

造纸轻工行业

国际木材价格上浮，国内原木亦步亦趋

研究结论：

- **国际木材价格逐级攀升，国内涨价预期愈加强烈。**我们注意到国际上，俄罗斯出口木材价格1月份较前期出现近5%的涨幅，同时，新西兰出口日本、韩国的木材价格也恢复到了2007年4月的高位水平，国际上原木价格已经开始逐月攀升；此外，更为重要的是，我们观察到CME（芝加哥商品交易所）木材期货价格也开始从底部攀升，而持仓数据看，非商业（对冲基金等）净多头头寸达到了十年新高，上一次大规模净多头头寸出现后，木材价格一年内上行近100%，这一次大规模多头建仓，充分说明国际上的炒家开始全面看多木材未来走势。
- **国内木材价格比照国际水平，未来走高的概率很大。**我们认为国内大部依赖国际木材供应，国际木材的价格走势将左右国内价格水平，在国际木材价格上涨的背景下，国内木价已经开始出现不同程度的上扬，由于我国33%的消费量依赖国际进口，在非洲和南美等地越来越强调森林保护的背景下，国内进口木材的成本会越来越高，当前的原木供应结构存在不稳定因素，未来受到供应压缩影响概率较大。
- **历史上看，木材价格与木材股票回报正相关。**我们通过比较历史上10年以上的木材公司股票价格走势与木材价格趋势的数据，得出木材价格与木材公司股价走势基本呈现基本正相关。因此，我们推测如果国内木材价格出现提升，木业类股价也有望步入上行通道。
- **基于木材价格的上涨预期，我们维持兔宝宝买入，威华股份买入，大亚科技增持评级。**基于对木材涨价的预期，我们继续推荐兔宝宝其集团拥有50万亩林地，其中35万亩具备林权证，2010年0.23元，买入评级；威华股份，公司拥有66万亩林地，直接受益于木材价格上行，预计2010年EPS0.57元（其中退税占0.25元）；大亚科技2010年EPS0.76元（退税占0.19元），公司产品中纤板因木材价格上涨而相较胶合板更具竞争力，增持评级。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

郑 恺

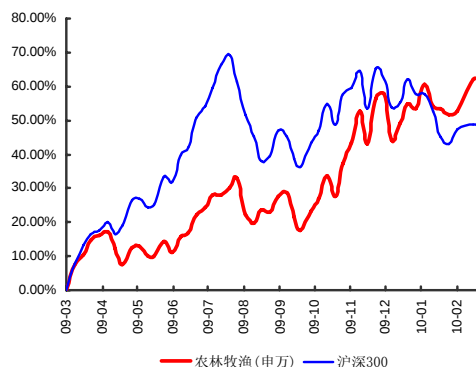
造纸、轻工行业高级分析师

8621-60325888 × 6079

zhengkai@orientsec.com.cn

行业评级	看好 中性 看淡（维持）
国家/地区	中国/A股
行业	轻工
报告日期	2010年3月15日

行业表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-0.8%	3.7%	49.5%
相对表现 (%)	-0.1%	12.5%	25.2%

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	08 年	09 年 E	10 年 E	股价	评级
博汇纸业	0.50	0.37	0.50	9.67	增持
兔宝宝	0.15	0.12	0.23	8.87	买入
劲嘉股份	0.52	0.47	0.65	13.99	增持
太阳纸业	0.46	0.94	1.30	18.81	增持
威华股份	0.25	-0.13	0.57	10.97	买入
美盈森	0.76	0.75	0.76	30.59	增持
大亚科技	0.38	0.35	0.76	10.46	增持
科冕木业	0.45	0.28	0.39	17.42	增持
升达林业	0.12	0.05	0.26	9.27	增持
凯恩股份	0.11	0.32	0.43	10.58	增持

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《木材价格上涨预期进一步升温》	3月5日
《哥本哈根争议不断，森林保护成共识》	12月20日
《中纤板行业退税继续实施》	12月17日
《木材价格上涨预期强烈》	11月26日
《林业振兴规划出台，纤维板行业机遇来临》	11月4日
《产能爆发增长：业绩将有改观：威华股份调研》	11月1日

目 录

一 国内木材供应有结构性缺陷	3
1.1 中国木材对外依赖度高，且依赖少数几个国家	3
1.2 国际木材非法出口将回落，当前木材供应渠道不可持续	3
二 国内林木价格上涨趋势明显	4
2.1 国际木材贸易价格开始提升	4
2.2 国际基金近期积极做多木材	5
2.3 结论：国内外木材联动效应明显，木材价格上涨无悬念	5
三 木材价格上涨预期下推荐林业公司	6
3.1 木材价格与林业公司股价回报正相关	7
3.2 结论：再次推荐林业企业投资机会	7
分析师承诺	10
投资评级说明	10

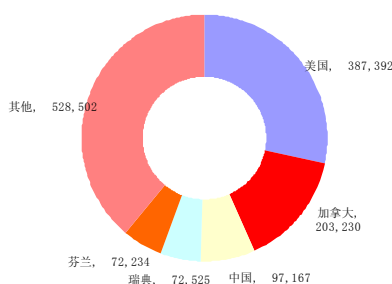
一 国内木材供应有结构性缺陷

我们认为国内木材的供应结构有一定缺陷，表现为严重依赖进口，且进口中大量依赖少数几个国家供应，因此未来面临价格风险较大。

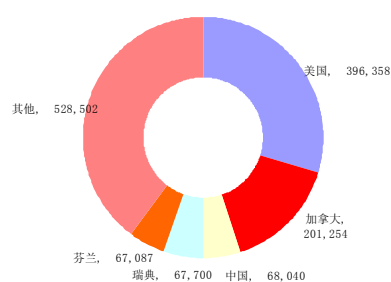
1.1 中国木材对外依赖度高，且依赖少数几个国家

从国际热带木材组织的数据了解到，世界上木材主要消费国为美国、加拿大、中国、瑞典和芬兰，而美国和加拿大自己本身基本能够自给自足，只有中国需要大规模进口木材。

图 1 前五大木材消费国，中国第三



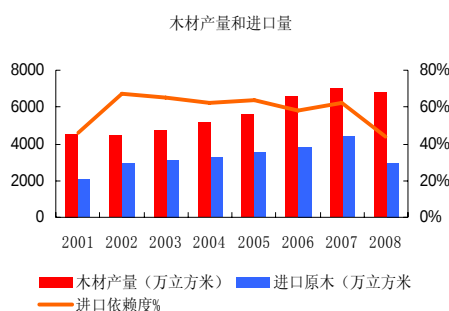
前五大木材生产国，中国严重依赖外部



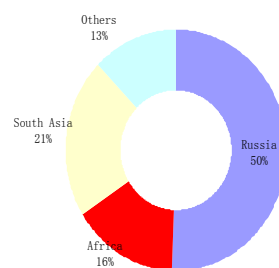
资料来源：东方证券研究所

从下图了解到，中国进口木材占到自身产量的 40% 以上，严重依赖外部供应。按照近年统计数据，进口结构中非洲占比达到 14% 左右，俄罗斯占比 50%。

图 2 国内木材进口占比达到 43%



中国原木进口来源，非洲，俄罗斯占比高



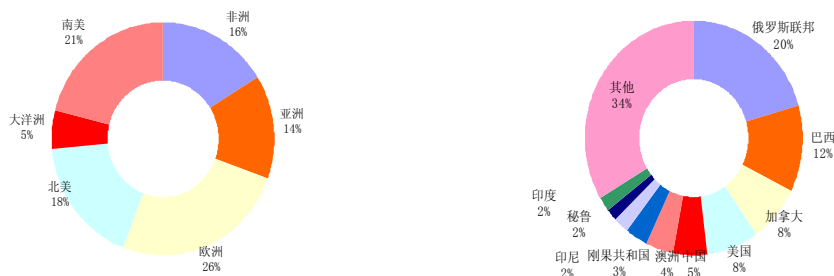
资料来源：东方证券研究所

1.2 国际木材非法出口将回落，当前木材供应渠道不可持续

我们注意到国际上目前森林资源分布也不均衡，欧洲、亚洲和北美洲地区森林占比达到 58% 水平，但森林面积减少很少，而南美和非洲森林覆盖占全球比重为 37%，并不丰足，但每年均以 400 万公顷的速度减少。这说明当地政府监管不力，滥砍滥伐严重。

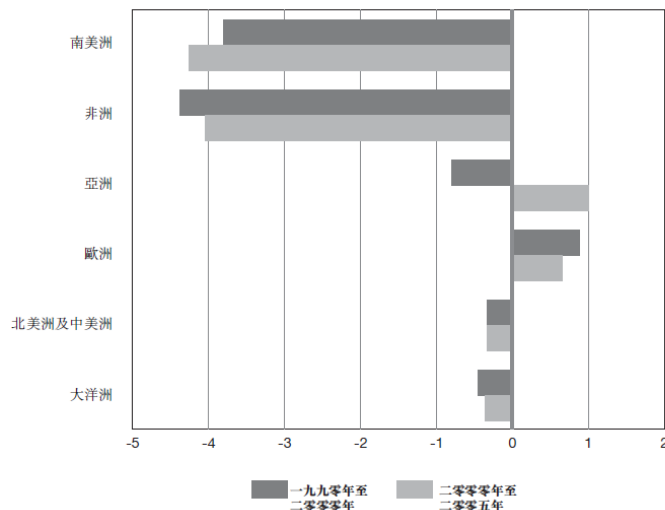
图 3 国际上林地集中在欧洲、美洲和亚洲

林地国家分布情况



资料来源：东方证券研究所

图 4 南美、非洲木材滥砍滥伐导致林地大幅减少



资料来源：东方证券研究所

随着哥本哈根会议 12 月的召开，国际上对于森林保护的共识渐渐达成，我们有理由相信未来滥砍滥伐现象将减少，首先巴西率先承诺到 2020 年自主减排 38%至 42%。其国家气候变化计划涵盖了目标远大的林业发展措施，包括到 2017 年将森林非法砍伐面积减少 70%，该数据最近被更新为到 2020 年减少 80%。

此外，各国在会议上表示将通过 REDD+（减少森林砍伐和退化）、发达国家 300 亿美元经济援助以及碳排放交易等机制，加快世界森林资源保护，特别是对发展中国家滥砍滥伐现象加以制约，我们认为这也会在一定程度上抑制非洲等地区的无节制砍伐数量。

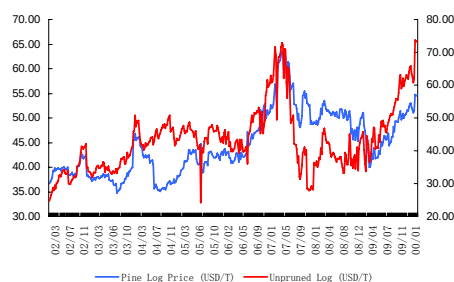
二 国内林木价格上涨趋势明显

从短期来看，我们已经注意到木材价格国内、国际出现了上涨的趋势，这也印证了我们一直以来对于木材价格上涨的乐观预期。

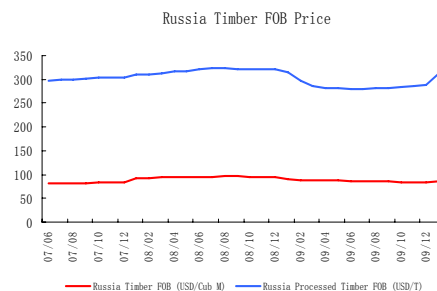
2.1 国际木材贸易价格开始提升

从下图可以注意到，国际上几个主要的木材出口国，俄罗斯和新西兰两个国家出口木材或锯材价格开始出现明显的上涨，俄罗斯 1 月木材 FOB 价格上涨近 5%，而新西兰出口日本和韩国两地的木材价格已经恢复到 2007 年水平。

图 5 新西兰出口林木价格上涨明显



俄罗斯出口木材价格 1 月上涨

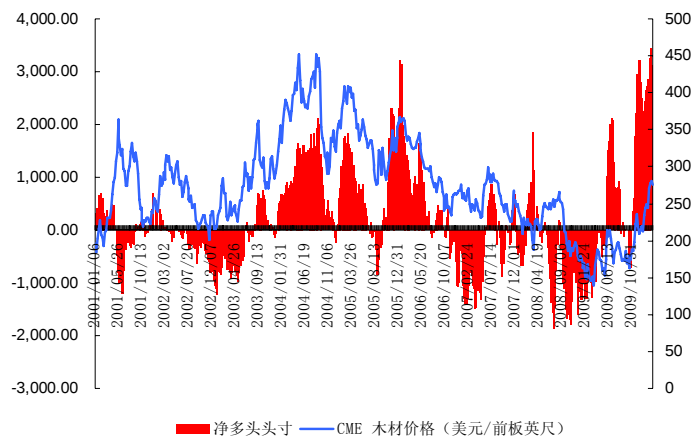


资料来源：东方证券研究所

2.2 国际基金近期积极做多木材

此外，更有力的证据来自资本市场的数据，从 CME（芝加哥商品交易所）的数据来看，对木材的非商业净多头寸创下历史新高，而交易的木材价格仍处于 2001 年的价格水平，从历史经验看，净多头寸大量增加可能导致木材上涨 100% 左右水平，如 2004 年。

图 6 芝加哥交易所木材非商业化净多头寸创新高

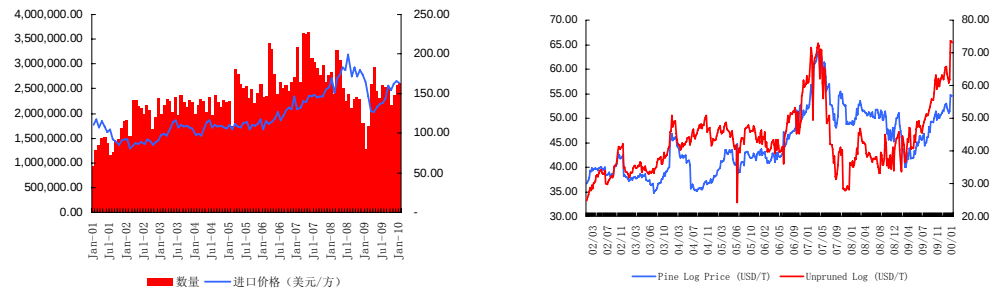


资料来源：东方证券研究所

2.3 结论：国内外木材联动效应明显，木材价格上涨无悬念

我们认为尽管木材是一个区域市场，国内不同地区价格有差异，但趋势上大体一致，且在对外依存度 40% 以上的背景下，国际价格走势将引导国内价格水平，国内木材价格上涨应无悬念。

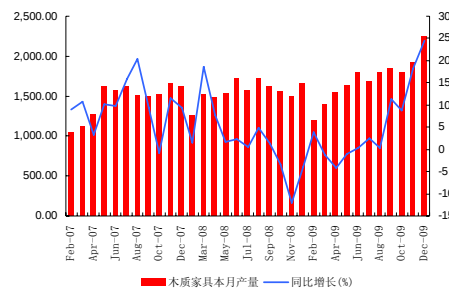
图 7 国内外木材价格走势基本一致



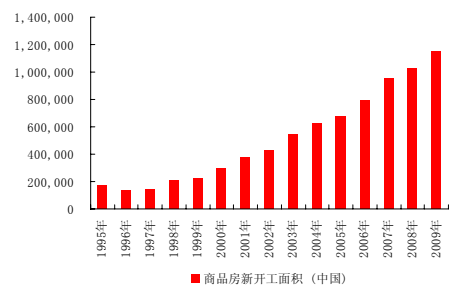
资料来源：东方证券研究所

此外，国内旺盛的市场需求和政府刻意的减少林木砍伐行为也为木材价格上涨推波助澜，详见我们《木材价格上涨预期进一步升温》的报告。

图 8 木质家具产量大幅增长 24%

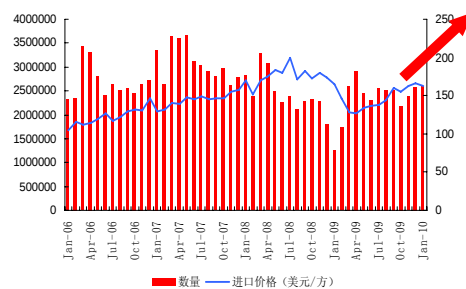


住宅新开工面积 11.5 亿平方，同比增长 13%



资料来源：东方证券研究所

图 9 国内木材进口价格将提升，带动国内木材价格上涨



资料来源：东方证券研究所

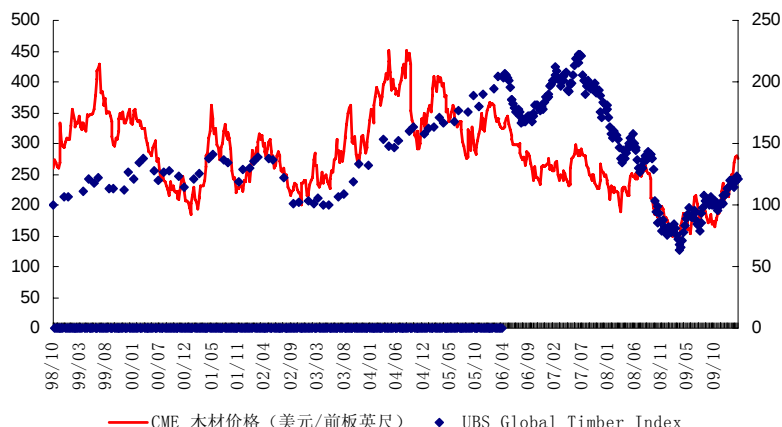
三 木材价格上涨预期下推荐林业公司

我们再次推荐木材价格上涨下的投资机会，我们认为具有林业资源的公司未来受益于木材价格的上升。

3.1 木材价格与林业公司股价回报正相关

从国外历史上看，基于一个 10 年以上的周期，我们注意到木材价格与木材相关股票的走势基本重合，呈现正相关的态势。因此我们有理由相信，国内木材价格上涨也会推动相关林业股价上行。

图 10 木材价格走势与国际木材股票市场价格走势相同



资料来源：东方证券研究所

3.2 结论：再次推荐林业企业投资机会

基于对木材涨价的预期，我们继续推荐林业公司的投资机会，推荐兔宝宝其集团拥有 50 万亩林地，其中 35 万亩具备林权证，2010 年 0.23 元，买入评级；威华股份，公司拥有 66 万亩林地，直接受益于木材价格上行，预计 2010 年 EPS0.57 元（其中退税占 0.25 元），买入评级；大亚科技 2010 年 EPS0.76 元（退税占 0.19 元），公司产品中纤板因木材价格上涨而相较胶合板更具竞争力，增持评级。

此外，按照林地大小顺序，我们也建议投资者关注吉林森工、永安林业等公司的投资机会。

表 1 上市公司中木材保有量和估值

万亩	林权证	可控林地（含合作林）	股本（万股）	林地资源价值（元/股）
威华股份	43	66	30,669	8.39
兔宝宝	35	50	18,300	10.66
大亚科技	10.5	10.5	52,750	0.78
吉林森工	449	2101	31,050	56.40
升达林业	27	37	21,500	6.71
青山纸业	51.7	61.1	106,184	2.24
景谷林业	69.6	69.6	12,980	20.91
岳阳纸业	101	105	65,220	6.28
永安林业	161	182	20,276	30.97
中福实业	59.1	100	57,905	3.98

资料来源：东方证券研究所

附表 1 国内外企业估值水平

Name	Price 2010/3/10	Market Cap (Million Dollars)	EPS08	EPS09	EPS10	PE08	PE09	PB09
中国大陆 蓝底为东方证券研究所覆盖								
晨鸣纸业	8.20	2,477.00	0.58	0.36	0.53	14.14	22.78	1.42
华泰股份	16.72	1,588.76	0.64	1.78	0.84	26.13	9.39	2.09
岳阳纸业	10.51	1,004.15	0.21	0.16	0.42	50.05	65.69	2.28
太阳纸业	19.09	1,404.99	0.44	0.94	1.30	43.39	20.31	3.39
博汇纸业	9.69	716.25	0.50	0.37	0.50	19.38	26.19	1.75
景兴纸业	7.89	453.08	(0.54)	0.08	0.39	-	98.63	1.82
恒丰纸业	12.79	361.61	0.33	0.40	0.50	38.76	31.98	2.17
劲嘉股份	14.50	1,363.70	0.52	0.47	0.65	27.88	30.85	5.15
大亚科技	11.31	873.98	0.38	0.35	0.76	29.76	32.31	3.01
威华股份	11.47	515.32	0.25	(0.13)	0.56	45.88	-	2.03
凯恩股份	10.97	313.03	0.11	0.32	0.43	99.73	34.28	6.13
美盈森	30.67	803.33	0.76	0.75	0.76	40.36	40.89	14.80
兔宝宝	9.10	243.95	0.15	0.12	0.23	60.67	75.83	4.09
上海综合指数估值						32.04		2.57
中国香港								
玖龙纸业	12.08	7180.59	0.38	0.15	0.19	80.53	63.58	3.14
晨鸣纸业 (H 股)	5.35	1,421.68	0.66	0.41	0.60	13.07	8.88	0.81
理文造纸	5.82	620.21	0.27	0.37	0.46	15.60	12.74	0.71
维达纸业	5.32	620.21	0.18	0.42	0.42	12.67	12.58	2.57
阳光纸业	2.97	155.91	0.16	0.21	0.30	14.14	9.90	0.88
恒生指数当前估值						19.81		1.97
北美								
International Paper	25.09	10,943.00	1.56	1.47	2.20	-	11.43	1.80
Kimberly-Clark	60.01	24,982.51	4.53	4.95	5.34	12.11	11.23	4.63
MeadWestvaco	24.96	4,275.08	1.31	1.10	1.37	22.67	18.22	1.25
Potlatch Corp	34.30	1,366.23	1.94	1.19	1.56	28.73	21.97	-
Weyerhaeuser	43.55	9,204.68	(2.58)	(0.57)	0.75	-	-	2.28
Temple-Inland	19.65	2,112.71	1.91	1.04	1.62	19	12.2	2.38
Sappi Ltd	4.11	2,119.66	-	0.04	0.28	-	-	-
SINO-FOREST-CORP	20.66	5,002.39	1.25	1.39	1.61	14.57	12.56	2.15
WEST FRASER TIMB	36.67	1,570.10	(7.96)	0.08	0.81	-	-	0.97
标准普尔 500 当前估值						18.27		2.19
欧洲								
Stora Enso	4.88	3,989.35	(1.12)	0.21	0.37	-	13.33	0.75
UPM-Kymmene	8.52	4,430.15	0.33	0.24	0.57	-	14.95	0.67
SCA HYGIENE PROD	337.40	2,369.70	14.37					1.73
HOLMEN AB-B SHS	184.50	1,566.01	12.00	6.77	10.14	27.26	18.20	0.94
LUNDBERGS AB-B	347.50	2,159.56	25.61	10.42	23.46	33.35	14.81	0.85
PORTUCEL EMPRESA	1.89	1,452.88	0.14	0.14	0.19	13.24	9.76	1.15
MONDI PLC	439.80	2,265.53	(0.07)	0.27	0.43	18.03	11.38	1.04
Smurfit Kappa	6.17	1,345.27		0.55	1.10	11.18	5.59	-
英国富时当前估值						21.27		1.87
南美								
CMPC	22,695.00	9,109.27	1.26	1.85	2.30	23.91	19.22	1.38
Aracruz	#N/A N/A	#N/A N/A	(4.09)	0.34	0.20	-	-	#N/A N/A
Suzano	22.50	7,056.45	2.86	1.68	1.98	-	11.39	1.57
Votorantim	#N/A N/A	#N/A N/A	1.19	1.78	2.12	-	-	#N/A N/A
巴西圣保罗估值						19.50		2.17
日本								
Nippon Unipac	2369.00	2,754.08	(208.60)	201.69	140.45	-	16.87	0.62
Oji Paper	408.00	4,342.68	(6.40)	24.11	31.55	-	12.93	0.92
Daio Paper	743.00	958.61	0.95	34.17	44.40	21.75	16.73	0.83
日经 225 当前估值						#N/A N/A		1.41
中国台湾								
中华纸浆	16.10	303.00	0.18	(0.90)	0.84	-	-	1.14
正隆	12.25	397.60	0.09	1.03	1.18	11.88	10.37	0.80

台湾市场平均估值						76.48		2.12
非洲								
MONDI LTD	4906.00	(0.07)	0.27	0.43	18.15	11.46		1.05
SAPPI LTD	3079.00	(0.37)	(0.01)	0.33	-	-		-
海湾合作委员会 200 指数						19.66		1.69

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

郑 恺：造纸、轻工行业高级分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 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在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn