

铅锌

分析师：张 镭，杨国萍

0755-82026705, 0755-82026714

zhanglei@cjis.cn, yangguoping@cjis.cn

6-12 个月目标价： 15.00 元

当前股价： 12.88 元

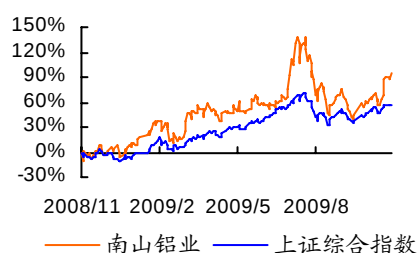
评级调整： 首次

基本资料

上证综合指数	3187.65
总股本(百万)	1651
流通股本(百万)	829
流通市值(亿)	107
EPS (E)	0.26
每股净资产 (元)	5.68
资产负债率	32.4%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中色股份	22.78	-1.38	26.09
上证综合指数	8.56	1.50	19.67



相关报告

南山铝业

600219

推荐

业绩稳定增长的一体化铝深加工型优势企业

我们近日调研了南山铝业，通过调研我们了解到，公司前期产能扩张项目均以建成投产，关键阶段产能得到明显提升、各阶段产能更加匹配，产业链进一步向下游延伸。我们认为，未来两年公司产能将逐步释放、产量增长确定的情况下，稳定的盈利模式保障了公司业绩确定的增长。

投资要点：

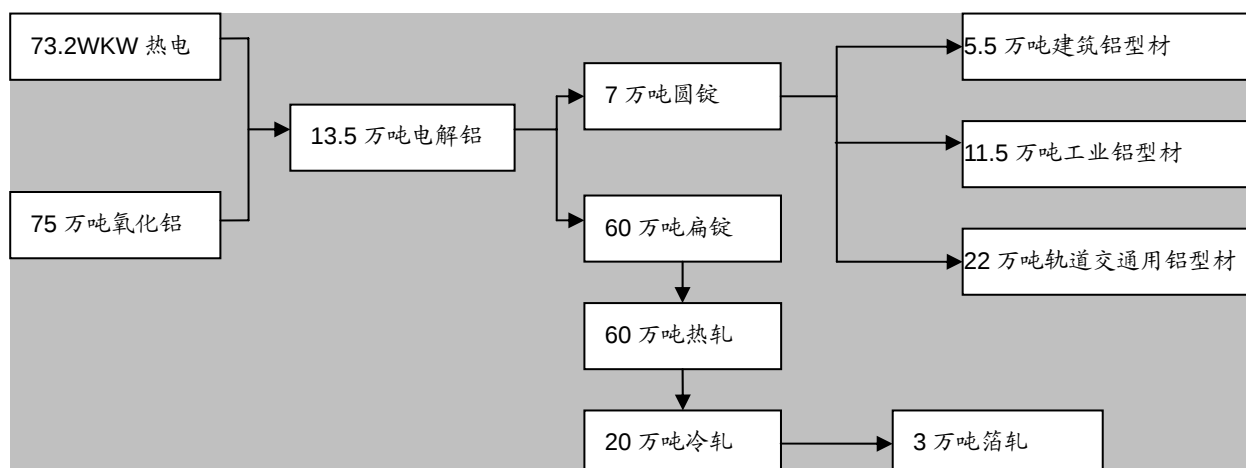
- 南山铝业拥有从热电-氧化铝-电解铝-熔铸-热轧-冷轧-箔轧以及铝型材的完整铝产业链，是世界最短距离内铝产业链最为完整的铝深加工型企业，在产品结构、成本、设备等方面形成了较明显的优势。
- 直供电和氧化铝全部自给使公司电解铝具有明显的成本优势。南山铝业拥有 73.2 万千瓦热电机组，年发电量 38 亿度左右，发电成本 0.39 元/度左右，当地网电价为 0.60 元/度左右；南山铝业还拥有 75 万吨/年的氧化铝产能。电力的直供和氧化铝的全部自给使公司电解铝生产具有明显的成本优势。
- 公司熔铸、热轧等关键阶段产能得到明显提升，为下游产品产能的扩张奠定了基础。公司熔铸产能由此前的 15 万吨提升至目前的 67 万吨，热轧产能由 20 万吨提升至 60 万吨，公司关键阶段产能的大幅提升为下游进一步深加工产品产能提升奠定了基础。
- 产业将链继续向下游延伸，盈利能力有望进一步提升。公司将铝型材产能由 7 万吨提升至 17 万吨的项目已经完成，公司还将以非公开发行募集资金继续投资建设 22 万吨轨道交通用铝型材项目，该项目有望进一步提高公司高档铝型材精加工能力、丰富公司产品结构、增强公司的持续盈利能力。
- 未来两年产能逐步释放，产品产量增长确定。公司 67 万吨熔铸产能、60 万吨热轧产能以及 17 万吨铝型材型材项目在未来两年进入达产期，产品产量有明确、快速的增长。
- 公司深加工产品以“电解铝价+加工费”的盈利模式保障了公司在电解铝价格波动的情况下，依然获得稳定的单吨毛利。在公司产能扩张产量逐渐释放的情况下，公司未来盈利增长稳定。
- 给予公司推荐的投资评级。假设年底前增发完成，发行量 2.50 亿股，发行价格 10 元，我们预计公司 09-11 年 EPS 为 0.33 元、0.52 元、0.73 元，考虑到公司完整的一体化产业链、下游深加工产品稳定的盈利能力，我们给予公司推荐的投资评级，未来 6-12 个月目标价为 15.00 元。

主要财务指标

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	7232	7050	10594	14382
同比(%)	10%	-3%	50%	36%
归属母公司净利润(百万元)	629	618	996	1387
同比(%)	-45%	-2%	61%	39%
毛利率(%)	17.5%	15.8%	16.6%	16.9%
ROE(%)	7.5%	5.3%	7.9%	9.9%
每股收益(元)	0.33	0.33	0.52	0.73
P/E	38.93	39.62	24.59	17.65
P/B	2.91	2.11	1.94	1.75
EV/EBITDA	17	17	12	9

资料来源：中投证券研究所

图 1 南山铝业产业链构成



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 1 公司产品产量预测

产品	产能	2009E		2010E		2011E	
		产量	销量	产量	销量	产量	销量
发电量(万千瓦时)	40 假设发电 5500 小时	38.00	13.00	40.00	14.00	42.00	14.00
氧化铝	75	70.00	43.00	75.00	45.00	75.00	45.00
电解铝(万吨)	13.50	13.50	0.00	15.00	0.00	15.00	0.00
熔铸(万吨)	67.00	29.00	2.00	47.00	5.00	62.00	5.00
扁锭	60.00	22.00	2.00	40.00	5.00	55.00	5.00
圆锭	7.00	7.00	0.00	7.00	0.00	7.00	0.00
热轧(万吨)	60.00	20.00	7.00	35.00	15.00	50.00	30.00
冷轧(万吨)	20.00	13.00	10.50	20.00	17.00	20.00	17.00
铝箔(万吨)	3.00	2.50	2.50	3.00	3.00	3.00	3.00
工业型材(万吨)	11.50	1.50	1.50	5.00	5.00	11.00	11.00
建筑型材(万吨)	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 2 公司主要产品单吨毛利预测(元/吨)

单吨毛利	2009E	2010E	2011E
熔铸	1500.00	1500.00	1500.00
热轧	1600.00	1600.00	1700.00
冷轧	2600.00	2650.00	2700.00
铝箔	3000.00	3200.00	3250.00
工业型材	2700.00	2750.00	2750.00
建筑型材	2700.00	2750.00	2750.00

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 3 氧化铝和电解铝价格预测(元/吨)

	2009E	2010E	2011E
氧化铝	2200.00	1250	2250
电解铝	15000	15500	15500

资料来源：公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009	2010	2011
流动资产	3926	3684	5498	7429	营业收入	7232	7050	10594	14382
现金	1809	1418	2119	2876	营业成本	5969	5937	8835	11953
应收账款	151	154	223	306	营业税金及附加	17	21	32	43
其他应收款	28	27	44	59	营业费用	130	128	187	252
预付账款	474	423	660	888	管理费用	84	120	170	216
存货	1401	1569	2319	3125	财务费用	52	-21	-22	-21
其他流动资产	63	94	134	176	资产减值损失	137	0	0	0
非流动资产	9949	10332	10943	10998	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	110	111	111	111	投资净收益	-0	0	0	0
固定资产	8609	9239	10076	10288	营业利润	842	865	1393	1939
无形资产	61	61	61	61	营业外收入	20	0	0	0
其他非流动资产	1169	921	695	537	营业外支出	20	0	0	0
资产总计	13875	14016	16441	18427	利润总额	841	865	1393	1939
流动负债	1828	1300	2479	2786	所得税	-29	118	189	263
短期借款	751	0	884	880	净利润	871	748	1204	1678
应付账款	516	619	907	1201	少数股东损益	242	130	209	291
其他流动负债	561	681	687	705	归属母公司净利润	629	618	996	1387
非流动负债	2667	0	41	40	EBITDA	1420	1357	1955	2566
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.48	0.33	0.52	0.73
其他非流动负债	2667	0	41	40	主要财务比率				
负债合计	4495	1300	2519	2826	会计年度	2008	2009	2010	2011
少数股东权益	969	1098	1307	1598	成长能力				
股本	1319	1901	1901	1901	营业收入	10.0	-2.5%	50.3	35.8
资本公积	4508	6633	6633	6633	营业利润	-47.7	2.8%	61.0	39.2
留存收益	2598	3084	4080	5466	归属于母公司净利润	-45.3	-1.7%	61.1	39.3
归属母公司股东权益	8411	11618	12614	14003	获利能力				
负债和股东权益	13875	14016	16441	18427	毛利率(%)	17.5	15.8	16.6	16.9
现金流量表					净利率(%)	8.7%	8.8%	9.4%	9.6%
单位: 百					ROE(%)	7.5%	5.3%	7.9%	9.9%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC(%)	8.5%	6.5%	9.4%	12.3
经营活动现金流	1044	1263	992	1440	偿债能力				
净利润	871	748	1204	1678	资产负债率(%)	32.4	9.3%	15.3	15.3
折旧摊销	527	513	584	648	净负债比率(%)	16.70	0.00	35.09	31.14
财务费用	52	-21	-22	-21	流动比率	2.15	2.83	2.22	2.67
投资损失	0	0	0	0	速动比率	1.32	1.63	1.28	1.55
营运资金变动	-537	194	-828	-873	营运能力				
其他经营现金流	131	-171	54	8	总资产周转率	0.59	0.51	0.70	0.82
投资活动现金流	-2235	-901	-1200	-700	应收账款周转率	47	42	51	49
资本支出	2138	900	1200	700	应付账款周转率	10.55	10.46	11.58	11.34
长期投资	-105	1	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-202	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.33	0.33	0.52	0.73
筹资活动现金流	2870	-753	908	18	每股经营现金流(最新)	0.55	0.66	0.52	0.76
短期借款	252	-751	884	-4	每股净资产(最新摊薄)	4.43	6.11	6.64	7.37
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	582	0	0	P/E	38.93	39.62	24.59	17.65
资本公积增加	217	2125	0	0	P/B	2.91	2.11	1.94	1.75
其他筹资现金流	2402	-2709	24	22	EV/EBITDA	17	17	12	9
现金净增加额	1679	-391	700	758					

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

张 镭, 中投证券研究所有色金属行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA, 连续三年荣获新财富有色金属行业最佳分析师。

杨国萍, 中投证券研究所有色金属行业分析师, 复旦大学金融学硕士。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434