

造纸行业研究框架

轻工制造首席证券分析师：张潇

执业证书编号：S0600521050003

联系邮箱：yjs_zhangxiao@dwzq.com.cn

轻工制造证券分析师：邹文婕

执业证书编号：S0600521060001

联系邮箱：zouwj@dwzq.com.cn

日期：2021/07/20



■ 1. 行业概况及研究框架

■ 2. 木浆系

■ 3. 废纸系

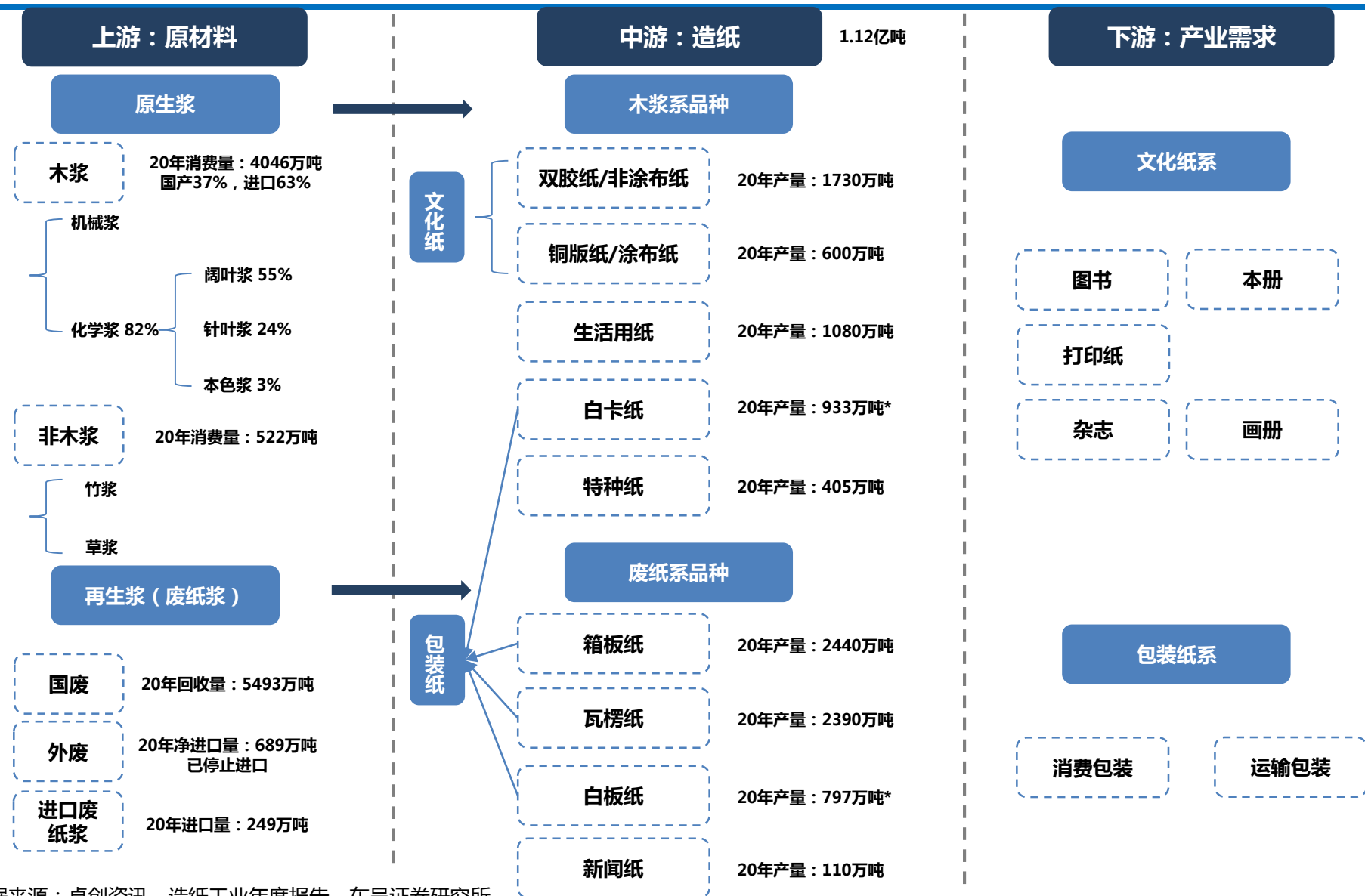
■ 4. 投资建议

■ 5. 风险提示

- 1. 行业概况及研究框架：行业周期性明显，集中度尚低，把握行业 β 及个股 α 。** 造纸行业属于中游制造业，2020年总产量为1.12亿吨，根据原材料种类可划分为木浆系和废纸系两大类。从历史来看，造纸行业具有明显的周期性波动，且集中度尚低（20年产量在100万吨以下企业产量份额约70%）。把握造纸行业的机会核心关注两大因素：1）行业 β （原材料与成品纸价格剪刀差）决定盈利周期性波动，核心关注上下游供需及库存波动；2）个股 α 决定比较优势，主要关注产业链整合、自备电厂、生产效率等。
- 2. 木浆系：纸浆价格受多重因素影响，中国为纸浆最大净进口国，全球后续新增产能有限，21年以后表现供需紧平衡，后续浆价回落至合理区间；文化纸下游需求（使用量，下同）较稳定，新增产能有限；白卡纸需求与格局向好但新增产能较多。** 影响纸浆的价格因素包括库、供应、需求、成本、季节性、政策等，同时与大宗商品行情高度相关。我国为纸浆最大净进口国，根据我们测算，2020年我国商品浆使用量占全球的40%以上，增量需求（使用量）贡献了全球增量的80%。我们预计2021-2023年全球木浆使用量年化增速为1.6%-2.4%，即每年110-150万吨。纸浆价格于21Q2回落较快，我们预计21H2浆价中枢继续下移，但斜率趋缓。从细分纸种来看，文化纸：下游需求较为稳定，铜版纸产能利用率与集中度高于双胶纸，21Q2淡季叠加进口纸冲击景气度向下，我们认为Q2末文化纸价及盈利水平基本触底，预计Q3末旺季到来景气度有望回升。白卡纸：2019年末APP收购博汇后行业格局优化，中长期看需求增长较快但规划产能较多。白卡纸价于20年末达到2016-2020年的高点，21Q2快速回落，后续价格走势需关注产能实际投放情况及APP市场策略。
- 3. 废纸系：关注外废禁令下龙头海外布局优势。** 2017年起实行外废进口配额制，2021年起外废进口清零，对行业的影响在两方面：1）纤维量-驱动国废价格中枢提升；2）纤维质量-需要使用其他纤维（外废or原生浆）补充。外废清零高端品种供给相对紧张，行业格局更优，存在结构性行情。2020年箱板纸CR4（产量）为49%，高端品种CR4（产量）为85%，高端品种需要充足的再生浆或本色浆布局，具有更高的进入壁垒，集中度显著高于低端品种。
- 4. 投资建议：推荐【太阳纸业】：林纸一体化+多元纸种布局抚平周期，21年利润弹性较大估值具有安全边际。** 短期溶解浆维持高景气，看好全年利润兑现；废纸系景气度上行，原材料优势突出；中长期看，公司制造端较行业具有300元左右的成本优势；同时建议关注：【山鹰国际】与【博汇纸业】。
- 5. 风险提示：1）汇率及原材料价格大幅波动；2）宏观环境变化；3）市场竞争加剧的风险；4）客户的信用风险。**

1. 行业概况及研究框架

1.1 行业概况：产业链结构



数据来源：卓创资讯，造纸工业年度报告，东吴证券研究所

*白卡纸及白板纸产量数据来自于卓创资讯，其余产量数据来源于2020年造纸工业年度报告

1.1 行业概况：主要产品介绍

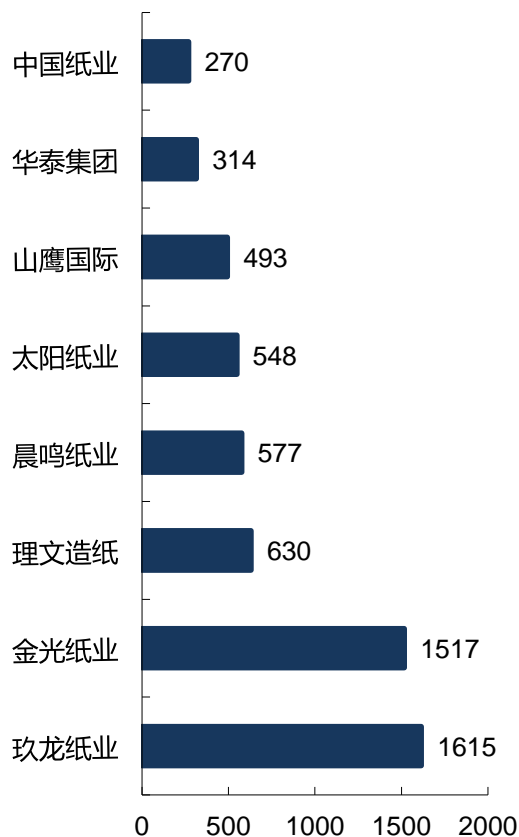
主要产品介绍

类别	细分品种	主要用途
非涂布文化纸	双胶纸、高松厚度纯质纸、静电复印纸、书写纸、离型原纸、铸涂原纸、美术纯质纸、食品包装纸等	主要用于杂志、期刊、儿童画册、教科书、彩色画报、图片、插图、广告宣传画、封面、商标等印刷
铜版纸	单面铜版纸、双面铜版纸、高光铜版纸、亚光铜版纸、低克重铜版纸、高克重铜版纸等	主要用于印刷高级书刊的封面和茶叶、彩色画片、各种精美的商品广告、样本、商品包装、商标等
箱板纸（牛卡纸）	普通牛卡纸、涂布牛卡纸、单面牛卡纸、双面牛卡纸等	主要用于制造商品包装纸箱
瓦楞纸		是构成瓦楞纸板波纹状中芯所用的原料纸，对瓦楞纸板的防震性起到重要作用，也可单独用作易碎物品的包装用纸，与箱板纸粘合后制成包装纸箱
淋膜原纸	淋膜原纸	主要用于制造纸杯、纸碗
生活用纸	面巾纸、卫生纸、擦拭纸	家庭及公众场所使用
白卡纸	食品卡、社会卡	各种高档包装盒、烟盒、口杯、儿童读物等。装订用白卡主要做软面书壳、平装封面、说明书、硬衬等
化机浆	化学机械浆	主要用于生产文化用纸、铜版纸、卡纸等产品，添加比例有一定上限，成本低于化学浆
化学浆	阔叶浆、针叶浆等	使用化学法制成的纸浆，品质高于化机浆
溶解浆	溶解浆	主要用于生产高纯度生态纤维，该类纤维主要用于生产粘胶人造丝、纤维素酯和纤维素醚，是纺织工业高档服装的原料

1.1 行业概况：龙头企业

20年我国造纸工业浆纸总产量2.55亿吨（纸1.12亿吨，浆产量7378万吨，纸制品6860万吨），第一梯队为玖龙纸业及金光集团；第二梯队以理文造纸、晨鸣纸业、太阳纸业、山鹰国际等为代表，年产量在300万吨以上；第三梯队包括中国纸业、荣晟环保等产量在100万吨以上的企业；第四梯队的企业产量在100万吨以下，占总产量的70%。

2020年造纸龙头浆纸产量（万吨）



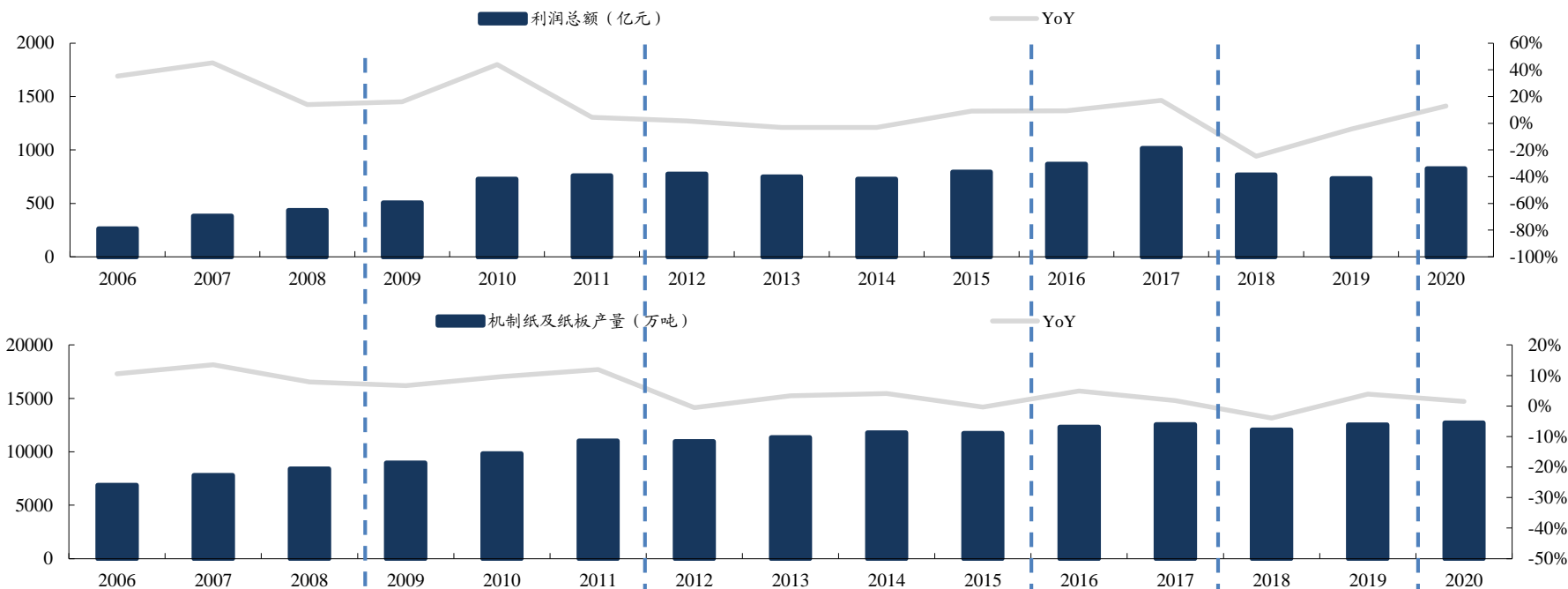
企业	企业性质	产品	产能	梯队
玖龙纸业	港资企业	产品：包装纸为主	产能：截至20年末，造纸产能1757万吨，纸浆产能85万吨（70万吨再生浆+15万吨木浆）	第一梯队
金光集团	印尼企业	产品：纸浆、文化用纸、工业用纸、生活用纸等	产能：20年造纸产能1200万吨（博汇仅合并Q4），纸浆产能230万吨	
理文造纸	港资企业	产品：包装纸为主	产能：20年产能827.5万吨	第二梯队
晨鸣纸业	内资企业	产品：文化纸、白卡纸、生活用纸	产能：纸680万吨，浆420万吨，合计1100万吨	
太阳纸业	内资企业	产品：文化纸、箱板纸、生活用纸等	产能：纸497万吨，浆230万吨，合计727万吨	
山鹰国际	内资企业	产品：包装纸为主	产能：纸产能615万吨，再生浆产能95万吨	
中国纸业				第三梯队
荣晟环保				
联盛纸业				
亚太森博				
建晖纸业				
世纪阳光				

2020年产量在100万吨以下的企业产量占比约70%

数据来源：中国造纸工业年度报告2020，东吴证券研究所

1.2 行业历史复盘

2006-2020年造纸行业产量（万吨）及利润总额（亿元）

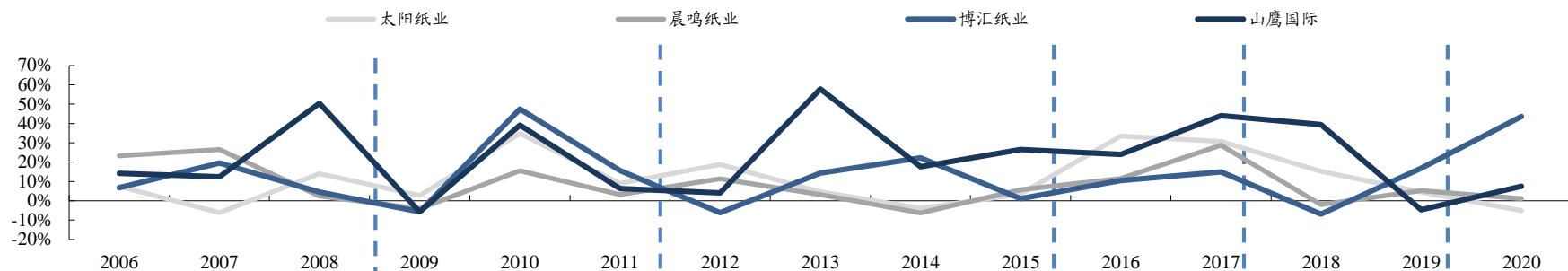


时间	供给端	需求端	行业景气度
2006-2008H1	环保政策开始趋严	经济稳健增长，下游需求良好	上行
2008H2	新增产能较少	金融危机影响下游需求，产业链库存处于高位	下行
2009-2011	新增产能较少	四万亿刺激下，经济复苏行业回暖	上行
2011-2015	四万亿刺激期间规划产能投产	下游需求增长放缓，行业增速放缓	下行
2016-2017	供给侧改革+环保去产能，集中度提升		上行
2018-2020H1	废纸系新增产能较多，出现价格战	20H1疫情影响下游需求	下行
2020H2-2021Q1	新增产能有限	疫情后需求持续复苏，文化纸需求受益于建党100周年	上行

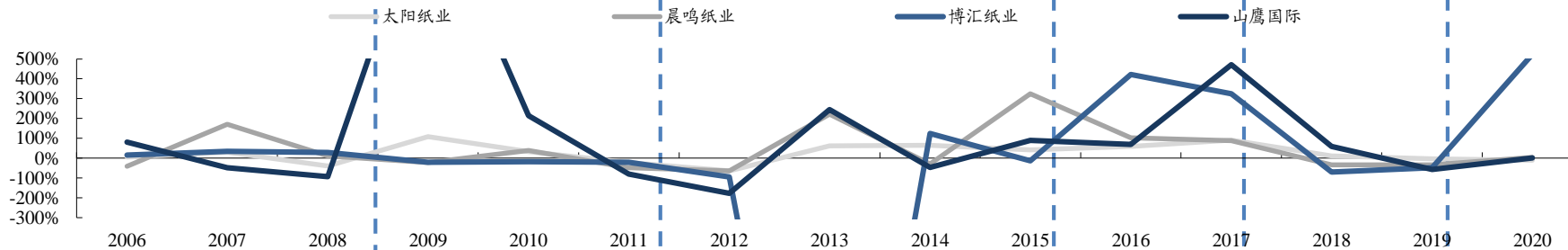
数据来源：中国造纸工业年度报告，东吴证券研究所

1.2 行业历史复盘

2006-2020年头部上市公司营业收入增速



2006-2020年头部上市公司归母净利润增速

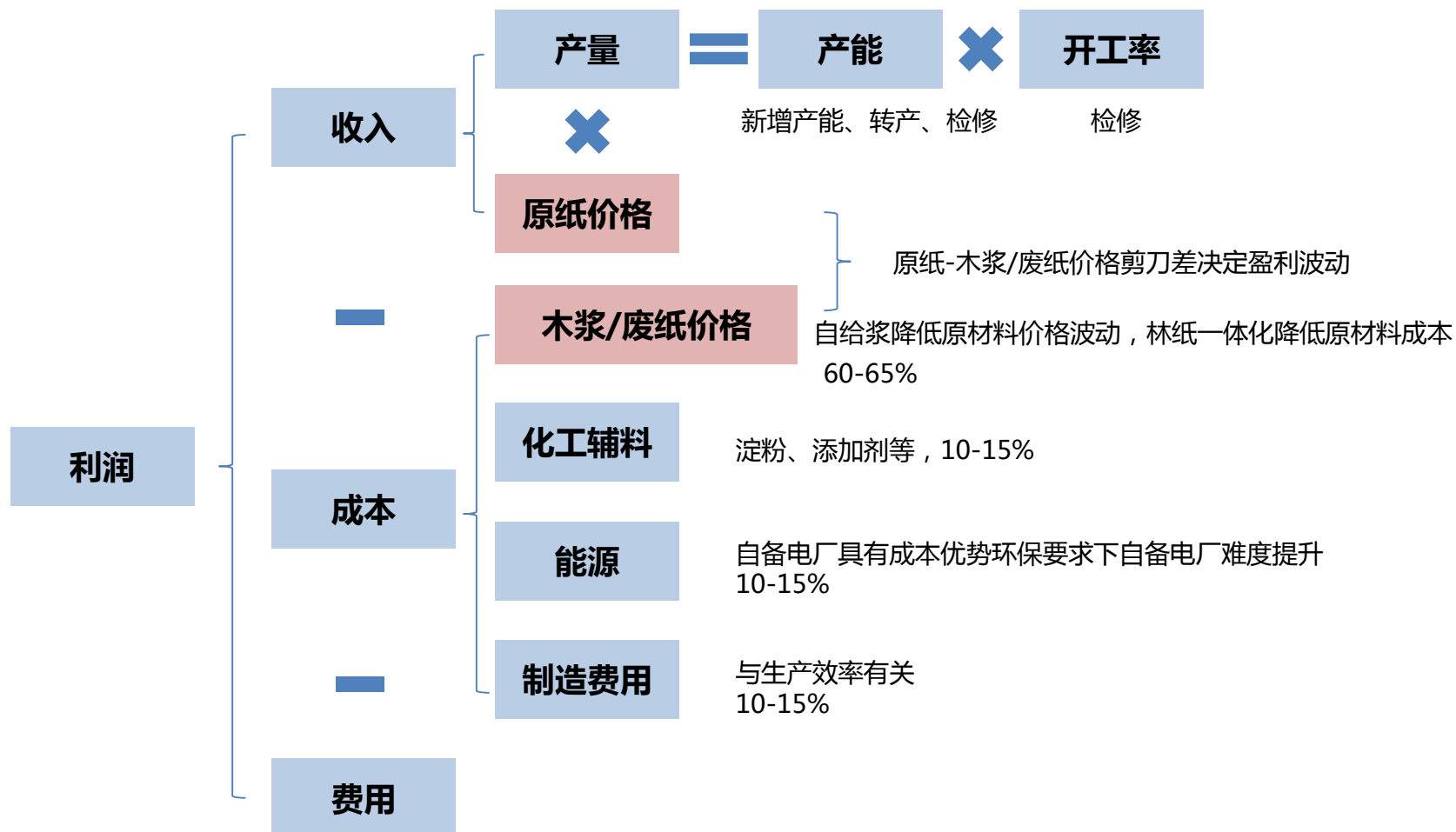


时间	供给端	需求端	行业景气度
2006-2008H1	环保政策开始趋严	经济稳健增长，下游需求良好	上行
2008H2	新增产能较少	金融危机影响下游需求，产业链库存处于高位	下行
2009-2011	新增产能较少	四万亿刺激下，经济复苏行业回暖	上行
2011-2015	四万亿刺激期间规划产能投产	下游需求增长放缓，行业增速放缓	下行
2016-2017	供给侧改革+环保去产能，集中度提升		上行
2018-2020H1	废纸系新增产能较多，出现价格战	20H1疫情影响下游需求	下行
2020H2-2021Q1	新增产能有限	疫情后需求持续复苏，文化纸需求受益于建党100周年	上行

数据来源：中国造纸工业年度报告，东吴证券研究所

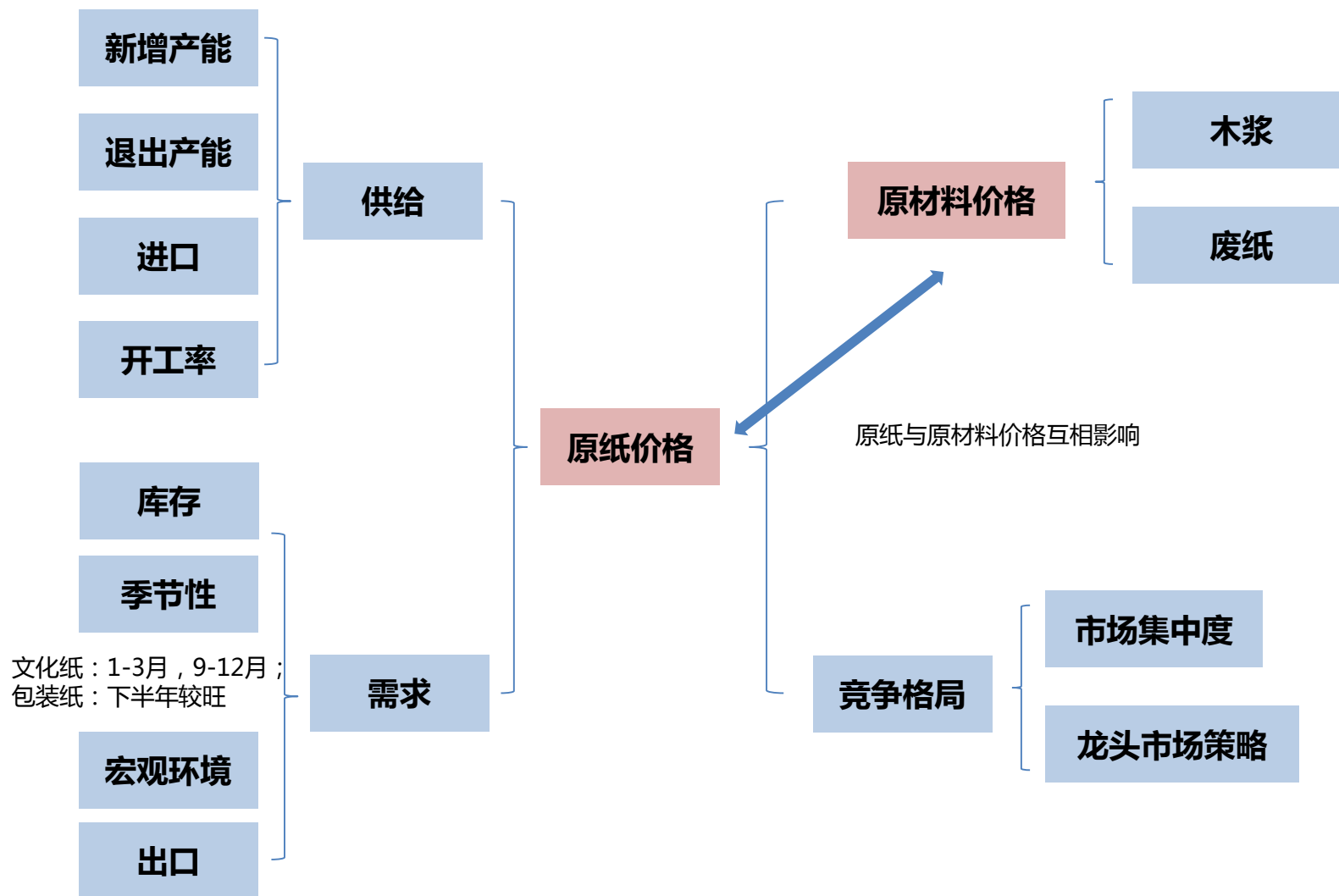
1.3 行业特点及研究框架

- 对于纸企来说，盈利能力的β在于原纸与主要原材料（木浆、废纸）价格剪刀差，α在于是否拥有自有浆产能及其制造成本、是否拥有自备电厂、生产效率等。
- 因此研究造纸行业的核心在于对原纸及原材料价格变化的判断。



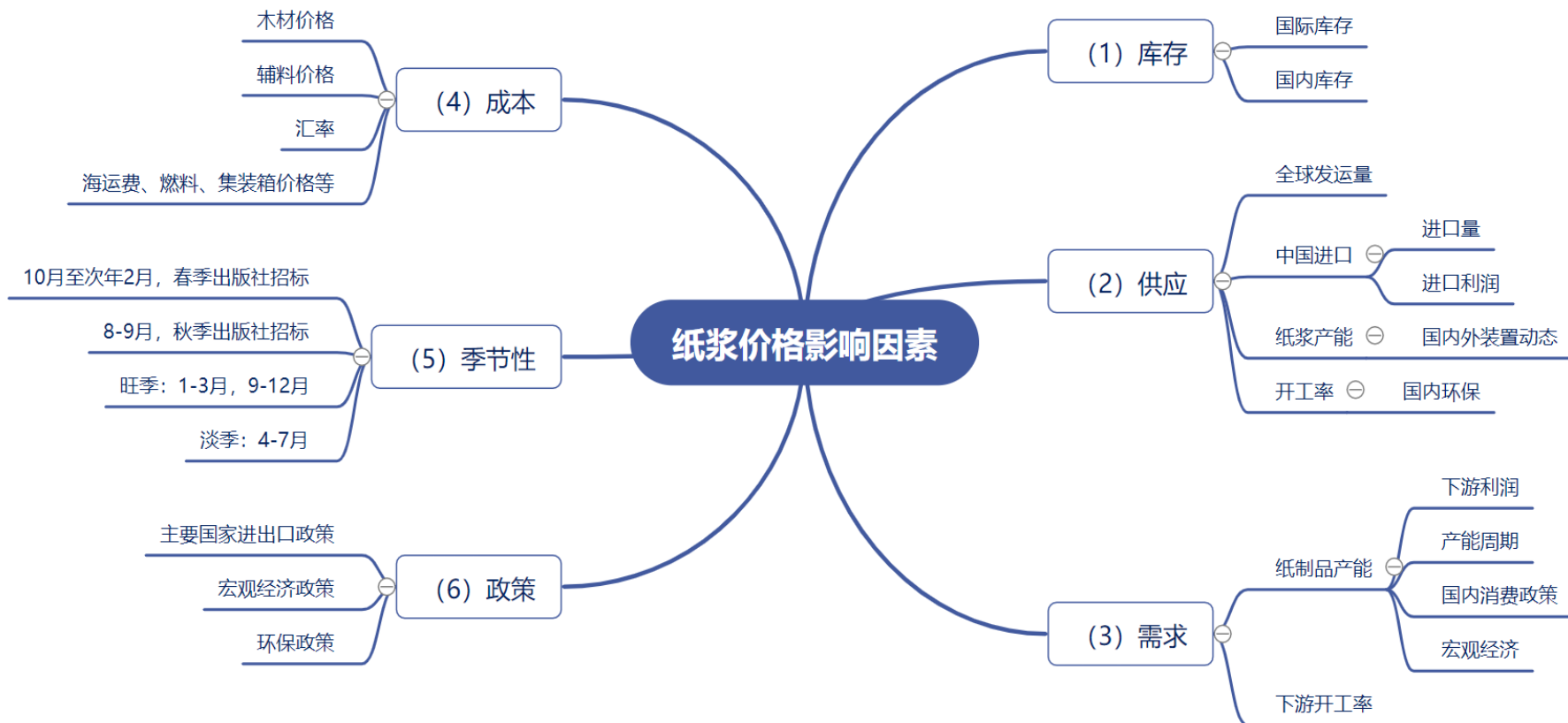
数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

1.3 行业特点及研究框架-原纸价格

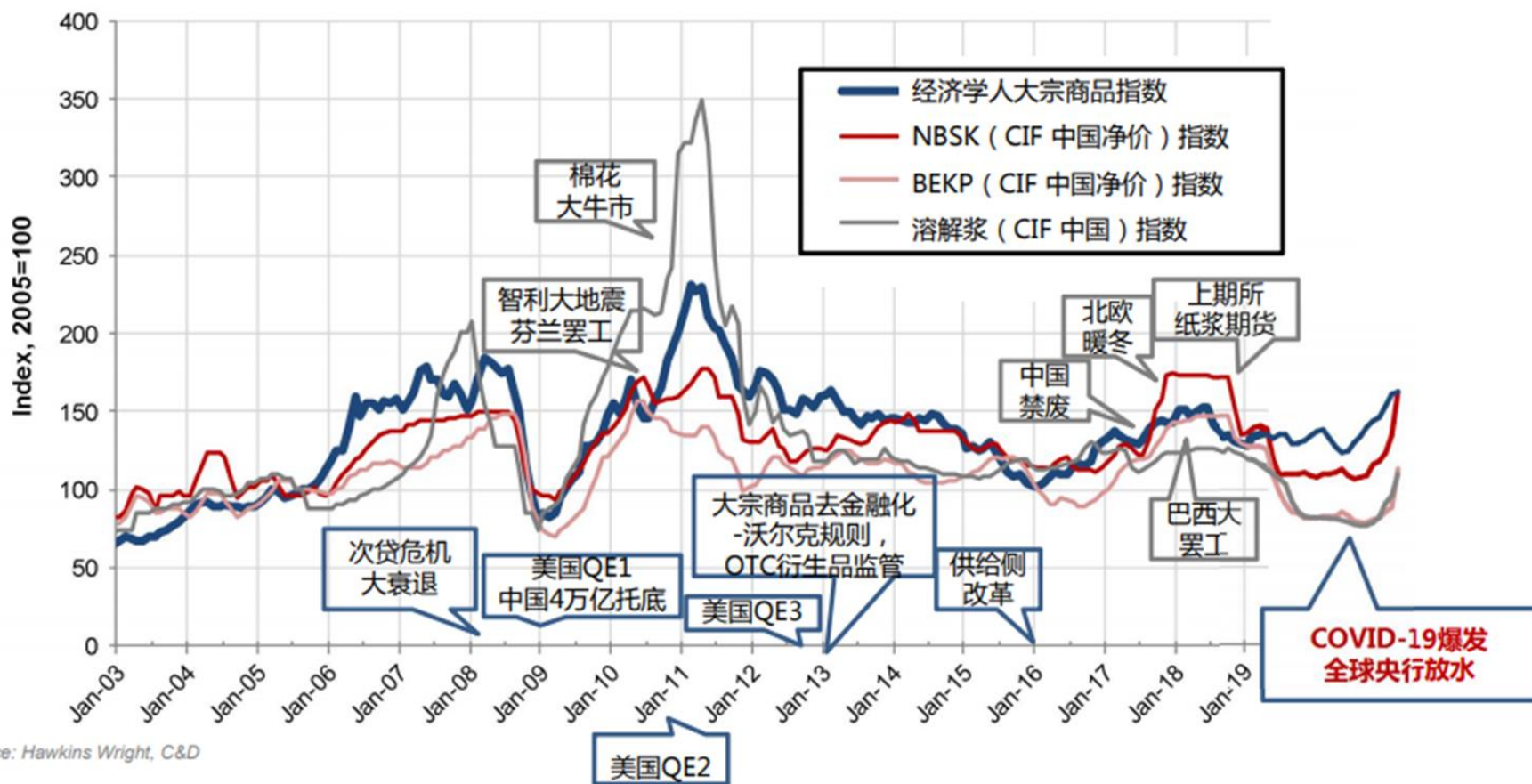


2. 木浆系

2.1 纸浆：价格影响因素分析

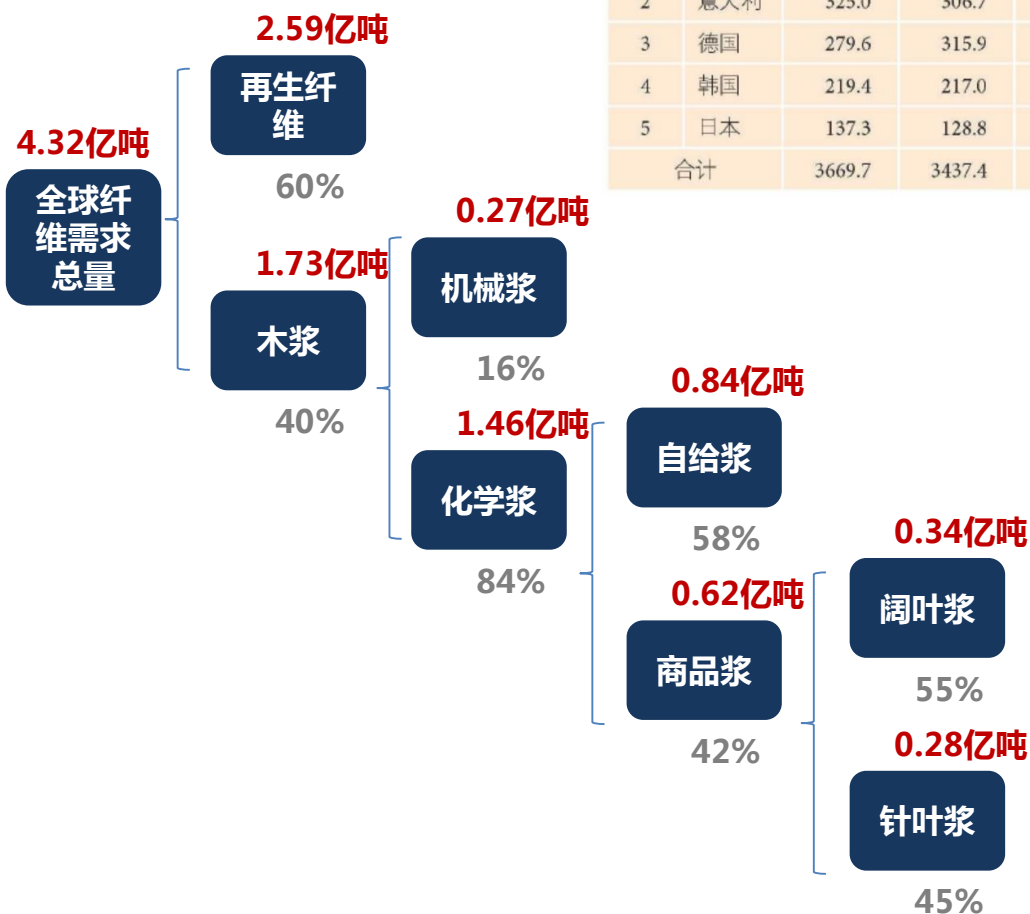


木浆 vs. 全球大宗商品



2.1 纸浆：我国为纸浆最大净进口国

2019年全球纸浆消耗量



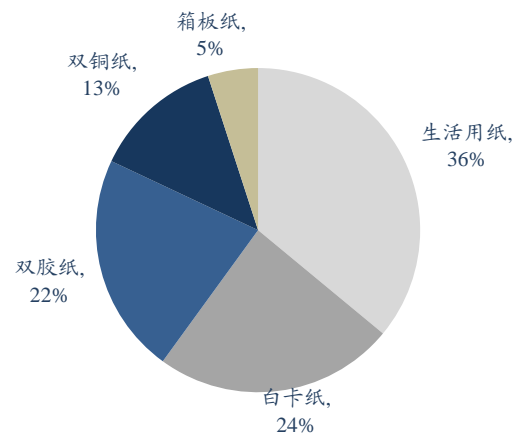
2019年纸浆前五大净进口国

排序	国家	净进口量/万t		2019年比2018年增长/%
		2019年	2018年	
1	中国	2708.4	2469.0	9.7
2	意大利	325.0	306.7	6.0
3	德国	279.6	315.9	-11.5
4	韩国	219.4	217.0	1.1
5	日本	137.3	128.8	6.6
合计		3669.7	3437.4	6.8

2019年纸浆主要净出口国

排序	国家	净出口量/万t		2019年比2018年增长/%
		2019年	2018年	
1	巴西	1447.2	1454.0	-0.5
2	加拿大	878.1	908.6	-3.3
3	智利	460.1	456.1	0.9
4	芬兰	406.5	344.4	18.0
5	印度尼西亚	326.0	293.9	10.9
合计		3517.9	3457.0	1.8

2020年我国纸浆下游需求结构



2.1纸浆：我国为纸浆最大净进口国

➢根据我们测算，2020年我国商品浆需求量占全球的40%以上，增量需求贡献了全球增量需求的80%

➢我国阔叶浆进口主要来自巴西和印尼，针叶主要来自北美、芬兰、智利和俄罗斯

➢从全球需求看，我们测算2021-2023年木浆需求的年化增速约1.6%-2.4%，即每年110-150万吨的增量

全球商品浆需求分析测算

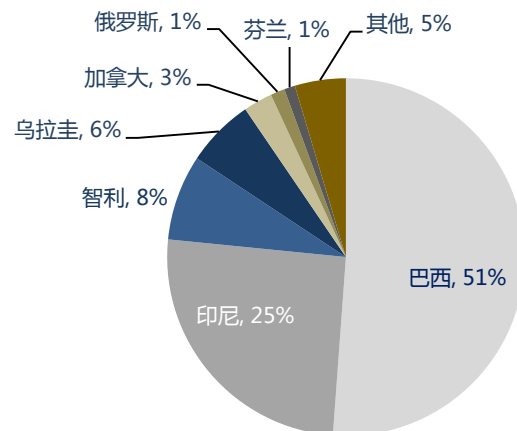
	占比	成熟市场	新兴市场	全球趋势
纸巾	38%	增长0.5~2.0%	增长2%+	增长2%+
文化纸	28%	下滑2%+	下滑0.5%~2.0%	下滑0.5%~2.0%
特种纸	16%	持平	增长0.5~2.0%	增长0.5~2.0%
包装纸	8%	增长0.5~2.0%	增长2%+	增长2%+

各纸种纸浆消耗量

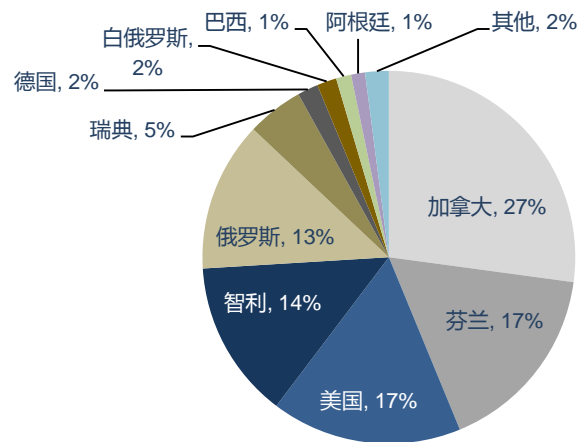
纸种	每吨纸制品原料构成
双胶纸	0.56吨阔叶浆, 0.16吨针叶浆, 0.12吨化机浆
双铜纸	0.45吨阔叶浆, 0.15吨针叶浆, 0.15吨化机浆
生活用纸	0.75吨阔叶浆, 0.32吨针叶浆
白卡纸	0.30吨阔叶浆, 0.10吨针叶浆, 0.40吨化机浆

数据来源：PPPC, C&D, Suzano, UN Comtrade, 东吴证券研究所

我国2020年阔叶浆进口来源（进口量口径）



我国2020年针叶浆进口来源（进口量口径）



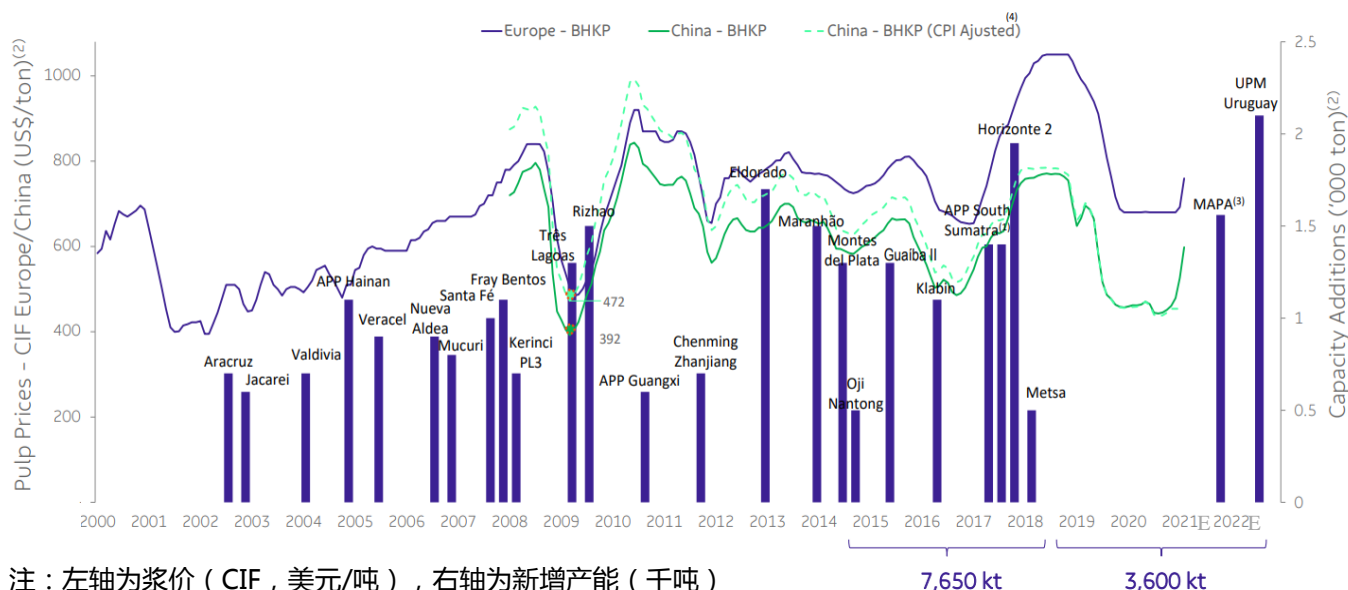
2.1纸浆：全球后续新增产能有限，21年以后表现供需紧平衡

- 2013-2024年全球木浆供需平衡表：新增商品浆产能约1527万吨，主要为阔叶浆，随着新增产能投放21年Q4开始阔叶浆有望缓慢下行

➢1) 针叶浆供需展望：21年以后新增供给较少，我们预计开工率持续改善；而阔叶浆下游的可替代性可能会抑制部分针叶浆供需矛盾对价格的影响；

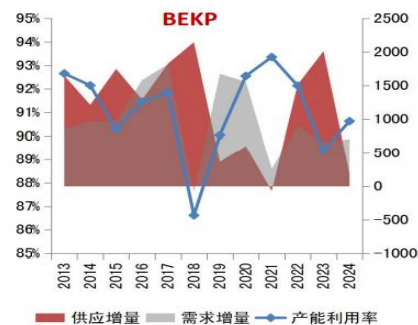
➢2) 阔叶浆供需展望：21年Q4以前新增供给增量较少，21Q4开始进入新一轮产能投放周期；

2000-2022年全球木浆新增阔叶产能及欧洲、中国阔叶浆价格

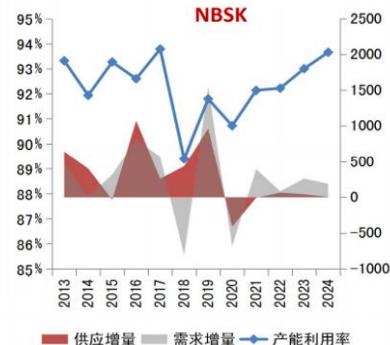


数据来源：PPPC, C&D, Suzano, 东吴证券研究所

2013-2024年
阔叶浆供需平衡表



2013-2024年
针叶浆供需平衡表



注：左轴为产能利用率（%），右轴为供应/需求增量（千吨）

2.1 纸浆：全球商品浆规划产能

国家	集团	年产能（万吨）	浆种	预计投产时间	木浆年新增产能（万吨）	
2021年	巴西	Bracell	190	溶解浆/漂桉浆	2021年第四季度	317
	智利	Arauco	127	漂桉浆	2021年第四季度	
2022年	巴西	LD Celulose	50	溶解浆	2022年第一季度	360（不含溶解浆）
	巴拉圭	Paracel	150	阔叶浆	2022年第四季度	
	乌拉圭	UPM	210	漂桉浆	2022年第四季度	
2023年	巴西	Suzano	220	阔叶浆	2023年第一季度	470
	巴西	Euca Energy	210	漂桉浆	2023年第四季度	
	瑞典	Stora Enso	40	针叶浆	2023年第四季度	
2024年	芬兰	Metsä Group	150	针叶浆 & 阔叶浆	2024年	150
其他	巴西	Eldorado	230	漂桉浆	尚未披露	230
木浆总计			1577			1527

数据来源：PPPC，卓创资讯，东吴证券研究所

2.1 纸浆：纸浆价格走势及后续判断

➤ **2021年Q2浆价回落较快**：本轮上涨受大宗普涨、航运、交易面等因素影响，急速上涨中实际成交较少，2021年Q2随大宗商品回落、行业进入淡季需求转弱、人民币汇率升值等因素影响，浆价出现较快回落。

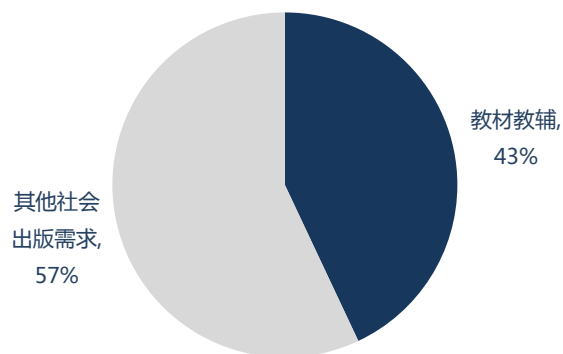
➤ **我们预计2021年H2浆价中枢继续下移，但斜率趋缓**：下半年纸企前期低价浆储备基本消耗，同时浆价逐步回落至合理区间，我们预计下跌斜率放缓。



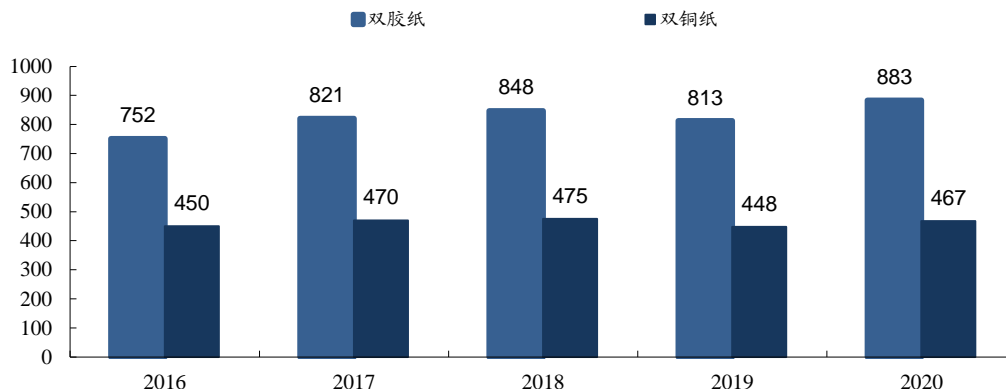
2.2 文化纸：需求较稳定，新增产能有限，短期内见底

需求：文化纸下游需求主要为教材教辅、社会出版、画册单页等；每年10月至次年2月为春季出版招标季，8-9月为秋季出版招标季，整体来看文化纸下游需求较为稳定，其中教材教辅需求具有刚性。

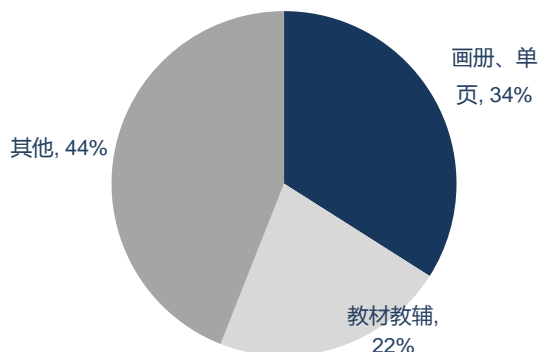
2020年双胶纸下游需求结构（需求量口）



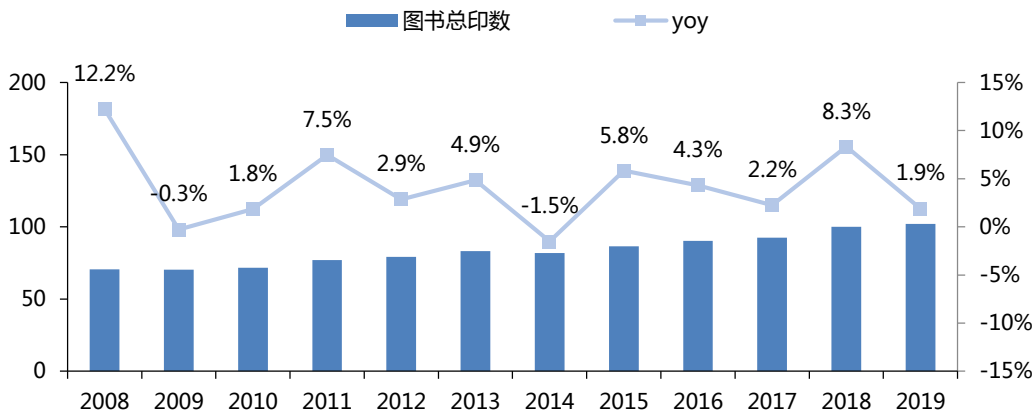
2016-2020年双胶纸及双铜纸表观消费量（万吨）



2020年双铜纸下游需求结构（需求量口）



图书总印数（万册）及YoY

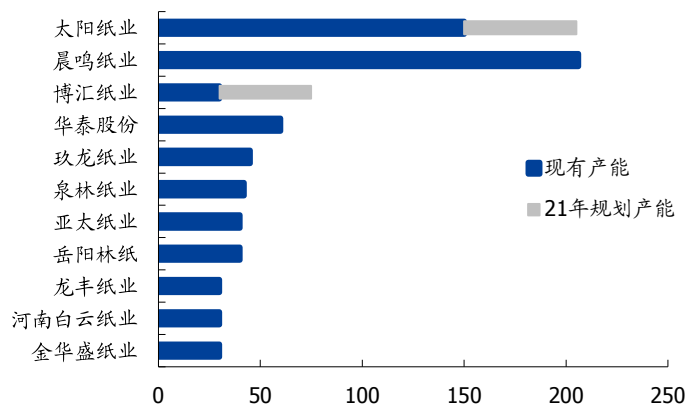


数据来源：卓创资讯，Wind，东吴证券研究所

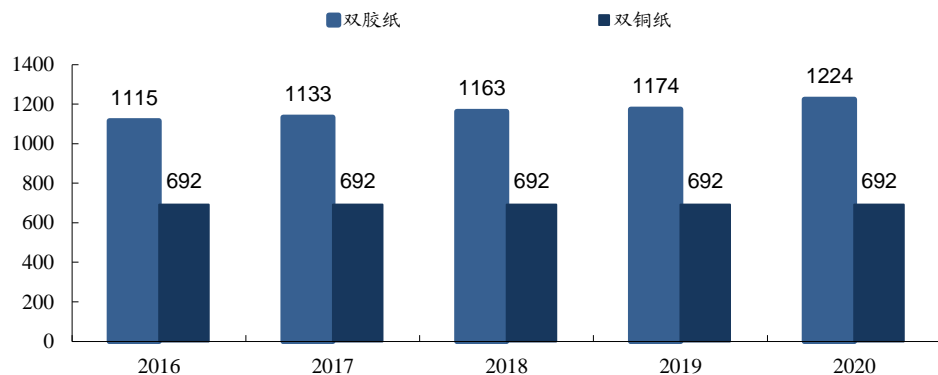
2.2 文化纸：需求较稳定，新增产能有限，短期内见底

供给：铜版纸产能利用率与集中度高于双胶纸，20年铜版纸CR4（产量）为74%，双胶纸为38%；新增产能方面，铜版纸暂无规划产能，双胶纸新增产能主要集中于头部企业，集中度将有所提升。

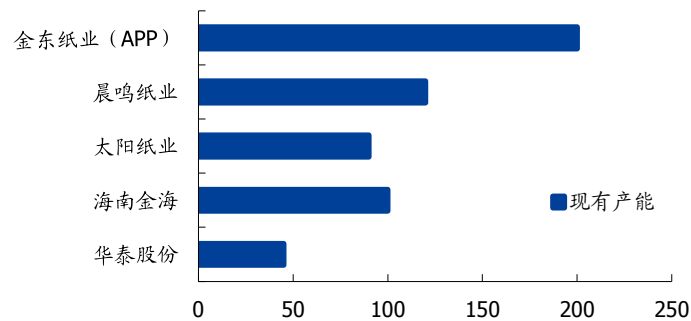
双胶纸头部企业现有产能及规划产能（万吨）



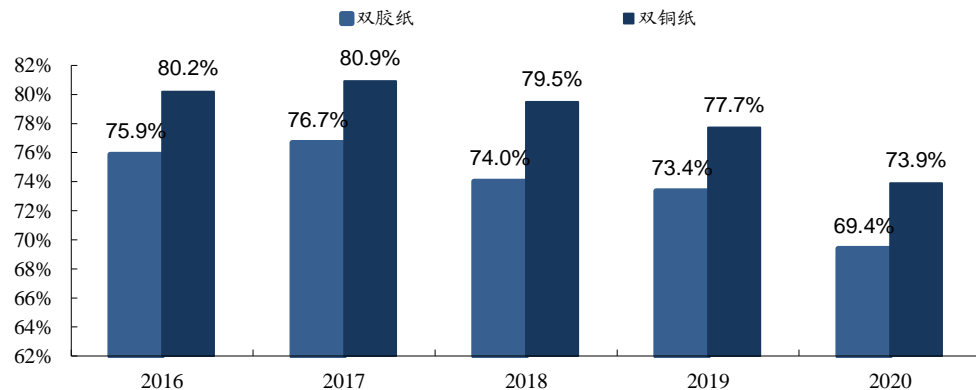
文化纸产能（万吨）



双铜纸头部企业现有产能及规划产能（万吨）



文化纸产能利用率

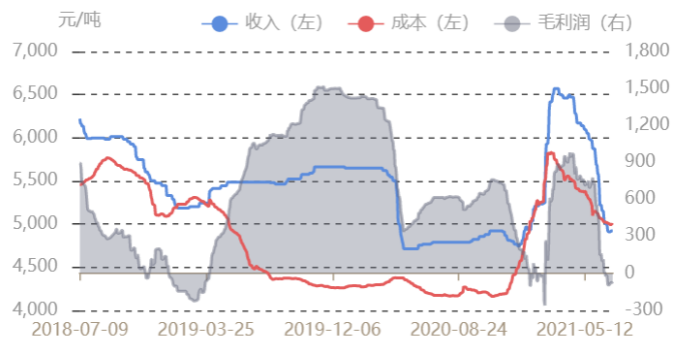


数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

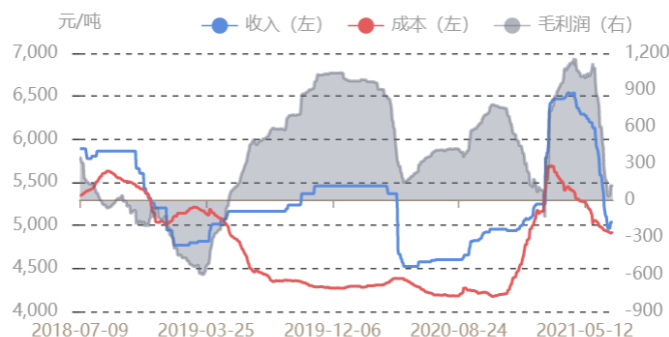
2.2 文化纸：需求较稳定，新增产能有限，短期内见底

后续价格判断：2021年Q1浆价上涨及党建需求释放，文化纸景气度上行；2021年Q2淡季叠加印度疫情反复，APP低价进口纸冲击市场，文化纸景气度下行。当前文化纸价初步现企稳态势，考虑价格及盈利处于历史低位，判断文化纸基本触底；但企业库存尚处于高位，仍需一段时间进行去化，我们预计2021年Q3末旺季到来文化纸价及盈利情况有望反弹。

双胶纸吨毛利（元/吨）



双铜纸吨毛利（元/吨）

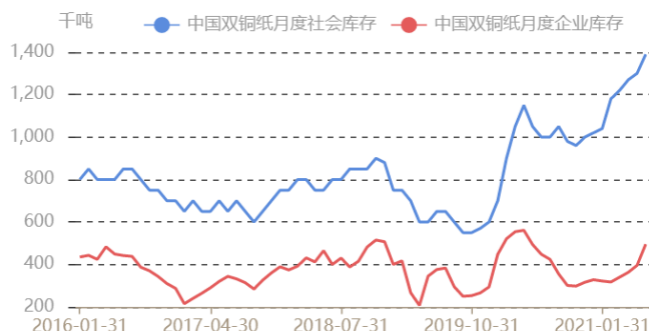


当前文化纸吨毛利已为
负值，价格处于底部区
间，已现企稳态势

双胶纸月度库存



双铜纸月度库存



2021年Q2为传统淡季
，叠加进口纸冲击，企
业库存处于高位

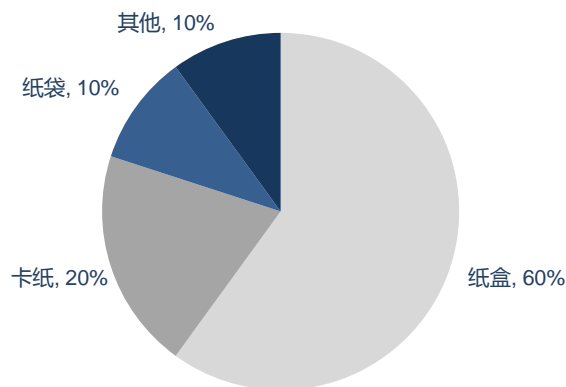
铜版纸和双胶纸产能可以互相转换，因此价格走势具有高度相关性

数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

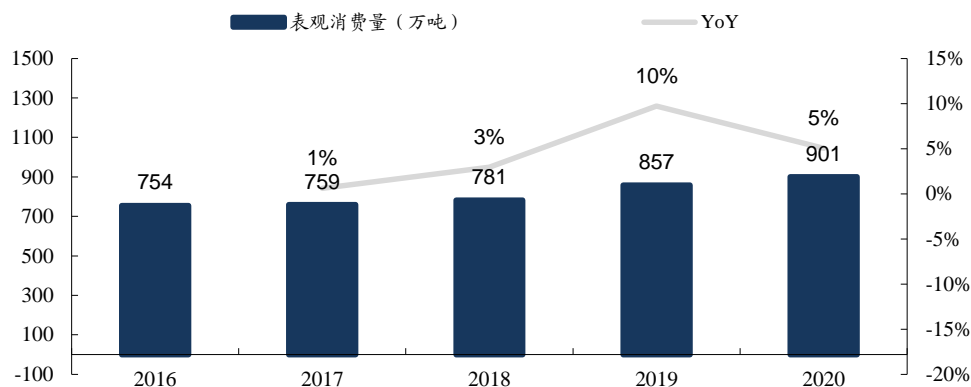
2.3 白卡纸：需求与格局向好但新增产能较多

供需格局：需求端受益于“禁塑令”、消费升级、白卡纸产能清退，2019年起白卡纸需求增速加快；供给端后续新增产能较多，21-23年规模纸企规划产能合计达976万吨，将于21H2起陆续投产。竞争格局方面，APP收购博汇后产能口径市场份额达到55%，CR3（产量）达到86%，行业格局得到大幅优化。

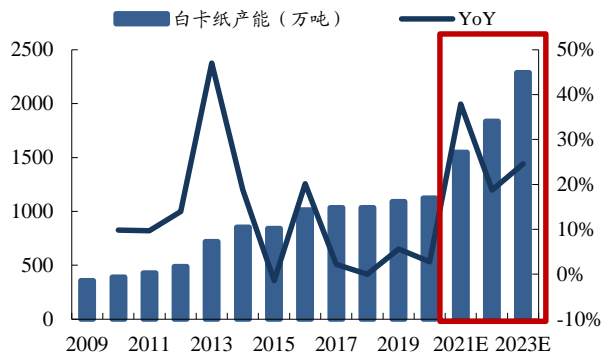
2020年白卡纸下游需求结构



2016-2020年白卡纸表观消费量

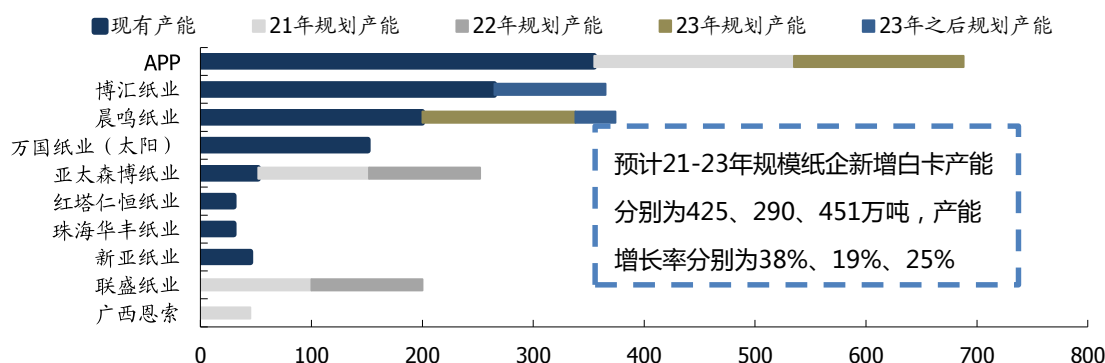


2009-2020年白卡纸产能 (万吨)



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

白卡纸龙头企业产能及规划产能 (万吨)

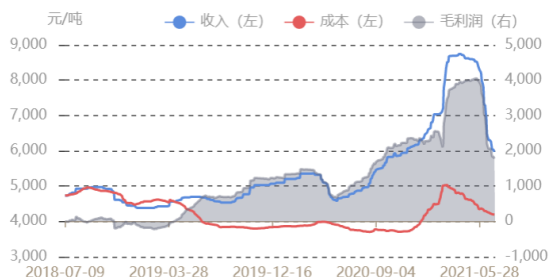


预计21-23年规模纸企新增白卡产能分别为425、290、451万吨，产能增长率分别为38%、19%、25%

2.3 白卡纸：需求与格局向好但新增产能较多

近三年白卡纸吨净利润变化趋势

白卡纸装置利润（湿法涂布法）^②

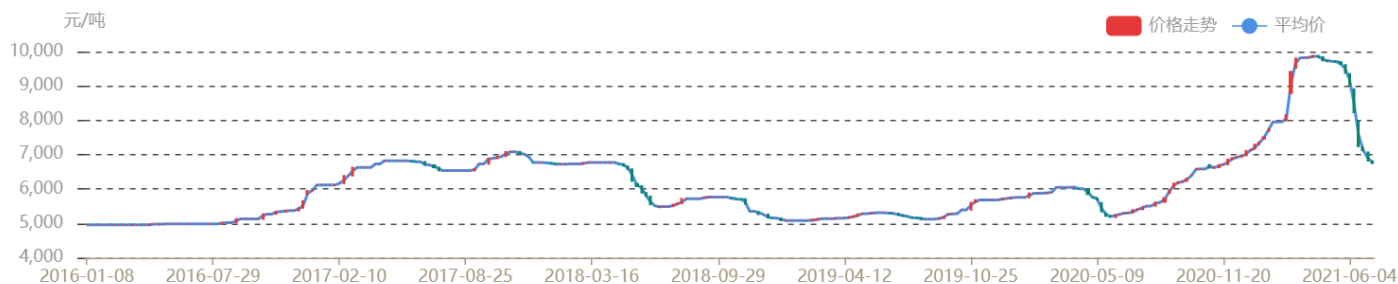


- 2019年末由于1) APP收购博汇，行业格局优化；2) 环保清退及废纸禁运导致精品白纸板原材料紧缺产生替代需求；3) 需求端受益于限塑令及消费品高端包装放量；4) 纸浆价格上涨；20H2白卡纸率先上涨，并于20年末达到2016-2020五年内高点。
- 21Q2由于前期涨幅较高，白卡纸价快速回落，后续价格走势需关注产能实际投放情况及APP市场策略。

2016-2020年白卡纸价格走势

白卡纸商品参考价

日 周 月 年



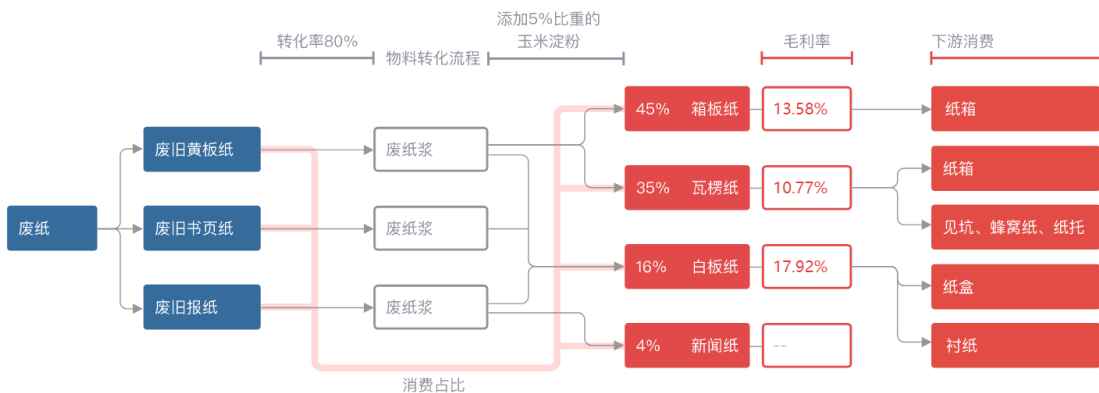
- 2016年白卡纸因木浆价格上涨，年底开始小幅度拉涨；
- 2017年受纸浆影响纸价不断上涨直至2018年5月，5月份纸浆承压叠加需求淡季纸价下行；
- 2019年浆价承压下滑，白卡纸因市场竞争力强维持震荡整理；
- 2020年白卡纸急速下行后年中开始持续拉涨；
- 其中2016-2020五年内高点在2020年12月7129元/吨，最低点在2016年4月4957元/吨，2016-2020五年内高低点涨幅为43.82%。

数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

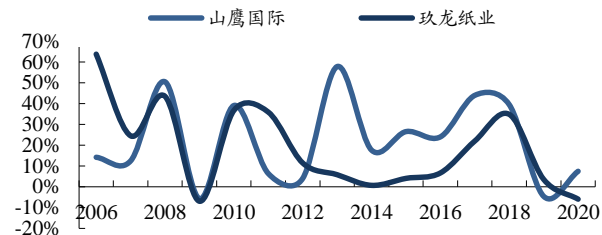
3. 废纸系

3. 废纸系：关注外废禁令下龙头海外布局优势

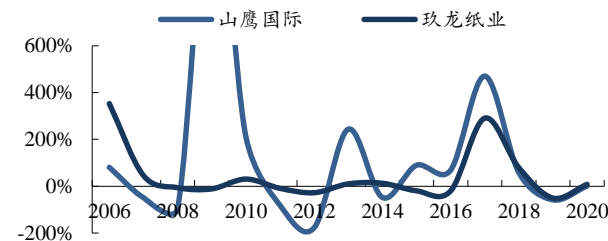
废纸系产业链



山鹰国际、玖龙纸业2006-2020年营收增速



山鹰国际、玖龙纸业2006-2020年利润增速



2016-2020年我国箱板纸月度消费量（千吨）



数据来源：卓创资讯，各公司公告，东吴证券研究所

2006H2-2007年：需求旺盛，新增产能较少，景气度向上；

2008年：金融危机叠加行业新增产能较多，行业景气度向下；

2009年：四万亿刺激下需求回复较快；

2010-2015年:2009年投资高峰使行业产能于2010-2011年集中释放，行业供需恶化；

2016-2018年：环保政策趋严，供给侧改革令中小产能出清；

2019-2020年：需求偏弱景气度较低。

3. 废纸系：关注外废禁令下龙头海外布局优势

关注外废进口禁令后的影响：2017年起实行外废进口配额制，2021年起外废进口清零。

对行业的影响在两方面：

- 1) 纤维量-国废价格中枢提升
- 2) 纤维质量-需要使用其他纤维（外废or原生浆）补充

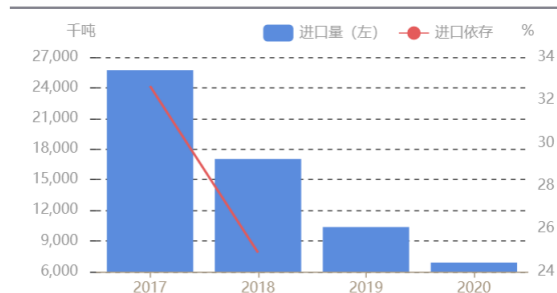
纤维补充方式：

- 1) 原生浆（本色浆）
- 2) 外废浆（在海外制成浆板进口）
- 3) 进口成品纸

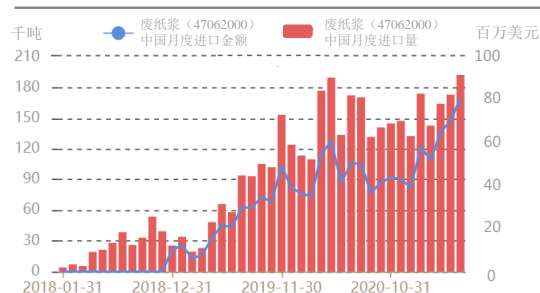
由于我国林业资源紧张、木浆生产成本高，制造箱板纸主要使用废纸；国废在循环过程中存在损耗且纤维强度随循环次数增加而下降，因此必须有其他纤维进行补充。

废纸、废纸浆、箱板纸进口情况

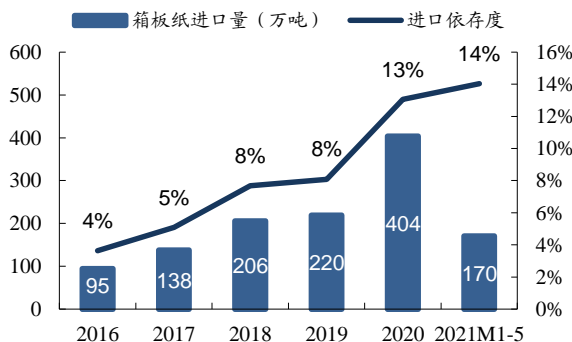
进出口统计



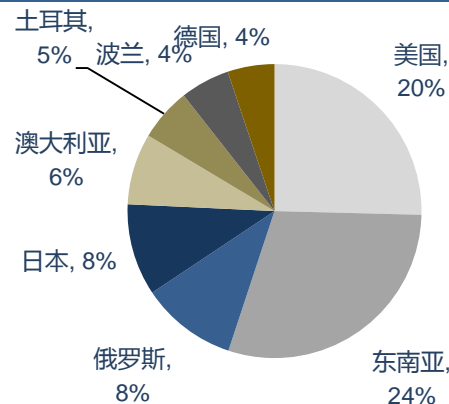
废纸浆进口统计



2016-2020年我国箱板纸进口量（万吨）及进口依存度



2020年我国箱板纸进口来源



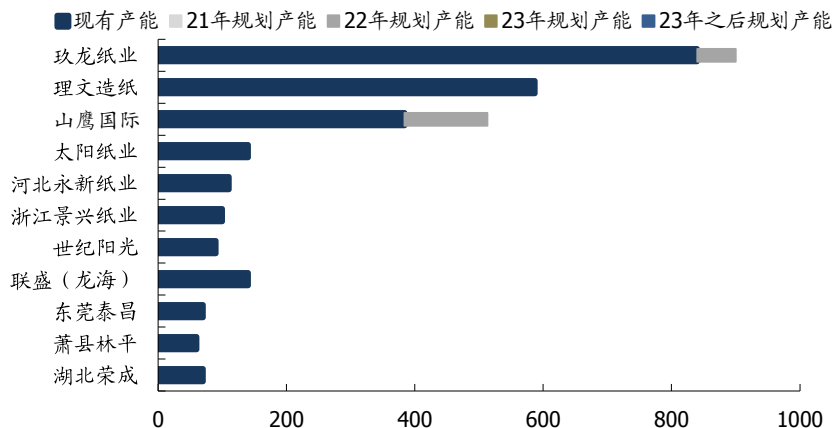
箱板纸进口依存度持续提升，从2016年的4%提升至2020年的13%。

但来源主要为东南亚的低端品种，因此外废清零高端品种供给相对紧张，行业格局更优，存在结构性行情

3. 废纸系：关注外废禁令下龙头海外布局优势

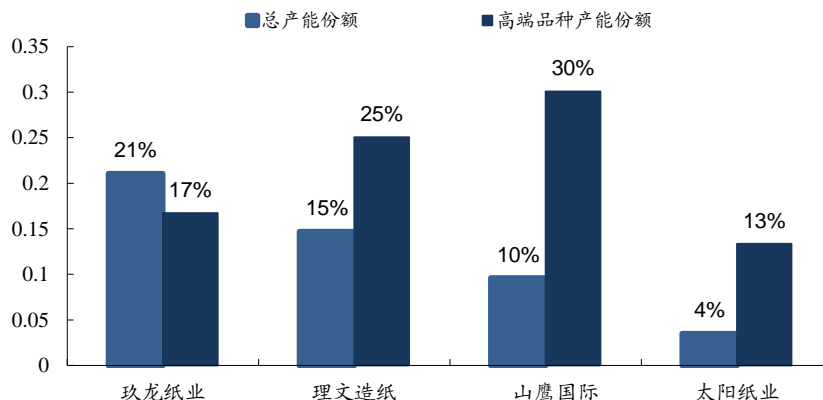
高端品种集中度较高：根据我们测算高端品种产能占比高于行业水平（行业约30%），根据卓创资讯数据测算，箱板纸20年整体CR4（产量）为49%，高端品种CR4（产量）为85%；其中太阳纸业箱板纸产能约70%为高端品种。高端品种受益于消费升级及限塑令趋势，中长期看占比有望提升；高端品种壁垒在于低成本、高质量纤维原料的获取能力。后续再生浆及本色浆布局领先的龙头纸企与行业在盈利能力上有望出现明显分化。

箱板纸龙头企业产能布局



箱板纸龙头企业产能布局

箱板纸行业总产能口径CR4为49%，高端品种CR4约为85%



箱板纸龙头企业海外产能布局

公司	海外废纸浆布局	海外成品纸布局
玖龙纸业	已有70万吨再生浆，马来西亚计划增加60万吨	越南45万吨 美国89万吨 计划再马来西亚新建55万吨
山鹰国际	泰国110万吨 欧洲32万吨 东南亚合作伙伴提供30万吨供应 马来西亚40万吨	凤凰纸业36万吨
理文造纸	印度尼西亚24万吨 签订关联交易协议，每年从缅甸进口68万吨	越南55万吨 马来西亚120万吨建设中
太阳纸业	老挝40万吨	老挝80万吨

数据来源：各公司公告，卓创资讯，东吴证券研究所

4. 投资建议

太阳纸业：林纸一体化+多元纸种布局抚平周期，21年利润弹性较大估值具有安全边际。

短期溶解浆维持高景气，看好全年利润兑现：我们测算溶解浆20年吨亏损500-800元，21Q2溶解浆吨盈利约1500-1800元。后续来看，下游粘胶纤维产业链维持高景气度，供给端较多企业排产纸浆，我们预计年内价格维持高位，测算全年溶解浆利润弹性可达10-12亿元。

废纸系景气度上行，原材料优势突出。废纸系景气度向上，同时外废禁令驱动高端品种结构化行情；公司箱板纸高端品种占比较高（约70%为高端品种），原材料布局领先有望受益。

中长期看，公司制造端较行业具有300元左右的成本优势，随着老挝林地逐渐进入轮伐期成本优势进一步提升；均衡布局文化纸、箱板纸，对抗行业周期。

预计21-23年净利润分别为40.3、43.5、45.6亿元，对应PE8.1、7.5、7.2X，估值具有安全边际，文化纸旺季提价后上涨空间较大。

风险提示：汇率及原材料价格大幅波动；宏观环境变化；市场竞争加剧的风险；客户的信用风险。

建议关注：箱板纸景气度向上，2016-2020五年责任激励计划护航中长期成长的【山鹰国际】；白卡纸格局优化议价能力提升，管理及制造端具有优化空间的【博汇纸业】。

5. 风险提示

风险提示

- 1) 汇率及原材料价格大幅波动。木浆价格随供需、汇率等因素波动。原材料价格大幅波动会造纸企业毛利率产生一定影响。
- 2) 宏观环境变化。行业需求与宏观环境紧密相关，宏观环境变化会对造纸行业供需关系造成影响，进而影响企业盈利能力。
- 3) 市场竞争加剧的风险。国内造纸行业普遍存在的产能过剩，供大于求，价格竞争激烈等情形将保持常态化。
- 4) 客户的信用风险。如果公司供应商不能按照双方合同或协议的要求按时、保质、保量地提供生产要素，就产生了供应商的信用风险；另外公司在销售产品或提供劳务等方面，可能会因赊欠产生客户不予支付的风险。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园