

新材料研究小组 分析师：何卫江

执业证书编号：S0730511050001

hewj@ccnew.com

联系人：牟国洪 021-50588666-8039

围绕能源环保主线 掘金“材”富投资机会

——新材料 2012 年年度投资策略

研究报告—行业策略

同步大市

发布日期：2011 年 12 月 12 日

报告关键要素：

国家处于经济发展转型关键期，新材料行业作为战略新兴产业与先导产业，同时受国家新材料“十二五”规划及相关产业政策支持，给予新材料行业“同步大市”投资评级。紧密围绕新材料下游需求，以能源环保为主线，在新材料中挖掘优质股。

投资要点：

- **铅酸电池：关注动力电池与汽车起动细分领域。**在环保整顿下，铅酸电池迎来行业发展拐点；上游供给有望持续偏紧，而下游需求稳步增长，且动力电池与汽车起动细分领域影响最大；行业将保持较高盈利水平，而行业集中度将逐步提升。重点关注具备规模和技术优势的公司，或有资源进行产业整合与兼并重组的生产企业。推荐骆驼股份、南都电源和圣阳股份。
- **锂离子电池：关注新能源汽车用动力电池。**锂离子电池传统需求稳步增长，关注新能源汽车动力电池的进展，投资策略为兼具技术与规模优势的负极、电解液细分领域，以及事件驱动下的投资机会。建议关注江苏国泰、杉杉股份、新宙邦和德赛电池。
- **金属非金属新材料。**金属新材料下游需求与电子元器件紧密相关，重点关注稀土永磁材料上游稀土价格走势，国家政策逐步落实有望将稀土和钕铁硼价格稳定在合理水平；非金属新材料关注掌握核心技术，且下游需求与新能源、节能环保紧密相联的上市公司。建议关注中科三环、东方钽业、安泰科技、恒大高新和豫金刚石。
- **风险提示：**1、国内经济增速下滑超预期；2、新能源汽车市场进展仍低于预期；3、电子元器件行业景气度持续低迷；4、铅酸电池行业环保整顿后续执行不力及铅价大幅波动。

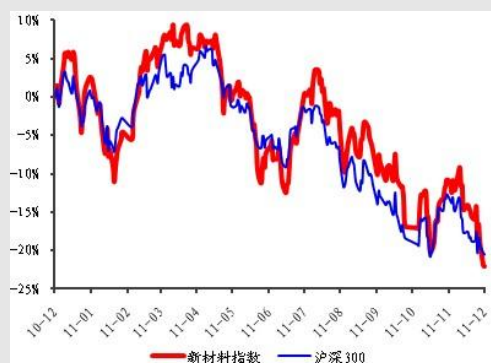
子行业	评 级
二次电池	同步大市
金属非金属新材料	同步大市

盈利预测和投资评级

公司简称	2011EPS	2012EPS	2012PE	评级
骆驼股份	0.88	1.28	16	买入
南都电源	0.28	0.84	23	买入
江苏国泰	0.62	0.82	17	增持
新宙邦	1.21	1.61	24	增持
恒大高新	0.74	1.04	17	增持
新大新材	0.75	1.03	13	增持

注：股价为 2011 年 12 月 06 收盘价

行业相对沪深 300 指数表现



相关研究

- 1、锂电行业 2011 年下半年投资策略：以行业集中度结合技术和规模优势为投资主线
- 2、2011 年第四季度投资策略：行业政策利好发掘新材料投资机

联系人：周楷翔

电话：021-50588666-8031

传真：021-50587779

地址：上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编：200122

目 录

1、新材料：战略新兴与先导产业	4
2、铅酸电池：重点关注汽车起动与动力电池	4
2.1 回望 2011：环保整顿“生”拐点	4
2.1.1 环保整顿下供给偏紧	4
2.1.2 行业景气反转	5
2.2 未来关注：汽车起动与动力电池细分领域	6
2.2.1 总体需求：稳中有靓点	6
2.2.2 供给持续“吃”紧	8
2.3 小结：行业集中度提高 景气度向上	8
3、锂离子电池：重点关注动力电池	9
3.1 2011 年回顾：新能源汽车低于预期 行业投资过热	9
3.2 展望 2012：储能增长稳步 关注动力电池	10
3.2.1 储能电池稳步增长	10
3.2.2 新能源汽车：动力电池成本与配套措施是关键	11
3.2.3 动力电池成本：下降空间大	12
3.2.4 成本下降：重点是关键材料	12
3.2.5 动力电池材料需求：有望爆发	13
3.3 锂电池：关注电解液、负极细分领域	13
4、金属新材料：关注节能环保新兴市场	14
4.1 金属功能材料超预期	14
4.2 需求稳中有靓点	16
4.2.1 传统领域：稳步增长	16
4.2.2 需求靓点：围绕节能环保主题	17
4.3 行业景气将趋稳	17
5、投资策略：重点关注铅酸电池	17
5.1 行业估值总体偏高	17
5.2 投资策略	19
5.2.1 铅酸电池：重点关注动力与汽车起动细分领域	19
5.2.2 锂电池：关注电解液、负极龙头与事件驱动投资机会	19
5.2.3 金属非金属新材料	19
5.3 重点公司估值	19
6、风险提示	20
行业投资评级	21
公司投资评级	21
重要声明	21
免责条款	21
转载条款	21

图表目录

图表 1: 不同新材料子板块营业收入、净利润及同比增速(2011 年 1-9 月).....	4
图表 2: 2006 年-2011 年铅酸电池产量及同比增速.....	5
图表 3: 铅酸电池月度产量及同比增速(2011 年).....	5
图表 4: 整体法下铅酸电池板块毛利率与净利率.....	5
图表 5: 铅酸电池主要公司毛利率(%)比对.....	5
图表 6: 2001 年-2011 年汽车产量及同比增速.....	6
图表 7: 国内汽车月度产量及同比增速(2011 年).....	6
图表 8: 我国汽车保有量(季度累计).....	6
图表 9: 我国汽车起动电池需求容量及同比增速.....	6
图表 10: 2001-2010 年电动自行车产量及同比增速.....	7
图表 11: 2005-2011 年通信行业固定资产投资及增速.....	7
图表 12: 2006-2014 年国内光伏电池组件装机量及累计装机量.....	8
图表 13: 2008-2011 年国内新能源汽车产销量及增速.....	9
图表 14: 整体法下锂离子电池板块毛利率与净利率.....	10
图表 15: 锂电关键材料重点公司毛利率(%).....	10
图表 16: 2008-2011 年我国锂离子电池出货量及同比增速(按季度).....	10
图表 17: 2009-2011 年我国锂离子电池出口量、同比增速及占比(按季度).....	11
图表 18: 2008-2015 年智能手机销量及同比增速.....	11
图表 19: 2009-2015 年全球平板电脑需求预测.....	11
图表 20: 日韩 HEV 动力电池成本对比.....	12
图表 21: 日韩 PHEV/BEV 动力电池成本对比.....	12
图表 22: 日韩 PHEV/BEV 单体动力电池成本占比(2011 年).....	13
图表 23: 日韩 PHEV/BEV 单体动力电池成本占比(2015 年).....	13
图表 24: AESC 单体动力电池关键材料用量对比.....	13
图表 25: 一辆日产聆风纯电动汽车关键材料用量.....	13
图表 26: 整体法下金属新材料板块毛利率与净利率.....	14
图表 27: 金属功能材料重点公司毛利率(%).....	14
图表 28: 2009-2011 年主要稀土原材料价格曲线(日线).....	15
图表 29: 2010-2011 年稀土钕铁硼 N35 价格曲线.....	15
图表 30: 钕铁硼 N35 及上游稀土价格比对(2011 年).....	15
图表 31: 2007-2011 年全球个人电脑出货量及同比增速(按季度).....	16
图表 32: 电子元器件行业景气度.....	16
图表 33: 国内新能源与节能环保钕铁硼材料需求.....	16
图表 34: 新材料与上证、中小板、企业版 PE(TTM)对比.....	18
图表 36: 二次电池板块 PE(TTM)对比.....	18
图表 37: 金属非金属新材料板块 PE(TTM)对比.....	19
图表 38: 新材料重点公司估值.....	20

1、新材料：战略新兴与先导产业

新材料是20世纪末在传统材料基础上发展起来的一种新概念，是指新出的或已在发展中的、具有传统材料所不具备的优异性能和特殊功能的材料。为加快经济发展转型，2010年10月，国务院明确新材料为七大战略新兴产业和国民经济三大先导产业之一。“新材料十二五”规划明确指出未来重点发展六大领域—特种金属功能材料、高端金属结构材料、先进高分子材料、新型无机非金属材料、高性能复合材料和前沿新材料。

在系列政策保障下，新材料也将逐渐迎来历史最好发展期。2011年，在环保整顿促进下，铅酸电池行业迎来行业发展拐点；金属功能材料受益稀土环保整顿表现异常靓丽；而锂电行业由于新能源汽车进展远低于预期，表现较为失色。从四类新材料营业收入与净利润看，2011年1-9月，除锂离子电池子板块营业收入和净利润同比呈现负增长外，其余均表现较高增速，其中金属新材料和非金属新材料净利润同比增速分别为153%和137%。

图表1：不同新材料子板块营业收入、净利润及同比增速(2011年1-9月)

	营业收入		净利润	
	合计(百万元)	同比增速(%)	合计(百万元)	同比增速(%)
铅酸电池	10108.21	18.87	475.35	66.71
锂离子电池	56378.97	-4.25	1261.64	-46.38
金属新材料	19483.69	61.58	1471.00	153.27
非金属新材料	8380.44	39.11	1185.06	136.56

资料来源：Wind，中原证券

注：上述板块营业收入与净利润为该板块对应上市公司数据

面对有限石化资源与经济发展转型，以能源为主线的节能环保、新能源、新能源汽车产业未来发展将提速，而新材料为其产业基础。同时，低碳经济促使未来环保政策趋严，为此提出2011年新材料行业紧密围绕能源环保的主线，从中挖掘“材”富价值。

2、铅酸电池：重点关注汽车起动与动力电池

2.1 回望 2011：环保整顿“生”拐点

2.1.1 环保整顿下供给偏紧

2011年1-9月份，全国铅酸电池累计产量为10133万KvAh，同比小幅下降0.62%；具体至月度看，6月份全国铅酸电池总产量为965万KVAh，创年内新低，同比大幅下降18.42%；7-9月产量环比略有增长，但9月份产量为1153万KVAh，同比下降幅度为8.23%。

图表 2: 2006 年-2011 年铅酸电池产量及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

图表 3: 铅酸电池月度产量及同比增速 (2011 年)



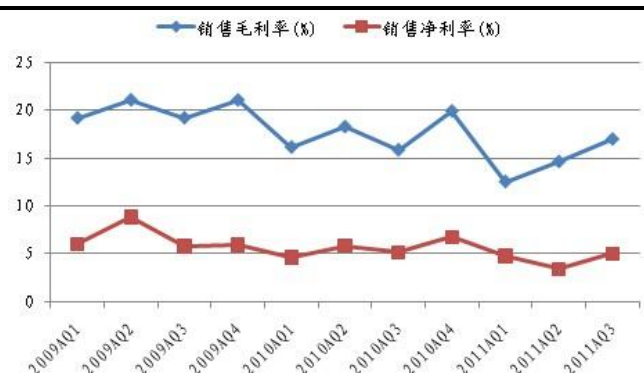
资料来源: Wind, 中原证券

2011年5月以来, 铅酸电池产量同比大幅下降的原因是铅酸行业的环保整顿, 整顿表面源自2011年以来各地频现的血铅及铅中毒事件, 但重大血铅事件早在2008年就已出现, 我们认为其内在因素在于政府转变经济发展模式。截止2011年7月, 国内主要省份铅酸电池总数为1930家, 其中取缔关闭数为583家, 占比为30.21%; 停产整顿数为1015家, 占比达52.59%; 而在产的仅为252家。

2.1.2 行业景气反转

从铅酸电池子板块销售毛利率与净利率看, 该板块销售毛利率在2011年一季度现低点, 净利率在二季度现低点; 同时国内铅酸电池主要上市公司的毛利率显示: 2011年前三季度毛利率环比上半年略有上升, 但第三季度毛利率环比上升显著。我们认为, 血铅事件诱发铅酸行业环保整顿后, 一方面铅酸电池供给显著下降, 同时下游需求稳步增长, 而铅酸电池生产企业盈利能力环比上升显著。可见, 由血铅事件诱发的环保风暴已“催生”行业拐点。

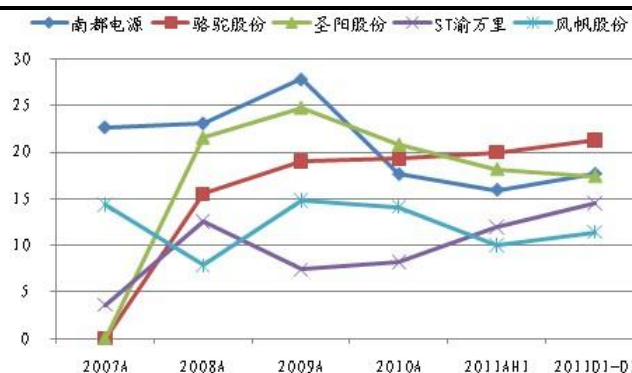
图表 4: 整体法下铅酸电池板块毛利率与净利率



资料来源: Wind, 中原证券

注: 整体法下板块毛利率波动更多反映板块内龙头公司盈利能力。

图表 5: 铅酸电池主要公司毛利率 (%) 比对



资料来源: Wind, 中原证券

2.2 未来关注：汽车起动与动力电池细分领域

2.2.1 总体需求：稳中有靚点

铅酸电池根据其应用领域一般可分为汽车起动电池、动力电池和后备与储能(固定电池)电池。2009年，汽车起动、动力和后备与储能电池用量占比分别为48%、26%和15%。

汽车起动电池：稳步增长。

2010年，我国汽车产销双双超过1800万辆，分别达到1826.47万辆和1806.19万辆，同比增速分别为32.44%和32.37%，产销量位居全球第一。2011年1-10月，国内汽车产、销量分别为1558和1518万辆，同比增速分别为3.95%和3.47%。2012年，国内汽车产销量预计将保持个位数增长，而保有量将超过1亿辆。

图表 6：2001 年-2011 年汽车产量及同比增速



资料来源：Wind，中原证券

图表 7：国内汽车月度产量及同比增速(2011 年)



资料来源：Wind，中原证券

图表 8：我国汽车保有量(季度累计)



资料来源：Wind，中原证券

图表 9：我国汽车起动电池需求容量及同比增速



资料来源：骆驼股份招股书，中原证券

从汽车保有量看：2007年底我国汽车保有量为5697万辆，至2010年，大幅增长至9086

万辆，同比增长19.25%；2011年1-9月，我国汽车保有量达到10189万辆。汽车用启动电池市场包括新车的配套市场和维护市场。每辆新车配套需一只电池，而汽车启动电池平均寿命为2年，维护市场每年对电池的需求量为汽车保有量的一半，对比我国汽车保有量，该领域需求将稳步增长。预计2011-2015年，汽车启动电池市场需求的年均复合增长率为13%。

电动自行车：动力电池用市场重点。铅酸电池作为动力电池主要用于电动自行车，市场占比达95%。同样，电动自行车也分为新增市场和维护市场。2010年，全国电动自行车产量为2954.4万辆，同比增速为24.71%，而总保有量约为1.3亿辆。预计未来5年国内电动自行车将形成800亿的市场需求，并将保持20%以上的增速。

图表10：2001-2010年电动自行车产量及同比增速



资料来源：圣阳股份招股书，中原证券

图表11：2005-2011年通信行业固定资产投资及增速

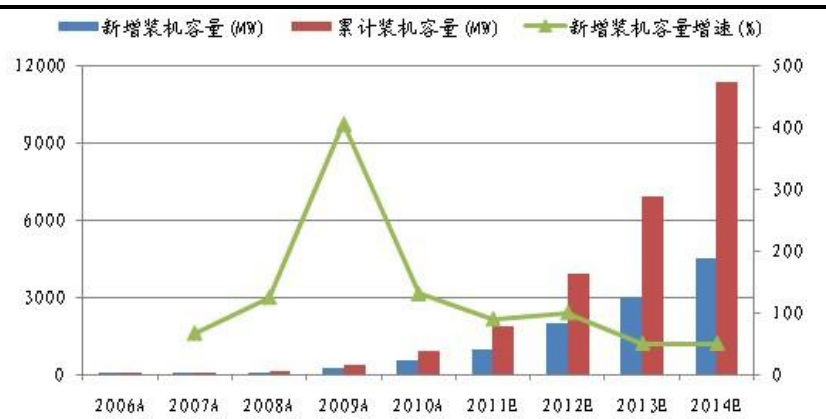


资料来源：Wind，中原证券

通信用后备电池：稳步增长。通信用后备电池市场包括新增与维护：从新增市场看，每年需求量约占通信固定资产投资的2-3%；在维护领域，后备电池替换周期为3-5年。据预测：“十二五”期间，预计电信业投资将达2万亿元，较“十一五”增长36%。同时，随着国内以华为技术、中兴通讯为代表的通信设备集成商的海外销售快速提升，且阿尔卡特-朗讯、艾默生等跨国企业增加了在国内采购铅酸电池的比重，这都将扩大国内铅酸电池的整体需求。预计该领域铅酸电池需求增速将保持在10%的水平。

新能源储能电池：潜力巨大。传统能源的日益匮乏和环境日趋恶化，极大地促进了以太阳能、风能为代表的新能源的发展，但它们发电存在随机性与间歇性特征，部分地区特别需要先进的储能技术作支撑。以太阳能为例，2010年，国内累计光伏装机容量为900MW，预计2011新增装机容量1000MW，同比增长89.75%。根据估算，未来2-3年“金太阳示范工程”将直接为铅酸电池生产企业带来9-10亿元的市场空间，加上地方财政支持，该工程市场空间预计达到20亿元以上。

图表12：2006-2014年国内光伏电池组件装机量及累计装机量



资料来源：亚玛顿招股书，中原证券

为顺应“节能减排、低碳生活”的时代主题，各地政府已正式启动“光伏照明工程”或在节能减排工作目标实施方案中将光伏照明工程列入政府工作议程，预计未来2-3年内，光伏照明工程将直接为铅酸电池生产企业提供18-20亿元的市场空间。

2.2.2 供给持续“吃”紧

受血铅事件整顿影响，2011年1-9月，全国铅酸电池累计产量为10133万KvAh，同比小幅下降0.62%，且截止2011年7月，国内主要省份铅酸电池生产企业为1930家，取缔与停产整顿合计占比达82.80%。具体至细分领域看，动力电池与汽车起动电池细分领域受停产整顿影响最大，而通信市场影响相对较小。

自2011年5月环保整顿至今，全国未新批一家新的铅酸电池生产项目，且新建铅酸电池的项目审批实行终身负责制，势必将加大环保审批的力度。同时，《铅酸蓄电池行业准入条件》即将颁布实施，对卫生防护距离、环保测评不达标企业将实施严格的管控，并可能将含铬、含砷的铅酸电池纳入淘汰落后产能范畴。为此，我们认为2012年铅酸电池供给总体将持续偏紧，部分细分领域如汽车起动在上市企业募投项目达产后有望逐步改善。

2.3 小结：行业集中度提高 景气度向上

随着《铅酸蓄电池行业准入条件》的即将实施，铅酸行业生产环节的污染有望实质性解决，部分技术落后、管理滞后的铅酸电池生产企业被兼并重组的力度将加大，行业集中度将逐步提高。

2011年11月，国务院发布《关于建立完整的先进的废旧商品回收体系意见》，目标是建立铅酸电池等各种废旧商品回收体系，同时拟从生产企业中征收资金以建立废旧产品处理基金。特别值得强调的是，铅酸蓄电池具有回收成本低、再生循环利用率高等独特

优势，如果将铅酸蓄电池产业与其回收利用产业相结合，将会形成完整的产业链，是一种典型的循环经济发展模式。

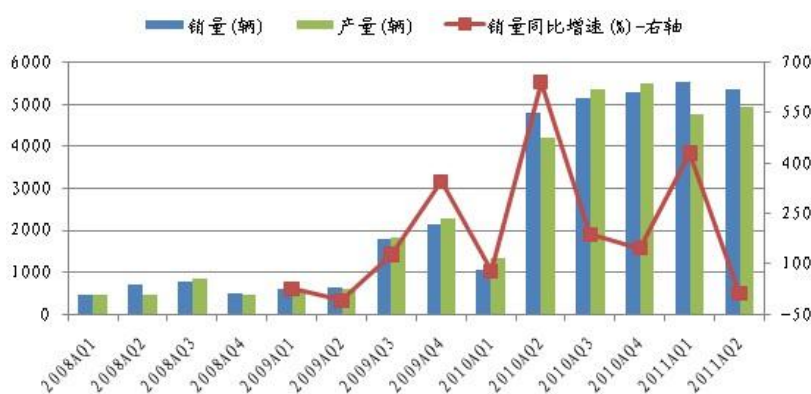
铅酸电池同锂离子电池相比，在性价比上将长期保持优越性，其下游需求被锂离子电池大规模替代的可能性仍较小。可见，2012年铅酸电池行业上游供给将偏紧，而下游需求稳步增长可预期，行业景气度将保持在较高水平，行业盈利能力将稳定在合理水平，且铅酸电池生产企业的行业集中度有望逐步提高。

3、锂离子电池：重点关注动力电池

3.1 2011 年回顾：新能源汽车低于预期 行业投资过热

2011年前三季度，锂离子电池板块营收和净利润同比分别下降4.25%和46.38%。从下游应用领域看，目前锂离子电池市场仍集中于手机、笔记本电脑、数码相机等便携储能装置中，而被寄予厚望的新能源汽车进展远低于预期，导致新能源汽车对锂动力电池需求也远低于预期。如从国内新能源汽车销量看，明显低于国家规划与市场预期：2010年，国内新能源汽车产销量分别为16388和16275辆；至2011年7月，国内私人购买的新能源汽车仅1000辆左右。

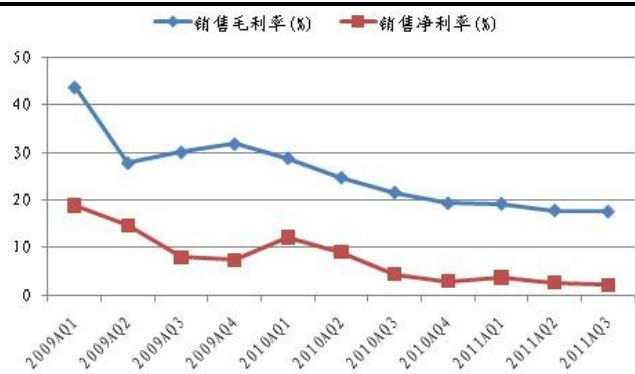
图表13：2008-2011年国内新能源汽车产销量及增速



资料来源：Wind，中原证券

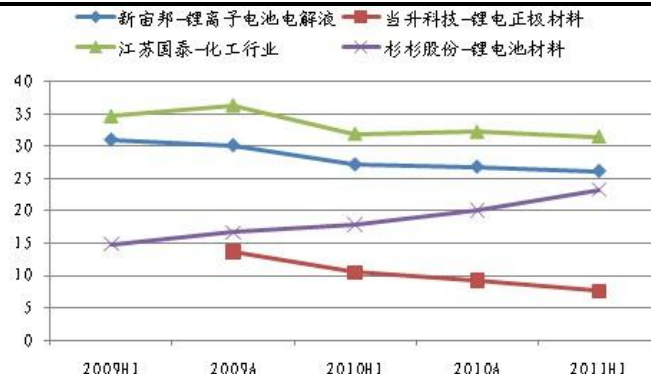
2010年以来，该子板块的销售毛利率与净利率呈下降趋势，主要原因是国内外对新能源汽车过于乐观，导致近两年整个锂电产业投资过热，但受技术和价格等诸多因素影响，目前新能源汽车进展远低于预期。我们从锂电关键材料重点公司毛利率也可以间接反映出锂电板块竞争较为激烈，特别在正极材料领域，2011年上半年毛利率仅为7.62%，而负极和电解液由于存在一定技术壁垒和规模优势，仍保持较高盈利能力。

图表 14: 整体法下锂离子电池板块毛利率与净利率



资料来源: Wind, 中原证券

图表 15: 锂电关键材料重点公司毛利率(%)



资料来源: Wind, 中原证券

3.2 展望 2012: 储能增长稳步 关注动力电池

3.2.1 储能电池稳步增长

2010年,国内锂离子电池出货总量为26.97亿只,同比增速为43.29%;2011年前三季度出货总量为20.99亿只,同比小幅增长8.22%;从季度增速看,2010年3季度呈现逐步下降趋势,且下滑速度有放大迹象。

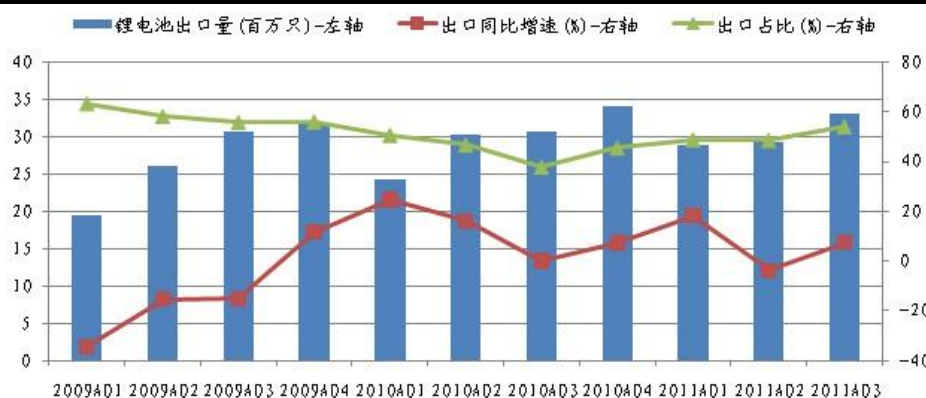
图表 16: 2008-2011年我国锂离子电池出货量及同比增速(按季度)



资料来源: Wind, 中原证券

其中出口总量为9.11亿只,同比小幅增长6.65%,出口占比回落至50.52%,但出口增速从二季度开始呈现回暖迹象。

图表17: 2009-2011年我国锂离子电池出口量、同比增速及占比(按季度)



资料来源: Wind, 中原证券

随着智能手机、平板电脑等新兴电子产品的兴起, 预计2012年便携装置储能用锂电池仍将保持10%左右的增速水平。

图表18: 2008-2015年智能手机销量及同比增速



资料来源: IDC, 中原证券

图表19: 2009-2015年全球平板电脑需求预测



资料来源: IIT, 中原证券

3.2.2 新能源汽车: 动力电池成本与配套措施是关键

新能源汽车发展低于预期的主要原因: 一是总体售价太高。二是相关配套措施进展低于预期, 特别是充电设施标准欠缺与充电不便。针对新能源汽车市场进展低于预期及配套措施不足, 2011年11月, 财政部等四部委联合出台了《关于进一步做好节能与新能源汽车示范推广试点工作的通知》: 要求试点城市在落实好中央试点政策的同时, 研究制定新能源汽车示范推广鼓励政策, 落实免除车牌拍卖、摇号、限行等限制措施; 同时明确充电桩配比不低于1: 1, 定期上报试点工作进展情况, 对不符合规定的取消试点资格。如在即将出台的北京汽车行业“十二五”规划中, 今后5年北京市将大力推广混合动力、纯电动等新能源汽车, 新能源汽车规模将达到4万辆以上。

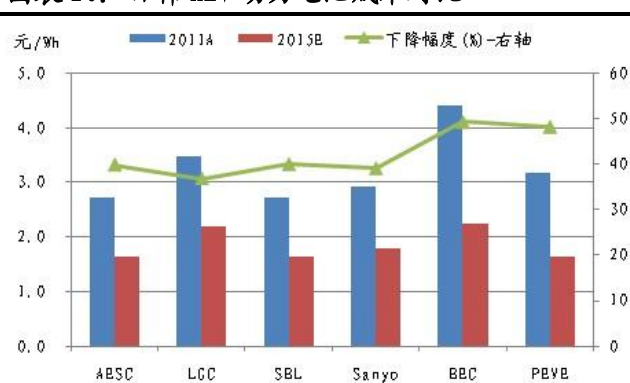
面对新能源汽车售价过高, 四部委出台了《关于开展私人购买新能源汽车补贴试点

的通知》，明确最高补助6万元/辆。在新能源汽车成本中，动力电池性价比是最关键因素。

3.2.3 动力电池成本：下降空间大

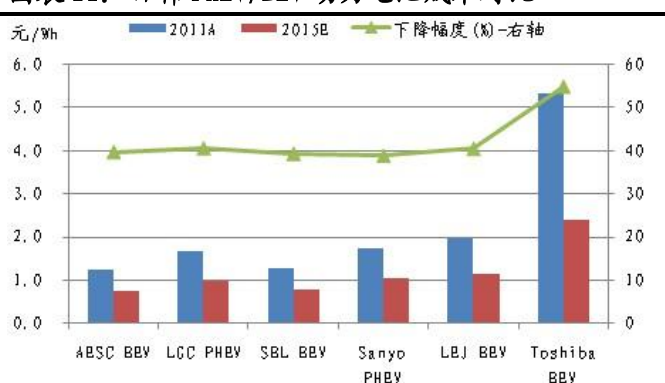
从日本、韩国主流动力电池供应商公布的数据看，首先对于HEV用动力电池而言：1、2011年动力电池成本为2.7-4.4元/Wh，而2015年预计下降至1.6-2.2元/Wh；2、与2011年相比，单位瓦时平均成本下降幅度为40%左右。其次对于PHEV/BEV而言：1、2011年平均成本为1.2-5.3元/Wh，2015年预计降至0.75-2.41元/Wh；2、与2011年相比，2015年成本下降幅度为40%左右。

图表 20：日韩 HEV 动力电池成本对比



资料来源：IIT，中原证券(注：1日元=0.08242 计算)

图表 21：日韩 PHEV/BEV 动力电池成本对比



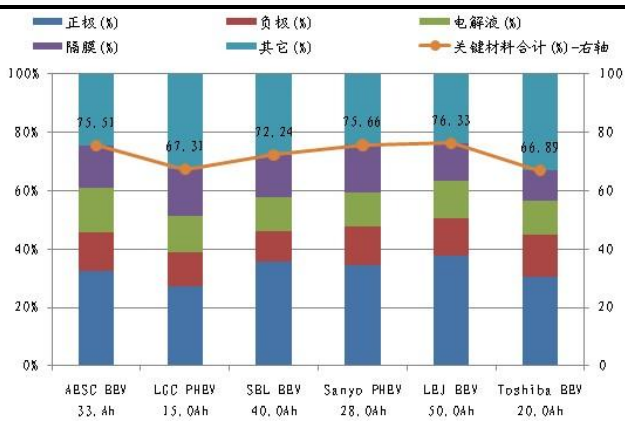
资料来源：IIT，中原证券

对于HEV或PHEV/BEV，动力成本下降主要取决于三方面：一是优化电池制备工艺，如提升组装成品率；二是降低锂电关键材料成本；三是规模效应。为此，前期通过相关政策、资金扶持新能源汽车显得尤为重要，当新能源汽车具备一定市场规模时，成本的下降将促进市场的进一步壮大。综合考虑，预计2012年动力电池成本下降空间为10-15%。

3.2.4 成本下降：重点是关键材料

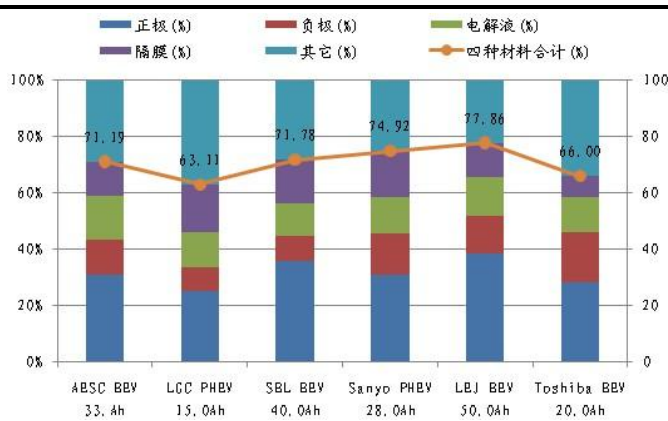
锂离子电池主要由正极、负极、电解液、隔膜四种关键材料和辅助材料如容器、正/负极集流体等构成。对于PHEV/BEV用单体动力电池而言，2011年，四种关键材料成本合计占比为67-76%，占比最大的为正极材料，其次是电解液或隔膜；预计至2015年，关键材料成本合计占比为63-78%，其中正极材料占比25-38%。相对于PHEV/BEV，HEV用四种关键材料成本合计占比为51-60%，一般而言，隔膜和正极材料占比较大。

图表 22: 日韩 PHEV/BEV 单体动力电池成本占比 (2011 年)



资料来源: IIT, 中原证券

图表 23: 日韩 PHEV/BEV 单体动力电池成本占比 (2015 年)

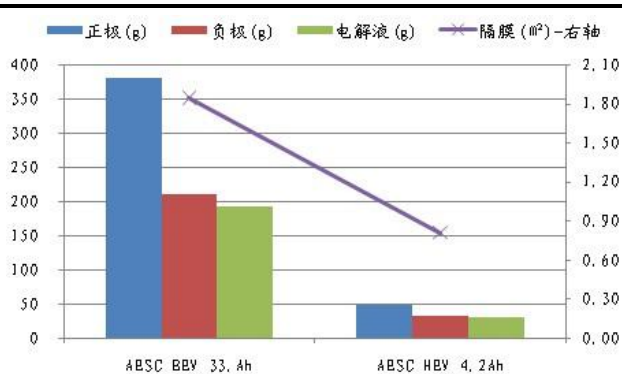


资料来源: IIT, 中原证券

3.2.5 动力电池材料需求: 有望爆发

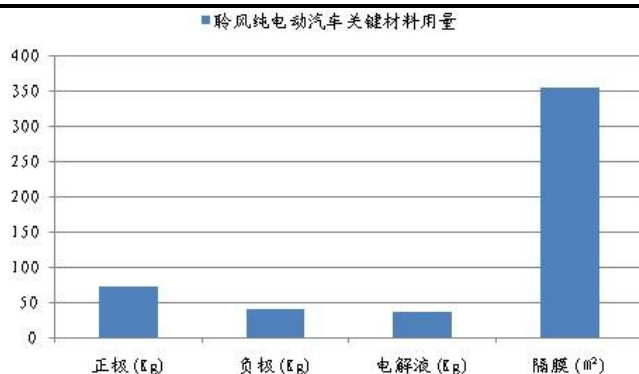
新能源汽车动力电池是由多块单体电池根据电池设计要求, 按一定的串并联方式组合而成, 由于其容量是手机、笔记本电脑等便携装置储能用电池的上千倍, 对应材料需求也将随着新能源汽车市场的逐步兴起而爆发。以日产聆风纯电动汽车为例, 由AESC配置的动力电池总容量为24KWh, 它是以4个层压型电池单元为1组制造模块, 通过嵌入48个这样的模块形成的电池组。其中, 电池单元材料需求: 正极380g、负极210g、电解液192g、隔膜1.8m², 而对应一辆聆风纯电动汽车关键材料用量大致为: 正极70Kg、负极40kg、电解液37Kg、隔膜350平方米。

图表 24: AESC 单体动力电池关键材料用量对比



资料来源: IIT, 中原证券

图表 25: 一辆日产聆风纯电动汽车关键材料用量



资料来源: 中原证券

3.3 锂电池: 关注电解液、负极细分领域

近年锂电产业链中部分领域盈利能力大幅下滑, 主要原因是投资过热, 且被寄予厚望的新能源汽车进展远低于预期。特别是锂电关键材料中的正极材料, 由于储能领域用正极材料技术壁垒也不存在, 在过度竞争下, 传统储能用正极材料毛利率仅为7%。

对于负极、电解液关键材料, 由于在高端领域仍存在一定的技术壁垒, 该子版块仍

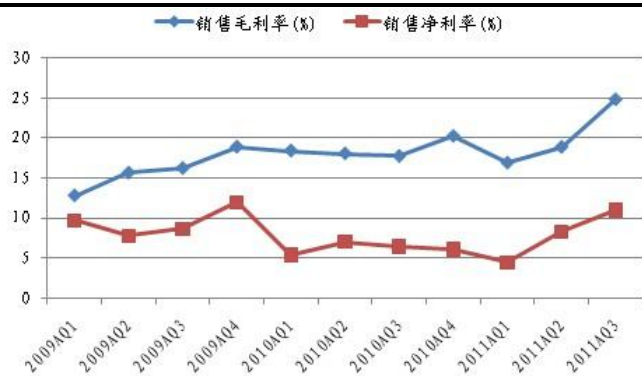
能保持较高的盈利能力。同时，新能源汽车动力电池用材料的毛利率可能更高，如日韩用动力电池电解液平均售价为10-14.8万元/吨，而国内储能电池用电解液售价约8万元/吨，动力电池用电解液售价高出25-85%。

4、金属新材料：关注节能环保新兴市场

4.1 金属功能材料超预期

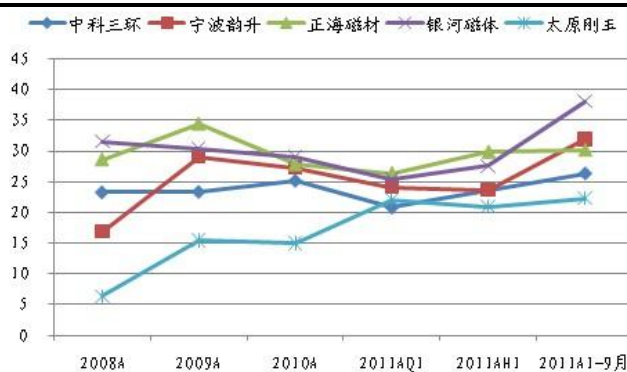
2011年1-9月，金属新材料实现营收195亿元，净利润为14.71亿元，同比增速分别为61.58%和153.27%。从板块毛利率看：2011年一季度，金属新材料子板块毛利率与销售净利率为近两年历史低点，随后盈利能力大幅提升；2011年三季度毛利率为24.79%，环比一季度的16.85%提升了7.94个百分点，其主要原因是板块中以稀土钕铁硼永磁材料为代表的金属功能材料类公司盈利能力大幅提升。

图表 26：整体法下金属新材料板块毛利率与净利率



资料来源：Wind，中原证券

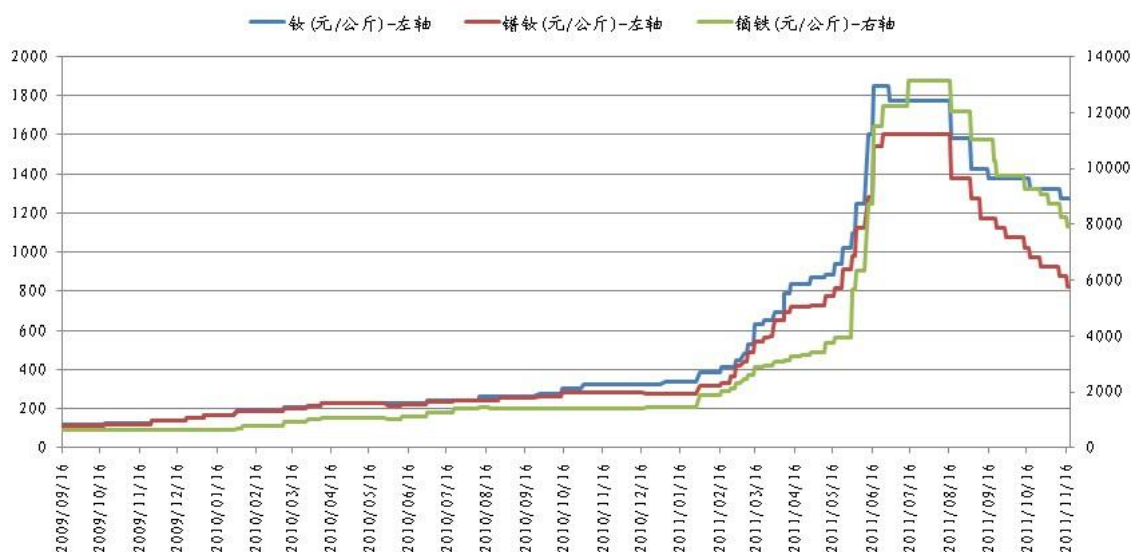
图表27：金属功能材料重点公司毛利率 (%)



资料来源：Wind，中原证券

金属功能材料盈利能力大幅提升的主要原因是该板块中的稀土钕铁硼生产企业受益上游稀土价格飙升，如钕由年初的335元/公斤猛涨至1850元/公斤，最高涨幅达452%；镨铁则由1430元/公斤飙升至13150元/公斤，同比增长816%。稀土价格上涨来源于两方面：一是国家2011年出台了系列稀土相关政策；二是市场存在一定的炒作。随着下游需求下降等多因素促发，稀土价格至2011年8月以来回落趋势明显，至11月18日，钕、镨钕、镨铁的价格分别为1275元/公斤、825元/公斤和7900元/公斤，相对年初的价格涨幅为280%、196%和450%。

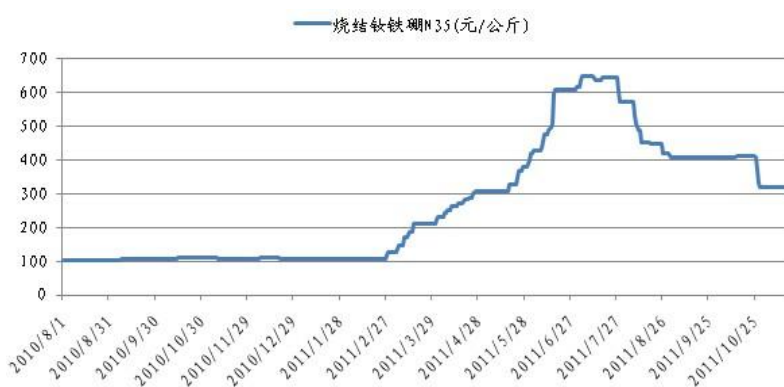
图表28：2009-2011年主要稀土原材料价格曲线(日线)



资料来源：Wind，中原证券

四季度策略中提及，中游的稀土钕铁硼生产企业具备较强的成本转嫁能力，主要原因：一是钕铁硼生产企业可通过自身产品提价转移上游原材料价格的上涨；二是钕铁硼下游需求行业可接受钕铁硼产品的提价。具体表现为钕铁硼N35价格的走势基本与上游稀土原材料价格走势相当，从2011年初的107.5元/公斤涨至最高时的647.5元/公斤，目前回落至320元/公斤，相对年初涨幅为196%。

图表29：2010-2011年稀土钕铁硼 N35 价格曲线



资料来源：百川咨询，中原证券

图表30：钕铁硼N35及上游稀土价格比对(2011年)

	最低价	最高价	同比最大增幅(%)	最新价(11月18日)	相对涨幅(%)
钕(元/公斤)	335	1850	452.24	1275	280.60
镨钕(元/公斤)	279	1600	474.51	825	195.70
镝铁(元/公斤)	1435	13150	816.38	7900	450.52

钕铁硼 N35 价格(元/公斤) 107.5 647.5 503.33 320 195.67

资料来源: Wind, 百川咨询, 中原证券

4.2 需求稳中有靓点

4.2.1 传统领域: 稳步增长

永磁材料下游集中于汽车、变频器、微波炉等领域的电机、扬声器和感应器中, 传统需求与电子元器件行业紧密相关, 是电子元器件下游电子产品的基础材料之一。而电子元器件主要用于电脑、通讯设备、消费电子等3C产品中。2010年, 电脑、通讯设备、消费电子对电子元器件需求占比分别为42.1%、22.6%和23.4%。从全球个人电脑出货量看, 2010年全球出货量为3.47亿台, 同比增长13.89%。2011年上半年, 总出货量为1.67亿台, 同比略增0.65%, 且1季度为近两年的低点, 下游需求有望逐步进入上升通道。

图表31: 2007-2011年全球个人电脑出货量及同比增速(按季度)



资料来源: IDC, 中原证券

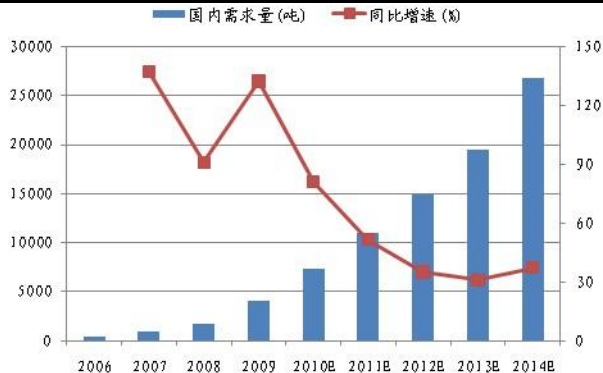
目前, 电子元器件行业整体仍处于调整中, 随着智能手机、平板电脑等新兴产品的逐步壮大, 同时从电子元器件最大下游需求个人电脑出货趋势看, 我们认为电子元器件行业有望在2012年上半年逐步走出低谷。

图表32: 电子元器件行业景气度



资料来源: Wind, 中原证券

图表33: 国内新能源与节能环保钕铁硼材料需求



资料来源: 正海磁材招股书, 中原证券

4.2.2 需求观点：围绕节能环保主题

面对有限的石化资源和能源短缺挑战，节能与新能源环保领域将成为钕铁硼未来市场的内在推动力。国内节能空调、新能源汽车、节能电梯、风力发电以及EPS等新能源与节能环保领域对钕铁硼材料的需求将呈现高速增长态势，预计2011年需求量为11000吨，同比增长51%，未来仍将保持30%以上的增速。

4.3 行业景气将趋稳

上游稀土自2011年8月出现回落以来，包钢稀土等宣布实行稀土收储政策；工信部等四部委对重点稀土省/市开展稀土专项整治情况联合检查，首批仅15家符合环保要求，对未入榜名单不予审批新建项目或上市环保审查；稀土专用发票制定已完成，有望2012年上半年推出；《有色金属“十二五”规划》初稿中明确对稀土等实行总量控制，并欲建立完整的国家储备体系。

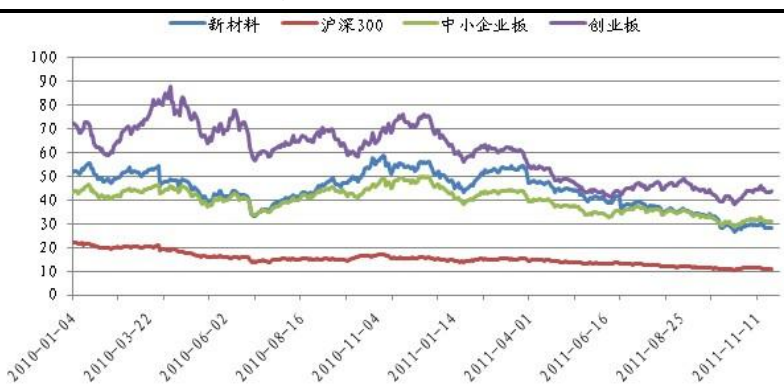
2012年，随着电子元器件行业景气度有望走出低谷，金属功能材料传统需求有望保持稳步增长态势；随着国家对节能减排的重视，节能环保、新能源、新能源汽车等产业在政策持续推动及技术变革下，该领域将成为金属功能材料的需求观点。我们认为，相关稀土政策在2012年后都将逐步实施，未来上游稀土价格跌回2011年年初价格的概率较小；未来稀土价格将逐步稳定，并保持在一个合理的价位水平。由于价格回调，相对于2011年第三季度的盈利高点，行业盈利能回调是个大概率事件，未来将保持在合理水平。

5、投资策略：重点关注铅酸电池

5.1 行业估值总体偏高

至2011年11月24日，沪深300的市盈率(TTM, 整体法, 剔除负值)为10.91倍，中小创业板市盈率为30.86倍，创业板为43.50倍，而新材料板块为28.17倍，估值水平基本与中小板持平。从近两年估值水平看，新材料板块估值水平基本位于的历史低点，从50倍逐步调整至30倍左右，但目前估值相对沪深300的10倍市盈率仍偏高。考虑国家经济正处于经济发展转型关键时期，受新材料“十二五”规划政策影响，新材料及下属子行业及公司将迎来历史最好发展机遇，结合新材料指数及板块估值水平，整体给予新材料行业“同步大市”的评级。

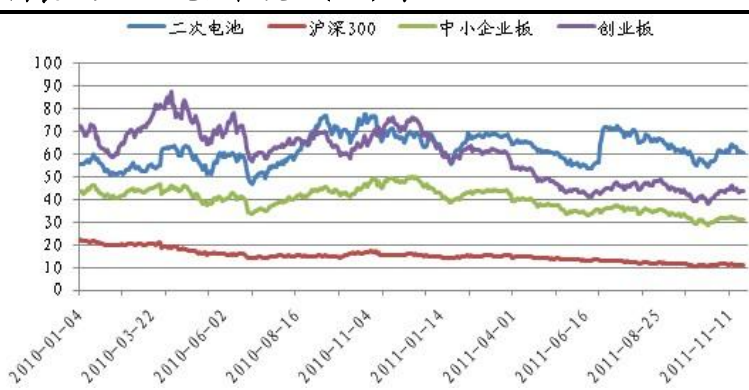
图表34: 新材料与上证、中小板、企业版PE (TTM)对比



资料来源: Wind, 中原证券

2010年以来, 二次电池板块估值明显高于中小企业版和沪深300, 估值水平整体偏高; 2011年以来, 板块估值逐步赶超创业板水平, 期间虽出现两次回调, 但整体估值显著偏高, 至2011年11月24日, 该板块市盈率为60.38倍, 创业板对应为43.50倍。考虑二次电池中的铅酸蓄电池迎来行业发展拐点, 锂离子电池有望受益于新能源汽车的发展, 我们仍给予二次电池板块“同步大市”的投资评级。

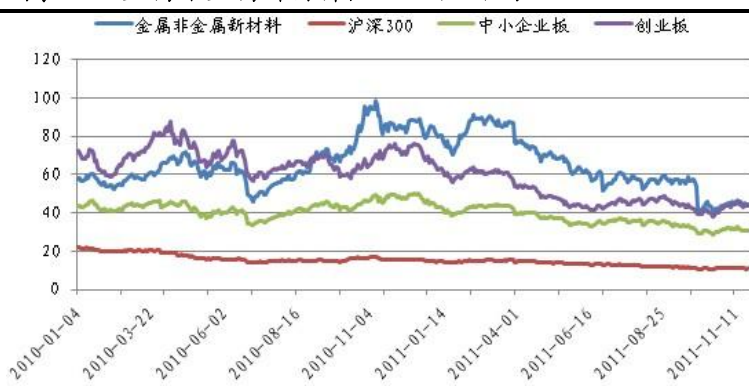
图表36: 二次电池板块PE (TTM)对比



资料来源: Wind, 中原证券

近两年来, 金属非金属新材料板块整体估值水平显著高于沪深300、中小企业版及创业板, 整体估值水平偏高。至2011年9月以来, 板块估值出现回调, 目前基本与创业板水平相当, 至2011年11月24日, 整个金属非金属新材料板块市盈率为44.48倍。在新材料“十二五”规划中, 明确提出支持特种金属功能材料、高端金属结构材料、新型无机非金属材料 and 前沿新材料。考虑政策支持力度及未来投入, 我们给予金属非金属新材料板块“同步大市”的投资评级。

图表37: 金属非金属新材料板块PE (TTM) 对比



资料来源: Wind, 中原证券

5.2 投资策略

5.2.1 铅酸电池: 重点关注动力与汽车起动细分领域

受环保整顿影响, 铅酸电池行业景气度将向上, 行业集中度将逐步提高, 且下游细分市场中的动力电池与汽车起动领域影响最大。我们的投资策略为: 1) 选择产能受整顿影响小, 具备技术、管理和规模优势的公司; 2) 能紧抓行业整顿拐点, 具备技术、资金及管理优势, 能积极进行产业整合或兼并重组的生产企业。建议重点关注: 骆驼股份、南都电源和圣阳股份。

5.2.2 锂电池: 关注电解液、负极龙头与事件驱动投资机会

锂电池传统储能需求稳步增长, 重点关注新能源汽车用动力电池的进展。投资策略为: 1) 以规模和技术优势为主线, 关注负极材料与电解液细分领域; 2) 寻求政策与事件驱动下的投资机会。建议重点关注: 江苏国泰、杉杉股份、新宙邦和德赛电池。

5.2.3 金属非金属新材料

金属功能材料传统需求增长可预期, 以节能环保、新能源等新兴领域需求有望高速增长。对应投资策略为: 1) 稀土钨铁硼类具备规模和技术优势的公司; 2) 关注直接受益电子元器件行业复苏的相关公司。建议重点关注宁波韵升、中科三环、东方钽业、安泰科技。

对于非金属新材料, 建议关注掌握核心技术, 且下游需求与新能源、节能环保等领域紧密相联的相关上市公司。建议重点关注恒大高新、亚玛顿、新大新材和豫金刚石。

5.3 重点公司估值

根据投资策略, 我们重点推荐骆驼股份(601311)、南都电源(300068)、江苏国泰(002091)、新宙邦(300037)、恒大高新(002591)、新大新材(300080)。

图表 38：新材料重点公司估值

公司简称	总股本/亿股	流通股/亿股	股价 (元, 12.06)	EPS (元)			每股净资产 (2011A 1-9 月)	PE (倍)			PB (2011A 1-9 月)	投资评级
				2010	2011E	2012E		2010	2011E	2012E		
骆驼股份	4.20	0.83	20.68	0.78	0.88	1.28	6.22	26.51	23.62	16.13	3.33	买入
南都电源	2.98	1.40	15.98	0.36	0.28	0.84	8.64	53.08	68.73	22.66	1.85	买入
圣阳股份	0.75	0.19	23.33	0.84	0.78	1.06	9.50	27.77	29.76	22.08	2.46	增持
江苏国泰	3.60	3.47	13.97	0.59	0.62	0.82	2.92	23.68	22.67	17.14	4.78	增持
杉杉股份	4.11	4.11	14.45	0.29	0.46	0.59	7.13	49.15	31.41	24.49	2.03	增持
新宙邦	1.07	0.27	37.91	0.88	1.21	1.61	9.81	43.08	31.33	23.55	3.86	增持
德赛电池	1.37	1.37	22.64	0.52	0.65	0.88	1.87	72.68	34.83	25.73	12.11	增持
宁波韵升	5.14	5.14	16.53	0.51	0.97	1.01	4.17	32.12	17.04	16.37	3.96	增持
中科三环	5.08	5.08	21.10	0.41	1.21	1.50	3.63	51.46	17.51	14.10	5.81	增持
东方钽业	4.41	4.41	17.70	0.23	0.51	0.65	4.10	76.76	34.47	27.24	4.32	增持
安泰科技	8.59	8.57	19.11	0.26	0.38	0.52	3.74	72.41	50.29	36.75	5.11	增持
恒大高新	0.80	0.20	18.05	0.99	0.74	1.04	8.54	18.23	24.39	17.36	2.11	增持
亚玛顿	1.60	0.32	30.58	1.82	1.52	1.92	12.20	10.50	12.57	9.95	2.51	增持
新大新材	2.80	1.32	13.38	1.18	0.75	1.03	7.10	11.29	17.84	12.99	1.88	增持
豫金刚石	3.04	1.35	15.28	0.53	0.49	0.73	4.02	28.83	31.42	20.91	3.80	增持

资料来源：Wind，中原证券

6、风险提示

- 1) 全球经济持续低迷或回落超预期。
- 2) 铅酸电池行业环保整顿后续执行不力以及上游铅价大幅波动。
- 3) 新能源汽车市场进展与政策扶持力度低于预期。
- 4) 上游稀土价格与电子元器件行业景气度持续低迷。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。