

造纸 II



雒雅梅 王斌
021-38565935
luoym@xyzq.com.cn
执业证书号
S0190200010016

推荐 (维持)

俄罗斯大火对木材价格影响有限

2010 年 8 月 11 日

投资要点

事件:

近日, 俄罗斯发生森林火灾, 据报道, 过火面积已达 19.6 万公顷, 而进入今年火灾高发季以来, 总过火面积已达 64.8 万公顷, 大片的森林被焚毁, 这是俄罗斯自 2005 年以来最为严重的一次火灾。

点评:

● 本次火灾对全球木材价格影响有限。

俄罗斯是全球森林资源最丰富的国家, 森林覆盖面积 8.67 亿公顷, 占全球森林总面积的 22%, 占其国土面积 50.7%, 居世界第一位; 木材蓄积量 891 亿立方米, 占全球森林总蓄积量的 23%, 其中成熟林和过熟林为 440 亿立方米, 年可采伐量约 10 亿立方米, 然实际采伐量每年仅 3 亿立方米, 其中, 50%以上用于出口, 是全球第一大木材出口国, 占全球木材出口市场的 1/3 强。

而从我国来看, 每年木材进口量约 3000 万立方米, 其中, 60%以上来自俄罗斯, 可见, 俄罗斯木材出口对中国乃至全球木材市场供给具有举足轻重的影响。

但从此次火灾来看, 我们认为对国际以及国内木材价格影响有限。理由如下:

首先, 从此次火灾的地理位置来看, 主要发生在沿莫斯科首都圈, 离其木材主产区远东及外贝加尔地区距离较远。

其次, 目前尚没有具体的火灾木材毁损量的统计数据公布。我们根据过火面积数据做一大致测算, 从历史资料来看, 俄罗斯每年过火林面积平均约 200 万公顷, 每公顷所含过火林材量平均为 27 立方米, 但呈逐年上升趋势, 我们认为, 这是与该国整个林业发展水平密切相关的, 并且这一数值未来有望继续走高。据此, 我们放宽尺度, 假设 2010 年每公顷过火林所包含的木材量为 40 立方米, 则按照当前 64.8 万公顷的过火林面积计算, 2010 年火灾所造成的木材损毁量约为 2560 万立方米。

据有关资料显示, 俄罗斯每年木材采伐量约 3 亿立方米, 其中 50%以上用于出口, 即年出口木材量约 1.5 亿立方米以上。则我们测算此次火灾所造成的木材损毁量 2560 万立方米约相当于其年可采木材量的 2.5%, 年木材采伐量的 8%。

我们认为这一影响比例是相对较小的。如前所述，俄罗斯每年实际木材采伐量仅占其木材可采量的 1/3，则此次火灾造成的木材损毁量完全可以通过提高实际木材采伐比例来予以弥补。此外，从历史纵比来看，此次过火林面积及我们测算的木材损毁量与历史年份相比，并未有显著增加。因此我们认为，此次森林火灾不会对俄罗斯木材采伐量及出口量产生显著影响。相反，火灾过后，如果火烧材集中出口至某一地区，则短期内或将增加该地区木材供给，导致价格下跌，但对全球市场影响十分有限。

表：俄罗斯 2010 年过火木材总量测算

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	2002	2003	2005	平均	2010E
过火林面积（千公顷）	748.6	536.8	360.1	1853.5	726.7	4268.8	1170	2370	9500	2392.7	640.8
过火林材总量（百万立方米）	22.3	10.2	8.5	55.9	21.8	143	39.8	85.3	361.0	83.1	24.4
立方米/公顷	29.8	19.0	23.6	30.2	30.0	33.5	34.0	36.0	38.0	34.7	38

资料来源：俄联邦林业局

- **长期来看，木材供应将日趋紧张，价格上涨是必然趋势。**虽然我们认为本次俄罗斯大火对木材价格影响有限，但从长期来看，木材供应正日趋紧张，价格上涨在所难免：

（1）由于滥砍滥伐现象严重，2000 年以来，全球森林面积以每年 0.18% 的速度在减少；

（2）主要木材供应国为保护森林资源而采取的出口限制政策日益严格；如俄罗斯从 2007 年开始屡次上调原木出口关税；非洲“森林之国”之称的加蓬，从 2010 年元月起禁止原木出口；马达加斯加从 2010 年起禁止红木和其他珍贵木材出口等。

（3）干旱、火灾、洪水、地震等自然灾害频发，导致木材产量逐步萎缩。

需求方面：以中国、印度为代表的亚洲需求总体依然强劲，未来一段时期内这一趋势仍有望延续。而随着全球经济复苏，房地产、造纸、家具、地板等行业回暖，将带动木材需求进一步高涨。

综上，在供给缩减和需求旺盛的推动下，长期来看，木材将呈现供不应求状态，价格上涨是必然趋势。

- **看好具有林业资源的优质上市公司，推荐太阳纸业和岳阳纸业。**木材价格上涨必然会带动浆价上涨，推升造纸企业生产成本，在此情况下，具有上游林浆资源优势的上市公司将从中受益，重点推荐太阳纸业和岳阳纸业。

“强烈推荐”太阳纸业：公司从 07 年开始，走出了一条在海外发展原料林的独特模式，当前在老挝已拥有 7 万公顷林地，仍在进一步争取更多林地。配套一期 30 万吨木浆生产线已进入全面建设阶段，预计 2012 年即可逐步贡献收益。后期将陆续增长新的木浆、造纸生产线。看好公司独特的经营模式和长期发展潜力，预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.72 元、0.86 元和 1.02 元，维持“强烈推荐”评级。

“推荐”岳阳纸业：公司是国内“林纸一体化”业务模式的先行者，当前已拥有林业面积 101 万亩，纸浆自给率 100%，均居业内之首。当前正拟配股收购集团旗下骏泰 40 万吨木浆生产线和 70 万亩原料林，预计三季度有望顺利实施，届时公司在上游资源的龙头地位将更为巩固。预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.38 元、0.47 元和 0.56 元，维持“推荐”评级。

表：俄罗斯历次原木出口关税调整时间及内容

种类	相关内容	2007 年 7 月	2008 年 4 月	2009 年 1 月（已推迟）
针叶原木	税率	20	25	80
	最低税额 （欧元/立方米）	10	15	50
阔叶原木	税率	20	20	40
	最低税额 （欧元/立方米）	24	24	50
杨木	税率	10	10	80
	最低税额 （欧元/立方米）	5	5	50
边皮厚小于或者 等于 15cm 的半成 品	税率	10	15	50
	最低税额 （欧元/立方米）	20	25	80

资料来源：兴业证券研发中心

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间
回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告的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。