

评级：强烈推荐

2010 年 5 月 24 日

调研简报

——南山铝业（600219）

投资要点：

公司上游目前产能为：120 万吨产能氧化铝（二期氧化铝建成后）、电解铝 15.6 万吨、火电 73 万千瓦、碳素 18 万吨。

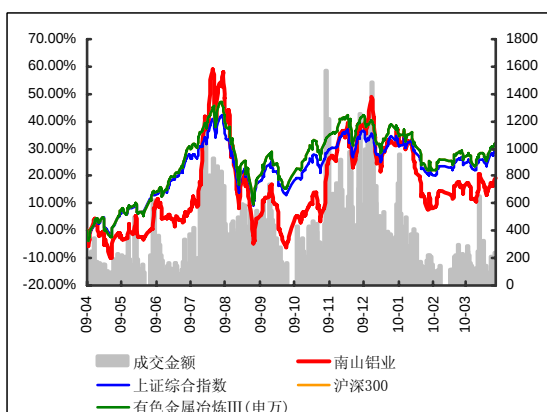
下游产能为：工业型材 11 万吨（产品涉及航天、船舶、轨道交通、汽车、电力、机械电子等）、建筑型材 5.5 万吨（建设部门窗、幕墙定点生产基地）、熔铸 67 万吨、热轧 60 万吨（各种铝合金板材、卷材）、冷轧 20 万吨（优质铝板、带、箔材）、箔轧 5 万（利乐箔、烟箔、家用箔及药品箔）吨。

铝深加工企业实行按需定产，2010 年预计产量为：熔铸 49 万吨，热轧 28 万吨，冷轧 18 万吨，铝箔 3.16 万吨；工业型材 5 万吨、建筑型材 5.5 万吨。其中铝箔出口占比 50%，建材出口占比 10%，待轨道交通项目投产后，熔铸产能将达产。轨道交通项目建成后，其余产量将在明后年陆续增加。

公司铝土矿年需求在 300 多万吨，铝土矿 2010 年采购价格为 350 元，全部从印尼、印度和澳大利亚进口，氧化铝厂位于渤海东岸龙口港东海园区，运输优势比较明显。

公司参股海湾铝业有限公司 20%，海湾铝业为澳大利亚铝土矿企业，资源储量在 7000 万-1 亿吨，现在处于建设期，2011 年可以投产，届时将为公司提供铝土矿资源。

投资分析 未来热轧、冷轧及铝深加工产品中的高附加值铝箔坯料、罐料和铝箔等产量的增加和结构优化将提升公司毛利水平。今年一季度业绩只有 0.07 元，由于 1 季度为公司传统淡季，业绩会明显低于其他季度。考虑公司 09 增发股后股份稀释作用及氧化铝价格的下跌，预期 2010 年每股收益在 0.6 元，目标价格下调为 12-15 元，目前公司股票价格在 9 元附近，估值比较便宜，维持“强烈推荐”评级。



市场数据： 2010 年 5 月 21 日

行业分类： 有色金属

上证指数： 2583

沪深 300： 2768

有色板块： 5095

南山铝业： 8.97

研究员：高天成

电话：(0351) 4131415

E mail: gaotc@dtsec.com.cn

地址：山西·太原·青年路8号

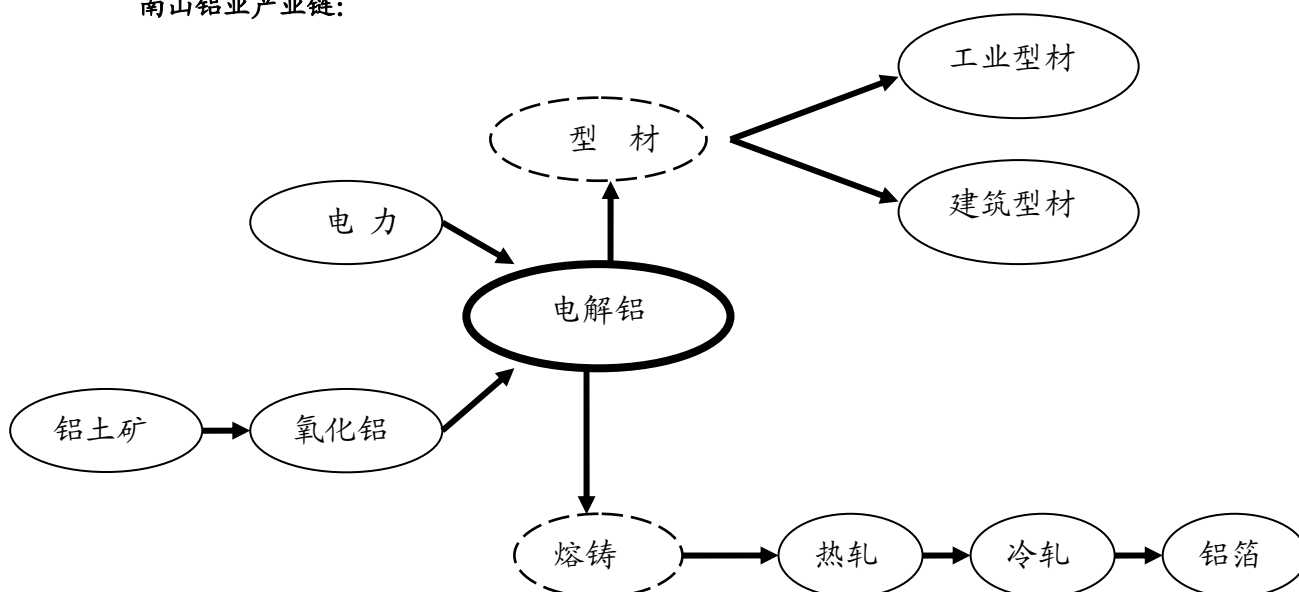
邮编：030001

网址：http://www.dtsbc.com.cn

一、公司生产经营平稳

公司创建于1993年，1999年成功在上海证券交易所上市，目前公司旗下拥有电力、氧化铝、电解铝、铝型材、轻合金等多家子公司和分公司。形成了一条“电—氧化铝—电解铝—深加工”极具竞争力的产业链。

南山铝业产业链：



公司上游目前产能为：120万吨产能氧化铝（二期氧化铝建成后，东海氧化铝厂）、电解铝15.6万吨（南山工业园区电解铝厂）、火电73万千瓦（东海和南山工业园区各一个热电厂）、碳素18万吨。

下游产能为：工业型材11万吨（产品涉及航天、船舶、轨道交通、汽车、电力、机械电子等）、建筑型材5.5万吨（建设部铝门窗、幕墙定点生产基地）、熔铸67万吨、热轧60万吨（各种铝合金板材、卷材）、冷轧20万吨（优质铝板、带、箔材）、箔轧5万（利乐箔、烟箔、家用箔及药品箔）吨。

铝深加工企业实行按需定产，2010年预计产量为：熔铸49万吨，热轧28万吨，冷轧18万吨，铝箔3.16万吨；工业型材5万吨、建筑型材5.5万吨。其中铝箔出口占比50%，建材出口占比10%（澳大利亚和美国公司负责海外销售业务），待轨道交通项目投产后，熔铸产能将达产。轨道交通项目建成后，其余产量将在明后年陆续增加。

公司铝土矿年需求在300多万吨（1吨氧化铝需要2.7吨铝土矿），铝土矿2010年采购价格为350元，全部从印尼、印度和澳大利亚进口，氧化铝厂位于渤海东岸龙口港东海园区，运输

优势比较明显。

公司参股海湾铝业有限公司 20%，海湾铝业为澳大利亚铝土矿企业，资源储量在 7000 万-1 亿吨，现在处于建设期，2011 年可以投产，届时将为公司提供铝土矿资源。

近日，公司被认定为高新技术企业，认定期 3 年（从 2009-2011 年），认定期内公司将按所得税按 15% 缴纳。

二、22 万吨轨道交通项目是未来业绩亮点

公司于 2010 年 3 月完成股票增发，非公开发行 2.83 亿股，募集资金净额 24.6 亿元。用于年产 22 万吨轨道交通新型合金材料生产线项目，采用国外进口的大型先进挤压设备，采用新型合金材料挤压工艺技术生产铁路客货车体、地铁车厢等。项目需要投资额 32.2 亿元，其余资金自筹，项目达产后年销售 22 万吨/年，年可实现销售收入为 51.59 亿元。

拟建于龙口市南山工业园预留场地上，项目用地通过租赁南山集团土地解决，公司已与南山集团签订了《土地使用权租赁合同》，租赁费为每年每平方米 2 元，共计 113,606 元/年，租赁期限 20 年。

图表 1. 发行对象的申购报价及获得配售的情况如下:

序号	发行对象名称	申购价格 (元/股)	发行价格 (元/股)	申购股数 (万股)	配售股数 (万股)
1	海通证券股份有限公司	9.20	8.82	3,000	3,000
2	博时基金管理有限公司	9.00	8.82	5,000	5,000
3	中信证券股份有限公司	9.00	8.82	6,000	6,000
4	国泰基金管理有限公司	8.98	8.82	2,950	2,950
5	中国人保资产管理股份有限公司	8.91	8.82	3,700	3,700
6	西南证券股份有限公司	8.90	8.82	3,500	3,500
7	平安资产管理有限责任公司	8.83	8.82	3,000	3,000
8	泰康资产管理有限责任公司	8.82	8.82	3,730	1,194
	合计				28,344

资料来源：公司公告

三、可转债转股后市场压力大

2009 年内，共计有 279,476 万元的“南山转债”转成股票 331,918,631 股，占可转债总额的 99.8%，占公司总股本的 20%，导致公司负债（应付债券）减少，净资产（实收资本和资本公积）增加，但基本每股收益由于 3.3 亿新增股本被稀释，由每股 0.5 元稀释后变为 0.44 元。

2009 年 9 月 24 号前，这部分债券转股的价格在 8.42 元，这些转股在价格上有成本优势，

在市场出现大幅波动的时候，会对市场产生一些压力。

四、取消电价优惠和实行差别电价对公司的影响

5月5日国务院召开全国节能减排工作会议，并下发的《关于进一步加大工作力度确保实现“十一五”节能减排目标的通知》：2010年淘汰33万吨电解铝产能。

5月12日，国家发改委、电监会、能源局三部委又联合下发了《关于清理对高耗能企业优惠电价等问题的通知》，限期取消现行对电解铝等高耗能企业用电价格的优惠。

《通知》中要求，继续对电解铝冶炼等8个行业实行差别电价政策，自今年6月1日起，将限制类企业执行的电价加价标准由现行0.05元/千瓦时提高至0.1元/千瓦时；淘汰类企业执行的电价加价标准由现行0.2元/千瓦时提高至0.3元/千瓦时。

在上市铝业公司中几乎没有限制类和淘汰类的企业，因此不受电价加价标准上调的影响，但取消电价优惠将会对上市铝业公司产生一定程度的影响，有些公司甚至可能赚不到钱，有自备电厂的“铝电一体化”上市公司可以规避电价上调带来的成本压力。

由于电解铝成本中电力成本占30%到40%，电力价格的变化对电解铝企业比较敏感。南山铝业有75万千瓦的装机容量，可以100%实现电力自给，所以本次政策对公司来说是正面影响。

五、投资分析

未来热轧、冷轧及铝深加工产品中的高附加值铝箔坯料、罐料和铝箔等产量的增加和结构优化将提升公司毛利水平。今年一季度业绩只有0.07元，由于1季度为公司传统淡季，业绩会明显低于其他季度。考虑公司09增发股后股份稀释作用及氧化铝价格的下跌，预期2010年每股收益在0.6元，目标价格下调为12-15元，目前公司股票价格在9元附近，估值比较便宜，维持“强烈推荐”评级。

大同证券投资评级的类别、级别定义：

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数20%以上
	谨慎推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数10%~20%
	中性	预计未来6~12个月内，股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来6~12个月内，股价表现弱于市场基准指数10%以上
	“+”表示市场表现好于基准，“-”表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来6~12个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来6~12个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来6~12个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

注1：公司所处行业以交易所公告信息为准

注2：行业指数以交易所发布的行业指数为主

注3：+ - 号代表股票评级的微调

注4：基准指数为沪深300指数

免责声明：

- 1、此报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。
- 2、此报告仅做参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。
- 3、本报告仅反映研究员的不同设想、见解及分析方法，并不代表大同证券经纪有限责任公司。
- 4、大同证券可发出其他与本报告所载内容不一致及有不同结论的报告。

版权声明：

本报告版权为大同证券经纪有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用需注明出处为大同证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。