

竞争格局改善，企业盈利水平有望提升

2019年12月24日

看好/维持

轻工制造

行业报告

——造纸行业深度报告

分析师	张凯琳	zhangkl@dxzq.net.cn	010-66554087	执业证书编号：S1480518070001
研究助理	王长龙	wangcl@dxzq.net.cn	010-66554045	执业证书编号：S1480118040012
研究助理	常子杰	changzj@dxzq.net.cn	010-66554040	执业证书编号：S1480119070055

投资摘要：

竞争格局改善，造纸行业有望迎来结构性机会。当前造纸行业市场化程度较高，竞争充分；同时外废政策以及环保政策的共同作用下，造纸行业供需格局头部集中，去产能加速行业出清。

虽然造纸产业周期性较强，在全球经济震荡下行的通道中，承受了较大压力，且由于社会的发展和科技的进步，以文化纸为代表的相关产业受到较大的冲击，但如果透过行业周期属性，从产业发展的视角去看行业机会，造纸产业仍然存在投资价值。

造纸市场的长期投资逻辑之一：**包装用纸、文化用纸头部集中趋势明显，产业整合龙头企业受益，结构性机会凸显。**

包装用纸：外废收紧+海外布局，龙头企业占成本优势。

- ◆ 外废配额维持多批次小批量，头部集中龙头企业优势凸显。2019年外废配额CR4为64%，玖龙>理文>山鹰>华泰
- ◆ 龙头企业海外布局占先机，海外扩产降低成本
- ◆ 贸易放缓和外需有望回暖，政策调节推动内需的回暖，下游包装纸类需求提升

文化用纸：结构优化龙头定价权提升，浆价持续低位盈利环境改善。

- ◆ 浆价下行叠加库存低位，文化纸企业盈利环境改善
- ◆ 长期来看，供需格局调整下，头部企业逆市产能投放或将受益
- ◆ 教辅材料以及党建书籍等产品的凸显文化用纸需求韧性

龙头企业具有如下几个优势：

- ◆ **成本优势：**1) 外废政策的进一步收紧将导致国废的价格进入上行通道，进而推升行业成本；而龙头企业由于拥有较多的外废配额，成本优势凸显。2) 同时，龙头企业率先进行海外产业布局和林浆纸一体化战略，在行业景气度不高的背景下，有效的帮助企业压缩成本。
- ◆ **行业集中度提升，龙头企业议价能力强：**随着供给侧改革和环保督查的稳步推行，造纸行业落后产能加速被淘汰，一些中小企业最终选择退出，行业出清。加之外废新规的影响，行业的集中度持续提升，龙头企业的议价能力也将得到提升，提价策略平稳落地。

投资建议：我们推荐关注行业龙头：**太阳纸业、玖龙纸业**

风险提示：经济持续下行，包装纸需求走弱；文化纸需求不足，提价难维系；原材料价格波动浆价大幅上涨，挤压行业利润。

目录

1. 竞争格局改善，造纸行业迎来结构性机会	4
1.1 去产能加速出清，龙头企业话语权提升	4
1.2 产业发展角度：造纸行业的结构性机会	5
2. 包装用纸：经济联动压力犹存，头部集中化龙头占用	6
2.1 外废政策持续收紧，配额头部集中	6
2.2 政策连锁反应，龙头企业海外布局占据成本优势	8
3. 文化用纸：需求有韧性，结构优化龙头受益	10
3.1 盈利环境改善，头部企业受益	10
3.2 文化用纸需求韧性凸显	11
4. 投资建议	13
5. 风险提示	13

表格目录

表 1：造纸行业企业性质	4
表 2：我国废纸进口相关政策	7
表 3：中国在校人数情况	12
表 4：中国考研报名人数情况	13
表 5：中国共产党员数量情况（单位：万）	13

插图目录

图 1：造纸企业单位数量变化情况	4
图 2：造纸行业落后产能淘汰量（万吨）	4
图 3：造纸行业企业亏损情况	5
图 4：人均纸类消费量情况	6
图 5：世界各地人均纸类消费量情况	6
图 6：近年来废纸进口情况	7
图 7：外废价格波动情况	8
图 8：国废价格波动情况	8
图 9：我国废纸回收量和回收率情况	9
图 10：世界各地及国家废纸回收率对比	9
图 11：纸浆进口数量变化情况	9
图 12：废纸系产成品进口数量变化情况	9
图 13：箱板纸、瓦楞原纸产能分布情况	10

图 14：铜版纸与双胶纸价格变动情况	10
图 15：双胶纸厂商产能分布情况	11
图 16：铜版纸厂商产能分布情况	11
图 17：人均购书量与人均购书金额情况	12

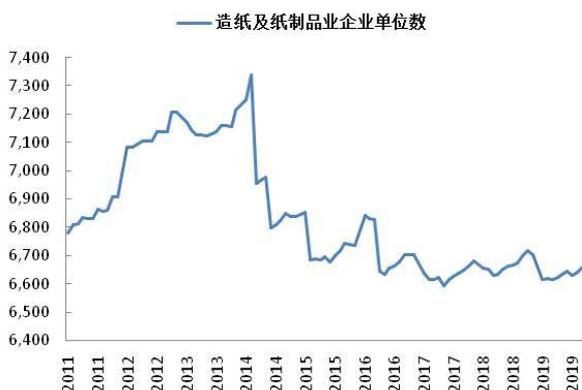
1. 竞争格局改善，造纸行业迎来结构性机会

造纸行业作为与社会发展、国民经济密切相关的基础原材料产业，关系到生产、教育、文化、科技、贸易等各个领域，有着非常重要的产业地位。中国作为全球最大的纸及纸板生产国，是全球造纸产业中的重要一部分。当前我国的纸及纸板产量、消费量，皆占世界总产量及总消费量的 1/4 左右。进出口方面（2017 年数据），中国纸及纸板出口量排名前五，进口量排名前十。

1.1 去产能加速出清，龙头企业话语权提升

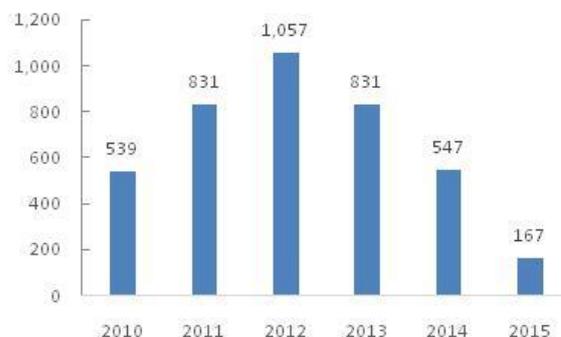
造纸行业供需格局调整，去产能加速行业出清。造纸行业经历了红海竞争阶段，造纸和纸制品企业数量由 2000 年的 4672 家，最多扩张到 2010 年的 10270 家，行业供给远远大于需求。在此期间，大量中小造纸及纸制品企业被迫退出行业，市场份额进一步向龙头企业集中，使得龙头企业的话语权增强。去产能加速了行业出清，截止今年十月，造纸和纸制品企业数量 6658 家。

图 1：造纸企业单位数量变化情况



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 2：造纸行业落后产能淘汰量（万吨）



资料来源：中国造纸年鉴，东兴证券研究

造纸行业市场化程度较高，竞争充分。从企业性质来看，私营以及外商企业数量占比较高，合计占比超过 98%。国有控股企业数量由 2000 年的 1028 家大幅下滑至 2018 年的 96 家，而私营与外商企业则经历了造纸行业的扩张与出清，企业数量由 2000 年的 718 家、671 家，迅速扩张至 2010 年的 6582 家、1492 家，再到 2018 年的 4134 家、861 家。从财务数据上来看，私营企业与外商企业分别贡献了利润总额的 37%和 59%，资产方面，私营企业与外商企业分别占比 31%和 54%。

表 1：造纸行业企业性质

年份	国有控股	私营	外商及港澳台商
2000	1,028	718	671
2005	374	3,836	1,234
2010	180	6,582	1,492
2015	109	4,037	913
2018	96	4,134	861

资料来源：网络公开资料整理、Wind、东兴证券研究所

造纸行业景气度较低，企业盈利承压。受国内经济增速放缓的影响，下游需求疲软；叠加外部经济环境同样处于下行区间，贸易战对出口的影响在今年释放，外需同样不振。

- ◆ 截止 2019 年 9 月，造纸及纸制品业单位个数 6641 家，其中亏损企业 1300 家，亏损企业占比高达 19.6%，是 2002 年以来的新高。截至今今年 9 月，造纸及纸制品企业累计亏损 81 亿元，累计同比 35%，当前已超过 2018 年全年累计亏损 80 亿元，经营情况持续走弱。
- ◆ 从营业收入与利润总额来看，近三年呈加速下滑趋势。截至今今年 9 月，造纸及纸制品业营业收入 9775.4 亿元，累计同比下降 3.5%，2018 年营业收入为 14012 亿元，同比增长 8.5%。截至今今年 9 月，造纸及纸制品业利润总额为 436.9 亿元，累计同比下降 20.2%，2018 年利润总额 766.4 亿元，同比下降 8.5%。

在此背景下，行业加速出清，企业集中度有望进一步提升。

图 3：造纸行业企业亏损情况



资料来源：Wind、东兴证券研究所

1.2 产业发展角度：造纸行业的结构性机会

从人均消费量的情况来看，纸类消费仍有较大的上升空间。2018 年人均纸及纸板 75 千克/年，较 17 年小幅下滑 3 千克，高于世界平均水平；对比 2017 年世界各地人均纸及纸板消费量，北美洲及欧洲人均消费量远高于其他地区。与发达地区相比，中国人均消费量仅为北美洲的 1/3 左右。

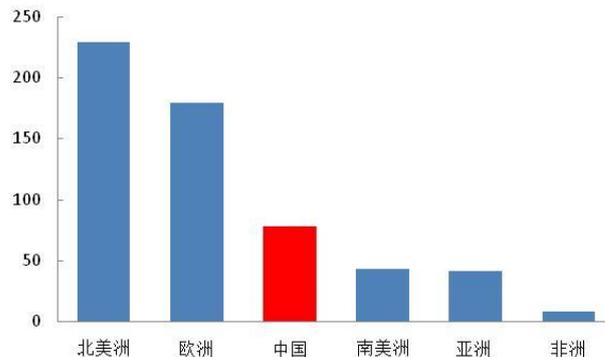
我们认为，造纸行业仍然存在结构性机会和新的市场空间。虽然造纸产业周期性较强，且由于社会的发展和科技的进步，以文化纸为代表的相关产业受到剧烈的冲击，但如果透过周期属性，从产业发展的视角去看造纸产业，造纸产业仍然存在投资价值。我们认为，造纸市场的长期投资逻辑主要为：1) 包装用纸、文化用纸产业结构整合，头部企业集中化。2) 生活用纸市场规模的迅速扩张。本篇报告我们重点讨论造纸行业由于竞争格局改善带来的结构性机会。

图 4：人均纸类消费量情况



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 5：世界各地人均纸类消费量情况



资料来源：中国造纸年鉴，东兴证券研究

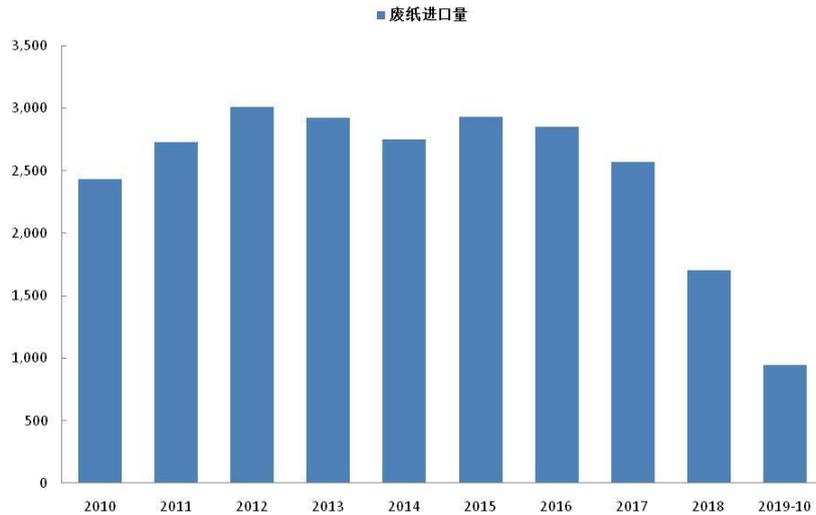
2. 包装用纸：经济联动压力犹存，头部集中化龙头占用

对于当前包装用纸的市场压制，一方面来自于政策持续收紧，一方面来自于下游需求疲软。从占比情况来看，包装用纸在纸及纸板总产量中占比较高，因此包装用纸行业的波动对造纸行业的景气度影响较高。从包装用纸的产量以及消费量情况来看，包装用纸处于下行通道之中，并出现企稳迹象。

- ◆ **供给端：**随着外废政策的收紧以及环保政策的高压，中小产能逐步出清；同时，瓦楞纸及箱纸板等废纸系纸类产品进口量快速增长，都对包装用纸总产量带来下行压力。
- ◆ **需求端：**包装用纸与经济周期的联动性较强，在全球经济下行的大背景下，外需走弱；同时我国正在经历经济下台阶与经济转型带来的阵痛，内生需求疲软，包装用纸的消费量有所下降。

2.1 外废政策持续收紧，配额头部集中

政策持续趋严，外废进口大幅缩减。中国废纸供应主要分为国废和外废，国废是从国内居民以及国内工厂通过“废纸回收站-打包站-纸厂”实现回收，外废主要通过配额从国外进口废纸实现，2017 年度废纸总供应约 7500 万吨，其中中国废约 5000 万吨，外废约 2500 万吨。截至今年 10 月数据，全年累计进口废纸 943 万吨，较去年同期下降了 340 万吨；2018 年全年外废进口 1703 万吨，相比 2017 年、2016 年全年外废进口分别为 2572 万吨和 2850 万吨，呈现逐年递减趋势。

图 6：近年来废纸进口情况


资料来源：Wind、东兴证券研究所

外废配额维持多批次小批量，头部集中龙头企业优势凸显。截至目前，2019 年已公布了十五批限制类进口名单，总核定量为 1079 万吨，对比 2018 年全年共发布了二十六批限制类进口名单，总核定量为 1844 万吨，进一步缩窄。同时，外废配额向大企业集中，2019 年前十五批外废配额 CR4 为 64%。

- ◆ **多批次小批量：**从 2018 年开始，废纸进口额度审批改变了传统上年初第一批集中放量的习惯，体现出多批次小批量的审批特点，虽然 2019 年首批略有放量，但整体上延续了该特点。2017 年，全年核定废纸进口 2166.67 万吨，其中，第一批次核定 2059.58 万吨，占比高达 95.06%，而 2019 年及 2018 年的第一批次分别核定 503 万吨和 227 万吨，分别只占比 46%和 12%。
- ◆ **头部集中：**从头部企业配额的情况来看，2019 年前十五批外废配额 CR4 为 64%，2018 年前十五批外废配额 CR4 为 65%，头部集中趋势依旧，排名前四的企业依旧分别为**玖龙、理文、山鹰、华泰**。根据统计，造纸行业中直接材料占生产成本的比例高达 70%以上，废纸的价格高低决定公司的成本大小。受外废新规的影响，外废的价格呈现下降趋势，而国废的价格在不断的攀升，价差不断的加大。此外，外废配额向大企业集中，使得中小纸厂进口废纸受到的影响会更大，而**龙头企业由于拥有外废配额而获得成本优势。**

表 2：我国废纸进口相关政策

日期	出台机构	文件名称	政策要点
2013/9/29	环保部	《进口废纸环境保护管理规定》（征求意见稿）	进口废纸企业产能大于 1 万吨/年
2017/7/27	国务院	禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案	2017 年底前禁止进口未经分拣的废纸
2017/8/10	环保部、海关、质检总局等	限制进口类可用作原料的固体废物目录	经过分拣瓦楞废纸、木浆废纸需申请进口许可
2017/10/23	环保部	《进口废纸环境保护管理规定（征求意见稿）》	生产能力应不小于 30 万吨/年，含杂率 0.3%

2017/12/15	环保部	限制进口类可用作原料的固体废物环境保护管理规定	取消委托代理商进口废纸资格
2017/12/15	环保部	关于发布《进口废纸环境保护管理规定》的公告	生产能力应不小于5万吨/年
2017/12/29	环保部	进口可作原料的固体废物环境保护控制标准—废纸或纸板	2018年3月1日执行进口废纸含杂率不超过0.5%（修订前为1.5%）
2018/6/24	国务院	《中共中央国务院关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》	力争2020年年底前基本实现固体废物零进口

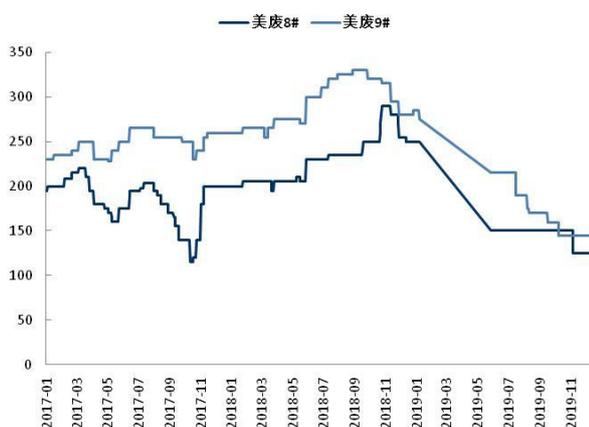
资料来源：环保部等，东兴证券研究所

2.2 政策连锁反应，龙头企业海外布局占据成本优势

外废的持续缩窄导致国废用量上涨，外废价格下行的同时，带动了国废价格上行。

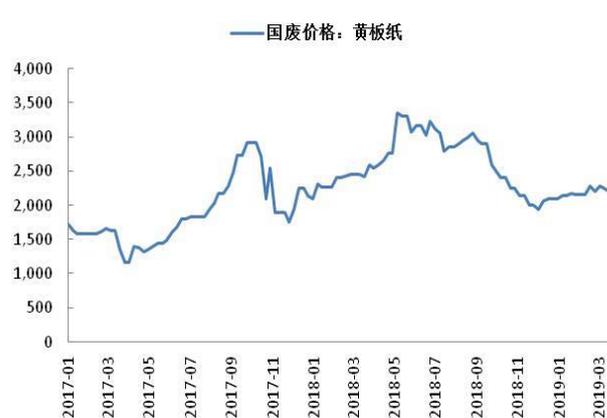
- ◆ **外废新规的实施导致外废价格上涨空间缺乏。**受贸易战以及外废进口政策影响，外废报价波动剧烈，随着内外废政策的落地实施，外废价格上涨空间缺乏，美废8#和美废9#的价格就从2018年高点290美元/吨和330美元/吨下跌至的125美元/吨和145美元/吨，降幅均高达56%。
- ◆ **废纸回收率的提升难度较大，紧平衡下国废价格高位震荡。**目前我国废纸回收率约为48%，和国际发达国家相比仍然偏低。一方面，我国是出口大国，随着制造业产品大量出口的同时，附带了大量包装用纸、说明书和标签，这一部分类废纸回收难度较大；另一方面，大量进口的能源品、农产品纸类包装较少，该部分可利用空间较低。进出口产品结构的差别使得我国近年来每年有约2000万吨的纸张回收缺口，再加上不可回收的生活、工农业及藏书和偏远地区不便回收的纸产品，我国的废纸回收率基本稳定在50%左右。而我国能回收的纸张量90%以上都得到了回收利用，进一步上升空间较小，废纸回收率的提升难度较高。因此短时间无法大幅提升国废的供给量，国废供应处于紧张状态。国废价格自2016年下半年以来开始攀升，并呈高位震荡形势，受外废政策持续影响，未来大概率维持高位。

图7：外废价格波动情况



资料来源：wind，东兴证券研究所

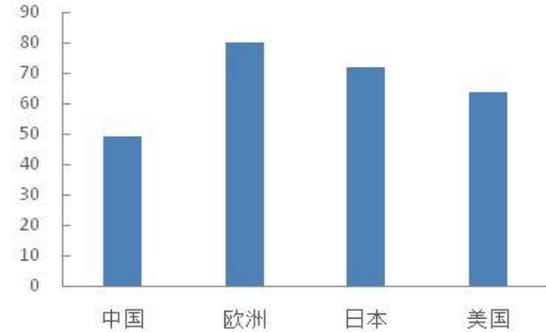
图8：国废价格波动情况



资料来源：中国造纸年鉴，东兴证券研究

图 9：我国废纸回收量和回收率情况

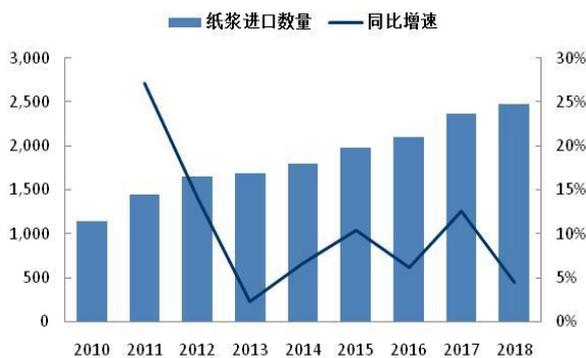

资料来源：wind，东兴证券研究所

图 10：世界各地及国家废纸回收率对比


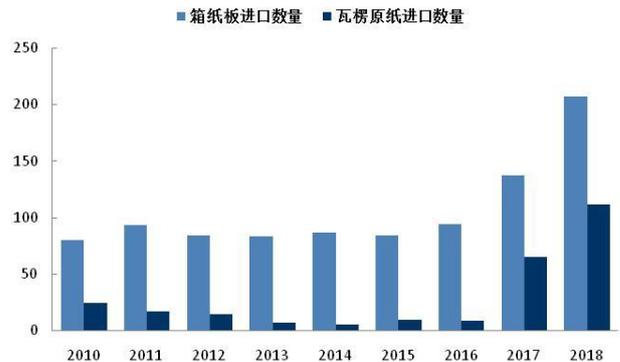
资料来源：中国造纸年鉴，东兴证券研究

替代效应导致纸类及进口浆的进口量大幅增加。近年来随着政策的持续收紧，替代效应明显，纸浆进口数量以及废纸系纸类产品进口量明显提升。2018 年纸浆进口 2479 万吨，创历史新高的同时，保持了较为稳定的增速。与此同时，箱纸板和瓦楞原纸的进口数量均在 2017 年后出现了显著提升。2018 年箱纸板进口总量 207 万吨，较 2017 年、2016 年提升 70 万吨、11 万吨；2018 年瓦楞原纸进口总量 111 万吨，较 2017 年、2016 年提升 46 万吨、103 万吨。预计随着 2020 年年底固体废物零进口目标的稳步落实，纸浆及废纸系纸类的替代效应将更加明显。

龙头企业海外布局占先机，海外扩产降低成本。为了应对废纸进口限制对原材料方面的影响，各大企业加速海外产能布局投资以及原材料基地建设，以缓解国内原料短缺的压力。大量企业选在成本较低、资源丰富的东南亚等地区投资建厂，降低生产成本。近年来，太阳纸业投资老挝阔叶木浆项目 30 万吨，玖龙美国 NDPaper 投资再生浆 22+52+34 万吨，理文造纸马来西亚投资纸浆 55 万吨+包装纸 70 万吨，景兴纸业拟投资马来西亚废纸浆板项目 80 万吨，预计未来造纸企业的海外布局仍将持续，龙头企业抢先布局占得成本优势先机，产业集中度有望进一步提升。

图 11：纸浆进口数量变化情况


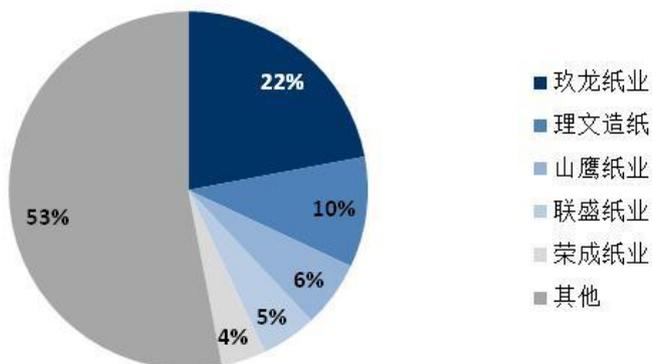
资料来源：wind，东兴证券研究所

图 12：废纸系产成品进口数量变化情况


资料来源：中国造纸年鉴，东兴证券研究

图 13：箱板纸、瓦楞原纸产能分布情况

箱板纸、瓦楞原纸产能分布情况



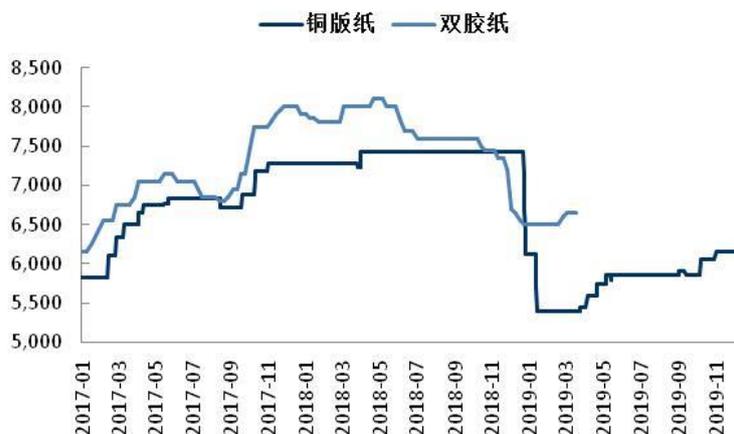
资料来源：Wind、东兴证券研究所

3. 文化用纸：需求有韧性，结构优化龙头受益

3.1 盈利环境改善，头部企业受益

纸厂频发提价函，供需紧平衡推动价格上涨。年初以来，以华泰纸业、太阳纸业为代表的各大纸厂陆续发布提价函。受环保政策以及纸厂投产不足的影响，市场供给情况整体偏紧。目前从价格走势来看，提价策略平稳落地，企业盈利环境改善，也从侧面反映出了文化用纸需求的韧性。

图 14：铜版纸与双胶纸价格变动情况



资料来源：Wind、东兴证券研究所

浆价下行叠加库存低位，文化纸企业盈利环境改善。年初至今，受原材料高库存影响，浆价一路走低，虽然三季度库存有所下降，但目前仍在高位，预计浆价仍将保持低位徘徊；而文化用纸成品库存处于低

位，明年年初需求回暖或将导致供给偏紧，对企业的进一步提价形成支撑。

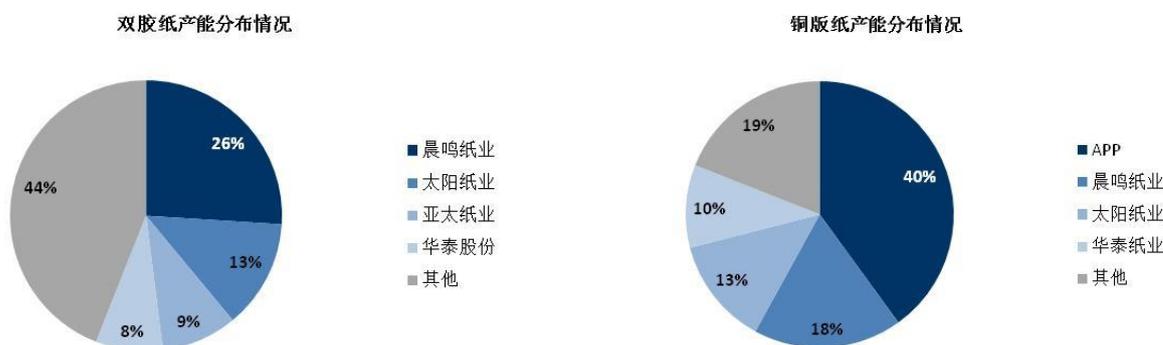
长期来看，供需格局调整下，头部企业逆市产能投放或将受益。受环保等政策的影响，行业落后产能大量退出。行业供需格局的调整中，文化用纸的集中度进一步提升。龙头企业由于逆市的产能投放策略，将在行业供需格局调整中，分得更大的市场份额。

- ◆ 双胶纸产业集中度仍有提升空间，当前 CR4 分别为 56% 行业集中度较高。从各企业产能分布来看，晨鸣纸业占比 26%，太阳纸业占比 13%，亚太纸业占比 9%，华泰股份占比 8%，其他占比 44%。
- ◆ 铜版纸产业集中度已经较高，当前 CR4 分别为 81% 行业集中度较高。从各企业产能分布来看，APP 占比 40%，晨鸣纸业占比 18%，太阳纸业占比 13%，华泰股份占比 10%，其他占比 19%。

行业集中度提高，马太效应强者恒强。当前逆市中有产能投放计划的分别为，太阳纸业拟投产的 45 万吨文化纸项目即将开工，博汇纸业拟投产 45 万吨静电复印纸。文化用纸结构有望进一步分化，大厂商将进一步吞噬小厂商份额。

图 15：双胶纸厂商产能分布情况

图 16：铜版纸厂商产能分布情况



资料来源：wind，东兴证券研究所

资料来源：中国造纸年鉴，东兴证券研究

3.2 文化用纸需求韧性凸显

由于教辅材料以及党建书籍等产品的相关需求，文化用纸需求在结构上体现出了一定的韧性。整体来看，据统计，2018 年全国人均购书 5.52 册，同比增长 5.34%，创 2001 年以来新高，连续三年保持正增长；人均图书消费 70.42 元，同比增长 7.64%，同样也是历史新高，首次突破 70 元。

图 17：人均购书量与人均购书金额情况



资料来源：Wind、东兴证券研究所

教材方面，在校生数量增速保持稳定，高等教育申请人数高速增长，是教辅类需求的稳定保障。

- 以小学、初中、高中为代表，教辅资料使用量较高的阶段，在校生人数保持了较高的增速。同时，自 2011 年 11 月实施全面二孩政策以来，12、13 年的新生小朋友当前正值入学年纪，二孩带来的婴儿潮，同样将是入学人数的稳定保障。
- 高等教育方面，从最新公布的考研报考数据来看，2020 年报考人数 341 万人，同比增长 17.6%，虽然增速较去年有小幅下行，但仍然连续三年保持了高于 15% 的增速；2019 年高考人数时隔十年再次突破万亿，同比增速创 2010 年以来新高。高等教育申请的高增也将带动相关教辅材料的需求。

表 3：中国在校人数情况

指标\日期	2018-12	2017-12	2016-12	2015-12	2014-12	2013-12	2012-12	2011-12
研究生在校生数	273	264	198	191	185	179	172	165
同比增长 (%)	3.47%	33.24%	3.65%	3.45%	2.99%	4.31%	4.50%	6.98%
高等学校在校学生数	2,831	2,754	2,696	2,625	2,548	2,468	2,391	2,309
同比增长 (%)	2.81%	2.14%	2.69%	3.05%	3.23%	3.21%	3.59%	3.44%
普通高中在校学生数	2,375	2,375	2,367	2,374	2,400	2,436	2,467	2,455
同比增长 (%)	0.03%	0.33%	-0.33%	-1.09%	-1.45%	-1.27%	0.50%	1.13%
普通初中在校学生数	4,668	4,455	4,357	4,346	4,431	4,488	4,826	5,121
同比增长 (%)	4.79%	2.23%	0.27%	-1.92%	-1.28%	-7.00%	-5.76%	-4.14%
普通小学在校学生数	10,339	10,094	9,913	9,692	9,451	9,361	9,696	9,926
同比增长 (%)	2.43%	1.82%	2.28%	2.55%	0.97%	-3.46%	-2.32%	-0.14%
幼儿园在园人数	4,656	4,600	4,414	4,265	4,051	3,895	3,686	3,424
同比增长 (%)	1.22%	4.22%	3.49%	5.29%	4.01%	5.67%	7.63%	15.04%

资料来源：网络公开资料整理、东兴证券研究所

表 4：中国考研报名人数情况

年份	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
考研报名人数(万人)	341	290	238	201	177	165	172	176	166	151	141
同比增长(%)	17.60%	21.80%	18.40%	13.60%	7.30%	-4.10%	-2.30%	6.30%	9.60%	7.50%	12.80%
高考人数(万人)		1031	975	940	940	942	939	912	915	933	946
同比增长(%)		5.74%	3.72%	0.00%	-0.21%	0.32%	2.96%	-0.33%	-1.93%	-1.37%	-7.25%

资料来源：网络公开资料整理、东兴证券研究所

党建书籍方面，党建工作的蓬勃开展也将是相关文化用纸需求的稳定保障。2021 年即将迎来建党一百周年，截止 2018 年，我国共产党员人数共 9059.4 万名，相比 2017 年净增加 103.0 万名；当年发展党员数量 205.5 万名，相比 2017 年净增加 7.3 万人。

表 5：中国共产党员数量情况（单位：万）

年份	党员数量	净增长	发展党员数量	净增长
2016	8944.7	68.9	191.1	-5.4
2017	8956.4	11.7	198.2	7.1
2018	9059.4	103.0	205.5	7.3

资料来源：网络公开资料整理、东兴证券研究所

4. 投资建议

我们认为，随着竞争格局的改善，行业仍然存在结构性机会。虽然造纸产业周期性较强，且由于社会的发展和科技的进步，以文化纸为代表的相关产业受到剧烈的冲击，但如果透过周期属性，从产业发展的视角去看造纸产业，造纸产业仍然存在投资价值。包装用纸、文化用纸产业结构整合，头部企业集中化，企业盈利水平有望改善。

根据本文的逻辑，我们认为造纸行业龙头企业将有如下几个优势：

- ◆ **成本优势：**1) 外废新规的进一步落实将导致国废的价格快速上行，作为造纸行业的重要原材料，国废价格的上涨势必导致行业的成本增加，而龙头企业由于拥有较多的外废配额，仍可以使用价格更低的美废作为原材料，从而获取成本优势。2) 同时，龙头企业率先进行海外产业布局，在行业景气度不高的背景下，林浆纸一体化战略同样将为企业带来成本优势。
- ◆ **行业集中度提升，龙头企业议价能力强：**通过供给侧改革和环保督查，造纸行业有一批落后产能被淘汰，产能得以出清，同时由于多年来行业的竞争，使得一些中小企业退出该行业。加之外废新规的影响，行业的集中度将继续提高，龙头企业的议价能力也将得到提升，支撑纸价上涨。

根据以上逻辑，我们推荐关注**玖龙纸业、太阳纸业**。

5. 风险提示

经济持续下行，包装纸需求持续走弱；贸易摩擦再升级、全球经济下行，外需不足；

文化纸需求不足，提价难维系，收入不及预期；原材料价格波动浆价大幅上涨，挤压行业利润。

分析师简介

分析师：张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士，2016年1月加盟东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，重点专注于餐饮旅游领域研究。

研究助理简介

研究助理：王长龙

美国南加州大学经济学硕士，本科毕业于西安交通大学，2018年加入东兴证券研究所，从事策略&轻工制造研究。

研究助理：常子杰

中央财经大学金融学硕士，2019年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。