

# 打造铜产业链 长期估值有吸引力

——中科英华（600110）调研快报

2010 年 5 月 10 日

推荐/首次

有色金属

调研快报

林阳	有色金属行业分析师 010-6650 7321 执业证书编号：S1480208070051
----	--

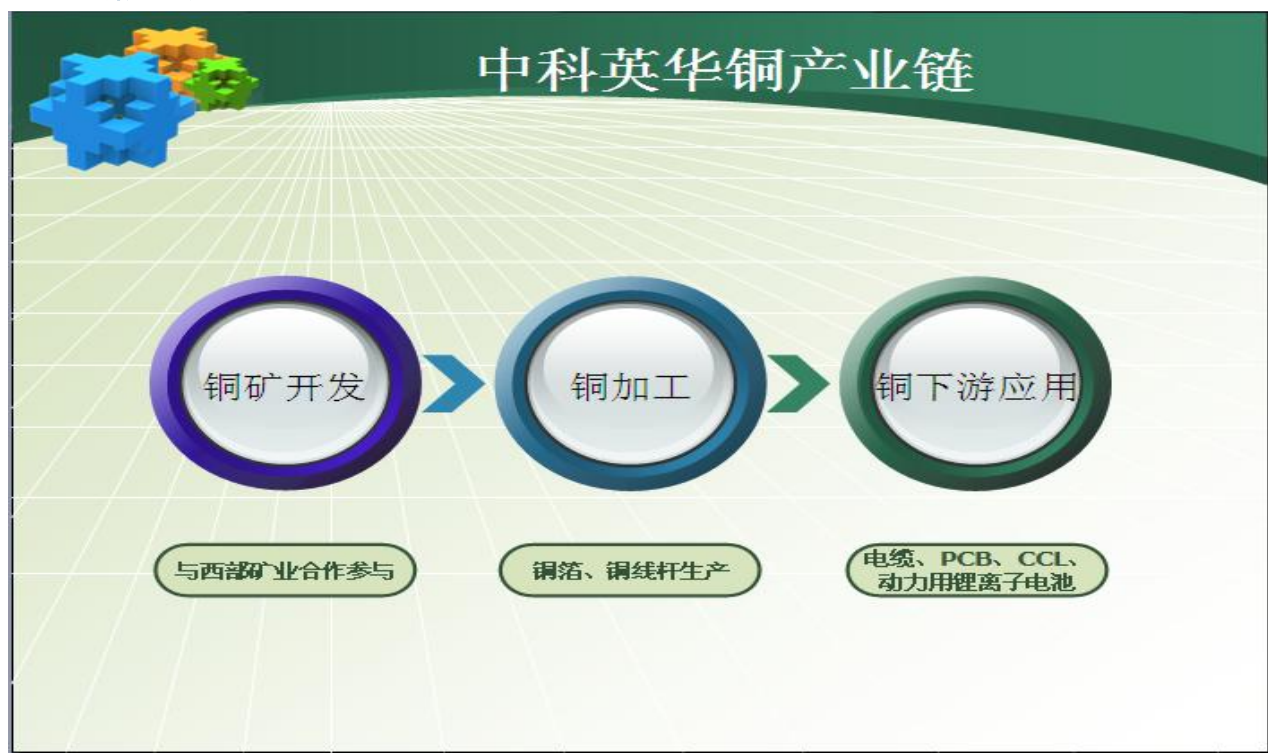
## 事件：

我们近日调研了中科英华，与公司管理层进行了深入交流，对公司增发项目和未来发展情况有了进一步了解。

## 确立“打造铜产业链”的战略举措，铜箔项目是最大看点

公司前期主要依靠油田资产维持运转，油田资产每年能够贡献 2000-3000 万元的现金流，原有的电缆资产盈利能力较为一般，公司一直没有找到较好的盈利增长模式，2009 年 5 月，公司与青海省地方政府合作，在西宁经济技术开发区联合建设“青海电子材料产业基地”，该项目拟占地约 500 亩，总投资预计 30 亿元。未来主要围绕铜产业链进行上下游拓展，主要涉及铜箔、覆铜板、印刷线路板相关应用产品、锂电池材料、绿色高容量电池和超级电容器等项目。在地方政府的支持下，公司未来会与当地矿业公司合作开发上游铜矿资产，打通整个铜产业链条。

图 1：中科英华铜产业链图



资料来源：东兴证券

目前首要推进的是铜箔项目，公司前期在惠州的项目已经具备 2000 吨铜箔生产能力，未来在此基础上，在 西宁建立更大规模铜箔生产线，目前已建成 1 万吨铜箔生产能力，未来增发项目还要建 1.5 万吨铜箔生产能力，预计未来在 西宁基地能够实现 3 万吨左右的实际生产能力，如果进展顺利，远期公司还可能将铜箔生产能力提高到 5 万吨，成为全球最大的铜箔生产商，因此，铜箔项目将是公司未来的最大看点。

### 铜箔项目前景广阔，产品供不应求

公司铜箔产品主要包括印制电路用 1/3oz~2oz(名义厚度  $12\mu\text{m}\sim 70\mu\text{m}$ )的标准轮廓(S)、低轮廓(LP)、甚低轮廓(VLP)高温延展性(HTE)电解铜箔；印制电路用 3oz~14oz(名义厚度  $105\mu\text{m}\sim 500\mu\text{m}$ )的甚低轮廓度高温延展性超厚电解铜箔(VLP-THE-HF)；锂离子电池用名义厚度  $9\mu\text{m}\sim 20\mu\text{m}$ 单面毛、双面毛、两面光电解铜箔。

目前来看，超薄超厚铜箔技术难度大，市场价格高，公司已经最薄能够做到  $7\mu\text{m}$ ，最厚能够做到  $400\mu\text{m}$ 的铜箔产品，在国内市场技术处于领先水平，目前市场需求量最大的产品仍然是普通用的印刷电路用铜箔，而技术难度较大的超薄和超厚铜箔虽然技术含量高，但市场需求并没有完全释放，因此，公司初期将以一般厚度产品作为主打产品，同时培育超薄超厚铜箔市场，逐步提高产品附加值，目前国内在高档电解铜箔领域还不能满足市场需求，需要较大的进口来填补市场缺口，公司产品在技术上和国外产品差别不大，在目前供不应求的局面下，销售应不成问题。未来在新能源汽车领域，尤其是动力用锂离子电池领域公司还谋求更大突破，高档铜箔具有高延性、高韧性、厚度均匀、导电性能好、防氧化能力强，与基板结合力强等特性，是动力用锂离子电池制造不可或缺的材料，未来公司在新能源汽车领域的需求有较大想象空间。

公司在 西宁铜箔项目具有较好的成本优势，目前公司在 惠州铜箔电费每度 0.7 元以上，而 西宁电费不到 0.3 元，而铜箔成本中 30%左右为电费，1 吨按照 1.2 万度电耗计算，每吨铜箔可节省耗电成本 5000 元左右，而公司从西部运往东部客户集中地区的运费为每吨 900 元左右，综合计算，公司铜箔每吨可节省 4100 元，能够提高毛利率 4 个点以上，当地政府给予公司 西宁铜箔项目 8 年免税优惠政策，也给公司提供了更大的盈利空间。公司 西宁项目地处高海拔地带，含氧量比平原地区低，有利于产品性能提高，产品质量能够得到进一步保证。综合来看，公司 西宁项目的成本将大大低于 惠州项目，综合毛利率将会大幅提升。

### 铜箔项目 2010 年开始释放业绩，长期估值有吸引力

公司 西宁 1 万吨铜箔项目 2010 年 2 季度基本建成，2010 年预计生产 6000 吨，2011 年将完全释放 1 万吨产能，公司未来 1.5 万吨铜箔项目可能会用自有资金先行建设，未来增发资金到位后再填补前期投入资金，1.5 万吨铜箔项目建设周期 1 年半左右，在 2012 年大部分产能将能够释放，公司预计未来在 西宁项目两期完全建成后，将能够实现 3 万吨实际产能。

由于 西宁项目具有较高技术优势，较低生产成本，且未来产品逐步向高端方向发展，铜箔项目综合毛利率未来将大幅上升。3 年后，铜箔项目有望为公司贡献 7.66 亿毛利，公司业绩将大为改观

**表 1 公司铜箔业务预测**

	2009	2010E	2011E	2012E
产量（吨）	1800	7800	11800	26800
售价（万元/吨）	8	9	10	11
收入（亿元）	1.4	7.02	11.8	29.48
毛利率	16.5%	21%	23%	26%
毛利（亿元）	0.23	1.47	2.71	7.66

资料来源：东兴证券

公司电线电缆业务近年来发展稳定，作为公司铜产业链的下游应用领域，公司也在不断进行产品升级改造，未来拟建设的特种高压电缆项目将使得产品毛利率进一步提升。

油田资产方面，公司现有油田成本相对固定，影响油田收益的主要是油价波动，公司将油田项目作为现金牛，每年为公司提供较好的现金流，预计随着油价稳定在 80 美元附近，未来几年公司油田贡献收入 2 亿左右，毛利率维持在 65%附近比较合理。

电池材料方面，公司 2009 年收购了创亚动力电池，当年贡献了 3100 万收入，毛利率达到 16%左右，未来有望保持稳步增长。

**表 2 公司收入及毛利预测表**

		2010E	2011E	2012E
铜箔	产量（吨）	7800	11800	26800
	售价（万元/吨）	9	10	11
	收入（亿元）	7.02	11.8	29.48
	毛利率	21%	23%	26%
电线电缆	收入（亿元）	4	4.2	4.5
	毛利率	15%	15.5%	16%
油田	收入（亿元）	2	2	2
	毛利率	65%	65%	65%
电池材料	收入（亿元）	0.4	0.6	0.8
	毛利率	16%	17%	18%
贸易	收入（亿元）	0.3	0.3	0.3
	毛利率	10%	10%	10%
收入（亿元）		13.72	18.9	37.08
毛利（亿元）		3.47	4.80	9.86
毛利率		25.28%	25.38%	26.59%

资料来源：东兴证券

假设销售费用率和管理费用率保持稳定，公司 2010 年西宁项目开始享受免征所得税，公司本部、惠州铜箔、郑州电缆、创亚动力电池公司均享受 15%税率，假设 2010 年以 6 元价格能够实现增发 1.33 亿股募集 8 亿资金，预测 2010、2011、2012 年 EPS 分别为：0.075、0.13、0.31，短期来看估值偏高，鉴于公司基本面向好趋势已经形成，业绩出现明显拐点，且 2011 年估值较为合理，2012 年估值具有较好吸引力，给予公司“推荐”评级。

**表 3 公司业绩预测表**

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万元）	717.10	1,372.00	1,890.00	3,708.00
主营收入增长率	-20.03%	91.33%	37.76%	96.19%
EBITDA（百万元）	114.10	248.45	330.22	608.11
EBITDA 增长率	-42.28%	117.73%	32.92%	84.15%
净利润（百万元）	6.16	85.71	147.86	355.23
净利润增长率	-83.94%	1292.18%	72.50%	140.25%
ROE	0.47%	3.92%	6.42%	13.72%
EPS（元）	0.006	0.075	0.129	0.309
P/E	1,260.66	103.11	59.78	24.88
P/B	5.93	4.04	3.84	3.41
EV/EBITDA	75.95	35.98	27.80	15.92

资料来源：东兴证券

## 风险分析

公司主要风险来自于铜箔毛利率波动风险，未来如果铜价上涨过快，则铜箔毛利率会有明显降低；

其次，公司高端铜箔销售比例低于预期，则铜箔毛利率会比预期低。

利润表（百万元）	2009A	2010E	增长率 %	2011E	增长率 %	2012E	增长率 %
营业收入	717.10	1,372.00	91.33%	1,890.00	37.76%	3,708.00	96.19%
营业成本	577.19	1,025.18	77.61%	1,410.30	37.57%	2,722.12	93.02%
营业费用	21.07	40.47	92.10%	55.76	37.76%	109.39	96.19%
管理费用	72.47	138.57	91.21%	190.89	37.76%	374.51	96.19%
财务费用	21.14	55.07	160.56%	52.37	-4.91%	94.27	80.01%
投资收益	(4.92)	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	21.21	104.74	393.94%	169.73	62.04%	386.21	127.55%
利润总额	29.85	106.14	255.54%	171.13	61.22%	387.61	126.51%
所得税	10.94	7.43	-32.09%	10.27	38.19%	19.38	88.76%
净利润	18.91	98.71	421.91%	160.86	62.95%	368.23	128.92%
归属母公司所有者的净利润	6.16	85.71	1292.18%	147.86	72.50%	355.23	140.25%
NOPLAT	26.82	148.63	454.07%	208.77	40.46%	456.46	118.64%
资产负债表（百万元）	2009A	2010E	增长率 %	2011E	增长率 %	2012E	增长率 %
货币资金	259.34	590.82	127.82%	699.30	18.36%	1,371.96	96.19%
交易性金融资产	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	145.06	263.12	81.39%	362.47	37.76%	711.12	96.19%
预付款项	714.68	713.66	-0.14%	712.24	-0.20%	709.52	-0.38%
存货	172.31	303.34	76.05%	417.29	37.57%	805.45	93.02%
流动资产合计	1,404.81	2,089.21	48.72%	2,491.99	19.28%	4,187.98	68.06%
非流动资产	1,586.23	980.31	-38.20%	1,172.18	19.57%	1,344.55	14.71%
资产总计	2,991.05	3,069.52	2.62%	3,664.17	19.37%	5,532.53	50.99%
短期借款	366.00	0.00	N/A	349.18	N/A	1,526.86	337.27%
应付帐款	155.09	252.78	62.99%	347.75	37.57%	671.21	93.02%
预收款项	16.03	13.28	-17.12%	9.50	-28.46%	2.09	-78.03%
流动负债合计	658.78	375.83	-42.95%	847.85	125.59%	2,449.39	188.90%
非流动负债	791.10	747.87	-5.46%	739.22	-1.16%	708.84	-4.11%
少数股东权益	223.62	236.62	5.81%	249.62	5.49%	262.62	5.21%
母公司股东权益	1,317.54	2,185.80	65.90%	2,304.09	5.41%	2,588.27	12.33%
净营运资本	746.03	1,713.39	129.67%	1,644.15	-4.04%	1,738.59	5.74%
投入资本 IC	2,181.91	2,312.22	5.97%	2,684.21	16.09%	3,696.41	37.71%
现金流量表（百万元）	2009A	2010E	增长率 %	2011E	增长率 %	2012E	增长率 %
净利润	18.91	98.71	421.91%	160.86	62.95%	368.23	128.92%
折旧摊销	71.76	0.00	N/A	108.13	N/A	127.63	18.03%
净营运资金增加	(261.75)	967.35	N/A	(69.24)	N/A	94.44	N/A
经营活动产生现金流	12.53	24.97	99.32%	149.89	500.40%	(9.33)	N/A
投资活动产生现金流	(482.20)	41.14	N/A	(300.00)	N/A	(300.00)	N/A
融资活动产生现金流	248.91	265.37	6.61%	258.59	-2.56%	981.99	279.75%
现金净增（减）	(220.76)	331.48	N/A	108.48	-67.27%	672.66	520.06%

## 分析师简介

---

林阳

中国社科院金融专业硕士，有色金属行业分析师，研究所基础工业小组负责人，12 年证券工作经验。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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。



## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

## 行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。