

南山铝业 600219


 爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

盈利能力稳步回升

——南山铝业2009年报点评

事件：公司17日公布年报,报告期内,公司实现营业收入727,911.24 万元,比去年同期增加0.66%;实现营业利润93,748.00 万元,比去年同期增加11.40%;归属于母公司所有者的净利润71,481.61 万元;比去年同期增加13.67%;实现每股收益0.50 元,比去年同期增加4.17%。

要点：

- 公司2009年净利润逐季回升明显,一至四季度分别实现净利润51.57、140.3、297.68、382.85百万,环比逐季上升,营业利润率分别为5.41%、8.04%、16.46%、18.11%,显示公司盈利能力在稳步回升。
- 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。
- 公司目前拥有氧化铝产能 90 万吨,其中新建 20 万吨产能预计在今年上半年投产。公司生产氧化铝所需的铝土矿需从印尼和印度等地区购买,价格每半年定一次,今年价格在去年年底确定。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,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。

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	7279	12142	15142	18770
收入同比(%)	1%	67%	25%	24%
归属母公司净利润	715	971	1193	1324
净利润同比(%)	14%	36%	23%	11%
毛利率(%)	18.2%	14.9%	14.9%	13.4%
ROE(%)	6.2%	7.8%	8.8%	8.9%
每股收益(元)	0.43	0.59	0.72	0.80

有色金属冶炼及压延加工业 2010-04-19

评级 **推荐（维持）**

目标价格

当前价格

11.89

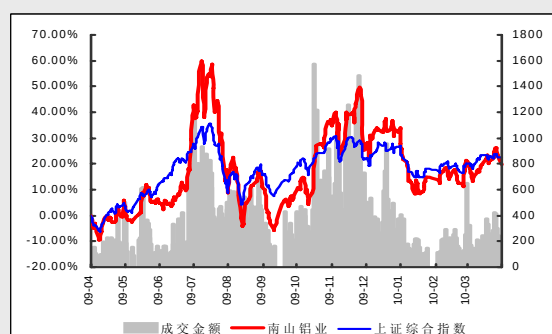
基础数据

总市值(百万)	19,627
总股本/流通股本(百万)	1,651/829
流通市值(百万)	9,853
每股净资产	7.02
净资产收益率	6.16

交易数据

52 周内股价区间	16.49/8.83
09 年市盈率	27.46
市净率	1.69

一年期走势图


行业研究员：张志鹏

证书编号 S0820209120024

电话 021-32229888-3502

E-mail zhangzhipeng@ajzq.com

相关报告：

 产业链完善的铝业上市公司—南山铝业调研报告
2009-11-25

- 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。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。
- 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 万吨工业型材项目今年将有 40% - 50% 达产。
- 公司最近完成非公开发行 2.8344 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，其中罐体料 7 万吨、罐盖料和拉环 3 万吨；铝箔 3 万吨左右。公司罐料产能今年将有进一步的释放，达到 9 万吨左右，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。
- 我们提高公司 2010 年、2011 年公司业绩预测，预计公司 2010 年、2011、2011 年每股收益分别达到 0.59、0.72、0.80 元，未来三年市盈率分别为 20.79、16.92、15.25，公司在整个有色板块中具有较为明显的估值优势，我们维持“推荐”评级。

图 1 公司产业链及各工序产能匹配

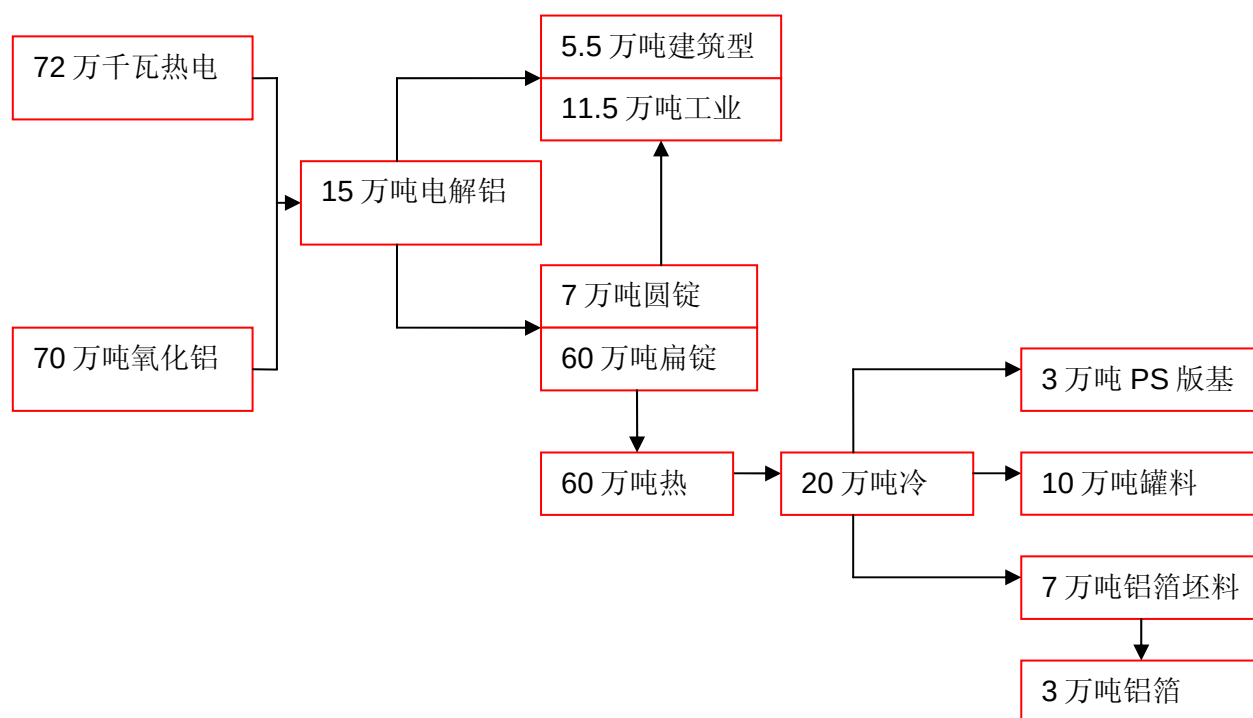


表 1 产量及价格预测

产量	2009	2010	2011	2012
电力(万度)	400000	400000	400000	400000.00
氧化铝(吨)	700000.00	800000.00	900000.00	900000.00
电解铝(吨)	150000.00	150000.00	150000.00	150000.00
建筑型材(吨)	70000.00	70000.00	70000.00	70000.00
工业型材(吨)	12000.00	70000.00	110000.00	110000.00
热轧卷(吨)	200000.00	300000.00	350000.00	500000.00
铝箔坯料(吨)	65000.00	70000.00	70000.00	70000.00
易拉罐体料(吨)	50000.00	60000.00	70000.00	70000.00
易拉罐盖料(吨)	20000.00	30000.00	30000.00	30000.00
PS 版基(吨)	5000.00	20000.00	25000.00	30000.00
铝箔(吨)	25000.00	30000.00	30000.00	30000.00
电解铝价格(元/吨)	13000.00	15000.00	16000.00	17000.00
氧化铝价格(元/吨)	2500.00	2700.00	2880.00	3060.00

公司研究

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	4409	5327	8570	11385
现金	1949	2000	5000	7000
应收账款	174	338	313	489
其他应收款	21	39	47	59
预付账款	527	947	909	1126
存货	1509	1714	1903	2233
其他流动资产	229	289	398	478
非流动资产	10888	11429	11047	10541
长期投资	112	115	110	100
固定资产	9628	10294	10404	10230
无形资产	59	58	56	54
其他非流动资产	1088	963	478	158
资产总计	15297	16757	19617	21926
流动负债	2680	3224	4550	5229
短期借款	1239	1248	2138	2356
应付账款	748	1163	1508	1877
其他流动负债	693	813	904	996
非流动负债	110	0	63	57
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	110	0	63	57
负债合计	2789	3224	4613	5287
少数股东权益	911	1129	1409	1719
股本	1651	1651	1651	1651
资本公积	6780	6780	6780	6780
留存收益	3181	3987	5180	6504
归属母公司股东权益	11596	12403	13596	14920
负债和股东权益	15297	16757	19617	21926

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1032	1474	2497	2041
净利润	872	1189	1473	1634
折旧摊销	558	604	654	685
财务费用	54	44	39	18
投资损失	-4	-4	-5	-5
营运资金变动	-439	-330	277	-317
其他经营现金流	-9	-29	59	25
投资活动现金流	-1062	-1228	-347	-242
资本支出	1062	1200	300	200
长期投资	0	-26	-5	-10
其他投资现金流	0	-54	-52	-52
筹资活动现金流	182	-196	850	201
短期借款	488	9	890	218
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	332	0	0	0
资本公积增加	2272	0	0	0
其他筹资现金流	-2910	-204	-40	-17
现金净增加额	139	51	3000	2000

利润表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	7279	12142	15142	18770
营业成本	5954	10331	12893	16249
营业税金及附加	10	20	24	30
营业费用	184	243	273	319
管理费用	143	194	227	282
财务费用	54	44	39	18
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	4	4	5	5
营业利润	937	1315	1692	1877
营业外收入	17	12	12	12
营业外支出	2	5	11	11
利润总额	952	1322	1693	1878
所得税	80	132	220	244
净利润	872	1189	1473	1634
少数股东损益	157	218	280	310
归属母公司净利润	715	971	1193	1324
EBITDA	1549	1962	2385	2581
EPS (元)	0.43	0.59	0.72	0.80

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	0.7%	66.8%	24.7%	24.0%
营业利润	11.4%	40.2%	28.7%	11.0%
归属于母公司净利润	13.7%	35.8%	22.9%	11.0%
获利能力				
毛利率(%)	18.2%	14.9%	14.9%	13.4%
净利率(%)	9.8%	8.0%	7.9%	7.1%
ROE(%)	6.2%	7.8%	8.8%	8.9%
ROIC(%)	7.7%	9.7%	12.6%	14.0%
偿债能力				
资产负债率(%)	18.2%	19.2%	23.5%	24.1%
净负债比率(%)	44.41%	38.70%	46.35%	44.57%
流动比率	1.65	1.65	1.88	2.18
速动比率	1.08	1.11	1.46	1.74
营运能力				
总资产周转率	0.50	0.76	0.83	0.90
应收账款周转率	40	43	42	42
应付账款周转率	9.42	10.81	9.65	9.60
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.43	0.59	0.72	0.80
每股经营现金流(最新摊薄)	0.63	0.89	1.51	1.24
每股净资产(最新摊薄)	7.02	7.51	8.24	9.04
估值比率				
P/E	28.24	20.79	16.92	15.25
P/B	1.74	1.63	1.48	1.35
EV/EBITDA	13	10	9	8

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。