

## 造纸及纸制品业 2010 年中期投资策略

### 造纸步履蹒跚，包装健步如飞

<b>熊峰</b> 研究员	<b>李音临</b> 研究助理
电话: 0755-82083888-816	电话: 020-87555888-690
eMail: xf@gf.com.cn	eMail: ly19@gf.com.cn

#### 产业链决定了造纸业下半年难有出色表现

造纸企业中 70%的成本来自原料环节。

依靠木浆为主要原料的各类成品纸企业投资机会不多。因为如果经济向好，造纸企业的成本上升幅度将大于产品价格上升幅度，未来利润必定受到压制；如果经济走弱，虽然造纸企业的成本下降更多，有利于毛利率提升，但纸品销售量必定下跌，同时导致生产线开工率不足，仍旧对企业未来的盈利不利。

依靠废纸为主要原料的成品纸企业同样缺乏投资亮点。新闻纸产能严重过剩而需求持续萎缩；包装纸需求虽然旺盛增长，但 A 股上市企业的业绩恐怕将遭到玖龙和理文两巨头压制。

综合来看，造纸业遭受产业链的上下游夹击，下半年难有出色表现

#### 纸包装行业基本面风华正茂，投资机会明显

纸包装行业依靠弹性定价，成本压力转嫁下游客户。虽然有所延时，但长期来看能保证纸包装企业毛利率的稳定。因此我们发现虽然一季度由于原纸原料的价格上涨导致纸包装行业表现低迷，但二季度纸包装产品顺利提价就带来了明显优于大盘的表现。同时，与消费密切相关的行业属性，也预示着纸包装行业未来明朗的前景。

我们认为那些既能“卖产品”，又能“卖服务”，把握住关键客户，并已经在全国范围内形成布局，同时还有进一步扩张计划的纸包装企业，将是未来投资的亮点。

#### 下半年投资策略：回避造纸，关注纸包装，推荐合兴包装

我们的基本逻辑，是推荐基本面向好行业中的优质企业。根据上述分析，我们建议下半年回避造纸类企业，密切关注纸包装类企业。

合兴包装稳健的经营方针带来了高于主要竞争对手的高毛利率，而公司不断在我国各大经济发达地区扩大产能，更抢占高速发展的中高档瓦楞纸箱市场份额。考虑到公司未来的高成长性，我们给予“买入”评级，目标价 17.5 元。

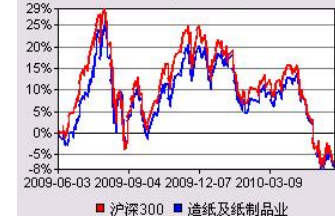
**行业评级**
**持有**

前次评级

持有

#### 行业走势

造纸及纸制品业(01030301)指数走势图



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	-10.60%	-17.07%	-7.73%
沪深 300	-10.80%	-17.96%	-6.92%

## 目录索引

一、造纸行业上半年回顾：略微跑赢大盘 .....	3
二、下半年造纸领域缺乏行业性机会 .....	4
(一) 木浆价格与相关产品价格同向波动，但幅度更大 .....	4
(二) 下半年木浆相关纸企投资机会不多 .....	6
(三) 包装用纸价格虽受废纸价格影响，更靠下游需求拉动 .....	7
(四) 下半年新闻纸企和 A 股包装纸企鲜有投资机会 .....	10
三、纸包装行业蓬勃发展，投资机会明显 .....	11
(一) 上半年回顾：纸包装行业明显跑赢大盘 .....	11
(二) 下半年展望：前景明朗，市场份额向优质企业集中 .....	12
四、下半年投资策略：紧贴基本面，关注包装股 .....	14
(一) 造纸业基本面步履蹒跚，建议回避 .....	14
(二) 瓦楞包装行业发展健步如飞，重点推荐合兴包装 .....	15

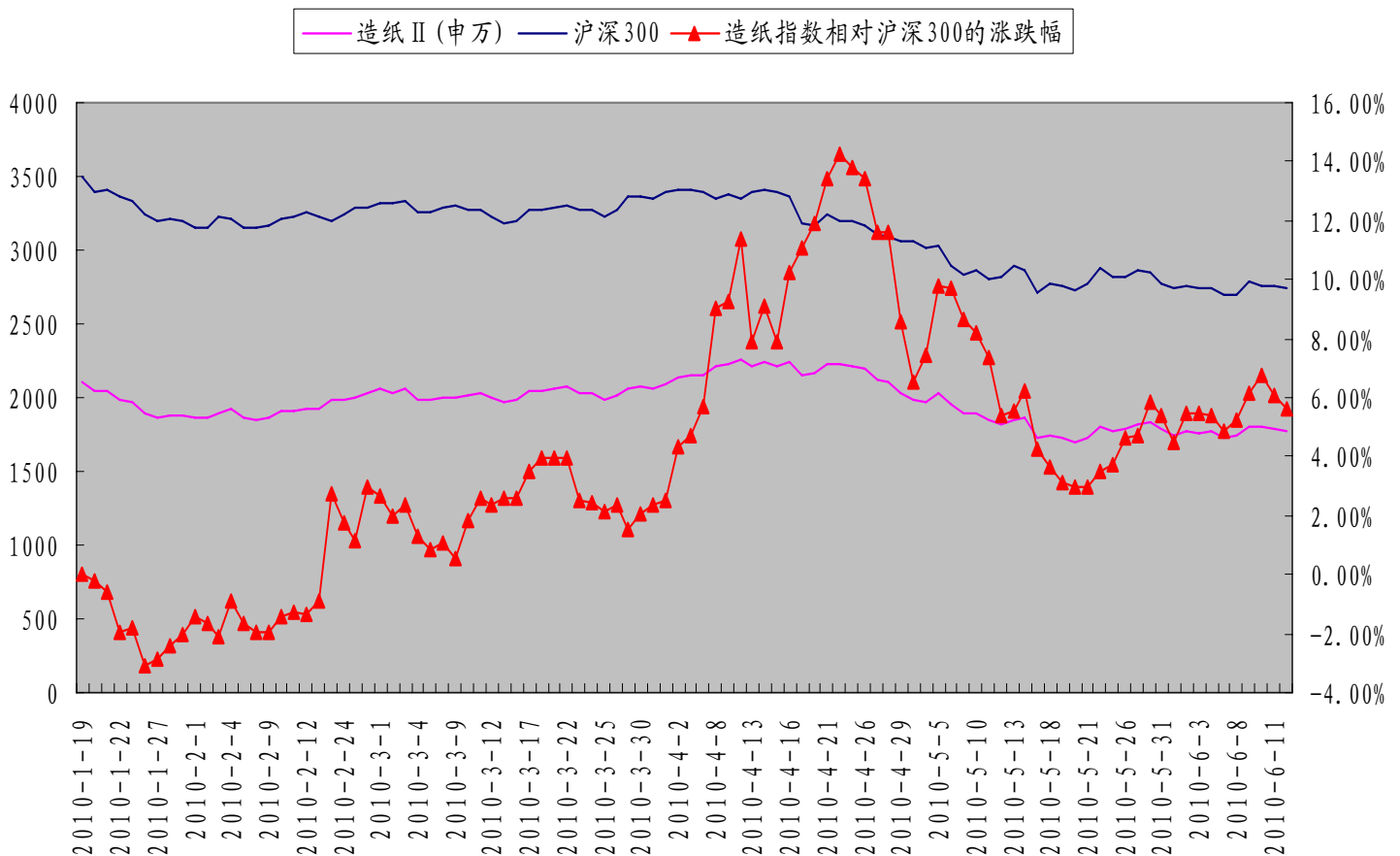
## 图表索引

图 1 申万造纸二级指数与沪深 300 指数 .....	3
图 2 造纸行业产业链简介 .....	4
图 3 三种代表性木浆的价格波动 .....	5
图 4 三种代表性木浆型成品纸的价格波动 .....	5
图 5 各类木浆型成品纸供求关系 .....	6
图 6 投资机会与价格波动趋势的关系 .....	7
图 7 主要废纸和白板纸、箱板纸和瓦楞纸的价格波动 .....	8
图 8 我国瓦楞纸箱需求增长 .....	9
图 9 国内废纸在造纸企业废纸原料中占比的变化 .....	9
图 10 各类废纸型包装用纸供求关系 .....	10
图 11 Wind 纸包装指数与沪深 300 指数 .....	11
图 12 我国纸包装市场发展 .....	12
图 13 瓦楞纸箱市场的两极分化 .....	13
图 14 未来瓦楞纸箱优质企业的良性循环 .....	14
表 1 各时期木浆与木浆型成品纸价格波动幅度比较 .....	6
表 2 合兴包装未来盈利预测表（单位：百万元） .....	15

## 一、造纸行业上半年回顾：略微跑赢大盘

上半年申万造纸二级指数相对沪深300指数的涨跌幅呈现前低后高的趋势。一季度造纸行业相对大盘涨幅震荡于-4%~2%之间。而进入二季度后，4月份造纸行业相对于大盘实现了8%~14%的较高涨幅，5、6月份造纸行业指数明显回落，震荡于2%~8%的区间。总体来看，上半年造纸行业整体运行情况略微跑赢大盘。

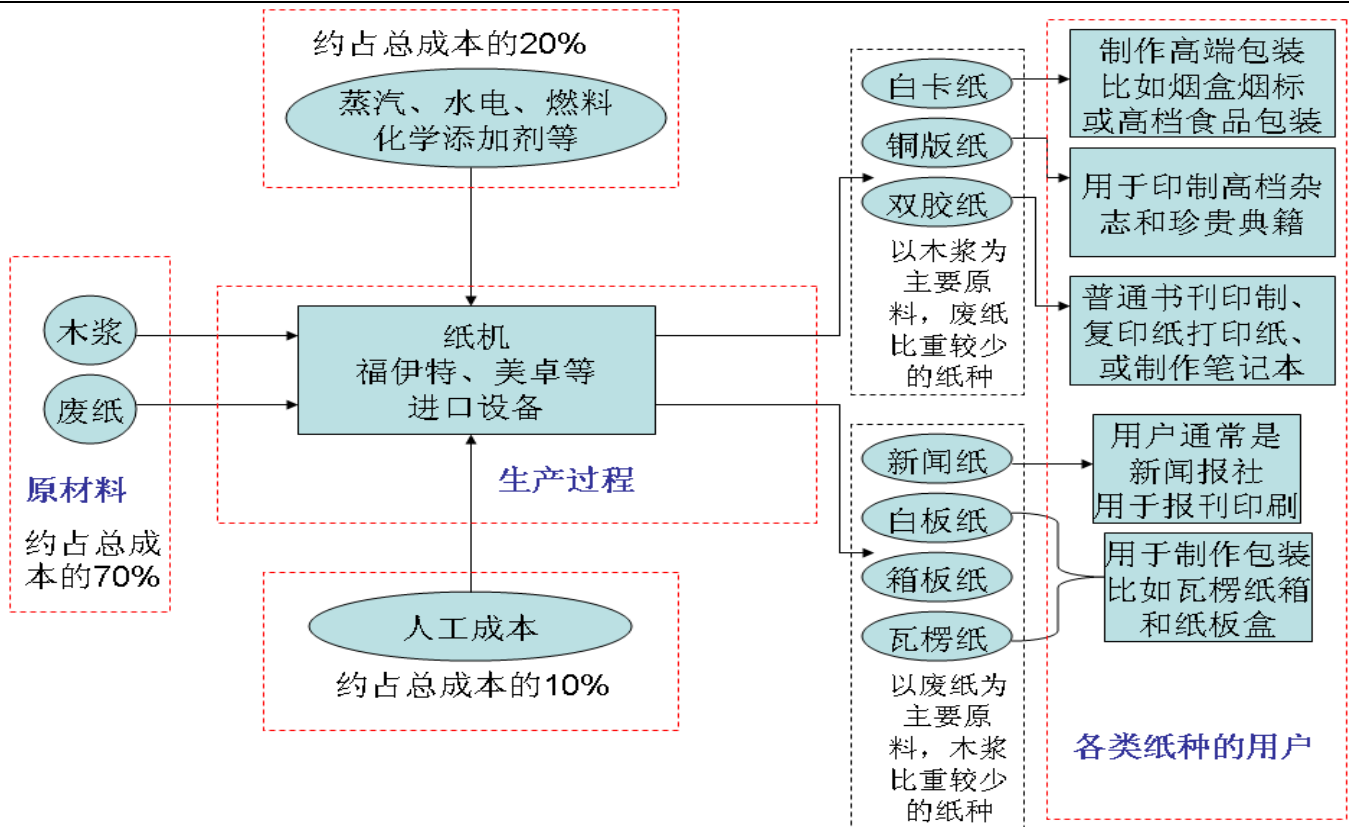
图 1 申万造纸二级指数与沪深 300 指数



数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

为了找出造纸行业增长的推动力，我们需要深入分析该行业的上中下游产业链。简单来说，造纸企业的运行模式，一般都是购买或自行生产/收集原材料（木浆与废纸），该环节约占总成本的70%。原材料混合调配后，将使用专业纸机设备（制纸机或制浆机）生产制造不同种类的成品纸，在生产过程中需要耗费大量的水、蒸汽与电能，并产生废水与废气等污染。成品纸将最终销售给各类用户。相应的产业链简介图如下所示。

图 2 造纸行业产业链简介



数据来源：广发证券发展研究中心

造纸企业中70%的成本来自原料环节,原材料价格的波动对于企业利润的影响关系重大。目前国内,各大造纸厂家在生产设备和生产工艺技术上虽各有专利和独特之处,但并没有革命性突破。因此技术改良虽然是企业竞争力的基础,但并不能给造纸企业带来差异化的核心竞争力。这一点可以由人工成本所占比重(只有10%左右)得到论证。接下来我们就将通过分析上游原料价格与产品价格波动的联系,来预测下半年造纸行业的投资机会。

## 二、下半年造纸领域缺乏行业性机会

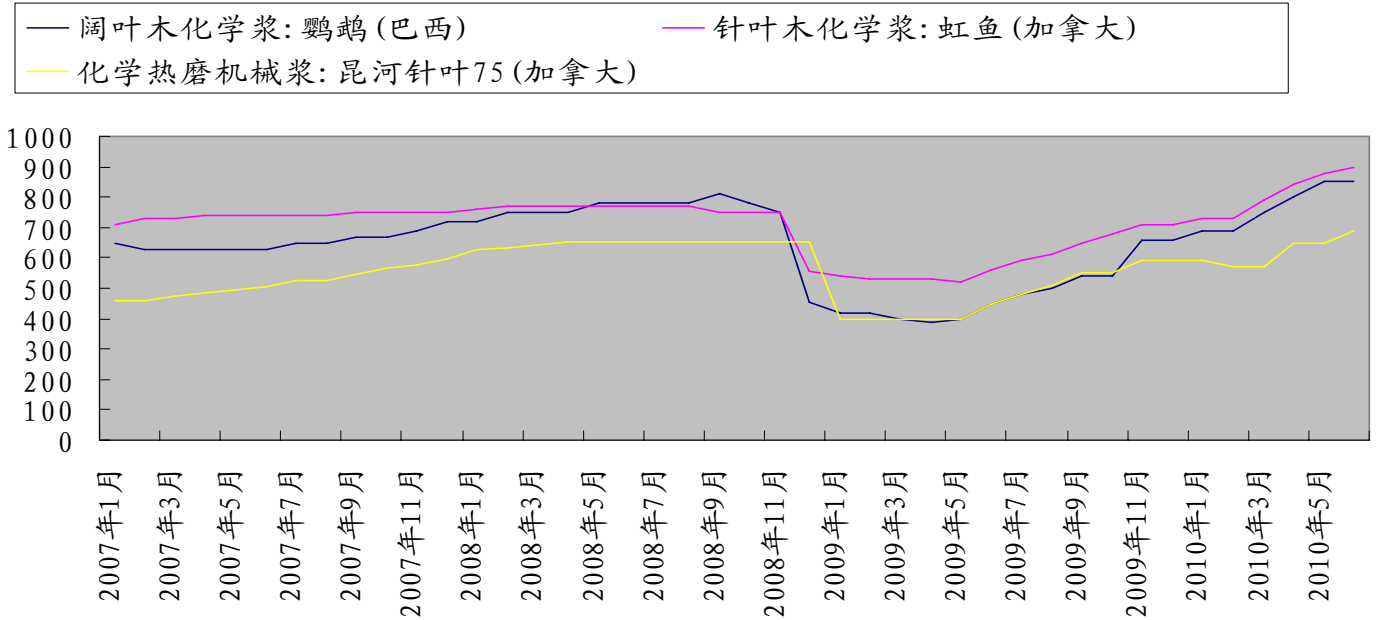
### (一) 木浆价格与相关产品价格同向波动,但幅度更大

造纸企业调整两大原料(木浆和废纸)的不同配比,生产出多种用途的成品纸。我们根据原料占比的不同,将这些产品分成两大类:第一类是以木浆为主要原料(60%以上),废纸比重较少,包括白卡纸、铜版纸和双胶纸;第二类是以废纸为主要原料(60%以上),木浆比重较少,包括新闻纸、白板纸、箱板纸和瓦楞纸。

我们先考察三年来(2007年初至今),木浆价格与相关成品纸价格的波动。这里需要指出的是,我们在各类木浆中,挑选出三个品牌,用来代表三大类木浆:阔叶木化学浆、针叶木化学浆和化学机械浆(化

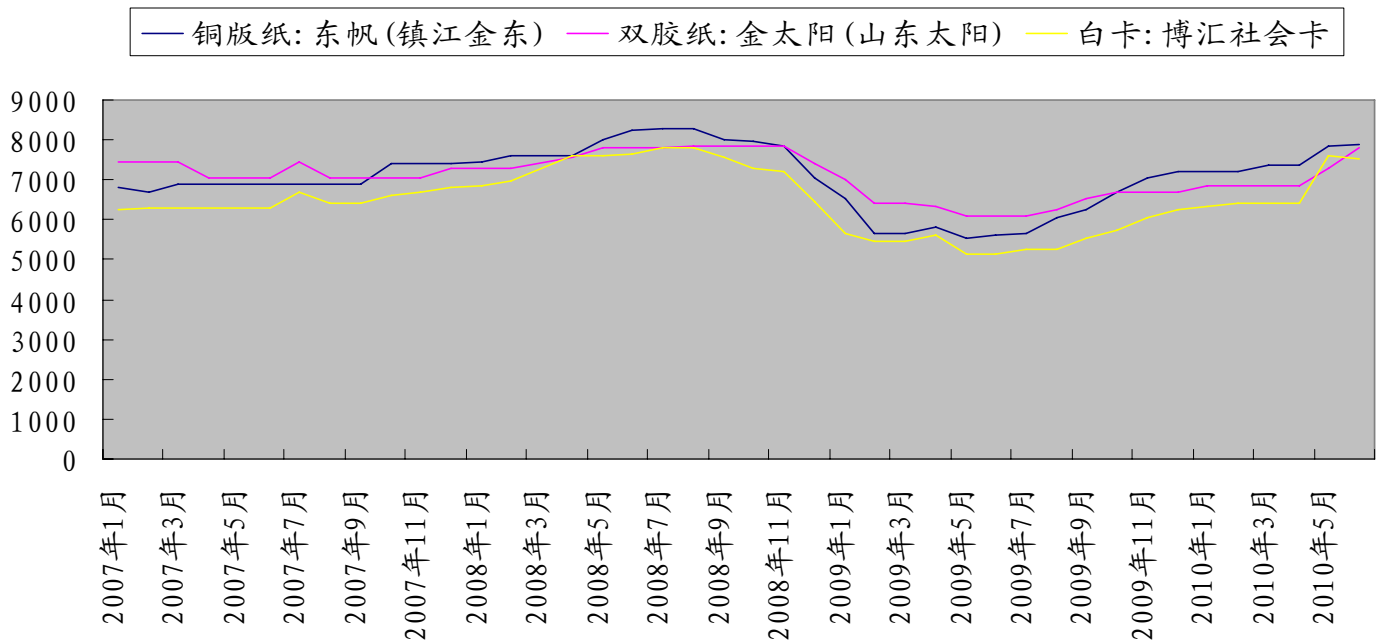
机浆)。同样,我们也挑选了铜版纸、双胶纸和白卡纸中的代表性品牌进行比较。

图 3 三种代表性木浆的价格波动



数据来源: Wind资讯、广发证券发展研究中心

图 4 三种代表性木浆型成品纸的价格波动



数据来源: Wind资讯、广发证券发展研究中心

我们注意到,在2008年9月金融危机全面爆发之前,木浆价格和木

浆型成品纸价格都出现了上涨；2008年9月危机爆发后至2009年5月，木浆价格和成品纸价格都跌至谷底；2009年5月经济开始复苏后，木浆价格和木浆型成品纸价格又一次进入上升通道。其中2010年3月后，由于227智利大地震影响了全球8%的木浆产能，木浆价格迅猛上升。

可以说在定性分析方面，木浆价格和木浆型成品纸价格是正向相关的。那么定量分析结果如何呢？我们把上述几个时间阶段的浆价平均涨跌幅和成品纸价格涨跌幅做了比较，得出下表：

表 1 各时期木浆与木浆型成品纸价格波动幅度比较

	2007.1~2008.9	2008.9~2009.5	2009.5~2010.3	2010.3 至今
阔叶木化学浆	24.6%	-50.62%	72.5%	30.8%
针叶木化学浆	5.5%	-30.6%	37.7%	23.2%
化学机械浆	42.4%	-30.9%	42.5%	21%
铜版纸	17.6%	-30.6%	29.7%	10%
双胶纸	5.3%	-22.3%	12.3%	13.9%
白卡纸	20.8%	-30.8%	24.3%	17.6%

数据来源：纸业联讯、广发证券发展研究中心

根据上述定量统计，我们发现，木浆型成品纸价格虽然与木浆价格同向波动，但波动幅度总是小于木浆。

## （二）下半年木浆相关纸企投资机会不多

上一节的结论，意味着未来生产木浆相关产品的企业投资机会不多。因为如果经济向好，造纸企业的成本上升幅度将大于产品价格上升幅度，未来利润必定受到压制；如果经济走弱，虽然造纸企业的成本下降更多，有利于毛利率提升，但纸品销售量必定下跌，同时导致生产线开工率不足，仍旧对企业未来的盈利不利。

目前市场上，各类木浆型成品纸供过于求，未来两年还将有更多新增产能投放，形成新的供给压力。我们认为供求关系健康的白卡纸生产企业，相对于其他木浆型纸品企业，更具有投资价值。

图 5 各类木浆型成品纸供求关系

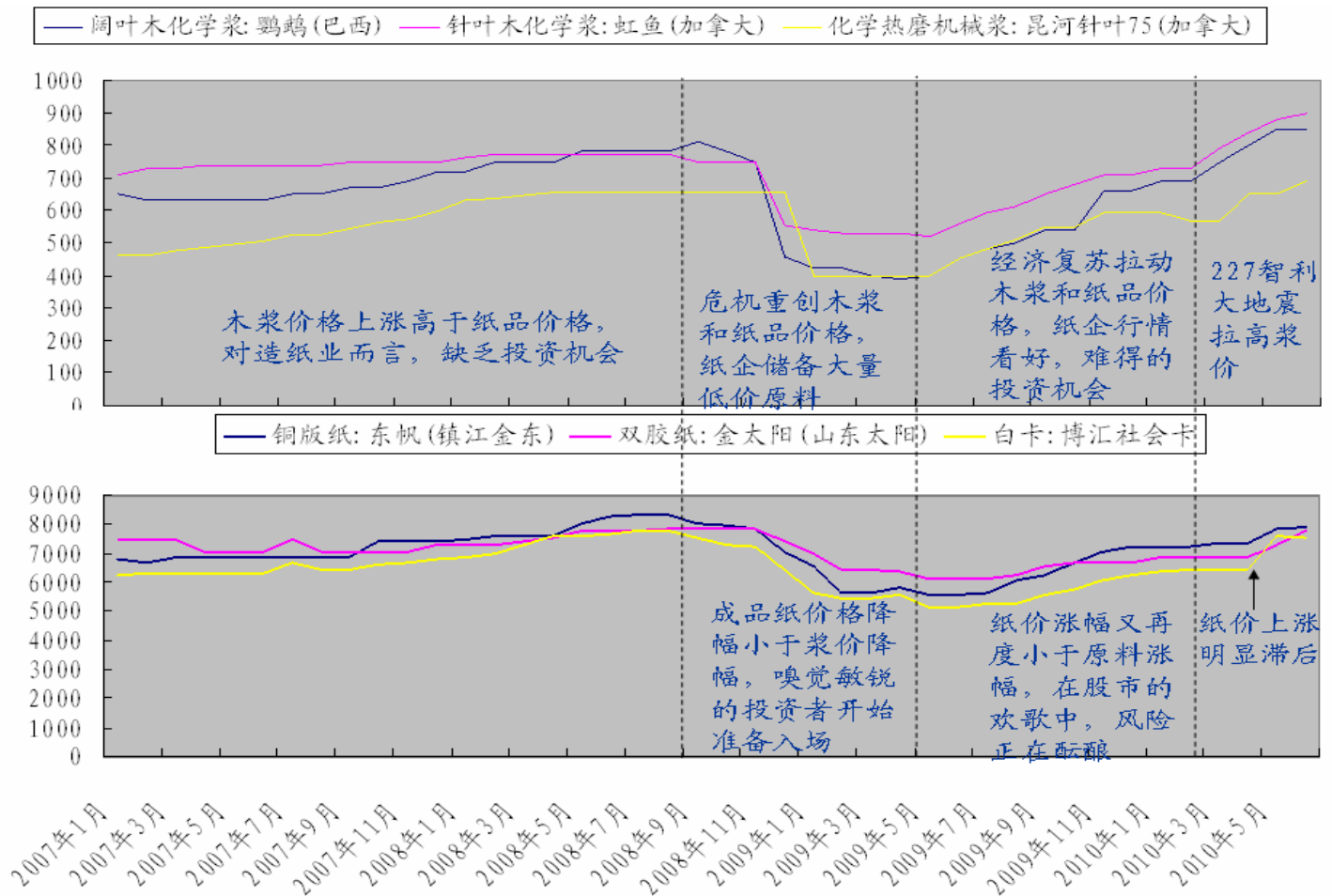
单位：万吨		2009	2010	2011	
铜版纸	供给	550	655	900	 供过于求10%以上的纸品  供求状况健康的纸品
	需求	300	330~350	380~400	
双胶纸	供给	1500	1900	2200	
	需求	1400	1500~1600	1700~1800	
白卡纸	供给	330	363	400	
	需求	320	355	380	

数据来源：中国造纸协会、广发证券发展研究中心

在白卡纸的两大主要生产企业（太阳纸业和博汇纸业）中，博汇缺乏自有林地，对上游木浆原料的控制力不够强；但太阳纸业则凭借在老挝的廉价林地资源，在成本压力上将小于其他白卡纸生产企业。不过太阳纸业也生产其他倍受供求压力的纸品，投资机会依然不明显。

综合来说，当木浆价格剧烈下滑时，木浆生产企业将渐渐削减产量，而造纸企业常常低价储备原材料；当造纸企业的原材料库存达到历史最高点时，木浆和成品纸价格下降的幅度往往开始减缓。这个时候，就是良好的投资机会。

图 6 投资机会与价格波动趋势的关系



数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

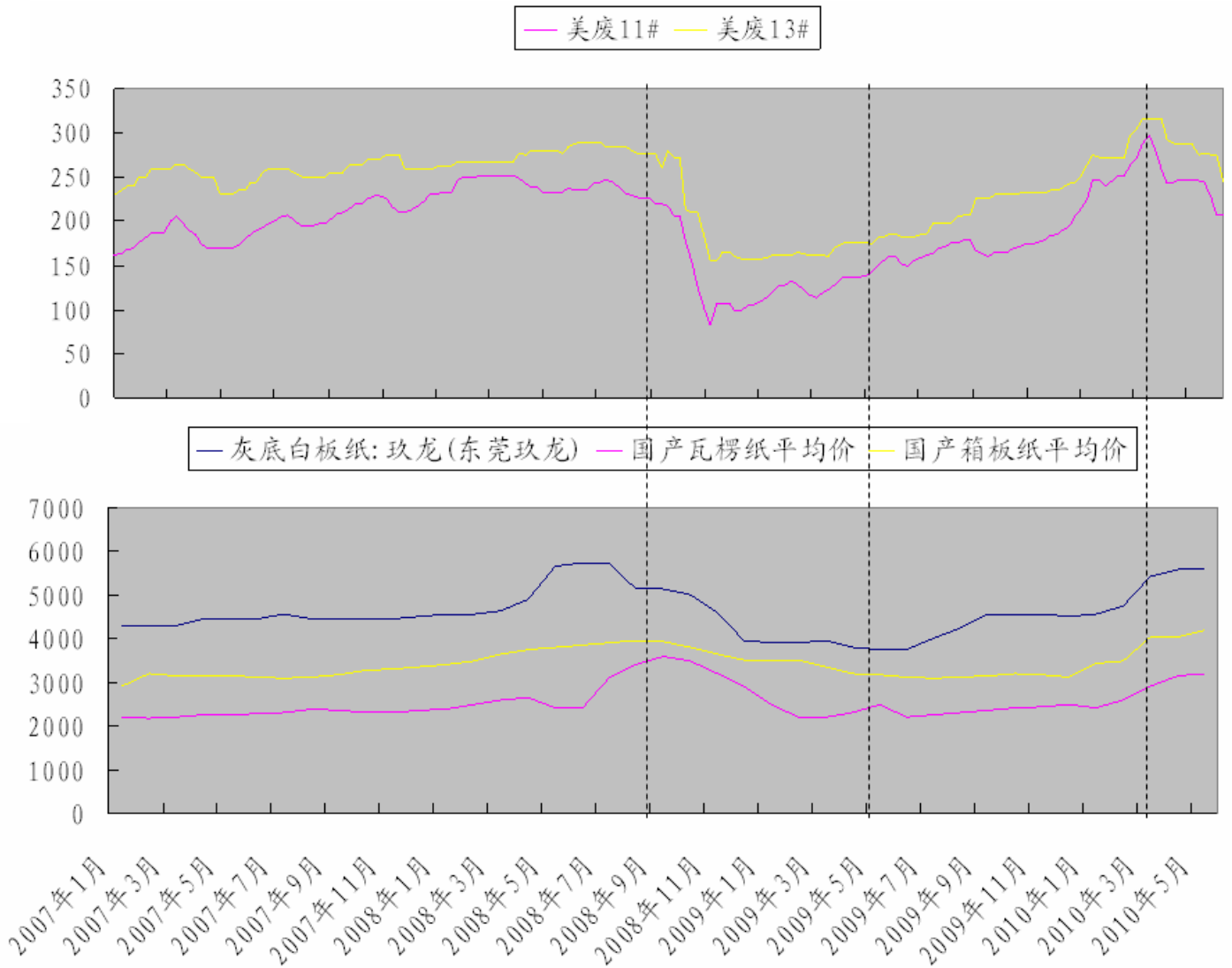
### （三）包装用纸价格虽受废纸价格影响，更靠下游需求拉动

依照木浆与木浆型成品纸的分析逻辑，我们接下来分析废纸和相关纸品的价格波动趋势。但我们发现，虽然大多数纸品都存在供过于求的状况，但许多纸品需求量还是随宏观经济增长的；而新闻纸却是一个例外。根据纸业协会统计，2009年底，我国新闻纸的产能在520万吨左右，而新闻纸市场容量400万吨左右。同时2009年我国报纸总印量同比减少了6.78%，继续了2008年的负增长态势。可见新闻纸需求与宏观经济发展的关联性并非太过密切。因此我们将剔除新闻纸，只研

究白板纸、箱板纸和瓦楞纸这三类包装用纸。

我们采用国内用途最广的美废11号和13号，作为废纸原料的代表。同时采用东莞玖龙纸业生产的灰底白板纸，以及国内箱板纸和瓦楞纸的平均价作为参考。

图 7 主要废纸和白板纸、箱板纸和瓦楞纸的价格波动



数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

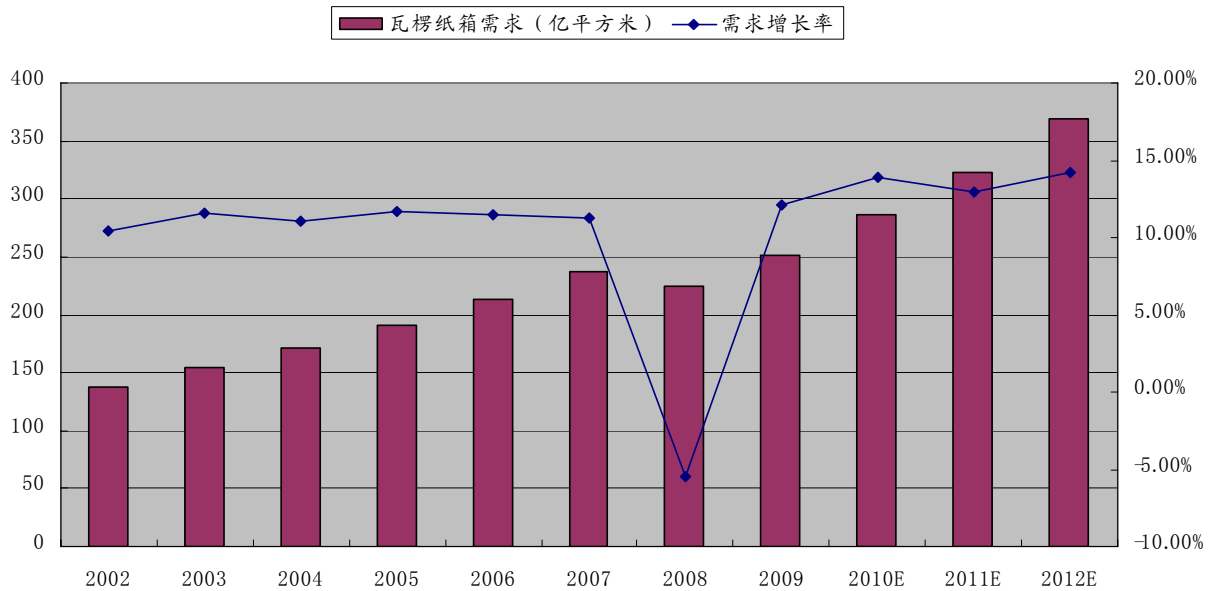
通过定性分析，我们同样发现，在2008年9月金融危机全面爆发之前，废纸价格和废纸型成品纸价格都出现了上涨；2008年9月危机爆发后至2009年5月，废纸价格和成品纸价格都跌至谷底；2009年5月经济开始复苏后，废纸价格和废纸型成品纸价格再次进入上升通道。

但是，当进入2010年3月后，废纸原料价格出现了明显的下跌，而三大类包装用纸仍维持高位，甚至有所上升。为什么会出现这种偏离以往趋势的现象呢？单纯分析成本和产品价格显然已不足够，我们尝试从供求关系方面进行思考。



首先，坚挺的包装用纸价格，是否意味着该产品旺盛的需求呢？答案是肯定的，根据下图所示，除了在金融危机时期，我国瓦楞纸箱需求增速均在12%~15%左右。

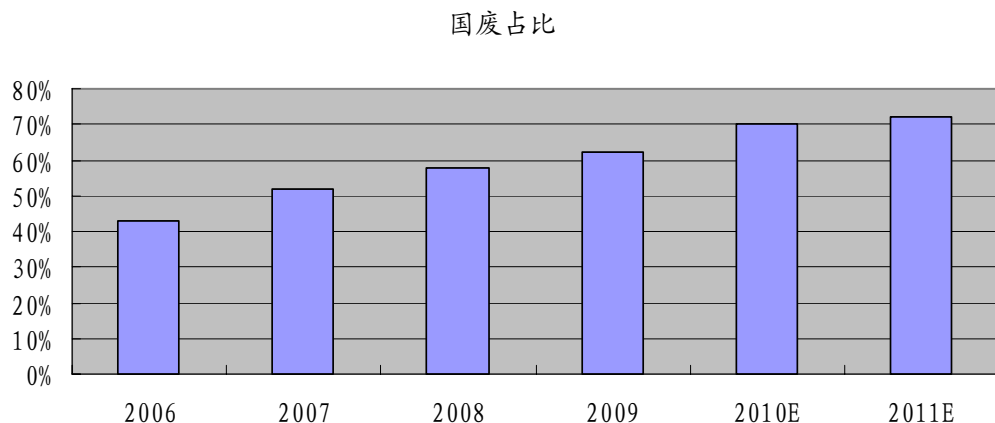
图 8 我国瓦楞纸箱需求增长



数据来源：中国包装联合会、广发证券发展研究中心

旺盛的需求对应着日益增长的产能，对废纸原料的需求必定增加，可为什么美废的价格还在下跌呢？原因在于美废价格受海运费用极大，以及国产废纸（国废）在各个纸企原料中占比提升。

图 9 国内废纸在造纸企业废纸原料中占比的变化



数据来源：中国造纸协会、广发证券发展研究中心

由于贸易逆差，从美国前往中国的远洋货轮常常空箱出发，需要用

美废作为压箱货以抗风浪。因此美废的价格受海运费用的影响甚至大于其需求影响。自欧洲债务危机爆发以来，国际原油价格大幅下挫，海运费也相应减少。

而国废的优势，在于价格便宜以及货源充足。目前美废价格在1400~1600元/吨之间，而国废的价格仅在1000~1200元/吨之间。而且随着国内对废纸需求的增加，美废的供给越发捉襟见肘。国废在造纸企业废纸原料中占比的提升是必然的趋势。

#### (四) 下半年新闻纸企和 A 股包装纸企鲜有投资机会

上文提及，新闻纸市场产能过剩状况严重。根据纸业协会统计，2009年底，我国新闻纸的产能在520万吨左右，而新闻纸市场容量400万吨左右。同时2009年我国报纸总印量同比减少了6.78%，继续了2008年的负增长态势。可见新闻纸需求与宏观经济发展的关联性并非太过密切，即使乐观估计，今年新闻纸的需求也不会超过440万吨。考虑到广州造纸厂的搬迁影响，全国新闻纸产能也达到了488万吨，至少超过需求10%，而华泰股份广东江门40万吨新闻纸项目投产后，将加剧供过于求的状况。因此我们认为下半年新闻纸相关上市企业投资机会渺茫。

尽管包装纸价格依旧坚挺，未来需求同样旺盛，但从该类纸品的总产能以及业内竞争关系来看，下半年不存在行业性机会，只有交易性机会。首先，包装纸也属于产能过剩的行业。我国包装类用纸未来三年预计投放的新产能和需求的对比，如下所示：

图 10 各类废纸型包装用纸供求关系

单位: 万吨		2009	2010	2011	
白板纸	供给	1200	1400	1600	供过于求10%以上的纸品
	需求	1150	1300	1490	
瓦楞纸	供给	1700	1800	2000	供求状况健康的纸品
	需求	1400	1550	1700	
箱板纸	供给	1450	1700	1900	
	需求	1300	1450	1650	

数据来源：中国造纸协会、广发证券发展研究中心

其次，玖龙和理文掌握了全国包装用纸接近40%的总产能，其产品价格成为行业标的；同时凭借废纸原料渠道方面的优势，两巨头的成本压力远小于在A股上市的包装用纸企业。如果两巨头利用成本优势压低成品纸价格，A股上市的包装用纸企业毛利率恐怕增长乏力。

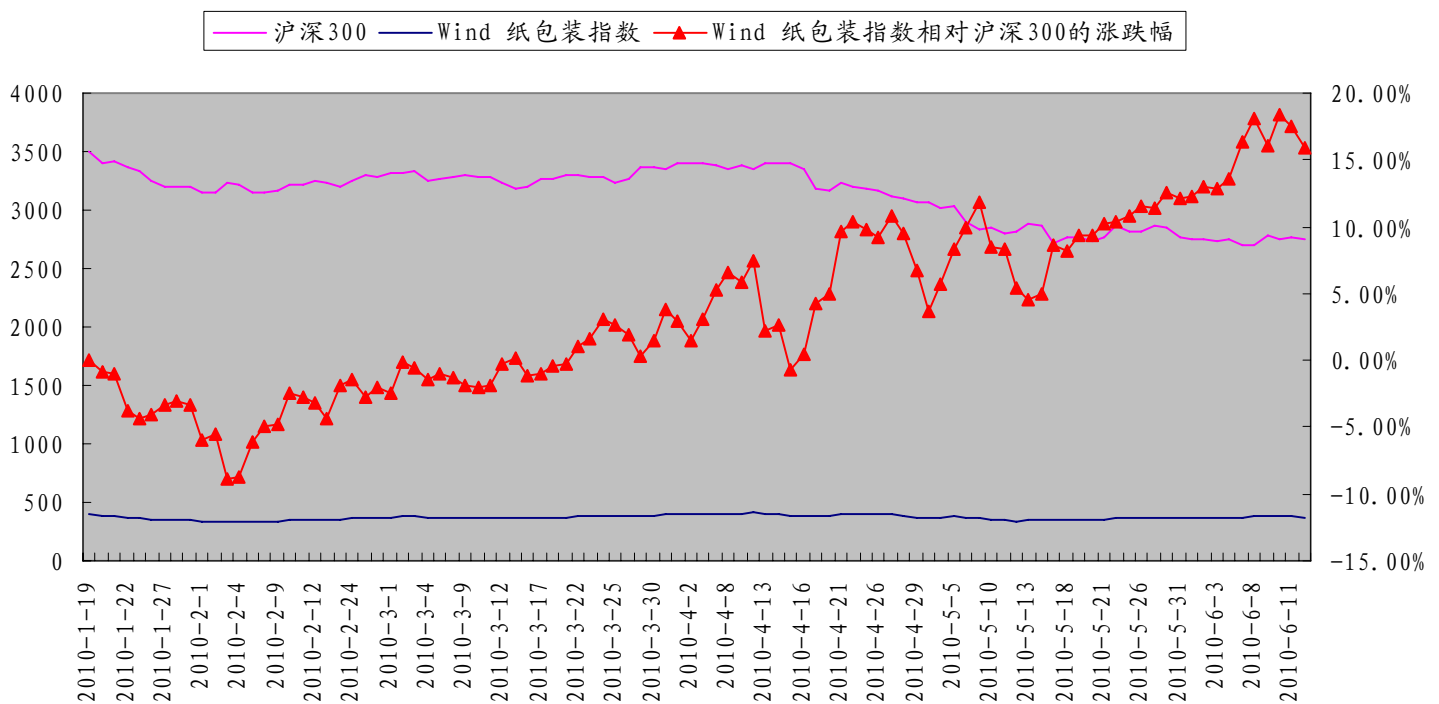
因此我们认为，虽然包装用纸的需求增长旺盛，但供给过剩且集中于玖龙和理文。长期来看，A股上市的包装用纸企业的利润将遭到两巨头的强力压制。下半年A股包装纸企的机会仍不明朗。

### 三、纸包装行业蓬勃发展，投资机会明显

#### (一) 上半年回顾：纸包装行业明显跑赢大盘

由于申万包装印刷二级指数成份股中包含众多塑料包装企业，不能切实反映纸包装行业运行状况，我们选择了Wind 纸包装指数来与沪深300指数进行对比。一季度纸包装行业表现平淡，普遍低于大盘涨幅。而进入二季度后，4月份造纸行业相对于大盘震荡于0%~10%的区间。5、6月份纸包装行业指数明显上扬，跑赢大盘15%以上。

图 11 Wind 纸包装指数与沪深 300 指数



数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

为什么纸包装企业在一季度表现相对低迷，而二季度表现强劲？我们还是根据“上游原料价格与产品价格波动的联系”逻辑来分析。

从图 7看出，纸包装企业的主要原料（白板纸、箱板纸和瓦楞纸）的价格，在09年9月至10年1月初都保持平稳。进入今年一季度后，原料价格迅猛上升，玖龙灰底白板纸价格上涨20.5%，箱板纸价格上涨27.9%，瓦楞纸价格上涨20.8%。但是纸包装企业的产品（纸板和纸箱）的价格，自从09年9月提过一次价后，在整个2010年一季度都保持原价。同时一季度由于春节假期影响，订单与工厂开工都不足，向来是纸包装行业的传统淡季，行业表现低迷不难理解。

当进入今年二季度后，料价格稳定在现有水平。而纸包装企业与下游客户商谈提价成功，产品价格普遍上涨15%左右，由于包装纸原料约占纸包装产品成本的70%左右，此次调价基本上抵消了原料成本上

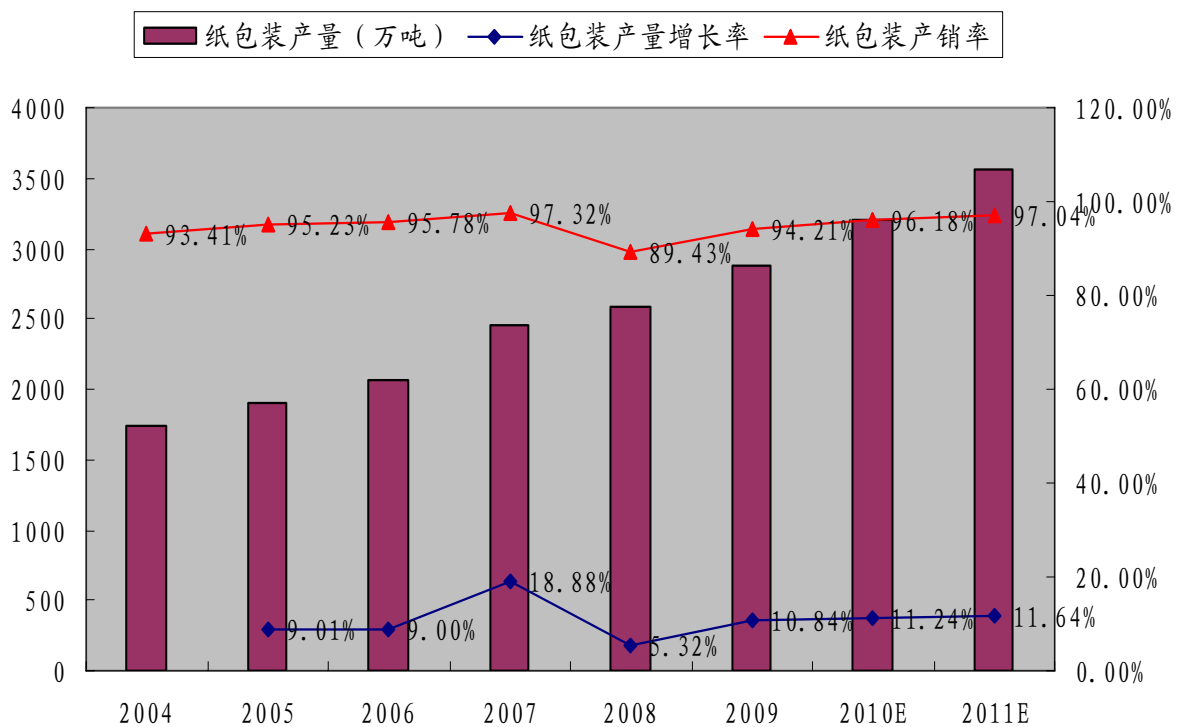
涨的影响。

事实上，纸包装行业一个显著特点，就是弹性定价，成本压力可以转嫁下游客户。虽然有所延时，但长期来看能保证纸包装企业毛利率的稳定。

## （二）下半年展望：前景明朗，市场份额向优质企业集中

纸包装是运输仓储过程中必不可少的包装产品，适用于食品饮料、家电电子、IT通讯等国民经济的各类行业。随着我国经济发展，对纸包装的需求也出现了稳步增长。

图 12 我国纸包装市场发展



数据来源：中国包装联合会、广发证券发展研究中心

在众多纸包装产品中，瓦楞纸箱用途最广。瓦楞纸箱既轻便又牢固，具备保护商品、便于运输装卸的良好特性；此外，与金属、塑料、玻璃包装产品相比，瓦楞包装产品耗材较低、废弃物较少、易于自行分解和回收再利用，属于绿色环保包装产品，得到世界的广泛认可和企业的普遍使用，具有良好的发展前景。

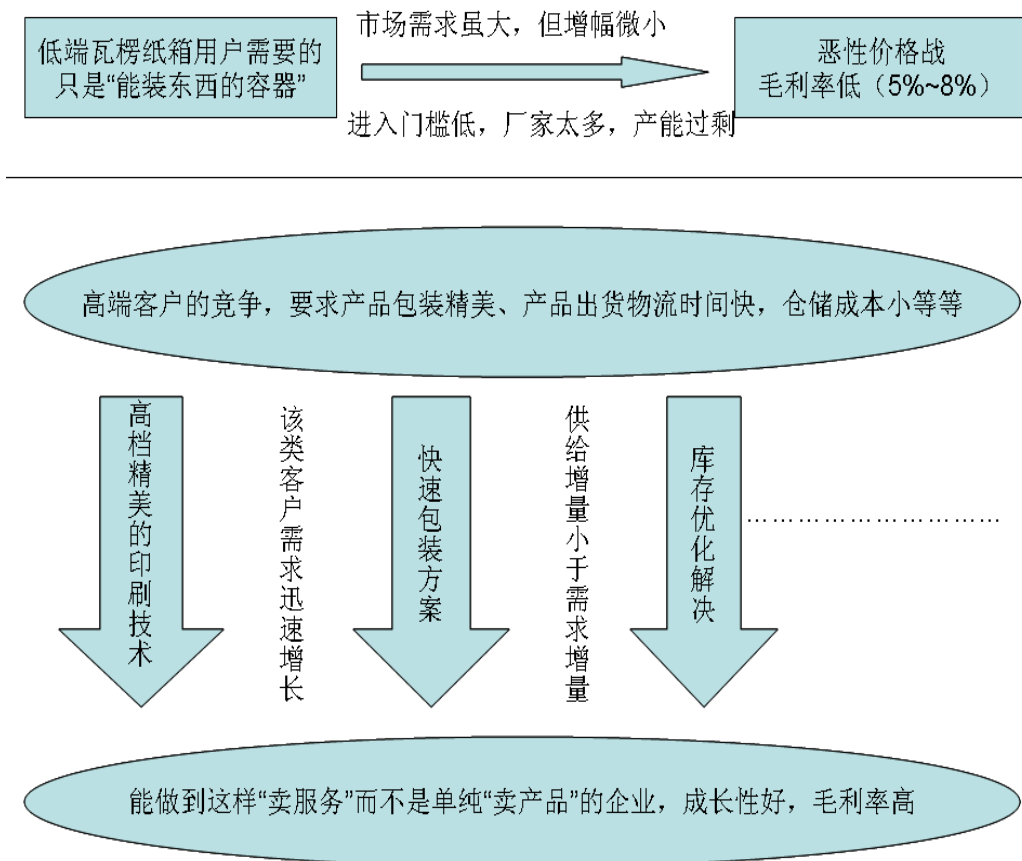
美国工业市场研究公司Freedorlia Group 指出，目前全球瓦楞纸箱出现了两极分化的迹象。一方面，越来越多的高端客户急需高品质的瓦楞纸箱和附加服务，而能提供此类产品和服务的厂商产能增量却还跟不上此类市场的需求增量；另一方面，众多低端客户只需要“能装东西的容器”，对瓦楞纸箱的品质和附加服务没有任何要求，此类市场需求增量有限且门槛不高，供过于求。

我们调研后发现，目前国内的瓦楞纸箱市场也出现了类似的分化，而

且这种分化是由瓦楞纸箱用户所面临的竞争催化的。比如家电领域的竞争日益激烈，海尔、海信、长虹等大厂家，不仅需要产品技术质量上相互竞争，还必须在产品出货的物流速度、仓储库存的成本控制、包装印刷的精美宣传效果超过对手。这种竞争的结果，就是对高端瓦楞纸箱和附加服务（精美印刷、物流优化、库存节约方案等等）的需求越来越大。

当然，国内也存在许多低端用户，他们的竞争不需要高档包装产品和服务，需要的只是“能装东西的容器”，比如不成规模的城乡农贸市场中的简陋蔬菜箱和水果箱等等。这些用户的需求总量虽然很大，但太过分散，而且增长几乎为零。这就导致了该细分市场的竞争同质化，恶性价格战成了唯一结果，因此此类纸箱厂的毛利率也普遍低下（5%~8%）。

图 13 瓦楞纸箱市场的两极分化



数据来源：Freedorlia Group、广发证券发展研究中心

当然，国内也存在许多低端用户，他们的竞争不需要高档包装产品和服务，需要的只是“能装东西的容器”，比如不成规模的城乡农贸市场中的简陋蔬菜箱和水果箱等等。这些用户的需求总量虽然很大，但太过分散，而且增长几乎为零。这就导致了该细分市场的竞争同质化，恶性价格战成了唯一结果，因此此类纸箱厂的毛利率也普遍低下（5%~8%）。由此可见，未来瓦楞纸箱行业的发展趋势，必然是利润向高端市场和“卖产品更卖服务”的优质企业集中。

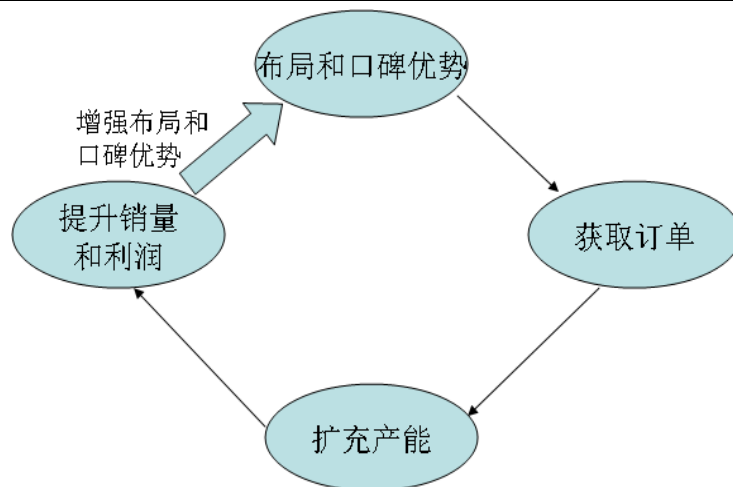
瓦楞纸箱包装行业有这么一个特点：由于纸箱运输成本限制，一个纸箱企业所能辐射的市场，通常只有本厂周围半径100公里以内。因此瓦楞

纸箱行业充满了地区性的二级厂（既生产纸板也生产纸箱的企业）与三级厂（购买其他厂的纸板来生产纸箱的企业）。

如果纸箱企业客户的产品在全国销售，更需要一个能在全中国范围内提供统一款式和印刷的包装供应商。而一旦某个纸箱企业占客户产品包装的份额巨大，该客户对这个纸箱企业就产生了一定的依赖性，因为如果客户贸然更换核心的包装供应商，产品包装外观将受质疑，影响自身产品销量。

由此可见，那些既能“卖产品”，又能“卖服务”，把握住关键客户，并已经在全国范围内形成布局，同时还有进一步扩张计划的企业，将是未来投资的亮点。这类企业将进入这样一个良性循环：布局 and 口碑优势 → 争夺更多订单 → 扩充产能 → 提升营业收入和利润 → 增强布局 and 口碑优势。

图 14 未来瓦楞纸箱优质企业的良性循环



数据来源：广发证券发展研究中心

## 四、下半年投资策略：紧贴基本面，关注包装股

### （一）造纸业基本面步履蹒跚，建议回避

上文已经分析过，未来生产木浆相关产品的企业投资机会不多。因为如果经济向好，造纸企业的成本上升幅度将大于产品价格上升幅度，未来利润必定受到压制；如果经济走弱，虽然造纸企业的成本下降更多，有利于毛利率提升，但纸品销售量必定下跌，同时导致生产线开工率不足，仍旧对企业未来的盈利不利。而投资机会仅在于当木浆价格剧烈下滑时，木浆生产企业将渐渐削减产量，而造纸企业常常低价储备原材料；当造纸企业的原材料库存达到历史最高点时，木浆和成品纸价格下降的幅度往往开始减缓。这个时候，就是良好的投资机会。但这个机会在下半年几乎可以肯定不会出现。

同时，新闻纸产能严重过剩而需求持续萎缩；包装纸需求虽然旺盛增长，但A股上市企业的业绩恐怕将遭到玖龙和理文两巨头压制。总体而言，造纸业缺乏行业性的增长趋势，建议回避。

## (二) 瓦楞包装行业发展健步如飞，重点推荐合兴包装

我们已经指出，那些既能“卖产品”，又能“卖服务”，把握住关键客户，并已经在全国范围内形成布局，同时还有进一步扩张计划的企业，将是未来投资的亮点。合兴包装所提供的产品与服务，正是迎合了高端市场的需求。公司是瓦楞纸箱的三项国家标准的主要修订单位，依凭扎实的技术基础，合兴包装不仅为客户生产高品质的瓦楞纸箱，还能提供诸如整体包装解决方案（CPS）、供应商管理库存（VMI）等高附加值服务。目前合兴的主要客户，涵盖了电子家电和食品消费领域的许多高端企业，比如戴尔、海尔、厦华、富士康、英博百威等等。

当前我国高端瓦楞纸箱市场的平均毛利率一般在15%左右，而合兴包装自2007年以来，各季度的销售毛利率都保持在19%左右。根据最近一期的财务报表，合兴的纸箱毛利率（18.5%）优于三家在大陆开展跨区域业务的主要竞争对手：永丰余（15.3%）、爱生雅（16.7%）、国际纸业（15.9%）。同时，合兴包装也保持了迅猛的扩张速度。按照公司新建项目计划，今年达产的产能将同比增加40%，即使该公司不再新建任何后续产能，三年后达产的产能是目前的3.5倍。我们初步预计未来三年该公司销售量的年均增长率也不低于40%，每股收益增长率不低于35%。

目前公司正在为新建项目进行增发，我们预计未来三年的业绩如下，并预测目标价17.5元，给予“买入”评级。

表 2 合兴包装未来盈利预测表（单位：百万元）

	2010E	2011E	2012E
营业收入	1508.50	2264.26	3369.54
营业成本	1197.40	1807.71	2711.32
营业税金及附加	1.21	1.97	2.91
销售费用	85.98	124.53	178.59
管理费用	87.49	126.80	178.59
财务费用	12.11	13.43	23.80
营业利润	124.30	189.81	274.34
净利润	119.06	180.50	259.36
归属于母公司净利润	110.55	169.67	248.11
摊薄后 EPS(元)	0.51	0.79	1.15
当前股价对应的市盈率	30.4	19.6	13.5

数据来源：广发证券发展研究中心

广发证券——行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。

造纸及纸制品业(01030301)行情走势



相关研究报告

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。