

赵春
 0755-82960824
 zhaoc@cmschina.com.cn

2009年3月27日

南山铝业(600219.SH)/9.91元

存货减值计提较为充分、上调评级至“审慎推荐”

原材料·有色金属

目标估值: 10 元

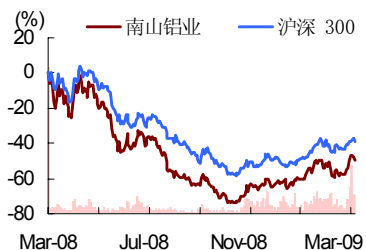
审慎推荐-A(上调)

基础数据

上证综指	2292
总股本(万股)	131880
已上市流通股(万股)	49680
总市值(亿元)	121.7
流通市值(亿元)	45.9
每股净资产(MRQ)	6.3
ROE(TTM)	10.8
资产负债率	34%
主要股东	南山集团公司
主要股东持股比例	62.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	8	30	-48
相对表现	3	22	-9



相关报告

1、《南山铝业(600219)-受制于行业不景气、库存、所得税、转债等因素》2008/11/26

公司3月26日公布了年报,实现营业收入72.3亿元,同比增长10%,营业利润8.4亿元,同比减少47.7%,归属于母公司净利润6.3亿元;同比减少45.3%;每股收益0.48元。

- **未来两年的业绩增长主要来自于加工业务的产能扩张:** 公司熔铸产能将由15万吨上升到67万吨,热轧产能将有20万吨上升到60万吨,工业型材产能将有1.5万吨上升到11.5万吨。公司预期以上三项铝加工产能2009年发挥约30%,2010年发挥约60%,2011年发挥约75%。此外,氧化铝产能将由目前的60万吨增加至80万吨。电解铝、热电业务公司目前未有扩张计划。
- **存货减值计提较为充分:** 公司08年存货跌价准备与长期股权投资减值准备分别计提9900万元和2900万元,基本将前期100万吨高价铝土矿库存跌价计提完全,此将缓解公司09年业绩压力。
- **免税期结束,09年公司所得税率上升。** 公司子公司所得税享受“两免三减半”优惠,08年免税期到期,09年步入减半纳税时期。08年公司所得税为-2900万元,主要是通过避税所得,预期09年公司所得税率至少将达到12.5%。
- **铝加工行业复苏将早于电解铝行业。** 电解铝行业由于产能过剩严重,我们认为短期内复苏较难,而下游加工企业在通胀推动、技术进步和订单回暖的影响下,其景气恢复程度将明显好于电解铝行业。
- **转债转股价格下调摊薄公司业绩。** 公司转债转股价格由原来的16.89元/股调整为8.52元/股,如果按完全转股计算,将增加公司股本3.29亿股,占现有股本的25%,我们预期公司09-11年的业绩分别为0.45元、0.59元和0.65元,按转债转股摊薄计算,三年业绩分别为0.36元、0.47元和0.52元。
- **调高公司投资评级至“审慎推荐”:** 公司是世界短距离内产业链最完整的铝加工企业,与铝行业同类公司相比,公司在成本控制上具备较强的竞争力,因此我们给予公司长期“A”的投资评级。考虑到公司目前高达6.4元的每股净资产(转债转股后每股净资产为6.8元),我们给予公司的目标价位为10元,相当于1.5倍PB和09年22倍市盈率水平,考虑铝加工行业复苏可能将早于电解铝行业,同时公司存货跌价减值计提较为充分,使09年公司“轻装上阵”,因此我们调高公司投资评级至“审慎推荐”。

财务数据与估值

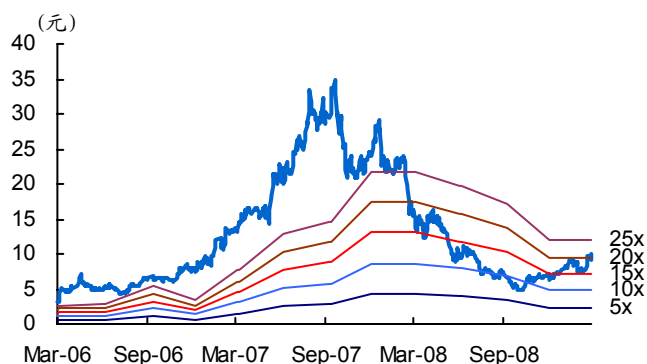
会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	6572	7232	8277	10402	11442
同比增长	181%	10%	14%	26%	10%
营业利润(百万元)	1609	842	911	1179	1303
同比增长	459%	-48%	8%	29%	11%
净利润(百万元)	1149	629	598	774	855
同比增长	544%	-45%	-5%	29%	11%
每股收益(元)	0.87	0.48	0.45	0.59	0.65
PE	11.4	20.8	21.9	16.9	15.3
PB	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源:招商证券

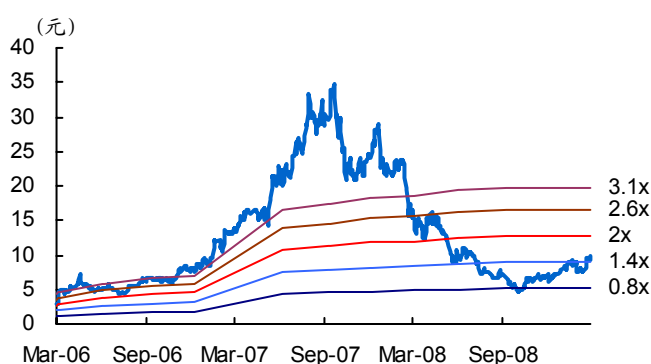
公司产品产销量及预测

产能	2007	2008	2009E	2010E
氧化铝	60	60	80	80
电解铝	13.6	13.6	13.6	13.6
熔铸	15	15	67	67
工业型材	1.5	1.5	11.5	11.5
建筑型材	5.5	5.5	5.5	5.5
热轧	20	20	60	60
冷轧	20	20	20	20
铝箔	3	3	3	3
电力	50	50	50	50
产量	2007	2008	2009E	2010E
氧化铝	47	70	75	85
电解铝	16.3	16	16	16
熔铸	10.2	14	23	30
工业型材	1.4	2	5	9
建筑型材	5.8	6	6	6
热轧	5	12	25	35
冷轧	1.6	6	12	15
铝箔	2.1	2.5	3.0	3.0
电力(亿度)	47.6	47	47	47
销量	2007	2008	2009E	2010E
氧化铝	29.0	39.0	44.0	54.0
工业型材	1.4	2.0	5.0	9.0
建筑型材	5.9	6.0	6.0	6.0
热轧	2.4	6.0	13.0	20.0
冷轧	0.7	3.0	9.0	12.0
铝箔	1.7	2.5	3.0	3.0
电力(亿度)	22.7	16	13	10

资料来源：招商证券

南山铝业PE - Band


资料来源：招商证券

南山铝业PB - Band


公司季度利润指标

	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4
一、营业总收入	513	3319	1295	1444	1529	2119	2061	1522
二、营业总成本	450	2526	924	1062	1176	1817	1913	1484
其中：营业成本	415	2433	873	988	1105	1712	1699	1452
营业税金及附加	5	25	6	5	4	8	9	-4
营业费用	9	47	21	25	28	29	39	35
管理费用	14	18	16	9	22	20	16	26
财务费用	7	8	8	17	19	22	22	-12
资产减值损失	0	-5	-1	17	-2	25	128	-13
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0	0	0
四、营业利润	62	793	372	382	353	303	148	38
加：营业外收入	0	2	0	1	1	10	2	7
减：营业外支出	0	3	15	0	1	4	0	15
五、利润总额	63	792	357	383	353	309	150	30
减：所得税	22	175	44	-2	13	14	-27	-29
六、净利润	41	618	314	385	340	295	177	59
减：少数股东损益	-2	76	47	88	82	79	48	33
七、归属母公司净利润	43	542	267	297	258	216	129	26
收入增长率	59%	-38%	2%	-237%	198%	-36%	59%	5%
毛利率	19%	27%	33%	32%	28%	19%	18%	5%
营业利润率	12%	24%	29%	26%	23%	14%	7%	2%
净利率	8%	16%	21%	21%	17%	10%	6%	2%
营业费率	2%	1%	2%	2%	2%	1%	2%	2%
管理费率	3%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%
实际税率	35%	22%	12%	-1%	4%	4%	-18%	-99%

资料来源：招商证券

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2060	3926	3245	4435	5708
现金	131	1809	714	1265	2220
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	122	63	83	104	114
应收款项	124	151	156	196	215
其它应收款	28	28	41	52	57
存货	1300	1401	1690	2117	2329
其他	356	474	561	702	773
非流动资产	8568	9949	10509	10286	9981
长期股权投资	0	110	110	110	110
固定资产	8082	8609	10325	10112	9815
无形资产	0	61	55	49	44
其他	487	1169	18	15	12
资产总计	10629	13875	13753	14721	15689
流动负债	1967	1828	1167	1336	1420
短期借款	499	751	500	500	500
应付账款	615	516	611	765	841
预收账款	33	48	57	71	78
其他	820	513	0	0	0
长期负债	276	2667	2588	2588	2588
长期借款	0	0	0	0	0
其他	276	2667	2588	2588	2588
负债合计	2243	4495	3755	3924	4008
股本	1319	1319	1319	1319	1319
资本公积金	4291	4508	4508	4508	4508
留存收益	2101	2585	3004	3545	4144
少数股东权益	674	969	1168	1426	1711
母公司所有者权益	7711	8411	8830	9372	9971
负债及权益合计	10629	13875	13753	14721	15689

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	1346	1044	631	1203	1524
净利润		629	598	774	855
折旧摊销		0	579	622	606
财务费用		0	17	20	13
投资收益		0	0	0	0
营运资金变动		0	(848)	(477)	(237)
其它		415	284	264	288
投资活动现金流	(1031)	(2235)	(1200)	(400)	(300)
资本支出		0	(1200)	(400)	(300)
其他投资		(2235)	0	0	0
筹资活动现金流	(498)	2870	(526)	(252)	(269)
借款变动		0	(251)	0	0
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	(179)	(232)	(257)
其他		2870	(96)	(20)	(13)
现金净增加额	(183)	1679	(1095)	551	955

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	6572	7232	8277	10402	11442
营业成本	4710	5969	7100	8890	9783
营业税金及附加	42	17	17	21	23
营业费用	102	130	141	177	195
管理费用	58	84	91	114	126
财务费用	41	52	17	20	13
资产减值损失	11	137	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	(0)	0	0	0
营业利润	1609	842	911	1179	1303
营业外收入	4	20	0	0	0
营业外支出	18	20	0	0	0
利润总额	1595	841	911	1179	1303
所得税	238	(29)	114	147	163
净利润	1357	871	797	1032	1140
少数股东损益	208	242	199	258	285
母公司所有者净利润	1149	629	598	774	855
EPS (元)	0.87	0.48	0.45	0.59	0.65

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	181%	10%	14%	26%	10%
营业利润	459%	-48%	8%	29%	11%
净利润	544%	-45%	-5%	29%	11%
获利能力					
毛利率	28.3%	17.5%	14.2%	14.5%	14.5%
净利率	17.5%	8.7%	7.2%	7.4%	7.5%
ROE	14.9%	7.5%	6.8%	8.3%	8.6%
ROIC	15.8%	9.1%	7.7%	9.3%	9.5%
偿债能力					
资产负债率	21.1%	32.4%	27.3%	26.7%	25.5%
净负债比率	4.8%	5.4%	3.6%	3.4%	3.2%
流动比率	1.0	2.1	2.8	3.3	4.0
速动比率	0.4	1.4	1.3	1.7	2.4
营运能力					
资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.7	0.7
存货周转率	4.2	4.4	4.6	4.7	4.4
应收帐款周转率	61.4	52.7	54.1	59.2	55.7
应付帐款周转率	6.5	10.6	12.6	12.9	12.2
每股资料(元)					
每股收益	0.87	0.48	0.45	0.59	0.65
每股经营现金	1.02	0.79	0.48	0.91	1.16
每股净资产	5.85	6.38	6.70	7.11	7.56
每股股利	0.10	0.10	0.14	0.18	0.19
估值比率					
PE	11.4	20.8	21.9	16.9	15.3
PB	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	12.6	18.9	17.0	14.1	13.3

分析师简介

赵春，清华大学经济管理学院金融学学士，香港中文大学 MBA（在读），招商证券有色金属行业研究员，5 年证券研究从业经验，3 年以上有色金属行业研究从业经验。

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。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

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 $\pm 5\%$ 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

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。