

有色金属冶炼 II

东阳光铝 (600673. SH) / 17.97 元

电极箔先行一步，纤焊箔蓄势待发

事项

2011 年 1 月 6 日，我们与东阳光铝相关人员就公司情况进行了交流。

主要观点

1. 东阳光铝是国内铝箔行业的龙头企业，主要产品覆盖空调亲水箔、电极箔、纤焊箔三大领域。其中，传统业务空调亲水箔技术含量较低，国内产能已相对过剩。公司未来盈利增长主要看电极箔和纤焊箔两大业务。
2. **电极箔已先行一步：**公司拥有**高纯铝-精箔-腐蚀箔-化成箔-铝电解电容器**为一体的完整产业链。腐蚀箔技术是其中的核心技术，中国生产化成箔所需的腐蚀箔大多依赖进口。公司是国内能够量产腐蚀箔的唯一上市企业，技术优势无可比拟，具有进口替代预期。公司主打产品是中高压化成箔，毛利率 30%。预计 2010 年产量 4200 吨，超过一半出口到日本为主的海外国家。其余销售到国内市场，市场占有率 60%。目前公司该类产品在市场上供不应求，未来不排除公司根据市场需求扩大产能的可能。
3. **未来中国将从两方面引爆化成箔消费需求：**
 - 中国的腐蚀箔技术虽然落后，但化成箔技术已经非常成熟。成本优势将促使化成箔产业从日本等国家向中国转移，从而带来大量化成箔的需求。
 - 通讯、工控、变频等新兴产业的发展带来大量高容高压电容器的消费需求，传统的消费电子领域需求也保持旺盛。预计未来几年中国中高压化成箔需求保持 20% 的增速，公司作为国内中高压化成箔龙头企业，必将从中受益。
4. **纤焊箔蓄势待发：**纤焊箔主要用于制造汽车热交换系统，平均每辆汽车需求量约 10 公斤，市场潜力巨大。纤焊箔的技术壁垒很高，目前国内基本依赖进口。公司引入拥有纤焊箔顶尖技术的战略合作企业古河斯凯，建成了 2 万吨/年的生产线，毛利率在 30% 以上。2010 年公司纤焊箔产量约 3000 吨，目前产品正在日本进行认证。一旦认证通过，将迅速打入本田、丰田等汽车生产商供应链，需求前景不可限量。
5. **化工产品：**公司近几年化工业务迅速扩张。目前拥有 20 万吨离子膜烧碱、10 万吨高纯盐酸的生产能力，均符合环保要求。另外公司购买国内顶尖设备，新建了 9 万吨产能的双氧水生产项目，将在 2011 年开始试生产。目前公司化工业务毛利润占比约 7%，预计未来两年保持稳定。
6. 预计 10-12 年 EPS 分别为 0.37 元，0.52 元，0.60 元，对应 PE 为 48，34，29 倍。首次关注，暂不评级。

风险提示

公司高新技术产品通过日本市场认证时间过长。

证券分析师： 高利

执业编号： S0360209120018

联系人： 张雪川 何杰

Tel： 0755-82027508

Email： hejie@hczq.com

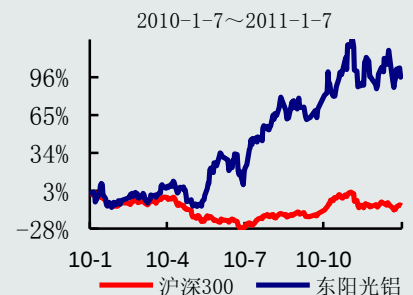
投资评级

投资评级：	不评级
评级变动：	不评级

公司基本数据

总股本(万股)	82747
流通 A 股/B 股(万股)	82201/0
资产负债率(%)	54.78
每股净资产(元)	2.28
市盈率(倍)	207.53
市净率(倍)	7.88
12 个月内最高/最低价	21.35/7.88

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1755	3710	4124	5137
现金	400	1146	1215	1845
应收账款	511	909	1066	1228
其它应收款	27	55	69	75
预付账款	142	348	427	434
存货	625	1130	1218	1413
其他	51	121	129	142
非流动资产	3348	3388	3371	3384
长期投资	60	20	27	35
固定资产	2456	2410	2364	2318
无形资产	745	845	883	932
其他	88	113	97	99
资产总计	5104	7098	7495	8521
流动负债	1195	2275	1875	1874
短期借款	800	1263	872	861
应付账款	199	388	389	462
其他	196	625	615	551
非流动负债	1601	2128	2440	2953
长期借款	1536	2048	2370	2881
其他	65	80	70	72
负债合计	2796	4403	4315	4827
少数股东权益	422	503	627	777
股本	827	827	827	827
资本公积金	840	840	840	840
留存收益	218	524	884	1249
归属母公司股东权益	1886	2192	2552	2917
负债和股东权益	5104	7098	7495	8521

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	204	-213	405	567
净利润	97	387	555	648
折旧摊销	213	64	65	65
财务费用	132	153	172	180
投资损失	2	-26	-34	-19
营运资金变动	-252	-805	-347	-306
其它	13	14	-7	-0
投资活动现金流	-260	-77	-13	-60
资本支出	204	0	0	0
长期投资	-60	-7	-15	12
其他	-116	-85	-28	-48
筹资活动现金流	-123	1036	-323	123
短期借款	-205	463	-391	-11
长期借款	698	512	323	511
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-616	61	-254	-377
现金净增加额	-179	746	69	630

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2397	3665	4774	5341
营业成本	1950	2855	3637	4025
营业税金及附加	4	5	7	8
营业费用	57	74	108	119
管理费用	123	83	107	104
财务费用	132	153	172	180
资产减值损失	7	9	12	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-2	26	34	19
营业利润	122	512	764	914
营业外收入	31	22	29	28
营业外支出	1	1	2	1
利润总额	152	533	792	940
所得税	55	146	237	293
净利润	97	387	555	648
少数股东损益	26	81	124	150
归属母公司净利润	72	306	431	498
EBITDA	467	728	1002	1160
EPS（元）	0.09	0.37	0.52	0.60

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-2.8%	52.9%	30.2%	11.9%
营业利润	-28.4%	319.3%	49.3%	19.6%
归属母公司净利润	-39.8%	327.1%	40.8%	15.5%
获利能力				
毛利率	18.7%	22.1%	23.8%	24.6%
净利率	3.0%	8.3%	9.0%	9.3%
ROE	3.8%	14.0%	16.9%	17.1%
ROIC	3.8%	9.5%	12.1%	13.2%
偿债能力				
资产负债率	54.8%	62.0%	57.6%	56.6%
净负债比率	83.55%	80.12%	79.89%	80.44%
流动比率	1.47	1.63	2.20	2.74
速动比率	0.94	1.13	1.54	1.98
营运能力				
总资产周转率	0.47	0.60	0.65	0.67
应收帐款周转率	5	5	5	5
应付帐款周转率	10.72	9.74	9.37	9.46
每股指标（元）				
每股收益	0.09	0.37	0.52	0.60
每股经营现金	0.25	-0.26	0.49	0.69
每股净资产	2.28	2.65	3.08	3.53
估值比率				
P/E	207.53	48.59	34.50	29.86
P/B	7.88	6.78	5.83	5.10
EV/EBITDA	37	24	17	15

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告信息均来源于公开资料,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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801