

南山铝业 600219



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

产业链完善的铝业上市公司

——南山铝业调研报告

要点：

- 公司拥有从热电—氧化铝—电解铝—铝深加工较为完整的产业链。

公司铝产业链集中在45 平方公里的区域内,是世界短距离内铝产业链最完整的铝加工企业。产业链各生产环节距离短,不仅有利于各环节工艺衔接,而且有利于降低各环节之间材料的运输费用,如公司自产电解铝以液体形式供应下游熔铸用以直接铸造铸锭,能有效降低费用。同时公司西临国家最大的地方港口—龙口港,公司生产过程中所需的主要原材料铝土矿和煤炭主要采取海运方式,进一步降低了公司的运输费用。因此相对与国内其他铝加工企业,公司生产过程中损耗较少,所需运费较低。

- 公司目前氧化铝产能 70 万吨,新建 20 万吨产能,预计明年 2 月份能投产,届时产能将达到 90 万吨。公司生产氧化铝所需的铝土矿需要从印尼和印度等地区购买,价格每半年定一次,明年价格将在今年年底确定。公司拥有澳洲铝土矿 20% 股权,但该项目由于开采成本过高,暂时没有进展。公司氧化铝除 30 万吨满足电解铝冶炼之外,未来将有 60 万吨对外销售,氧化铝价格的波动将对公司盈利能力有较大影响。

- 公司目前拥有 15 万吨电解铝产能,尚不能全部满足下游深加工产能的需要。不足部分需要从外部采购。公司每生产 1 吨电解铝平均耗电 14300 度,在行业中不具有优势。但公司目前拥有 72 万千瓦的热电厂,能完全满足生产电解铝所用。每度电的成本在 0.31 元/度。由于用电完全自给,公司生产电解铝用电成本具有一定优势。

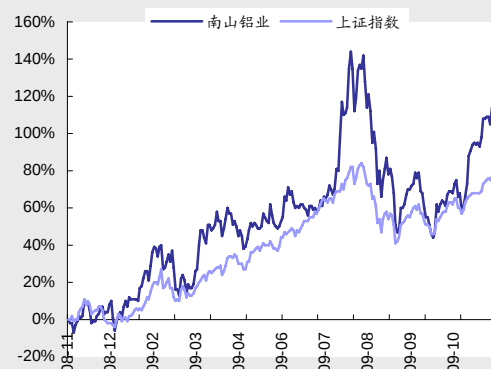
主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	7232	7583	11617	13984
收入同比(%)	10%	5%	53%	20%
归属母公司净利润	629	583	820	1052
净利润同比(%)	-45%	-7%	41%	28%
毛利率(%)	17.5%	13.6%	13.6%	13.9%
ROE(%)	7.5%	5.0%	6.6%	7.8%
每股收益(元)	0.38	0.35	0.50	0.64
P/E	33.81	36.44	25.92	20.20
P/B	2.53	1.82	1.70	1.57
EV/EBITDA	17	17	13	11

评级: 推荐

2009-11-25

收盘价	13.43
目标价	18
52 周内高	16.49
52 周内低	5.84
总市值(百万元)	22,169
流通市值(百万元)	11,130
总股本(百万股)	1,651
A 股(百万股)	829
—已流通(百万股)	829
—限售股(百万股)	-829
B 股(百万股)	0
H 股(百万股)	0
市盈率 (TTM)	52.49
市净率	1.97

一年期走势图



张志鹏 张欣

电话 021-32229888-3502

Email: zhangzhipeng@ajzq.comzzpforests@hotmail.com

- 公司目前有 7 万吨的型材产能（5.5 万吨建筑型材、1.5 万吨工业型材）。公司可转债募投项目建设 10 万吨的工业型材、52 万吨的熔铸产能。项目完成后，公司的工业型材产能达到 11.5 万吨，熔铸产能将达到 67 万吨。预计 10 万吨工业型材项目明年将有 40%—50% 达产。公司还准备非公开发行不超过 3 亿股新建年产 22 万吨轨道交通新型合金材料生产线项目，工业型材项目是公司未来发展的重点。也是公司未来业绩增长的主要驱动力。工业型材主要用于铁路客货车及地铁车厢材料、集装箱材料和自动扶梯材料等。当前世界范围内高速电气化铁路发展及机车改型已是一种必然趋向、因而也给铁路客货车体运输材料的发展带来广阔的市场空间。
- 在公司的深加工产品中，公司拥有 10 万吨罐料产能，今年产量 7 万吨左右，其中罐体料 5 万吨、罐盖料和拉环 2 万吨；铝箔产量 2.5 万吨左右。公司罐料产能明年还有一定程度的释放，而铝箔产量基本保持稳定。深加工产品具有较高的加工毛利，是公司利润的重要基础。
- 公司第 3 季度实现净利润 2.42 亿元，同比增长 87.77%，前三季度实现净利润 3.96 亿元，同比下降 34%。从环比来看，2、3 季度环比分别增长 56.50%、56.14%，业绩改善明显。我们预计公司 2009 年、2010、2011 年每股收益分别达到 0.35、0.50、0.64 元，未来三年市盈率分别为 38.37、26.86、20.98，而 PB 不到 2 倍，公司在整个有色板块中具有较为明显的估值优势，我们给与推荐评级。

图 1 公司产业链及各工序产能匹配

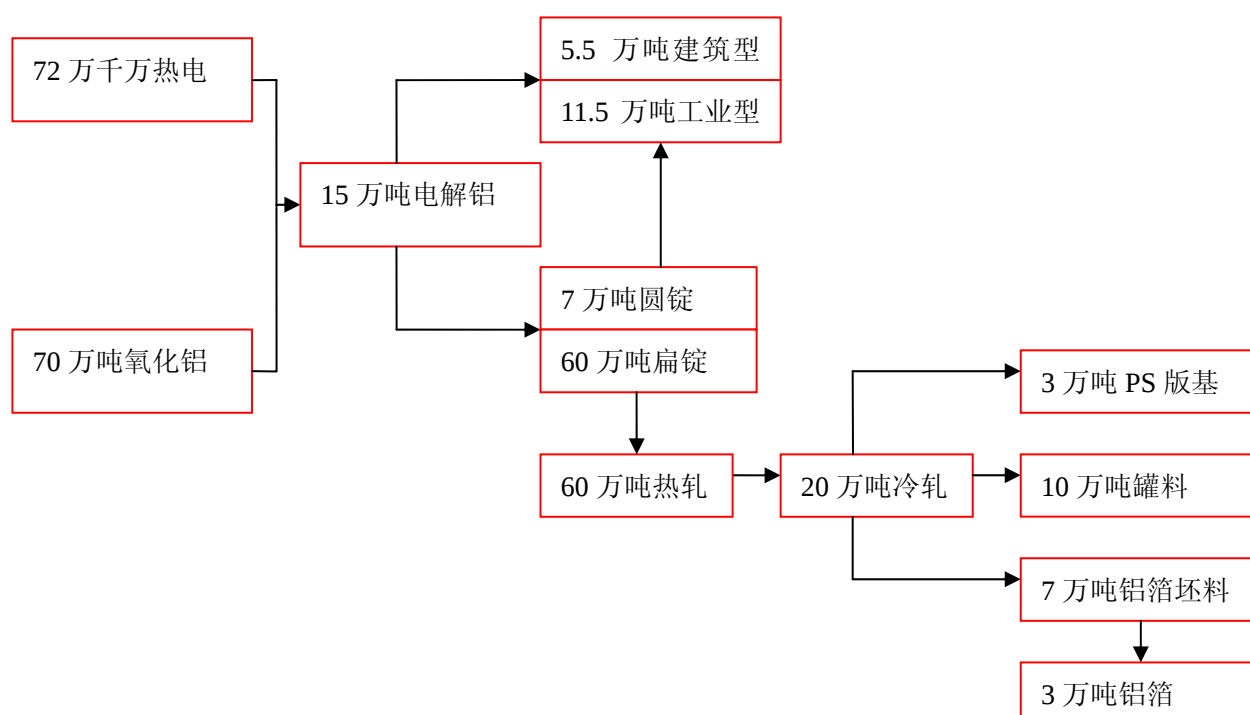


表 1 产量预测 单位：吨

产量	2009	2010	2011
电力(万度)	400000	400000	400000
氧化铝	700000.00	800000.00	900000.00
电解铝	150000.00	150000.00	150000.00
建筑型材	70000.00	70000.00	70000.00
工业型材	12000.00	70000.00	110000.00
热轧卷	200000.00	300000.00	350000.00
铝箔坯料	65000.00	70000.00	70000.00
易拉罐体料	50000.00	60000.00	70000.00
易拉罐盖料	20000.00	30000.00	30000.00
PS 版基	5000.00	20000.00	25000.00
铝箔	25000.00	30000.00	30000.00

表 2 加工费与加工成本 单位：元/吨

	项目	2009	2010	2011
加工费	建筑型材	7000.00	7000.00	7000.00
	工业型材	9000.00	9500.00	9500.00
	热轧卷	3400.00	3300.00	3200.00
	铝箔坯料	4000.00	4200.00	4200.00
	易拉罐体料	6100.00	6000.00	6000.00
	易拉罐盖料	12000.00	12000.00	12000.00
	PS 版基	11000.00	11000.00	11000.00
	铝箔	11500.00	11500.00	11500.00
加工成本	建筑型材	4600.00	4800.00	4800.00
	工业型材	6000.00	6050.00	6050.00
	热轧卷	1900.00	1900.00	1900.00
	铝箔坯料	3400.00	3300.00	3300.00
	易拉罐体料	3400.00	3400.00	3300.00
	易拉罐盖料	7500.00	7500.00	7600.00
	PS 版基	9000.00	8000.00	8000.00
	铝箔	8000.00	8000.00	8000.00
加工毛利	建筑型材	2400.00	2200.00	2200.00
	工业型材	3000.00	3450.00	3450.00
	热轧卷	1500.00	1400.00	1300.00
	铝箔坯料	600.00	900.00	900.00
	易拉罐体料	2700.00	2600.00	2700.00
	易拉罐盖料	4500.00	4500.00	4400.00
	PS 版基	2000.00	3000.00	3000.00
	铝箔	3500.00	3500.00	3500.00

盈利预测

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	3926	5384	7425	9965
现金	1809	3000	4831	7125
应收账款	151	114	303	194
其他应收款	28	30	46	55
预付账款	474	591	697	839
存货	1401	1558	1422	1594
其他流动资产	63	91	127	158
非流动资产	9949	10591	10306	9894
长期投资	110	115	110	100
固定资产	8609	9336	9487	9344
无形资产	61	61	61	61
其他非流动资产	1169	1079	649	390
资产总计	13875	15975	17731	19860
流动负债	1828	3187	3863	4657
短期借款	751	1686	2000	2500
应付账款	516	662	966	1178
其他流动负债	561	838	897	980
非流动负债	2667	0	41	40
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	2667	0	41	40
负债合计	4495	3187	3904	4697
少数股东权益	969	1125	1346	1628
股本	1319	1651	1651	1651
资本公积	4508	6971	6971	6971
留存收益	2598	3050	3870	4922
归属母公司股东权益	8411	11662	12481	13534
负债和股东权益	13875	15975	17731	19860

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	1044	1419	1845	1998
净利润	871	740	1041	1335
折旧摊销	527	515	570	603
财务费用	52	31	40	19
投资损失	0	-4	-5	-5
营运资金变动	-537	196	122	54
其他经营现金流	131	-60	77	-7
投资活动现金流	-2235	-1201	-290	-185
资本支出	2138	1200	300	200
长期投资	-105	5	-5	-10
其他投资现金流	-202	4	5	5
筹资活动现金流	2870	973	276	481
短期借款	252	936	314	500
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	332	0	0
资本公积增加	217	2463	0	0
其他筹资现金流	2402	-2758	-37	-19
现金净增加额	1679	1191	1831	2294

利润表

单位:百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	7232	7583	11617	13984
营业成本	5969	6548	10041	12033
营业税金及附加	17	28	38	48
营业费用	130	130	202	242
管理费用	84	76	78	77
财务费用	52	31	40	19
资产减值损失	137	-90	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-0	4	5	5
营业利润	842	864	1223	1570
营业外收入	20	12	12	12
营业外支出	20	5	11	11
利润总额	841	871	1224	1571
所得税	-29	131	184	236
净利润	871	740	1041	1335
少数股东损益	242	157	220	283
归属母公司净利润	629	583	820	1052
EBITDA	1420	1410	1833	2192
EPS (元)	0.48	0.35	0.50	0.64

主要财务比率

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	10.0%	4.9%	53.2%	20.4%
营业利润	-47.7%	2.7%	41.6%	28.3%
归属于母公司净利润	-45.3%	-7.2%	40.6%	28.3%
获利能力				
毛利率(%)	17.5%	13.6%	13.6%	13.9%
净利率(%)	8.7%	7.7%	7.1%	7.5%
ROE(%)	7.5%	5.0%	6.6%	7.8%
ROIC(%)	8.5%	6.7%	9.8%	12.8%
偿债能力				
资产负债率(%)	32.4%	20.0%	22.0%	23.7%
净负债比率(%)	16.70%	52.91%	51.23%	53.22%
流动比率	2.15	1.69	1.92	2.14
速动比率	1.32	1.18	1.53	1.78
营运能力				
总资产周转率	0.59	0.51	0.69	0.74
应收账款周转率	47	52	50	51
应付账款周转率	10.55	11.11	12.33	11.22
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.38	0.35	0.50	0.64
每股经营现金流(最新摊薄)	0.63	0.86	1.12	1.21
每股净资产(最新摊薄)	5.10	7.06	7.56	8.20
估值比率				
P/E	33.81	36.44	25.92	20.20
P/B	2.53	1.82	1.70	1.57
EV/EBITDA	17	17	13	11

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

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%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间;

减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

卖出: 相对弱于市场基准指数收益率-15%以下。

● 行业评级

强于大市: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

同步大市: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。