

有色金属行业

南山铝业 (600219)

公司调研报告

评级: 增持 (首次评级)

收盘价 (元) 元

目标价 (元) 元

市场数据

52 周最高/最低 (元)

市净率

总股本 (百万) 1930

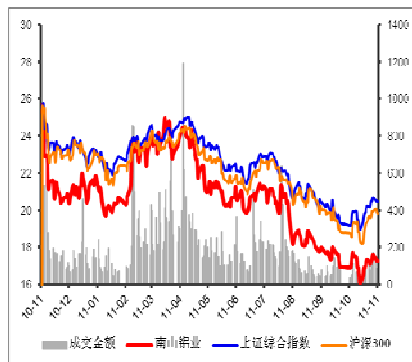
流通 A 股 (百万) 1930

流通 B 股/H 股 (百万) -/-

总市值 (百万元)

流通 A 股市值 (百万元)

相对股价表现



相关研究

有色金属行业研究小组

S0120511030001

联系人

蔡培培

8621-68761616-8521

caipp@tebon.com.cn

孔祥鹏

8621-68761616-8591

kongxp@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼

<http://www.tebon.com.cn>

稳步增长的全流程铝加工企业

短距离全流程铝加工企业: 公司具有热电-氧化铝-电解铝-熔铸-热轧-冷轧-箔轧的完整铝产业链, 是世界上短距离内 (45 平方公里) 铝产业链最完整的铝加工企业。电力产能为 73.2 万千瓦热电机组, 氧化铝产能为 160 万吨, 铝型材产能达到 17 万吨, 热轧产能为 60 万吨, 冷轧产能目前为 20 万吨, 但未来数年将迅速增加。

成本: 公司成本优势源于上游一体化的产业链、短距离布局产能和先进的生产设备。公司氧化铝生产成本不到 2000 元/吨 (不含税)。铝产业链各生产环节距离短且区域集中, 利于工艺衔接并降低运输费用。公司临近港口, 进一步降低了公司的运输费用。铝加工环节主要设备达到国际先进水平, 使得公司生产维持高成品率和高生产效率, 能源及原材料损耗较低。

深加工产品: 公司所产罐料和动车车体用材料附加值较高, 未来公司新投放产能也向其倾斜, 并可根据需求形势调整工业型材和建筑型材生产比例及铝板带箔的产品结构。

铝加工行业: 今年国内铝行业景气度高于预期, 库存出现大幅下滑。主要原因在于今年铝材生产增长快速, 从电解铝和铝材产量增速的对比和国内主要铝加工企业正在推进的产能建设来看, 我们认为铝材的供给或趋于宽松。

盈利预测、估值与投资建议: 我们预计南山铝业未来三年营业收入分别为 126, 154.9 和 191.7 亿元, 实现净利润分别为 9.68, 11.8, 14.6 亿元。对应每股收益分别为 0.5 元、0.6 元、0.75 元。我们看好公司在铝加工领域技术和经验的积累带来的长期竞争优势, 目前 PB (市净率) 仅 1 倍左右, 安全边际较高, 且未来三年公司营业收入和利润将稳定增长, 综合分析我们给予公司“增持”评级。

财务和估值数据摘要

单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	9174.14	12635.46	15491.07	19177.94
增长率 (%)	26.03%	37.73%	22.60%	23.80%
每股收益 (EPS)	0.404	0.501	0.611	0.756
销售毛利率	16.02%	15.40%	15.63%	15.82%
销售净利率	10.65%	9.59%	9.55%	9.54%
净资产收益率 (ROE)	5.32%	6.19%	7.02%	7.99%
市盈率 (P/E)	19.04	15.35	12.58	10.17
市净率 (P/B)	1.01	0.95	0.88	0.81

风险提示:

- 1、经济下滑带来的下游需求回落风险。
- 2、铝加工行业产能增加过快导致的毛利空间下滑风险。

目录

短距离全流程铝加工企业	3
公司产业链和生产方式	3
各生产环节产能分布	3
成本：电力氧化铝自给，运输便利	3
附加值：深加工是公司发展方向之所在	4
铝型材	4
铝板带箔	5
铝行业：铝材产量增速高于电解铝	5
盈利预测、估值与投资建议：	6
盈利测算	6
估值与投资建议	7
风险提示	7

短距离全流程铝加工企业

公司产业链和生产方式

南山铝业具有热电－氧化铝－电解铝－熔铸－热轧－冷轧－箔轧的完整铝产业链，是世界上短距离内（45 平方公里）铝产业链最完整的铝加工企业。

南山铝业产业链包括铝冶炼、挤压、压延等深加工环节，每个环节均由公司和下属子公司独立完成，每个环节的产品既可作为下游生产的原料也可单独销售。生产流程为：公司从国外采购铝土矿，进行破碎、整理再经焙烧等工艺冶炼得到氧化铝；氧化铝电解出铝金属（铝锭、铝棒、铝液）；铝棒通过挤压、压延生产出铝型材；铝锭、铝液通过熔铸加入锰、铁、铜等合金经过熔炼、铸造形成各种型号的合金锭；合金锭通过铣面、加热、粗轧、精轧轧制出热轧卷；热轧卷经过冷轧、矫直、涂层生产出铝板带产品（冷轧卷）；冷轧卷经过进一步的粗轧、中轧、精轧、退火制成各种型号的铝箔产品。

公司基本采用“以销定产”的方式组织生产，根据与下游客户签订的产品销售订单情况和公司下游生产环节的生产计划确定生产数量、规格等要素，由各分厂及子公司的生产部下单组织生产。

各生产环节产能分布

公司的产能分布大致是：

电力产能为 73.2 万千瓦热电机组，年发电量可达 50 亿度。

氧化铝产能为 160 万吨，今年前三季度产量为 120 万吨，预计全年产量 140-150 万吨。

电解铝 15.6 万吨，维持该产能。其余所需电解铝委托山东怡力电业加工。公司与山东怡力电业签订《委托加工协议》，约定公司提供氧化铝粉、电、炭块委托怡力电业加工成电解铝，电价按照双方协议价格核算，氧化铝粉、电解铝、炭块均按市场价格核算。今年上半年委托加工费为 20.3 亿元，预计全年加工费为 40 亿元。

铝挤压材方面，铝型材产能达到 17 万吨（其中建筑型材 5.5 万吨/年，工业型材 11.5 万吨）。

热轧产能为 60 万吨，今年前三季度产量为 29 万吨，预计全年为 35 万吨。

冷轧产能目前 20 万吨，但未来数年将迅速增加。

成本：电力氧化铝自给，运输便利

公司成本优势源于上游一体化的产业链、短距离布局产能和先进的生产

设备。

由于电力自给等因素，公司氧化铝生产成本不到 2000 元/吨（不含税），国内其他电解铝公司大都外购氧化铝，目前非中铝氧化铝市场价格 2825 元/吨（含税价），保守估计，公司吨氧化铝可实现毛利达 414 元/吨。

根据公司铝产业链的运行方式，自产电解铝以液体形式供应下游熔铸直接铸造铸锭，可大量节省电费，并减少了固体铝金属 1-1.5% 的烧损损耗。同时，公司铝产业链集中在 45 平方公里的区域内，产业链各生产环节距离短，利于各环节工艺衔接和降低各环节之间材料的运输费用。公司西临国家最大的地方港口龙口港，所需主要原材料铝土矿和煤炭主要依靠海运方式，进一步降低了公司的运输费用。

公司铝加工环节主要设备达到国际先进水平，使得公司生产维持高成品率和高生产效率，能源及原材料损耗较低。

附加值：深加工是公司发展方向之所在

铝型材

工业型材：

目前公司**工业型材**主要用于集装箱和轨道交通行业，公司进行了两次融资活动，均扩大了工业型材产能。08 年公司可转换债券融资投资于“年产 10 万吨新型合金材料生产线”项目，均为工业型材产能；10 年初公司非公开增发项目募集资金用于“年产 22 万吨轨道交通新型合金材料生产线”项目，今年公司决定将其中 4 万吨生产线项目实施主体由南山铝业变更为其全资子公司南山美国先进铝技术公司，我们认为主要目的在于引进技术，通过国外学习提高公司整体管理水平，分享美国需求增长，涉及领域仍是工业型材。

目前**工业型材产能**总计为 11.5 万吨，未来增长点在于年产 22 万吨轨道交通新型合金材料的达产，目前该项目产能不足 2 万吨，乐观估计情况下，到 2013 年初达产，公司也将根据市场需求适时调整产能结构，除轨道交通行业外，也可能将产能投向集装箱等其他各类工业型材。

今年前三季度工业型材产量为 1.9 万吨，**附加值**方面，工业型材**国内平均加工费**为 5500 元。公司所产动车车体用铝型材**毛利**约 5000 元/吨，集装箱 2000-3000 元/吨。

目前公司与中国南车、中国北车均有签单，主要竞争对手为辽宁忠旺、山东丛林和吉林迈达斯。

建筑型材：

建筑型材产能维持 5.5 万吨，但到三季度时产量已达 8 万吨，公司可根据下游需求的具体状况进行产量结构的调节，因为工业型材的产能能够生产建筑型材，而建筑型材的产能不具备生产工业型材的条件。

建筑型材附加值低于工业型材，平均吨毛利 2000-2500 元/吨，高端建材可达 4000-5000 元/吨。

铝板带箔

与热轧相比，目前公司冷轧产能不足，总计为 20 万吨，公司 40 万吨的冷轧项目正在建设中，预计明年即进行设备调试，年底可能开始投产，预计大部分产能投放于盈利能力最强技术优势最大的**罐料生产，其他为铝箔坯料**等产品。

今年前三季度冷轧产量为 16 万吨，全年预计 20 吨左右，基本满产。今年前三季度罐料产量达 8 万吨以上，全年预计达 10 万吨以上，其余冷轧产量为**铝箔坯料**，出售给下游铝箔加工企业如厦门夏顺等。

罐料加工技术难度相对较高，尤其是稳定性较难维持导致成品率不高，但公司罐料的次品率仅百万分之二十到五十，业内竞争力很强。目前易拉罐料的国内平均加工费水平为盖料加工费 11000 元/吨（含税价），体料加工费 6800 元/吨（含税价），公司盖料毛利约 5200 元/吨，体料毛利约 2800 元/吨。

公司近期发布投资公告，将建设年产 20 万吨超大规格高性能特种铝合金材料生产线项目。该项目建成后主要产品包括：中厚板 5 万吨，铝及铝合金合金薄板 5 万吨，铝及铝合金合金带材 10 万吨。中厚板包括航空航天用板、船用板、工具用板、容器罐体用板、轨道车辆用板等；薄板带产品包括航空航天用薄板、汽车用板、钎焊板、罐盖料、拉坯料等，并具备生产易拉罐罐体料和铝箔坯料能力。该项目也将大大提高铝板带箔的产能。

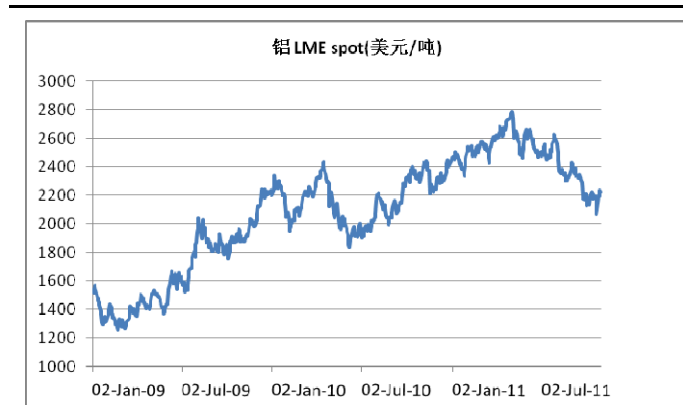
铝行业：铝材产量增速高于电解铝

今年国内铝行业景气度的表现高于市场预期，库存出现大幅下滑。主要原因在于今年铝材生产增长快速，截止至 8 月份国内累计产量达 1823 万吨，同比增长 31.4%，大幅高于电解铝产量同比增速。

虽然国内供需关系不弱，但受系统性风险影响，三季度电解铝价格依然出现大幅下跌，重新回归其成本线附近。未来国际经济复苏及欧洲债务问题依然困难重重，但考虑到铝的能源属性，我们认为其金融属性较弱，未来国际铝价下跌空间不大。

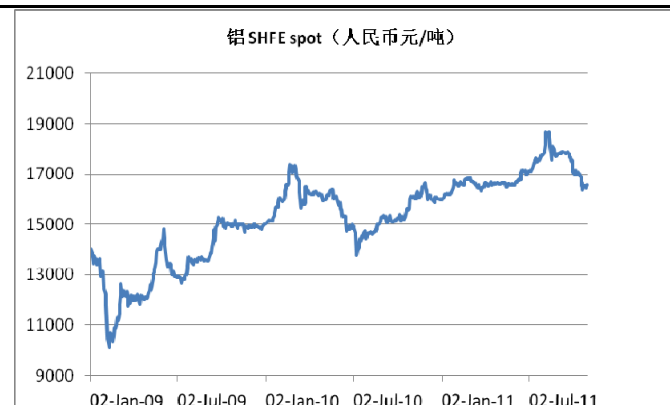
电解铝方面，中国西部电解铝未来投放产能较大，但今年释放产量较少，我们预计四季度供给压力不大。中长期电解铝则难以改变产能过剩的格局，其价格上涨的动力和持续性较弱。

图 1 LME 铝价走势



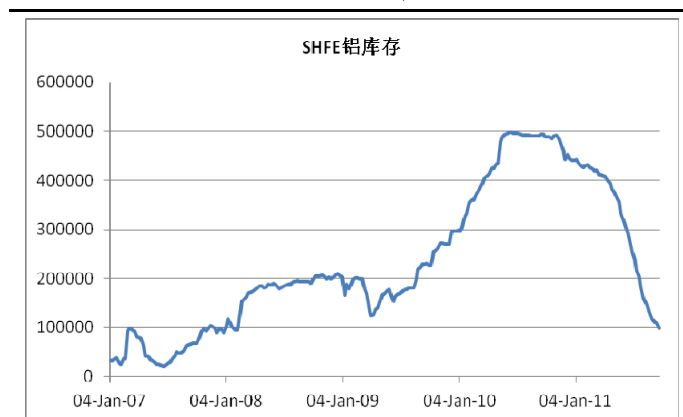
资料来源：亚洲金属网，德邦研究

图 2 SHFE 铝价走势



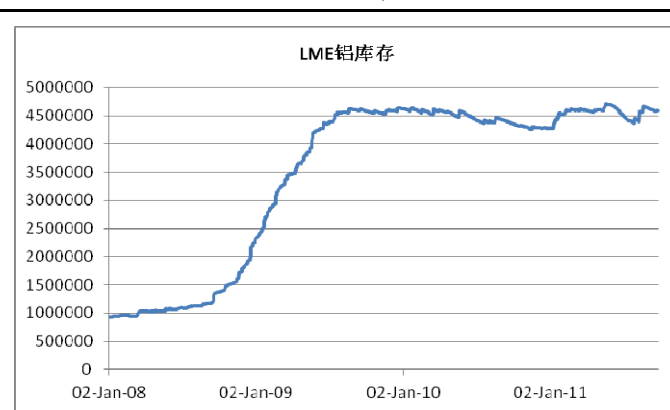
资料来源：亚洲金属网，德邦研究

图 3 SHFE 铝库存



资料来源：亚洲金属网；德邦研究

图 4 LME 铝库存



资料来源：亚洲金属网，德邦研究

从电解铝和铝材产量增速的对比和国内主要铝加工企业正在推进的产能建设来看，我们认为铝材的供给或趋于宽松。

盈利预测、估值与投资建议：

盈利测算

我们预计南山铝业未来三年营业收入分别为 126, 154.9 和 191.7 亿元，实现净利润分别为 9.68, 11.8, 14.6 亿元。对应每股收益分别为 0.5 元、0.6 元、0.75 元。

盈利预测表

利润表（百万元）	2011E	2012E	2013E
营业收入	12635.46	15491.07	19177.94
减：营业成本	10689.59	13069.81	16143.99
营业税金及附加	30.13	36.94	45.73
营业费用	264.38	324.13	401.28
管理费用	220.21	269.98	334.23

财务费用	20.64	65.69	115.80
资产减值损失	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00
营业利润	1410.49	1724.51	2136.90
加：其他非经营损益	15.48	15.48	15.48
利润总额	1425.97	1739.99	2152.38
减：所得税	213.89	261.00	322.86
净利润	1212.07	1478.99	1829.52
减：少数股东损益	243.41	297.01	367.41
归属母公司股东净利润	968.66	1181.98	1462.12

估值与投资建议

我们看好公司在铝加工领域技术和经验的积累带来的长期竞争优势，目前PB（市净率）仅1倍左右，安全边际十足，且未来三年公司营业收入和利润将稳定增长，综合考虑我们给予公司“增持”评级。

风险提示

- 1、经济下滑带来的下游需求回落风险。
- 2、铝加工行业产能增加过快导致的毛利空间下滑风险。

附录

预测财务报表

单位：百万元

利润表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	7279.11	9174.14	12635.46	15491.07	19177.94
减：营业成本	5953.86	7704.40	10689.59	13069.81	16143.99
营业税金及附加	9.60	21.88	30.13	36.94	45.73
营业费用	184.35	178.81	264.38	324.13	401.28
管理费用	142.88	192.70	220.21	269.98	334.23
财务费用	53.85	27.80	20.64	65.69	115.80
资产减值损失	1.02	24.92	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	3.93	16.07	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	937.48	1039.69	1410.49	1724.51	2136.90
加：其他非经营损益	14.90	15.48	15.48	15.48	15.48
利润总额	952.38	1055.17	1425.97	1739.99	2152.38
减：所得税	80.22	77.70	213.89	261.00	322.86
净利润	872.17	977.47	1212.07	1478.99	1829.52
减：少数股东损益	157.35	196.30	243.41	297.01	367.41
归属母公司股东净利润	714.82	781.17	968.66	1181.98	1462.12
资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	1689.83	3447.81	3951.62	6733.18	8543.83
应收和预付款项	950.30	1177.71	1585.23	1796.91	2384.84
存货	1509.14	2475.94	2705.03	3629.57	4195.00
其他流动资产	0.72	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	112.39	133.74	133.74	133.74	133.74
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	10648.94	11373.58	9979.23	8584.87	7190.52
无形资产和开发支出	59.37	58.15	52.08	46.02	39.95
其他非流动资产	6.19	41.84	20.92	0.00	0.00
资产总计	14976.88	18708.78	18427.86	20924.30	22487.89
短期借款	1238.81	1057.43	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1230.36	1729.08	1293.53	2310.98	2045.05
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.57	103.77	103.77	103.77	103.77
负债合计	2469.73	2890.28	1397.29	2414.75	2148.82
股本	1650.71	1934.15	1934.15	1934.15	1934.15
资本公积	6780.01	8974.07	8974.07	8974.07	8974.07
留存收益	3165.33	3780.41	4749.08	5931.05	7393.17
归属母公司股东权益	11596.06	14688.63	15657.30	16839.27	18301.39
少数股东权益	911.09	1129.86	1373.27	1670.28	2037.69

股东权益合计	12507.15	15818.50	17030.57	18509.55	20339.08
负债和股东权益合计	14976.88	18708.78	18427.86	20924.30	22487.89
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	1086.13	1026.42	1492.92	2648.20	1625.63
投资性现金净流量	-1062.37	-1361.07	13.15	13.15	13.15
筹资性现金净流量	182.47	2029.35	-1002.27	120.20	171.87
现金流量净额	193.31	1693.27	503.81	2781.56	1810.65

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。