

盈利恢复或超预期，阶段性收获

谨慎推荐（维持）

东阳光铝（600673）跟踪点评

刘卓平

电话：0769-22119410

邮箱：lzp3@dgzq.com.cn

2010年6月18日

事件：

- 1、近期股价大幅上涨，达到目标价。
- 2、基本面继续向好，盈利恢复或超预期。

点评：

前言

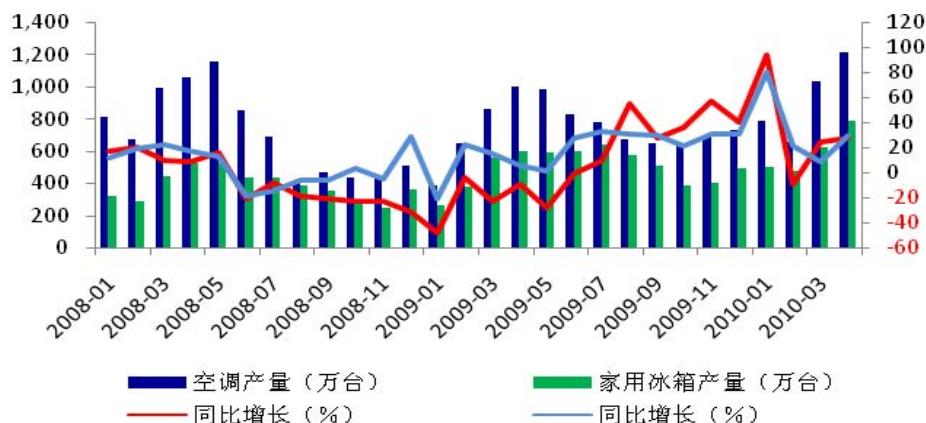
我们在3月18日《东阳光铝（600673）调研简报：看点多多的电子铝材加工企业》和4月15日《东阳光铝（600673）调研报告：铝箔“三剑客”提升盈利空间》对公司基本面做了详细阐述。近期公司股价独立于有色金属出现大幅上升，并达到了目标价。我们现对公司的基本面做了更新跟踪。

1、空调产销两旺，亲铝箔业务复苏良好

2、3季度是空调产销旺季，统计局数据显示3、4月份我国空调产量分别为1034.87、1208.39万台，分别大幅增长了24.37%、27.5%，已经提前1个月进入旺季。家电以旧换新政策正在推进，预计后市空调产销量将继续保持高增长。

公司目前空调素箔产能约为6万吨，主要设在韶关铝箔分公司，其中有4万吨为中间产品供下游亲铝箔做原材料，剩余部分才对外销售。公司空调箔盈利模式为“成本+加工费”，目前加工费约为5000元/吨左右。亲铝箔产能约4万吨，主要分布在乳源的亲铝箔公司，公司是国内LG、格力电器、美的电器的主要亲铝箔供应商，订单比较稳定。公司的亲铝箔盈利模式为“成本+加工费”，3、4月份亲铝箔订单充裕，基本为满负荷生产，加工费约为8000元/吨。

图1：空调产量快速增长



资料来源：东莞证券研究所，wind 资讯

2、电极箔量价齐升

公司目前化成箔产能约为 2200 万平方米，其中乳源化成箔公司约 400 万平方米，宜都化成箔公司约 1800 万平方米。近期电子行业景气度不断提升，公司化成箔订单充裕，化成箔生产线基本为满负荷生产，目前的加工费近 80 元/平方米，后续加工费存在提价可能。我们测算 2010 年电极箔产量将提高至 2000 万平方米，平均加工费为 75 元/米，在量价齐升背景下，公司电极箔盈利将有大幅增长，毛利率仍有较大的提升空间，预计 2010 年贡献毛利在 4.86 亿元左右，同比增长 100%左右。

公司计划在 2010 年宜都化成箔公司增加 22 条化成箔生产线，目前处于设备安装阶段，预计在 3 季度后将实现投入使用，化成箔产能提高至 2800 万平方米左右。

3、钎焊箔运作良好

钎焊铝箔属于铝加工产品中技术含量最高的高附加值材料，主要应用在高端汽车、航空航天领域，目前普遍用在汽车热交换器等。汽车热交换器包括散热器、空冷器、冷凝器和蒸发器，主要耗用各种规格的板、带、箔和焊接管材。传统的汽车热交换器主要采用铜和锡制造，近年来复合钎焊铝箔对传统铜制和锡制热交换器的替代效应不断加大，汽车散热器以复合钎焊铝箔代替铜箔，质量可减小 37%~45%，因此目前发达国家汽车热交换器零部件的铝化率已达 95%以上。随着我国汽车工业的快速发展，钎焊铝箔热交换器使用越来越普遍，对钎焊箔的需求量呈现高速增长态势，近年来每年对钎焊铝箔的需求量都在 8-10 万吨。而由于国外公司封锁技术，国内能生产高性能钎焊箔的公司不多，高端钎焊箔长期供不应求，许多汽车用新材料如汽车热交换器用复合钎焊铝箔、铝水箱焊管用材等还主要依赖进口。

公司钎焊箔项目是引进战略投资者三井物产株式会社和古河斯凯株式会社后建设的，技术来自古河斯凯，设计规模为 2 万吨/年，由于新项目磨合期较长，目前仍处于试投产阶段。预计 2010 年下半年开始排产，2010 年产出会在 0.5-0.8 万吨左右，2011 年将达到 1.8 万吨，2012 年实现达产。目前钎焊箔盈利模式也是“成本+加工费”，但加工费明显高于亲水箔，中高档钎焊箔加工费在 7000-14000 元/吨不等，其中公司主要为高端品种。公司钎焊箔毛利率有望在 30%以上，属于高盈利产品。根据钎焊箔的进度安排，我们预计 2010 年钎焊箔将为公司贡献毛利在 6000 万元左右，而 2009 年仅有 320 万元左右，增长十分明显。

4、烧碱涨价抬头，化工业务盈利改善明显

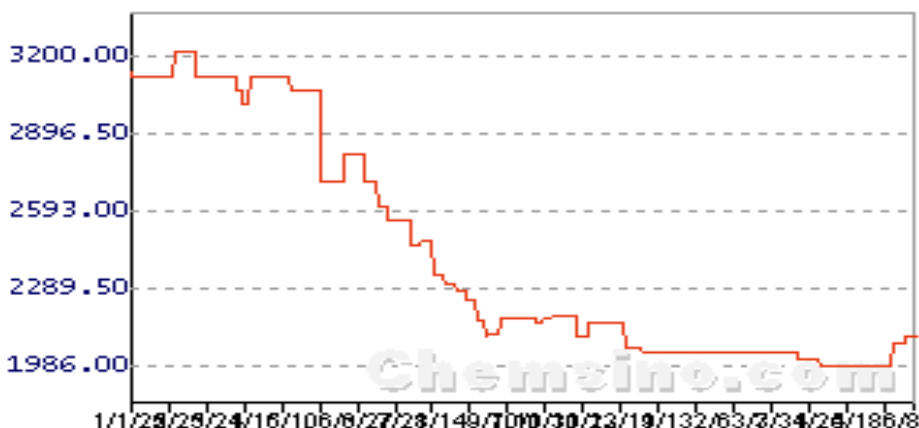
公司目前具备离子膜烧碱生产能力 12.5 万吨，以及 10 万吨/年的 32%高纯盐酸生产能力。计划在 2010 年将再建设 7.5 万吨的烧碱生产能力，预计 2010 年 3 季度投产，产能提高至 20 万吨。

5 月中旬以来烧碱价格出现转机，长三角烧碱（99%）价格由 1986 元/吨连续涨价，6 月初价格为 2100 元/吨，涨幅为 5.7%。从价格趋势看，2008 年以来烧碱最低价格就是 1986 元/吨左右，近期上涨意味着烧碱价格正逐渐摆脱了底部区域，有望重回升势。经济危机前烧碱最高价达到了 3900 元/吨，当前价格仍处于底部，上行空间很大。

盐酸价格上涨则更为明显。2 月份以来呈现震荡上扬趋势，6 月初盐酸（31%）价格为 533 元/吨，比年初大幅上涨了 30.6%，比 3 月初也有 28%的涨幅。

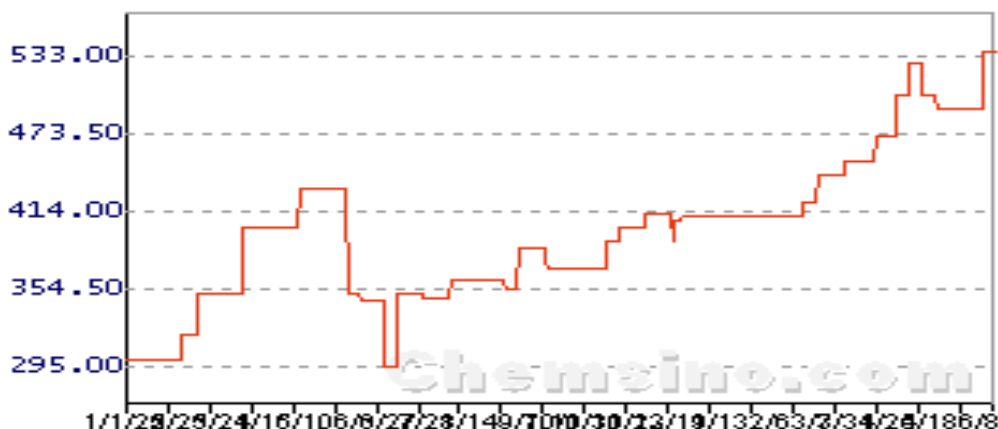
烧碱和盐酸价格的上涨将使公司化工业务盈利能力大幅提升。公司 2009 年公司化工产品收入占比 6.23%，毛利率仅有 11.42%。由于公司烧碱和盐酸产能较大，对价格的弹性很大，随着价格的走高，化工收入和毛利占比将有大幅提升的空间，呈现量价齐升局面。

图 2：近期烧碱（99%）价格抬头



资料来源：东莞证券研究所，化工在线

图 3：长三角盐酸（31%）价格持续走高



资料来源：东莞证券研究所，化工在线

5、上半年业绩有望超预期

公司 1 季度实现净利仅 2182 万元，每股收益为 0.03 元，并不理想，主要原因是 1 季度有春节假期因素，且 1 季度是亲铝箔和电极箔的生产淡季。

进入 2 季度，公司亲铝箔和电极箔基本为满负荷生产，且价格有所提高，属于量价齐升；并且 2 季度化工产品盐酸、烧碱价格有所提高，化工产品盈利提高。因而我们判断 2 季度盈利将环比出现大幅提高。

根据公司的产量进度，和价格趋势，我们判断公司 2 季度净利有望达到 8000—12000 万元，折合每股收益在 0.1—0.15 元之间。如此，上半年业绩有望在 0.13—0.18 元，略高于我们预测。

6、维持谨慎推荐，短期可阶段性收获

维持业绩预测，即 2010、2011 年每股收益分别为 0.31 元、0.51 元。维持谨慎推荐评级。

公司业务看点多多，亲水空调铝箔稳定增长，电子铝箔和化成箔盈利提升后劲很足，呈现量价齐升的

局面；新业务钎焊箔前景广阔，盈利潜力不可小觑；化工业务在涨价背景下盈利提升空间大；参股的煤炭资源即将产生效益，并且未来存在增加股权的可能性。

自推荐以来，公司股价大幅上涨，近期更是独立于有色金属逆势上扬，最高价 12.37 元基本达到我们的目标价。由于大盘仍是弱势整理，短期走势仍不乐观，强势股补跌风险较大，我们建议可阶段性收获，待股价回落后再介入。

详情请查阅前期报告《东阳光铝（600673）调研报告：铝箔“三剑客”提升盈利空间》（2009/4/15）。

表 1：公司的盈利预测

科目(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E
营业总收入	2,467.64	2397.46	3356.45	4296.26
营业总成本	2,375.72	2273.68	2914.06	3577.18
营业成本	1,993.10	1949.88	2606.28	3172.79
营业税金及附加	4.13	4.13	6.04	7.73
销售费用	59	57.48	83.91	107.41
管理费用	113	123.26	167.82	214.81
财务费用	187	131.69	50.00	74.44
资产减值损失	20	7.24	0.00	0.00
其他经营收益	79	-1.65	10.00	50.00
公允价值变动净收益	0	0.00	0.00	0.00
投资净收益	79	-1.65	10.00	50.00
其中 对联营和合营投资收益	0	-0.35	0.00	0.00
营业利润	171	122.14	452.39	769.08
加 营业外收入	34	31.10	30.00	30.00
减 营业外支出	2	1.03	1.00	0.00
利润总额	203	152.21	481.39	799.08
减 所得税	53	54.85	120.35	199.77
净利润	149	97.37	361.04	599.31
减 少数股东损益	30	25.71	105.91	175.80
归属于母公司净利润	119.04	71.65	255.14	423.51
最新总股本(万股)	82746.68	82746.68	82746.68	82746.68
基本每股收益(元)	0.14	0.09	0.31	0.51
市盈率（倍）	82.37	136.85	38.43	23.15

资料来源：东莞证券研究所，wind 资讯

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。在所知情的范围内，本人与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明：

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司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本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明出处为东莞证券研究发展中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119450

传真：(0769) 22119453

网址：www.dgzq.com.cn