

推荐 (维持)

把握产业转移带来的投资机会

2011年4月7日

有色金属行业二季度策略报告

上证指数 3001

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	65	3.4
总市值 (亿元)	12683	4.7
流通市值 (亿元)	9908	4.8

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	8.3	42.5	51.2
相对表现	5.5	28.3	51.5



相关报告

1、《把握阶段性行情-有色金属行业春季投资机会分析》2011/02/11

王晓丹

0755-82943260
wxiaodan@cmschina.com.cn
S1090208080233

李洪冀

021-68407470
lihongji@cmschina.com.cn
S1090210050010

本篇报告主要阐述了电极箔行业的现状，产业转移的趋势，中国承接产业转移的优势及产业转移为中国电极箔行业带来的投资机会。基于产业转移的长期性，我们重点推荐相关受益的电极箔加工行业。

- **基本金属短期缺乏上涨动力：**欧美经济虽然持续复苏，但是前景充满不确定性，高油价引发经济复苏的担忧。欧洲央行可能提早加息，美国二阶段定量宽松政策完成，全球流动性发生逆转。同时金属库存上升，高价抑制部分需求，现货需求不旺。
- **日本在铝电解电容器和电极箔行业占据绝对的领先优势：**2010年日本占全球铝电解电容器的市场份额高达75%，其中前三大企业在高端铝电解电容器领域中占全球市场份额占比高达53%。电极箔方面，2010年全球电极箔日本的市场份额为75%，其中全球最大的两家企业—JCC及KDK全球市场份额在51%左右。
- **海外巨头产业转移成为必然趋势，中国具有承接产业转移的成本优势：**高昂的电价使得企业成本压力不堪重负，日本完善的五级环保法律标准挤压企业生存空间。中国承接产业转移的优势在于，首先中国的高铁建设高峰、十二五特高压电网投资、新能源汽车及智能电网等新兴产业建设将提高中高压铝电解电容器的市场规模；其次低廉的电力成本、较低的工资水平及完善的基础设施使得中国企业具备显著的竞争优势。
- **产业转移为国内电极箔行业带来发展机遇：**化成箔的前段技术腐蚀技术目前仍掌握在日本厂商手中，国内腐蚀箔自给率较低，尤其是高性能腐蚀箔仍需大量进口。我们判断，未来随着国内腐蚀技术的逐步提升，加上产业转移的趋势，尤其是在日本地震后，将加快对外投资的步伐，届时产业转移由传统的生产转移将逐步升级为技术转移。
- **投资建议：**我们认为要重点关注两种投资机会：1、公司发展受益于产业转移和技术升级，公司产能有望快速提升，技术升级将实现进口替代及价格提升，如**东阳光铝**；2、产品价格持续收益于中国定价权提升，如**锡业股份**。

重点公司主要财务指标

	股价	10EPS	11EPS	12EPS	11PE	12PE	PB	评级
江西铜业	39.4	1.41	1.9	2.2	21	18	4.0	强烈推荐 A
铜陵有色	28.5	0.47	1	1.3	29	22	5.9	强烈推荐 A
东阳光铝	19.0	0.34	0.67	0.82	28	23	7.4	强烈推荐 A
锡业股份	34.4	0.4	0.81	1.02	43	34	6.9	审慎推荐 A
云南锗业	78.1	0.63	0.6	0.79	130	99	8.0	审慎推荐 A
中色股份	38.2	0.11	0.4	0.61	96	63	13	审慎推荐 A
中金岭南	21.3	0.46	0.71	0.92	30	23	7.4	审慎推荐 A
西部矿业	19.0	0.42	0.65	0.88	29	22	4.1	审慎推荐 A

资料来源：招商证券

正文目录

一、金属价格短期缺乏上涨动力	4
1、欧美经济复苏持续，但未来依然存在不确定性	4
2、高油价将持续，引发未来经济复苏担忧	4
3、欧洲央行可能提早加息，流动性支撑因素正在逐步转向负面	5
4、金属库存持续上升，现货需求不旺	5
二、电极箔的产业转移带来持续性的投资机会	7
1、铝电解电容器及腐蚀化成箔的产业格局	7
2、海外巨头产业转移成为必然趋势	7
1) 成本压力不堪重负	7
2) 严格的环保标准挤压企业生存空间	8
3、中国承接产业转移的优势	8
1) 庞大的市场规模	8
2) 中国已成为全球产业链的重要组成部分	9
3) 显著的成本优势	9
4、产业转移为国内电极箔行业带来发展机遇	9
三、投资建议	12
1、行业景气度向上公司	12
东阳光铝——产能扩张超预期，行业景气度维持高位	12
2、强烈的政策预期	12
锡业股份——受益于行业整合及新增产能投产	12

图目录

图 1: 欧元区 CPI	4
图 2: 欧元区 CPI	5
图 3: LME 铜库存	6
图 4: LME 铜现货升水	6
图 5: 全球铝电解电容器占有率	7
图 6: 2010 年全球电极箔占有率	7

图 7: Nippon Chemicon 的海外生产比重	10
图 8: 前三大日商海外布局	10
图 9: 2005-2010 中国与全球铝电解电容器的市场规模 (亿元)	11
图 10: 有色金属行业历史PEBand	13
图 11: 有色金属行业历史PBBand	13

表目录

表 1: 经合组织国家电价 (单位: 人民币元/度)	8
表 2: 日本完善的五层法律	8
表 3: 重点公司盈利预测及投资评级	14

一、金属价格短期缺乏上涨动力

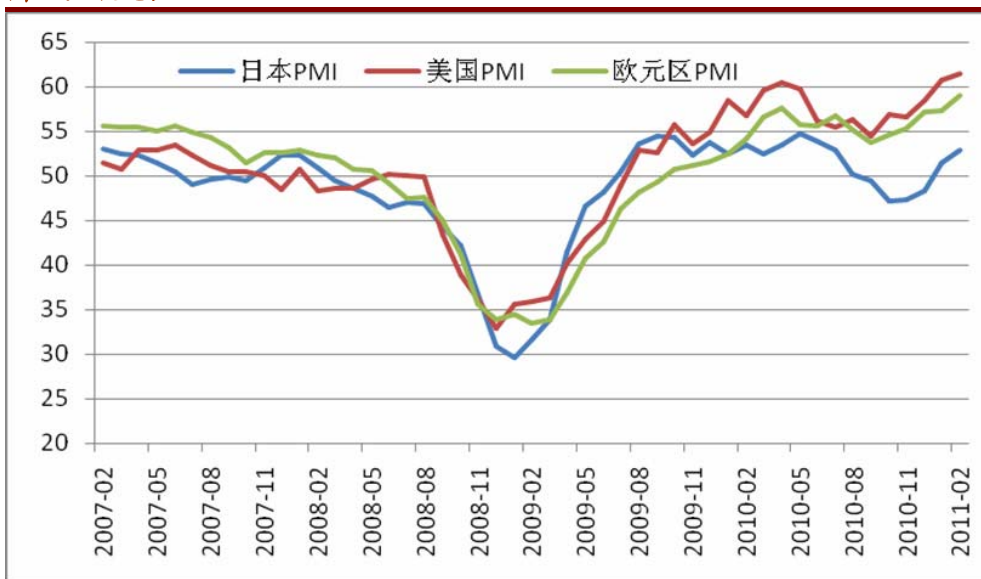
1、欧美经济复苏持续，但未来依然存在不确定性

欧美 PMI 数据维持向好：美国就业数据有所改善，PMI 及企业盈利数据维持向上趋势，美国经济复苏势头略超预期，美国 2 月份制造业活动指数从 1 月份的 60.8 强劲上升至 61.4，是自 2004 年 5 月以来最近 7 年的最高。欧元区 2 月 PMI 修正为 58.2，创下 4 年来的最高。

全球经济持续扩张：OECD 领先指数自去年四季度以后持续扩张，表明全球经济在未来半年内会加速。从美国 61.4 的 PMI 指数来看，意味着一季度的 GDP 增速年率在 4.5 左右，欧元区 59 的 PMI 指数意味着一季度 0.8% 的季度增速。

我们认为，前期金属价格的上涨已反映了目前经济数据的好转，未来经济的走势才是关键。我们认为，欧美经济的持续复苏依然存在不确定性，如高油价对经济将造成负面影响，以及欧洲债务风险等。

图 1：欧元区 CPI



资料来源：IMF，招商证券研发中心

2、高油价将持续，引发未来经济复苏担忧

中东危机短期难以解决，刺激油价维持高位

利比亚危机进一步升级、以及对中东各产油国或出现进一步动乱的预期，令油价保持在近两年半高位。

事实上，此次中东各产油国的骚乱主要根源是社会问题，意味着危机并非短期可以解决。中期来看，这一地区象过去三十年一样继续扮演一个稳定的可靠的石油输出地区的角色变得难以预期，因此我们预期油价将在较长时间维持高价。

而高油价对金属价格的影响主要有两个方面：

一方面，在全球经济刚刚复苏之际，高油价将成为全球经济的巨大威胁。据联合国统计，如果油价保持在 110 美元的水平，将导致全球 GDP 增速下降 0.4%，如果油价升至 150 美元，全球经济增速则将下降 2%。经济增速下滑带来的有色金属需求下滑将是打压金属价格最主要因素。

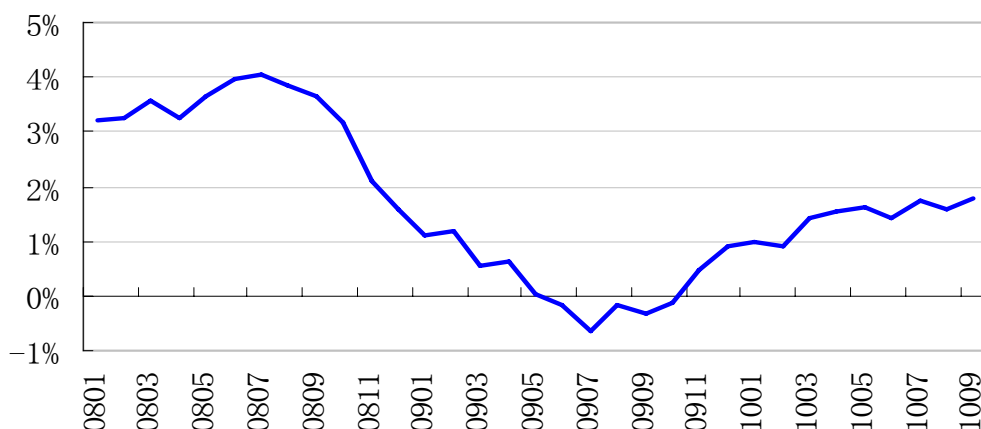
另一方面高油价导致通胀担忧加重，可能引发美欧货币政策转向紧缩，从而改变全球流动性宽裕的格局，这将进一步打击大宗商品价格。

3、欧洲央行可能提早加息，流动性支撑因素正在逐步转向负面

欧元区 2 月份通货膨胀率高达 2.4%，欧洲通胀高企加上挥之不去的公共债务问题，预期欧元区将在近期开始采取紧缩政策，加息可能提前。

2011 年上半年，随着美国二阶段定量宽松政策的完成以及欧洲国家出现紧缩预期，全球过剩流动性将逐步下降。欧洲央行可能提早加息成为欧美宽松政策即将退出的风向标，流动性支撑因素正在逐步转向负面。

图 2：欧元区 CPI

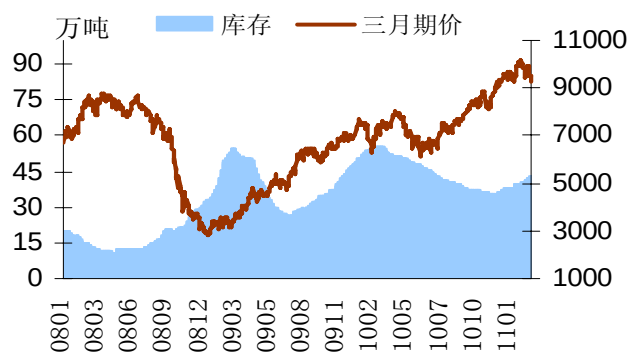


资料来源：IMF，招商证券研发中心

4、金属库存持续上升，现货需求不旺

金属库存持续上升，而且 50 万吨的保税区铜库存也是个隐患。LME 的一个仓库运营商的高管日前表示，LME 在新加坡和亚洲其他地区的仓库正在接收来自中国的铜，这表明中国国内现货市场仍供应过剩；目前 LME 铜现货与三个月期铜价差已经从去年年底的高升水转为贴水，意味着现货需求不旺。

图 3: LME 铜库存



资料来源：招商证券研发中心

图 4: LME 铜现货升水



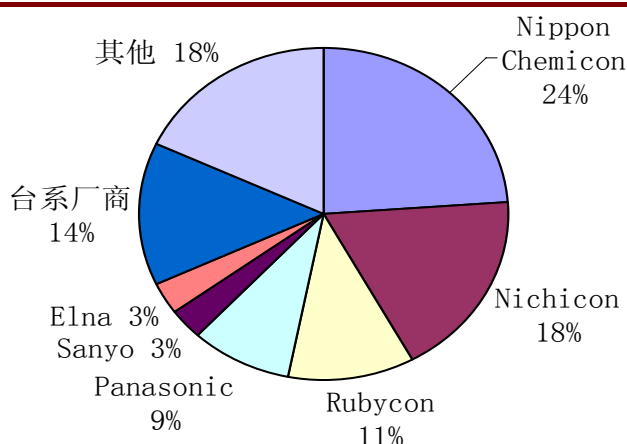
资料来源：招商证券研发中心

二、电极箔的产业转移带来持续性的投资机会

1、铝电解电容器及腐蚀化成箔的产业格局

目前全球铝电解电容器主要由日本生产，2010 年日本占全球铝电解电容器的市场份额高达 75%，其中，日系的前三大企业——Nippon Chemicon、Nichicon 及 Rubycon（3Con）由于在高容量及中高压铝电解电容等高端领域占据显著的领先优势，其全球市场份额占比高达 53%。

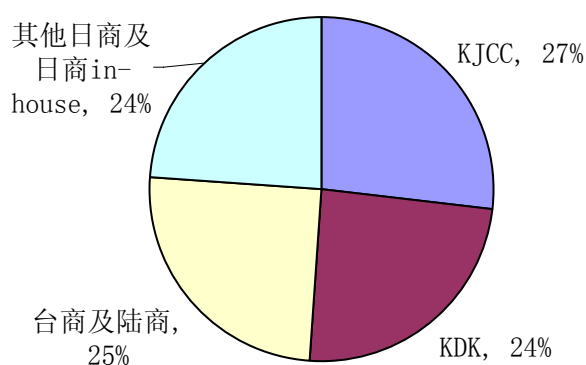
图 5：全球铝电解电容器占有率



资料来源：中国电子元件协会，招商证券研发中心

原材料方面，日本企业也同样具备很高的市场份额。2010 年全球电极箔日本的市场份额为 75%，其中主要的电极箔生产企业，也是全球最大的两家生产企业——JCC 及 KDK 全球市场份额在 51%左右。2010 年全球电极箔产值合计 13.1 亿美元。

图 6：2010年全球电极箔占有率



资料来源：中国电子元件协会，招商证券研发中心

2、海外巨头产业转移成为必然趋势

1) 成本压力不堪重负

电极箔作为电容器的关键材料，其生产成本占铝电解电容器的 50%左右。其中，化成

箔的生产需要消耗大量电力，每平米大约要消耗 45 度电。近年来，日本国内的电价节节高升，根据《世界能源报告》的统计，2009 年日本的电价上升了 10.5%，经换算后达到 1.51 元/度，其上升幅度为经合组织成员国中最大的。

而根据国家能源局的数据，2009 年我国国内的电价 0.53 元/度。仅从电力成本来看，日本国内的成本已经是中国生产企业的 2 倍左右，因此，对于耗电量高的化成箔行业来说，中国企业有绝对的成本优势。

表 1：经合组织国家电价（单位：人民币元/度）

国家	2008 年电价	2009 年电价	电价变化率
美国	0.75	0.77	1.76%
英国	1.54	1.37	-10.94%
日本	1.37	1.51	10.49%
韩国	0.59	0.51	-13.21%
中国	0.52	0.53	1.9%
22 国平均	1.35	1.31	-2.82%

数据来源：《2009 世界能源报告》、《2010 世界能源报告》

2) 严格的环保标准挤压企业生存空间

化成箔的生产对环境具有一定的污染，而日本对于环境保护的要求又极为严格，促使其退出化成箔生产。

表 2：日本完善的五层法律

法律层级	具体法律法规
环境基本法	宪法基础上制定的环境基本法
综合性法律	大气污染防治法 水污染防治法 湖沼水质保护特别措施法
规划类法律	关于在特定工厂建设防治污染组织的法律
经济责任类法律	劳动安全卫生法 企业负担污染防治事业费法 污染防治国家财政特别措施法

资料来源：招商证券研发中心

3、中国承接产业转移的优势

1) 庞大的市场规模

作为全球第二大经济体，对于任何一个跨国企业而言，中国国内的市场需求都举足轻重。尤其是中国未来两年进入高铁建设高峰期，十二五特高压电网投资，以及国内新能源汽车，智能电网等新兴产业的建设将带动国内中高压铝电解电容器消费的大幅提升。

2011 年中国特高压电网的投资额在 2000 多亿元，假设有 10%-15% 用于电容器，其中铝电解电容器占比为 34%（按目前铝电解电容器的比例），仅国内特高压电网这块对电极箔就有 68-102 亿的市场需求量。相较于目前 300 亿的全球市场容量来说是很大的增量。

“十二五”期间，特高压总投资将高达 4000 亿元，其中设备投资将达到 2500 亿元左右。

按照据专家预测,全球的化成箔市场的需求增速在未来 5-10 年保持 15%以上的增速,而中国的需求占主要部分,增速达到 20%以上。

2) 中国已成为全球产业链的重要组成部分

经济研究和咨询公司 IHS Global Insight 近期发表报告说, 2010 年中国制造业产值高达 1.955 万亿美元,在全球制造业总产值中所占的比例为 19.8%,相比之下美国去年制造业产值仅为 1.952 万亿美元,在全球制造业总产值中所占的比例仅为 19.4%。从制造业产值方面衡量,中国去年已经超过美国成为全球制造业第一大国。

报告还指出,中国制造业的增长速度让人感到惊奇。2008-2010 年中国制造业产值年均增长速度高达 20.2%,美国仅为 1.8%,而日本则仅为 4.25%。

可以说,中国的制造业产业链已经足够长,几乎每一个行业都能在国内找到广泛的上下游。对于电极箔行业而言,其上游铝冶炼行业是充分竞争的,国内始终供应充足。其下游铝电解电容器行业的发展空间巨大。据《中国铝电解电容器市场竞争研究报告》预测,2010 年全球铝电解电容器市场规模将达到 50.60 亿美元,2011 年将达到 54.50 亿美元。2010-2012 年全球铝电解电容器市场将维持 3%-7%的增长率。而我国铝电解电容器 2010 年市场规模为 106 亿元,到 2012 年我国铝电解电容器市场规模将达到 122 亿元,市场将维持 5%-9%的增长率。

3) 显著的成本优势

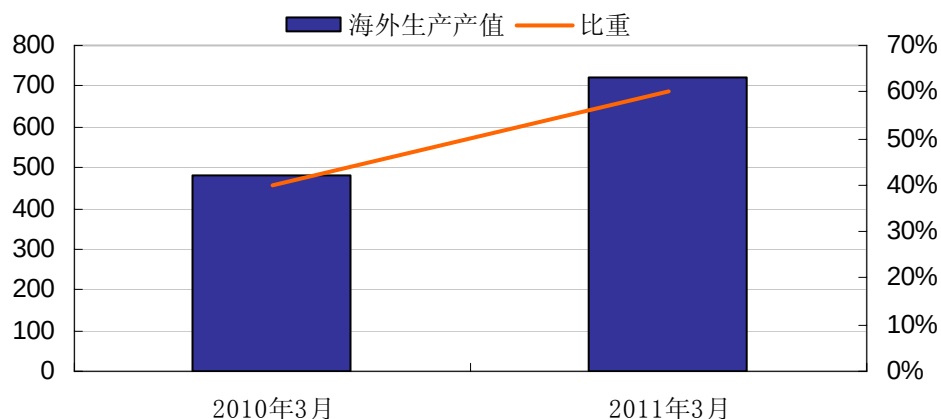
除了上文提到的电力成本以外,较低的工资水平(尤其是内陆省份)以及完善的基础设施也使得中国企业具备显著的成本优势。

目前国内电极箔主要生产基地分布在新疆和广东,这些地区已经建成了发达的高速公路及铁路网络,物流成本相对较低。相比而言,越南、印尼以及巴西等新兴国家的基础设施远不及中国。

4、产业转移为国内电极箔行业带来发展机遇

全球前三大铝电解电容器厂近年一直在降低本国产品的生产量,生产逐步转向东南亚及中国地区。如, Nichicon 分别在无锡和苏州建立生产基地; Chemicon 的铝电解电容海外的生产比重预计将从 2010 年 3 月的 40%提升至 2011 年 3 月的 60%,仅此一家公司的移动产值就占全球的 4.8%左右。

图 7: Nippon Chemicon 的海外生产比重

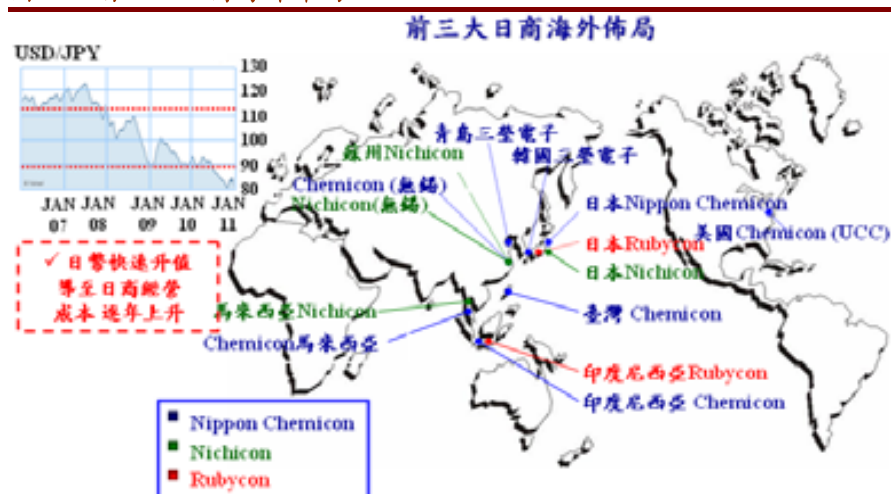


资料来源：中国电子元件协会，招商证券研发中心

铝电解电容器生厂商海外比重的增加将提高就近采购原料的机率，从而带动相关产业的同步转移。与此同时，基于中国资源，电力等方面的相对优势，加速了产业转移的步伐。

目前，JCC 已分别在台湾、韩国及中国设立化成箔生产基地。而相对于台湾生产商，中国的成本至少低 30%，更具成本优势。

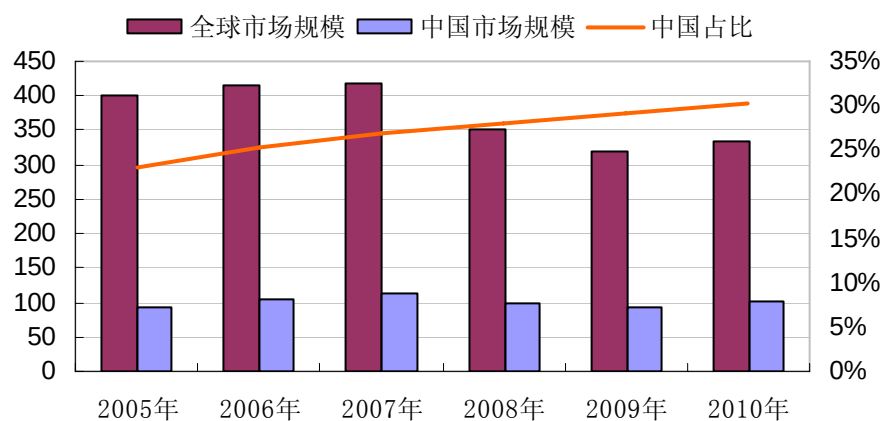
图 8: 前三大日商海外布局



资料来源：中国电子元件协会，招商证券研发中心

而化成箔的前段技术腐蚀技术目前仍掌握在日本厂商手中，因此，国内腐蚀箔自给率较低，尤其是高性能腐蚀箔仍需大量进口，而国内仅东阳光铝和凯普松产品质量相对较高。但我们判断，未来随着国内腐蚀技术的逐步提升，加上国内的电力成本优势，产业转移的趋势已经成立，尤其是在日本地震后，将加快对外投资的步伐，而产业转移由传统的生产转移逐步升级为技术转移。

图 9: 2005-2010中国与全球铝电解电容器的市场规模(亿元)



资料来源: 江海股份招股说明书, 招商证券研发中心

三、投资建议

在整个宏观经济环境较为复杂，及不可抗因素增多的大环境下，我们认为有两种投资机会将是确立的。1、公司发展受益于产业转移和技术升级，在此大背景下，公司产能有望快速提升，技术升级将实现进口替代及价格提升；2、产品价格持续收益于中国定价权提升

1、行业景气度向上公司

东阳光铝——产能扩张超预期，行业景气度维持高位

受益于高铁、特高压智能电网，以及新能源汽车行业发展

未来两年高铁建设处于高峰期；高铁、特高压电网智能电网以及新能源汽车属于国家十二五规划重点发展行业，未来 2~3 年特高压将出现爆发式增长。公司主营产品中高压化成箔将高度受益，未来两年行业景气度维持高位。

产品供不应求，产能扩张超预期

中高压化成箔具有较高的技术壁垒，国内短缺，严重依赖进口；此外，基于国内成本优势，产业正在向国内转移。目前市场上其他电极箔生产商也在积极扩产。公司目前开工率 100%，产品供不应求，公司计划化成箔生产线每年扩产 30%，根据未来规划及市场供需情况，产能扩张可能会超预期。

钎焊箔成为公司未来业绩新的增长点

公司钎焊箔年产能 2 万吨，产品具有高附加值。目前产品在认证过程中，预计 2012 年达产，届时将成为公司新的业绩增长点。

技术成本优势，占领日本高端市场

公司中高压化成箔具有明显的技术优势，其中高压铝电容器用电极箔腐蚀扩面新技术和阳极箔化成技术，处于国际先进水平。此外，公司是国内惟一能大批量稳定生产闪光灯电容器用化成箔的生产企业，同时可以生产 1000VF 以上超高压化成箔。目前公司产品已成功进入日本高端电容器厂供应链，具有一定的产品壁垒。

业绩高速增长，后续不乏亮点

随着化成箔、烧碱产品及钎焊箔产量提升，我们预计公司 11、12 年 EPS 分别为 0.67 元和 0.82 元。此外，上市公司有望整合集团煤炭资产，医药业务突破值得期待，以及未来将逐步涉及新能源新材料领域。给予“强烈推荐”投资评级。

2、强烈的政策预期

锡业股份——受益于行业整合及新增产能投产

锡价将维持高位，并有望继续创出新高

受印尼出口及开采限制影响，锡市供应紧张程度加剧；下游电子行业需求旺盛，未来两年将保持 20% 的增速。预计锡价将维持高位，并有望继续创出新高。

已形成完整产业链，锡材和锡化工等深加工产品在国内优势明显

公司已形成了从矿山到下游锡材锡化工等深加工完整产业链。而国内大部分生产商主要从事锡初级加工，深加工产品大量依赖于进口，公司在深加工方面有明显的技术优势。

业绩将持续增长

公司今年将投产 10 万吨铅冶炼项目；2012 年 10 万吨铜冶炼将达产，铜矿自给率也达到 30% 以上。随着两个项目的逐步达产，以及公司深加工产品毛利率的提升，公司未来业绩将保持增长。

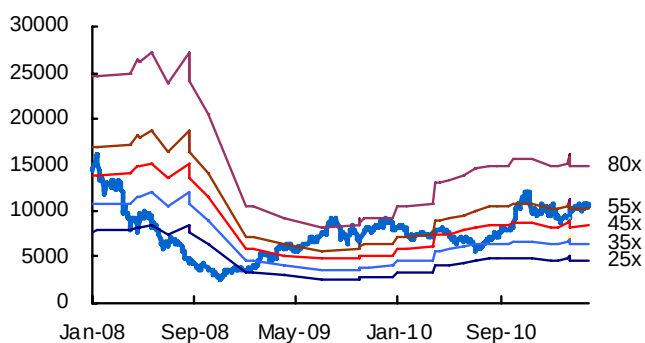
受益于行业整合

国家对于锡等稀缺资源的保护政策不断出台，未来行业整合力度将加强，公司将受益与此，首先，国内一些中小企业并不具备锡锭冶炼技术水平，只是简单的粗加工，锡业股份具备技术优势，未来有利于对其他中小企业的整合；再次，锡业股份作为锡资源及产量最丰富的云南地区的最大锡企业，势必成为当地的锡矿及冶炼的整合龙头。

给予“强烈推荐”评级

我们预计，公司 10\11\12 年 EPS 分别为 0.4 元/0.81 元/1.02 元。集团规划产值从今年的约 150 亿增加到 2013 年的 300 个亿左右，对于公司的产值也提出了增产的要求。公司未来有较大的再融资需求。

图 10: 有色金属行业历史 PEBand



数据来源：招商证券研发中心

图 11: 有色金属行业历史 PBBand

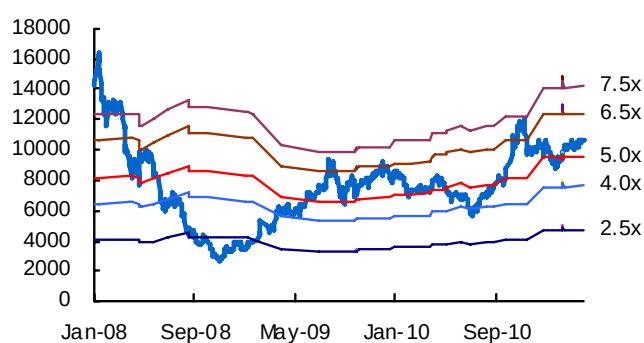


表 3: 重点公司盈利预测及投资评级

公司	EPS			PE			评级
	10E	11E	12E	10E	11E	12E	
东阳光铝	0.38	0.67	0.65	50	28	29	强烈推荐 A
江西铜业	1.48	1.38	1.92	27	29	21	强烈推荐 A
锡业股份	0.60	0.8	0.9	57	43	38	强烈推荐 A
云南锗业	0.70	0.75	1.16	112	104	67	审慎推荐 A
中色股份	0.18	0.32	0.51	212	119	75	审慎推荐 A
厦门钨业	0.51	0.9	1.11	103	59	48	审慎推荐 A
包钢稀土	0.93	1.5	1.9	105	65	51	审慎推荐 A
山东黄金	0.86	1.15	1.55	63	47	35	审慎推荐 A
中金黄金	0.79	1.11	1.5	48	34	25	审慎推荐 A
西藏矿业	0.18	0.27	0.45	207	138	83	审慎推荐 A
金钼股份	0.26	0.5	0.7	104	54	39	审慎推荐 A
宝钛股份	0.01	0.36	0.8	4111	91	41	审慎推荐 A
铜陵有色	0.60	0.71	1.2	48	40	24	审慎推荐 A
中金岭南	0.45	0.6	0.74	47	36	29	审慎推荐 A
吉恩镍业	0.45	0.67	0.9	65	44	33	中性 A

资料来源：招商证券研发中心

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王晓丹，南开大学国际经济研究所数量经济学硕士，理学学士，两年证券研究从业经验，两年期货研究从业经验。

李洪冀，英国帝国理工大学金融学硕士，数学学士，四年有色金属行业研究经验，曾任国信证券有色行业研究员。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。