

强烈推荐-A (维持)

东阳光铝 600673.SH

目标估值: 30.00 元

当前股价: 20.81 元

2011 年 4 月 15 日

一个世界顶级铝加工明珠将冉冉升起

基础数据

上证综指	3043
总股本(万股)	82747
已上市流通股(万股)	82201
总市值(亿元)	172
流通市值(亿元)	171
每股净资产(MRQ)	2.6
ROE(TTM)	10.1
资产负债率	49.3%
主要股东	深圳市东阳光公司
主要股东持股比例	51.7%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	12	20	115
相对表现	9	16	117



相关报告

- 1、《东阳光铝(600673)-主营业务景气向上,新业务打开成长空间》2010/8/11
- 2、《东阳光铝(600673)-地震将加快产业转移,推进与日方战略合作计划》2011/3/15

李洪冀

021-68407470
lihongji@cmschina.com.cn
S1090511040014

王晓丹

0755-82943260
wxiaodan@cmschina.com.cn
S1090511040025

东阳光铝今日公告:公司于2011年4月13日与东洋铝业株式会社签订《意向协议》,并于2011年4月14日与日本制箔株式会社、古河斯凯株式会社签订《合作意向协议书》,计划共同建立合资公司进行车载电池、工业电池、电容器用铝箔的研发生产与销售。

一、东阳光铝与日本顶级铝制品企业携手腾飞:

- 此次合作方之一——东洋铝业是日本最大的铝箔生产商,也是国际知名的铝箔及其粉末生产企业。东洋铝业在该领域拥有国际先进的铝加工技术。此次东阳光铝和东洋铝业将共同以现金等方式出资在中国境内设立合资公司,进行电子铝箔、高端包装铝箔研发生产与销售。
- 另外合作方——日本制箔是古河斯凯100%控股公司,系国际知名的铝箔生产企业。公司致力于包括电池用箔在内的多类型铝箔以及铜箔产品的开发、生产及销售。古河斯凯成立于2003年10月1日,主要从事轧制、挤压、铸造锻造、表面加工、加工等铝材产品的生产、销售,为日本古河电工集团的核心公司。此次,公司和日本制箔共同以现金等方式出资在中国境内设立合资公司,主要从事1、工业电池及用于车载电池的箔类产品;2、使用①所述箔制品生产的加工产品;3、用于电容器阴极的铝箔的研究开发、生产及销售。日本制箔和古河斯凯将对合资公司提供技术援助。此外,关于对合资公司的股权比例,在公司控股的基础上,在公司与日本制箔协商后,签定正式协议时确定。

二、地震和核扩散以及高耗能导致日本企业的产能以及技术加速向海外转移

- 由于地震及核扩散导致日本企业加快了产能的海外转移。目前日本化成箔产能占全球的60%-70%(主要是高压领域),日本本土生产占60%左右,因此,估算此次地震有约40%的产能受到影响,而由于电力供应的问题,预计至少1年内不能恢复正常生产。因此,地震加快了日本的产能转移。不仅如此,在技术上也向海外转移的趋势,此次与公司的合作就由日方提供技术支持。

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	2468	2397	4620	6311	6980
同比增长	132%	-3%	93%	37%	11%
营业利润(百万元)	171	122	572	993	1225
同比增长	162%	-28%	369%	73%	23%
净利润(百万元)	119	72	318	551	680
同比增长	171%	-40%	343%	73%	23%
每股收益(元)	0.14	0.09	0.38	0.67	0.82
PE	99.4	165.2	37.2	21.5	17.4
PB	6.2	6.3	5.4	4.4	3.6

资料来源:招商证券

与日本制箔的合作开发的电池铝箔使得公司进入了新能源汽车领域，由于日本制箔是为所有日产车供货的，在中国所要用的电池铝箔都是从海外进口，尤其是日本。而此次地震灾害对于整个全球的汽车供应量来说影响会很大，为了能够减少在下次发生自然灾害时的损失将其产能以及先进的技术向海外迅速转移，这是势在必行的。日本产业转移将会是一个历史性的机遇，将使公司未来业绩出现爆发式增长。

三、公司在国内将拥有独一无二的技术优势，稳居国内龙头地位

在电子铝箔高端市场中，中国国内的需求很大，占有全球的需求的 60%，并且大量进口，而中国企业目前也就只能占有整个市场的 10%，此次东阳光和东洋铝业合作以后不管从技术还是市场份额上面会有一个很大的飞跃，相信在不久的将来东阳光会得到中国电子铝箔市场的半壁江山。

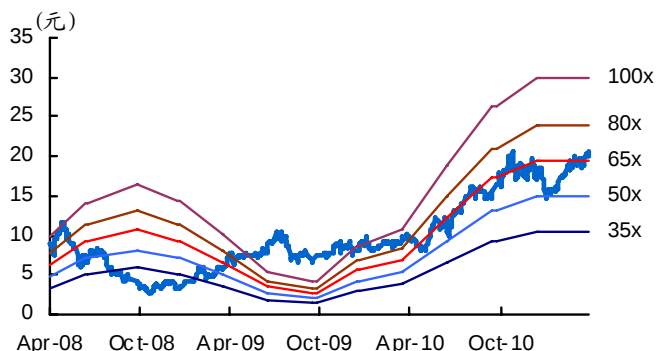
在电池铝箔行业领域，尤其是在车载电池及工业电池中，如果合作成功，将日本的技术成功复制到中国的土地上来，那更是一个零的突破。新能源汽车在整个全球来说将来的发展必然是迅猛的，而拥有尖端技术的企业更是这个行业的宠儿，会以一个几何数列的速度得到快速发展。

四、新能源新材料领域的宏伟蓝图正式拉开序幕

公司此次战略合作预示着其新能源新材料领域的宏伟蓝图正式拉开序幕。我们坚定看好公司国内化成箔行业龙头地位优势，并且在新能源新材料领域将崭露头角。由于此次公司分别和两家日本公司进行合作，也是将两个公司的最强点吸收起来，同时也看出东阳光正在打造一个完整的铝加工最高端的产业链。维持对公司“强烈推荐”的投资评级。

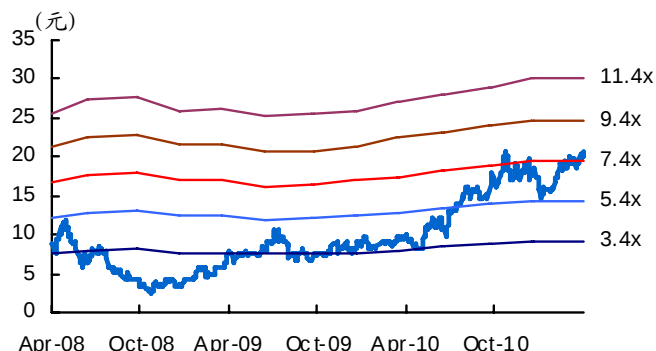
风险提示：项目进展低于预期。

图 1：东阳光铝历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2：东阳光铝历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

参考报告：

- 1、《东阳光铝（600673）-主营业务景气向上，新业务打开成长空间》2010/8/11
- 2、《东阳光铝（600673）-地震将加快产业转移，推进与日方战略合作计划》2011/3/15
- 3、《东阳光铝（600673）地震影响电话会议纪要-产业转移及战略合作，公司拐点即将到来》2011/3/16

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1959	1755	2662	3308	4133
现金	578	400	400	501	1054
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	64	47	139	189	209
应收款项	416	511	985	1345	1488
其它应收款	46	27	52	71	79
存货	565	625	539	715	775
其他	290	146	547	487	528
非流动资产	3105	3348	3371	3393	3415
长期股权投资	0	60	60	60	60
固定资产	2243	2456	2553	2642	2725
无形资产	746	745	670	603	543
其他	117	88	88	88	88
资产总计	5064	5104	6032	6701	7548
流动负债	1864	1195	1409	1396	1434
短期借款	1005	800	923	800	800
应付账款	165	199	252	334	362
预收账款	14	15	22	29	32
其他	681	181	212	234	241
长期负债	902	1601	1901	1901	1901
长期借款	837	1536	1836	1836	1836
其他	65	65	65	65	65
负债合计	2767	2796	3309	3297	3335
股本	827	827	827	827	827
资本公积金	840	840	840	840	840
留存收益	229	218	522	1009	1579
少数股东权益	400	422	533	727	966
母公司所有者权益	1897	1886	2190	2677	3247
负债及权益合计	5064	5104	6032	6701	7548

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	387	204	49	736	1106
净利润	119	72	318	551	680
折旧摊销	0	0	278	278	278
财务费用	0	0	158	149	143
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	(815)	(435)	(234)
其它	268	133	112	194	239
投资活动现金流	(285)	(260)	(300)	(300)	(300)
资本支出	0	0	(300)	(300)	(300)
其他投资	(285)	(260)	0	0	0
筹资活动现金流	(94)	(123)	251	(336)	(253)
借款变动	0	0	423	(123)	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(14)	(64)	(110)
其他	(94)	(123)	(158)	(149)	(143)
现金净增加额	8	(179)	0	101	553

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2468	2397	4620	6311	6980
营业成本	1993	1950	3594	4765	5165
营业税金及附加	4	4	9	13	14
营业费用	59	57	104	142	157
管理费用	113	123	182	249	276
财务费用	187	132	158	149	143
资产减值损失	20	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	79	(2)	0	0	0
营业利润	171	122	572	993	1225
营业外收入	34	31	0	0	0
营业外支出	2	1	0	0	0
利润总额	203	152	572	993	1225
所得税	53	55	143	248	306
净利润	149	97	429	745	919
少数股东损益	30	26	112	194	239
母公司所有者净利润	119	72	318	551	680
EPS (元)	0.14	0.09	0.38	0.67	0.82

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	132%	-3%	93%	37%	11%
营业利润	162%	-28%	369%	73%	23%
净利润	171%	-40%	343%	73%	23%
获利能力					
毛利率	19.2%	18.7%	22.2%	24.5%	26.0%
净利率	4.8%	3.0%	6.9%	8.7%	9.7%
ROE	6.3%	3.8%	14.5%	20.6%	20.9%
ROIC	5.8%	3.5%	10.0%	14.2%	15.0%
偿债能力					
资产负债率	54.6%	54.8%	54.9%	49.2%	44.2%
净负债比率	44.3%	45.8%	45.7%	39.3%	34.9%
流动比率	1.1	1.5	1.9	2.4	2.9
速动比率	0.7	0.9	1.5	1.9	2.3
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.8	0.9	0.9
存货周转率	3.6	3.3	6.2	7.6	6.9
应收帐款周转率	5.2	5.2	6.2	5.4	4.9
应付帐款周转率	10.6	10.7	16.0	16.3	14.9
每股资料(元)					
每股收益	0.14	0.09	0.38	0.67	0.82
每股经营现金	0.47	0.25	0.06	0.89	1.34
每股净资产	2.29	2.28	2.65	3.24	3.92
每股股利	0.70	0.84	0.02	0.08	0.13
估值比率					
PE	99.4	165.2	37.2	21.5	17.4
PB	6.2	6.3	5.4	4.4	3.6
EV/EBITDA	23.7	28.4	12.5	8.9	7.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

李洪冀，英国帝国理工大学金融学硕士，数学学士，四年有色金属行业研究经验，曾任国信证券有色行业研究员。

王晓丹，南开大学国际经济研究所数量经济学硕士，理学学士，两年证券研究从业经验，两年期货研究从业经验。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。