

2009 年 1 月 14 日星期三

持有

有色金属

分析师：范海波

电 话：010-88656460

E-mail：fanhaibo@cindasc.com

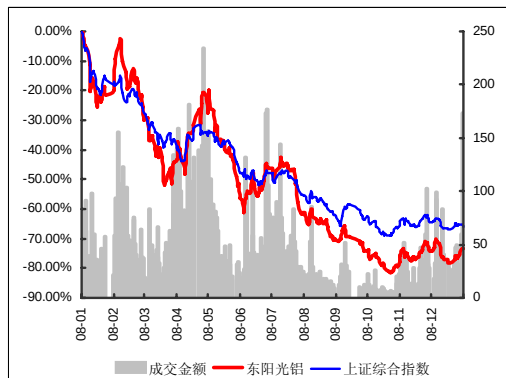
东阳光铝（600673/3.94 元）

业绩预增无可比性、需求有待下游行业转暖

主要财务指标

	2007	2008E	2009E
主营业务收入 (百万元)	1062.01	2327.46	1396.47
(+/-%)	44.04	119.16	-40.00
主营业务利 润(百万元)	6559.71	13014.47	27924.63
(+/-%)	79.05	98.40	114.57
EPS	0.30	0.16	0.18
PE	13.13	25.32	22.48

近一年股价走势



相关报告

摘要

●东阳光铝2009年1月10日公告,预计2008年公司实现归属母公司所有者的净利润较2007年增长150%—200%。公司于2007年12月完成非公开定向增发股份,新增5家纳入合并报表控股子公司的利润进入公司全年损益是2008年度公司利润增加主要因素。但由于非公开发行股份,主营业务及其结构发生重大变化,新增业务对利润的贡献各有不同,其中电子铝箔、化成箔所占的比重相对较大,因而2008年财务指标与2007年单纯亲水箔生产不具可比性。

●东阳光铝业股份有限公司为原成都量具刃具股份有限公司,经过资产置换和增发新股而变为目前公司,实际控制人为自然人。2008年12月向特定投资者非公开发行的股份可上市流通,成本价8.75元。

●从前三季度财务指标分析,公司运营快速下滑,管理和财务费用上升明显。公司四季度主营亏损,存在存货计提的可能。

●半年报显示公司销售30%来自出口,08年四季度和09年将受国际金融危机的影响。公司主要产品空调箔有待国内空调产能的恢复,是否收益于家电下乡尚需观察。

●预计东阳光铝2008年和2009年每股收益为0.16和0.18元。对应1月13日的A股收盘价10.19元的动态市盈率为25.32X和22.48X,给予“持有”评级。

事件

东阳光铝 2009 年 1 月 10 日公告，经公司财务部门初步测算，预计 2008 年公司实现归属于母公司所有者的净利润较 2007 年年度增长 150%-200%。2008 年度公司利润增加主要因素：公司于 2007 年 12 月完成了非公开定向增发股份，新增 5 家纳入合并报表范围的控股子公司的利润进入公司全年损益。

根据公司 2008 年半年报，公司于 2007 年 12 月完成非公开发行股份，主营业务及其结构发生重大变化，相应的利润构成也发生重大变化，新增业务对利润的贡献各有不同，其中电子铝箔、化成箔所占的比重相对较大。因而与上年度单纯的亲水箔产品不具可比性。

以 2007 年实现净利润为 4401.58 万元增长 200%计，公司 08 年业绩约 1.32 亿元。公司于 2008 年 5 月 15 日实施了资本公积金转增股，以 2007 年末的总股本 413,733,394 股为基数，用资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股，共转增 413,733,394 股。2008 年底公司股本为 827,466,788 股，按业绩预测，08 年每股收益约 0.16 元。

公司概况

东阳光铝业股份有限公司为原成都量具刀具股份有限公司。经过资产置换和增发新股，2008 年 4 月 21 日，经 2007 年度股东大会审议通过，并经广东省韶关市工商行政管理局核准，公司更名为广东东阳光铝业股份有限公司。注册地址为广东省韶关市乳源县乳城镇侯公渡。主要经营范围：项目投资；高纯铝、电极箔、亲水箔及亲水箔用涂料、铝电解电容器、软磁材料、电化工产品的发展和销售；货物进出口、技术进出口（国家限定公司经营或禁止进出口的商品和技术除外）。由于公司 2007 年底资产和业务发生重大变化，因此 2008 年以前公司的财务数据无可比性。

公司控股股东为深圳市东阳光实业发展有限公司，最终控制人为张中能先生。2008 年半年报显示的十大股东列于表 1。其中，深圳市东阳光实业发展有限公司的实际控制人张中能乳源阳之光铝业发展有限公司及深圳市乳安投资有限公司

的实际控制人郭京平存在非直系亲属关系，三家股东存在关联关系。东阳光铝控股关系见图 1，其中张中能与郭梅兰为夫妻关系。

公司 2007 年 12 月向特定投资者非公开发行的 28,000,000 股（10 送 10 后为 56,000,000 股，原发行价 17.50 元）于 2008 年 12 月 24 日起可上市流通（表 2）。

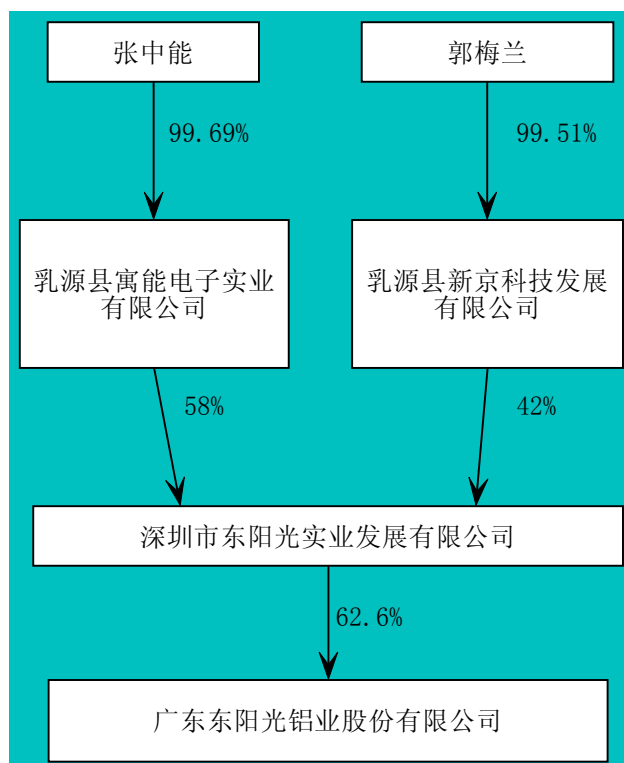
表1 2008年半年报东阳光铝十大股东

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)	股本性质
深圳市东阳光实业发展有限公司	518,000,000	62.6	限售流通 A 股
乳源阳之光铝业发展有限公司	49,253,392	5.95	限售流通 A 股
深圳市乳安投资有限公司	15,000,000	1.81	限售流通 A 股
深圳市事必安投资有限公司	10,609,786	1.28	限售流通 A 股, A 股流通股
兴业证券股份有限公司	8,000,000	0.97	限售流通 A 股
汉盛证券投资基金	8,000,000	0.97	限售流通 A 股
中国银行-华夏回报证券投资基金	6,960,984	0.84	限售流通 A 股
江苏瑞华投资发展有限公司	6,000,000	0.73	限售流通 A 股
上海证券有限责任公司	6,000,000	0.73	限售流通 A 股
中国工商银行-宝盈泛沿海区域增长股票证券投资基金	5,367,270	0.65	A 股流通股
合 计	633,191,432	76.53	

资料来源 公司公告 信达证券研发中心

乳源阳之光铝业发展有限公司承诺：自公司股权分置改革方案实施之日起三十六个月内，所持有的原非流通股股份不通过证券交易所挂牌出售；自公司股权分置改革方案实施之日起第三十七个月至四十八个月内，只有在满足以下条件方可通过证券交易所挂牌出售所持有的原非流通股股份：东阳光铝前 3 年经审计的每年扣除非经常性损益后加权平均净资产收益率不低于 10%。公司 2006 年 1 月 04 日实施股改，2006 和 2007 年的加权净资产收益率分别为 10.58 和 12.64%，2008 年前三季度净资产收益率仅为 5.15%，乳源阳之光铝业发展有限公司实际控制人郭京平为东阳光铝的董事长，从四季度主营业务亏损情况看，乳源阳之光铝业发展有限公司 2009 年不能减持原非流通股。

图1 东阳光铝实际控股关系



资料来源 公司公告 信达证券研发中心

表2 2008年12月东阳光铝限售股份解禁

股东名称	持有有限售 股份数量	持股比例 (%)	本次上市 数量	剩余有 限售条 件股份 数量
上海证券有限责任公司	6,000,000	0.725	6,000,000	0
汉盛证券投资基金	8,000,000	0.967	8,000,000	0
汉兴证券投资基金	4,000,000	0.483	4,000,000	0
兴业证券股份有限公司	8,000,000	0.967	8,000,000	0
江苏瑞华投资发展有限公司	6,000,000	0.725	6,000,000	0
优势增长股票型证券投资基金	3,213,330	0.388	3,213,330	0
平稳增长混合型证券投资基金	2,697,036	0.326	2,697,036	0
回报证券投资基金	6,960,984	0.841	6,960,984	0
红利混合型证券投资基金	3,292,016	0.398	3,292,016	0
蓝筹核心混合型证券投资基(LOF)	2,719,270	0.328	2,719,270	0
全国社保基金一零七组合	5,117,364	0.618	5,117,364	0

资料来源 公司公告 信达证券研发中心

公司运营分析

由于东阳光铝 2007 年底资产发生重大变化，财务指标同比已无意义。从 2008 年前三季度单季度主要财务指标来看，公司运营呈快速下滑之势。与 2008 年 二季度相比，三季度 ROE 由 2.41% 下降为 1.21%；在销售毛利率基本保持在 22% 水平的情况下，销售净利率由一季度的 8.42% 下降至三季度的 5.77%；三季度单季度净利润环比下降达 41.17%；公司三项费用的显著上升表明公司管理和财务压力较大（表 3）。

表3 东阳光铝2008年前三季度单季度财务指标

	2008 第一季度	2008 第二季度	2008 第三季度
净资产收益率 ROE (%)	2.2628	2.4106	1.207
净资产收益率(扣除非经常损益) (%)	2.078	2.2598	1.0823
销售净利率 (%)	8.4196	7.7737	5.7665
销售毛利率 (%)	21.8349	22.7423	21.9273
营业费用/营业总收入 (%)	2.3509	2.0806	2.6355
管理费用/营业总收入 (%)	3.2788	3.6308	4.8331
财务费用/营业总收入 (%)	7.2611	6.2878	7.9727
营业收入环比增长率 (%)	31.747	21.9852	-20.692
营业利润环比增长率 (%)	65.0913	32.7751	-40.8683
净利润环比增长率 (%)	75.2477	12.6273	-41.1692

资料来源 公司公告 信达证券研发中心

从资本结构来看，公司的负债率较高，与类似产业的新疆众和 2008 年三季度 28.55% 的资产负债率相比，东阳光铝资产负债率 51.73% 明显偏高。2008 年前三季度，公司流动负债 / 负债合计比不断上升，短期借款快速增加，期末现金较期初下降约 50%。2008 年前三季度，公司实现利润 18,335.79 万元，但财务费用也高达 14,206.95 万元，公司面临较大的资金压力（表 4）。2008 年 9 月底，公司存货为 6.47 亿元，面对金融危机、下游产业的需求和电解铝价格的下降，2008 年四季度，公司发生较大的存货减计应无悬念。

表4 东阳光铝2008年前三季度指标

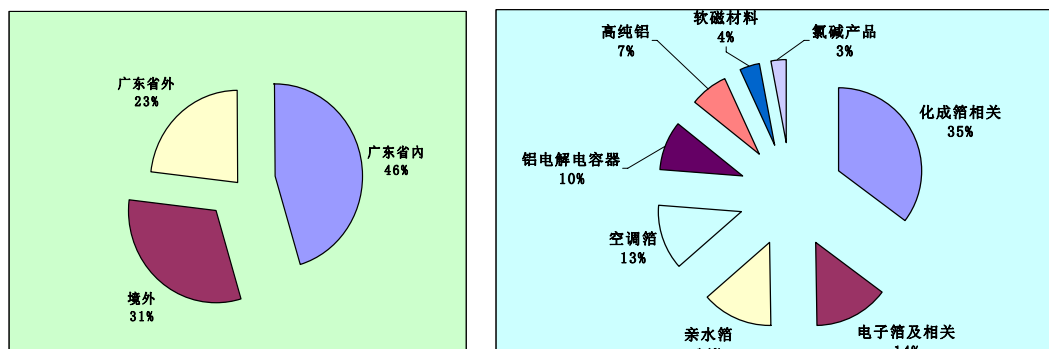
	2008 三季度	2008 中报	2008 一季报
资本结构			
资产负债率 (%)	51.73	51.51	53.86
流动负债 / 负债合计 (%)	64.29	60.52	55
偿债能力			
流动比率	1.02	1.14	1.19
速动比率	0.63	0.75	0.79
保守速动比率	0.52	0.58	0.65
营运能力			
存货周转率 (次)	2.6	1.89	0.86
盈利能力			
净资产收益率-摊薄 (%)	5.59	4.47	2.24
现金			
筹资活动产生的现金流量净额 (万元)	-13,750.98	-16,039.78	-6,884.42
现金及现金等价物净增加额 (万元)	-28,715.73	-33,078.85	-25,052.49
期初现金及现金等价物余额 (万元)	57,028.47	57,028.47	57,028.47
期末现金及现金等价物余额 (万元)	28,312.74	23,949.61	31,975.98
流动负债与资产:			
短期借款 (万元)	100,500.00	89,550.00	86,300.00
一年内到期的非流动负债 (万元)	37,000.00	34,000.00	20,000.00
流动负债合计 (万元)	167,114.57	153,216.83	145,202.18
存货 (万元)	64,691.17	59,611.55	58,834.68
利润与利息			
营业利润 (万元)	18,335.79	13,711.17	5,890.31
财务费用 (万元)	14,206.95	9,367.80	4,555.57
财务费用 / 营业利润比	0.77	0.68	0.77

资料来源 公司公告 信达证券研发中心

事实上，东阳光铝 2008 年 3 季度已实现利润 1.126 亿。公司持有海通证券 1012.1334 万股于 2008 年 12 月 29 日上市流通，并于当日通过二级市场卖出，初始投资成本为 1133.38 万元，平均成交价格为 8.164 元/股，卖出金额总计约

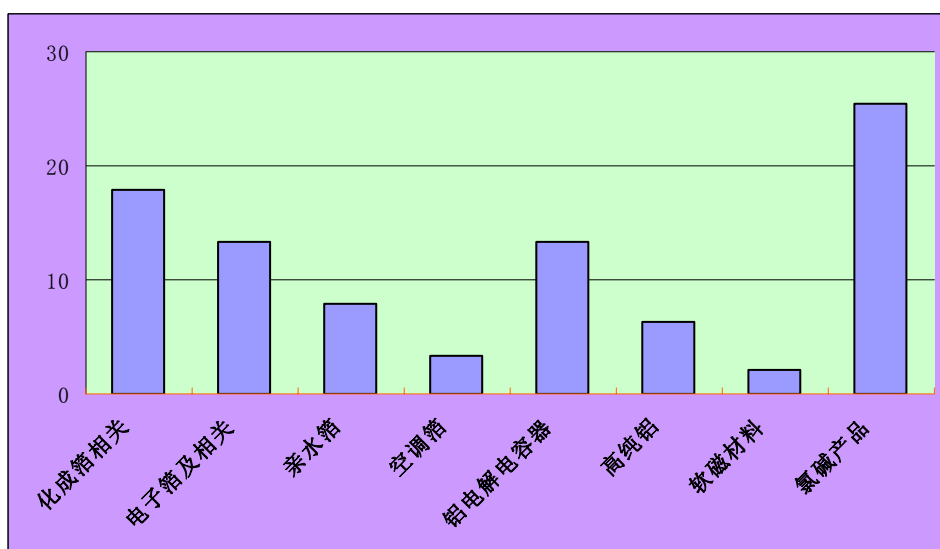
8263.06 万元，获利 7129.68 万元，计入公司 2008 年年度利润。如减去海通证券的交易所得，公司 2008 年四季度主营业务发生了较大亏损。

图2 东阳光铝2008年上半年主营构成



资料来源 公司公告 信达证券研发中心

图3 东阳光铝2008年上半年产品毛利率



资料来源 公司公告 信达证券研发中心

图 2 和图 3 为东阳光铝的主营构成和产品毛利率。半年报显示,2007 年 12 月完成非公开发行股份前,主营业务只有单纯的亲水箔产品,其销售地区均在境内;而通过非公开发行新进入的业务和产品范围扩大,境外销售占据相当比重,因此与上年同期相比,主营业务的分地区情况也发生了较大变化,2008 年上半年,公司近 30%的销售收入来自出口。

公司产品出口地区为欧美、日本和韩国等发达地区，受金融危机的影响需求将有下降筑底的过程。

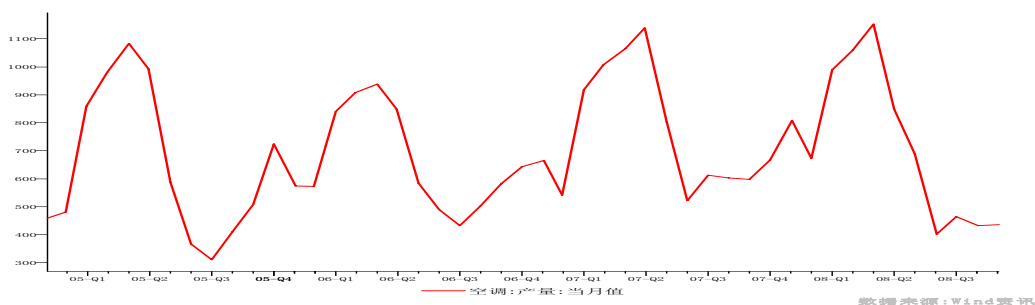
公司主要产品空调用箔（空调箔和亲水箔）有待中国空调产业的复苏和国际经济好转。根据国家统计局，2008 年 1 至 11 月，中国生产空调 7956.5 万台，同比下降 6.1%，其中，6 至 11 月生产 3272.5 万台，同比大幅下降 23.47%，空调全行业大幅减产已成为事实。

美国一直是中国空调出口的主要目标国，2007 年中国对美国出口空调 959 万台，占到当年全部出口总量的 30%。2008 年前 3 季度，中国对美国出口空调 780 万台，下降 18.9%；对欧盟出口空调 606.8 万台，下降 3.3%；对日本出口 279.9 万台，下降 3.4%。对上述 3 市场出口量合计占同期中国空调出口总量 36508.84 万台的 47.5%。同期，内地对香港出口空调 102.2 万台，下降 53.6%。前三季度出口空调占中国空调产量的 48.24%。

金融危机爆发后的 11 月，空调出口更是大幅下滑，仅为 106.6 万台，同比下降 40.9%。行业主流企业格力电器、美的电器、青岛海尔、志高 11 月的出口同比降幅均超过 50%。

虽然政府已将空调纳入家电下乡计划，但在 2009 年夏季到来之前，家电下乡对空调需求的拉动和消化中国的空调产能有待观察。

图4 中国空调产量



资料来源 国家统计局 信达证券研发中心

东阳光铝产品的主要生产成本是原铝和电。虽然原铝已较大幅度下降，但公司用电与国内同类公司相比并无优势。从最新的煤电价格谈判和发电行业 2008

年全行业亏损情况看，短期内我们未看到 2009 年电价下调的可能，控制成本可能是东阳光铝必须的选择。

盈利预测与评级

基于未来 6 个月全球和中国经济有触底的可能，公司下游产业在 2009 年下半年恢复需求；公司三项成本上升得到控制；公司的债务，尤其短期债务收益于央行的降息，财务费用下降；公司电价成本由于自备电厂的投产而下降。我们预计东阳光铝 2008 年和 2009 年每股收益为 0.16 和 0.18 元。对应 1 月 13 日的 A 股收盘价 3.94 元的动态市盈率为 25.32X 和 22.48X，给予“持有”评级。

表 5 利润表预测

	2007	2008E	2009E
营业总收入(万元)	106200.76	232745.69	139647.41
营业收入(万元)	106200.76	232745.69	139647.41
营业总成本(万元)	99641.05	219731.21	111722.79
营业成本(万元)	94354.20	171288.45	82218.45
营业税金及附加(万元)	84.73	334.15	158.98
销售费用(万元)	1341.93	5600.30	3584.19
管理费用(万元)	1405.59	10359.21	9841.25
财务费用(万元)	2521.66	19046.08	13332.26
资产减值损失(万元)	-67.05	13103.01	2587.65
其他经营收益(万元)			
公允价值变动净收益(万元)			
投资净收益(万元)	-39.61	7364.17	234.49
营业利润(万元)	6520.10	21229.78	28159.12
加：营业外收入(万元)	122.39	1982.27	2140.85
减：营业外支出(万元)	11.95	157.81	170.44
其中：非流动资产处置净损失(万元)	11.95		
利润总额(万元)	6630.54	23054.24	30129.53
减：所得税(万元)	1320.24	5982.18	9083.55
净利润(万元)	5310.30	17072.04	21045.98
减：少数股东损益(万元)	908.72	4197.44	6546.26
归属于母公司所有者的净利润(万元)	4401.58	12874.60	14499.73
每股收益(元)	0.30	0.16	0.18

资料来源：公司公告 信达证券研发中心

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅

评级		说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	买入	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司(以下简称“本公司”)认为可靠的已公开信息,但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证,不保证报告信息已做最新变更,也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下,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询价。在任何情况下,本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保,投资者据此投资,投资风险自我承担。本公司及所属关联机构可能会持有本报告中涉及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承销等业务服务。未经本公司书面同意,任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址:	北京市西城区三里河东路 5 号中商大厦 10 层
邮编:	100045
传真:	010-88656483
网址:	www.cindasc.com

本公司及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承销业务服务。未经本公司书面许可任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。客户应全面理解本报告结尾处的免责声明。