

南山铝业(600219)调研报告

成本优势明显的铝加工企业

推荐

首次评级

原材料/铝

2009 年 12 月 4 日

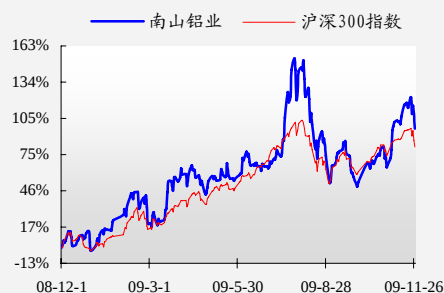
投资要点:

- 公司拥有从热电-氧化铝-电解铝-熔铸-热轧-冷轧-箔轧的完整铝产业链,是目前是世界上唯一一家短距离内(45 平方公里)铝产业链最完整的铝加工企业,公司在产品结构、成本、设备等方面具有明显的优势。
- 公司通过产能扩张,使整个生产链各个环节的产能逐步匹配。目前公司拥有 72 万千瓦的热电,年均利用小时数约为 6000 小时。氧化铝方面公司新建的 20 万吨氧化铝产能预计 2010 年 2 月份便可投产,4 月份达产,公司总体产能将达到 100 万吨。电解铝公司目前拥有 15.6 万吨的电解铝产能。铝加工方面,公司建筑型材的产量在 7 万吨左右,工业型材的产量预计在 1.5 万吨,随着 11 万吨工业型材产能的逐步达产,与之配套的圆锭的产能也将相应增加。扁锭方面目前公司的产能在 30 万吨,热轧 23 万吨,冷轧 20 万吨。未来公司扁锭的产能将逐步提升到 60 万吨,热轧的产能预计也将提升至 60 万吨,与之配套冷轧产能预计未来也将得到提升。
- 工业型材将成为公司未来重要的增长点,公司拟非公开增发 10000 到 30000 万股,募集不超过 25 亿资金,用于年产 22 万吨轨道交通新型合金材料生产线项目。产品可广泛应用于轻轨、地铁、高速列车、磁悬浮列车等领域,彻底打破该类产品长期依赖进口的局面,全面推动国产高速列车业的快速发展。
- 随着公司产能的逐步释放以及电解铝价格的回升,公司 2010 年的产量和盈利都将出现快速增长。我们预计公司 2009-2010 年每股盈利分别为 0.38 元,0.54 元和 0.68 元,给予推荐评级,目标价格 16 元。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	723,159	10.04	62,886	(45.27)	0.48	7.48	28.33	
2009E	734,396	1.55	62,450	-0.69	0.38	6.75	35.95	
2010E	881,275	20	106,190	70	0.54	8.43	24.98	
2011E	1,057,531	20	133,618	25.83	0.69	9.77	19.85	

走势图



市场数据

2009-12-4

收盘价:	13.80 元
52 周最高价:	16.49 元
52 周最低价:	6.07 元
平均持仓成本:	13.16 元

基本数据

2009Q3

总股本(万股):	165,071
流通 A 股(万股):	165,071
每股收益(元):	0.24
每股净资产(元):	6.83
每股经营现金流(元):	0.24
市净率:	2.02

分析师: 诸利达

TEL: (8621)6337 7000-319

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhulida970@sina.com

地址: 上海市延安东路 45 号 20

邮编: 200002

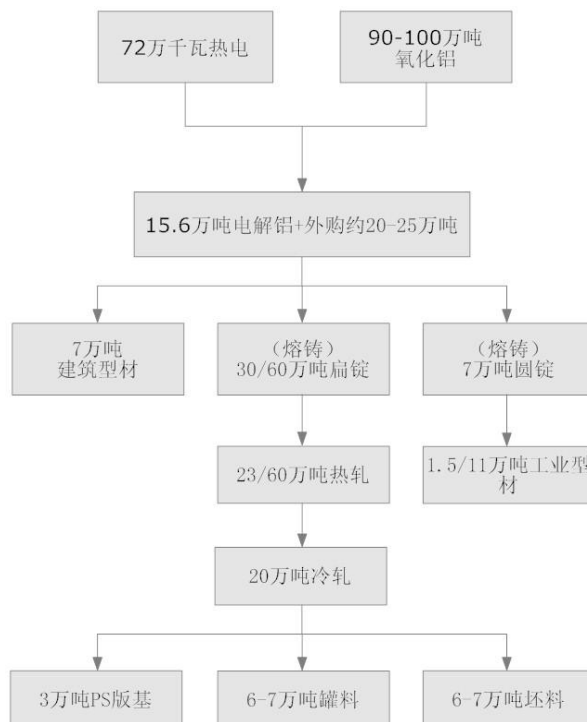
1. 做上下游一体的铝加工企业

公司拥有从热电-氧化铝-电解铝-熔铸-热轧-冷轧-箔轧的完整铝产业链，是目前是世界上唯一一家短距离内（45 平方公里）铝产业链最完整的铝加工企业，公司在产品结构、成本、设备等方面具有明显的优势。

公司通过产能扩张，使整个生产链各个环节的产能逐步匹配。目前公司拥有 72 万千瓦的热电，年均利用小时数约为 6000 小时，发电成本在 0.29 元/度左右，由于煤炭价格上涨，明年发电成本预计将有所上升。氧化铝方面公司新建的 20 万吨氧化铝产能预计 2010 年 2 月份便可投产，4 月份达产，公司总体产能将达到 100 万吨。电解铝公司目前拥有 15.6 万吨的电解铝产能，预计目前需要外购的电解铝的量在 20 万吨左右，由于下游铝加工产能的增长，公司外购电解铝的量未来仍将进一步增长。

铝加工方面，公司建筑型材的产能在 7 万吨左右，其余的则要通过熔铸生产扁锭和圆锭，目前公司工业型材的产量预计在 1.5 万吨，与其配套的圆锭的产能目前只有 7 万吨左右，随着 11 万吨工业型材产能的逐步达产，圆锭的产能也将相应增加。扁锭方面目前公司的产能在 30 万吨（原有的 15 万吨加上 52 万吨熔铸项目中已投产的 15 万吨），热轧 23 万吨，冷轧 20 万吨。未来扁锭的产能将逐步提升到 60 万吨，热轧的产能预计也将提升至 60 万吨，与之配套冷轧产能预计未来也将得到提升。目前冷轧的最终产品主要是 6-7 万吨的管料、6-7 万吨坯料以及约 3 万吨的 PS 版基，未来冷轧深加工产品仍将保持快速增长。

图 1.公司各个环节的产能匹配情况



数据来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所

表 1. 公司主要产品产量预测

主要产品产量	2007	2008	2009E	2010E	2011E
工业型材	1.4	1.3	1.3	5.3	10.5
建筑型材	5.83	7	7	7	7
热轧卷	5	12	23	28	32
冷轧卷	1.6	8.5	13	15	18
铝箔	2.05	2.3	2.3	2.5	3
氧化铝			75.0	90.0	100.0
电解铝			15	15.6	15.6
火力发电			21	18	17

数据来源：东北证券金融与产业研究所

2. 背靠龙口港，成本优势凸现

公司地理位置优越，地处山东，背靠龙口港，铝土矿的运输十分便利。另外山东省煤炭资源较为丰富，能源成本较低。公司拥有自备电厂，电力机组足够满足公司生产需要。

公司生产布局方面，由于铝加工以及电解铝冶炼车间距离非常近，铝水从电解槽中取出之后直接送去熔铸，节省了能耗。整个产业链各个环节生产车间的距离非常近，运输费用方面也具有很大的优势。

图 2.公司地理位置



数据来源：东北证券金融与产业研究所

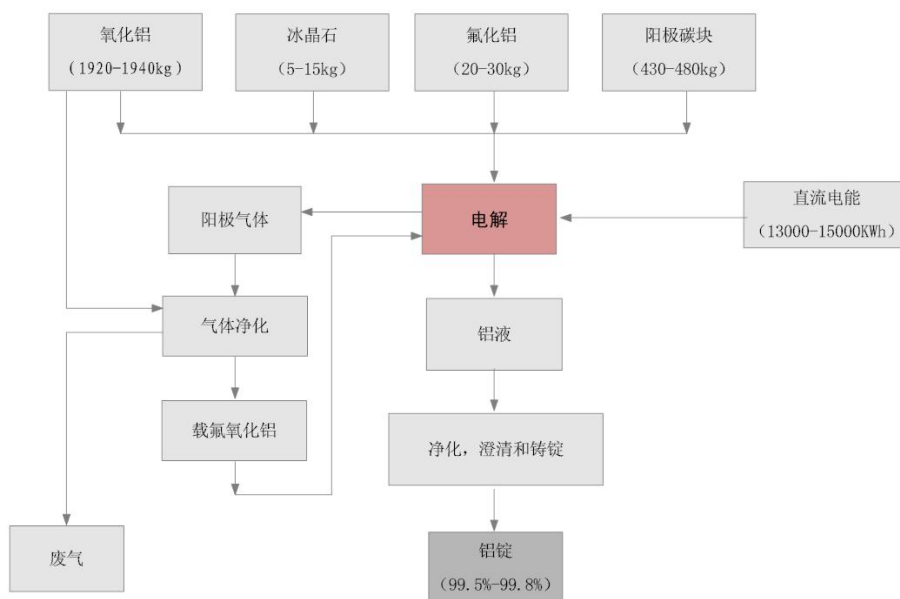
公司目前拥有 72 万千瓦的热电，按 6000 小时的利用数计算，每年的发电量在 43 亿度左右，公司电解铝业务的用电量最大，15.6 万吨的电解铝大概耗电在 22 亿度左右。其余电力主要供应给集团公司以及电网，其中供给集团公司的销售电价较高在 0.60 元/度左右，供应给电网的价格在 0.3 元左右。

氧化铝方面公司目前产能在 70-80 万吨左右，采用拜耳法工艺，主要使用印尼的铝土矿，新建的 20 万吨氧化铝产能同样采用能耗较低的拜耳法工艺，但通过对工艺的改进，新建产能既可以使用印尼的进口矿也可以使用国内矿。公司氧化铝的成本主要由能源成

本、铝土矿成本以及人工和折旧等几部分构成，公司进口的铝土矿主要采用长单价格，12 月份签订下一年铝土矿的价格，今年公司的铝土矿长单价格为电解铝价格的 1.59% 左右，按照今年电解铝价格的变化情况，以及算上从印尼到龙口港的运输费用，公司今年的吨铝土矿价格在 336-390 元/吨左右。由于铝土矿品位的下降，目前大概 2.86 吨铝土矿生产一吨的氧化铝，每吨氧化铝的铝土矿成本在 1029 元左右，如果算上煤炭和人工的成本，公司今年氧化铝的成本在 1950 元左右，由于煤炭价格和铝土矿价格的上涨，预计明年氧化铝的成本将进一步提高。公司由于采用较为先进的拜耳法工艺，且公司地理位置优越，交通运输比较便利，目前氧化铝的成本在行业内处于低端。

由于拥有自备电厂，公司电解铝的成本具有较大的优势。电解铝生产成本中最大的两块来自于电力成本和氧化铝成本，而公司的电力成本在 0.29 元/度，氧化铝成本仅有 1950 元/吨。公司主要用的是 300KA 的电解槽，吨铝的直流能耗在 14300 度/吨左右，如果电价和氧化铝都按照成本结算，公司电解铝的原料成本仅有 7910 元/吨左右，再加上人工以及阳极碳块的成本，那么今年公司电解铝的直接成本在 11000 元/吨左右。即使我们考虑氧化铝和电解铝部门之间的结算，那么公司电解铝的成本也仅有 11500 元/吨左右。公司电解铝的成本在行业内也具有较大的优势。

图 3. 电解铝生产工艺的简化流程图



数据来源：东北证券金融与产业研究所

3. 铝深加工业务发展迅速

铝深加工产品方面，公司采用加工费的方式进行生产销售。铝加工行业加工费变化比较稳定，盈利的变化主要受开工率以及成品率影响，公司各产品中，建筑型材的吨产品毛利在 2500-3000 元左右，工业型材的吨毛利稍高，约为 3000 元左右，热轧板以及冷轧产品的平均吨毛利分别为 1500 元和 2800 元左右，铝箔的吨毛利在 2000 元左右。

3.1. 铝型材

公司建筑型材目前的产能在 7 万吨左右，未来建筑型材产能方面将保持稳定，维持在 7 万吨左右的规模。工业型材未来将保持快速增长，公司 10 万吨新型合金材料生产线已经投产，2010 年预计将有 40% 左右的产能达产，产量预计达到 5.3 万吨，2011 年继续

增长到 10.3 万吨左右。

工业型材将成为公司未来重要的增长点，公司为进一步丰富公司产品结构、增加公司高档铝型材精加工能力、提高公司盈利能力，拟非公开增发 10000 到 30000 万股，募集不超过 25 亿资金，用于年产 22 万吨轨道交通新型合金材料生产线项目。随着能源价格的不断上升，全球对于降低单位 GDP 能耗的呼声越来越高，铁路运输单位运输费用远远低于公路运输，此外随着城市规模的扩大，城市轨道交通也越来越普遍。将铝合金材料作为列车车体材料的应用量正在逐年上升，如城市地铁车辆车厢，高速铁路客车车体、集装箱及其它有关行业的特大型材料，特别是大截面新型合金材料，市场需求量很大。公司 22 万吨轨道交通新型合金材料生产线项目主要研制生产轨道交通用高性能合金材料，尤其是高速列车发展急需的超宽、薄壁、高强度铝合金车体挤压材料。产品可广泛应用于轻轨、地铁、高速列车、磁悬浮列车等领域，彻底打破该类产品长期依赖进口的局面，全面推动国产高速列车业的快速发展。

3.2. 热轧产品

公司目前的熔铸产能在 37 万吨左右，未来逐步将逐步增长到 67 万吨，其中用于工业型材的圆锭的产能为 7 万吨左右。随着 10 万吨新型合金材料生产线的逐步达产，以及未来年产 22 万吨轨道交通新型合金材料生产线项目的推进，公司熔铸的圆锭和扁锭的产能比例将会有所调整。由于公司整个生产链各个环节之间距离很近，电解铝从电解槽中抽出后在液体的形态下直接供应给熔铸车间，因此节省了能耗和金属在加工过程中的损耗。

公司目前热轧的产能在 20-25 万吨左右，2009 年热轧产品的产量预计在 23 万吨左右，热轧新生产线达产大概需要 2 年的时间，最终达到 60 万吨的产能。由于热轧主要和后端冷轧产品配套，因此产量将随着最终产品产量的增加而逐步提升。

3.3. 冷轧产品

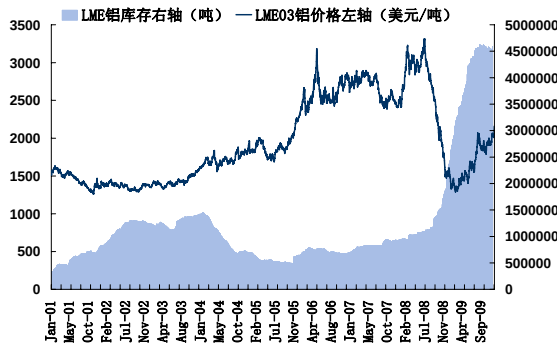
公司目前冷轧产能为 20 万吨，2009 年冷轧产品的产量预计在 13 万吨左右。其中易拉罐罐体、盖、拉环等高端产品 2009 年的产量预计在 6-7 万吨左右，铝箔坯料产量预计在 7 万吨左右，PS 版基 2009 年投产，产量较少，对盈利影响不大。

罐体料方面，随着我国铝制易拉罐使用的普及，对于铝罐体料的需求也出现了快速增长，2005 年我国罐体料消耗量总计在 22 万吨左右，最近几年一直保持 17% 左右的高速增长。铝制品由于其耐腐蚀、清洁易回收等特点在易拉罐方面的应用前景广阔，我国目前人均的易拉罐消费量仅仅只有美国的 1% 左右，仍有很大的增长空间。铝箔坯料方面，公司除了供应给自己的铝箔生产线，其余对外销售。2005 年我国铝箔年产量便已达到 62 万吨，2007 年进一步增长到 70 万吨左右，随着绿色环保概念逐步深入人心，可再生易降解的铝箔包装将逐步替代一部分的塑料包装，此外由于中国家电下乡政策的推动，中国空调行业也逐步走出了行业低谷，预计空调箔方面的需求也将逐步恢复。我国铝箔坯料未来几年的需求仍将保持快速增长。PS 版基方面，公司目前的产量仍然较小，PS 版作为一种新型的感光印刷材料，具有印刷精美、耐印力高、成本低、生产效率高特点，目前我国大部分的 PS 版基仍需要进口，随着我国印刷行业的发展，PS 版基应用前景看好。

4. 行业回暖有助于公司业绩释放

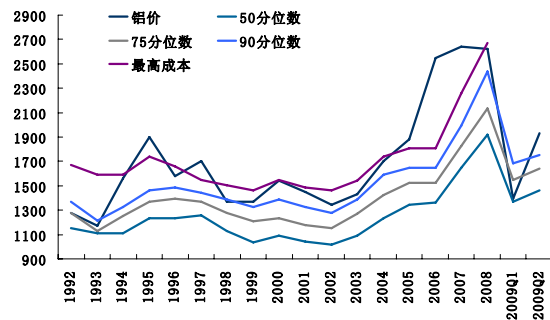
随着经济的逐步复苏，电解铝行业整体的景气度也在逐步回升，汽车和房地产行业销量的回升带动了对电解铝的需求。中国电解铝和氧化铝的产量也出现了快速回升，随着停产产能的陆续复产，复产对电解铝价格压制作用的边际效应也在逐步减弱。LME 库存方面，电解铝库存的上升速度也出现了大幅度的放缓，这从一方面显示电解铝行业的供需情况有所好转。

图 4.LME3 电解铝和库存变化情况



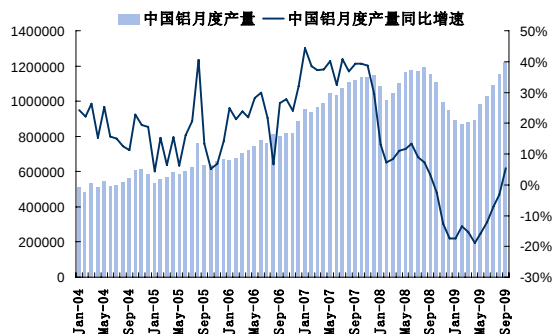
数据来源：Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图 5.全球近 17 年电解铝行业成本变化情况



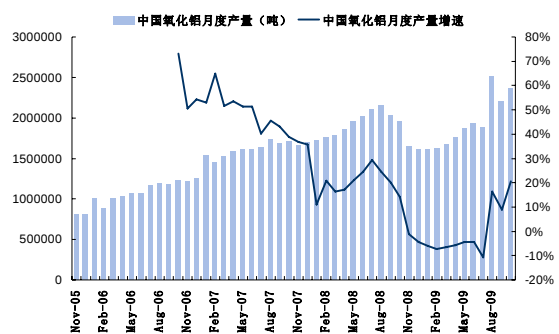
数据来源：Bloomberg，东北证券金融与产业研究所

图 6.中国月度电解铝产量变化情况



数据来源：Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图 7.中国月度氧化铝产量变化情况



数据来源：Bloomberg，东北证券金融与产业研究所

虽然 LME 铝价较年初的低点出现了大幅度的反弹，但我们认为目前的电解铝价格仍然具有安全边际。在过去的 17 年间，电解铝价格相对于 90% 现金成本的平均溢价在 11% 左右，以全球二季度电解铝静态成本计算，按历史平均溢价，那么电解铝价格应该在 2013.9 美元/吨左右。但从动态的看，由于从二季度以来各种原材料价格都出现了快速上涨，原油价格也出现了大幅度的上涨，因此我们认为矿山成本也将出现较快上涨。我们预计下半年矿山的平均成本将有 10-15% 左右的上升，因此相应的基本金属的合理价位也有所提升。另外由于煤炭价格的上行，电力企业上调价格的压力也在增加，从整体上看，虽然电解铝价格从年初以来出现了大幅度的上涨，但目前价格仍然处于合理范围之内，随着经济的进一步复苏，明年电解铝价格有望继续缓步上涨。

5. 公司盈利预测和评级

随着公司产能的逐步释放以及电解铝价格的回升，公司 2010 年的产量和盈利都将出现快速增长，铝加工业务毛利预计仍将保持稳定。我们预计 2009-2011 年公司电解铝的平均售价为 14000 元/吨、16500 元/吨和 18000 元/吨，氧化铝平均售价为 2500 元/吨、2800 元/吨和 3000 元/吨，公司 2009-2010 年每股盈利分别为 0.38 元、0.54 元和 0.68 元，给予推荐评级，目标价格 16 元。

表 2. 公司主营业务利润预测

产品毛利					
工业型材	-	-	1950	15900	29400
建筑型材	-	-	8750	17500	16800
热轧卷	-	-	11500	42000	48000
冷轧卷	-	-	18850	22500	27000
铝箔	-	-	2300	3750	5100
氧化铝			19679	29509	35487
电解铝			4887	21755	28121
火力发电			42000	32400	28900
产品价格和成本预测					
氧化铝			2500	2800	3000
氧化铝成本			1950	2150	2300
电解铝			14000	16500	18000
电解铝成本			11640	12708	13582

数据来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所

盈利预测

利润表（万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	价值比率	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	723,158.83	734,396.60	881,275.92	1,057,531.11	P / E	28.33	35.95	24.98	19.85
营业成本	596,911.24	616,743.77	676,742.60	809,149.22	EV / 收入	2.69	3.14	2.74	2.12
营业费用	12,984.75	13,219.14	15,862.97	19,035.56	EV / EBITDA	8.13	14.73	10.51	8.30
管理费用	8,424.62	11,750.35	14,100.41	15,862.97	EV / EBIT	21.79	23.05	14.38	10.89
财务费用	5,192.99	3,773.31	1,033.68	(3,630.79)	EV / NOPLAT	21.05	28.11	17.97	13.61
投资收益	(28.05)	300.00	0.00	0.00	EV / IC	1.80	2.12	2.10	2.00
营业利润	84,151.56	96,199.01	166,923.03	209,778.28	P / B	2.13	2.43	2.11	1.94
利润总额	84,130.43	95,199.01	165,923.03	208,778.28	Dividend Yield (%)	0.00%	0.56%	0.80%	1.01%
所得税	(2,933.64)	17,135.82	33,184.61	41,755.66					
净利润	87,064.06	78,063.19	132,738.42	167,022.62	每股指标	2008A	2009E	2010E	2011E
归属母公司所有者的净利润	62,885.94	62,450.55	106,190.74	133,618.10	基本 EPS	0.48	0.38	0.54	0.68
NOPLAT	92,460.00	81,977.30	134,365.37	164,917.99	每股红利	0.00	0.20	0.20	0.20
					每股经营现金流	0.79	0.94	0.89	1.05
					每股净现金流	1.27	(0.65)	1.05	0.87
					每股净资产	6.38	5.60	6.46	7.01
资产负债表（万元）	2008A	2009E	2010E	2011E					
货币资金	180,940.50	73,439.66	278,542.52	447,616.18					
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	流动性	2008A	2009E	2010E	2011E
应收帐款	15,059.76	24,144.55	24,144.55	28,973.46	净负债 / 权益	(0.13)	0.02	(0.22)	(0.33)
预付款项	47,392.99	59,727.86	52,960.44	48,914.69	总负债 / 总资产	32.39%	23.76%	13.41%	12.92%
存货	140,069.64	135,176.72	148,327.14	177,347.77	流动比率	2.15	1.00	2.55	3.35
流动资产合计	392,602.22	311,426.51	526,699.92	733,019.77	速动比率	1.38	0.56	1.83	2.54
非流动资产	994,871.03	1,059,915.13	1,098,154.66	1,043,909.35					
资产总计	1,387,473.25	1,371,341.64	1,624,854.58	1,776,929.12	财务比率	2008A	2009E	2010E	2011E
短期借款	75,053.98	93,119.85	0.00	0.00	盈利能力				
应付帐款	51,598.42	42,242.72	46,352.23	55,421.18	毛利率	17.46%	16.02%	23.21%	23.49%
预收款项	4,830.26	6,299.05	8,061.61	10,176.67	营业利润率	11.64%	13.10%	18.94%	19.84%
流动负债合计	182,781.89	312,969.31	206,382.52	218,558.06	净利率	8.70%	8.50%	12.05%	12.63%
非流动负债	266,687.48	12,900.00	11,500.00	11,000.00	净资产收益率	7.48%	6.75%	8.43%	9.77%
少数股东权益	96,859.17	112,471.81	139,019.49	172,424.02	偿债能力				
母公司股东权益	841,144.71	925,111.83	1,260,063.87	1,367,058.35	流动比率	2.15	1.00	2.55	3.35
净营运资本	209,820.33	(1,542.80)	320,317.40	514,461.71	速动比率	1.38	0.56	1.83	2.54
投入资本 IC	1,079,897.80	1,086,245.48	1,149,522.50	1,120,847.84	资产负债率	32.39%	23.90%	13.47%	12.98%
					成长能力				
					营业收入增长率	10.04%	1.55%	20.00%	20.00%
					营业利润增长率	-47.71%	14.32%	73.52%	25.67%
					净利润增长率	-45.27%	-0.69%	70.04%	25.83%
					净资产增长率	9.08%	9.98%	36.21%	8.49%
					营运能力				
					应收帐款周转率	52.70	37.47	36.50	39.82
					存货周转率	4.42	4.48	4.77	4.97
					总资产周转率	0.59	0.53	0.59	0.62
现金流量表（万元）	2008A	2009E	2010E	2011E					
净利润	87,064.06	78,063.19	132,738.42	167,022.62					
折旧摊销	149,954.00	0.00	61,760.47	64,245.31					
净营运资金增加	200,492.71	(211,363.13)	321,860.19	194,144.31					
经营活动产生现金流	104,377.62	154,973.32	174,495.09	205,066.49					
投资活动产生现金流	(223,536.63)	(89,700.00)	(103,000.00)	(13,000.00)					
融资活动产生现金流	287,012.86	(172,774.16)	133,607.77	(22,992.83)					

现金净增（减）	167,853.85	(107,500.84)	205,102.86	169,073.66
---------	------------	--------------	------------	------------

数据来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。