

日本大地震专题分析报告

宏观策略专题报告

本报告的主要看点：

日本东北部大地震的影响

地震余波未平 供应链受冲击

基本结论

- 愿日本大地震及次生灾害早日平息，愿所有人平安。
- 小概率事件的频繁发生。日本发生 9.0 级大地震，给全球经济带来新的冲击；联系到今年年初的北非危机；预期之外的全球突发事件在今年频繁发生。投资者都在评判事件的影响，之后随着事态的发展、信息的掌握还需要作进一步的修正。不过，正如之前在点评北非事件时所说的，对这些事件作出十分准确的判断预测是比较困难的，不过相对可以确定的是目前全球经济环境下的“不确定性”是上升的。再次强调不过度的追逐风险，而是追求相对更确定的机会，“确定性增长+安全性估值”的策略。
- 日本大地震：人员伤亡打击很大，经济直接影响相对较小。日本承受了地震+海啸+核辐射的三重打击，日本气象局预期未来 1 个月仍然有大小不等的余震出现；并且日本的核威胁还要一段时间解除；判断地震冲击的时间和程度还会延续。主要地震地区影响的 GDP 大约在 11%，直接经济影响要低于阪神大地震。此次地震不会给日本经济带来实质性的冲击。
- 地震短期冲击供给，中期重建拉动。在中期内，由于恢复重建的需要，地方政府会加大开支进行投资，因此投资会大幅增加。我们看到日本阪神大地震的当季经济增长是下滑的，而之后几个季度就逐季回升，后续重建带来的投资增长成为拉动经济的重要力量。但难点在于：重建资金的压力。日本政府的债务占比已经达到了很高的位置，所以日本经济的复苏之路预期是比较坎坷的。
- 对中国影响：产业链影响更甚于总需求。中国对日本是净逆差国，日本经济短期受到的冲击和未来潜在的重建需求，预计对中国的影响是比较有限的。而影响更多的是在产业链层面：从短期看，由于供应链的紧张，会给相关产品带来提价的动能，对有进口替代特性的公司可能会有短期的刺激作用；从中期看，我们需要观察地震和能源供应灾害是否会带来部分产业链的转移。
- 以下产业链受日本地震的影响由行业分析师作出，在正文列示：
 - 电子元器件：提升行业景气，被动元器件受益最大（程兵）
 - 钢铁：小幅改善中国钢铁业的经营环境（王招华）
 - 石油化工：油价与化工品价格可能会进一步上行（刘波）
 - 核电：众所关注的焦点 短期注定要承受一定压力（邢志刚）

徐炜

分析师 SAC 执业编号：S1130208040232
 (8621)61038251
 xuwei1@gjzq.com.cn

刘锋

分析师 SAC 执业编号：S0730209090111
 (8621)61038297
 liufeng@gjzq.com.cn

陶敬刚

分析师 SAC 执业编号：S1130210070002
 (8621)61038296
 taojg@gjzq.com.cn

内容目录

日本大地震：地震+海啸+核泄露的三重打击	3
震在东北部，经济总量占比较小	4
日本国内影响：短期供给面冲击，中期需求面重建	5
对中国的影响：产业链影响更甚于总需求	6
产业链之电子元器件：提升行业景气,投资机会来临	7
产业链之钢铁：小幅改善中国钢铁业的经营环境	8
产业链之石油化工：油价与化工品价格可能会进一步上行	9
产业链之核电：众所关注的焦点 短期注定要承受一定压力	10

图表目录

图表 1：日本发生 9.0 级大地震	3
图表 2：此次受灾的县市占日本 GDP 比重大约 11%，农业占比更高一些	4
图表 3：此次地震所在地区并非是主要工业带	4
图表 4：1995 年 1 月阪神大地震之后投资增加	5
图表 5：难题：如何筹措灾后重建的资金	5
图表 6：中国对日本是贸易逆差，进口额大于出口额	6
图表 7：日本电力危机，核能占了日本电力供应的 23%	6
图表 8：日本半导体产业分布	7
图表 9：日本对中国钢铁业出口影响小进口影响大	8
图表 10：2010 年全球 10.41 亿吨贸易矿主要进口国分布	8

日本大地震：地震+海啸+核泄露的三重打击

- **大地震的冲击强烈。**3月11日，日本东北地区的近海发生了9.0级的大地震。强震将地壳撕开一条长逾240公里、宽达80公里的裂缝，这是日本近1200年来强度最大的地震。
- **大海啸带来较大的伤亡。**地震之后产生的海啸给沿海的居民的生命安全造成了较大的损失。日本的地震预报与防备工作是做的比较好的，但是面对海啸，还是很难在短期作出比较好的应对。人员的伤亡数字在不断的扩大，预期是一场比较大的灾难。
- **核泄露的雪上加霜。**在震区的福岛核电站和女川核电站都相继传出核泄露的消息，这给原本遭受重创的日本再一次带来了新的危机。加剧了其国内救灾、恢复重建的难度。使得损失进一步延续。
- **判断地震冲击的时间和程度还会延续。**目前仍然处在救灾的时间里，此次地震的损失还无法开展评估工作；日本气象局预期未来1个月仍然有大小不等的余震出现；并且日本的核威胁还要一段时间解除；从目前的情况看，地震带来的冲击和影响还会持续一段时间。

图表1：日本发生9.0级大地震

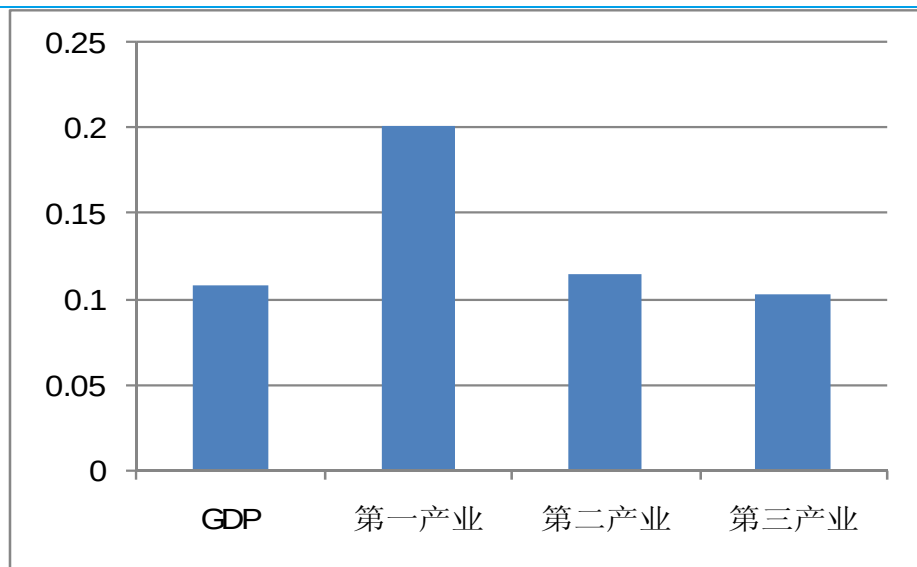


来源：国金证券研究所

震在东北部，经济总量占比较小

- **主要地震地区影响的 GDP 大约在 11%。**我们统计了青森、岩手、宫城、福岛、茨城、千葉这六个沿海县占日本全国 GDP 的比重是在 10.8%；我们预计实际影响会低于 11%，因为茨城和千葉离震中心较远，而这两个县的经济总量更大；如果只考虑欠 4 个县，则影响在 5%。
- **东北部大地震直接经济影响低于阪神大地震。**1995 年的阪神大地震发生在大阪与神户地区，是日本重要的工业地带，关西经济带占日本 GDP 比重大约有 17%，其中集结了众多的大型企业。因此，此次东北部的日本大地震的直接 GDP 的影响会低于当时的阪神大地震。
- **判断此次地震不会给日本经济带来实质冲击。**此次地震所处的地区占日本经济比重较低，不会给日本经济带来实质性的冲击。

图表2：此次受灾的县市占日本 GDP 比重大约 11%，农业占比更高一些



来源：国金证券研究所

图表3：此次地震所在地区并非主要工业带

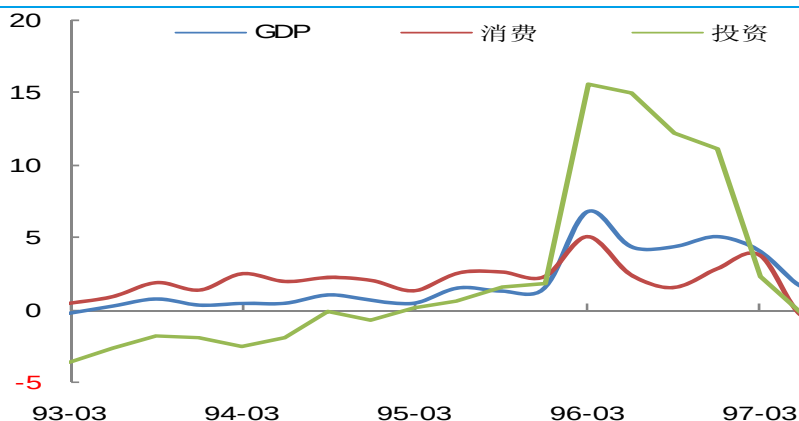


来源：国金证券研究所

日本国内影响：短期供给面冲击，中期需求面重建

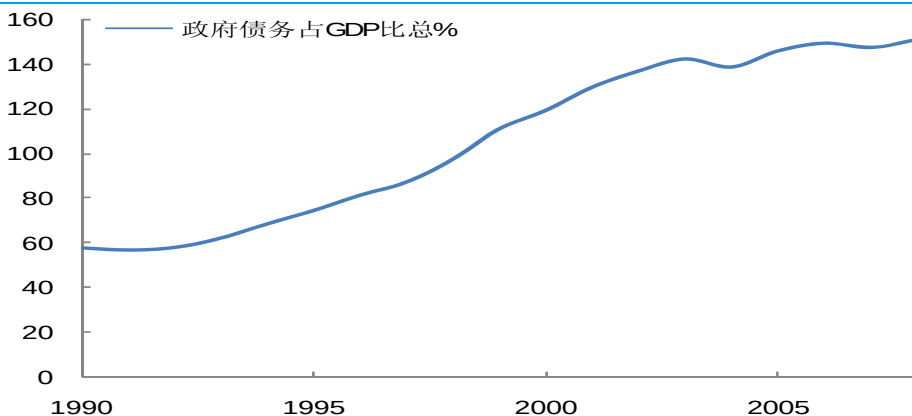
- **地震对短期经济影响是供给层面。**地震会带来人员的伤亡、财产的损失、生产设备和厂房的毁灭，基础设施的破坏；地震会带来资本存量的减少，从而降低总供给。在短期内，会带来 GDP 的直接损失。日本 1995 年的阪神大地震的损失占到 GDP 的 1.25%。
- **地震中期内的重建会提振经济增长。**在中期内，由于恢复重建的需要，地方政府会加大开支进行投资，因此投资会予以增加；消费层面，在灾区短期会有停滞，但会有捐赠效应增加消费支出。我们看到日本阪神大地震的当季经济增长是下滑的，而之后几个季度就逐季回升，后续重建带来的投资增长成为拉动经济的重要力量。
- **问题之一：如何筹措资金？**日本政府的债务占比已经达到了很高的位置，日本国债规模接近国内生产总值的 200%，较 1995 年时也有了很大的增长。如果说 1995 年时政府还有能力进行投资重建，那么对目前的日本政府来说，筹措重建需要的资金难度会更大一些。
- **问题之二：潜在的通胀压力。**总供给的减少与总需求的扩张，显然会带动价格压力的上行；一方面日本作为全球供应链的一环，其缺失会带来相关产品价格的上行；另一方面日本的重建也会某种程度上拉动大宗商品的需求，从而给未来全球的商品价格带来不确定性。

图表4：1995 年 1 月阪神大地震之后投资增加



来源：国金证券研究所

图表5：难题：如何筹措灾后重建的资金

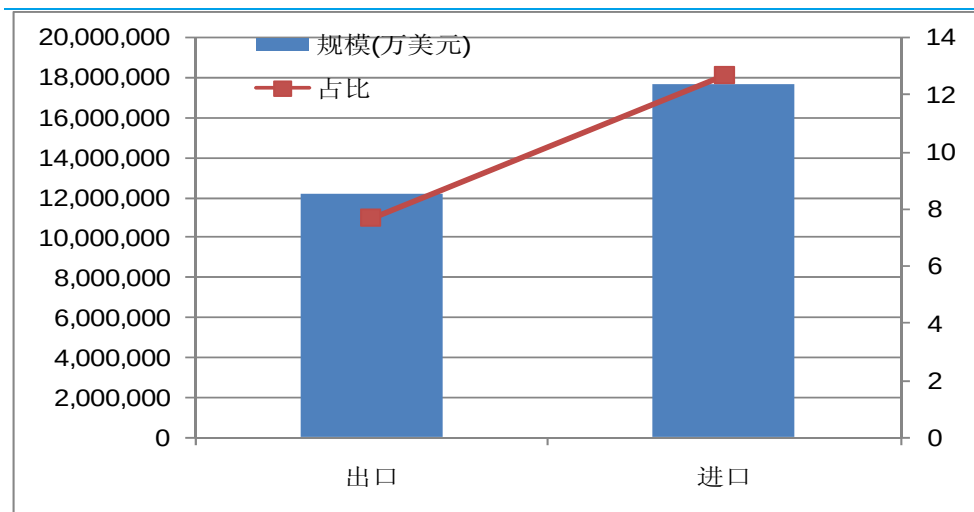


来源：国金证券研究所

对中国的影响：产业链影响更甚于总需求

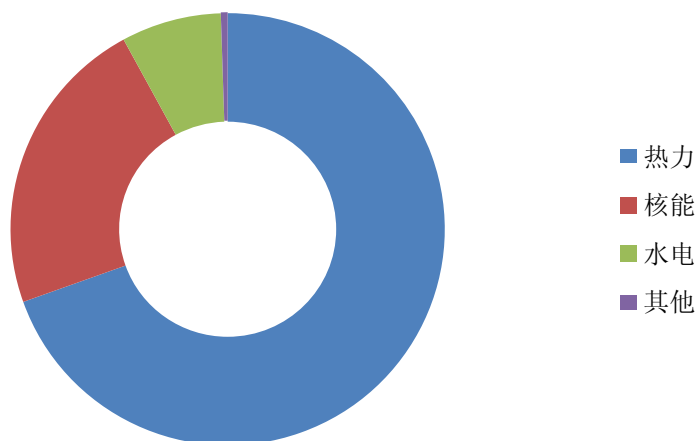
- 中国对日本的出口占比是 7.6%，对日本进口占比是 12.6%。中国对欧和美的出口都在 20%附近，对日本的出口是占 7.6%。中国对日本的进口比较多，占到总进口量的 12.6%。中国对日本是净逆差国。日本经济短期受到的冲击和未来潜在的重建需求，预计对中国的影响是比较有限的。
- 影响更多的在产业链层面。日本与中国经济之间的联系更多的是产业链层面的关系，如汽车业在中国组装，日本提供核心零部件发动机；半导体产业也是如此，最高科技的产品在日本，中国主要进行组装和一些加工。
- 日本电力供应影响到停产。地震本身带来的直接经济冲击不会很大，不过我们关注日本电力供应方面的问题，长时间的停电将制约日本制造业的恢复生产，对日本的供应链造成比较大的影响，进而影响到中国相关的产业链。
- 从短期看，由于供应链的紧张，会给相关产品带来提价的动能，对有进口替代特性的公司可能会有短期的刺激作用；从中期看，我们需要观察地震和能源供应灾害是否会带来部分产业链的转移。

图表6：中国对日本是贸易逆差，进口额大于出口额



来源：国金证券研究所

图表7：日本电力危机，核能占了日本电力供应的 23%

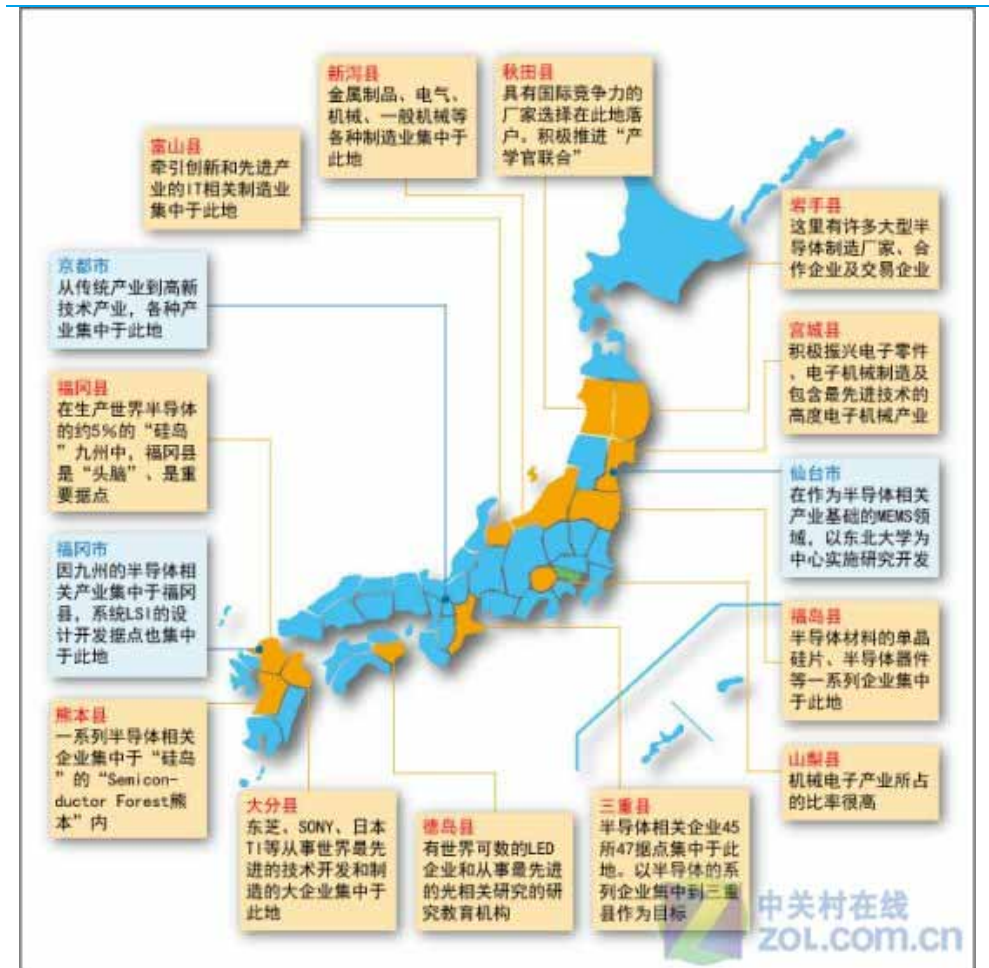


来源：国金证券研究所

产业链之电子元器件：提升行业景气,投资机会来临

- **日本地震将加速行业景气回暖**：3 月份新增产能释放达到高峰并没有对行业造成很大冲击，显示终端需求对产能消化的有效性；而日本地震将影响日本半导体产能投放，随之而来的旺季带来更多的市场需求，因此，行业景气回暖由此被加速。
- **被动元器件收益最深，面板与芯片次之，最核心的依然是业者信心的提振**：中国大陆被动元器件行业已经直面日本企业的竞争，此消彼长的现象是必然；而地震必导致面板价格的上涨，从而有利于本土的电视机企业以及面板制造企业。
- **短期半导体材料弹性最大，日本地震或诱发用户的硅片囤积**。地震将影响日本硅片出口，尽管本土硅片加工企业技术差距较大，产品大部分集中在 4~6 寸片为主，但由于本土企业产能较少，因此，弹性较大，建议关注有研硅股、中环股份等交易性机会。
- **重视行业景气回暖被加速带来的投资机会，推荐顺络电子、法拉电子、雷曼光电与莱宝高科**：我们相信半导体行业景气回暖势必推动半导体企业股价上涨；而针对日本地震事件，最受益的板块将是被动元器件、LED 行业、面板以及芯片制造。

图表8：日本半导体产业分布

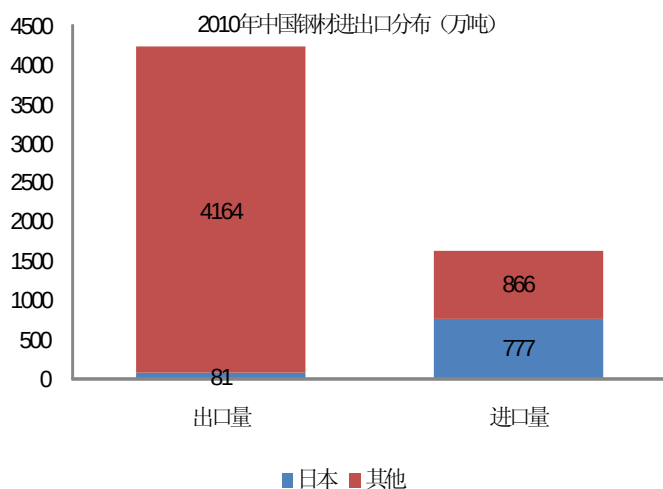


来源：国金证券研究所

产业链之钢铁：小幅改善中国钢铁业的经营环境

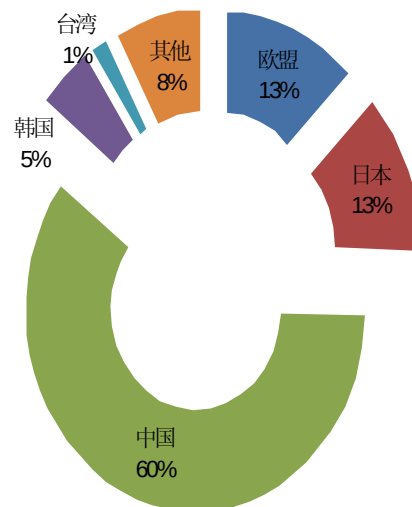
- **影响日本粗钢的产能比重预计不超过 25%。**日本的钢厂主要集中在南部。日本第二大钢厂 JFE（占日本粗钢产量的 28%）东部粗钢产能为 800 万吨，占其总产能的比重不到 25%；再参考 TSI 对铁矿石贸易需求量的预测，我们判断，此次地震影响对日本粗钢产能比重的影响不超过 25%。
- **预计影响日本粗钢产量 6 万吨/天。**2011 年 1 月日本粗钢产量为 31.15 万吨/天，产能利用率为 89.61%（取历史峰值 34.75 万吨/天为产能）；如果考虑到日本其他地区钢厂可能开足马力，那么未来 6 个月日本粗钢产量受到的净影响幅度则为 6 万吨/天（ $34.75 \times 25\% - 34.75 \times 75\% \times 10.41\%$ ）。
- **对改善中国钢铁业的供求关系构成一定利好。**（1）从全球范围内的运输半径和生产能力来看，日本粗钢、汽车等产量的减少带来的供求缺口最有可能被韩国、中国填补，如果全被中国填补，将提升中国粗钢产能利用率 2.90 个百分点，有利于进一步改善中国钢铁行业的供求关系；（2）日本钢铁产量的 43% 用于出口、36% 用于净出口，因此日本的粗钢表观消费量相当于中国的 11%，从灾后重建的角度来看，此次地震也对全球及中国钢铁供需关系构成一定正面影响。
- **同时也将为偏热的全球铁矿石市场进一步降温。**日本是全球第 2-3 大铁矿石进口国，2010 年铁矿石进口量占全球铁矿石海运贸易量的 12.78%，因此如果日本 25% 粗钢产能受到影响，将会进一步给全球偏热的铁矿石市场降温。
- **总体来看，日本此次地震对中国钢铁的生存环境构成一定的正面影响，对宝钢等高附加值产品占比高的钢企利好程度偏大。**

图表9：日本对中国钢铁业出口影响小进口影响大



来源：中国联合钢铁网、海关总署、国金证券研究所

图表10：2010 年全球 10.41 亿吨贸易矿主要进口国分布



来源：ABARE、国金证券研究所

产业链之石油化工：油价与化工品价格可能会进一步上行

- **油价继续走高：**日本作为全球第三大石油消费国，据 BP 统计，2009 年日本每天消费原油 439.6 万桶，占到全球的 5.1%；每天进口原油 428.3 万桶，占到全球总贸易量的 8.1%，每天炼油产出 362.7 万桶。但另外一方面，目前日本全国核电占电力的 1/3，部分核电站的关闭可能会加大石油、燃油的发电需求。目前三地原油 22 日移动平均 106.29 美元/桶，本次调价以来又累计上涨 7.77%，已连续 7 日超过 4%的调价临界点。
- **国际甲乙酮市场可能受地震影响较大：**2009 年全球甲乙酮需求约在 130 万吨左右，下游主要应用领域为涂料（占比 47%）、粘胶剂（20%）、油墨（9%）等，产能在 165 万吨，其中产能前位的厂商包括日本丸善化工（年产 17 万吨，全球最大，位于日本千叶）、日本东燃化学（年产 9.5 万吨，全球排名第 5，位于距离千叶不远的川崎）、日本出光兴产石油化工（年产 4 万吨，排名第 11，位于千叶），目前丸善、出光兴产已确定受到影响，我们密切关注停工时间对全球供需的影响。
- 另外，在震区范围内有日本多家石化工厂，我们目前了解到，日本前四大炼油厂 JX、COSMO、出光兴产以及三菱、三井等都关闭了当地的工厂，受影响的乙烯、丙烯以及芳烃产能超过 100 万吨，在油价走高的背景下可能进一步提升价格。
- **相关公司：**齐翔腾达。

产业链之核电：众所关注的焦点 短期注定要承受一定压力

- **核电成为此次日本地震的重要关注点。**地震发生后，日本女川和福岛第一、二核电站由于地震影响已经自动停堆。其它核电站均未触发自动停堆机制。但在考虑安全性的影响下，全日本核电站已经全部被要求停堆。目前发生泄漏事故的主要为福岛 1 号反应堆，2,3 号反应堆也同时发生了冷却系统故障。日本已经进入有史以来第一次原子能紧急状态。日本核电主要分布在沿海，核电发电量占比约为 30%。短期缺口将影响日本电力供给。但是除福岛以外的核电站均未发生安全隐患，在地震缓和后可以重启。
- **我们仍然担心的是本次事件会产生心理层面影响-**在众媒体的聚焦下，对核安全的担忧将被放大，或将最终影响国家核电规划目标的制定：从历史上看，大级别的核电事故都会引起对核电安全的社会性忧虑。美国甚至在三里河核电事故后 30 年几乎没有建造过新核电站。
- 目前我国正处于核电规划的制定期，本次福岛泄漏事件很有可能在心理层面影响最终核电规划的目标。从目前草案来看，中国核电 2020 年的总装机量在 70-80GW，但是我们也不能排除在担忧情绪膨胀的情况下，短期内会对核电装机目标采取更为保守的规划
- 投资建议：
 - 1. 短期内，由于对核电安全性忧虑可能会被放大，对核电相关公司的股价将产生一定压力。同时我们建议密切跟踪政策对核电产业的基调以及规划装机目标的变化；
 - 2. 本次事件必然引发对现有核电技术安全改进的思考，加大对安全等级更高的三代技术的投入。从长期角度来看，我们认为在三代核电技术特别是 AP1000 的国产化问题解决之后，中国核电之路仍将步入快速发展的轨道。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室