

证券研究报告—动态报告/跨行业专题

跨行业专题

日本地震影响专题

2011 年 03 月 14 日

国信证券：日本地震对 A 股 15 个领域的影响

证券分析师：	郑东	010-66025270	zhengdong@guosen.com.cn
证券分析师：	周炳林	0755-82130638	zhoublin@guosen.com.cn
证券分析师：	黄学军	021-60933142	huangxjun@guosen.com.cn
证券分析师：	段迎晟	0755-82130761	duanys@guosen.com.cn
证券分析师：	陈健	010-66022025	chenjian7@guosen.com.cn
证券分析师：	左涛	021-60933164	zuotao@guosen.com.cn
证券分析师：	严平	021-60875165	yanping@guosen.com.cn
证券分析师：	邵子钦	0755-82130468	shaozq@guosen.com.cn
证券分析师：	郑武	0755-82130422	zhengwu@guosen.com.cn
证券分析师：	邱波	0755-82133390	qiubo@guosen.com.cn
证券分析师：	彭波	0755-82133909	pengbo@guosen.com.cn
证券分析师：	张栋梁	0755-82130532	zhangdl@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980209070367
 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120066
 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120018
 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980210030013
 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980210030018
 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980210060044
 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980209070368
 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980210040001
 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980210030010
 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980209050334
 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980209080404
 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120013

事项：

日本遭遇罕见地震，相关影响可能将在周一的股市进一步显现，为将事件在宏观策略和行业上的含义提供给客户，我们特邀请中国社科院日本研究所经济研究室主任张季风与国信证券经济研究所宏观、策略、电子、核电设备、钢铁、化工、汽车、通信、证券、保险、机械、航空、航运、有色、建筑工程等 15 个相关领域的分析师召开电话会，解析相关影响，及时提供投资参考建议。

目录

宏观评论：日本大地震影响逻辑的归纳(周炳林等).....	3
策略评论：地震对股市影响中期中性（黄学军等）.....	8
电子行业评论：日本地震对国内芯片、LCD 以及被动元件产业中性偏多（段迎晟等）.....	9
电力设备、新兴行业评论：福岛核电站泄露的影响分析（陈健等）.....	11
汽车行业评论：日本地震对我国汽车行业影响有限，主要集中于短期零部件进出口方面（左涛）.....	12
通信行业评论：两国通信产业关联度较低，震后重建或利好中兴华为（严平等）.....	17
证券行业评论：日本地震对证券行业影响（邵子钦等）.....	17
机械行业评论：挖掘机械短期受益，造船行业影响甚微（郑武等）.....	21
建筑工程行业评论：总体影响中性偏多（邱波等）.....	24
保险行业评论：日本地震对中国保险股整体影响有限，维持行业“推荐”（邵子钦等）.....	25
航空行业评论：地震事件将抑制日线航空需求（郑武等）.....	26
航运行业评论：短期小幅负面影响，维持行业“中性”评级（郑武等）.....	27
有色行业评论：短期利空已部分释放；关注对铝电解电容器产业链潜在影响（彭波等）.....	27
钢铁行业评论：日本地震对中国钢铁行业总体是利好（郑东等）.....	30
化工行业评论：日本地震冲击 PO、PX 进口（张栋梁等）.....	32

图表目录

图 1：分大行业日本对华出口（2008 年以来月平均）.....	5
图 2：中国对日本贸易额占比中国全部贸易额.....	5
图 3：日本原油消费及全球占比.....	6
图 4：1995 年阪神地震后美元兑日元汇价变动.....	6
表 1：中国从日本进口分行业数据.....	6
表 2：日本地震区主要半导体工厂及产能.....	9
表 3：日本地震对国内上市公司的影响.....	11
图 5：2010 年我国整车进口数量国家分布情况.....	13
图 6：2010 年我国整车进口金额国家分布情况.....	13
图 7：2010 年我国零部件进口金额国家分布情况.....	13
图 8：2010 年日本进口零部件金额分细类占比情况.....	13
图 9：2010 年我国整车出口数量国家分布情况.....	14
图 10：2010 年我国整车出口金额国家分布情况.....	14
图 11：2010 年我国零部件出口金额国家分布情况.....	14
图 12：日本汽车产业布局图.....	16
图 13：阪神地震前后日经 225 走势.....	18
图 14：阪神地震后日经 225 指数 11 个月后恢复震前水平，成交额 7 个月后恢复震前水平.....	18
图 15：上证指数并未受阪神地震影响，走出相对独立的行情.....	19
图 16：汶川地震前后上证指数走势.....	19
图 17：汶川地震前后上证指数走势.....	20
表 4：证券行业重点关注公司.....	20
图 18：核电厂设计地震.....	21

图 19: 全球船舶在手订单结构 (DWT)	23
图 20: 日本主要船厂地理位置	24
表 5: 重点公司盈利预测及估值	25
表 6: 2009 年主要公司再保险保费支出	25
表 7: 缩减航班停飞情境下, 日本地震对三大航收入和净利润的影响 (情景 1)	26
表 8: 缩减航班停飞情境下, 日本地震对三大航收入和净利润的影响 (情景 2)	26
表 9: 日本稀土氧化物进口关口一览 (2010 年)	28
图 21: Nichicon 铝电解电容器工厂布局	28
图 22: Rubycon 铝电解电容器工厂布局	28
表 10: 日本三大铝电解电容器生产商在地震一带部分建设工厂	29
图 23: 全球铜冶炼产能利用率较低	29
表 11: 日本基本金属生产及消费全球占比情况	30
图 24: 日本五大钢铁生产基地分布图	31
图 25: 日本粗钢产量占全球粗钢产量比例	31
图 26: 我国向日本出口钢材数量及其占钢材总出口量的比例	31
图 27: 我国从日本进口钢材数量及其占我国进口钢材总量的比例	31
表 12: 日本环氧丙烷产能统计	32
图 28: 国内环氧丙烷进口依存度=24%	33
图 29: 日本占我国环氧丙烷进口量 8%	33
表 13: PX 进口统计	33
表 14: PTA 进口统计	33
图 30: 国内 PX 进口依存度=39%	34
图 31: 国内 PTA 进口依存度=34%	34

宏观评论: 日本大地震影响逻辑的归纳(周炳林等)

■ 建议大的原则: 短期规避的逻辑要相对坚决; 机会的逻辑要相对谨慎

1、短期规避的逻辑要相对坚决; 2、机会的逻辑要相对谨慎, 坚持尽早弄清产业链影响的机制和真相; 3、仅情绪影响、实质无影响的板块, 未来可相机寻找投资机会。

■ 宏观逻辑的初步总结:

1、日本基本经济情况及其对华联系

2010 年中国对日出口占总出口 7.7%; 进口 12.7%, 中国对日逆差 556 亿。IMF 口径 2010 年日本 GDP 为 5.4 万亿美元占全球比重 8.7%, 小于中国的 5.7 万亿美元。但体现国民经济实力的 GNP 指标日本仍比中国大, 与之有关的如日本银行机构总资产 22.6 万亿美元 (2009 年), 中国仅 8.95 万亿美元。产业上, 日本是高端的钢铁、汽车、电子元器件、化工的主要供应商, 日本进口大量铁矿石、原油加工成品后再出口, 日经指数、东京橡胶期货有全球影响。

2、日本地震对日本影响的基本逻辑

凯恩斯“破窗理论”造成的一些似是而非理论需要谨慎对待，例如简单讲地震刺激重建支出，利好宏观经济，这是片面的。理解事件对经济的影响，除了要看社会生产流量（如 GDP）的变化，还必须看社会总财富存量的变化，若把日本整体国家看作一个上市公司，则该“公司”的净资产显然在这次灾害中严重受损，为此，日本整体市净率（PB）指标受冲击上升，而该公司的主营业务收入、净利润（类似 GDP）指标则确实在未来在某个时候会因重建支出而大于历史趋势值，但是，由于生产、物流设施的破坏，即使是收入、利润（类似 GDP）流量指标，也至少在 1-2 个季度左右是减少的，为此，日本 GDP 可能出现“先降后升，再降回历史趋势值”，三阶段背后的诱因是“生产破坏、生产恢复叠加重建支出、重建结束”。由此，日本这个“公司”整体市盈率（PE）指标是先升后降再升。由此，从价值投资的角度考虑 PE、PB 双升，大地震负面影响是确定的。1995 年“阪神地震”日本股市跌了 5 个月后见底，日经 225 指数跌幅达到 22.16%；中国汶川地震也明显有加速 2008 年中国股市下滑的迹象。

3、日本地震对中国影响的基本逻辑

（1）中国核电发展战略前景会否面临较大的重新评估，从而核电项目的投资、审批等受到影响？本次地震引发日本核电大面积的自动停止运营，特别是周末机组发生爆炸、核泄漏确认和疏散半径扩大之后，中国核电原有的高成长预期将面临较大的短期情绪挑战，而中国发展核电的决心是否改变需继续观察。

（2）资源价格波动逻辑：日本地震引发的资源价格变化将通过全球一律定价的机制，从而对中国的上中下游相关产业产生不同的影响。

（3）中国进口产品的国内替代、中国出口产品在全球市场中的供给替代、全球化生产链条运转的持续性逻辑。这些逻辑可能主要集中在高端电子元件、钢铁制成品（郑东：主要是高档轿车板、硅钢片）、汽车及其零部件、家电、化工。替代为明确的利好，而一旦出现一些必须工序在日本，则相关整机生产商可能因开工率下降而受损。

（4）风电、水电、太阳能等非核替代能源短期情绪影响偏正面，中长期影响视核电事业的评估而定。

（5）原油：核电占日本电力供应的 3 成，在以前原油涨至 147 美元的过程中，有一个阶段的原因在于，日本核电厂检修时间超预期延长导致日本发电用的原油进口增加。这次地震不同之处在于，短期是电力供应下降，而工业停工也导致电力需求下降（检修案例没有这个因素），为此，短期暂未启动原油发电需求。但市场可能会预期常规工业复工时间要快于核电，为此，日本原油需求在未来 1-2 个月后可能开始增加，更远的时间，日本检讨核电战略，原油对于核电在现有的发电设施中具有明显替代作用，可能出现结构性增加。

4、日本对华出口金额较大的行业

（1）机械 20-30 多亿美元/月；（2）化工 15-20 亿美元/月；（3）制成品 15-20 多亿美元/月（制成品指：“制成品：钢铁产品 7 亿、制成品：有色金属 3 亿、制成品：金属制品 2 亿、制成品：纺织纱线及织物 2 亿、制成品：非金属矿物器具 1 亿多、制成品：橡胶制品 6000 万、制成品：纸及纸制品 4000 万”）；（4）电子、电机 30 多亿美元/月：其中半导体子项目有 10 多亿，集成电路 7、8 亿；（5）运输设备 6 亿多美元/月：机动车和机动车零部件各约一半；（6）“其他”项目 12 亿美元/月：其中，科学光学仪器 6、7 亿美元每月。（更细分产品的信息详见表 1）

以上数据绝对额的大小并无直接的逻辑，但提供了影响可能的方向，必须由行业分析师结合国内分类产品市场规模、产业链实际情况，以明确投资含义。

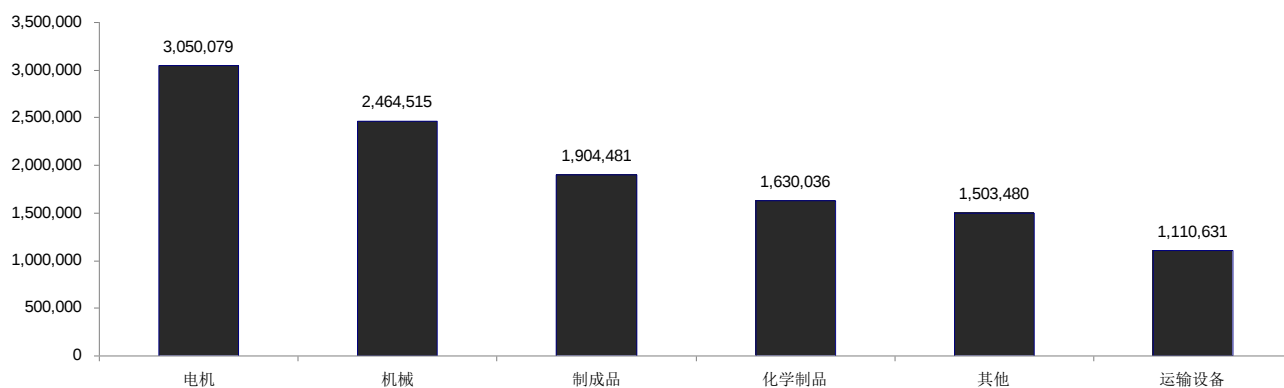
5、日元升值问题

1995 年阪神大地震，日元在其后 3-4 个月的升值幅度接近 20%。但随后的半年时间，影响逐步消退，一年后，基本回到之前的水平。

币值上述变化的基本逻辑是：地震引发日本公司将汇回日元用于灾后重建。同时，市场预期在日本有业务的外国保险公司以及总部在日本的跨国保险公司将很快需要买入大量日元，用于弥补地震损失以及支付保险索赔。在这些企业主体不得不将其他货币兑换成日元的过程中，日元将升值。日元作为亚太资本市场开发区域的主要套息资金来源，回流将令这些市场的资金面临压力。

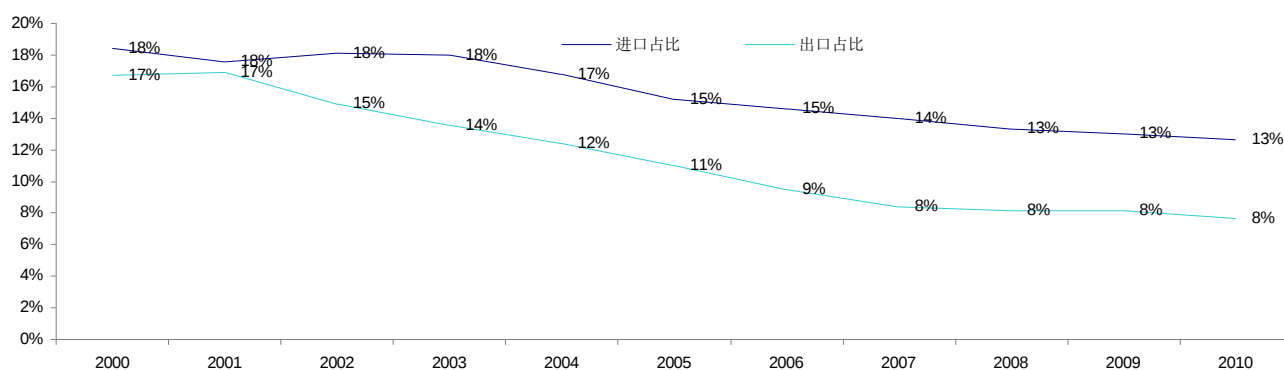
图 1：分大行业日本对华出口（2008 年以来月平均）

单位：千美元



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

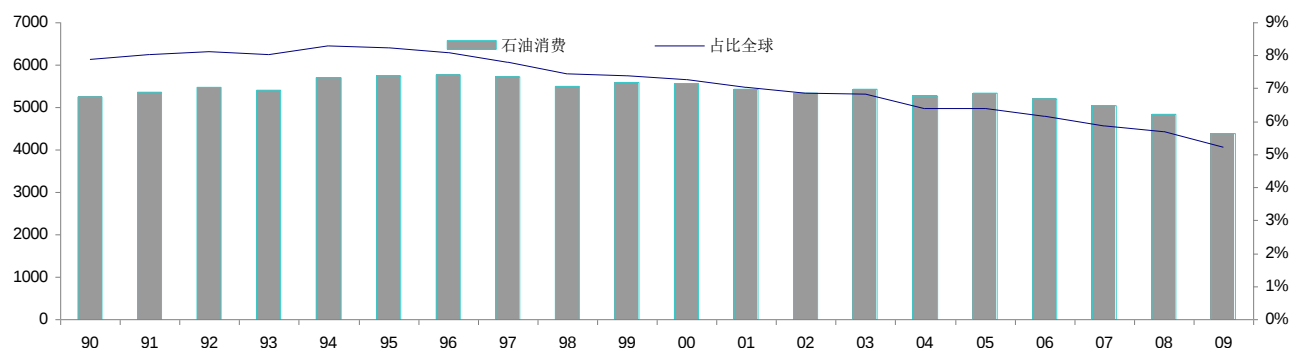
图 2：中国对日本贸易额占比中国全部贸易额



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

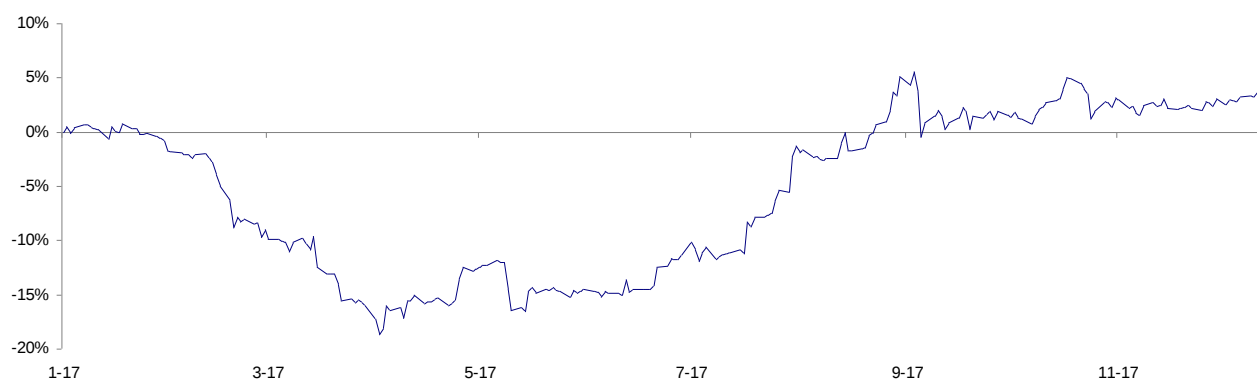
图 3: 日本原油消费及全球占比

单位: 千桶/天



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 4: 1995 年阪神地震后美元兑日元汇价变动



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

表 1: 中国从日本进口分行业数据

单位: 百万美元

指标名称	2011-01	2010-12	2010-11	2010-10	2010-09	2010-08	2010-07	2010-06
总计	11,458	15,868	13,461	14,412	13,346	12,934	14,280	13,596
食品	22	75	65	101	32	27	31	31
原材料	366	493	414	393	392	398	382	371
矿物燃料	173	301	78	193	193	214	188	92
化学制品	1,658	2,022	1,832	1,819	1,569	1,639	1,679	1,657
化学制品:有机化学制品	699	711	682	546	485	542	520	525
化学制品:医疗产品	38	30	37	38	32	28	37	24
化学制品:塑料材料	565	785	690	734	646	647	665	668
制成品	1,576	2,113	1,904	1,970	1,742	1,839	2,073	2,169
制成品:钢铁产品	659	724	705	700	663	705	724	828

制成品:有色金属	291	401	355	404	352	368	420	434
制成品:金属制品	184	282	233	240	206	203	245	240
制成品:纺织纱线及织物	172	338	280	289	221	253	321	315
制成品:非金属矿物器具	166	202	189	188	171	175	202	187
制成品:橡胶制品	61	92	77	81	74	72	87	89
制成品:纸及纸制品	40	65	58	59	48	52	61	66
机械	2,715	3,890	3,102	3,403	2,954	2,889	3,337	3,091
机械:动力机械	405	594	491	517	414	366	481	510
机械:计算机和机组	27	41	34	41	41	47	41	46
设备:电脑零件	153	211	201	260	179	197	238	218
机械:金属加工机械	248	473	400	400	338	362	339	292
设备:泵和离心机	185	279	244	266	224	241	256	245
机械:工程机械	173	171	173	131	161	129	182	162
机械:机械装卸设备	159	223	175	161	149	134	171	166
机械:加热或冷却机	52	101	76	82	94	63	72	79
机械:纺织机械	87	148	118	137	124	128	114	110
机械:球或滚子轴承	73	98	84	91	75	73	101	89
电机电子	2,537	3,491	3,059	3,390	3,399	3,171	3,477	3,184
电机:半导体	920	1,168	1,022	1,172	1,201	1,185	1,190	1,062
电机:集成电路	646	816	746	856	876	882	853	757
电机:视觉仪	138	165	152	152	235	183	203	187
电机:录像机和回放设备	135	160	150	148	232	181	199	185
电机:电视接收器	3	5	2	4	3	2	4	2
电机:音响器材	5	10	7	7	8	6	8	10
电机:试听设备零件	108	145	123	133	134	130	147	129
电机:电力机械	134	226	188	188	195	181	211	187
电机:通信设备	116	164	170	166	161	147	122	137
电机:电工仪表	196	287	257	238	246	211	248	226
电机:电气设备	425	611	532	598	564	506	609	541
电机:电池和蓄电池	109	146	127	125	126	117	143	136
运输设备	1,175	1,781	1,478	1,361	1,412	1,075	1,380	1,396
运输设备:机动车	599	823	720	622	716	500	632	640
运输设备:汽车	526	715	656	573	641	424	528	547
运输设备:公共汽车和卡车	73	108	64	49	74	76	104	92
运输设备:机动车部件	555	916	719	705	674	549	724	729
运输设备:摩托车	0	0	0	0	0	0	0	0
运输设备:船舶	0	0	0	2	2	0	0	0
其他	1,236	1,700	1,529	1,784	1,654	1,682	1,733	1,606

其他:科学光学仪器	535	701	581	587	605	630	621	604
其他:摄影器材	47	61	49	65	56	63	70	74
其他:空白/录制媒体	17	34	30	37	33	31	33	32

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

策略评论: 地震对股市影响中期中性 (黄学军等)

1、地震对 A 股短期冲击, 中期影响较小

日本地震对中国股市短期心理影响较大, 中长期看对中国股市的趋势影响不大。从宏观因素看有正有负, 主要是基于三个方面: 一是通过汇率和国际资金流向的影响, 一个是通过经验研究, 一个是通过实体经济的影响。首先对于汇率, 我们认为日元走强符合日本政府的意图。当然未来演绎的可能性有两种, 一种在于认为日本刚从衰退中复苏的经济可能受到地震和海啸的重创, 增长将倒退, 日元贬值。另一种情形, 日本灾后重建将带动需求, 这样可以吸引资金到灾害国进行重建, 从中长期看, 日元升值概率较大。从地震第一天看, 日元先贬后升。无论是哪一种情形, 日本负债较高, 这样向外举债的可能性较高, 维持日元强势对日有利。从其它地震国的经验看, 本币基本走强。如果日元升值, 那么美元升值的可能性小。我们维持年度策略的观点美元贬值, 人民币升值下对中国股市看好。其次, 经验研究表明, 地震国的股市出现趋势性下跌可能性较大, 但是非地震国不受影响, 从历次的大地震如 95 年神户大地震、04 年印尼海啸、08 年汶川大地震, 美国、周边国家以及 A 股 (非 08 年) 等影响不大。最后, 实体经济的影响主要体现在需求端, 由于震区物流系统较大的破坏、人员的巨大伤亡和核电设施的不确定性对日本经济影响负面, 这对我国贸易影响负面。

从板块影响来看, 逻辑在于地震国的优势产业的供给冲击带来成本的上升, 使得替代行业受益, 而进口原材料行业受损 (取决于相关存货的多少)。从产铜国的智利大地震来说, 地震后铜的供给紧张, 并出现了较大幅度的上涨, 接近 10%。对应 A 股的铜板块出现了交易性机会, 随后确定地震远离产铜区, 相关个股随后冲高回落。日本是主要的锂电池、芯片等消费电子以及高端制造业的产地, 由于供给冲击, 国内替代的产业受益。

对股市的影响, 主要影响因素还是国内影响较大, 目前的通胀依然在高位, 通胀预期有所反复, 但是回到 12 月和 1 月出台密集调控的预期可能性不大, 日本地震也将降低这种可能性, 尽管还不能排除未来仍有货币从紧的措施。

2、回避受损板块, 看好受益替代板块

当前仍维持这样的判断, 春节后到 3 月份的走势可能会类似于 2010 年 7-8 月份的行情, 可视为财报行情。随着时间的推移, 目前市场处于震荡的概率较大, 如因地震影响跌幅较大, 可低吸。投资策略上, 建议投资者继续关注景气度提升和政策支持以及地震受益的板块: (1) 从中期的角度依然关注景气度较高的投资品行业板块如机械和建材等。(2) 关注民生相关的消费等。(3) 关注替代受益的板块, 如部分电子和化工品、核电检测和防核药品和铝电容器等, 回避受损的板块如从日本进口液晶面板、内存为原材料的生产企业。

3、市场风险提示

需要提示投资者的是, 关注地震后续核电等的不确定性对 A 股的影响。

电子行业评论：日本地震对国内芯片、LCD 以及被动元件产业中性偏多（段迎晟等）

1、内存价格影响最为直接，其他芯片同样受到影响，A 股 IC 分销和设计个别公司正面影响，封测公司负面影响

内存芯片一直是波动较大的 IC 芯片，而此次地震直接影响了内存供应大厂东芝的芯片生产，所以短期内价格可能出现较大波动。由于东芝是仅次于三星的第二大芯片厂商，东芝-新帝联盟生产了全球将近 45% 的 NAND Flash 芯片，此次地震之后，东芝在岩手县和三重县的工厂生产直接受到影响；同时，三星和海力士都停止了部分内存产品的报价，DRAM 和 NAND 闪存可能短期出现限量供应或者分销商压货的情形，内存价格可能出现较大波动。

据统计，2010 年日本芯片公司收入约 633 亿美元，约占全球半导体市场的 20.8%。除内存芯片之外，飞思卡尔在仙台的微控制器芯片厂商靠近震中，对生产影响较大；富士通在岩手县的工厂预计也会有一定影响；东芝除内存之外，CMOS 芯片的生产也受到影响；索尼关闭的 6 家工厂主要生产蓝光光盘和播放机、激光和锂离子电池及半导体产品。受整体生产和市场情绪影响，预计其他芯片价格也可能短期内出现一定上涨。

表 2：日本地震区主要半导体工厂及产能

工厂位置	厂商	产能情况
宫城县	飞思卡尔	一座 6 寸厂、1 座 8 寸厂
	OKI	每月产能 7 万片，主要生产逻辑和类比 IC
岩手县	东芝	县内共有 4 座 6 寸线，2 座 8 寸线
		东芝月产能 12 万片，生产消费 IC 和逻辑 IC
秋田县	新电元	1 座 4 寸厂、1 座 5 寸厂
福岛县	富士通、日立、TI、Sanken、Onsemi	1 座 3 寸厂、2 座 6 寸厂、3 座 8 寸厂、1 座 12 寸厂
		富士通月产能 4 万片，生产逻辑和类比芯片
		TI 月产能 6 万片，生产类比芯片

数据来源：IEK，产能以 8 寸晶圆估计

对 A 股上市公司而言，芯片价格上涨影响较直接的是 IC 分销厂商和封测厂商。力源信息作为 A 股唯一一家 IC 分销厂商，芯片价格上涨对公司的产品价格和收入是较正面的影响；而封测厂商通富微电、长电科技和华天科技，由于来自于日本的封测订单生产受到影响，基本是负面影响。

对于芯片设计和制造厂商来说，总体而言由于同日本厂商主流业务重合较少，所以影响有限。其中，士兰微的 IC 设计和制造业务偏正面影响，士兰微的 MCU 和数字音视频芯片占其 IC 设计业务比重较高，芯片价格上涨以及索尼部分业务停产对其呈较正面的影响；另外，其 6 寸生产线的电源、功率驱动、射频信号等 IC 制造也在逐步承接全球落后产能，因此对此次日本受灾也是利好。而国民技术、恒宝股份、东信和平、晶源电子（同方微电子）等公司的 IC 设计业务主要是银行、社保卡、身份证、电信等专用芯片，对业务基本没有影响。而国内的 IC 制造厂商来说，主要以分立器件的制造为主，业务影响有限。

2、LCD 面板产业链有一定影响，更多的在于市场情绪对价格的影响，A 股面板和玻璃基板厂商影响正面

日本是重要的液晶面板供应地，另外旭硝子、板硝子等上游的玻璃基板厂商也在产业链中有较重要的地位，而面板上游

的彩色滤光片、偏光片等都有较完整的配套。

2010 年，全球大尺寸液晶面板销售额为 863 亿美元，日本企业销售收入占全球比例为 6.2%；在 10 英寸级以上液晶面板占全球比例约为 14%。此次地震夏普的面板厂可能会受到一定影响，但是考虑到韩国、台湾以及中国大陆的面板厂供应充足，预计不会对面板供应产生明显影响。如果市场情绪对面板价格有正面影响，则 A 股上市公司中面板生产企业京东方 A 和深天马 A 是正面的影响。

但是，旭硝子（Ashahi）是全球重要的玻璃基板厂商，主要产线在日本境内，而最大的面板厂商康宁也在日本境内有生产线，如果玻璃基板生产受到影响，则会影响到整个显示器件产业链，而对于玻璃基板市场新厂商彩虹股份而言是较为正面的影响。

对于主要从日本进口超浮法玻璃的 ITO 玻璃厂商长信科技而言，如果上游产品价格上涨，对公司呈负面的影响；而对于莱宝高科来说，彩色滤光片产品同日本企业替代关系，而同时又需要从日本进口玻璃，所以兼具正面和负面的影响。

3、被动元件和原料厂商的需求和竞争同时受到影响，总体而言影响有限

对于被动元件和原料厂商而言，一方面由于中国大陆的厂商已经在全球具备较强竞争力，所以同日本厂商在相应领域存在一定竞争关系；另一方面由于日本是全球重要的电子产品生产国，也是国内领先的元件厂商主要出口地，所以如果下游终端电子产品生产受影响，则会对产品需求造成一定影响。

电感市场而言，龙头企业顺络电子由于近几年的发展，日系企业客户在销售占比有所下降，但是以松下为首的日本客户仍然占较大比例；另一方面，主要竞争对手村田、太佑、TDK 等厂商也都是日系企业。如果日本的灾难进一步加剧，公司的需求和竞争方面都有影响。

对于电容器市场，国内的法拉电子在薄膜电容、江海股份在铝电解电容器全球市场都有较强竞争力。江海股份同日本的主要竞争对手 Chemicon、Nichicon 规模差距较大，如果海外竞争对手受影响加大，则在进口替代方面需求会有较大提升。

在晶体谐振器领域，国内主要上市公司东晶电子和晶源电子影响偏负面。东晶电子的松下、佳能等日本客户占其采购量加大，而且公司还为日本厂商 NDK 进行代工，所以需求方面可能会有影响。

而在铁氧体磁性材料方面，横店东磁的产品永磁铁氧体和软磁铁氧体用在扬声器、电机、变压器等领域，而竞争厂商也有日本的日立金属和 TDK 等厂商，对于公司而言同样是需求和竞争方面都有影响，但是需求方面影响相对较小，对公司总体偏正面影响较多。

4、核泄漏事件可能提高对放射性元素检测设备的关注

由于地震导致日本福岛第一核电站发生两次爆炸，并伴随发生放射性物质泄漏。虽然此次事件的影响程度远低于切尔诺贝利核电站核泄漏事故，但是由于事件本身的关注新较高，所以可能使人们对放射性物质检测引起更高的关注。

对于 A 股公司而言，放射性物质检测设备厂商主要有汉威电子和同方股份旗下的同方威视。汉威电子的 HwiseTM502 放射源自动监控系统通过 γ 射线探测器来检测放射源，设备用于环境保护、油田、化工等生产企业。同方威视的威视® RM0300 放射性物质监测系统通过伽马探测器或者中子探测器对放射性物质进行检测，主要用于安检设施中行包/行人的放射性检查。

此次事件对国内企业的业务不会产生直接影响，但是对于放射性检测设备的行业性关注度会适当提高。

5、以史为鉴，1995 的阪神大地震和 1999 的台湾 9.21 大地震影响产业链比较短期

1995 的阪神大地震和 1999 的台湾 9.21 大地震都对当时的电子产业链产生影响，但对产业链的影响比较短期，心理影响大，但实质影响小。日本的这次地震和 1995 年阪神大地震相比，多了海啸和核设施辐射泄漏的威胁，海啸对工厂的损害比地震大，如果海啸直接淹过的工厂，管道设施毁损坏，设备会基本报废；对物流也会造成很大的影响，生产的原材料和成品无法运入和运出。

随着全球一体化的深入，和 1995 年阪神大地震相比，日本由于成本的原因，中低端的制造已经转到台湾和中国，另产业链在全世界的布局和修复能力得到加强，在产能过剩成为常态的今天，短期的产能紧张只能延缓消费电子价格下降的趋势，估计 1-2 个月内，全球电子产业供应链就可以正常运行了。

6、国内上市公司影响统计

表 3：日本地震对国内上市公司的影响

公司名称	受影响的产品或业务	与主要日本企业的关系	可能受到的影响（正面或负面）
力源信息	分销的 IC 芯片	代理安森美产品，另外芯片价格整体可能上涨	正面
士兰微	数字音视频芯片设计、IC 制造	一定竞争关系	正面
通富微电	IC 封装	为富士通代工芯片封装	负面
京东方 A	大尺寸 LCD 面板	竞争	正面
深天马 A	小尺寸 LCD 面板	竞争	正面
彩虹股份	玻璃基板	对于 Asahi 的进口替代	正面
长信科技	ITO 玻璃	进口超浮法玻璃	负面
莱宝高科	ITO 玻璃/彩色滤光片	进口超浮法玻璃，另外彩色滤光片是竞争关系	正面和负面并存
水晶光电	光学低通滤波器逐渐	向索尼等厂商出口	负面
顺络电子	叠层电感、压敏电阻、功率电感、钽电容等	向松下等日本厂商供应产品，同村田、太佑等竞争	正面和负面并存
江海股份	铝电解电容器	对于 Chemicon、Nichicon 等厂商的进口替代	正面
东晶电子	晶体谐振器	向松下、佳能等厂商供货，为 NDK 代工	负面
横店东磁	永磁铁氧体和软磁铁氧体	对于日立金属和 TDK 的进口替代	正面

数据来源：国信证券经济研究所

电力设备、新兴行业评论：福岛核电站泄露的影响分析（陈健等）

我们认为，根据目前报到，此次核泄漏和爆炸事故对我国核电建设的影响是中性并轻微偏负面。

1、我国在建和在运核电技术的安全等级高于福岛核电站技术

压水堆安全性优于沸水堆：福岛核电站属于沸水堆，其工作原理是直接利用反应堆产生的蒸汽去推动汽轮机发电，蒸汽中可能包含大量放射性物质，由于少了一个环路，其安全性较主流的二代堆技术（即压水堆）低了一个级别，并且如果出现紧急情况需要排放蒸汽，则放射性物质也随之排出，此次事故便是属于这种情况；我国核电站的堆型主要是压水堆，在压水堆中，插入了一个热交换器，冷却水采用两回路系统，用于发电的二回路蒸汽中不会含有放射性物质，如遇紧急情况需要排放二回路系统的蒸汽，也不会有放射性物质外泄；

AP1000 非能动系统的安全性进一步提高：日本受影响核电站采用的是二代核电技术，最大问题就在于遇紧急情况停

堆后，须启用备用电源带动冷却水循环散热。我国正在沿海建设并将向内陆推广的第三代 AP1000 核电技术则不存在这个问题，因其采用“非能动”安全系统，就是在反应堆上方顶着多个千吨级水箱，一旦遭遇紧急情况，不需要交流电源和应急发电机，仅利用地球引力等自然力就可驱动核电厂的安全系统，巧妙地冷却反应堆堆芯，带走堆芯余热，并对安全壳外部实施喷淋，从而恢复核电站的安全状态。

2、目前来看，核泄漏和爆炸事故影响的严重程度远低于切尔诺贝利核电站核泄漏事故

核泄漏并非反应堆本体泄漏：福岛核电站的泄漏危机是由于地震所引发的海啸，数米高的巨浪打坏了核电站的应急柴油机，导致反应堆冷却失灵。堆芯因无法及时冷却导致温度升高、压力增大，为降低堆芯压力必须释放蒸汽，而放射性物质是随着释放的蒸汽排放出来的。

反应堆本体并未发生爆炸：初步判定爆炸原因是由于反应堆堆芯产生的水蒸气外泄至容器外，水蒸气和燃料包壳反应产生的氢气和建筑物内的氧气发生剧烈反应，但 1 号机组的反应堆容器本身并未在爆炸中损坏。

事故的安全等级为 4 级：切尔诺贝利核泄漏事故的等级为最高的 7 级，根据日本官方报道，此次事故的等级定义为 4 级，即造成“局部性危害”事故。

如果出现更严重的事故，其严重程度也远低于切尔诺贝利事故：切尔诺贝利事故的发生主要源于操作员操作失误和核电站本身设计缺陷（控制棒控制力不足和缺乏安全壳），因此在事故发生时无法将核裂变控制在可控范围之内，并且缺乏阻挡核辐射和爆炸的最后一道屏障；福岛核电站的安全壳可将核辐射及反应堆本体的爆炸控制住，避免事故的蔓延。

3、事故会一定程度上影响核电规划和建设的进度，我国大力发展核电的决心不会受到影响

此次事件会使得人们对核电安全性产生一定的顾虑，我国相关部门在做相关决策时对核电安全性的重视程度也将进一步提高，因此，会在一定程度上影响核电审批和建设进度，但对核电的规划和建设规模不会造成很大影响。

4、短期股价如出现调整，则是最佳买入时机

我们认为，此次事件更多是在心理层面的，核电相关上市公司股价短期或将出现波动，但鉴于核电建设的总体规模和方向不会受到大的影响，因此，股价的下跌将创造更佳买入时机。

汽车行业评论：日本地震对我国汽车行业影响有限，主要集中于短期零部件进出口方面（左涛）

1、日本本土汽车及零部件行业短期生产受到影响

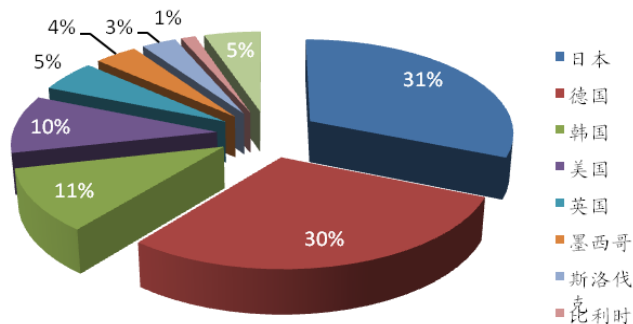
受此次地震影响，日本三大汽车公司丰田、日产、本田相继宣布下周一关闭日本国内所有工厂，其他部分整车厂和零部件工厂也受到一定影响。除了如丰田东北工厂等离震中比较近的地方的工厂生产设施受到一些影响之外，其他工厂的停工主要因为公路、铁路、电力等基础设施遭到破坏影响生产、销售以及政府出于安全原因考虑下令关闭。我们认为此次地震短期对日本汽车及零部件行业的生产经营有负面影响，但对日本汽车产业未造成伤筋动骨的影响，主要基于日本汽车行业产能分布全球，并较好的实现了当地本土化，可根据市场情况调配部分产能和产品，另外本土大部分工厂生产设施并未受到直接破坏，随着震后基础设施修复，生产会逐步恢复。

2、日本地震对我国整车及零部件进口供应、零部件出口短期有一定影响，整车出口影响可以忽略不计

➤ **短期日本进口整车、部分零部件供应受影响：**2010 年我国从日本进口整车 25.4 万辆、折合金额 76 亿美元，分别占我国整车进口数量、金额的 31.3%、24.7%，按销售数量，日本是我国整车进口第一大国，但由于产品结构关系，进口金额在德国之下，位列第二。零部件方面，我国 2010 年进口日本零部件价值 109.1 亿美元，占我国汽车零部件进口总额的 39.9%，是我国进口零部件第一大国。从零部件分类来看，传动系统、制动系统、发动机零部件、转向系统零部件进口占我国 2010 年对应类别零部件进口金额比重的 53.6%、45.9%、43.4%、40.6%、34.7%，占比相对较高。

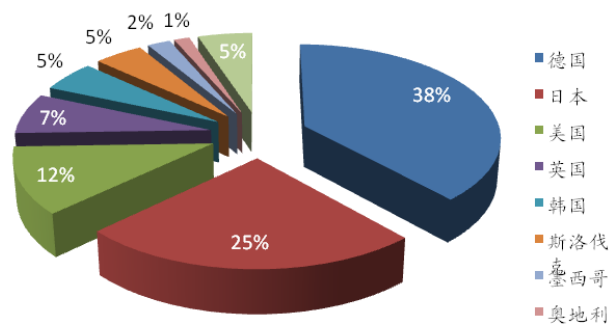
【1】此次地震短期将导致日本本土部分整车、零部件企业停产或减产，对我国进口整车、零部件市场供应带来短期冲击，短期日本进口车供应紧张，价格可能上涨；**【2】**日系国产车产品结构、定位较日系进口车低，有一定的差异化，进口车短期给国内日系合资企业带来的替代效应也相对有限；**【3】**部分日系合资企业的少部分零部件供应可能受到影响。但我们认为日本在华合资整车厂进入多年，也在华建立了合资或独资的零部件配套体系，零部件国产化率整体也较高，进口零部件供应短缺带来的影响相当有限。

图 5：2010 年我国整车进口数量国家分布情况



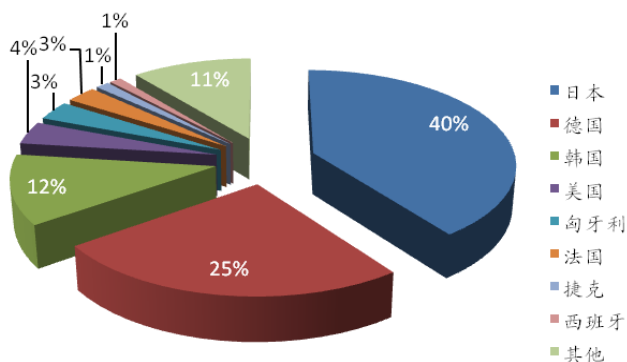
数据来源：CAAM 国信证券经济研究所

图 6：2010 年我国整车进口金额国家分布情况



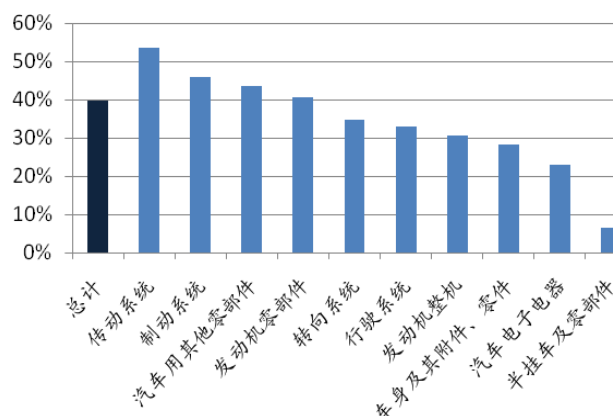
数据来源：CAAM 国信证券经济研究所

图 7：2010 年我国零部件进口金额国家分布情况



数据来源：CAAM 国信证券经济研究所

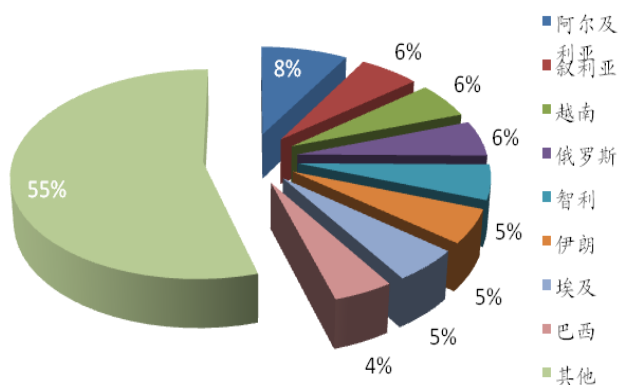
图 8：2010 年日本进口零部件金额分细类占比情况



数据来源：CAAM 国信证券经济研究所

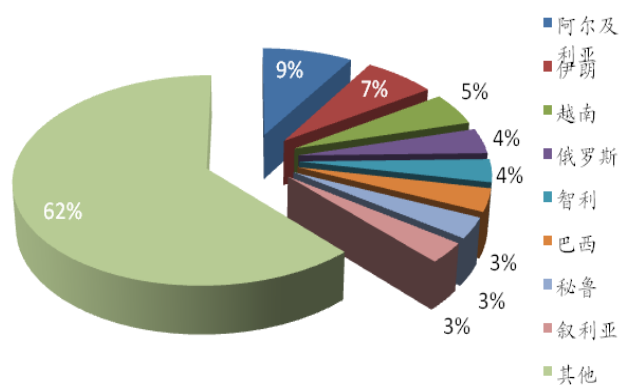
➤ **对我国零部件出口短期有一定影响，整车出口影响可以忽略不计：**日本是我国汽车零部件第二大出口国，2010 年我国出口日本零部件价值 49.9 亿美元，占我国零部件出口金额比重 12.1%。地震后日本本土车厂短期停产、减产，交通运输等基础设施受损将会给我国汽车零部件出口带来一定的短期压力，但不会影响我国对日零部件出口的长期趋势和结构。整车出口方面，我国出口目的地主要是阿尔及利亚、叙利亚、越南、俄罗斯、智利、伊朗等新兴市场，对欧美及日本出口整车很少。2010 年我国出口日本整车 396 辆，合计 1532 万美元。因此日本地震对我国整车出口的影响几乎可以忽略不计。

图 9: 2010 年我国整车出口数量国家分布情况



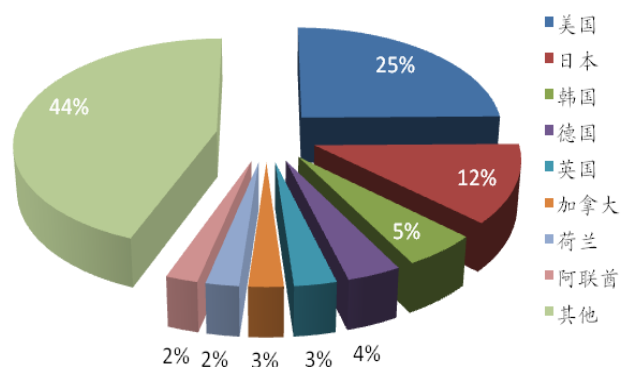
数据来源：CAAM 国信证券经济研究所

图 10: 2010 年我国整车出口金额国家分布情况



数据来源：CAAM 国信证券经济研究所

图 11: 2010 年我国零部件出口金额国家分布情况



数据来源：CAAM 国信证券经济研究所

3、日本地震及福岛核电站爆炸对原油带来一定影响，如油价进一步上涨，汽车行业需求将面临结构性调整。

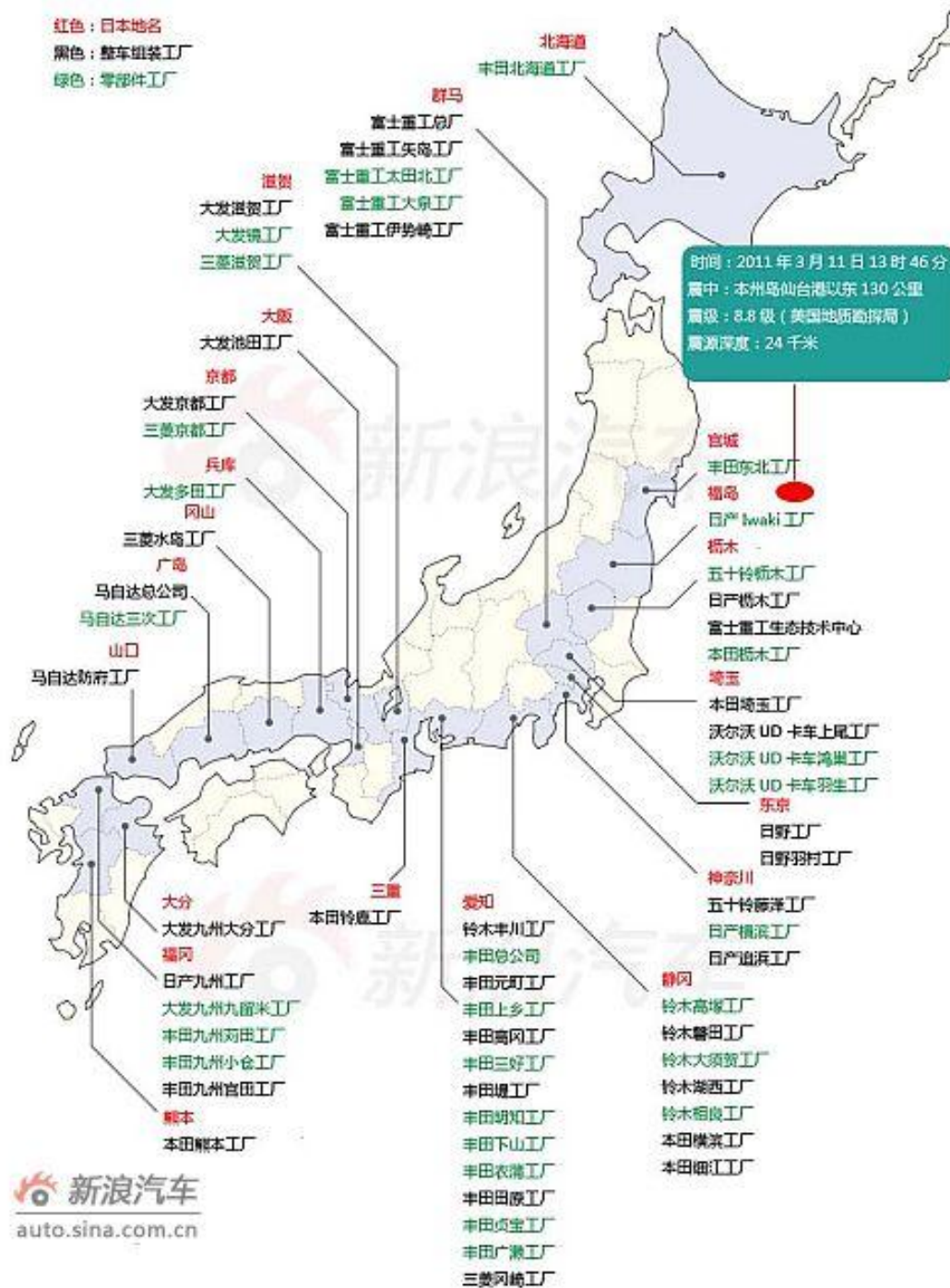
日本地震对国内 GDP 短期带来负面影响，福岛核电站地震短期会带来电力短缺，而灾后重建会刺激其能源需求，日本是原油第二大进口国，其需求波动对国际原油市场会带来一定影响。限于研究范围，我们这里不探究这一事件对原油价格的具体影响，我们仅探讨油价如继续上涨对汽车行业的影响。2011 年 2 月最近一次油价上调后，各地 93#成品油价格大部分已经在 7 元以上，部分一线城市达到了 7.5 元。目前成品油市场再现“批零倒挂”，成品油价格仍面临上调压力，我们认为成品油价格上涨整体上对汽车行业需求带来一定抑制，而细分行业需求将面临结构性调整，具体的：

➤ **乘用车需求分化将会加剧：**合资品牌中高端乘用车受影响相对较小，而自主品牌经济型车受冲击大，主要原因是其客户对价格、使用成本更敏感，我们认为 93#汽油 8 元/升是一个重要的心理价位，如果突破这一价格，对乘用车特别是经济型乘用车需求将会有明显的抑制。

➤ **物流重卡需求受影响较大，重卡替代中卡趋势将会加速：**目前工程用重卡（重卡底盘、自卸车）需求好于物流重卡（半挂牵引车），油价上涨将直接影响物流重卡运输成本，而重卡物流企业集中度相对较低，很难将成本上涨向下游全部转嫁，如油价持续上升，将对新增物流重卡需求形成较大影响。另一方面，计重收费实施后，由于重卡相对于中卡在吨公里成本上具有明显优势，重卡对中卡逐步替代。如油价持续上涨，这种优势将更加明显，重卡替代中卡的进程将会加速；

➤ **大中客受影响整体较小，团体、公交需求有望进一步上升：**大中客按用途可分为座位客车（主要是团体、旅游需求）、卧铺（主要是中长途客运需求）、公交三类，2010 年中大客中座位客车占比较 2009 年同期增长 4 个百分点至 57.4%，是大中客增长的主要动力。居民收入水平和中国城镇化率的提高，大中城市拥堵促进对公交需求的增加、二三线城市公交车升级、城市规模扩大带来的通勤需求、短途运输需求增长等因素都将促进大中客需求增长，大中客是 2011 年细分行业中增长确定性最大的子行业，在需求结构上，团体、旅游、公交客车需求增速均将稳步提升。油价上涨背景下，一方面对公路客运企业新购车需求形成一定压抑，另一方面目前大中城市公交优先政策将得到更多贯彻，团体客户需求将进一步提升，将促进大中客行业结构调整。

图 12: 日本汽车产业布局图



数据来源: 新浪汽车 国信证券经济研究所

通信行业评论：两国通信产业关联度较低，震后重建或利好中兴华为（严平等）

1、日本市场相对封闭，多由本土厂商主导

日本通信市场主要有 NTT、KDDI、SOFTBANK、e-Mobile 四家运营商，在移动及光网络普及率、三网融合进程、增值服务多样性和渗透率上均处于全球领先水平。但日本通信市场相对封闭，网络设备、终端制造、互联网/移动互联网应用等环节均由本土厂商主导，这一点从全球通信设备行业、手机行业、互联网行业的竞争格局上可见端倪——几乎不存在具有全球影响力的日本公司。

2、中资进入时间尚短，在日经济利益较少

中日两国在通信行业上的合作较其他行业要少。日本对华主要是 NEC、夏普等手机厂商在华的生产基地，以及腾仓等光纤光缆厂商同中国公司的合资项目。中国对日本通信市场的参与则主要为华为、中兴的业务渗透，包括网络设备和终端产品：（1）华为 06 年进入 e-Mobile 供应体系，为其提供 WCDMA 设备；（2）10 年 12 月中兴获 KDDI 旗下 UQCommunication 的 WiMAX 网络合同，首期建设超过 1200 个基站，合同金额约 1 亿元人民币，后续或有更多订单；（3）10 年 12 月中兴通讯与 SOFTBANK 在东京宣布双方合作的首款 Android 智能手机 Libero 在日销售，智能手机首次打入日本市场。

3、震后重建或利好中兴华为等主设备商

本次地震导致日本东北三县受损严重，通信网络严重损毁。此外地震导致中国经由日本的互联网出口宽带海缆受损，互联网接通率受到影响。预计震后重建将有助于中兴华为等中国厂商扩大在日市场份额，但暂无短期业绩影响。

证券行业评论：日本地震对证券行业影响（邵子钦等）

市场走势与成交量是证券行业盈利的核心驱动因素，3 月 11 日日本附近海域发生 8.8 级强震并引发海啸，为研判地震对于国内证券行业的影响，我们比较了 1995 年 1 月阪神大地震期间日本证券市场的变化及同期 A 股市场价量表现；2008 年 5 月汶川地震期间 A 股市场价量表现。

1、阪神地震对日本证券市场影响

①阪神地震后指数连续下跌，5 个月后见底，期间日经 225 指数跌幅达到 22.16%，直至地震 7 个月后，指数才恢复至震前水平。②成交萎缩，阪神地震后 5 个月，东京证券交易所股票成交持续萎缩，月度成交跌幅达到 37.79%，直至 11 个月后，月度成交才恢复至震前水平。

2、阪神地震中国证券市场受影响较小

1995 年 1 月阪神地震期间，日经 225 指数在震后 5 个月出现持续下跌，跌幅达到 22.16%，然而上证指数并未受日本地震影响，同期涨幅达到 12.09%，伴随指数的活跃，国内股票月度交易额也由 1 月的 74 亿增至 5 月的 193 亿元，增幅达到 160%。

3、汶川地震对证券市场影响

汶川地震发生时，恰逢 07 年 A 股牛市泡沫破裂和全球性金融危机，A 股市场走势受多重负面因素影响，①指数出现了连续下跌，5 个月后见底，跌幅达到 49.56%，14 个月后指数才恢复至震前水平，②成交量出现萎缩，汶川地震后的 5 个月股票市场成交额持续萎缩，月度成交跌幅达到 41.98%，直至 9 个月后，成交才恢复至震前水平。

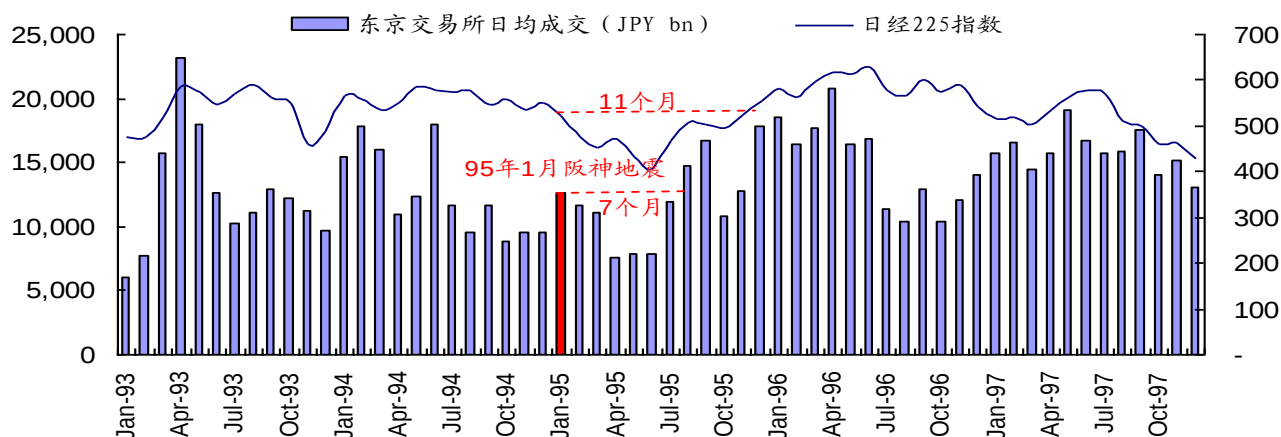
因日本与中国经济、地理的关联性我们预计强震将带来 A 股市场的短期震荡，但影响程度预计弱于汶川地震。基于日均股票成交额 2748 亿元、佣金率同比下降 11%、营业成本率同比提升 500BP 至 50% 的假设，2011 年行业平均 PE26.09 倍，PB2.23 倍。“新三板放开+转融通公司设立”年内很难带动业绩提升，除非我们可以看到大盘估值整体上移，以及换手率的大幅提高，否则很难修改全年假设。谨慎推荐市盈率较低、经营稳健、无减持压力的中信。

图 13: 阪神地震前后日经 225 走势



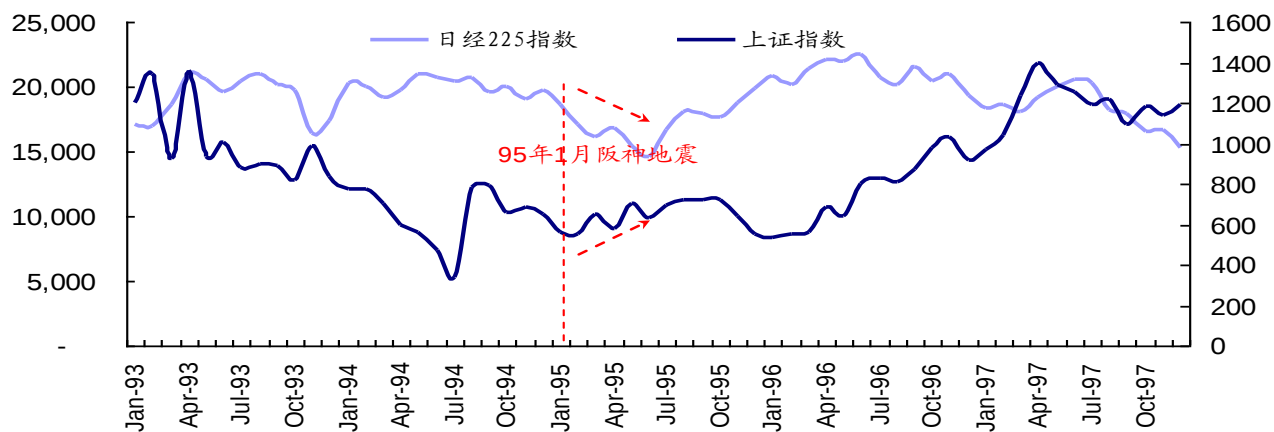
资料来源：国信证券经济研究所

图 14: 阪神地震后日经 225 指数 11 个月后恢复震前水平，成交额 7 个月后恢复震前水平



资料来源：国信证券经济研究所

图 15: 上证指数并未受阪神地震影响, 走出相对独立的行情



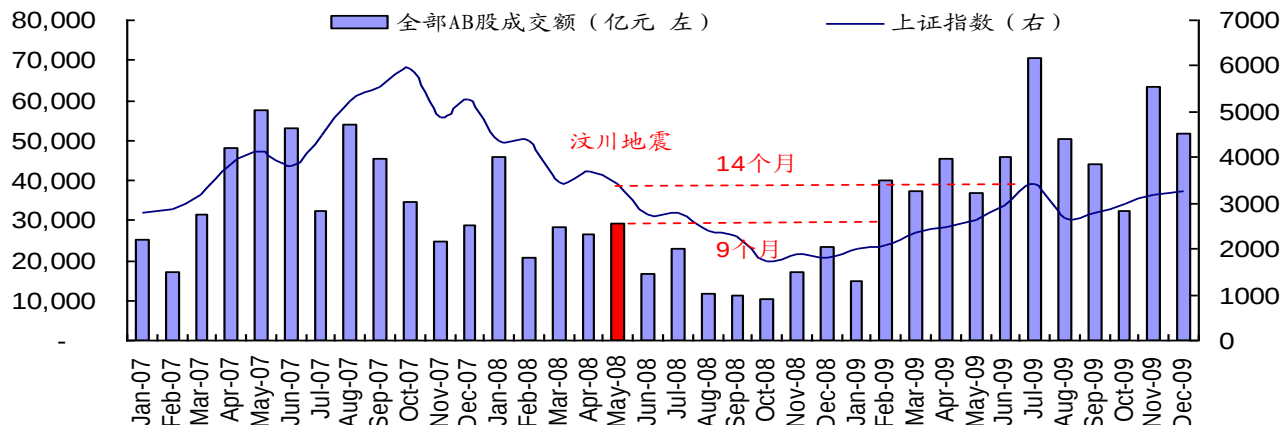
资料来源: 国信证券经济研究所

图 16: 汶川地震前后上证指数走势



资料来源: 国信证券经济研究所

图 17: 汶川地震前后上证指数走势



资料来源: 国信证券经济研究所

表 4: 证券行业重点关注公司

代码	名称	股票价格	EPS			P/E			BPS	P/B	投资评级
			2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E			
600030	中信证券	14.37	1.35	0.41	0.46	10.61	35.40	31.54	7.73	1.86	谨慎推荐
600837	海通证券	10.19	0.55	0.45	0.49	18.43	22.77	20.88	5.97	1.71	中性
601688	华泰证券	14.45	0.79	0.59	0.62	18.33	24.51	23.39	6.59	2.19	中性
000776	广发证券	43.62	2.35	1.61	1.22	18.60	27.17	35.73	13.06	3.34	中性
601788	光大证券	15.83	0.83	0.65	0.65	19.14	24.51	24.45	7.49	2.11	中性
600999	招商证券	19.74	1.04	0.73	0.88	18.99	27.17	22.34	7.51	2.63	中性
000562	宏源证券	18.00	0.79	0.92	0.69	22.84	19.57	26.21	8.25	2.18	中性
000686	东北证券	22.99	1.43	0.91	0.93	16.10	25.34	24.66	6.47	3.55	中性
000728	国元证券	12.60	0.53	0.46	0.53	23.86	27.47	23.78	8.20	1.54	中性
000783	长江证券	12.66	0.63	0.59	0.59	20.03	21.60	21.52	5.67	2.23	中性
600109	国金证券	15.58	0.52	0.49	0.60	30.18	31.72	25.81	3.72	4.19	中性
601377	兴业证券	17.31	0.60	0.36	0.39	29.02	48.39	44.48	4.27	4.05	中性
600739	辽宁成大	31.20	1.57	1.43	1.33	19.83	21.82	23.51	10.40	3.00	中性
000623	吉林敖东	35.20	2.62	2.23	2.07	13.44	15.78	16.97	15.65	2.25	中性

注: 中信证券 EPS 指不考虑中信建投 53%股权、华夏基金 49%股权 2010 年业绩贡献且不考虑股权出售一次性收益, BVPS 指以 85.86 亿元出售中信建投 53%股权、以 5.49%倍 P/AUM 出售华夏基金 49%股权后; 假设广发证券 2011 年以 27.41 元/股价格发行 6 亿股; 假设宏源证券以 15.10 元/股增发 5 亿股。

资料来源: 国信证券经济研究所

机械行业评论：挖掘机械短期受益，造船行业影响甚微（郑武等）

日本福岛县的福岛第一核电站发生放射性物质泄漏，随后 1 号机组的厂房在 12 日下午发生氢气爆炸。13 日称，福岛第一核电站目前面临新的问题，该电站第三反应堆紧急冷却系统失灵，可能发生爆炸，急需采取冷却措施。

1、核电装备制造行业受影响分析

（1）不排除对中国核电站建造进程产生影响的可能，心理影响或许更显著

中国核电站的运营并没有受到此次日本大地震的影响，但是对我国核电设备安全性的关注度和争论必然大幅提高。原因如下：

➤ 原因一：从核电站的抗震性设计来看，日本核电站设计的抗震性能超过中国的设计标准

从下图可以看到，日本的核电站安全标准中，核电站安全运行下可经受的地震是 1000~10000 年出现一次的地震，最大可运行的极限地震是 50000 年一遇的地震。而中国核电站在安全运行情况下可承受的地震为 500 年一遇，极限为 10000 年一遇。

那么尽管中国超大级别地震出现的概率低于日本，但是也不得不引发部分人对我国核电站设计是否能够抵御突发大地震产生怀疑。

图 18: 核电厂设计地震



数据来源：新浪汽车 国信证券经济研究所

➤ 原因二：中国的核电站技术与福岛核电站同属于二代，目前我国在建的核电站可能需要进一步论证

福岛核电站采用沸水堆技术，与国内大部分采用的压水堆核电站相比虽然技术线路不完全相同，但是同属于二代压水堆技术。

世界上绝大部分早期建造的二代或二代改进型技术，其堆芯严重损伤频度约在 10^{-4} 堆年。受三里岛和切尔诺贝利核电站事故的影响，后续建造的二代核电站安全性有所提高。根据我国的《第二代改进型核电厂安全水平的综合评估报告》，我国大亚湾、岭澳、岭澳二期 3 个核电厂发生堆芯严重损坏事故频度（CDF）分别为 2.13×10^{-5} 堆年、 1.94×10^{-5} 堆年和 1.53×10^{-5} 堆年，优于建于 70 年代的日本福岛核电站。但与包括 AP1000、EPR 等在内的三代核电技术相比仍有很大差距，三代核电技术的 CDF 可降到 10^{-6} – 10^{-7} 堆年。

➤ 此次事故达到美国三里岛事故以上的严重程度的可能性较大，而美国三里岛事故促使美国核电发展急刹车

首先，此次福岛事故的严重程度已经超过美国三里岛事故的可能性较大，因而不排除部分国家重现美国停止核电产业发展的决策。美国三里岛事故中受到辐射剂量超过季度允许剂量水平的人数仅为 3 人，而福岛事故目前已知的受辐射人数为 3 人。从辐射量看，三里岛事故中外释的放射性物质所造成的最高辐射剂量约 370 微西弗，而 12 日上午测得的第一核电站厂区辐射量为 1204.2 微西弗，到 9 点半下降至 70.3 微西弗。另外，三里岛事故并引发爆炸，但是福岛事故引发了氢气爆炸，尽管爆炸的不一定是安全壳，可能是厂房，但在目前无法真正判定其性质的阶段中，担忧程度会超过美国三里岛事故。

第二，三里岛事故对美国的核电产业发展出现了长达近 30 年的停顿。三里岛事故以后，美国已经订货的核电机组停止制造，正在建造的下马，刚刚建成的机组不让运行；核安全标准更为苛刻，审批手续复杂，时间拖得很长，造成建设周期延长，成本增加另电力公司难以承受。经过了三十多年的停顿后，近几年，美国的核能事业才开始复苏。

从美国政府对三里岛事故的反应来看，我国核电事业的发展进程不排除会受到福岛事故的影响。大力发展核电这种清洁能源的

（2）此次福岛核电站事故将促进我国核电技术路线的选择偏向于 AP1000 技术

目前，国内第三代核电技术路线有以法国的 EPR 技术和美国西屋的 AP1000 技术两条路线之争，其中山东台山的核电站采用的是 EPR 技术，而海阳、三门等采用了 AP1000 核电技术。

两种技术的重大差异之一就是应急冷却系统设计的不同。AP1000 采用了非能动系统，即在反应堆上方有几个千吨级的大“水箱”，一旦停堆，水箱可靠地球引力（重力）卸下水，从而实现反应堆的快速冷却。而 EPR 技术沿用了二代中的应急柴油机启动冷却系统的方案，这就使 EPR 面临比 AP1000 更高的应急冷却系统在千钧一发的时刻无法启动的概率。AP1000 的非能动设计在避免类似此次福岛核电站出现的问题有一定优势。

（3）核电设备制造板块的公司估值本身就处于高位，缺乏安全边际

（4）投资建议：短期应当回避核电设备制造相关板块

此次大地震引发的核电站危机对核电产业的心理打击短时间难以消除。即使中国大力发展核电的政策大方向不变，但很有可能核电站建设的速度以及审批的进度会因为更多地考虑安全问题而放缓。此外，我国核电发展的瓶颈包括设备制造的产能不足、核电人才紧缺等等，若核电发展的速度过快将加重安全隐患出现的可能。再考虑到核电板块一直就存在的估值虚高问题，因而，短期建议回避核电设备制造相关板块，直至估值恢复正常水平或福岛核电事故的原因后果尘埃落

定之后可再做关注。

2、挖掘机或将受益于日本工程机械销售重心转至国内

大地震受灾面积大，重建工作繁重，毋庸置疑日本国内的工程机械需求量将大幅上升。这将使得日本企业的工程机械加大在本土的销售，从而可能削减到中国的出口量。

据统计，2009年中国挖掘机进口量中78~80%来自于日本，约83亿人民币；起重机19%来自于日本，约5亿人民币；装载机进口量中21~23%来自日本，8000万人民币；推土机的76%来自于日本，约4.3亿；压路机13%来自于日本；摊铺机2%来自于日本。混凝土搅拌机械没有从日本进口的数据，假设30%来自于日本，则大约对应2亿人民币。

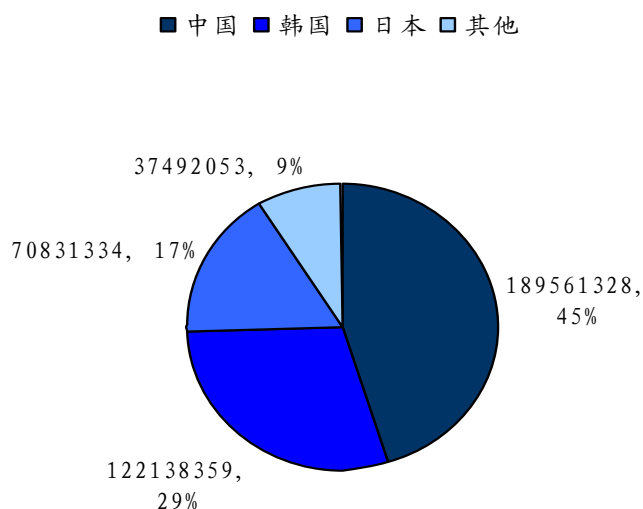
可见，初步估计，中国工程机械从日本进口的金额2009年达到了95亿元，其中87%来自于挖掘机的进口。因而，挖掘机相关上市公司的受益程度相对较大。

另外，日本国内工程机械需求量的上升是否会利好国内工程机械企业的出口呢？我们发现中国目前的工程机械出口主要集中在巴西、伊朗、阿尔及利亚、印度等国家，对日本的出口非常少，挖掘机少于3%；装载机出口少于2%；推土机出口小于2%；压路机出口到日本少于3%；摊铺机出口小于2%；起重机出口到日本小于5%。因而，中国的工程机械出口将较少受益于地震带来的重建需求。

3、对全球造船业影响较小

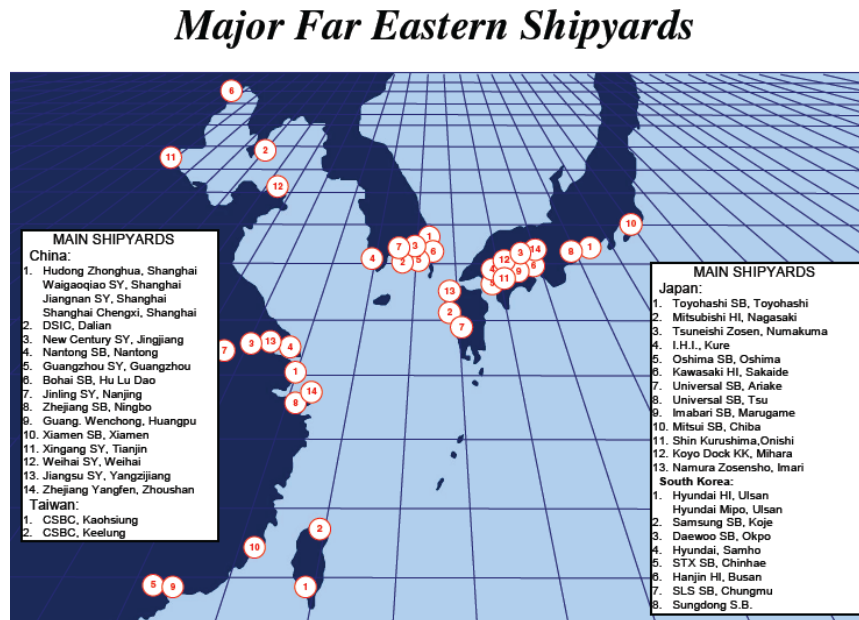
日本船厂目前手持7083万载重吨船舶订单，占全球总订单17%。日本船厂主要集中在日本东南沿海一带，离地震发生地较远，故其正常生产所受影响非常有限，不会对短期内的新船交付与新接订单产生重大影响，对中国船厂的接单亦无重大影响。

图 19：全球船舶在手订单结构（DWT）



资料来源：Clarkson，国信证券经济研究所

图 20：日本主要船厂地理位置



资料来源：Clarkson，国信证券经济研究所

建筑工程行业评论：总体影响中性偏多（邱波等）

1、对 A 股建筑施工企业直接影响较小

从我们重点跟踪的建筑工程相关上市公司看，目前尚未统计到有上市公司在日本地震灾区有施工项目，由于我国的建筑工程企业在海外的施工项目几乎集中于基建项目并且主要是亚非拉国家，而发达国家的基建已相当完备，因此此次地震对相关上市公司不造成直接影响。

2、灾后重建客观上有可能增加国际工程需求

此次地震以及由地震引发的海啸对日本东北部的建筑物造成了巨大的损害，据统计，灾后的房屋和基础设施的重建会对建筑施工形成极大的需求，由于日本是传统的建筑强国和建筑大国，是国际承包市场上重要的输出国，因此对中国的建筑企业很难形成直接的合同需求，但在客观上仍有可能影响短期国际工程承包市场的供需结构，从而对国内拥有海外业务的工程承包商（主要是大型建筑央企）形成间接利好。

3、震后反思或推动中国加强建设抗震性能，促进钢结构的发展

日本此次地震目前官方统计造成死亡人数 1200，下落不明人数超过 1 万，死亡人数远远小于震级为 8.0 级的汶川大地震，且日本地震死亡人口主要是由海啸造成，而汶川地震死亡人口主要由建筑物倒塌造成，日本对建筑物有严格的抗震要求，大量使用抗震性能较好的钢结构，而我国的建筑物（尤其是住宅）以砖混结构为主，我们认为，此次地震或引发社会对于建筑抗震性能要求的反思，从而推动在建筑中更高的抗震要求，推广钢结构在住宅中的使用，如此则在客观上或许促

进钢结构行业的发展。

4、总体影响中性偏多，维持行业“谨慎推荐”的投资评级。

表 5: 重点公司盈利预测及估值

公司 名称	公司 代码	收盘价	EPS			P/E		P/B			评级
			2009	2010E	2011E	2009	2010E	2009	2010E	2011E	
葛洲坝	600068	13.300	0.62	0.45	0.63	21.45	29.56	5.67	5.18	4.60	推荐
中国中冶	601618	4.010	0.22	0.32	0.43	18.23	12.53	2.01	1.77	1.56	推荐
中国铁建	601186	7.090	0.53	0.43	0.92	13.38	16.49	1.64	1.54	1.35	推荐
中国中铁	601390	4.620	0.32	0.39	0.48	14.44	11.85	1.61	1.46	1.30	推荐
中国建筑	601668	3.610	0.25	0.30	0.37	14.44	12.03	1.56	1.39	1.25	推荐

数据来源：国信证券经济研究所

保险行业评论：日本地震对中国保险股整体影响有限，维持行业“推荐”（邵子钦等）

1、从 08 年汶川地震、雪灾的影响来看，民众的保险意识因灾难降临有所增强，对保费增长有正贡献。此次日本地震对民众心理影响相对间接，影响弱于 08 年。

2、从投资角度来看，因日本与中国经济、地理的关联度，对中国经济有负面影响。间接影响保险资金投资回报率，但影响相对有限。

3、从盈利角度看，日本强震后，法兰克福证交所慕尼黑再保险公司下跌 4.3%、汉诺威再保险下跌 3.2%，苏黎世证交所瑞士再保险公司下跌 6.6%，再保险可能进入涨价周期。按 2009 年数据测算，分保费率上涨 1 个百分点，对人保财险、太保产险、平安产险的税前利润负面影响分别为 1.6 亿、0.7 亿、0.5 亿，对国寿股份、太保寿险、平安寿险税前利润负面影响分别为 0.02 亿、0.3 亿、0.1 亿。产险影响大于寿险，整体影响轻微。

4、综合来看，若没有核泄漏等影响范围更大的灾难发生，整体影响有限。

表 6: 2009 年主要公司再保险保费支出

单位：百万	分保费支出	公司规模保费	分保费支出/规模保费	分保费率上涨 1 个百分点对税前利润影响
人保财险	16,303	119,464	13.6%	163.0
太保产险	7,157	34,227	20.9%	71.6
平安产险	4,863	38,483	12.6%	48.6
国寿股份	158	295,040	0.1%	1.6
太保寿险	2,744	67,575	4.1%	27.4
平安寿险	1,095	132,297	0.8%	11.0

资料来源：CIRC、国信证券经济研究所

航空行业评论：地震事件将抑制日线航空需求（郑武等）

1、中国各航空公司尚未发生直接损失

中国民航飞往日本东京成田、东京羽田机场的航班备降日本大阪、名古屋等机场，中国国际航空公司两架波音 777 客机滞留东京成田机场，人机均平安。

2、地震将会抑制商务和旅游出行需求，东航受到负面影响最大

乘客将因安全顾虑，减少日本出行。东航受地震冲击最大，国航次之，南航受到的直接影响几乎可以忽略；差异产生于三大航日本航线收入占比不同。

关于地震对航空公司盈利的影响，我们给出的情景 1 的假设是：（1）全年日本航线客流量对比不发生地震的情景下滑 30%；（2）航空公司的客座率和票价大幅下滑。

该种假设对应航空公司收入减少，但固定成本和变动成本均不变。情景 1 是对航空公司盈利冲击最大的情景假设。

表 7：缩减航班停飞情境下，日本地震对三大航收入和净利润的影响（情景 1）

	日本航线收入占比	地震对2011年收入影响：亿元	地震对2011年利润影响：亿元	折合eps：元
南航	0.5%	1.3	1.3	0.013
东航	5.0%	11.9	11.9	0.105
国航	4.0%	11.0	11.0	0.089

数据来源：公司报表 国信证券经济研究所

3、预计航空公司将通过航线调整应对日线需求下滑风险

根据我们和航空公司的初步沟通，航空公司将会缩减航班，来应对客座率和票价下滑。

我们给出的情景 2 是：（1）全年日本航线客流量对比不发生地震的情景下滑 30%；（2）航空公司通过停飞航班，以维持票价和客座率；（3）停飞飞机处于闲置状态。

该种假设对应航空公司收入减少，但固定成本不边，变动成本随航班缩减而减少。

表 8：缩减航班停飞情境下，日本地震对三大航收入和净利润的影响（情景 2）

	日本航线收入占比	地震对2011年收入影响：亿元	地震对2011年利润影响：亿元	折合eps：元
南航	0.5%	1.3	0.5	0.005
东航	5.0%	11.9	4.7	0.042
国航	4.0%	11.0	4.4	0.036

数据来源：公司报表 国信证券经济研究所

关于情景测算的两点说明。（1）由于飞机可以移动，且日韩航线航距短，因此目前在执飞中日航班的飞机，同样适合于国内航线。预计国航、东航、南航将会抽调部分中日航线运力至内线市场，以应对内线市场运力紧张。因此航空公司受到的真实影响，或将小于我们以上两种情景的测算结果。（2）我们采用的基准测算是地震影响航空需求为 30%，但实际影响可能和我们的测算产生偏差，且我们目前较难判断。若实际影响航空需求仅为 10%，则对三家航空公司的利润影响为我们测算结果的 1/3。

航运行业评论：短期小幅负面影响，维持行业“中性”评级（郑武等）

1、干散货航运——预计短期小幅负面影响

（1）截止目前地震海啸并未对日本钢铁及其下游产业造成重大破坏，如未来不发生重大破坏性余震，影响应属短期；

（2）全球钢铁市场具有替代性，日本钢铁企业减产可能导致中韩钢铁企业加大产能，但是日韩如扩大产能也会产生铁矿石运输需求；

日本每年进口铁矿石约 1.5 亿吨，占全球铁矿石海运量 16.7%。经咨询英国 FIS 公司的铁矿石期货专家，上周五铁矿石期货交易在地震发生后 2 个小时，价格暂时没有显著波动，但有专家预计下周会出现下跌。

2、油轮——预计短期负面影响运价

（1）对运量产生短期负面影响，预计很快恢复

日本的石油进口依存度为 99%，其中约有 90%仰赖从中东国家进口，占全球原油贸易量的 9%。

日本每日消费量 430 万桶，相当于每天 2 艘 VLCC 的进口运量。考虑到此次灾害并未造成港口和大型油轮的损害，预计直接影响很低。

（2）油价下滑可能对运价产生短期抑制

考虑油价短期下滑，可能抑制短期原油需求。但是即使日本炼化企业短期缩减产能，也会刺激日韩放大产能，所以对于总运输需求影响不大。

3、集装箱船——只会对局部市场产生短期影响

中国航运公司主要挂靠韩国釜山港，海啸尚未对大型港口带来冲击，所以对国内航运公司影响甚微。此外，日本最具竞争力的汽车产业，主要通过日本航运公司自有的汽车船运输，所以对国内上市公司几乎没有影响。

考虑到日本未来可能的余震，也许部分产业延期交货，供应链会出现短期的中止。所以，中日航线的运价预计将出现下跌，但同时未来还会有补库存和灾后重建的需求。

所以，综合考虑对集装箱航运的影响只是局部的、短期的。

结论：短期小幅负面影响，维持行业“中性”评级

有色行业评论：短期利空已部分释放；关注对铝电解电容器产业链潜在影响（彭波等）

1、首先是对稀土行业的影响

日本稀土消费主要集中在功能性陶瓷领域，并以镧和铈进口为主。按照 10 年海关统计数据，中国出口日本的稀土氧化物

产品占到总出口量的 43%左右。其中，日本进口最多的为铜和铈两种氧化物产品，分别占到了总进口量的 20%和 25%，而氧化钕进口则较少，占比仅为 3.5%左右。从应用领域来看，日本的稀土消费量最大的是玻璃陶瓷领域（抛光粉和玻璃催化剂），主要为功能性陶瓷，例如多层陶瓷电容器、光纤通信用光效放大器与光隔离器、微波通信中用的微波铁氧体、连接光纤的套圈等新材料领域。

根据目前的消息，受到此次地震影响最大的电子产品企业为东芝公司在岩手县的半导体工厂，以及佳能公司茨城县宇都宫市的工厂。而其他主要电子企业的工厂（包括东芝和佳能）因都与本次地震震中相距较远，所受影响较小。同时，日本从中国进口稀土的主要海湾分布在横滨、大阪、门司等三处，距离震中位置亦较远。

综合来看，我们认为地震对日本电子产品行业影响较小，同时因稀土进口海湾均在日本西南领域，亦受到地震的影响较小。综上所述，日本此次特级地震对稀土行业影响甚微。

表 9: 日本稀土氧化物进口关口一览（2010 年）

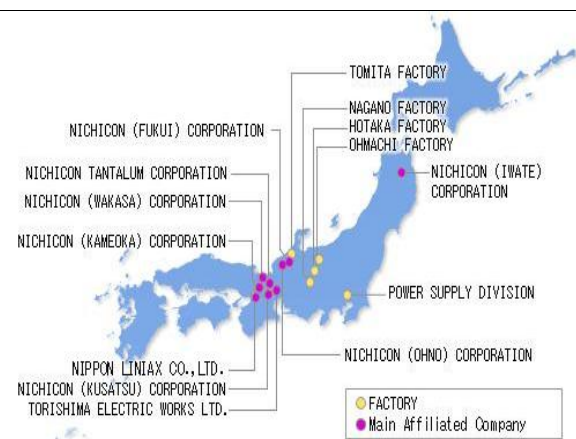
門司	横浜	大阪	新潟	名古屋	神戸	伏木	东京	清水	其他
31%	19.8%	14.1%	9.4%	8.4%	5.6%	4.3%	3.2%	1.3%	2.9%

数据来源：日本海关，国信证券经济研究所

2、其次是对我们一直关注的中国铝电解电容器行业的影响

受地震影响一带（福岛及周边地区）为日本铝电解电容器生产商主要集中地之一（图 21、图 22）。以 Nichicon 为例，从地理位置上来看，Nichicon 受到影响的铝电解电容器生产工厂及事业部主要为 Nagano、Hotaka、Ohmachi 和 Tomita 四处。而 Rubycon 主要受影响的为 Akita 和 Fukushima 两处工厂及事业部。而 Chemi-con 也在 Fukushima 和 Iwate 分别建有多处工厂和事业部。特别是受到影响的还有 Chemi-con 的专门生产化成箔的高薪工厂（即为合并前的原 KDK 化成箔工厂），这可能使得原本受到中国企业冲击的化成箔产业链再次受到打击（表 9）。

图 21: Nichicon 铝电解电容器工厂布局



资料来源：公司网站，国信证券经济研究所

图 22: Rubycon 铝电解电容器工厂布局



资料来源：公司网站，国信证券经济研究所

表 10: 日本三大铝电解电容器生产商在地震一带部分建设工厂

	工厂所在地	主要产品
Rubycon		
Akita Rubycon	秋田	铝电解电容器
Fukushima Rubycon	福岛	铝电解电容器
Nichicon		
Tomita factory	富田	铝电解电容器电极箔
Nichicon(IWATE) corporation	岩手	铝电解电容器电极箔
Chemi-con		
Chemi-con FUKUSHIMA Corporation	福岛	铝电解电容器
Takahagi Plant (KDK)	高萩	铝电解电容器化成箔
Chemi-con IWATE Corporation	岩手	铝电解电容器
JCC		
Chiba Plant	千葉	铝电解电容器化成箔

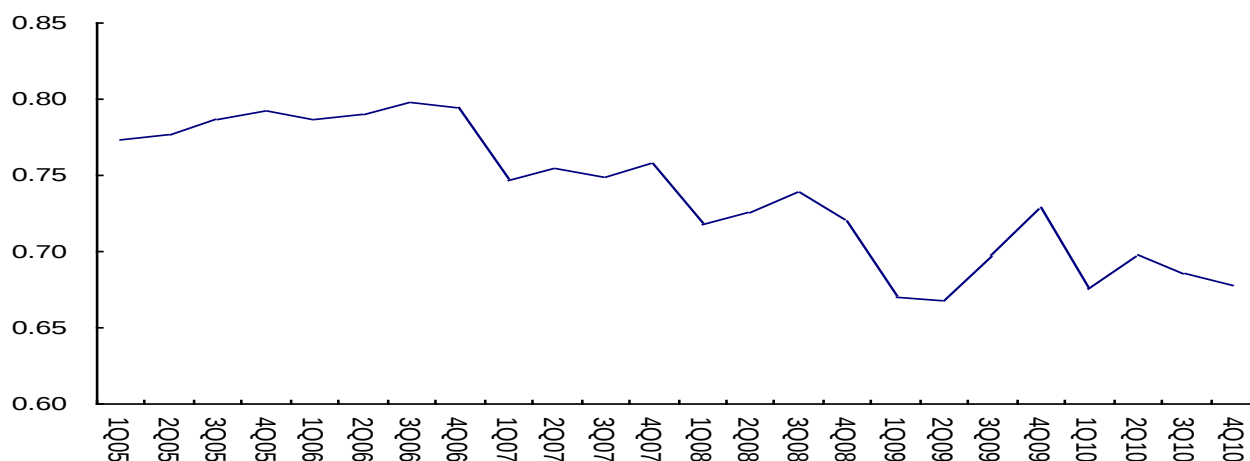
数据来源：公司网站，国信证券经济研究所

我们认为短期内中国对日本的铝电极箔出口需求将受到较大影响，但对于中国铝电解电容器生产商（尤其是高端生产商）构成了直接利好。中长期来看，我们认为这次地震事件可能会从深层次影响日本铝电解电容器的产业布局。首先受到核辐射的部分有可能形成长期（甚至是永久性）的封存，日本铝电器电容器生产企业将不得不加快其自身产业链的对外转移（参见我们前期铝电解电容器报告中对于日本产业转移的讨论），这对中国具备技术优势和产业链优势的企业将形成利好。

3、最后是对大宗金属行业的影响

日本是全球第三大铜冶炼生产国。目前日本两家大型铜炼厂因电力中断而停止运营。这成为在周五铜价出现盘内反弹的一个原因。但是我们并不担心铜冶炼厂停止生产对铜产量产生根本影响。目前全球铜冶炼产能利用率仅为 70%左右（图 23），我们认为其余各地的铜冶炼厂产能利用率的提升可以缓冲这部分影响。

图 23: 全球铜冶炼产能利用率较低



资料来源：CRU，国信证券经济研究所

不过，日本地震的影响已延伸至智利，智利政府已经向全国所有受到洪水威胁的沿海地区下发撤离通知，以避免日本地震可能引发的海啸造成人员伤亡，这将使得智利铜的出口受到影响。据悉全球最大铜生产企业 Codelco 已派船出海，以预防海啸的影响。智利等沿海港口停运有可能构成短期供应紧张，但这与智利地震引发的铜供需关系变化有着本质的区

别。

而对铅锌和铝等其他大宗金属的短期影响主要来自于日本本土汽车生产商的停产，但影响程度极小。国信汽车行业分析师认为，日本汽车行业产能分布全球，并较好的实现了当地本土化，可根据市场情况调配部分产能和产品，另外本土大部分工厂生产设施并未受到直接破坏，随着震后基础设施修复，生产会逐步恢复。从日本的铝消费数据中我们也可以看到这一点，日本铝消费量全球占比分别仅为 5% 左右（表 10）。我们认为这次地震并不会对全球的铝消费构成大幅的影响。

表 11: 日本基本金属生产及消费全球占比情况

	产量占比	消费量占比
铜	8.1%	5.4%
铝	0.0%	4.7%
铅	2.2%	1.9%
锌	4.7%	4.7%

数据来源：Brookhant，国信证券经济研究所

日本的产业链环环相扣，此次特级地震带来的最终影响尚不能下最后结论，但从灾后至今日本当局的迅速反应和日本民众表现出来的高素质，我们认为特级地震固然会对日本经济造成短期冲击，但中长期而言影响甚微，日本的灾后恢复进程也将是极为迅速的，对大宗金属消费将带来一定的拉动。

钢铁行业评论：日本地震对中国钢铁行业总体是利好（郑东等）

3 月 11 日日本东北部近海发生 8.8 级地震，引发多处海啸，由此造成一系列工厂停产、福岛核电站停止供电并发生泄露，死亡失踪人数达数万人。理性的分析一下日本地震对钢材市场的影响，由于日本钢铁企业主要集中在中部关东地区及南部地区，将受到一定程度的冲击，新日铁等部分钢企面临停产。因此，我们认为此次地震可能短期内对我国及全球其它地区钢材供给造成一定的影响，预计将导致钢材价格上涨。对中国钢铁行业而言，由于日本钢铁行业主要集中于中高端钢材的生产，如硅钢片、高档轿车板等。我国 2010 年从日本进口钢材 747 万吨，地震将会直接影响日本高端钢材的出口，这将对我国高端板材类生产企业形成利好；此外，由于日本基本不生产相对低端的建筑用钢材，而灾后重建也将对此类钢材形成需求，有利于我国的钢材出口。但对铁矿石价格影响偏负面，预计短期内矿价将下跌。因此，总体上分析，日本地震短期内将对中国钢铁行业有利。特别是宝钢股份、武钢股份等企业将直接受益

1、地震对日本钢铁将造成一定冲击，预计会导致钢材价格上涨

日本的新日铁、JFE、住友金属、东京制钢、神户制钢五大钢厂的粗钢产量占日本粗钢总产量的 75%-80%，五大钢厂几十个生产基地主要分布在东京海湾、大阪海湾以及福冈海湾等中部关东地区及南部地区，而且被陆地半包围背对震中，因此整体受到冲击较小。新日铁的釜石与住友金属的鹿岛生产基地位于东北，离震中较近并靠近海岸线，直接受到影响。住友金属官网显示鹿岛受火灾影响已经停止生产；新日铁釜石制铁厂厂房部分进水，目前也处于停产，同时港口设备受到损坏目前还暂时不能修复，但釜石制铁厂同时也表示正在找新日铁的其他制铁所代替生产出货；新日铁君津制铁所震时暂时停止的高炉已经开始运行。因此，此次地震短期内对日本钢铁生产将造成一定影响，预计会导致钢材价格上涨。

2、日本钢铁占全球钢铁的比例在 7%-10% 左右，对全球钢铁影响有限

从过去 5 年的历史数据来看，日本的年度粗钢产量基本在 8500-12500 万吨之间，占世界粗钢比重的 7%-10% 之间。2010 年日本粗钢产量接近 1.1 亿吨，出口约 4340 万吨。因此就全球格局来看，日本地震对全球钢铁的影响也非常有限。

3、地震将影响日本高端钢材向我国进口，也有利于我国钢材的出口

我国与日本的钢铁贸易往来主要以进口为主，2010 年我国钢材进口 1645 万吨，其中向日本进口 747 万吨，约占进口总量的 45%；出口钢材总量 4256 万吨，其中向日本出口 81 万吨，占比约为 2%。因此直接来看，可能对我国钢材进口有一定的影响，对出口影响不大。就进口的品种来看，由于日本钢铁行业主要集中于中高端钢材的生产，如硅钢片、高档轿车板等。我国 2010 年从日本进口钢材 747 万吨，地震将会直接影响日本高端钢材的出口，这将对我国高端板材类生产企业形成利好，如硅钢片、高档轿车板、特殊钢等；而对我国钢材出口来讲，日本向世界出口钢材将会较少，这正好有利于我国钢材的出口。而由于日本钢铁企业基本不生产建筑用钢，灾后重建也将会刺激我国建筑用钢材对日本出口。

4、对铁矿石的影响短期偏负面，更长来看灾后重建仍将刺激铁矿石需求

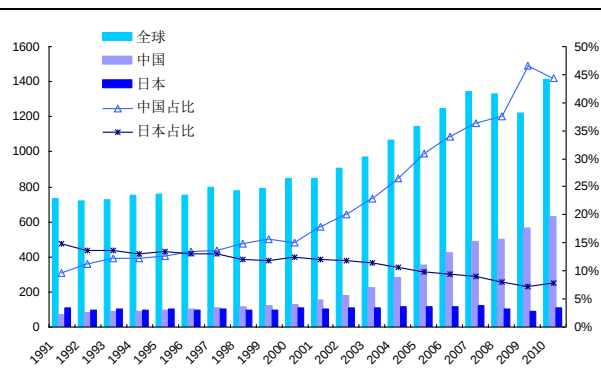
由于日本此次地震导致部分东北地区钢铁生产企业暂时停产，虽然对铁矿石总量的影响不是特别大，但目前全球铁矿石贸易大多正处于观望阶段，因此日本对铁矿石需求的短期的下降可能导致铁矿石价格出现短暂的下跌，这有利于中国钢铁企业暂时性的缓解一定的成本压力。但是更远来看，灾后重建必然带来钢铁需求的增长，对铁矿石的刺激作用在短期冲击之后，最终还是会刺激更大的需求。

图 24: 日本五大钢铁生产基地分布图



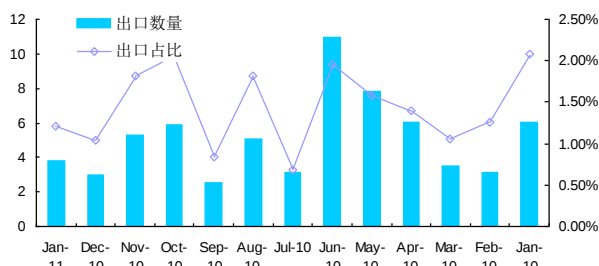
数据来源: Custeel, 国信证券经济研究所

图 25: 日本粗钢产量占全球粗钢产量比例



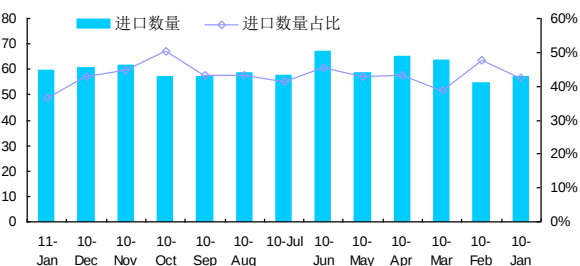
数据来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 26: 我国向日本出口钢材数量及其占钢材总出口量的比例



数据来源: Custeel, 国信证券经济研究所

图 27: 我国从日本进口钢材数量及其占我国进口钢材总量的比例



数据来源: Custeel, 国信证券经济研究所

化工行业评论：日本地震冲击 PO、PX 进口（张栋梁等）

日本于 2011 年 3 月 11 日 13 时 46 分发生 9.0 级特大地震，福岛县、岩手县、宫城县、茨城县、千叶县等地区受灾最为严重，多家化工企业停产影响将波及中国化工行业。

1、炼油厂停产导致日本地区短期原料供应不足

根据媒体报道及我们了解的情况，日本地区部分炼油厂因地震停工，成品油、烯烃、芳烃等基础原料生产受到打击，尤其是乙烯、丙烯等烯烃类和芳烃类产品生产不足将带来较大影响。

其中，COSMO（科斯莫）石油公司千叶炼油厂日处理原油能力达 22 万桶，是该公司最大的炼油厂，主要产品包括乙烯、丙烯、丁烯、丁二烯等。地震导致的液化气装置爆炸，使得公司停产。

此外，位于神奈川、茨城两地的炼油厂也因地震停产，丸善石油、三井化学等也在爆炸后随即停工。日本吉坤日石日矿能源公司位于宫城县仙台市的天然气罐起火，其仙台、鹿岛和扇岛的芳烃装置也已紧急关闭。

2、供应减少将推动环氧丙烷（PO）供需缺口加剧，利好滨化股份

日本环氧丙烷（PO）产能达 57 万吨，其中旭硝子、NOC、住友化学共计 49 万吨装置所处位置离地震地区较近，受到地震破坏较为严重，占据全国产能的 86%。我们认为，地震可能对这些装置带来破坏性影响，具体破坏程度仍需进一步了解；同时，炼油厂的停产导致上游丙烯原料供应不足，环氧丙烷生产受限确定性较强，导致日本地区环氧丙烷生产不足。

日本是我国环氧丙烷的重要进口国。2010 年中国环氧丙烷产量 108 万吨，进口 35 万吨，进口依存度达 24%，其中从日本进口 2.8 万吨，占进口量 8%。近两年，国内环氧丙烷新增产能仅山东永大 10 万吨（11、12 年各 5 万吨）；下游需求旺盛，11 年聚醚多元醇新增产能高达 66 万吨，使得环氧丙烷景气将持续至 2012 年。日本生产受限将减少国内进口，进一步加剧国内供给紧张局面，环氧丙烷盈利能力向好，受益上市公司：滨化股份。

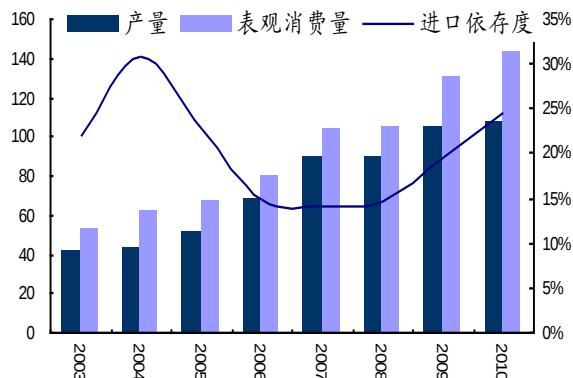
表 12：日本环氧丙烷产能统计

单位：万吨

企业	位置	产能 万吨
旭硝子	茨城县鹿岛	11
NOC	千叶县袖浦	18
住友化学	千叶县市原	20
日本德山	山口市周南	8
总计		57

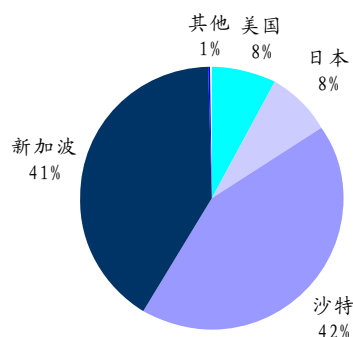
数据来源：国信证券经济研究所

图 28: 国内环氧丙烷进口依存度=24% 单位: 万吨, %



数据来源: 国信证券经济研究所

图 29: 日本占我国环氧丙烷进口量 8% 单位: %



数据来源: 国信证券经济研究所

3、PX 进口冲击加大聚酯产业链成本压力

日本拥有 PX 总产能 380 万左右, 居全球第三, PTA 产能 163 万吨, 震中附近的千叶地区涉及 PX 产能达 71 万。日本同时是中国最大 PX 进口国和第四大 PTA 进口国, 也是亚太地区 PX 价格的重要决定因素。

2010 年, 中国 PX 产量 580 万吨, 进口量 353 万吨, 进口依存度高达 39%, 其中从日本进口 100 万吨, 占进口量的 28%; PTA 产量 1300 万吨, 进口 664 万吨, 进口依存度达 34%, 其中从日本进口 18 万吨, 占进口量 3%。

国内下游聚酯涤纶需求旺盛, 未来两年国内将有大量新装置投产, 其中 11 年国内新增聚酯产能 470 万吨, 上半年就有 200 万吨产能投放。2011 年国内 PTA 新增产能为 405 万吨, 其中上半年投产 60 万吨, 下半年投产 345 万吨。而未来两年国内外 PX 产能投放较少, 国内仅翔鹭石化 80 万吨、海南炼化 60 万吨产能投放, 供给偏紧。进口受到影响将进一步加大聚酯产业链成本压力, PTA、涤纶产品成本压力增大。

相关上市公司: 荣盛石化、新民科技、华西村、霞客环保。

表 13: PX 进口统计 单位: 万吨

	2006	2007	2008	2009	2010
日本	86	131	125	112	100
韩国	77	101	96	89	76
印尼	8	14	12	17	39
台湾	6	13	48	48	31
泰国	0	0	3	21	26
总计	184	290	342	371	353

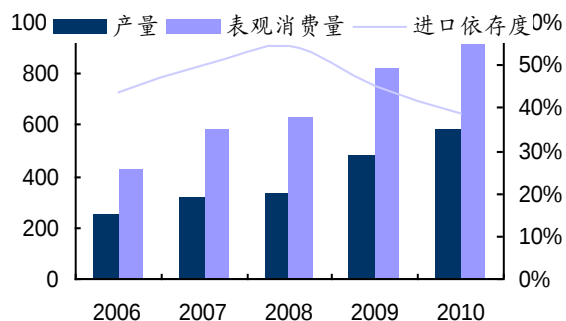
数据来源: 国信证券经济研究所

表 14: PTA 进口统计 单位: 万吨

	2005	2006	2007	2008	2009
韩国	267	280	298	331	215
台湾	196	186	180	173	190
泰国	39	103	121	59	63
日本	54	49	32	17	18
印尼	50	48	19	1	2
总计	650	700	699	594	508

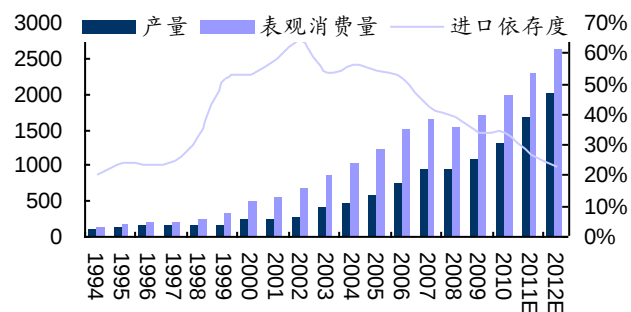
数据来源: 国信证券经济研究所

图 30: 国内 PX 进口依存度=39% 单位: 万吨, %



数据来源: 国信证券经济研究所

图 31: 国内 PTA 进口依存度=34% 单位: 万吨, %



数据来源: 国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告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。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。