

东阳光铝(600673)调研报告

低估的高压铝箔龙头，产能扩张带来投资契机

原材料/有色金属

推荐

维持评级

发布时间：2011年3月4日

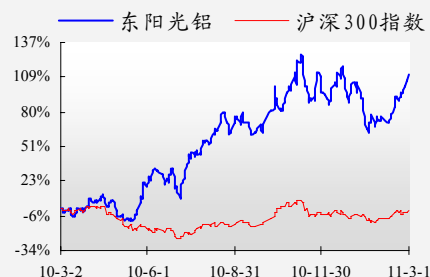
投资要点：

- **公司亲水铝箔4万吨产能未来保持稳定。**亲水铝箔占公司营业利润的21%，目前公司还没扩展打算。主要客户是美的、格力、海尔、海信等，未来产能将保持稳定。
- **估计今年化成铝箔增长36%，2012年有望达到4000万m3。**公司是国内技术方面最高端企业，国内企业和东阳光技术差距为5年左右。公司目前能做到1000伏高压，仅次于日本。2010年产量2200万m3左右，今年估计为3000万m3，如果销路好，2012年扩大产能至4000万m3。扩展的产能主要是800伏以上的高压铝箔。
- **估计今年能贡献1.5万吨纤焊箔产量。**公司2万吨纤焊箔现在已经得到日本企业认证，2011年打算做到1.5万吨。每吨8000-10000元的加工费，悲观估计全年能对公司贡献1.20亿元的收益，每股贡献0.15元，如果销路好2012年有望再扩产能。
- **业务拓展上又上一个台阶，涉足新材料、新能源领域。**公司未来将会新材料、新能源方向转移，计划新增“太阳能工业产业园”投资项目，主要包括建设太阳能光伏电池、太阳能电池封装用EVA胶膜、太阳能封装用低铁钢化玻璃、太阳能用背板、控制器逆变器、蓄电系统等，如太阳能背板氟膜、高端贮能器、逆变器都是国内紧缺的产品，如果能量化生产将对业绩产生大影响。
- **区域优势显现，化工业务逐渐好转。**公司烧碱产能是20万吨，盐酸10万吨，广东地区只有40%的自供率，公司占领广东地区的区位优势，运费较低，产品价格上涨预期较强，今年销售应该不错。
- **估计年底或者明年初煤业开始贡献产量。**公司参股的煤炭业务拥有的采矿和探矿区总储量是0.69亿吨，60万吨产能，估计年底或者明年初有望开始贡献产出，假设2012年贡献30万吨，每股贡献0.02-0.03元。
- **估计公司2010-2011年每股收益分别为0.29、0.56元，推荐评级。**目前PE为32.86倍，估值较低，未来产能增长较多，推荐评级。
- **风险提示。**电容器需求低于预期，铝箔订单低于预期。

业绩预测：

	主营业收入 (百万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (百万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2009	2,397	-2.84	72	-39.81	0.09	3.80	211.57	0.00
2010E	3,390	41.39	237	231.25	0.29	11.18	63.87	0.00
2011E	4,484	32.29	461	94.39	0.56	24.83	32.86	26.00
2012E	5,018	11.89	529	14.63	0.64	28.46	28.66	22.69

走势图



市场数据

2011-03-04

收盘价：	18.32 元
52周最高价：	21.35 元
52周最低价：	7.88 元
平均持仓成本：	17.76 元

基本数据

2010Q3

总股本(万股)：	82,747
流通A股(万股)：	82,747
每股收益(元)：	0.21
每股净资产(元)：	2.56
每股经营现金流(元)：	0.26
市净率：	6.15

分析师:杨霞辉

执业证书编号: S0550511020003

TEL: (8621)6336 7000-319

FAX: (8621)6337 3209

Email: yangxh@nesc.cn

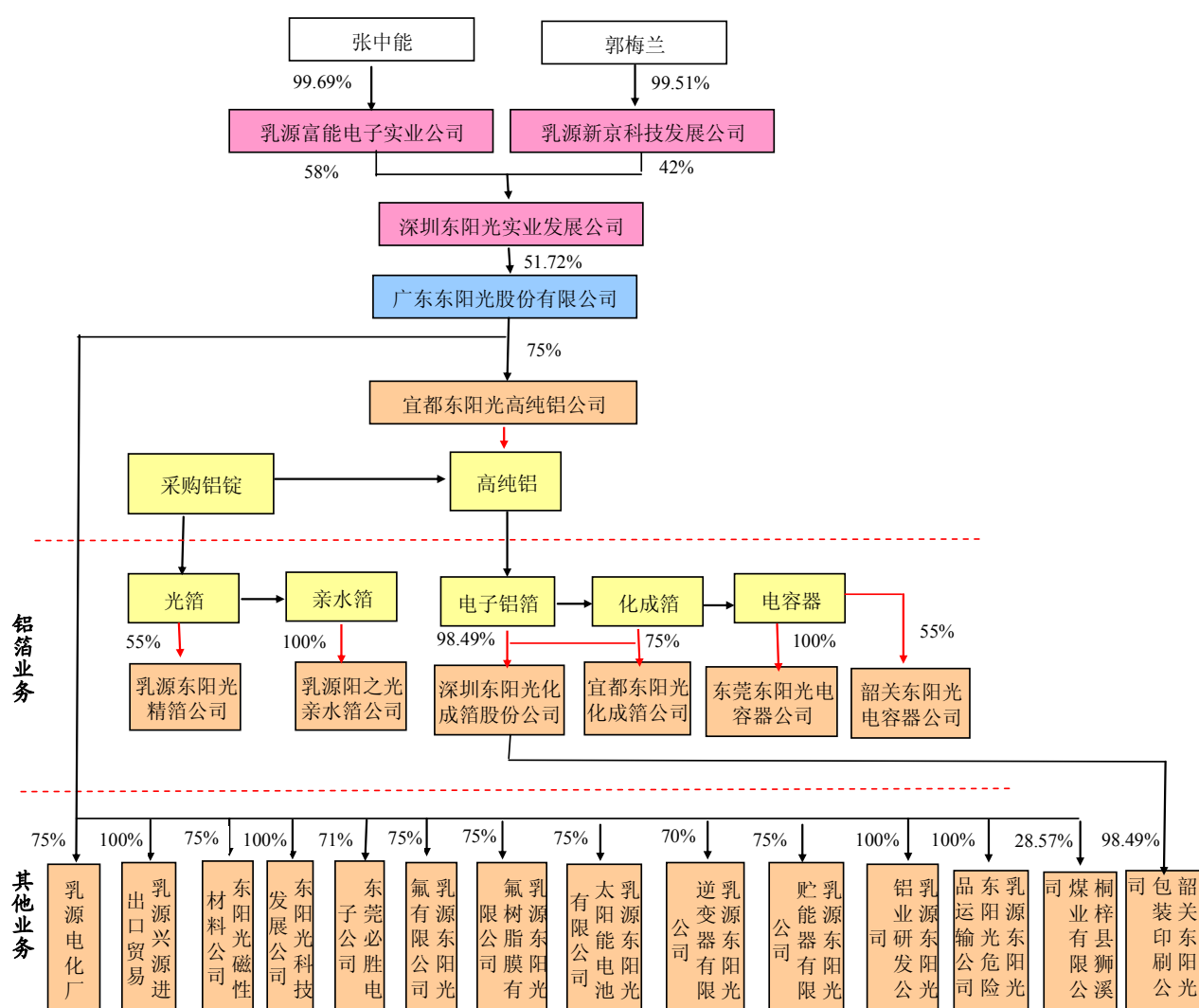
地址: 上海市延安东路45号20楼

邮编: 200002

一、东阳光铝的基本情况

公司前身系成都量具刀具股份有限公司。2003 年，成都量具刀具公司与乳源阳之光铝业发展有限公司进行置换资产，公司经营范围变更为亲水箔、涂料、电子材料类产品的生产和销售以及其他无需许可或审批的合法项目。同年，公司更名为成都阳之光实业股份有限公司。2007 年通过定向增发收购东阳光集团 5 家子公司的电子铝箔资产，将业务衍生至电子元器件材料领域；2008 年公司更名为“广东东阳光铝业股份有限公司”。公司目前总股本 8.27 亿股，大股东为深圳市东阳光实业发展公司，持有公司 51.72% 的股权。集团掌控的限售股于 2010 年 12 月 7 日全部解禁，集团承诺至少未来六个月内没有限售股份解禁后通过二级市场减持的任何计划。

图 1、公司新的组织架构图和牵涉到主要业务流程

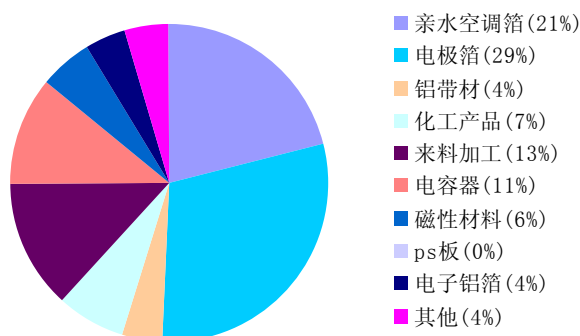


资料来源:公司公告,东北证券, 注: 其中黄色部分为主要产品业务流程,茶色部分为公司主要子公司

公司总部注册地在深圳市，行政、销售、研发及财务管理中心在东莞长安，在国内拥有四大生产基地：广东东莞、广东韶关、湖北宜都及正在建设中的贵州遵义。公司产

业主要集中在铝业、能源、药业三大领域，是目前国内最大的化成箔、电子光箔加工、 $\phi 16$ 以上大电容、亲水箔生产基地，是最具优势的能源基地。2009 年引进日本三井物产株式会社（世界最大贸易企业之一）、日本古河斯凯株式会社（日本最大的铝加工企业，具有世界最先进的铝加工技术），拥有国内最完善的铝加工产业链。目前素箔产能 6 万吨，主要供下游亲水铝箔使用，剩余的外销，亲水铝箔产能 4 万吨；公司高纯铝产能 1.20 万吨，化成铝箔产能 3000 万平方米。电容器业务以生产大电容为主，未来向储能电容器及逆变器方面发展。在各项业务分布上，亲水铝箔对营业利润贡献为 21%，电极箔（化成箔）贡献为 29%，其次是来料加工和电容器，各占 13% 和 11%。

图 2、公司业务繁多,其中铝箔占公司营业利润的 50%

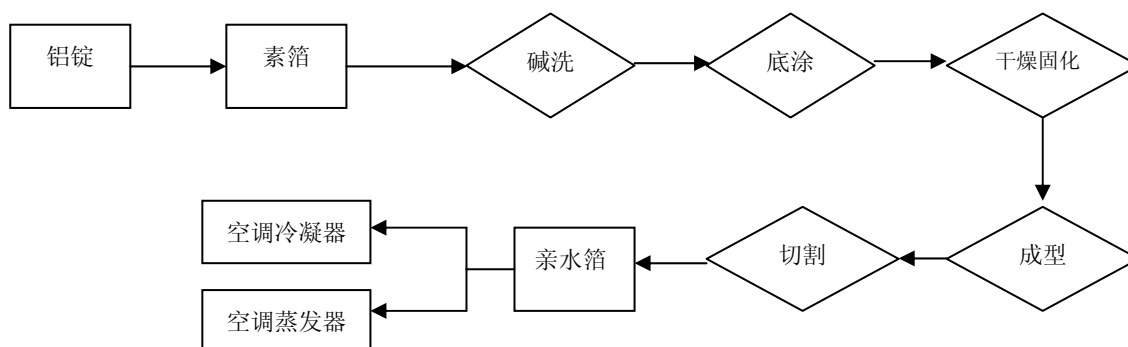


资料来源:2010 年半年报,东北证券

二、公司亲水铝箔业务保持稳定

空调铝箔因其生产工艺和使用性能的不同而分为素箔和亲水铝箔。亲水铝箔是指在素箔的表面涂上防腐的无机涂层和亲水的铝箔。具体生产流程：原料库-素箔-碱洗-干燥-底涂-干燥-干燥固化-二涂-干燥固化-成型-切割-包扎成品-成品库。

图 3、亲水铝箔生产工艺流程

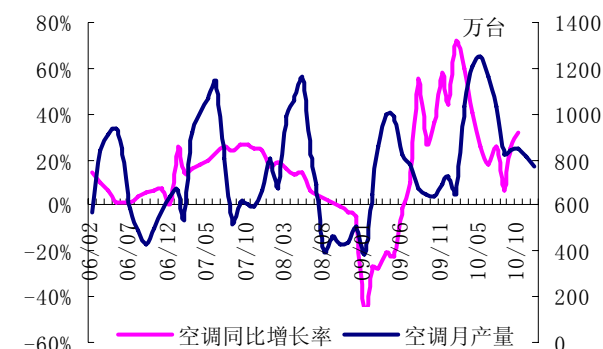


资料来源:公司公告,东北证券

亲水铝箔与素箔相比，具有以下主要优点：能使空调制冷效率提高 5 %；防腐蚀和防霉菌，无异味；良好的成形性以及模具不磨损性；极强的耐冲压油性、耐溶性、抗热

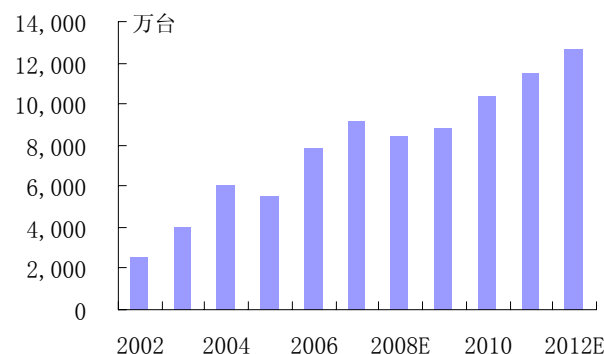
性；换热片积聚表面的冷凝水均匀地分布在表面上，不会形成水珠，气流阻力小，热交换率一般可提高 10%-15%；由于无水珠，相应也减少了震动造成的噪音；可防止空调器氧化粉末吹入室内对人体产生不利影响，符合环保要求。其主要用于制作空调冷凝器和蒸发器，并开始广泛应用于家用空调、汽车空调、中央空调、船舶空调、制冷设备等行业。国内外对其消费主要还是以空调为主，所以应用领域比较单一，这是亲水铝箔消费的一大特点。

图 4、2010 年全年空调产量增速为 18%



资料来源：Wind，东北证券

图 5、估计未来两年空调产量增速不低于 10%



资料来源：Wind，东北证券

空调用铝箔的用量根据机型和功率大小的不同而存在较大的差异。最近几年，空调用铝箔的厚度从 0.12mm~0.15mm 减少到 0.09mm~0.11mm，同时随着空调的生产朝着高效、节能和轻型化的方向发展，空调用铝箔的需求量同比有了大幅度降低，空调用铝箔的平均用量从每匹 5 千克减少到了每匹 3.5 千克。我们按照每台空调的铝箔平均用量仍然保持在 3.5-4 千克之间来估算，估计 2011 年空调铝箔需求量为 37 万吨，同比增长 8%，2012 年达到 44 万吨，同比增长 10%。

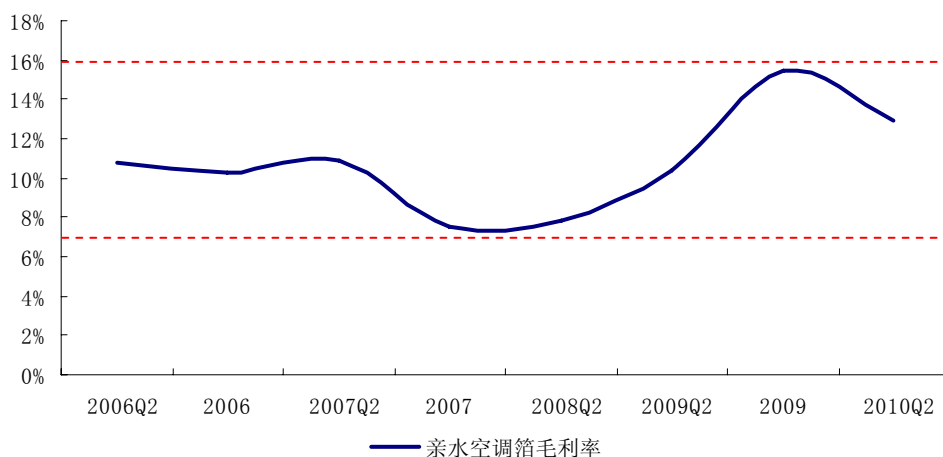
表 1、按照国内空调产量增速，估计 2011 年空调铝箔为 37 万吨，增速 10%

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
空调产量（万台）	2500	4,000	6,000	5,500	7,916	9,141	8,462	8,856	10,447	11,492	12,641
空调箔需求（万吨）	10	16	24	22	32	37	34	31	37	40	44

资料来源：Wind，东北证券

公司持有韶关阳之光精箔有限公司 55%的股权，空调素箔产能为 6 万吨，主要供乳源阳之光 4 万吨亲水箔产能做原料之用。亲水铝箔主要原材料是铝箔，约占总成本的 85%；涂料约占总成本的 10%，其它辅助材料 5%。据了解目前公司还没扩产打算，未来 2-3 年都将维持亲水铝箔 4 万吨，素箔 6 万吨产能水平。主要客户是美的、格力、海尔、海信等，牢牢占据了国内空调生产商的主要市场。根据我们对未来空调产量稳定增长预期，估计未来两年公司亲水铝箔毛利率水平也将在 10%以上，对公司业绩贡献保持稳定。

图 6、公司亲水铝箔毛利率历年情况



资料来源：公司公告，东北证券

三、未来两年化成箔产量高速增长，2012 年有望达到 4000 万 m³

1、铝电容器未来快速增长保证了公司化成箔需求

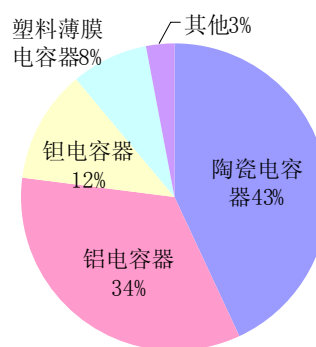
作为三大被动电子元器件（电阻、电容及电感器）之一的电容器在电子元器件产业中占有重要的地位。在整机使用的电子元件中，电容器用途最广泛、用量最大，约占全部电子元件用量的 40%左右，而铝电解电容器又占三大类电容器（电解电容器、陶瓷电容器和有机薄膜电容器）产量的 34%以上。主要应用于消费电子、工业生产、信息、汽车产业。

图 7、电解电容器种电极箔基本结构



资料来源：电子元器件协会，东北证券

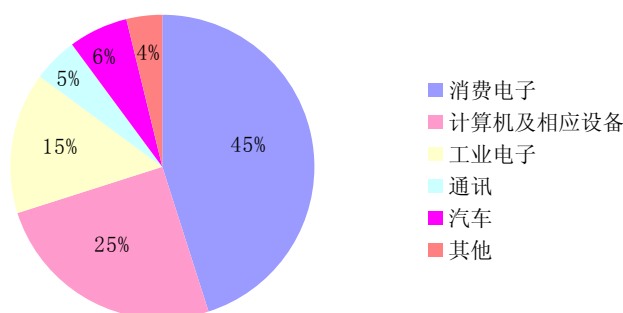
图 8、铝电容器占全球电容器用量的 34%



资料来源：台湾工研院 IEK-ITIS 计划，江海股份招股说明书，东北证券

电极箔是铝电解电容器的主要原材料，它的芯子是由阳极铝箔、电解纸、阴极铝箔、电解纸等 4 层重叠卷绕而成，芯子含浸电解液后，用铝壳和胶盖密闭起来构成一个电解电容器。生产铝电容器所用的关键原材料铝箔，因制作程序先后成为电子铝箔、电极箔，其中电极铝箔包括腐蚀箔和化成箔，通过电蚀方式进行蚀刻加工的腐蚀箔又称电蚀箔，化成箔又称化成铝箔、腐蚀腐能箔。

图 9、铝电容器下游消费分布



资料来源：中国电子元器件协会，东北证券

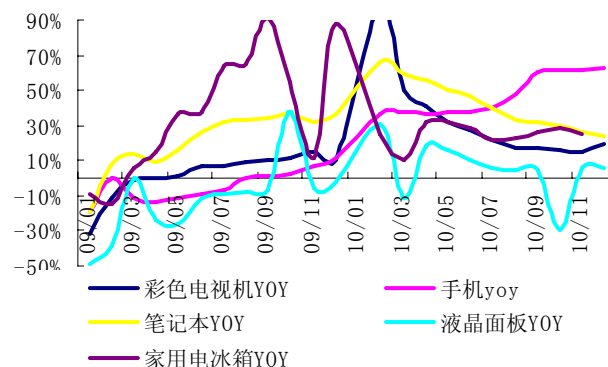
由于化成箔 80% 以上的需求量来自铝电解电容器，因此铝电解电容器制造业的发展状况直接影响到化成箔产业的发展。铝电容器的 45% 用途是在家电、手机、音响等方面，25% 分布在计算机及相关设备上，15% 分布在工业上，6% 在汽车上，5% 的通讯行业。从过去的 2010 年来看，中国的电子元器件产量同比增长了 39%，估计在消费电子、工业用中高压电容器旺盛需求下，估计 2011-2012 年中国电容器产量增速不低于 20%。

图 10、2010 年中国电子元器件同比增长 39%



资料来源：Wind，东北证券

图 11、国内主要消费电子产品增速稳定在 10%-50% 之间



资料来源：Wind，东北证券

一般来说消费电子用的铝箔为低中压铝箔。从过去的一年中可以发现电视机、手机、电脑、电冰箱等产量增速都超过 10%，只有液晶面板增速较低。根据我们下游行业研究员预期，估计未来电视机、手机、电脑、冰箱增速都维持在 10% 以上。所以说中低压电极铝箔需求不成问题。

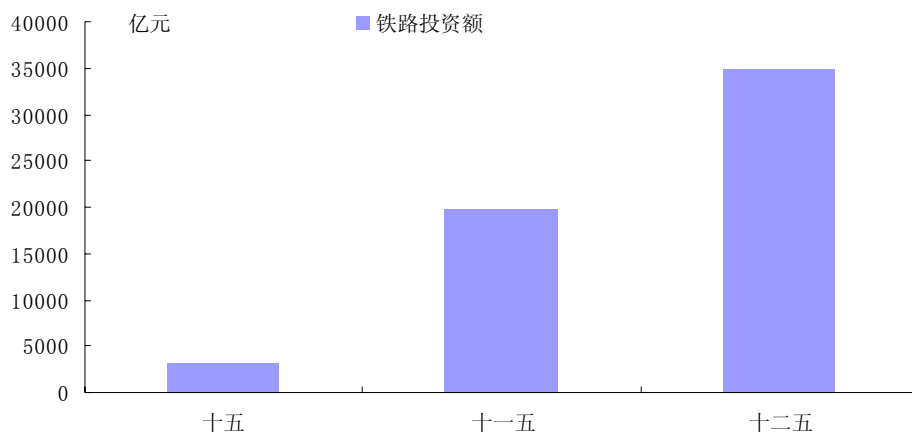
表 2、2010 年全球 pc 出货量为 3.46 亿台，同比增长 14%

名次	厂商	2010 出货量	市场份额	2009 年出货量	市场份额	YOY
1	HP	64213	19%	60072	20%	7%
2	Dell	43403	13%	38419	13%	13%
3	Acer Group	42430	12%	38412	13%	10%
4	Lenovo	34182	10%	24904	8%	37%
5	Toshiba	19095	6%	15837	5%	21%
-	Others	142874	41%	127139	42%	12%
	合计	346198	100%	304783	100%	14%

资料来源: IDC, 东北证券

我们认为未来 2-5 年中高压电容器需求增长速度高于低压电容器，那么中高压化成铝箔、腐蚀铝箔都将迎来比 20% 还要高的需求增速。高速增长铁路投资额、新能源汽车快速发展、风能、核能新能源等带动了高压电极铝箔的需求；3G 为代表的通讯领域设备更新和智能电网产生了巨大的需求，我们对高性能高压化成箔的需求持积极乐观态度。

图 12、“十二五”铁路规划投资额为 3.5 万亿元，暗示了中高压铝电容器需求旺盛



资料来源：中国铁道部网站，东北证券

在铝电解电容器行业快速发展的背景下，我国已成为世界上化成箔产品的主要生产国和主要消费国。根据我们对下游消费电子、工业用电容器需求预计，2010-2012 年国内电极箔消费量将以 20% 的速度持续增长。国内市场对高比容高性能电极箔的需求量每年约 5,000-8,000 万平方米，目前高性能的电极箔主要为国外公司所垄断，而且价格居高不下，公司作为高压化成铝箔公司，从需求增长中受益最大。中国电子元件行业协会预期 2011、2012 年全球铝电容器市场规模将分别达到 55 亿美元和 58 亿美元，同比分别增长 5%、6%。

表 3、全球、中国铝电容器市场规模未来两年将保持 20% 稳定增长率

	全球铝电容 器市场规模	YOY	中国铝电容 器市场规模	YOY	中国铝电容 器销售额	YOY	中国铝电 容器产量	YOY
单位	百万美元	-	百万美元	-	百万美元	-	亿只	-
2005	5000	4%	90	5%	73		750	
2006	5300	6%	105	17%	82	12%	860	15%
2007	5460	3%	110	5%	85	4%	900	5%
2008	5270	-3%	104	-5%	81	-5%	850	-6%
2009	5060	-4%	101	-3%	79	-2%	825	-3%
2010E	5200	3%	140	39%	140	39%	1147	39%
2011E	5450	5%	168	20%	168	20%	1376	20%
2012E	5800	6%	202	20%	202	20%	1651	20%

资料来源：江海股份招股说明书，东北证券

2、公司在化成铝箔技术上基本赶上日本技术

衡量铝电容器好坏的几个关键部位是化成铝箔、腐蚀铝箔、电解液等。化成铝箔占电容器成本的 30-70%，是关键材料之一。目前在全球铝箔技术上处于高端的主要是日本、

欧美, 日本的主要化成铝箔企业有 KDKI、JCC, 他们能生产高达 1100 伏的化成铝箔, 在中国还占领了 10 在%的市场份额。在欧美, 主要的化成铝箔生产企业是 Becromall、Satma, 技术可以和 KDKI、JCC 媲美。

表 4、东阳光铝化成、腐蚀技术不管在全球还是中国都处于高端水平

公司	产能 (万平米)	技术	主要市场	性质
全球				
KDKI、JCC	-	1100v	日本、中国 (高压 10%份额)	日本
Becromall、Satma	-	1100v	欧美	欧洲
展成	-	75uf 以下中高压	台湾	中国台湾
世昕 (Luxon)	240	中高压电极箔	台湾	中国台湾
国内				
江海股份	500	中、高压	自用	中国
东阳光铝	3500	中高, 最高 1000v	国内市场占有率 60%, 国际市场占有率 15%	中国
南通南辉	330	化成箔 670VF $C \geq 0.56 \mu F/cm$	南通江海、厦门、ELNA、RUBYCON 是其主要客户	内地和香港合资
江苏中联	500 (374 吨)		获得英、荷、德、美认证, 主要出口, 江海是其国内客户	中国
新疆众和	700	低、中压	国内、日本	中国
桂东电力	500	低、中压 (160-450v)	国内	中国
肇庆华峰电子铝箔	360	低压高比容	国内	中国
扬州升达	350	低压 (6.3-100v)	国内	中国
丹东丰达	100 吨	低压	国内	中国
吉林华虹	48	中高压	国内	中国
淮北东磁电子	60	中低压 (160-500v)	国内	中国
无锡西林电子材料	10	低压 (6.3-100v)	国内	中国

资料来源:台湾工研院, 中国电子元器件协会, 公司公告, 东北证券

在化成铝箔方面, 国内目前只有东阳光铝能生产高压化成箔, 公司是国内技术方面最企业, 超越竞争对手 5 年。公司在三年前就开始采用硼酸系化成体系, 在性能上已经达到了日本同类技术水平, 高压能达到 1000 伏, 仅次于日本的 1100 伏, 国内企业在特高压化成箔上成材率一般很低, 低于 50%, 而东阳光铝是唯一一家能大批量生产的公司。在腐蚀箔方面, 尤其是高性能腐蚀箔, 目前只有东阳光能量产, 在国内形成垄断优势, 公司已经在 2009 年全部改为硫酸腐蚀体系, 但目前比容仅能达到 $0.72 \mu F/cm^2$, 同类技术下日本的产品比容能达到 $1 \mu F/cm^2$ 以上。但是质量还不能保证能替代像日本的 JCC 的产品。

3、市场优势显著, 化成铝箔仍存在提价空间

公司卓越的技术决定了其显著的市场优势。目前中高压化成箔生产商还有南通南辉、新疆众和、桂东电力和江苏中联。公司在中高方面市场占有率高达 50%, 并出口到日韩等国, 按照公司技术优势来看未来 5 年内很难有竞争对手能在市场份额上超越东阳光铝。

由于中高压化成铝箔下游需要旺盛, 且公司市场优势显著, 目前订单饱满, 满负荷在生产, 中高压化成铝箔目前价格仍距离 08 年高点 15% 左右距离。鉴于工业用电极铝箔需求快速增长, 估计 2011 年中高压铝箔价格将持续上涨, 不排除触及 08 年高点的可能。公

司作为龙头生产企业，将从中大大受益。

4、估计 2011 年化成铝箔产量增长 36%，2012 年底化成箔产能达到 4000 万 m³

化成箔占东阳光铝营业利润的 29%。在国外，公司凭借先进的技术、稳定的产品质量以及成本优势，成功打入日本高端电容器生产商供应链，成为 NCC、Nichcon 等日本顶级电容器生产商的原料供应商，并且为日本客户做来料加工服务。在国内，公司是江海电容的主要供料商，在中高压电极箔上国内市场份额为 50% 之高，由于技术优势不可取代，估计未来市场份额被消减的可能性很小。

表 5、公司电极铝箔各年产能情况

产能	2009	2010	2011E	2012E	2013E
化成箔（万平米）	1800	2,370	3,000	4,000	4,000
宜都中高压	1350	1920	2200	3200	3200
乳源化成低中高压	450	450	450	450	450
乳源腐蚀箔	-		350	350	350
在建项目					
宜都 36 条中高压生产线 （每条 2wm ³ /月）		570	280	1000	
乳源 4 条硫酸系腐蚀线		350			

资料来源：公司公告，东北证券

公司电极铝箔主要分布在广东乳源和湖北宜都两个生产基地。2010 年产量 2200-2300 万平方米左右，其中中、高压化成箔 1800 万平方米，腐蚀箔 500 万平方米。估计随着宜都新增生产线投产，2011 年产能将达到 3000 万平米。乳源东阳光化成箔有限公司在 2009 年新增 6 条硫酸体系腐蚀生产线的基础上，新增了 4 条硫酸体系腐蚀生产线，并已投入产品生产，同时改造完成硫酸体系腐蚀生产线达到 15 条。宜都东阳光化成箔有限公司新增了 22 条化成箔生产线，每条 2 万平方米/月产能。如果销路好，未来打算扩大产能，计划在 2012 年扩展到 4000 万平方米，而且扩展的产能主要是 800V 以上的高压铝箔，都是国内急缺的产品。

5、煤电一体化战略发展，未来电力有望降低

公司为了降低成本，也向上游煤炭、电力方面拓展业务，比如参股了桐梓县狮溪煤业有限公司 28.57% 的股份，该公司在规划的煤炭产能为 60 万吨，计划年底或明年初投产。中高压电极铝箔每平米耗电 45 度，公司用电成本 0.45，高于竞争对手新疆众和 0.20 元每度。为了降低成本提升优势，公司控股股东东阳光实业在宜都投资建设了 2*30 万千瓦的热电厂，09 年底已经开始投产发电，未来还有可能扩容，按照化成铝箔 2200 万平米的用电量，完全能自供。按照湖北省火电上网电价为 0.40 元，今年公司电力成本有望降低 13%。

四、2011 年钎焊箔有望贡献 1.5 万吨，2012 年 2 万吨

钎焊铝箔主要用在汽车热交换器里，替代其传统用的铜质材料，对提高汽车零部件的铝化率，促进汽车轻型化、节能降耗、有利于环境保护。据统计，美国汽车热交换器用复合钎焊铝箔已达到 90% 以上，而我国只有 30%。按照每台轿车的空调和水箱热交换器需 3~5kg 钎焊铝箔，2011 年全国需要 8 万吨钎焊箔。在国内钎焊箔基本只有上海萨博一家能批量生产，去年产量大约是 3 万吨，产品基本出口到欧洲。目前国内需求缺口为 5 万吨，主要依靠从日本进口。

表 6、国内汽车产量预期和钎焊铝箔需求量预期

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
汽车产量(万辆)	920	965	1404	1806	2077	2389
YOY	21%	5%	45%	29%	15%	15%
钎焊铝箔需求量(万吨)	3	3	6	7	8	10

资料来源: wind, 东北证券

东阳光铝顺应市场需要启动了 2 万吨钎焊箔项目。公司为了引进钎焊铝箔技术于 2009 年引进境外战略投资者, 将持有韶关阳之光铝箔的 37.95% 股权转让给日本古河斯凯和三井物产。古河斯凯是日本最大铝材供应商, 其钎焊技术国际领先, 它为公司提供了很多技术支持。公司 2 万吨钎焊箔产能已经于 09 年开始投产, 2010 年已经开始小量生产, 估计能达到 0.5 万吨, 现在已经得到日本企业认证。2011 年计划生产 1.5 万吨。按照每吨 8000-10000 元的加工费, 估计钎焊箔全年能对公司贡献 1.20 亿元的收益, 每股贡献 0.15 元, 如果销路好 2012 年还有望扩产能, 公司未来发展前景非常乐观。

表 7、古河斯凯和三井物产的技术和市场优势显著, 有利于公司在汽车市场拓展

产能	主营业务	市场地位	技术优势
古河斯凯	轧制、挤压、铸造锻造、表面加工等铝材产品	日本最大铝材供应商	钎焊技术国际领先
三井物产	有色、冶金贸易商	日本最大有色贸易商	全球发达营销网络

资料来源: 公司公告, 东北证券

五、业务拓展上又上一个台阶, 涉足新材料、新能源领域

1、新材料、新能源业务

公司于 2011 年 1 月 26 号审议通过了设立乳源东阳光氟有限公司, 技术生产销售制冷器、氟精细化工、氟树脂和氟膜, 主要下游是太阳能背板, 该项产品国内属于空缺, 如果公司能做到量产生产, 未来对公司业绩影响很大。另外公司计划启动的太阳能电池项目是单晶硅方面业务, 具体产量规划还不明确。按照公司发展路线可以看出公司未来将会新材料、新能源方向转移, 计划新增“太阳能工业产业园”投资项目, 预计总投资 40 亿元, “十二五”期间投资 20 亿元, 主要包括建设太阳能光伏电池、太阳能电池封装用 EVA 胶膜、太阳能封装用低铁钢化玻璃、太阳能用背板、控制器逆变器、蓄电储能系统等。

2、电容器、逆变器业务

公司拥有两个电容器子公司: 韶关东阳光电容器有限公司和东莞东阳光电容器有限公司。公司总体产能是大电解电容器 1.1 亿只, 小电解电容器 7.3 亿只, 主要应用于电脑、彩电、空调、照相机、VCD 等家用电器及数控机床、电子机床等工业设备, 主要客户有柯达、冠捷、海信、厦华等。

公司未来规划在超级电容器、逆变器拓展业务。公司刚成立的东阳光储能有限公司, 打算做高级电容器, 准备和日本企业技术合作。逆变器方面, 国内 90% 高端产品来至日本, 随着新能源产业快速发展, 国内缺口扩大, 公司顺应市场发展规划做逆变器业务。

六、参股的煤炭业务有望年底或明年初贡献产量

公司参股桐梓县狮溪煤业有限公司 28.57%的股份，其主要产品为煤炭和矿山机械。煤炭为无烟煤、优质无烟煤和贫-瘦焦煤，主要销往电厂、化工厂、水泥厂等。狮溪煤业目前已获贵州省桐梓县狮溪镇兴隆煤矿采矿权证及四个勘查许可证，分别为：（1）陶家寨煤矿详查，包含陶家寨矿井；（2）贵州省桐梓县煤矿茅坝井田普查，包含螺丝田、狮子山和大坡三个井田；（3）响水-黑神庙煤矿详查，包含桐子湾矿井；（4）松坎-木瓜庙煤矿普查，包含松南矿井（即规划中的松坎矿井）。

表 8、桐梓县狮溪煤业拥有的采矿权和探矿权

采矿/探矿权	矿区	矿区权限	储量（万吨）	产能（万吨）
兴隆煤业	兴隆煤矿	采矿权	859.82	60
陶家寨煤矿	陶家寨矿井	探矿权	487.39	—
贵州省桐梓县煤矿茅坝井田	螺丝田	探矿权	450.24	—
	狮子山	探矿权	1926.33	—
	大坡	探矿权	617.33	—
响水-黑神庙煤矿	桐子湾矿井	探矿权	653.85	—
松坎-木瓜庙煤矿	松南矿井	探矿权	1916.64	—
合计			6911.60	—

资料来源：公司公告，东北证券

该公司拥有的采矿和探矿区总储量是 0.69 亿吨，只有兴隆有规划产能，60 万吨产能，估计年底或者明年初有望开始贡献产出，假设 2012 年贡献 30 万吨，按照公司拥有 28.57% 的股权，30 万吨煤炭产量按照 20% 的毛利率计算，那么每年对公司投资收益贡献为 8.68 百万元左右，每股贡献 0.01 元，如果 2013 年全部投产，每股贡献投资收益 0.02-0.03 元左右。

七、区域优势显现，化工业务逐渐好转

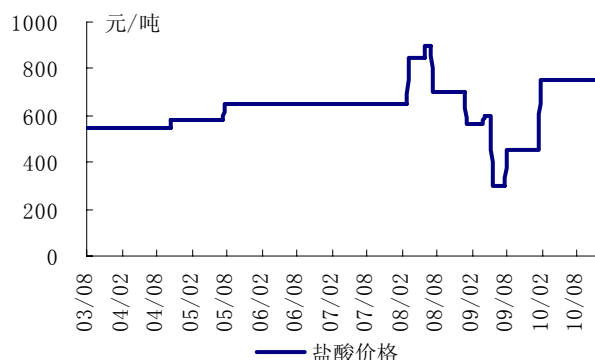
经过 2010 年扩建后公司目前烧碱产能是 20 万吨，盐酸 10 万吨，估计未来两年化工业务好转主要是得益于产品涨价。广东地区烧碱只有 40% 的自供率，公司占领广东地区的区位优势，运费较低，由于下游需求转好，目前盐酸和烧碱价格都在反弹，今年销售应该不错。

表 9、公司化工业务产量预期情况

单位:万吨	2009	2010	2011E	2012E	2013E
离子膜烧碱	5	13	18	20	20
32%高纯度盐酸		10	10	10	10
液氨		0.8	0.8	0.8	0.8
双氧水			4	8	10

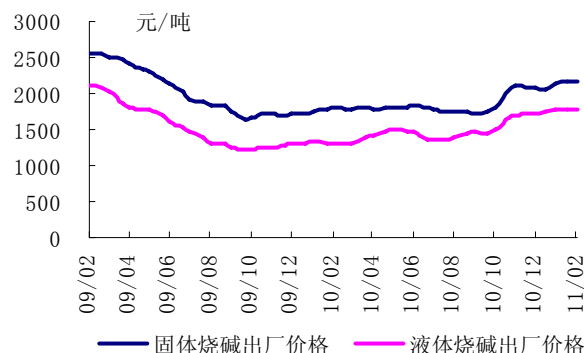
资料来源：公司公告，东北证券

图 13、盐酸价格逐渐转好



资料来源: Wind, 东北证券

图 14、烧碱价格恢复到 1777 元/吨位置, 未来有望反弹



资料来源: Wind, 东北证券

八、磁材业务稳定

公司控股的东阳光磁性材料有限公司主要做软磁, 供应韩国市场。2010 年产量分布为锰锌 5300 吨, 镍锌 280 吨, 高导 560 吨, 共 6140 吨, 产值不含税 2.1 亿。2011 年窑炉进行改造, 增产后预计产能可达 8600 吨, 产值不含税约 3 亿。目前下游主要客户为三星 (绝对大头)、LG、索尼、松下、光宝、伟创力、胜美达、顺络电子。估计未来该项业务对盈利贡献保持稳定。

九、公司估值较低, 推荐评级

1、相对估值

目前 2011 年公司 PE32.58 倍, PB6.14 倍, 和有色金属平均 PE、PB57.43 倍、6.57 倍相比, 估值明显偏低, 和基本金属行业平均水平相比也属于合理位置。考虑到公司技术地位和龙头优势, 市场对公司的估值应该具有一定溢价, 给予公司 40 倍 PE, 如果公司股价出现较大幅度回调, 投资者应该把握介入机会, 积极介入, 目标价 23 元。

表 10、东阳光铝同类型公司估值对比情况

简称	评级	股价 (3/4)	EPS		PE		PB		ROE (%)	
			10E	11E	10E	11E	10E	11E	10E	11E
基本金属										
驰宏锌诺	推荐	29.76	0.37	0.73	81.28	40.96	10.60	8.80	13.04	21.49
江西铜业	推荐	40.41	1.39	2.12	29.05	19.08	4.76	3.79	16.37	19.88
中国铝业		11.09	0.06	0.20	192.78	54.97	2.90	2.79	1.51	5.08
A	中性									
吉恩镍业	中性	26.90	0.73	1.11	36.96	24.13	7.19	6.15	19.44	25.51
新疆众和	推荐	28.11	0.76	0.87	36.93	32.38	4.57	4.02	12.38	12.42
东阳光铝	推荐	18.32	0.29	0.56	63.87	32.86	7.14	6.15	11.38	18.86
焦作万方	推荐	20.60	0.96	1.01	21.35	20.40	4.64	4.51	21.75	22.09
锡业股份	推荐	35.15	0.43	0.63	82.52	55.77	9.57	8.65	12.78	15.51
西部矿业	推荐	17.85	0.52	0.77	34.37	23.18	3.37	2.98	9.80	12.84
铜陵有色	推荐	29.46	0.75	1.13	39.04	26.13	4.76	4.49	12.19	17.19

简称	评级	股价 (3/4)	EPS		PE		PB		ROE (%)	
			10E	11E	10E	11E	10E	11E	10E	11E
平均值	-				54.88	34.30	5.48	4.95	12.96	16.10
小金属										
宝钛股份	谨慎推荐	28.01	0.01	0.25	2962.89	113.30	3.26	3.25	0.11	2.87
贵研铂业	谨慎推荐	38.93	0.52	0.74	74.49	52.32	7.03	6.35	9.44	12.13
格林美	推荐	56.12	0.71	1.09	79.04	51.66	12.31	11.07	15.57	21.43
金钼股份	推荐	26.82	0.21	0.43	125.90	62.44	5.84	5.84	4.64	9.36
厦门钨业	推荐	49.27	0.51	0.61	96.61	80.77	12.97	11.43	13.42	14.15
云南锗业	推荐	78.70	0.60	1.46	130.26	53.80	8.94	8.22	6.86	15.27
中色股份	谨慎推荐	31.91	0.06	0.28	493.63	115.49	10.68	9.78	6.04	16.47
平均值	-				144.91	79.02	10.77	9.49	12.40	14.47
A 股行业平均水平					178.47	57.43	7.42	6.57	14.13	16.51
紫金矿业		6.36	0.39	0.50	16.31	12.72	4.08	3.81	25.00	29.95
H	-									
江西铜业		24.40	1.39	2.12	17.54	11.52	2.87	2.29	16.37	13.06
H	-									
中国铝业		7.29	0.06	0.20	126.73	36.13	1.91	1.84	1.51	1.45
H	-									
洛阳钼业	-	6.94	0.26	0.39	27.00	17.98	1.12	1.08	4.16	4.00
H 股行业平均水平					57.77	19.75	2.91	1.81	11.77	15.28

资料来源: Bloomberg, 东北证券

2、绝对估值 23 元

把未来 8 年的公司现金流分为二阶段对公司做 DCF 估值, 公司理论价值高达 23 元。结合对公司相对、绝对估值方法得出公司估值区间为 22-23 元/股, 由于我们对公司未来比较乐观, 取高点为公司目标价。估计公司 2010、2011、2012 年 EPS 分别为 0.29、0.56、0.64 元, 2011 年 32.86 倍 PE, 6.14 倍 PB, 和有色板块相比属于低估水平, 建议如果股价回调投资者积极配置, 目标价 23 元。

表 11、绝对估值假设参数

假设参数	2011E
5 年国债利率	4.0%
一年放款利率	6.1%
倍它系数	1.24
市场投资平均报酬率(5 年平均)	10.0%
所得税率	25.0%
2012-2018 自由现金流增长率(g)	3.0%
自由现金流增长率(g1)	1.0%

资料来源: 东北证券

十、风险提示

1、行业性风险

公司主营业务是亲水铝箔、化成铝箔、腐蚀铝箔等，目前在空调、电容器上的用途不可取代，但也不排除出现新的性价比更高的产品可以取代铝箔用途。

2、技术上被超赶的风险

东阳光铝是国内化成铝箔和腐蚀铝箔技术最先进的公司，其技术借鉴于日本。国内很多厂商也都在日本、瑞士技术合作研发超高压铝箔，公司存在着被竞争对手在技术上赶超的风险，届时高压铝箔的价格优势将不复存在。

3、战略合作方带来的风险

公司技术合作方是日本铝箔企业，而且 20%的化成铝箔的产能用于外方的来料加工，所以在技术上和开拓市场都会顾忌外方的利益，如果战略合作方关系破裂将给公司以后生产经营中带来的较大风险。

4、下游行业复苏低于预期风险

公司产品的主要下游企业是家电和电容器行业，如果这两个行业经济增长速度远低于预期，也将对公司产品价格造成不利影响，届时公司盈利也将向下修正。

5、公司技术研发进展和产量低于预期风险

公司有 150 多个铝箔技术研发人员，如果公司未来在更高压铝箔技术没什么进展也将影响公司盈利预期。我们对公司未来盈利情况改善是建立在对公司化成铝箔等产量有所增长的预期上的，如果公司产量达不到预期，公司股价存在下跌风险。

损益表(RMB 百万)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,397	3,390	4,484	5,018
主营业务利润	443	744	1,278	1,451
销售费用	181	218	336	376
财务费用	132	131	202	226
营业利润	122	395	740	849
其它营业外收入净额	30	21	29	32
利润总额	152	415	769	881
所得税	55	99	192	220
少数股东权益	26	79	115	132
净利润	97	316	577	661
税率(%)	36	26	36	24

资产负债表(RMB 百万)	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1,755	2,321	2,903	3,545
现金	400	604	799	1,225
存货	625	790	957	1,065
应收帐款及票据	585	784	1,002	1,109
其它流动资产	142	143	145	146
长期投资	60	80	96	115
固定资产	2,498	2,528	2,432	2,148
其它资产	755	757	758	790
资产总额	5,104	5,686	6,190	6,598
流动负债	1,195	1,614	1,955	2,175
长期负债	1,548	1,689	1,858	2,044
其它负债	-	50	121	269
负债总额	2,796	3,356	3,867	4,275
少数股东权益	422	34	28	28
股本	827	827	827	827
资本公积与保留盈余	858	1,502	1,495	1,495
股东权益	2,308	2,330	2,323	2,323
负债总额+股东权益	5,104	5,686	6,190	6,598

现金流量表(RMB 百万)	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	97	316	577	661
折旧与摊提	213	213	57	55
本期运用资金变动	-252	-227	-275	-142
其它营业资产与负债	146	49	70	147
营业活动之现金流量	204	195	427	715
资本支出净额	894	-220	-242	-267
本期长期投资变动	0	20	16	19
其它资产变动	-60	92	110	133
投资活动之现金流量	-260	-108	-117	-115
自由现金流量	-56	87	310	600
现金增资	-	-	-	-
本期负债变动	29	561	511	408
配股付息	215	-	-120	-120
其它	-430	-	-	-
融资活动之现金流量	-123	-	-120	-120
本期产生现金流量	-179	87	190	480
	97	316	577	661

财务报表分析	2009	2010E	2011E	2012E
每股资料分析(元)				
每股盈余(EPS)	0.09	0.29	0.56	0.64
每股净值(BVPS)	2.28	2.57	2.98	3.47
每股营收	2.90	4.10	5.42	6.06
每股现金股利	0.00	0.00	0.15	0.15
估值				
本盈比(PER)	211.57	63.87	32.86	28.66
本值比(PBR)	8.04	7.14	6.15	5.27
股息收益率(DY)	0.00	0.00	0.01	0.01
企业价值(EV)/营收	7.47	5.27	4.05	3.61
EV/EBITDA	36.07	23.53	17.67	15.60
EV/自由现金流(OpFCF)	87.73	91.80	42.57	25.35
获利能力(%)				
主营业务利润率	18.50	21.95	28.50	28.92
营业利润率	5.09	11.64	16.50	16.92
EBITDA/营收	20.72	22.40	22.91	23.16
EBIT/营收	11.84	16.12	21.65	22.07
净利润率	4.06	9.34	12.86	13.18
资本回报率(%)				
净值回报率(ROE)	3.80	11.18	24.83	28.46
总资产回报率(ROCE)	1.91	5.57	9.32	10.02
#				
年成长率(%)				
营业收入	-2.84	41.39	32.29	11.89
EBITDA	-14.52	52.88	35.28	13.10
EBIT	-27.05	92.52	77.61	14.06
每股盈余	-39.81	231.25	94.39	14.63
每股净值	-0.58	12.58	16.08	16.59
每股股利	-	-	-	0.00
稳定/偿债能力				
负债比率(%)	54.78	59.03	62.48	64.80
利息保障倍数(X)	2.16	4.16	4.81	4.90
利息及短期债保障倍数(X)	21.40	31.31	45.00	46.12
净负债/EBITDA	482.29	362.43	298.66	262.49
流动比率(X)	1.47	1.44	1.48	1.63
速动比率(X)	0.95	0.95	1.00	1.14
按照中国会计准则编制				

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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征价。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。本报告版权归我公司所有。