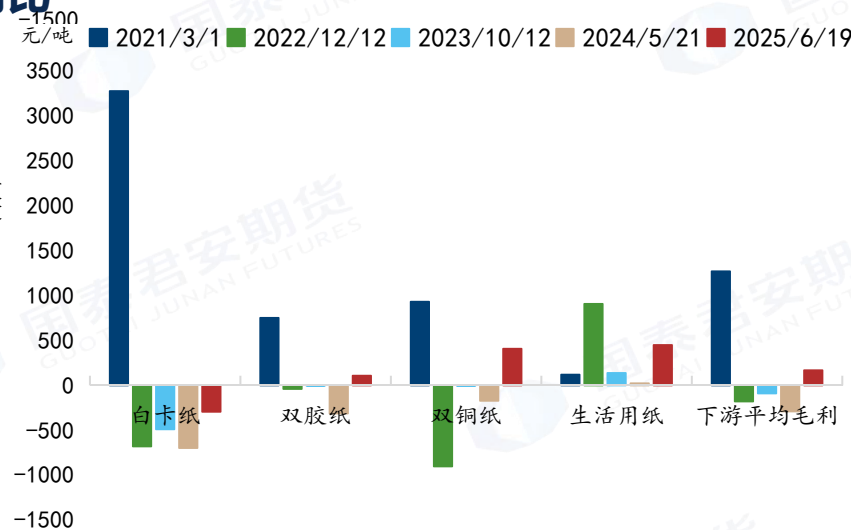
纸种	开工率					2025E			CR4	备注
	2025-01	2025-02	2025-03	2025-04	2025-05	产能增速	需求增速	增速差		
双胶纸	50.5%	48.7%	51.6%	50.9%	50.1%	12.7%	1.50%	11.2%	43.0%	晨鸣停产
铜版纸	54.7%	55.8%	59.2%	61.3%	60.5%	0.0%	-15%	15.0%	88.0%	
白卡纸	56.1%	62.5%	67.3%	64.4%	61.8%	15.0%	4%	11.0%	77.0%	
生活用纸	49.7%	52.4%	59.4%	56.0%	54.6%	6.5%	3%	3.5%	30.0%	品牌溢价

于浆而言，难以重现21-22年的辉煌

- 市场上不时会讨论到的一个问题：现货的流动性收紧是否会导致浆价重新冲上高位？
- 从高点来看，5200左右的浆价下，下游平均利润在150-200区间，纸企利润并没有显著恢复，仅比Min（过去几年高点时利润）高了400左右，从当前的下游价格来看，上方价格空间不会超过5800。
- 从低点来看，参照23年的情况来看，从当前的下游价格来看，下方价格底部在4800左右。



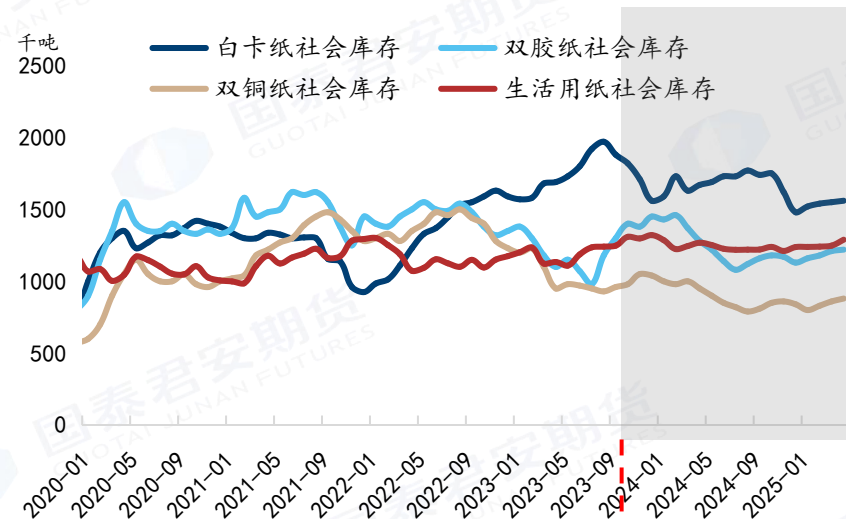
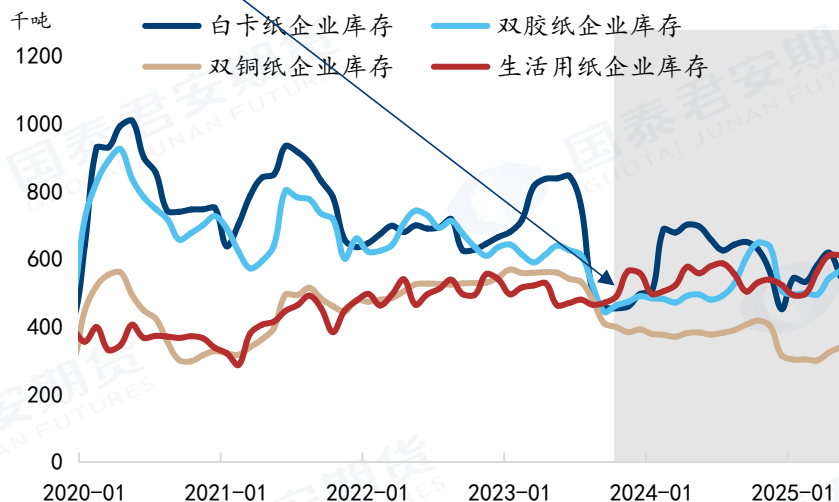
纸浆期货历史上的极值和利润与当前对比



于纸而言，产业链重建库存信心不足，多以季节性补库为主

- 这一轮全产业链去库存周期严格意义上开始于2023年下半年，宏观上的巧合来自于疤痕效应带来的消费复苏的证伪，更巧合的是在此之前，产业链在此之前经历了一轮补库和涨价。
- 由于对于纸价的预期相对偏悲观，整个产业链延续持续去库存的状态，表现为纸价的去库下跌，这会在一定程度上缩小纸张的表观消费，并进一步向上游传导。

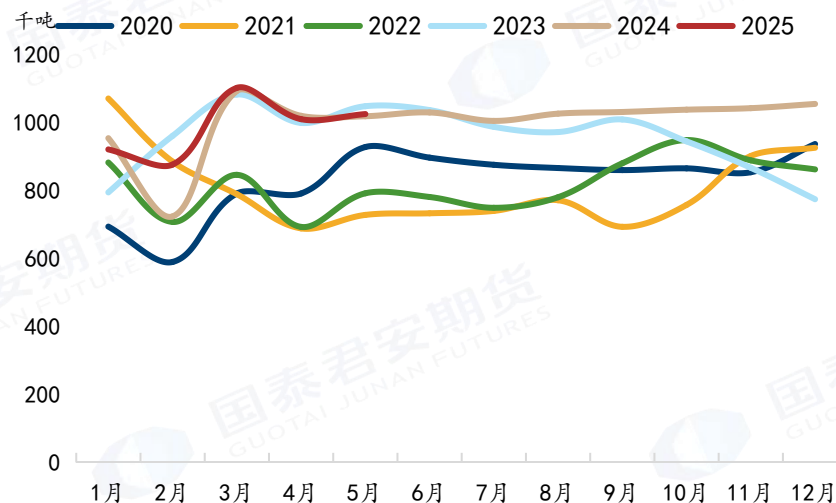
经销商环节的去库导致企业的累库，随后进去全产业链去库



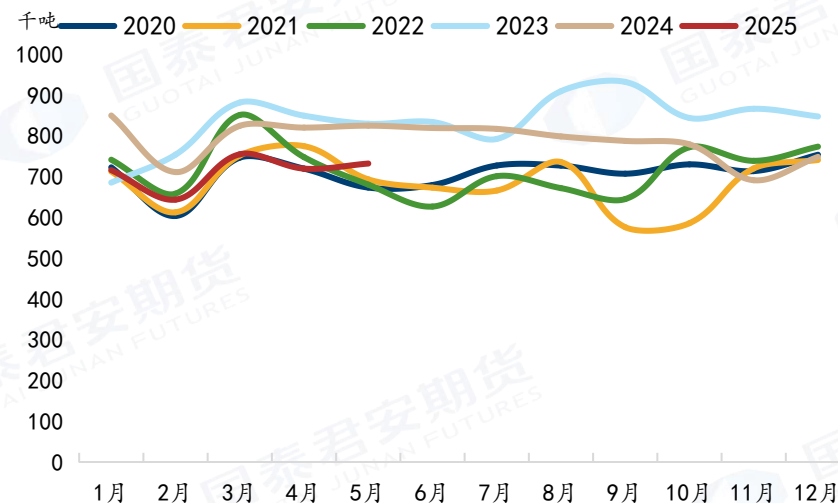
今年以来的表现：晨鸣停产导致文化纸产量下滑

- **白卡纸和生活用纸：**1-5月生活用纸合计产量约为493.2万吨，同比+3%；白卡纸合计产量约为463.2万吨，同比-4%；
- **文化用纸：**1-5月，双胶纸合计产量约为356.8万吨，同比-12%；双铜纸合计产量约为173.2万吨，同比-10%，出现明显下滑的原因主要系晨鸣停产导致，这也支撑了成品纸的价格。

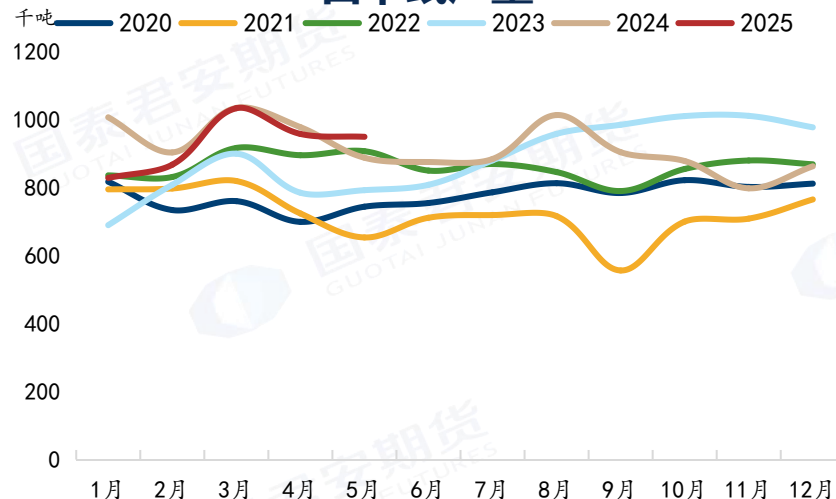
生活用纸产量



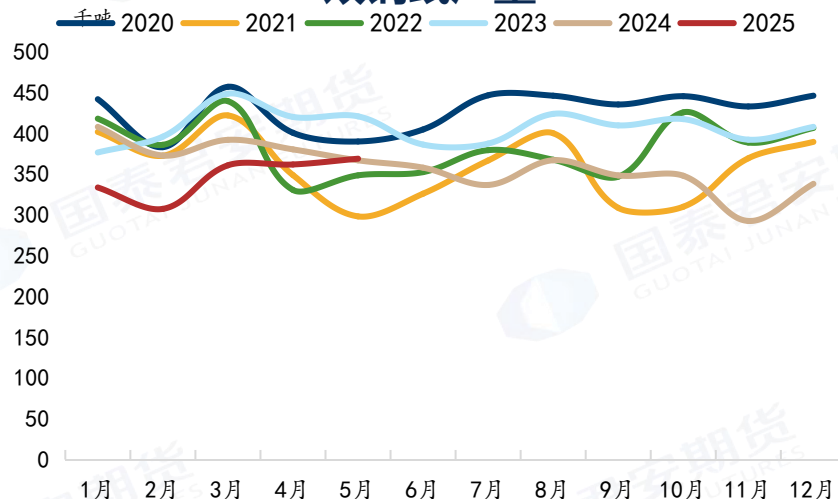
双胶纸产量



白卡纸产量



双铜纸产量



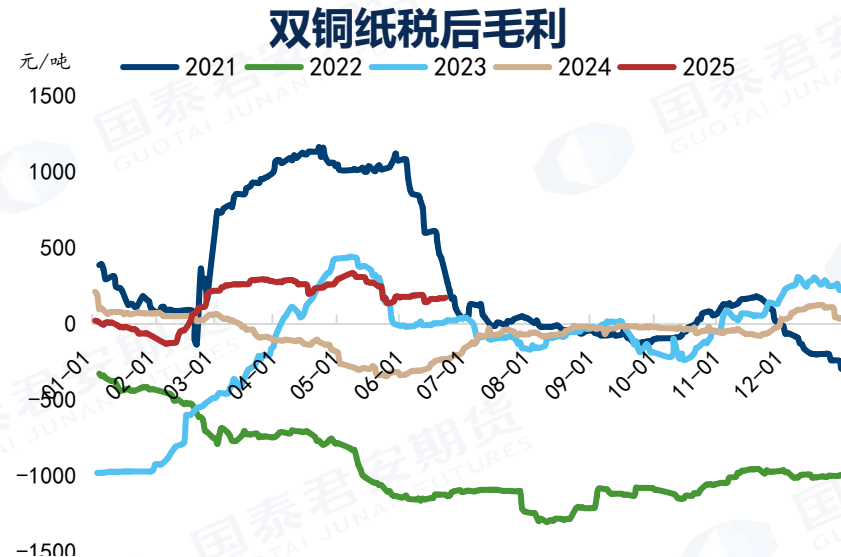
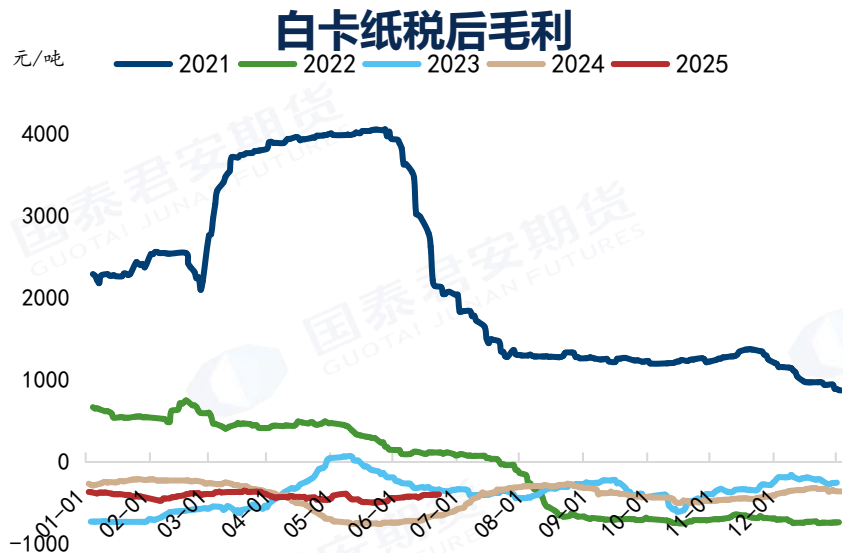
晨鸣停机和复产情况

➤ 晨鸣纸业尚未出现大面积复产，短期供应压力尚可，但存在不确定因素。根据公司公告，晨鸣纸业此前对寿光基地部分生产线、湛江基地部分生产线、江西基地和吉林基地进行了临时停机检修，而截至5月15日，晨鸣纸业当前黄冈基地正常生产，寿光基地和江西基地的部分生产线恢复生产，湛江基地和吉林基地则尚未复产。考虑到其他基地的文化纸产能尚未完全复产，我们认为下游成品纸的短期供应压力不高，而晨鸣纸业的复产则为不确定因素，若后续部分产线开机，或给纸价施加额外的下行压力。

生产基地	纸种	产能（万吨/年）	是否停产	是否复产
寿光晨鸣	白卡纸	45	是	否
	文化纸	81		部分复产
	铜版纸	120		部分复产
	机械浆	63		是
	化学浆	136		否
湛江晨鸣	化学浆	100	是	否
	文化纸	99		
	白卡纸	120		
	化机浆	67		
江西晨鸣	白卡纸	35	是	部分复产
	双胶纸	10		
	铜版纸	35		
	化机浆	25		
武汉晨鸣	双胶纸	20	否	N.A.
	化学浆	60		
吉林晨鸣	双胶纸	25	是	否
	铜版纸	30		
	化机浆	20		

当前利润水平有所恢复，且存在修复预期，年内开工有保障

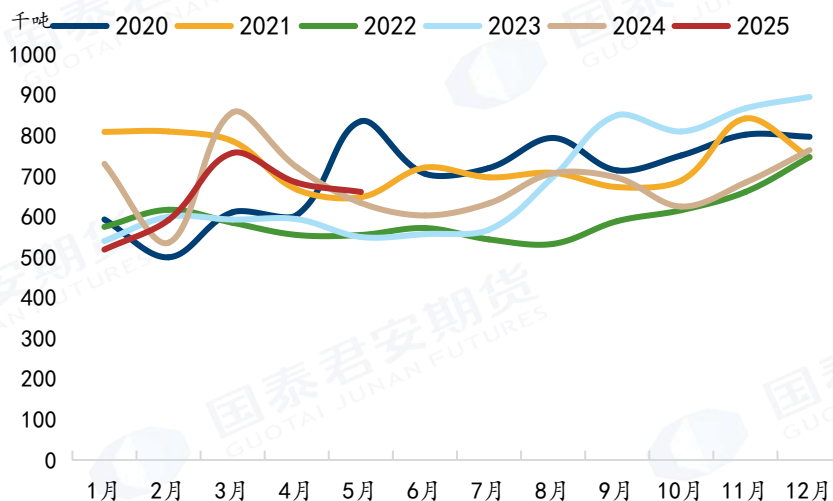
- **当前利润水平：**双胶纸税后单吨毛利约为-70元/吨，双铜纸单吨税后毛利约为110元/吨，白卡纸单吨税后毛利约为-400元/吨左右，生活用纸单吨税后毛利约为230元/吨，均处于过去5年中位偏高水平。
- **当前行业产能大量投放+美金盘进入降价周期：**当前的毛利水平并不算低，并且后续随着到港成本下降会进一步提高，下半年成品纸整体开工仍然有所保障，整体供应相对充裕。



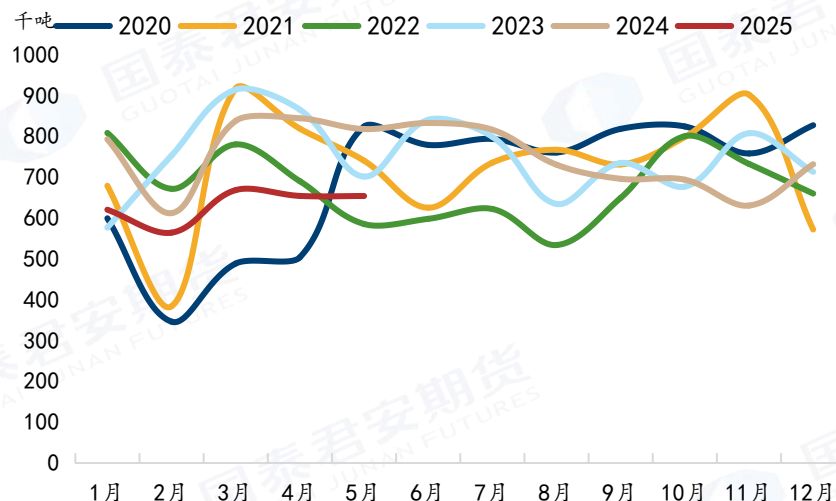
消费具有明显的季节性特征

- **双胶纸和铜版纸明显下滑：**
1-5月，铜版纸合计消费量为99.1万吨，同比-33%；
双胶纸消费量为315.7万吨，同比-19%，**主要系今年招标延后+晨鸣停产。**
- **生活用纸和白卡纸相对坚挺：**
1-5月，生活用纸消费量为471.1万吨，同比基本持平；
白卡纸消费量为321.3万吨，同比-8%，**主要系晨鸣停产+内需偏弱。**
- **整体来看，成品纸消费存在明显的季节性，四季度强于三季度，10-11月最强。**
- **潜在预期差来源于中美贸易关系的变化。**

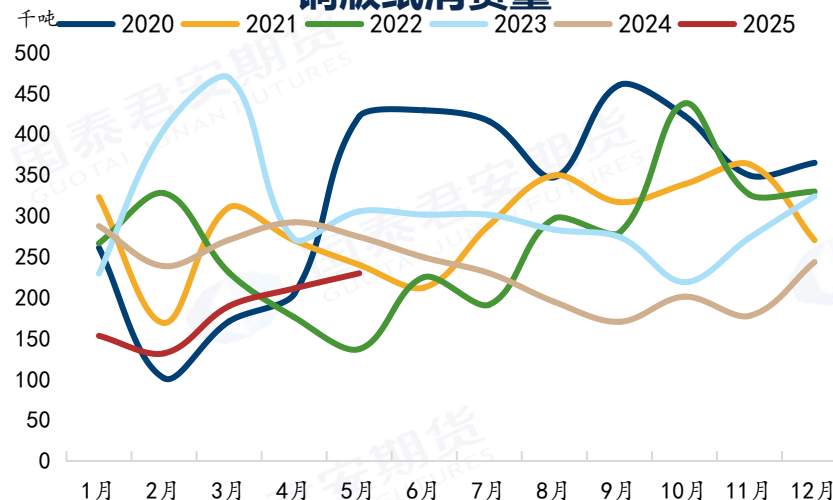
白卡纸消费量



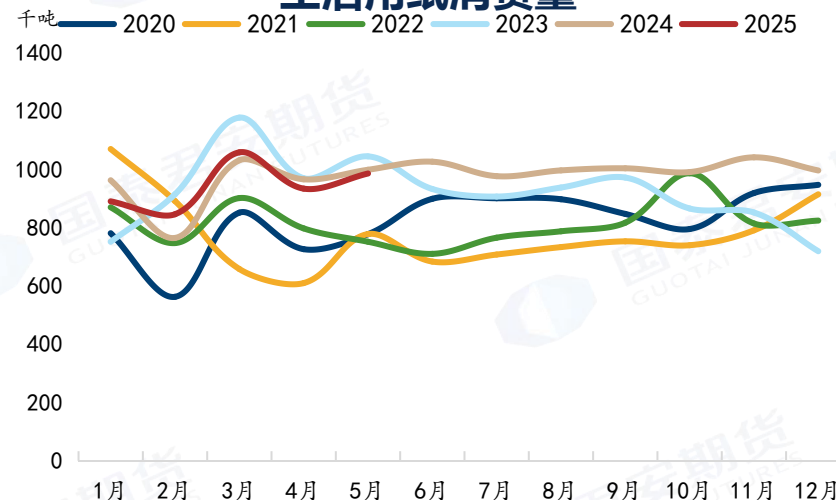
双胶纸消费量



铜版纸消费量



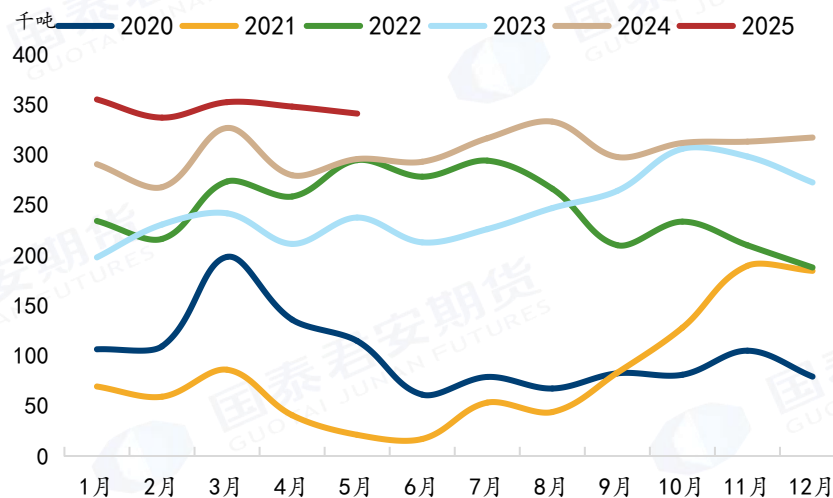
生活用纸消费量



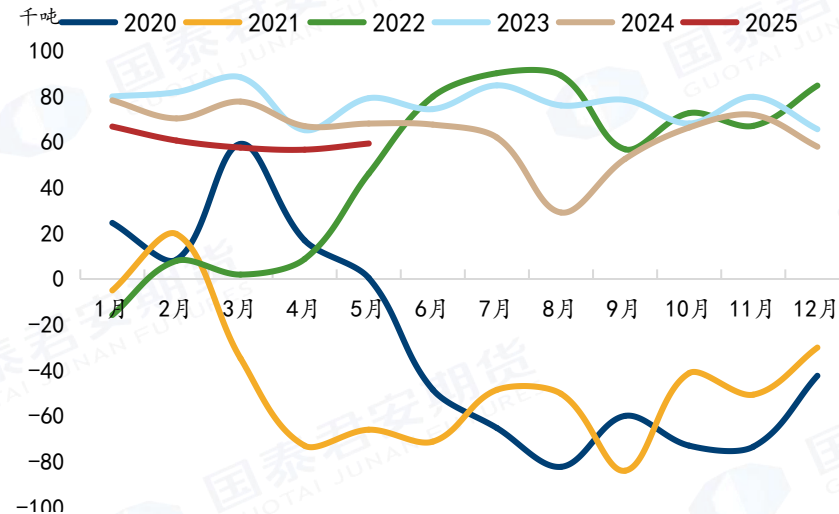
净出口

- **白卡纸和白板纸**：1-5月合计净出口173.4万吨，同比+19%；**双胶纸**：1-5月合计净出口30.1万吨，同比-17%；**铜版纸**：1-5月合计净出口74.7万吨，同比+22%。
- **三者合计出口278.1万吨，同比+14%，延续正增长。**
- 生活用纸主要以内需为主，净出口可以忽视，2024年净出口40万吨。
- **考虑到整体出口国以东南亚、韩国和日本为主，对于下半年整体出口情况维持乐观，预计成品纸净出口延续微增。**

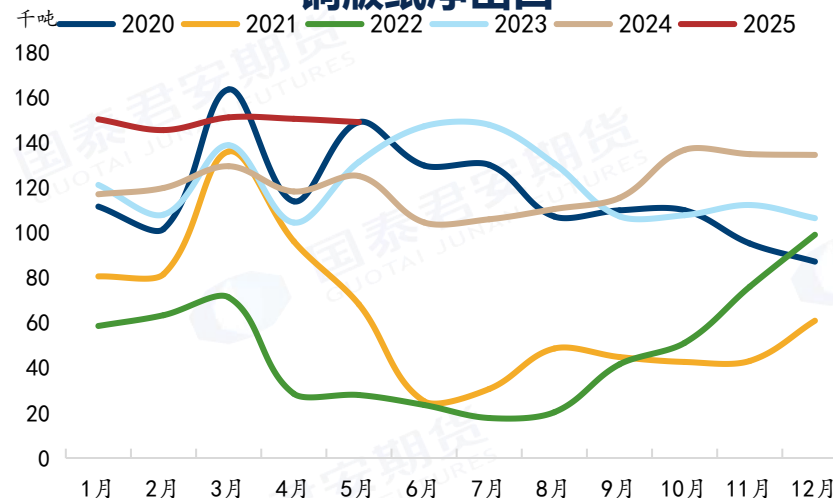
白卡纸和白板纸净出口



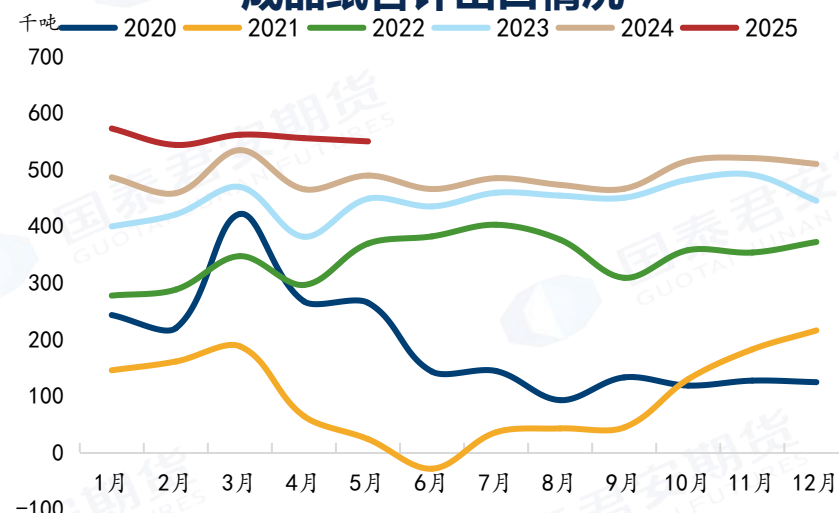
双胶纸净出口



铜版纸净出口



成品纸合计出口情况



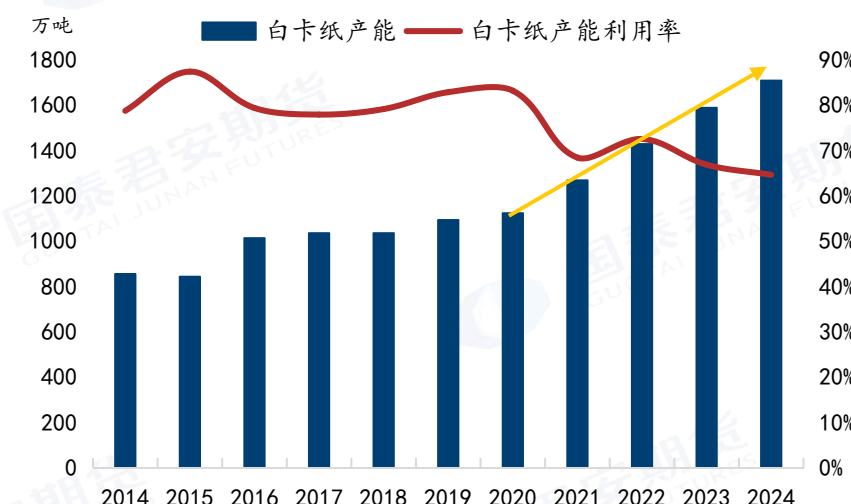
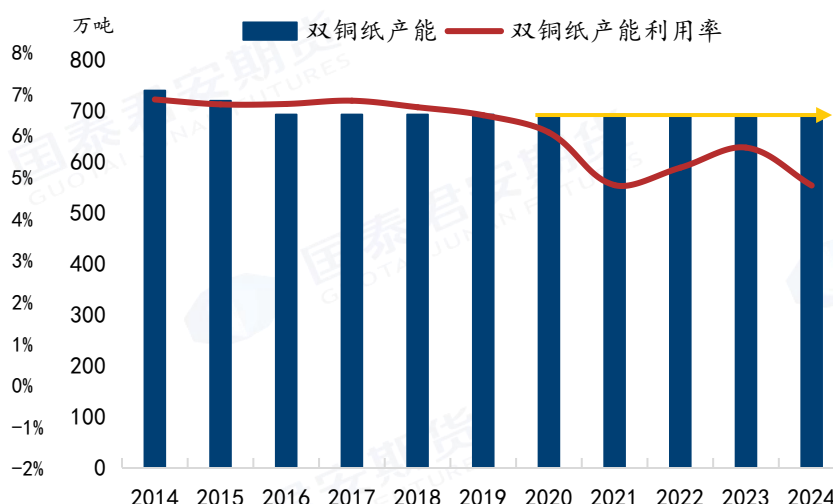
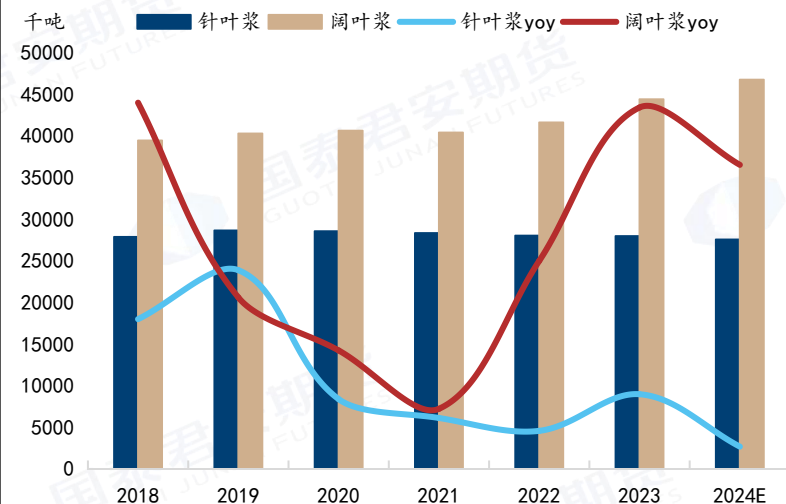
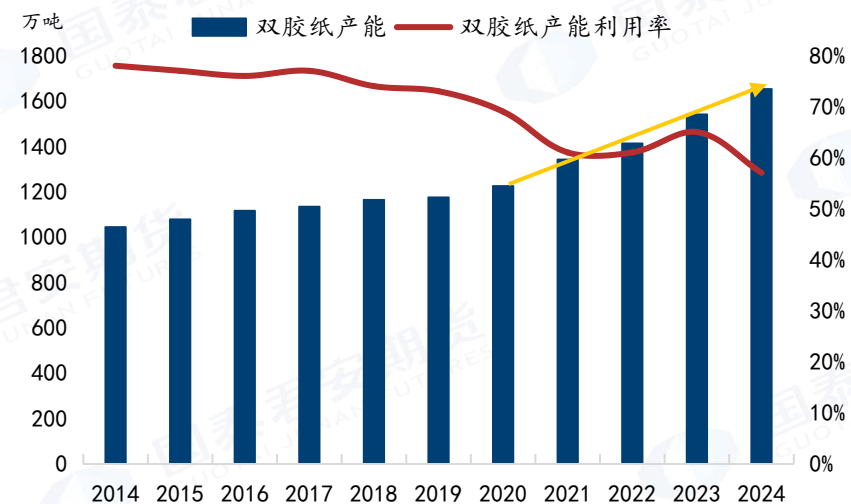
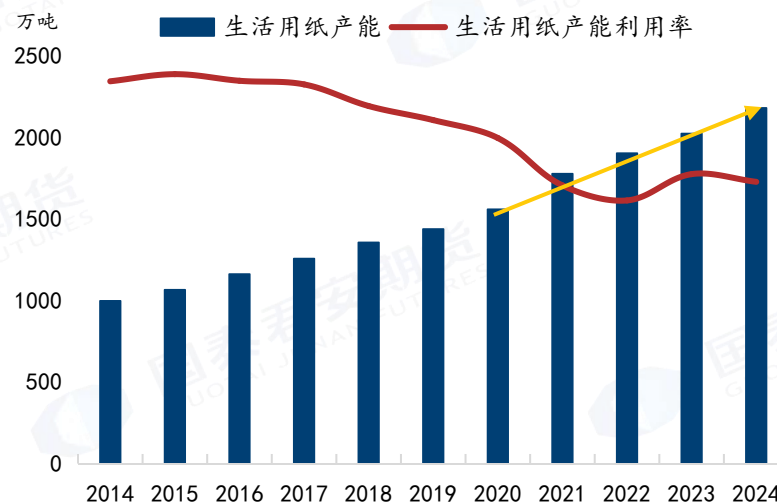
04. 利润分配与投资建议



利润转移的原因一：进入壁垒

- 浆的本质是资源品，纸的本质是工业制成品，前者比后者更稀缺，进入壁垒更高。
- 主要成品纸产能投放速度在8%-11%左右，远远超过阔叶浆，而针叶浆更是没有新增产能投放。

浆的产能和国内主要成品纸的产能变化

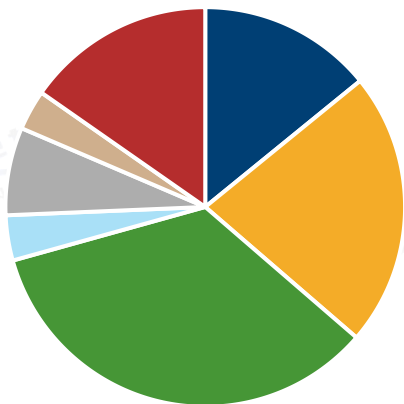


利润转移的原因二：依赖程度

- 从依赖度来说，中国对进口纸浆的依赖度高于海外浆厂对中国市场的依赖度。2024年，中国约占全球贸易浆市场的份额为34.3%，其次是西欧和北美，占全球贸易浆市场的份额分别是22.2%和14.1%。而从中国的漂白商品浆供给结构来看，2024年，中国针叶浆进口量约为833万吨，阔叶浆进口量约为1559万吨，国产阔叶浆约为802万吨，中国对于进口漂白木浆的依赖程度约为74.9%，而**如果进一步拆分来看，中国的针叶木浆和高端阔叶木浆供给几乎完全依赖进口，国产木浆难以形成有效替代。**

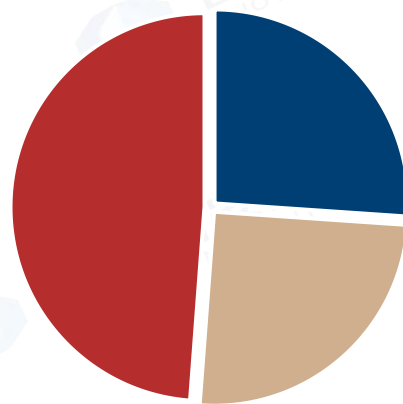
2024年商品浆市场结构

■ 北美 ■ 西欧 ■ 中国 ■ 日本 ■ 拉美 ■ 东欧 ■ 其他



国内木浆供应结构

■ 针叶浆进口量 ■ 国产阔叶浆产量 ■ 阔叶浆进口量

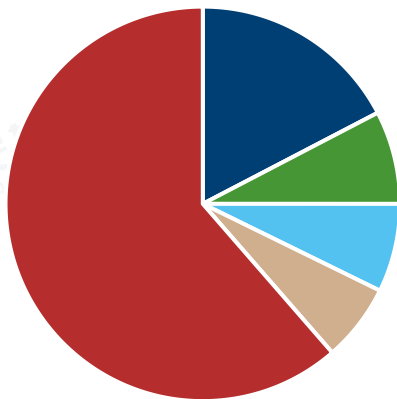


利润转移的原因三：市场格局

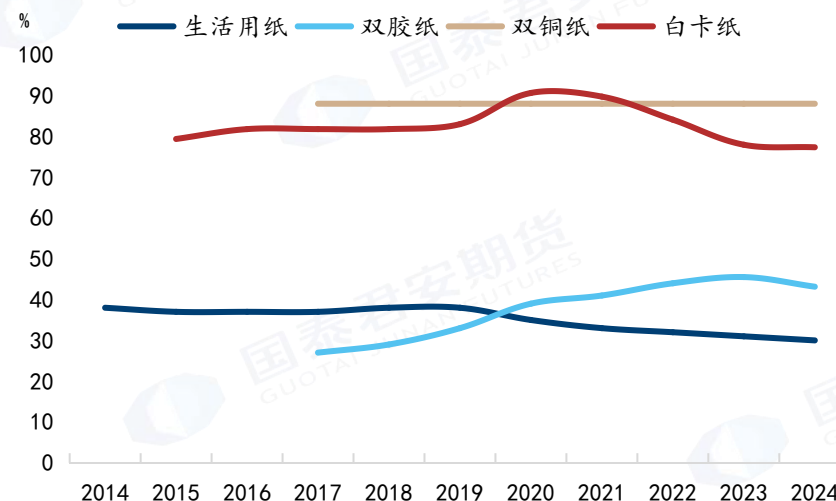
- 行业格局来说，上游浆厂产能集中，在议价时拥有更多选择，机会成本更低。从供需格局角度来看，2024年末，全球贸易浆产能约为7720万吨，其中SUZANO产能约为1340万吨，占全球贸易浆产能的17%，CR4约为39%；而从成品纸环节来看，原生木浆的最大流向-生活用纸和双胶纸，下游市场竞争格局相较双铜纸和白卡纸更加分散，考虑到上游浆厂对国内市场的依赖度远低于国内纸企对于进口纸浆的依赖程度，我们认为，海外浆厂在面临下游纸企议价时拥有更多选择，机会成本更低。

浆厂市场格局

■ SUZANO ■ APP+PE+Domtar ■ APRIL+Barcel ■ UPM ■ 其他



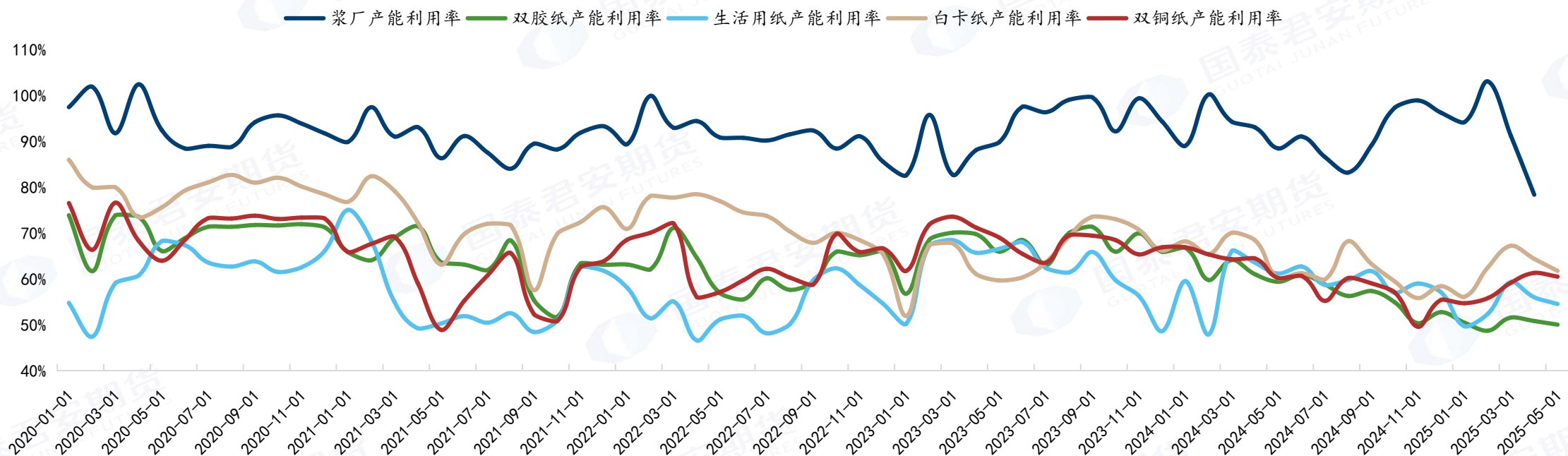
国内成品纸CR4



利润转移的原因四：供需均衡程度

- 从供需格局来说，后者比前者更过剩，且后者的产能投放周期尚未结束。我们认为，产能利用率一定程度上可以表征当前环节的供需过剩程度，产能利用率越低表征当前环节过剩程度越高。从2020年1月开始，全球浆厂产能利用率在绝大多数时间段均维持在80%以上，而国内成品纸行业产能利用率则常年维持在80%以下。

浆纸各环节产能利用率



我们的观点和逻辑

我们的观点：产业链价格全年震荡偏弱，期间存在季节性需求改善驱动下的价格反弹，浆价在产业链价格反弹中表现强于纸价，产业链利润由下游向上游转移，产业链价格高点出现在10月前后。

我们的逻辑：

- 1、终端消费增速远低于产能投放速度，且年内利润对于开工有一定保障，供需过剩情况下，成品纸价格仍然在探底过程之中，预计生活用纸、白卡纸、文化纸价格整体将进一步下滑。此外，晨鸣复产进程为不确定因素，若晨鸣复产，对于纸价影响偏空，对于浆价影响短多长空。
- 2、纸浆和成品纸的消费具有明显的季节性，9-11月为次年春季教辅教材的招标时间点，卫生纸和白卡纸则会受到双十一和春节备货的影响，期间可能存在经销商环节的季节性补库和消费的改善。
- 3、从稀缺程度、上下游的依赖程度、不同环节的竞争格局和供需过剩程度来看，海外浆厂掌握比造纸企业更强的议价权，在产业链利润分配中占优，纸价的进一步下跌会提高浆价在产业链上的利润分配比例。

投资建议：

纸浆关注9-1/11-1的反套机会；逢高做空加工利润；

风险提示：

新增产能投放延迟、人民币汇率波动、宏观事件冲击、外盘报价超预期变动等。

感谢聆听

THANK YOU FOR LISTENING



国泰君安期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格（证监许可[2011]1449号）。

本报告的观点和信息仅供本公司的专业投资者参考，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本报告不构成具体业务的推介，亦不应被视为任何投资、法律、会计或税务建议，且本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，力求报告内容独立、客观、公正。本报告仅反映作者的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表本公司或任何其附属或联营公司的立场，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，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，对此本公司可不发出特别通知。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安期货研究”，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他个人或机构（以下简称“该个人或机构”）发送本报告，则由该个人或机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该个人或机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该个人或机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该个人或机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为国君期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记，未经国君期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。