

行业龙头进入快速增长期

增持首次

投资要点:

- 电极箔行业龙头，2011年-2012年产能快速增长
- 参股药业公司未来上市或将直接增厚2012年业绩
- 新能源业务添加业绩增长点

内容:

- **电极箔行业龙头，2011年-2012年产能快速增长。**公司化成箔技术及生产线全部自主研发，达到国际先进水平，腐蚀箔技术亦处于国内领先地位。所生产化成箔可用于1000伏高压电容器，主要产品以中高压为主，国内市场占有率19%。公司现有腐蚀箔产能1900万平方米/年，2011年4月扩建12条生产线后，化成箔产能达到2800万平方米/年。公司计划2011年-2012年化成箔及配套腐蚀箔生产能力增长一倍，2011年新增化成箔生产线37条，2012年新增化成箔生产线40条以上。此外，随着日本产业链向海外转移的步伐加快，公司现有委托加工业务也将逐步转变为采购自产腐蚀箔生产，盈利空间也将因此得到提升。
- **空调箔产能维持稳定。**公司现有素箔生产能力6万吨/年，亲水箔生产能力7-8万吨/年，未来该部分业务发展相对维持稳定，公司短期内没有大幅提升产能的规划，以稳固现有客户渠道为主要目标。
- **钎焊箔2012年实现达产。**公司一期钎焊箔产能2万吨/年，未来根据市场需求情况可能会扩产到4万吨/年。国内水箱用钎焊箔2010年已完成认证，针对日本汽车厂商的高端品种仍在认证过程中。预计2011年产量为1-1.5万吨，平均加工费在10000元/吨左右，毛利水平相对较高。
- **日方合作项目预计四季度投产。**公司于2011年4月先后与东阳铝业株式会社签订《意向协议》，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

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	239.46	3762.93	6446.11	8736.37	10721.59
同比增长率	-2.84%	56.95%	71.31%	35.53%	22.72%
净利润	71.65	248.16	437.86	638.82	829.92
同比增长率	-39.81%	246.35%	76.44%	45.90%	29.91%
每股收益(元)	0.09	0.30	0.53	0.77	1.00

分析师

闵丹(S1180511010010)

电话: 010-88085977

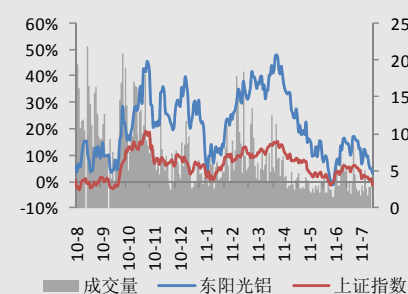
Email: mindan@hysec.com

刘喆(S1180511060001)

电话: 010-88085968

Email: liuzhe@hysec.com

市场表现



基本情况

总股本: 亿	8.27
流通股本: 亿	8.22
第一大股东	深圳东阳光实业发展有限公司
第一大股东持股比例	51.72%

数据来源: 宏源证券

相关研究

宏源证券*行业报告*资源为主,成长相辅
2011.06.22

宏源证券*行业报告*政策+技术,关注小金属与深加工
2011.03.31

业电池、电容器用铝箔的研发生产和销售。预计合资公司建设项目将于今年四季度建成投产，初期以电子铝箔生产优先，具体合作方式和项目产能目前仍在确定过程中。

- **区域因素提升化工产品市场优势。**公司化工产品主要用于电极箔生产自用和省内地区销售。广东省内氯碱化工产品供求长期不平衡，2010 年自给率仅为 40%，该类产品存在明显的运输半径，公司作为广东地区生产企业受到省内的大力支持。控股子公司乳源电化厂现有生产能力离子膜烧碱 20 万吨/年，高纯盐酸 37.5 万吨/年，液氯 11 万吨/年，新建 8 万吨双氧水目前也已建成投产。
- **参股药业公司未来上市直接增厚公司业绩。**公司持有宜都东阳光生化制药有限公司 6.8%的股权，东阳光药是目前全球发酵规模最大、品质最佳的大环内酯类抗生素生产基地，经营范围包括研制、生产、销售原料药以及医药中间体，2010 年实现净利润 4.5 亿元，净利润率为 30%。东阳光药目前正在申请上市过程中，公司计划年内将材料上报至证监会，过程顺利的话，2012 年二、三季度即可正式上市，届时投资收益将增厚公司当年业绩。
- **新能源业务添加业绩增长点。**2011 年 1 月，公司审议通过设立 6 家子公司进入新能源行业，主要产品涉及氟化工产品、储能器以及太阳能电池。氟化工项目目前正在申报阶段，预计 2012 年下半年可建成投产；太阳能项目目前正在研发的终试阶段，虽然暂时没有明确的时间表，但是公司未来业务发展的重要对象之一。
- **预计公司 2011 年 EPS 为 0.53 元，给予“增持”评级。**在不考虑东阳光药上市所带来一次性收益的情况下，预计公司 2011 年-2013 年 EPS 分别为 0.53 元、0.77 元和 1.00 元，年均复合增长率为 37.4%；对应动态市盈率为 26 倍、18 倍和 14 倍。公司目前估值较低，考虑到其在中高压电极箔行业内的龙头地位，与近年来业绩的高速增长，给予“增持”评级。

附表：盈利预测

单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3762.93	6446.11	8736.37	10721.59
增长率 (%)	56.95%	71.31%	35.53%	22.72%
归属母公司股东净利润	248.16	437.86	638.82	829.92
增长率 (%)	246.35%	76.44%	45.90%	29.91%
每股收益 (EPS)	0.30	0.53	0.77	1.00
每股经营现金流	0.30	-0.75	1.40	0.18
销售毛利率	19.95%	20.11%	20.63%	20.67%
销售净利率	8.67%	8.60%	9.26%	9.80%
净资产收益率 (ROE)	11.36%	17.12%	20.61%	21.81%
投入资本回报率 (ROIC)	8.74%	12.42%	12.82%	15.49%
市盈率 (P/E)	46	26	18	14
市净率 (P/B)	5	4	4	3

利润表	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3762.93	6446.11	8736.37	10721.59
减: 营业成本	3012.17	5150.00	6934.06	8505.87
营业税金及附加	3.88	6.45	8.74	10.72
营业费用	84.40	148.26	200.94	246.60
管理费用	142.15	219.17	297.04	332.37
财务费用	140.70	201.52	235.71	243.62
资产减值损失	4.93	10.88	10.88	10.88
加: 投资收益	5.37	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	380.08	709.84	1049.01	1371.53
加: 其他非经营损益	25.45	29.17	29.17	29.17
利润总额	405.52	739.01	1078.18	1400.70
减: 所得税	79.26	184.75	269.55	350.18
净利润	326.27	554.26	808.64	1050.53
减: 少数股东损益	78.10	116.39	169.81	220.61
归属母公司股东净利润	248.16	437.86	638.82	829.92

资料来源: 宏源证券研究所

资产负债表	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	225.59	644.61	873.64	1072.16
应收和预付款项	1088.35	2481.73	2349.65	3578.99
存货	922.16	1951.58	1917.67	2828.66
其他流动资产	5.57	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	298.62	298.62	298.62	298.62
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	2575.94	2482.95	2412.33	2264.19
无形资产和开发支出	639.40	644.35	647.20	647.96
其他非流动资产	0.23	0.23	0.23	0.23
资产总计	5755.85	8504.06	8499.33	10690.80
短期借款	800.00	1589.29	1877.14	2289.14
应付和预收款项	427.18	1220.02	916.67	1650.93
长期借款	1552.18	2229.68	1527.63	1646.81
其他负债	21.71	21.71	21.71	21.71
负债合计	2801.06	5060.69	4343.15	5608.58
股本	827.47	827.47	827.47	827.47
资本公积	891.18	891.18	891.18	891.18
留存收益	466.47	838.66	1381.66	2087.09
归属母公司股东权益	2185.12	2557.30	3100.30	3805.73
少数股东权益	769.67	886.07	1055.88	1276.49
股东权益合计	2954.79	3443.37	4156.18	5082.22
负债和股东权益合计	5755.85	8504.06	8499.33	10690.80

现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	247.44	-618.94	1159.72	147.88
投资性现金净流量	-229.17	-193.86	-228.65	-166.03
筹资性现金净流量	-110.37	1231.83	-702.05	216.68
现金流量净额	-92.10	419.02	229.03	198.52

分析师简介:

闵丹: 宏源证券有色行业高级研究员，原材料组组长，金属学及金属加工专业硕士，管理学博士，2008 年加盟宏源证券研究所。

刘喆: 宏源证券有色行业研究员，金融学硕士，3 年证券从业经历，2011 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 铜陵有色、新疆众和、锡业股份、中金岭南、包钢稀土、中科三环、金钼股份、厦门钨业、中金黄金、宝钛股份、新华锦等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的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，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。