

2011-06-10

证券研究报告

行业研究 / 行业观点

有色金属/铝加工

增持/维持评级

分析师

叶洮

SAC 执业证书编号:S1000510120008

(0755)8249 2171

yetao@mail.htlthsc.com.cn

联系人

孙浩中

(021)6849 8635

相关研究

《唱响铝加工的春天里》(2011/03/13)

《铝加工行业电话会议纪要》(2011/04/10)

《钎焊箔、电极箔下游景气依旧》(2011/04/22)

相关公司:

新疆众和(600888):

《煤电成本优势突出》(2011/04/01)

《成本优势突出 产能扩张明确》(2010/12/07)

桂东电力(600310):

《业绩靓丽 送配大方》(2011/03/25)

《水电恰逢其时 电极箔锦上添花》(2011/03/17)

《依托水电优势 稳步扩张电极箔》(2010/11/12)

《主业稳定增长 副业增添光彩》(2009/03/25)

东阳光铝(600673):

《业务多点开花 期待光伏发电》(2011/04/12)

《扩产无悬念 光伏产业谋新篇》(2011/03/02)

《为下游扩张蓄力》(2011/01/27)

《电极箔提价或将延续》(2010/08/23)

《积极扩张 尽享行业景气》(2010/08/06)

《复苏态势基本确立》(2010/07/08)

《各项业务全面回暖》(2010/04/12)

《电子铝材业的佼佼者》(2010/02/07)

《东阳光铝调研简报》(2010/01/18)。

常铝股份(002160):

《新产品实现批量供货》(2011/03/10)

《静待2011年的绚丽绽放》(2011/02/28)

《单季度业绩环比大增》(2011/01/24)

《借鸡生蛋 借梯登高》(2011/01/13)

电极箔打开确定性需求空间

- **电极箔充分打开需求空间。**电极箔主要用于制造铝电解电容器,2010年以前其下游领域主要为电脑、电视机等传统消费电子行业,年均增长率约8%-10%。而从2010年开始,受益于经济结构转型与产业升级加快、节能降耗政策的陆续出台,铝电解电容器在节能灯、变频电机、电动汽车等领域出现了新的拓展并呈现快速增长态势。我们判断,电极箔下游新应用领域的增长较为确定,未来两年复合增长率有望达到25%左右,需求空间已充分打开。
- **日本地震加速产业向中国转移。**2010年,全球电极箔产量约2亿平米,其中日本1亿平米,占比50%。日本地震后,电力、物流等基本生产要素受到严重打击且短期无法恢复,日本电极箔产能向中国逐步转移将值得乐观期待。4月15日,东阳光铝公司与日本公司的签订合作意向就已经显示了这种迹象。
- **电极箔竞争焦点转向电力成本。**当前我国电极箔的核心指标尽管与日本相比仍有一定差距,但经过多年的技术引进与消化,技术壁垒已经不再是制约公司成长的主要障碍。作为高耗能产业,电力成本占电极箔成本约40%(高压箔或接近60%),我们认为,长期来看,拥有电力成本优势的公司将在长跑中最终胜出。前期的调研我们发现,企业当前纷纷选择在内蒙古、陕西、新疆等低能源成本地区实施电极箔产能的扩张,从微观层面部分印证了我们的判断。
- **电力紧张推升产品调价预期。**随着夏季用电高峰的不断临近,电力供应紧张的影响将逐渐显现并有可能在全国大部分地区蔓延。我们推断,电力短缺对电极箔领域的影响将体现在两个方面:一方面将限制缺电严重地区企业的产能利用率,减少有效供给,从供需层面支撑售价;另一方面,近期已经发生的电价上调,以及未来的电价上调预期也将推升电极箔产品提价预期,这是基于行业平均成本层面的。因此,具有电力供应优势的企业有望明显受益。
- **新兴产业的发展是长期愿景,经济结构转型也非朝夕之功,在未来较长的时期内,这是一个跨越周期和不确定性的领域。**基于对电极箔需求增长潜力和确定性的乐观判断、以及对未来电力供应紧张和电价上调的预期,我们认为当下投资电极箔相关龙头企业应属恰逢其时。我们的推荐排序为:新疆众和、桂东电力、东阳光铝。

新疆众和（600888）：电力优势无出其右

公司地处煤炭资源丰富新疆，是国内唯一拥有“煤炭-电力-电解铝-高纯铝-电子铝箔-电极箔”完整资源优势产业链的企业。公司目前高纯铝产能约 3.3 万吨、电子铝箔 2 万吨、电极箔 400 万平米；到 2012 年底公司相应产品产能有望分别扩张至 5.3 万吨、4.7 万吨、2100 万平米，分别大幅增长 60.6%、135%、425%。

公司目前电力自给率约 54%；在建热电厂有望于年中建成，新增发电量 16.2 亿度/年，2012 年电力实现 100% 自给；2013 年全部项目投产后电力自给率仍高达 84%。其自发电成本约 0.25 元/度，远低于外购电的 0.43 元/度，电力自给率提高有望进一步推升毛利率水平。

基于对电极箔价格的乐观预期，我们调整盈利预测。预测 2011-13 年归属母公司净利润分别为 3.58、4.64、9.21 亿元，三年复合增长率为 60%；对应 EPS 分别为 1.02、1.32、2.62 元（未考虑非公开发行后的股本摊薄）。公司作为拥有完整产业链的电子铝材生产商，具备较高的行业地位与领先的市场份额，技术工艺突出。公司依托新疆煤炭资源优势，尽享低能源成本，未来产能扩张之际有望推升业绩快速增长。

桂东电力（600310）：水电优势明显，国海上市提速

2010 年公司电极箔生产线为 57 条，产能约 500 万平米，同比增加 23%，我们测算的销售均价约 63.9 元/平米，同比增长 12.09%。公司三期 500 万平米扩产项目预计 6 月底可投产，届时总产能达到 1000 万平米实现翻番；公司远景规划为 2015 年产能达到 2000 万平米。大股东贺州投资集团于去年 9 月开工建设 1.8 万吨/年电子铝箔项目。而公司地处广西贺州，广西铝土矿资源较为丰富，电解铝产量也位居全国前列。我们认为，公司逐步向上游高纯铝、电子铝箔延伸，构建完整产业链的战略合乎逻辑。

公司目前控制的水电总装机容量为 30.40 万千瓦时（含控股子公司），其中权益装机容量 25.55 万千瓦时。拟建设的上程水电站装机容量为 10.326 万千瓦，目前即将开工建设第一期 1.2 万千瓦大田水电站工程，项目预计 2013 年建成投产。我们认为公司有望受益于水电提价。

国海证券借壳上市明显提速。5 月 12 日，SST 集琦公告，公司重大资产重组申请获中国证监会有条件审核通过，这标志着国海证券借壳上市迈出关键性步伐。2010 年上半年国海证券净利润为 4.97 亿元，若 2011 年净利润实现 20% 增长，即达到 6 亿元，则在 15、20、25 倍 PE 假设下，预计增厚公司市值分别为 5.4、7.2、9 元/股。而国海证券的股权未来也将成为公司重要的现金来源，主要来自分红和股权出售。

我们预测，2011-13 年 EPS 为 1.15、1.50、1.55 元。水电作为清洁能源符合“十二五”规划发展方向，随着泛珠三角合作的深入实施带来的产业转移、中国-东盟合作的深入，公司电网覆盖区域电力需电量有望实现较快增长，公司电网资产盈利能力将持续改善。依托水电资源优势，公司未来有望逐步形成“水电-高纯铝-电子铝箔-电极箔”完整产业链，公司电极箔业务受益于下游应用领域的新拓展，未来产能释放之际有望与行业景气形成共振，而国海证券股权又为公司扩张提供了有力的现金保障。

东阳光铝（600673）：加速承接转移，期待光伏发电

2010 年，公司新增 3 条亲铝箔线，亲铝箔总产能达到 7 万吨/年；完成了 20 条腐蚀线改造，成本有效下降；引进战略投资者三井物产和古河斯凯，提升了钎焊箔生产技术；受让宜昌东阳光药业 6.8% 的股权；公司参股的狮溪煤业 30 万吨兴隆煤矿项目进展顺利。2011 年也将新增 22 条化成线，新增产能约 480 万平，预计年底总产能达到 3180 万平，并将继续适度扩张。与日本制箔、东洋铝业签订合作意向协议将加速对日本产业转移的承接，也有利于进一步提升公司综合技术水平与整体竞争力，

在继续做大做强电极箔新材料业务的同时，公司将积极推进氯碱产业园与太阳能工业项目，两个项目紧密衔接、互为补充。公司现拥有 20 万吨烧碱产能，是省内最大的氯碱企业；8 万吨双氧水项目有望于 5 月份投产，未来将开启新型制冷剂、含氟树脂新材料的建设。另外，公司将向新能源的光伏领域重点倾斜，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。

我们预测，2011-13 年 EPS 分别为 0.58、0.77、0.87 元。现处经济转型的初期，我们看好新型功能材料领域的投资机会。公司在电极箔等新型铝材领域具有较强的技术实力与行业地位，产能扩张确定性高；目前正不断向新材料、光伏领域深入拓展。而其参股的医药公司与煤矿公司利润贡献亦值得乐观期待。

风险提示

行业整体产能扩张过快，导致行业供过于求；电力短缺加剧，相关公司的正常生产受到严重影响。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成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收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn