

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告



短期触底反弹，本周仍有下行风险

李冻玲 证书号：F3038311

郑邮飞 投资咨询证号：Z0010566

核心逻辑

上周纸浆盘面价格前低后高，SP1909 价格一度跌至 4800 附近，然后触底反弹。一来现货市场价格也是不断走低，周内现货价格低至 4900 附近，下游接货意愿差，终端需求也没有好转迹象。此外宏观氛围也趋于恶化，贸易战愈演愈烈，受波及跌停商品不在少数，此情况下，纸浆难以自保。SP 主力 4800 的价格已经创出上市以来的新低，盘面抄底氛围逐渐发酵，但我们认为，目前纸浆仍为到可抄底时机。一来，造纸利润得到逐渐修复，但是终端尚未起步，一旦浆价上涨，势必再度导致下游的亏损，既无利润又无销量，局面将再度恶化。其二，国内外库存仍处于高位，浆厂压力大，纸厂对行情不看好且在大量库存下，难以进行大量的备货，那么去库过程仍将非常缓慢。事实已经证明没有下游配合情况下，上游一味的挺价难以持续，所以终端需求的好转带来的纸厂利润的良性回升，才是此轮纸浆能够大幅反弹的关键。在指标上，首先关注库存量能否持续有效下降（目前我国港口库存已经连续两月下降，但仍处于非常高的水平），现货价格能否企稳（目前仍在走低）、造纸利润能否维持，其次关注纸厂的采购意愿（目前纸厂仍未有很高的备货意愿）。整体来看，我们认为浆价目前并没有大幅反弹的动力。

价格端看，6 月银星外盘报价 650 美元折人民币在 4950 元左右，乌针 6 月报价预计将会更低（折人民币或达到 4600 元），且人民币价格不断下降，那么盘面的卖出抛压会更大，上方 4900 附近仍有压力，本周可能继续下行。而一旦盘面跌至 4600 附近，我们预期浆厂在短期内将不会再度下调船货价格，对近 2-3 个月的价格形成支撑，此时可介入一波反弹行情，在此之前不建议介入抄底，以买现货抛盘面操作为主。

基本面要点

价格价差

现货成交差，价格再度下跌，银星成交价格 4900-4950，较前一周下降 100，本周现货价格仍有下行风险，关注乌针 6 月船货报价对市场影响。

价差方面，银星现货和 1909 合约基差在 -10 至 100 区间波动，最新外盘报价折进口成本在 4950 附近，和盘面几乎平水，无操作机会。

跨期方面，6-9 价差在 40-90 区间波动，06 合约波动相对较小，下跌时价差往往扩大，反弹时价差略有缩小，操作空间较小，目前仍是远月预期差导致的 back 结构，价格触底之前难以逆转。

供应端

PPPC 数据显示，2019 年 3 月全球纸浆（木浆）发运量 477.1 万吨，环比上升 18.0%，同比上升 2.7%，发运/产量比率上升至 97%。可以看到，纸浆供应端压力犹存，且由于全球库存高位，发往中国量仍有增加趋势。针叶浆发运量 213.2 万吨，阔叶浆发运量 248.2 万吨。

我国 4 月进口 210.7 万吨，同比增加 9%，1-4 月累计进口 767.7 万吨，累计同比下降 6%。目前海外库存出现下降趋势，若阔叶浆减产真的实施，后期进口有望持续下降。

下游需求

上周生活纸价格下调，需求疲软，纸企库存高位，短期消化库存为主。文化纸方面，铜版纸以及双胶纸下月，有持续上调价格预期，但经销商观望为主，订单少，需求平淡，库存低。包装纸方面，白卡纸下月有调涨预期，但下游看涨氛围有限，经销商补货并不积极。

4月生活纸开工率为65.36%，较上月上升7.58个百分点。4月份白卡纸生产企业开工率83.6%，环比下降5%，主要是部分纸厂停机检修，库存下降，5月份白卡需求平淡，开工难以走高。

2019年4月份国内生活用纸的产量为82.82万吨，较上月上升16.17%。4月纸及纸板产量991.5万吨，同比下降3.5%，前4个月合计产量3730.5万吨，同比下降0.8%。中长期需求仍不乐观，国内需求暂时较好，但出口端与美国贸易争端仍将影响商品出口，随之出口的包装纸业将受到拖累。

库存

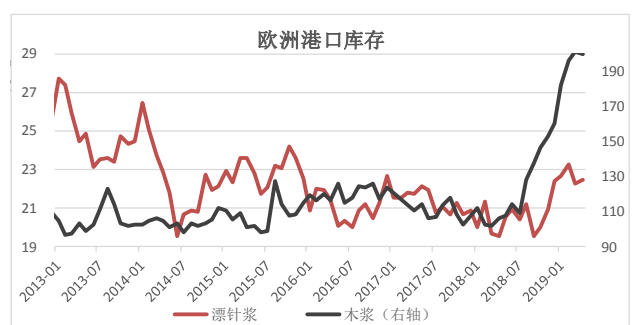
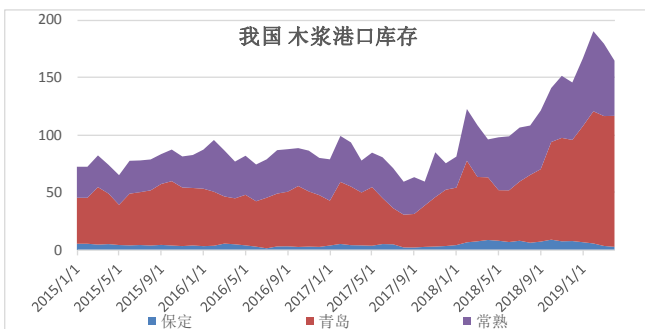
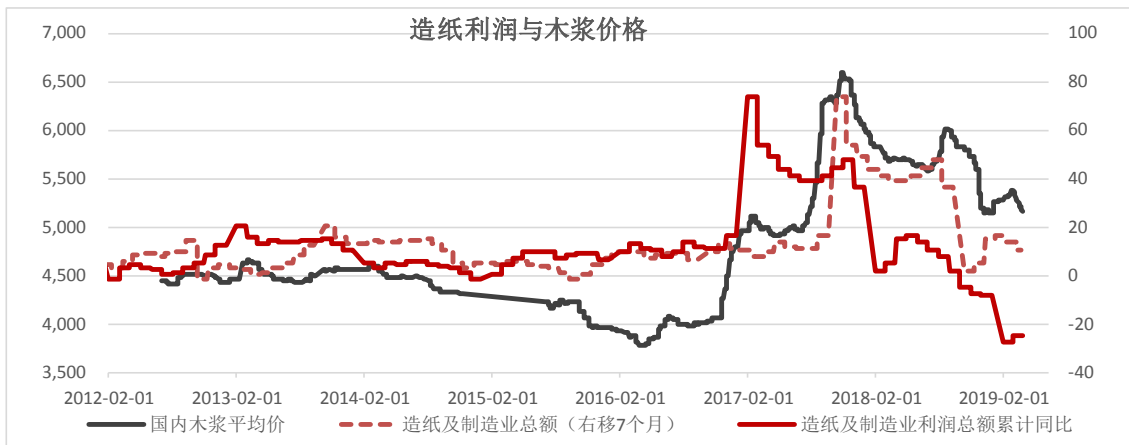
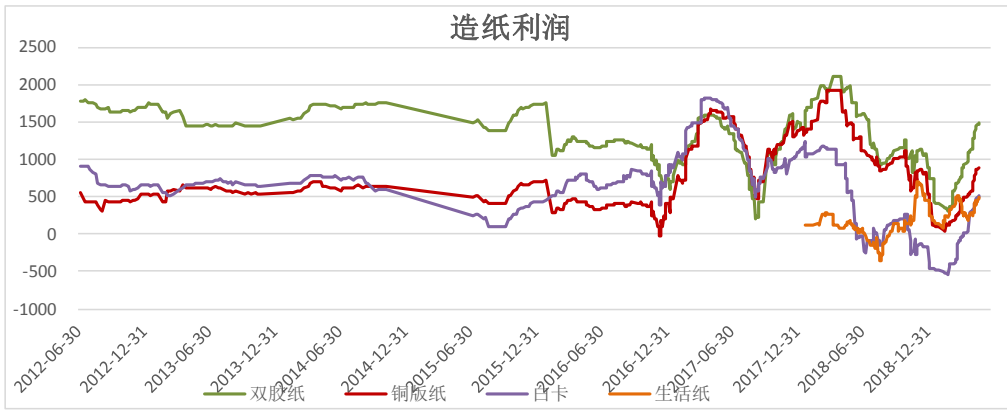
4月国内库存下降，三港库存总量164.8万吨，环比下降8%，同比高71%。我国港口库存中大部分为阔叶，针叶压力相对较小。3月全球生产商库存天数48天，较2019年2月减少2天，较去年同期增加11天。针叶浆库存天数37天，下降3天，阔叶浆库存天数59天，下降3天。

上期所交割库纸浆库存17094吨，比上周增加15.7%，其中仓单量1663吨。

SP 期货多空关注点

	指标	状态	研判
供应	全球出运量	3月出运量增加	利空
	我国进口量	4月进口环比增加，同期下降	中性偏空
需求	短期需求	生活纸淡季，包装成交平平，文化纸市场平稳	中性偏空
	长期需求	贸易争端导致出口预期差	利空
库存	欧洲	欧洲库存和生产商库存天数高位小幅下降	中性
	中国	4月我国港口库存下降	中性
	上期所	库存持续增加，卖交割意愿较强	中性偏空
下游利润	双胶纸	价格持平，利润回升，下月有调涨预期	利多
	铜版纸	价格持平，利润回升，下月有调涨预期	中性偏多
	白卡纸	价格持平，利润回升，下月有调涨预期	中性
	生活纸	价格下调，利润提高，库存高位	中性
价差	针叶浆-阔叶浆	内盘针叶升水阔叶100左右	中性
	基差	盘面贴水现货，逐步减小	中性

核心图表



一、 价格-价差

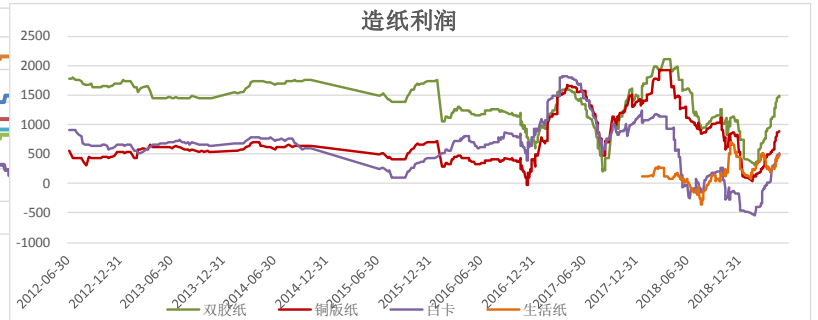
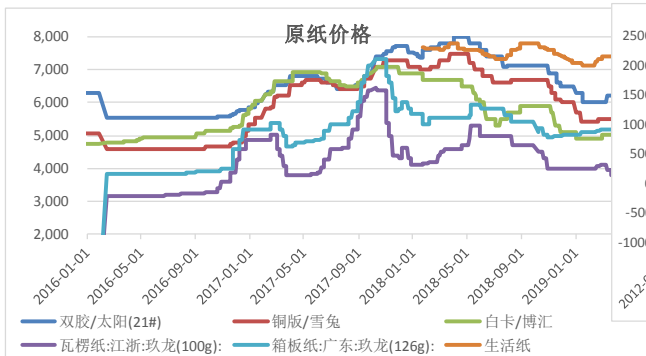
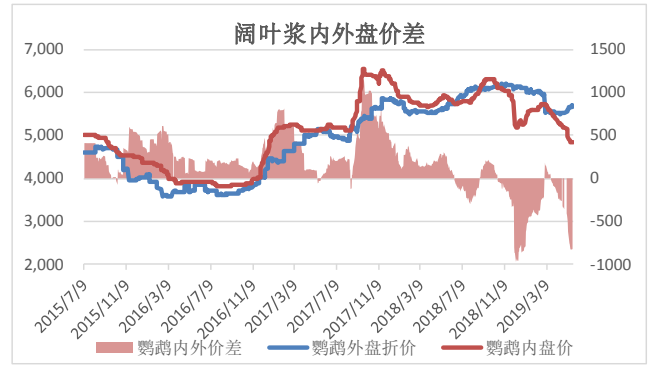
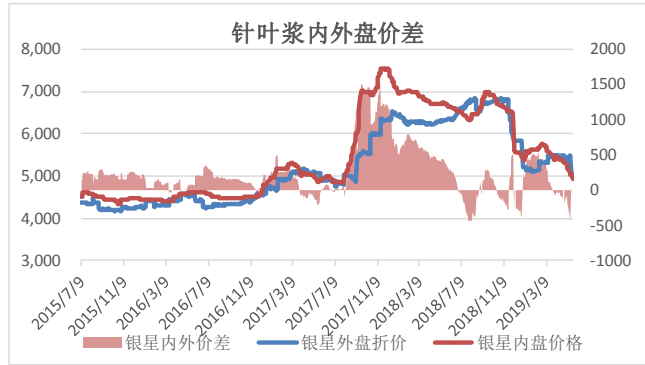
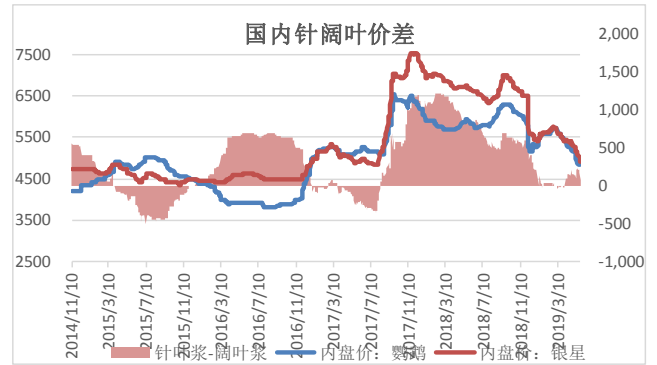
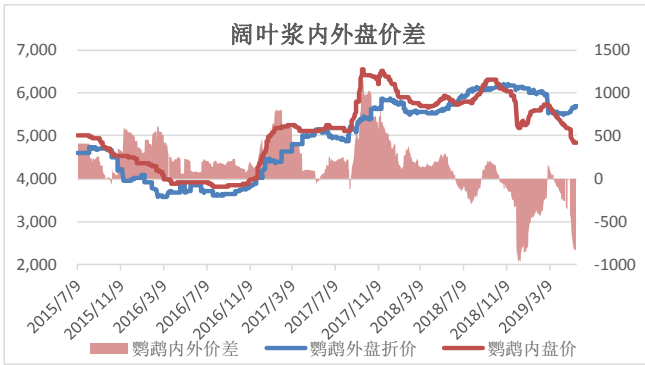
	美金报价			人民币成本		
	银星	乌针、布针	凯利普	银星	乌针、布针	凯利普
6月	650			5015		
5月	700	725		5396	5587	
4月	730	715	730	5625	5510	5625
3月	710	695	730	5472	5358	5625
2月	680	660	700	5244	5091	5396

期货市场价格				
		2019/5/24	2019/5/17	周涨跌幅
收盘价	SP1906	4934	5006	-0.01
	SP1909	4882	4936	-0.01
持仓量	SP1906	14944	22052	-0.32
	SP1909	125454	106928	0.17
期现基差	银星-SP1906	-9	44	-1.20

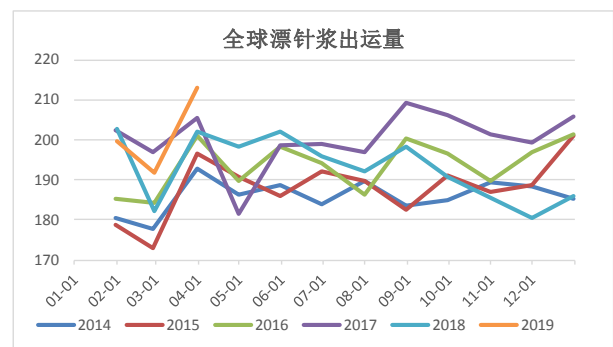
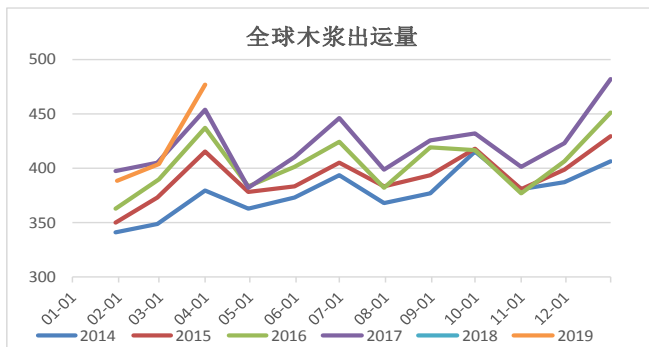
国内市场价						
	品牌	2019/5/24	2019/5/17	2019/4/23	周涨跌幅	月涨跌幅
漂针浆-山东	银星	4925.00	5050.00	5375.00	-0.02	-0.08
	月亮	5000.00	5100.00	5475.00	-0.02	-0.09
	乌针、布针	4950.00	5025.00	5400.00	-0.01	-0.08
漂针浆-江浙沪	银星	4925.00	5075.00	5400.00	-0.03	-0.09
	月亮	5050.00	5175.00	5475.00	-0.02	-0.08
	乌针、布针	5000.00	5075.00	5400.00	-0.01	-0.07
漂阔浆-山东	亚太森博出厂价	4900.00	5200.00	5200.00	-0.06	-0.06
	鹦鹉	4850.00	4850.00	5250.00	0.00	-0.08
	明星	4875.00	4875.00	5250.00	0.00	-0.07
漂阔浆-江浙沪	鹦鹉	4850.00	4875.00	5200.00	-0.01	-0.07
	明星	4850.00	4875.00	5200.00	-0.01	-0.07

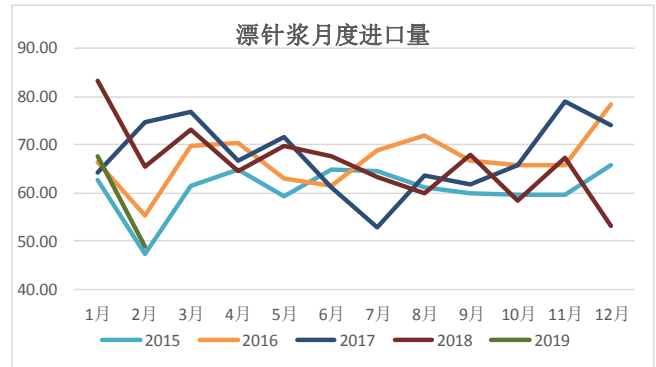
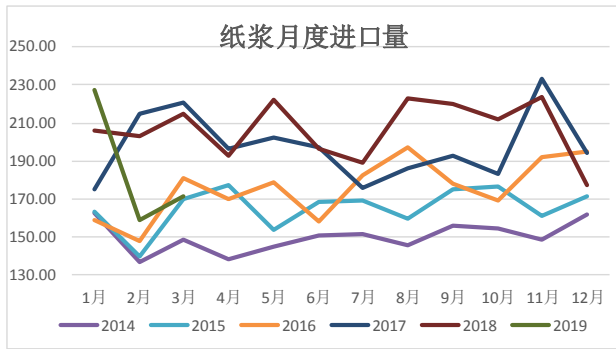
我国外盘报价						
	品牌	2019/5/24	2019/5/17	2019/4/23	周涨跌幅	月涨跌幅
漂针浆	银星	650.00	710.00	730.00	-0.08	-0.11
	月亮	700.00	700.00	720.00	0.00	-0.03
	乌针、布针	725.00	725.00	725.00	0.00	0.00
漂阔浆	鹦鹉	#N/A	720.00	720.00	#N/A	#N/A
	明星	#N/A	660.00	720.00	#N/A	#N/A



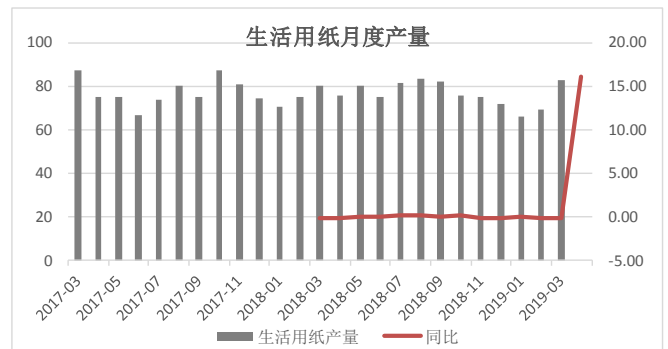
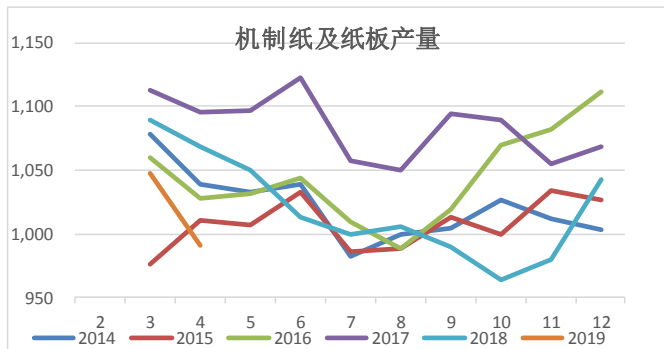
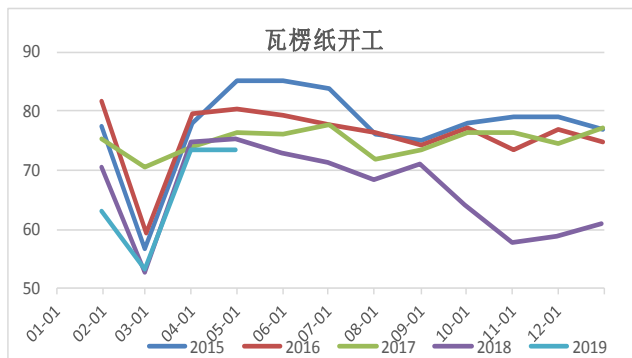
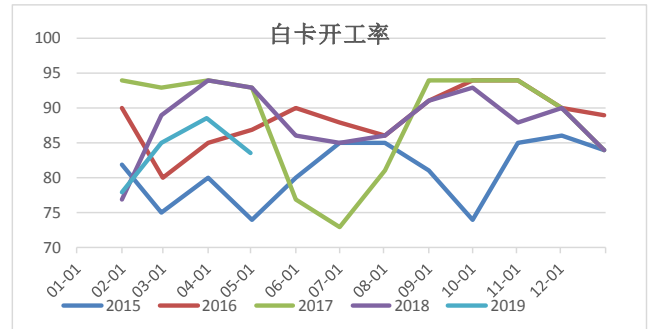
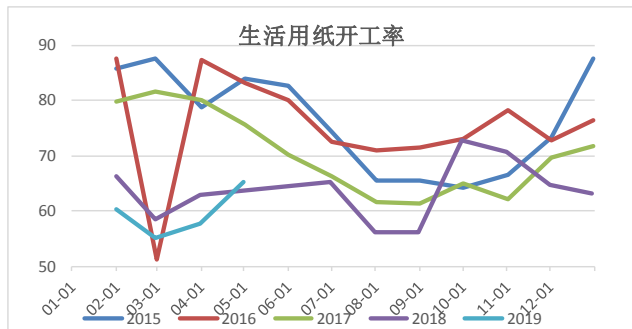


二、供应端

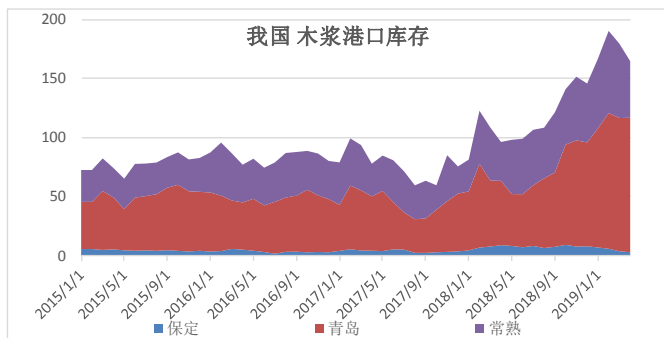
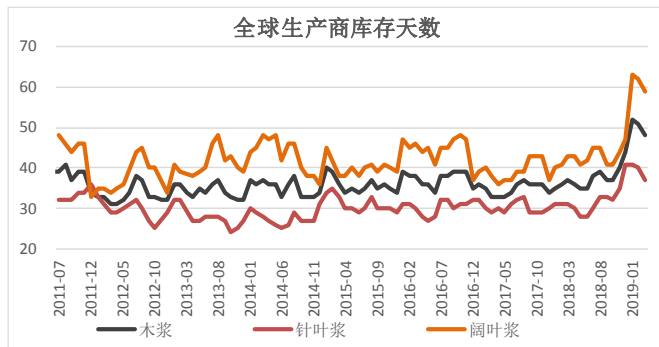
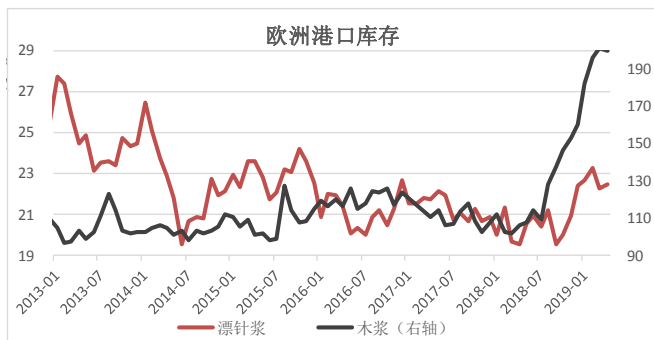




三、下游需求



四、库存



免责声明

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



总部：天津市和平区解放北路188号信达广场16层 • 022-58298788 • 300042

北京北三环东路营业部 100013

北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703
Tel: 010-8831 2088

上海营业部 200063

上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室
Tel: 021-6257 3180

天津营业部 300021

天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平创新大厦A座25楼2352、2353-1号）

Tel: 022-2813 9206

天津滨海新区营业部 300457

天津市经济技术开发区第二大街泰达MSD-G1座3A层10室

Tel: 022-5982 0932

天津津滨大道营业部 300161

天津市河东区上杭路街道津滨大道53号B座2301

Tel: 022-5822 0902

郑州营业部 450008

郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室

Tel: 0371-6561 2079

大连营业部 116023

大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期货大厦2303、2310号房间

Tel: 0411-8480 6701

淄博营业部 255000

山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间

Tel: 0533-358 6709

宁波营业部 315040

浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号

Tel: 0574-8795 1915

唐山营业部 063000

河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室

Tel: 0315-578 5511

烟台营业部 264006

山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室

Tel: 0535-216 3353/216 9678