

## 2011年四季度造纸包装行业策略：原料价格下跌，关注包装企业的快速扩张

评级 中性

第四季度策略报告

太平洋证券股份有限公司

已获业务资格：证券投资咨询

分析师：倪爽

证书编号：S1190511030005

电话：010-8832 1715

Email: [nish@tpyzq.com.cn](mailto:nish@tpyzq.com.cn)

[kumiko\\_aso@hotmail.com](mailto:kumiko_aso@hotmail.com)

### 报告摘要：

#### 主要观点：

受国际经济不确定性影响，纸企四季度盈利水平将下降，下调行业评级至“中性”；

维持对造纸行业长期看好，纸浆进口量若持续增加则是行业回暖的信号；维持对包装子行业与造浆子行业的“看好”评级。

受国际经济不确定性影响，四季度给予造纸行业“中性”评级。受到国际经济不确定因素增多的不利影响，加之国内造纸产能普遍供大于求的现状，出现了原材料价格下降、纸企库存原材料价格较高、纸价下滑的局面，预计纸企四季度受此影响，盈利水平将下降。

产业升级与节能减排的深化确保行业持续健康发展。产业升级与整合、节能减排与淘汰落后产能仍将是十二五期间造纸行业的重点发展方向，这将使得大型企业获得更多的市场、完善产业链、利用规模优势降低成本，提高盈利能力。我们认为这将是一个长期的过程，淘汰落后产能的政策将持续跟进，有效改善供需环境。

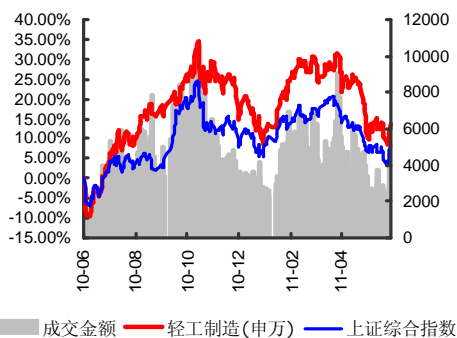
具有造浆能力的企业有望获得额外收益。今年上半年纸浆价格快速上扬，进口量大幅增加，虽然7月以来浆价有所回落，但由于木浆供给量难以快速增加，加之下游大量新增造纸产能投产，浆价仍保持在较高位置上，并且随着国际经济稳定，随时有望进一步攀升，加之前期的溶解浆概念，国内造浆行业盈利水平将明显提升，今年依旧可看好造浆子行业。

纸包装行业维持快速发展。纸包装由于其易加工、易保存、易运输、易印刷及可回收等特点愈来愈受到青睐，作为“绿色包装”正在逐步替代塑料、金属、玻璃等包装材料。纸包装行业的下游包括主要有通信 IT 及电子行业、家电、办公设备、日用化工、食品饮料、烟酒、医药、轻工及机械产品等等，下游行业的快速发展，使得纸包装行业市场规模迅速扩大。尤其以手机、计算机等为代表的电子通信类产品正在快速增长，将进一步扩大对纸包装材料的需求，行业发展前景非常值得期待。

投资策略与重点公司。考虑到四季度纸企盈利水平可能下降，我们下调行业评级，但这并不改变我们此前对于造纸行业长期发展看好的观点。其中包装子版块受益于下游行业的快速发展，龙头企业正在快速扩张，盈利能力不断提升；其次拥有造浆能力的公司也将在今年纸浆大幅涨价的环境下获得额外收益。晨鸣纸业（000488）、永新股份（002014）、太阳纸业（002078）、合兴包装（002228）、美盈森（002303）及岳阳林纸（600963）值得重点关注。

风险提示。宏观经济波动风险；宏观政策不确定性风险等。

### 近一年板块涨幅



## 目录

前言 .....	4
一、 2011 年造纸行业发展现状 .....	5
(一) 行业固定资产投资增速转头向上 .....	5
(二) 产量连创新高 .....	5
(三) 纸浆进口量大幅增加 .....	6
(四) 原材料价格下滑 .....	7
(五) 纸价下调 .....	8
二、 造纸行业四季度观点及策略 .....	8
(一) 四季度纸企盈利水平将下滑 .....	8
(二) 产业升级与节能减排将保持行业持续健康发展 .....	9
(三) 造浆企业下半年有望获得更多收益 .....	9
(四) 人民币升值有利于降低生产成本 .....	10
三、 纸包装行业快速发展，前景巨大 .....	11
(一) 纸包装行业下游需求广阔 .....	11
(二) 包装用纸规模不断扩大 .....	12
(三) 包装用纸市场环境良好 .....	12
(四) 瓦楞纸箱快速发展 .....	13
四、 投资策略与重点公司 .....	15
五、 风险提示 .....	15

## 图表目录

图表 1: 固定资产投资完成额及增速.....	5
图表 2: 机制纸及纸板产量及增速.....	6
图表 3: 纸浆进口量及增速.....	6
图表 4: 国际木浆价格.....	7
图表 5: 废纸价格.....	8
图表 6: 木浆价格与国内造浆行业毛利率.....	10
图表 7: BHKP 美元与人民币标价指数.....	10
图表 8: 食品饮料、家电、电子类产品产量增速.....	11
图表 9: 纸及纸板细分产量占比.....	12
图表 10: 主要纸品销量增速.....	12
图表 11: 主要纸品供需环境.....	13
图表 12: 箱纸板产量与增速.....	14
图表 13: 纸箱产量与增速.....	14

## 前言

对于 2011 年四季度的造纸包装行业策略，我们将遵循以下逻辑：

- 1、下调行业评级至“中性”主要原因是：受到全球经济不确定性因素增加的不利影响，加上国内造纸行业近期产能集中释放，出现了供给过大的压力，导致原材料价格与纸价双双下滑。由于造纸行业与 GDP 相关度较高，且下游需求增长较大，加之纸浆供给量变化有限，所以原材料价格主要受下游造纸需求量影响。因此短期的原料价格下跌将导致纸企库存原料价格高，而纸价有下调的压力，企业盈利能力下降；长期的原材料价格下跌则说明下游需求严重萎缩，造纸企业开机率低，行业将出现危机。我们判断目前原材料价格的下滑，将使得四季度纸企盈利能力出现下滑；但若未来全球经济不确定性消除，下游需求恢复，当前较低的原材料价格将支持未来行业利润的提升。
- 2、我们观察到 6、7 月份纸浆进口量明显减少，对应当时国际木浆价格的高点；而当前国际木浆价格持续下滑，但 8 月纸浆进口量重新上扬值得注意。如果未来纸浆进口量继续增加，我们则认为行业回暖的重要信号。
- 3、行业整合与升级、节能减排的持续深化将保持造纸行业长期健康发展。目前我国造纸行业处于行业整合与升级的初级阶段，大型造纸企业将借节能减排、淘汰落后产能之机获得更多市场份额，而向上游发展“林纸一体化”也将提升纸企对原材料的控制力，提高利润率。我们判断国家未来会继续推出相关政策扶持大型浆纸企业发展，预期当前的汰落后产能政策仍会持续较长时间，将逐步改善当前供大于求的现状，因此我们对于造纸行业的未来仍维持看好。
- 4、人民币升值有利于造纸企业降低进口原材料成本，由于供给增加有限，整体需求仍在持续扩大，我们维持对于未来木浆价格将维持高位的看法，因此预计国内造浆行业毛利率将整体提升，加之前期的溶解浆概念，四季度相对看好造浆子行业，建议关注拥有造浆能力的造纸公司，如岳阳林纸、太阳纸业与晨鸣纸业等。
- 5、纸包装是造纸包装中的朝阳行业，随着绿色环保概念的不断深入人心，以及下游食品、饮料、电子、玩具等行业的飞速发展而快速扩张。需求的快速增加与产业向西部的转移刺激龙头纸包装企业快速扩张布局，未来仍有广阔的发展空间，强烈建议关注合兴包装、美盈森与塑料包装企业永新股份等。

## 一、2011 年造纸行业发展现状

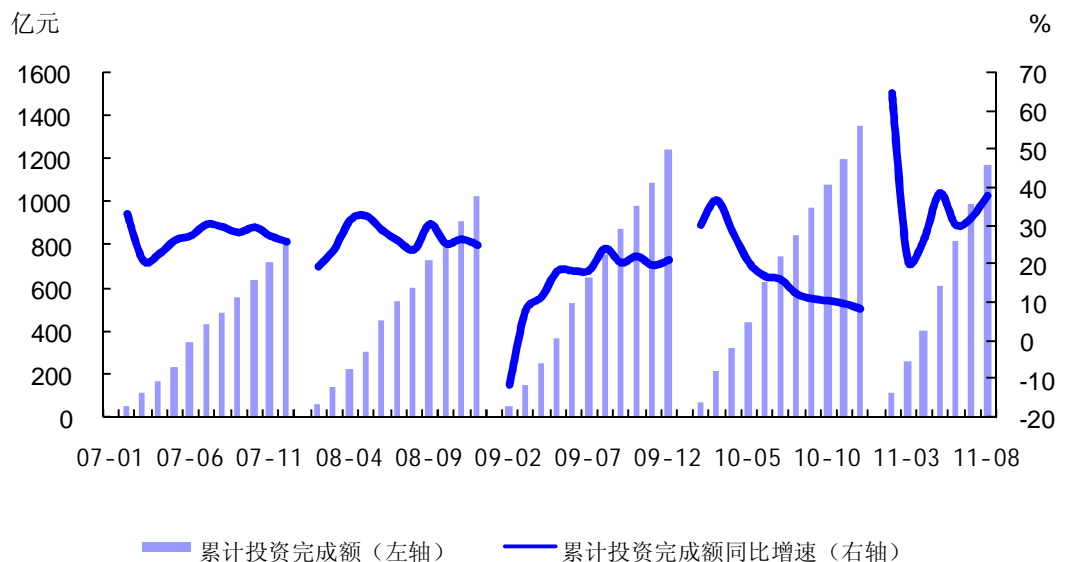
### (一) 行业固定资产投资增速转头向上

金融危机以来，行业固定资产投资增速明显下降，这也使得 2010 年造纸及纸制品业固定资产投资完成额增速仅 8.47%，几乎接近消费量增速。

今年前 8 个月造纸及纸制品业固定资产投资完成额共计 1166.33 亿元，同比增长 37.93%，高于去年同期 25.53 个百分点，与去年下半年的增速持续下滑有明显不同，固定资产投资完成额转头向上。

但固定资产完成额的快速增加，导致了造纸行业产能集中释放，使得今年底乃至明年的供给大幅增加，恰逢赶上当前经济不确定性增多，需求不旺，行业盈利能力将下滑。

图表 1： 固定资产投资完成额及增速



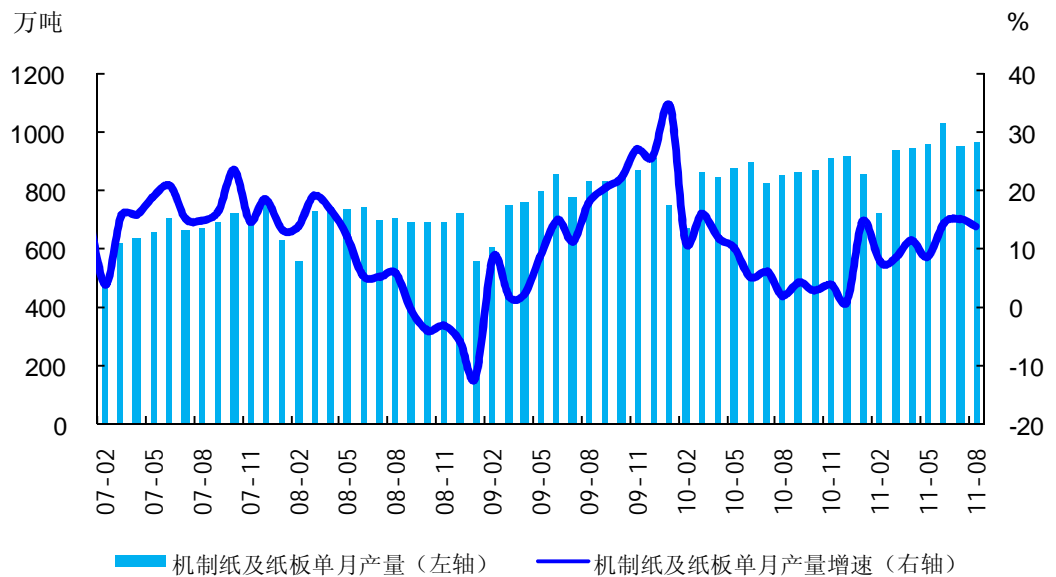
资料来源: wind 太平洋证券

### (二) 产量连创新高

2011 年前 8 个月，全国机制纸及纸板产量 7344.49 万吨，同比增长 11.81%，增速较去年同期提高 0.8 个百分点。8 月当月生产机制纸及纸板 962.80 万吨，同比增长 13.78%，增速同比提高 11.85 个百分点。

由于 09 年是经济危机后的一年，因此产量快速回升，去年相较 09 年虽然增速回落，但绝对产量仍维持高位，而今年不仅产量增速再度快速回升，绝对量更是在 3、4、5、6 四个月内连创历史新高。这一方面反应出造纸行业不断增加的下游需求，另一方面也受到今年造纸固定资产投资快速增加影响。但由于供给增加过快，又逢宏观经济不确定性增加，预计 4 季度造纸产量增速将放缓。

图表 2: 机制纸及纸板产量及增速

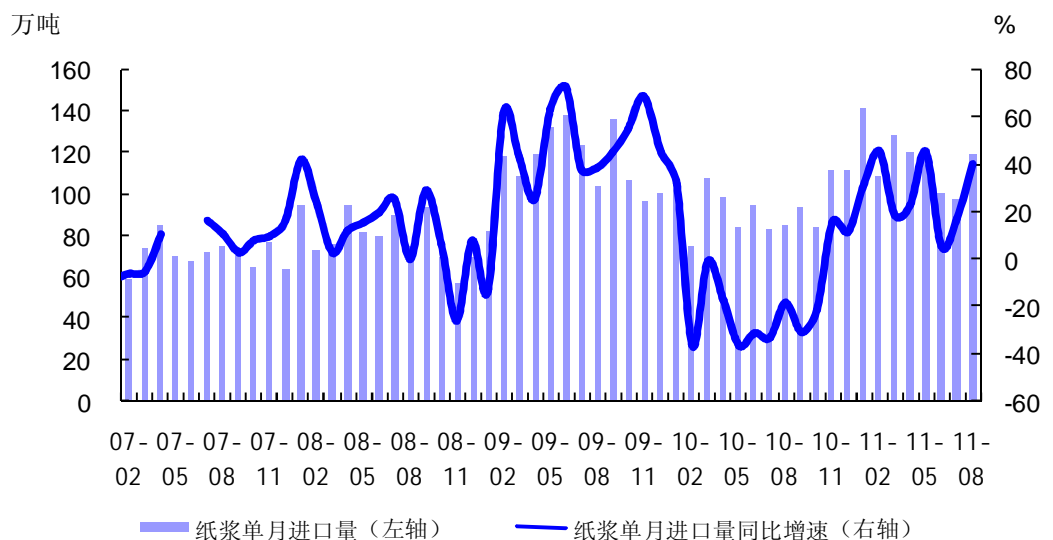


资料来源: wind 太平洋证券

### (三) 纸浆进口量大幅增加

我国造纸原材料对外依存度一直较高，2010年我国造纸行业消耗的各类造纸用浆中，39%源自进口。今年前8个月，我国共进口纸浆936万吨，同比增长27.17%；其中8月当月进口122万吨，同比增长40%。

图表 3: 纸浆进口量及增速



资料来源: wind 太平洋证券



纸浆进口量快速增长主要由于造纸产能的不断扩大，纸浆需求量也不断增大，这与前文提到的纸及纸板产量的增长及固定资产投资完成额的增加密切相关。但我们也注意到在 6、7 月木浆价格达到高点时，恰逢国际经济不确定性增强，纸企对浆价持观望态度，减少了备货，纸浆的进口量出现了一个明显的减少；同时我们还看到 8 月纸浆进口量重新回升，若未来进口量继续回升，我们则认为是重大的行业回暖信号！我们的理由是：单月的进口量回升只能看做是前两月观望浆价减少备货后不得不补充部分基本库存；而进口量的持续上升则意味着下游需求恢复，纸企开始趁价低补库存，行业将重新回暖。

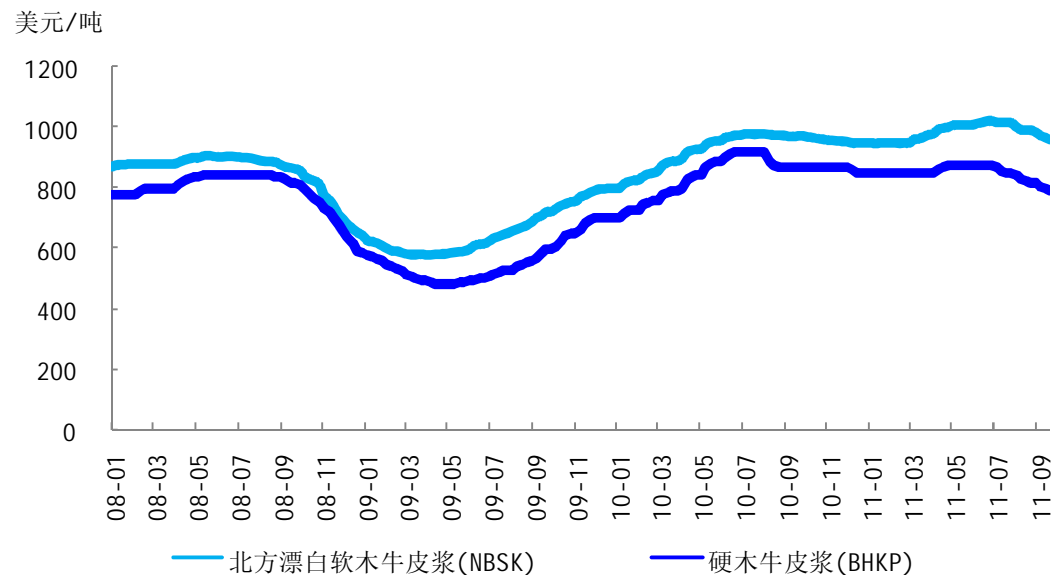
#### （四）原材料价格下滑

今年上半年国际木浆价格一路上扬，至 6 月北方漂白软木牛皮浆（NBSK）创出每吨 1023.10 美元的历史新高，硬木牛皮浆（BHKP）也在同期达到了今年以来的最高点。但之后随着国际经济不确定性增加，国际木浆价格一路下滑。

截止 2011 年 9 月 20 日欧洲市场针叶浆 NBSK 报价 960.23 美元/吨，同比下降 1.32%，较今年最高点下降 6.5%；阔叶浆 BHKP 报价 793.10 美元/吨，同比下降 8.84%，较今年最高点下降 9.55%。

由于木浆供给量波动较小，因此价格变化主要受到下游需求影响，国际经济的不确定性是导致木浆价格掉头下滑的主要原因。这也引发了国内纸价出现了降价的压力，甚至部分纸品已经降价。

图表 4： 国际木浆价格



资料来源: wind 太平洋证券

而进口废纸方面，价格则较为平稳，截止 2011 年 9 月 26 号，美废 8# 报价 254 美元/吨，同比上涨 21.53%，较 4 月高点下降 2.31%；美废 11# 报价 271 美元/吨，同比上涨 7.75%，较 7 月下降 1.81%。

图表 5: 废纸价格



资料来源: wind 太平洋证券

随着纸包装行业的不断扩张,主要用于生产纸箱的美废 11#号价格已经超过曾经价格更高的美废 8#(主要用于生产新闻纸),近期废纸价格趋稳则有利于纸箱生产企业稳定毛利率,改善前期原材料价格快速上涨带来的被动局面。

## (五) 纸价下调

由于原材料价格下跌,以及近期产能集中释放的影响,部分纸价下滑,铜版纸方面华东地区晨鸣雪鹰铜版纸 9 月均价降价 300 元,至 6350 元/吨;华夏太阳铜版纸 9 月均价降价 325 元,至 6400 元/吨;双胶纸方面,华夏太阳双胶纸均价维持 6700 元/吨,博汇均价维持 5900 元/吨,银鸽均价降价 125 元,至 6125 元/吨;包装纸方面,玖龙灰底白板纸 9 月均价降价 25 元,至 5625 元/吨,金太阳灰底白板纸维持 5450 元/吨,华夏太阳社会卡降价 100 元,至 7150 元/吨,晨鸣白杨社会卡降价 275 元,6800 元/吨,博汇社会卡降价 150 元,至 6800 元/吨。

由于原材料价格下滑,因此纸价降价或降价压力凸显,使得纸企在 4 季度不得不用更低的纸价承担高位购入的原材料,将导致毛利率降低。其中以近期产能集中释放的铜版纸与白卡纸降价较为明显;双胶纸随着淘汰落后产能的深化,市场环境在未来有望回暖;其他包装类用纸若价格下降则有利于包装企业降低成本,稳定毛利率。

## 二、造纸行业四季度观点及策略

### (一) 四季度纸企盈利水平将下滑

受到国际经济不确定因素增多的不利影响,加之国内造纸产能普遍供大于求的现状,出现了原材料价格下降、纸企库存原材料价格较高,纸价下滑的局面,预计纸企四季度受此影响,毛利



率将下降，盈利水平下滑。因此我们暂下调造纸板块评级至“中性”。

## （二）产业升级与节能减排将保持行业持续健康发展

目前我国造纸行业处于行业整合与升级的初级阶段，节能减排与淘汰落后产能仍将是十二五期间的主要任务之一。大型造纸企业将以此之机获得更多市场份额，而上游发展“林纸一体化”也将提升纸企对原材料的控制力，提高利润率。我们判断国家未来会继续推出相关政策扶持大型浆纸企业发展，预期从06年至今不断加强的淘汰落后产能政策有望继续强化。

我们做个简单的推算。10年的减排任务是432万吨，占去年总产量的4.30%，而当年消费量同比增长6.89%，产量同比增长7.39%，我们以最简单粗略的方式计算，假设当年淘汰的产能中一半是纯造纸产能，那么2010年我国造纸行业以6.89%的消费量增速，承载了9.54%的产量增速。而今年的减排任务是745万吨，预计占今年总产量的6%—7%，我们同样假设其中一半淘汰指标是纯造纸产能，同时假设今年造纸行业消费量增速降至5%，但若淘汰落后产能达标完成，则依然可承载8%—8.5%的产能扩张。我们认为减排政策的持续贯彻与强化，将有效的改善我国造纸行业供需关系，并且新增的市场由大型纸企获得，还可提升我国造纸行业整体竞争能力，为降低造纸污染提供更好的保障。其中生产低档文化纸与纸板的企业将最快最直接受益于此。

因此我们对于造纸行业的未来仍维持看好。产业升级与整合是我国造纸行业发展的必然趋势，产业政策也倾向建立具有国际竞争力的大型浆纸企业。

## （三）造浆企业下半年有望获得更多收益

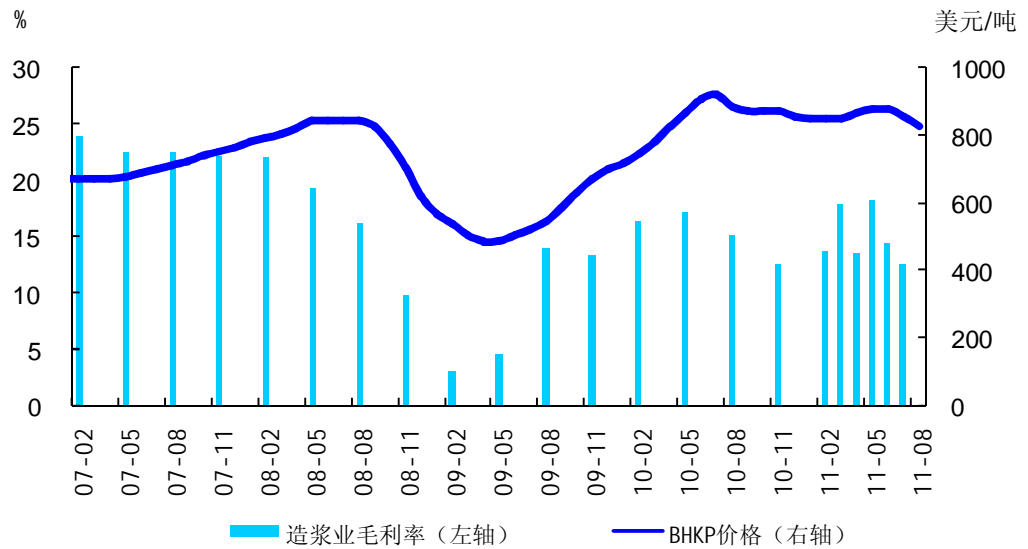
随着棉花价格的上涨，溶解浆的巨大利润空间已经为国内造浆企业带来了新的思路与盈利点。但由于溶解浆价格浮动较大，且市场容量相对较小，仍存在一些不确定性。

而观察今年大量新增产能的投产，及纸浆进口量大幅增加的数据，再加上木浆供给量本来很受限难以快速增加的现状，因此我们认为国际木浆价格仍将维持高位，即便7月以来价格出现了下跌，但仍维持在较高的位置上，并且随着国际经济稳定，有望进一步攀升。而木浆价格的上涨将有助于提高国内造浆企业的盈利能力。

选取国内造浆行业毛利率与阔叶浆BHKP价格作图，可看出国际木浆价格较高时，国内造浆行业毛利率也明显较高，反之国际木浆价格下滑时，国内造浆行业毛利率也有所降低。这主要因为：国内木浆价格与国际木浆价格趋势相同；国际木浆价格受下游需求影响较大，价格较低时反应市场环境较差，反之亦然；国际木浆价格较高时，国内木浆有价格优势，受到下游的青睐，而国际木浆价格较低时，国产木浆反而体现出成本与质量的劣势，下游企业反到不如使用进口浆。因此，预计未来浆价将继续上涨，可推动国内木浆提价，且增加需求量，提高毛利率。

另一方面，随着通胀的加剧，引发原材料价格上涨，增加企业生产成本，而拥有较完整产业链的企业，由于其一方面可通过对上游的控制力降低原材料价格上涨带来的不利影响，另一方面还有望享受物价整体上涨所带来的产品价格上升的收益。因此，林纸一体化的造纸企业将在通胀周期中降低损失，甚至获得额外收益。

图表 6: 木浆价格与国内造浆行业毛利率

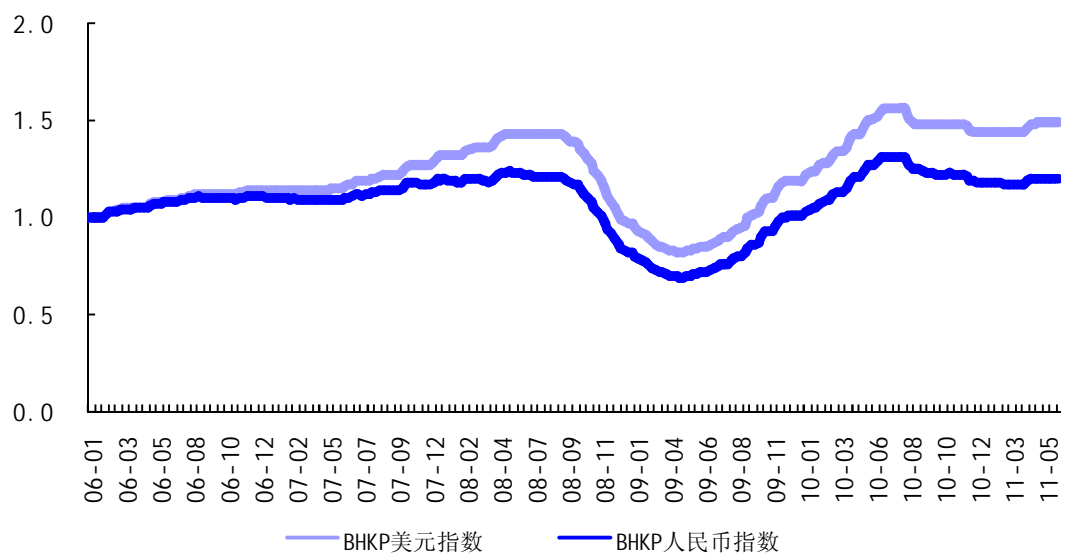


资料来源: wind 太平洋证券

#### (四) 人民币升值有利于降低生产成本

今年3月1日,银监会主席刘明康称,当前中国经济金融形势正发生新变化,汇率进入单边升值期。自2006年初至今,美元兑人民币中间价已由8.1变成了6.38,而同期欧洲市场美元标价BHKP价格则上涨了34.66%,但根据美元兑人民币汇率折算的人民币标价BHKP价格涨幅仅为6.59%,足足较美元标价低了20.84个百分点。随着人民币持续升值,这个差距还在不断扩大。

图表 7: BHKP 美元与人民币标价指数



资料来源: wind 太平洋证券

假设人民币兑美元继续升值5%，则相当于进口 BHKP 将每吨节省 253.32 元人民币。此外，包括海运费、进口设备等，也将受益于人民币升值。我国造纸行业原料在外，市场在内的特点决定了造纸行业成为了当前为数不多的将受益于人民币升值概念的行业。

### 三、纸包装行业快速发展，前景巨大

#### (一) 纸包装行业下游需求广阔

据世界包装组织统计，2009 年世界包装产业总规模为 5638 亿美元，其中纸包装市场 2160 亿美元，占比 38%。中国包装联合会纸制品包装委员会刘寿生秘书长说，2010 年中国包装工业总产值超过 1.2 万亿元，其中纸包装占整个包装工业的 38.29%。纵使如此，我国人均年消耗纸箱量却只有 55 千克，是美国的六分之一，日本的五分之一，欧洲的四分之一，印度的二分之一，需求潜力是巨大的。

在纸、塑料、玻璃、金属四种主要包装基材中，纸制品增长最快，它不像玻璃那样易碎，也不像金属材料那样沉重，不便携带，更不会有塑料那么多环保问题，由于其易加工、易保存、易运输、易印刷及可回收等特点愈来愈受到青睐，是最有前途的绿色包装材料之一。

图表 8：食品饮料、家电、电子类产品产量增速

项目	白酒	葡萄酒	碳酸饮料	果汁及果汁饮料
2002-2010年复合增长率%	11.30	18.09	9.70	30.23
2011年1-8月累计同比增长率%	17.23	9.65	28.68	15.64
项目	瓶（罐）装饮用水	乳制品	液体乳	方便面
2002-2010年复合增长率%	23.03	48.12	22.88	18.06
2011年1-8月累计同比增长率%	15.77	10.01	10.37	23.85
项目	组合音响	空调	家用电冰箱	家用洗衣机
2005-2010年复合增长率%	15.54	7.85	18.64	16.02
2011年1-8月累计同比增长率%	13.15	37.82	11.62	13.42
项目	手机	数码相机	笔记本计算机	微型计算机
2005-2010年复合增长率%	26.88	10.57	32.42	24.91
2011年1-8月累计同比增长率%	38.31	-16.25	26.23	38.70

资料来源：wind 太平洋证券

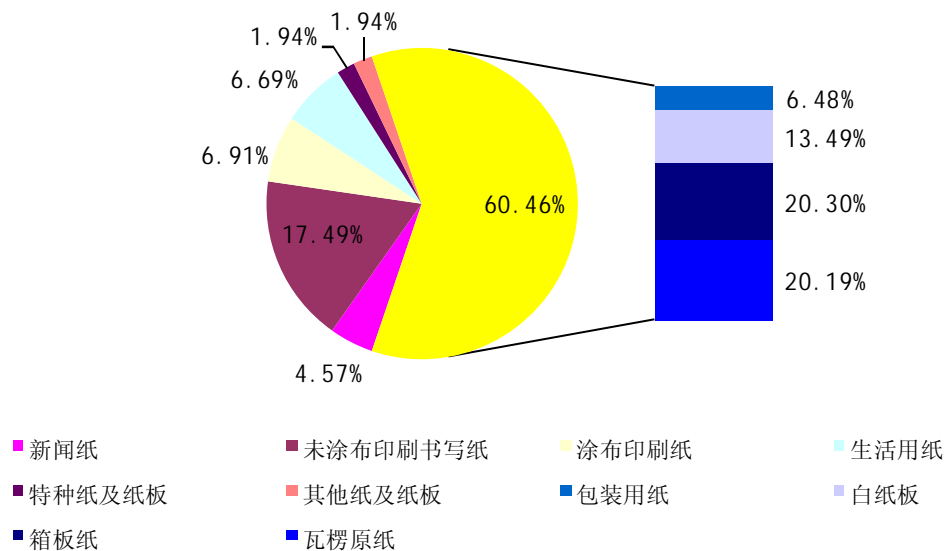
我国纸包装产品在国民经济中的作用也越来越明显，各个行业活动与人民生活对纸包装物的

依赖性越来越强。目前，纸盒、纸箱、纸袋、纸桶、纸浆模塑制品等已成为现代包装工业的重要组成部分，广泛用于食品、酒类、轻工、医药、保健品、化妆品、电子、家电、服装、玩具、文体用品等的销售包装与运输中，未来的发展空间十分广阔。尤其以手机、计算机等为代表的电子通信类产品正在快速增长，将进一步扩大对纸包装材料的需求；电子商务的快速发展也极大的促进了纸包装的需求增长。

## （二）包装用纸规模不断扩大

2010年，全国共生产机制纸及纸板9270万吨，其中包装用纸5600万吨，占比60.46%，同比提高了0.57个百分点。

图表 9：纸及纸板细分产量占比



资料来源：造纸协会 太平洋证券

由于纸包装行业下游发展速度快，包装用纸销量也快速增长，2001-2010年间，主要包装用纸的复合增长率明显高于非包装用纸。这也就使得包装用纸占机制纸及纸板产量的比例逐年提升。

图表 10：主要纸品销量增速

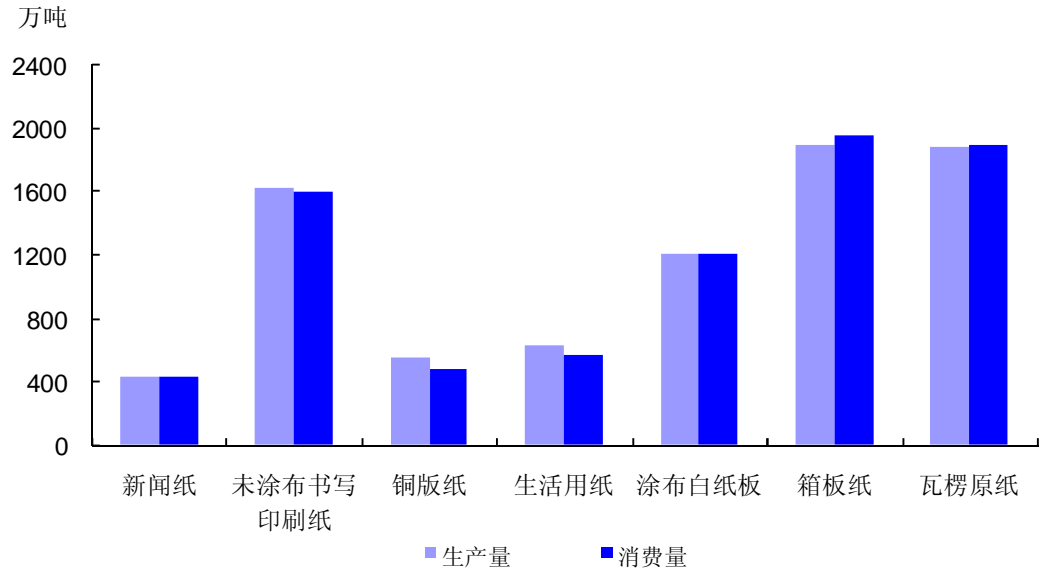
	非包装用纸			包装用纸		
	铜版纸	新闻纸	未涂布书写纸	涂布白纸板	箱板纸	瓦楞原纸
01-10年销量复合增长率%	10.53	9.56	10.17	15.20	15.19	11.40

资料来源：造纸协会 太平洋证券

## （三）包装用纸市场环境良好

由于下游的快速发展，包装用纸的需求量也快速增长，保证了产能不断扩张的包装用纸良好的供需环境。在主要的几个纸种中，用于包装材料的涂布白板纸、箱板纸与瓦楞原纸仍然存在供不应求的情况，而新闻纸、书写纸与铜版纸则已出现了不同程度的产能过剩。

**图表 11：主要纸品供需环境**



资料来源：造纸协会 太平洋证券

#### （四）瓦楞纸箱快速发展

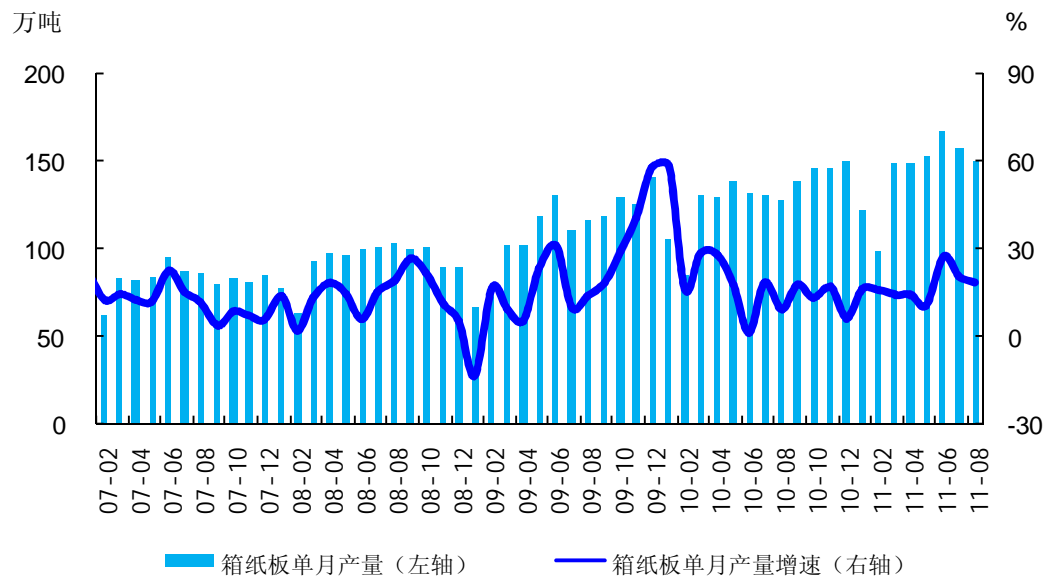
全球包装产业日趋向中国等发展中国家转移，亚洲是世界最大瓦楞纸板生产地区，其中中国产量约占亚洲总产量的一半，仅次于美国居世界第二。根据亚洲瓦楞纸板协会的介绍，中国将成为亚洲瓦楞纸板生产销售重心和领导者，中国瓦楞行业的迅速增长与亚洲（日本、韩国、新加坡等出现负增长）形成鲜明对比。

瓦楞纸箱作为最主要的纸包装材料，其产量更是连年猛增。按中国包装联合会的统计显示，中国瓦楞纸板产量在 1995 年至 2002 年间，平均每年净增 10 亿平方米，从 70 多亿平方米增加到 148 亿平方米，瓦楞纸箱的发展速度则更加惊人，2000-2010 年，瓦楞纸箱的产量复合增长率达到 27.70%，远高于 GDP 增速与纸及纸板产量增速。

今年前 8 个月瓦楞纸箱上游产品箱纸板生产 1140.86 万吨，同比增长 16.87%，高于机制纸及纸板同期增速 5.06 个百分点；8 月单月生产 149.35 万吨，同比增长 17.91%，高于机制纸及纸板同期增速 4.13 个百分点。

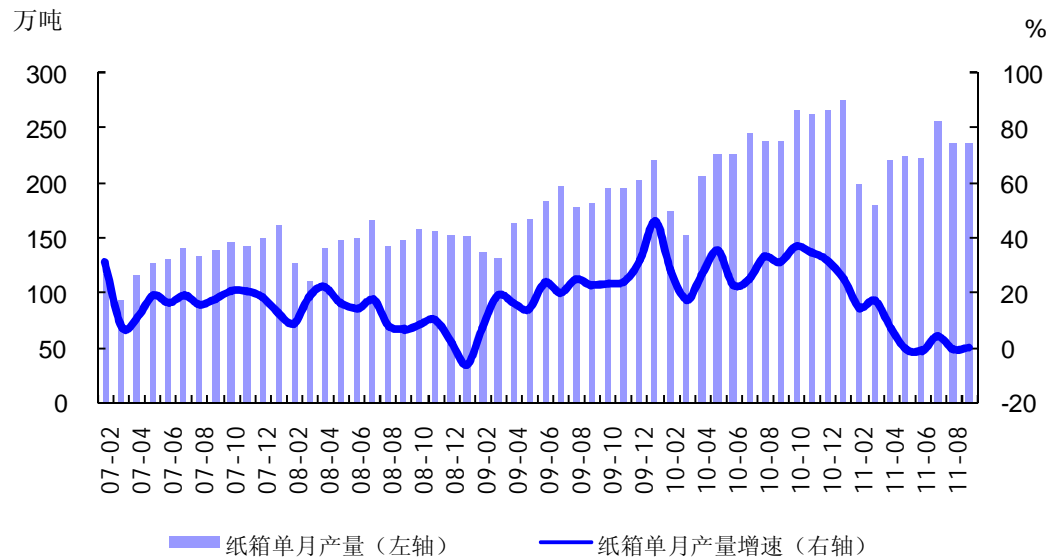
2010 年全国纸箱产量 2765.16 万吨，同比增长 60.61%，远远高于同期纸及纸板 7.29% 的产量增速。今年前 8 个月纸箱产量 1764.4 万吨，同比增长 3.86%；8 月单月生产 235.89 万吨，同比微降 0.30%。

图表 12: 箱纸板产量与增速



资料来源: wind 太平洋证券

图表 13: 纸箱产量与增速



资料来源: wind 太平洋证券

纸箱产量增速自去年下半年连续下滑, 主要受到前期基数较低, 增速较高影响; 另一方面, 也受到国内不断提升的通货膨胀压力与国际经济的不确定性影响, 在一定程度上抑制了下游产品的消费, 对纸箱的产销带来了不利影响; 同时, 前期原材料价格大幅上涨, 也降低了纸箱厂的生产积极性。

但长期来看, 由于下游行业尤其 IT 电子类产品, 及电子商务的迅猛发展, 仍将带动纸包装



行业高速扩张。加之纸包装行业下游面对周期性与非周期性的多个行业，市场广阔而分散，自身调节能力强，优质企业通过产能扩张、降低成本、提升产品质量与服务等方式有望获得较高的利润回报。尤其对于市场分散的纸箱行业来说，目前行业龙头企业正在利用资金于规模优势，快速扩张。

#### 四、投资策略与重点公司

受到国际经济不确定因素增多的不利影响，加之国内造纸产能普遍供大于求的现状，出现了原材料价格下降、纸企库存原材料价格较高、纸价下滑的局面，预计纸企四季度受此影响，盈利水平将下降。因此我们下调造纸行业评级至“中性”。

我们密切关注原材料价格与进口纸浆两个数据之间的关系变化，若纸浆进口量持续上升，则可认为是行业消除了不确定性因素，转而回暧的信号。

行业升级与整合、节能减排与淘汰落后产能仍将是十二五期间造纸行业的重点发展方向，我们认淘汰落后产能的政策将在未来一段时期内持续跟进，有效改善供需环境；同时，原材料价格今年快速上涨，将大幅提升造浆企业的盈利能力，建议关注具有较完善的产业链的大型浆纸生产企业。相关公司如岳阳林纸（600963）、太阳纸业（002078）和晨鸣纸业（000488）。

另一方面可重点关注包装企业，其中大型龙头企业将继续乘着下游快速发展的快车，在通货膨胀原材料涨价、融资难度增大的不利时期，挤掉小企业，实现逆势扩张，未来将获得进一步的大发展。相关企业如合兴包装（002228）、美盈森（002303）与永新股份（002014）。

#### 五、风险提示

**宏观经济波动风险：**由于造纸行业与宏观经济高度相关，因此宏观经济的波动可能会导致造纸及包装行业需求不足，遭遇危机。

**原材料价格波动的风险：**我国造纸行业对进口原材料依存度较大，一旦国际木浆与废纸价格出现大幅波动，将对国内造纸企业产生不利影响。但若原材料价格大幅下跌，国内造浆企业盈利能力将受到较大不利影响。

**人民币升值不确定性的风险：**人民币升值将对造纸行业产生利好，但人民币的升值存在其不确定性。

**通货膨胀持续恶化的风险：**通货膨胀的持续恶化，将抑制下游消费，同时导致原材料价格大幅上涨，对包装行业冲击较大。

**宏观政策的不确定性的风险：**未来国家对于造纸行业发展的相关政策力度的不确定性。

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5% 与 5% 之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5% 以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15% 以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于 -15%。

## 太平洋证券研究院

中国 北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话：(8610) 8832-1818

传真：(8610) 8832-1566

### 重要声明

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。