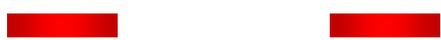


一诺千金 德厚载富

# 一德期货 研究报告



交割前夕，浆价寻底过程持续

李冻玲 证书号：F3038311

郑邮飞 投资咨询证号：Z0010566

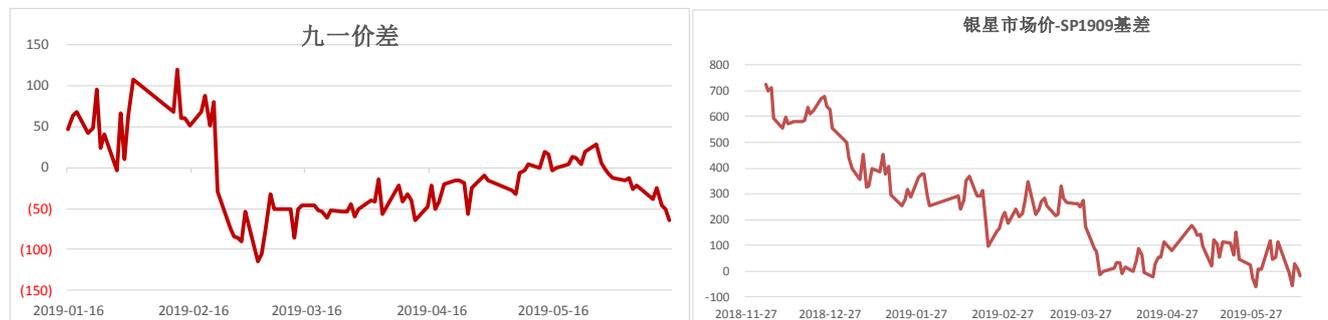
## 核心逻辑

上周纸浆期现继续同步走低，现货成交价格跌至 4550 附近，SP 主力跌至 4500 附近，目前仍未看到向上驱动。上周持续下降的动力主要来自于外盘价格的不断走低，阔叶浆明星报价 570，部分非主流小品牌 550 左右。此外下游目前并没有因为价格的降低而加大采购意愿，一来终端需求差，六月纸价面临较大压力，而利润端由于 2 个月左右的价格滞后期，目前利润刚得到修复，并不会冒险进行大量原料采购，此外纸厂认为上游仍有一定的降价空间。在目前弱需求下，依赖下游去库过程非常缓慢，或要等到 9 月份以后补库或者上游减产。此外，SP1906 合约本周交割，目前持仓量 5020 手，单边持仓 2510 手，交割量或在 25000 吨左右，也和目前上期所仓单数量较为匹配，此外价格端，此前 1906 低点在 4400 左右，对于多头来说接货成本尚可接受，而对于前期套保空头，交货也是较好的处理方法，预期交割将比较平稳。在此次交割后，行情或趋于窄幅震荡，价格下跌空间越来越窄，但仍无上涨驱动，关注月间套利以及期现套利机会。

月间价差看，纸浆盘面由此前的高库存 back 结构（主要是预期差）转变成为 cotango 结构，确认了低价熊市结构，由于跨期 4 个月的持仓成本约在 200 附近，目前九一价差过小，上周我们推出介入的九一反套，周五夜盘一度达到了 80，初步目标位在 100 左右，逐步止盈。

而期现方面，目前由于盘面低于无风险套保收益，且纸浆期货自上市以来较少给出期现无风险套利机会，现货与 1909 基差在正负 100 区间波动，需以套保思路进行操作，即当判断市场有下跌风险，且基差较小时，进行买现货抛盘面，而当基差较强时进行平仓。目前盘面和现货基差在 0 附近，暂无较好介入机会。现货套利逐步显现机会，外盘阔叶浆价格开始有下调趋势，而国内价格仍平水买入人民币针叶浆卖阔叶浆。

## 核心图表



SP9-1正套成本计算（买近空远）		
交割月份	2019/9/15	2020/1/15
期货价格	4568	4632
交易费用	0.2	0.2
交割费用	1.0	1.0
检验费用	0.0	11.6
出入库费用	0.0	0.0
仓储费	0.0	81.0
过户费	0.5	0.0
现货利息	0.0	92.9
保证金利息	0.0	27.8
增值税	0.0	待定
套利成本合计	216.1	

漂针浆卖出交割成本核算	
现在日期	2019/6/16
交割月份	2019/9/15
现货价格	4550
期货价格	4568.0
期现价差	18.0
交易费用	0.5
交割费用	1.0
检验费用	11.6
出入库费用	20.0
仓储费	24.0
现货利息	69.0
保证金利息	6.9
增值税	0.0
交割成本合计	133.0
套保收益	-115.0

## 基本面要点

### 价格价差

现货成交差，价格再度下跌，银星主流成交价格 4550 左右，较前一周下降 150，且市场有低价成交传闻，非交割品针叶浆传有 4300 成交者，主流针叶 6 月船货净价下调至 600 美元，折人民币价格 4750 左右。

价差方面，银星现货和 1909 合约基差走弱，现货与盘面接近平水。

跨期方面，09 合约弱势，跌幅大，01 升水拉大至 60-80，后期有望继续拉大。

### 供应端

PPPC 数据显示，2019 年 4 月全球纸浆（木浆）发运量 393.2 万吨，同比下降 3%，环比下降 16%，可以看到，纸浆供应端压力犹存。巴西 5 月出口 79 万吨，环比下降 44%，同比下降 38%，但目前国外库存压力大，后期巴西出口能否持续下降存疑，此前巴西宣布年内减产 100 万吨左右，但目前看尚未采取有效行动，近期宣布检修的涉及 12 万吨产量的 TRES LAGOAS 浆厂的 1 号生产线实为 1 季度就确定的计划内减产。

我国 5 月进口纸浆 245.3 万吨，同比增加 10%，环比增加 16%，1-5 月累计进口 1014 万吨，累计同比下降 2%。5 月。

### 下游需求

卓创消息，生活纸价格继续下调，幅度为 200 元左右，需求疲软，纸企库存高位，短期消化库存为主。文化纸方面价格上周持稳，近期纸厂库存压力增加，终端需求差，纸厂库存略有上升，6 月价格应难以上调。包装纸方面，价格持稳，但下游需求差。5 月份纸厂开工率均有所走低，其中生活纸表现最差，下降 8%。

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

中纸在线消息，5 月国内库存下降，三港库存总量 159.4 万吨，环比下降 3%，同比高 63%。其中青岛港库存 109 万吨，环比下降 4%，其中西港库存 68 万吨，阔叶 51 万吨，保定库存 3.8 万吨，略有走高，常熟库存 46.6 万

吨，下降 3%。4 月欧洲木浆港口库存 199.6 万吨，环比下降 1%，其中针叶浆库存 22.5 万吨，环比上升 1%。4 月全球木浆生产商库存天数 50，环比增加 2 天，其中针叶浆库存天数 37 天，环比持平，阔叶浆 65 天，环比增加 6 天。

上期所交割库纸浆库存 33944 吨，与上周持平%，其中仓单量 27900 吨，本周 SP1906 交割，交割量预计在 25000 吨左右。

SP 期货多空关注点			
	指标	状态	研判
供应	全球出运量	4 月出运量同环比下降，巴西 5 月出运量下降	中性偏多
	我国进口量	5 月进口同环比双增	中性偏空
需求	短期需求	纸需求差，价格持平有下调	中性偏空
	长期需求	国内消费不佳，出口预期差	利空
库存	欧洲	欧洲库存下降，生产商库存天数走高	利空
	中国	5 月我国港口库存小幅下降	中性
	上期所	库存持平，临近交割	中性
下游利润	双胶纸	价格持平，利润提高	利多
	铜版纸	价格持平，利润提高	利多
	白卡纸	价格持平，利润回升	中性
	生活纸	价格下调，利润持稳，库存高位	中性
价差	针叶浆-阔叶浆	内盘针叶升水阔叶 50 左右，外盘阔叶价格下跌	中性偏多
	基差	SP1909 与银星价格持平	中性
	内外价差	银星内盘贴水外盘 200	利多

## 一、 价格-价差

期货市场价格				
		2019/6/14	2019/6/7	周涨跌幅
收盘价	SP1906	4680	4536	0.03
	SP1909	4568	4584	-0.00
持仓量	SP1906	5020	5552	-0.10
	SP1909	223322	188398	0.19
期现基差	银星-SP1906	-130	164	-1.79

国内市场价						
	品牌	2019/6/14	2019/6/7	2019/5/14	周涨跌幅	月涨跌幅
漂针浆-山东	银星	4550.00	#N/A	5125.00	#N/A	-0.11
	月亮	4625.00	#N/A	5200.00	#N/A	-0.11
	乌针、布针	4565.00	#N/A	5125.00	#N/A	-0.11
漂针浆-江浙沪	银星	4600.00	#N/A	5125.00	#N/A	-0.10
	月亮	4675.00	#N/A	5200.00	#N/A	-0.10
	乌针、布针	4575.00	#N/A	5175.00	#N/A	-0.12
漂阔浆-山东	亚太森博出厂价	4600.00	#N/A	5200.00	#N/A	-0.12
	鸚鵡	4525.00	#N/A	4900.00	#N/A	-0.08
	明星	4525.00	#N/A	4925.00	#N/A	-0.08
漂阔浆-江浙沪	鸚鵡	4550.00	#N/A	4875.00	#N/A	-0.07
	明星	4550.00	#N/A	4900.00	#N/A	-0.07

我国外盘报价						
	品牌	2019/6/14	2019/6/7	2019/5/14	周涨跌幅	月涨跌幅
漂针浆	银星	620.00	#N/A	710.00	#N/A	-0.13
	月亮	590.00	#N/A	700.00	#N/A	-0.16
	乌针、布针	630.00	#N/A	725.00	#N/A	-0.13
漂阔浆	鸚鵡	720.00	#N/A	720.00	#N/A	0.00
	明星	570.00	#N/A	690.00	#N/A	-0.17

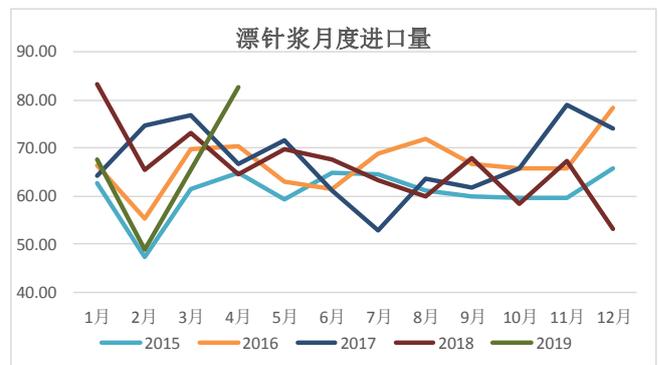
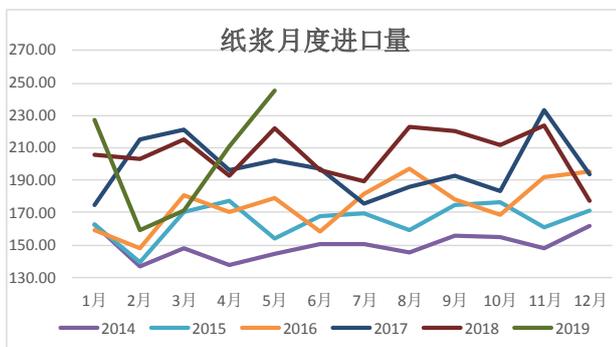
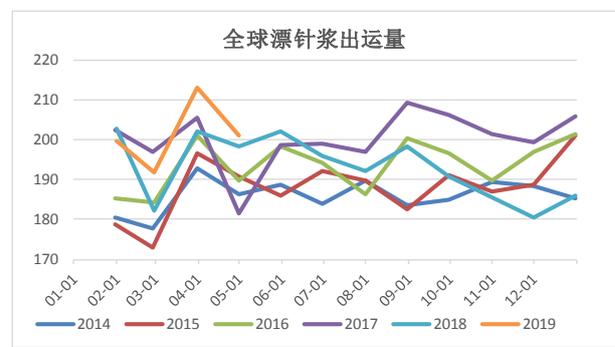
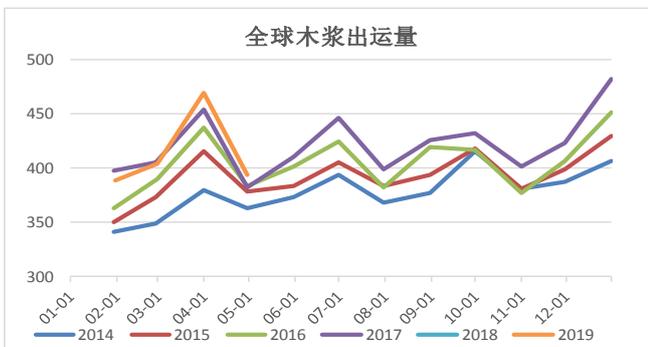
数据来源：一德能化，卓创资讯



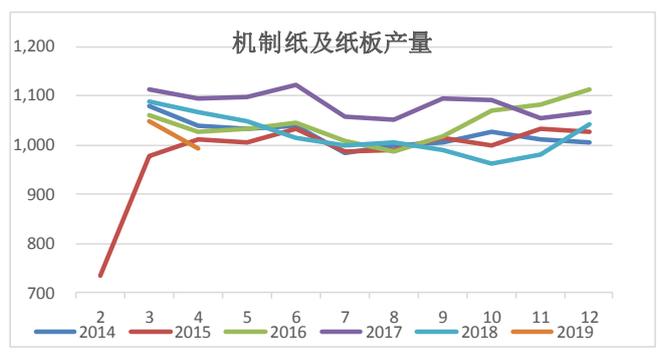
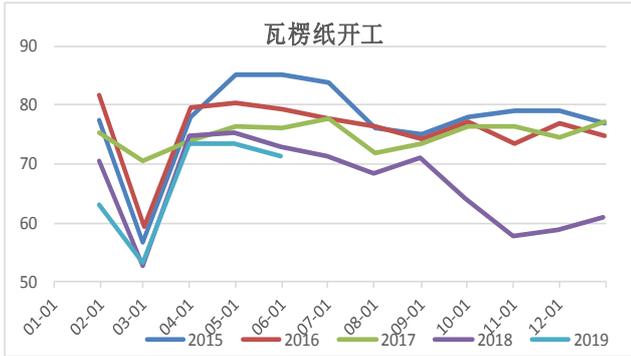
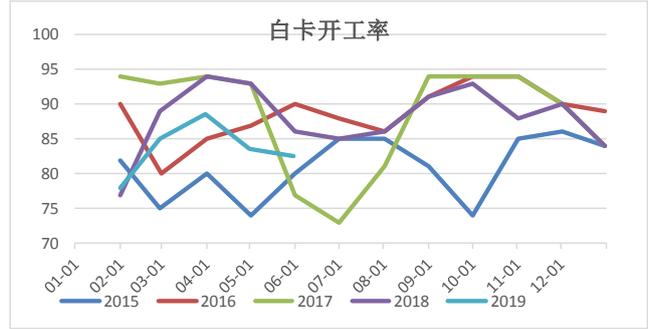
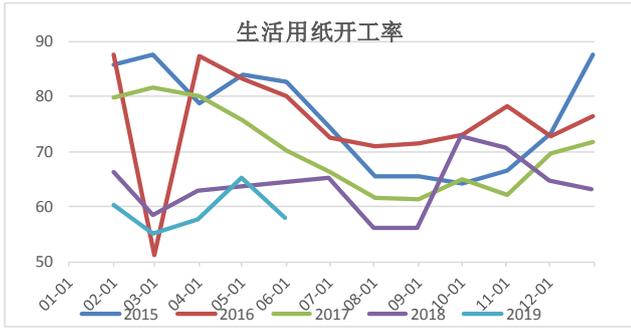


数据来源：一德能化，wind，卓创资讯

## 二、供应端

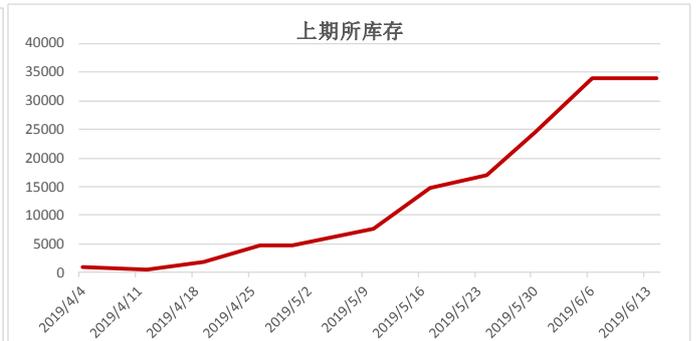
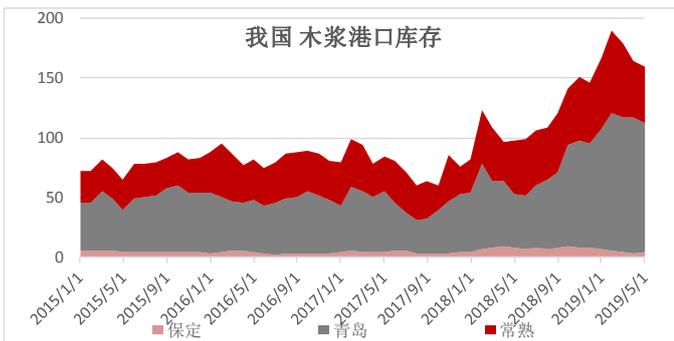
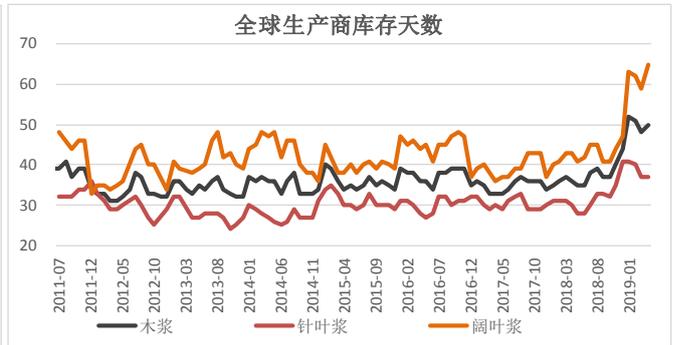


## 三、下游需求



数据来源：一德能化，卓创资讯

#### 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