

南山铝业(600219) 产量增长、加工产品结构优化

研究员：刘敏达
执业证书编号：S0570510120047
电话：025-83290904
E-mail：liuminda@mail.htsc.com.cn
地址：南京市中山东路 90 号

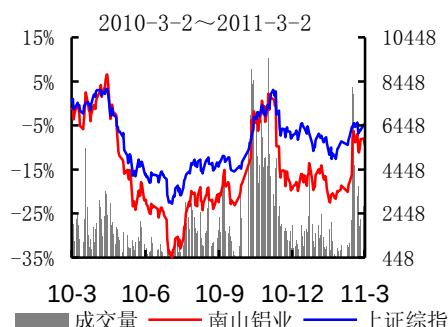
投资评级：买入(调高)

有色金属冶炼 II

当前价格(元)：10.20

目标价格(元)：18.29

股价走势图



相关研究

- 1 《南山铝业(600219):业绩符合预期, 关注新项目进展》2010.10
- 2 《南山铝业(600219):深加工项目逐步释放业绩》2010.8

投资要点:

- 我们近期调研了南山铝业,我们认为公司将从传统的电解铝冶炼企业逐步转变成深加工占据绝对优势的铝加工企业。未来公司业绩成长的看点有: 1、上游氧化铝产能会有大幅增长; 2、公司的铝加工产能正在进入产能释放期, 未来各个铝加工环节的产能将逐步达产; 3、随着铝加工工艺的逐步成熟, 公司铝加工的产品结构也在逐步优化, 易拉罐料、轨道交通铝型材将成为公司铝加工的拳头产品。
- 2011 年氧化铝产量将会有 80% 的增长: 公司 2010 年氧化铝产量约为 80 多万吨, 2011 年的产量将提高至 146 万吨, 产量增长超过 80%, 并且未来有进一步增长的空间。
- 公司铝加工产能逐步释放: 2010 年公司热轧、冷轧、挤压型材产品产量分别为 28、18、11 万吨, 2011 年的产量将达到 35、21、15 万吨, 分别增加 7、3、4 万吨。
- 公司铝加工的结构将进一步优化: 公司 2011 年的冷轧产品结构将有大幅度的变化, 其中易拉罐料将增加至 16 万吨, 这超出了我们的预期, 未来冷轧产品的盈利能力将大幅增加。公司的工业型材产量将从 2010 年的 3 万吨提升至 6-7 万吨, 其中轨道交通铝型材产量将超过 2 万吨, 其余的工业型材主要为集装箱铝材、机械用铝材、散热器以及军工产品。
- 盈利预测: 我们预测南山铝业 2010-2012 年的营业收入为 91.57、134.37、160.57 亿元, 每股收益为 0.36、0.62、0.74 元。目前股价对应于 2010-2012 年 28.05、16.43、13.87 倍 PE。
- 投资建议: 我们按照铝冶炼 25 倍 PE, 铝加工 35 倍 PE 的估值, 南山铝业的合理估值将对应于 2011 年 29.5 倍 PE, 公司的目标价格为 18.29 元。基于对公司良好的业绩成长、巨大的估值优势的判断, 我们提升公司的投资评级至“买入”。

一、公司的投资点在于产量增长与结构优化

我们近期调研了南山铝业，我们认为公司将从传统的电解铝冶炼企业逐步转变成深加工占据绝对优势的铝加工企业。未来公司业绩成长的看点有：1、上游氧化铝产能会有大幅增长；2、公司的铝加工产能正在进入产能释放期，未来各个铝加工环节的产能将逐步达产；3、随着铝加工工艺的逐步成熟，公司铝加工的产品结构也在逐步优化，易拉罐料、轨道交通铝型材将成为公司铝加工的拳头产品。

二、2011 年氧化铝产量将会有 80% 的增长

公司 2010 年氧化铝产量约为 80 多万吨，2011 年的产量将提高至 146 万吨，产量增长超过 80%，并且未来有进一步增长的空间。

公司的铝土矿来自于两部分：1、印尼矿，每年约 200 万吨，其价格锁定，不会随铝价变化。2、其余的铝土矿购买自力拓，价格盯住铝价。我们按照 2.5 吨的单耗计算，2011 年公司的铝土矿需求量为 365 万吨。按照目前的市场价格推算，2011 年公司的铝土矿成本应该在 380-390 之间。我们按照 385 的铝土矿成本价算，公司的氧化铝成本约为 1900 元/吨，如果按照 2800 元/吨的氧化铝销售价格，公司氧化铝环节的毛利将达到 7.2 亿元。

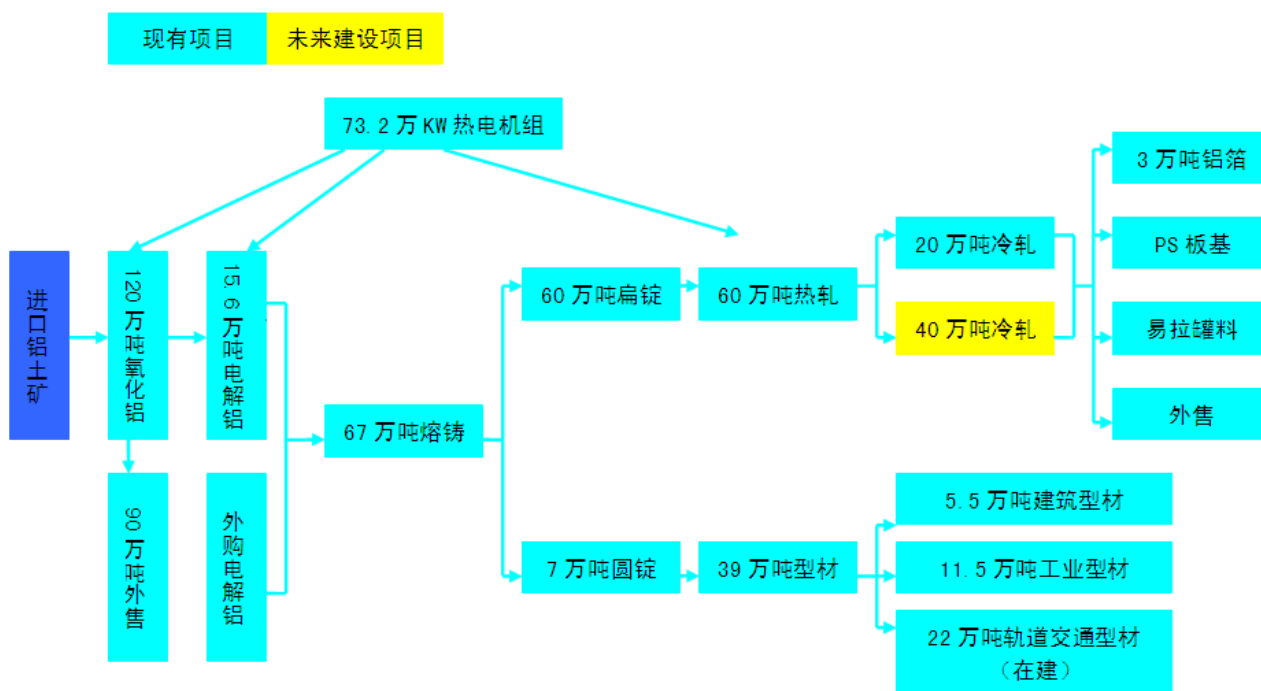
三、公司铝加工产能逐步释放

2010 年公司热轧、冷轧、挤压型材产品产量分别为 28、18、11 万吨，2011 年的产量将达到 35、21、15 万吨，分别增加 7、3、4 万吨。

公司经过前几年在铝加工环节的巨额投入，目前各部分产能都有了大幅提高，公司熔铸、热轧、冷轧、挤压型材等环节的产能达到了 67、60、20、17 万吨。公司未来还将继续建设 40 万吨冷轧、22 万吨轨道交通型材生产线。

我们认为：南山铝业前几年在铝加工环节的投入已经取得了初步成效，目前公司在冷轧铝板带、轨道交通铝型材、军工铝材等领域已经达到了国内的一流水准，工艺的成熟为产能逐步释放奠定了坚实的基础。

图 1：南山铝业产业链结构



资料来源：华泰证券研究所

四、公司铝加工的结构将进一步优化

公司 2011 年的冷轧产品结构将有大幅度的变化，其中易拉罐料将增加至 16 万吨，这超出了我们的预期，未来冷轧产品的盈利能力将大幅增加。公司的工业型材产量将从 2010 年的 3 万吨提升至 6-7 万吨，其中轨道交通铝型材产量将超过 2 万吨，其余的工业型材主要为集装箱铝材、机械用铝材、散热器以及军工产品。

由于公司易拉罐料的工艺逐步成熟，下游客户的接受程度很高，2011 年公司易拉罐料产量将会增长到 16 万吨（12 万吨罐体料、4 万吨罐盖料），占冷轧产品的 80%。按照公司的预测，2011 年国内易拉罐料总需求量为 40 万吨，公司的市场占有率将提升至 40%，行业地位进一步提升。目前公司罐体料单位毛利为 2800-3000 元，罐盖料单位毛利为 5200-5500 元，远高于铝箔坯料的单位盈利能力，因此未来公司冷轧产品的盈利能力将大幅增加。

2010 年公司工业型材产量为 3 万吨（轨道交通型材为 1 万吨），2011 年将提升至 6-7 万吨（轨道交通型材超过 2 万吨），而民用建筑型材的产量将会压缩至 8 万吨。据铁道部规划，到 2012 年，国内铁路营业里程将达 11 万公里以上，其中以高铁为主的客运专线和城

际铁路将达到 1.3 万公里。预计 2011 年国内铁路对铝型材的需求量将达到 37 万吨,较 2010 年增长 20%以上。国内目前具备轨道交通型材生产能力的企业较少,主要集中在东北、山东等距离中国南车、中国北车生产基地较近的区域,包括:中国忠旺、吉林麦达斯铝业、吉林利源铝业、山东丛林铝业、山东南山铝业等。公司已经与中国南车、中国北车签署框架性供货协议,未来产能将随着需求的增长而逐步释放。

五、盈利预测与投资建议

我们预测南山铝业 2010-2012 年的营业收入为 91.57、134.37、160.57 亿元,每股收益为 0.36、0.62、0.74 元。目前股价对应于 2010-2012 年 28.05、16.43、13.87 倍 PE。

对比国内 A 股铝行业上市公司估值情况,我们发现铝冶炼企业 2011 年的估值水平低于铝加工行业。不考虑中国铝业,铝冶炼企业 2011 年的 PE 在 25-30 倍之间,平均 PB 为 3.89 倍。其中焦作万方的估值水平最低(因为是纯冶炼企业),2011 年的 PE 为 25.01 倍。铝加工企业 2011 年的 PE 在 34-38 倍之间,平均估值水平为 36.55 倍, PB 为 7.08 倍,估值水平大大高于铝冶炼企业。

南山铝业 2011 年的 PE 仅为 16.45 倍, PB 仅为 1.37 倍,相对于同行业的公司价值严重低估!我们测算了南山铝业 2010-2012 加工部分的利润占比为 49.48%、45.02%、48.53%,铝加工对南山铝业的业绩贡献在 45-50%之间,而未来随着铝加工产能的进一步释放,铝加工的利润贡献将毫无疑问的超过 50%。我们按照铝冶炼 25 倍 PE,铝加工 35 倍 PE 的估值,南山铝业的合理估值将对应于 2011 年 29.5 倍 PE,公司的目标价格为 18.29 元。基于对公司良好的业绩成长、巨大的估值优势的判断,我们提升公司的投资评级至“买入”。

表 1: A 股铝行业上市公司估值比较

公司名称	股价		EPS		P/E			每股净资产	PB
	2011/3/3	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E		
云铝股份	12.03	0.05	0.41	0.63	237.28	29.34	19.10	3.34	3.60
中孚实业	11.25	0.25	0.38	0.43	45.29	29.53	26.16	2.36	4.77
焦作万方	20.26	0.24	0.85	0.93	84.42	25.01	21.78	4.68	4.33
中国铝业	10.73	0.09	0.21	0.27	118.96	51.10	39.74	3.78	2.84
铝冶炼平均					121.49	33.74	26.70		3.89
东阳光铝	18.38	0.34	0.48	0.59	54.27	38.12	31.26	2.56	7.18
常铝股份	21.58	0.28	0.59	0.89	76.91	36.58	24.33	3.79	5.69
新疆众和	27.06	0.59	0.76	0.96	45.86	35.61	28.19	5.89	4.60
亚太科技	33.91	0.79	0.97	1.21	42.92	34.96	28.02	4.14	8.19
利源铝业	49.00	0.93	1.31	1.77	52.50	37.51	27.71	5.04	9.72

铝加工平均					54.49	36.55	27.90		7.08
南山铝业	10.20	0.36	0.62	0.74	28.33	16.45	13.78	7.43	1.37

资料来源：华泰证券研究所

六、风险提示

我们盈利预测中 2010-2012 年对铝价的假设条件为 15700、16700、17200，铝价的波动将影响公司的业绩。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	4409	7327	9093	10179
现金	1949	3500	3500	3500
应收账款	174	292	426	510
其它应收款	21	29	43	51
预付账款	527	1088	1582	1891
存货	1509	2125	3113	3713
其他	229	293	430	514
非流动资产	10888	11839	12536	13173
长期投资	112	112	109	110
固定资产	9628	10389	10961	11514
无形资产	59	59	59	59
其他	1088	1278	1407	1490
资产总计	15297	19166	21630	23352
流动负债	2680	3232	4225	4208
短期借款	1239	1749	2261	1944
应付账款	748	777	1130	1351
其他	693	706	835	913
非流动负债	110	227	389	542
长期借款	0	150	300	450
其他	110	77	89	92
负债合计	2789	3460	4614	4749
少数股东权益	911	1088	1390	1748
股本	1651	1934	1934	1934
资本公积	6780	8965	8965	8965
留存收益	3181	3719	4727	5956
归属母公司股东权益	11596	14618	15625	16854
负债和股东权益	15297	19166	21630	23352

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	108	905	1754
净利润	872	880	1503	1781
折旧摊销	558	548	615	679
财务费用	54	33	58	77
投资损失	-4	-20	0	0
营运资金变动	-439	-1383	-1299	-813
其它	-9	50	29	31
投资活动现金流	-1062	-1485	-1316	-1316
资本支出	1062	1515	1315	1315
长期投资	0	-11	0	0
其他	0	19	-1	-1
筹资活动现金流	182	2928	411	-438
短期借款	488	510	512	-318
长期借款	0	150	150	150
普通股增加	332	283	0	0
资本公积增加	2272	2185	0	0
其他	-2910	-201	-252	-270
现金净增加额	139	1551	0	-0

利润表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	7279	9157	13437	16057
营业成本	5954	7775	11297	13510
营业税金及附加	10	11	16	19
营业费用	184	160	195	233
管理费用	143	192	228	273
财务费用	54	33	58	77
资产减值损失	1	50	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	4	20	0	0
营业利润	937	956	1642	1946
营业外收入	17	10	0	0
营业外支出	2	4	0	0
利润总额	952	962	1642	1946
所得税	80	82	140	165
净利润	872	880	1503	1781
少数股东损益	157	177	302	358
归属母公司净利润	715	703	1201	1422
EBITDA	1549	1537	2315	2701
EPS (元)	0.43	0.36	0.62	0.74

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	0.7%	25.8%	46.7%	19.5%
营业利润	11.4%	2.0%	71.8%	18.5%
归属于母公司净利润	13.7%	-1.6%	70.7%	18.5%
获利能力				
毛利率	18.2%	15.1%	15.9%	15.9%
净利率	9.8%	7.7%	8.9%	8.9%
ROE	6.2%	4.8%	7.7%	8.4%
ROIC	8.5%	7.1%	10.6%	11.6%
偿债能力				
资产负债率	18.2%	18.1%	21.3%	20.3%
净负债比率	44.41%	54.89%	55.51%	50.40%
流动比率	1.65	2.27	2.15	2.42
速动比率	1.08	1.59	1.40	1.52
营运能力				
总资产周转率	0.50	0.53	0.66	0.71
应收账款周转率	40	36	34	31
应付账款周转率	9.42	10.19	11.85	10.89
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.36	0.62	0.74
每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	0.06	0.47	0.91
每股净资产(最新摊薄)	6.00	7.56	8.08	8.71
估值比率				
P/E	24.20	28.82	16.88	14.25
P/B	1.49	1.39	1.30	1.20
EV/EBITDA	13	13	9	8

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

一报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

一投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上;

推荐：相对强于市场表现5%~20%;

观望：市场表现-5%~+5%之间波动;

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，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本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。