

电力成本优势凸显, 募投项目顺利推进

——南山铝业(600219)公司点评

核心观点

国资委调研电力央企巨亏, 上调电价预期强烈。自从4月份国家上调上网电价以来, 煤价依然快速上涨, 秦皇岛山西优混5500大卡煤炭自4月以来价格涨幅超过10%, 火电企业面临巨大成本压力, 五大发电集团均出现亏损。据21世纪经济报报道, 国资委已经派出工作组就电力央企巨亏问题调研, 市场对于上调上网电价的预期非常强烈。若下个月CPI继续回落, 我们认为今年年底或明年年初上调上网电价的可能性较大。

电力成本优势凸显, 产品竞争力增强。若上调上网电价, 将对电解铝产业造成一定的冲击。电解铝产业为高耗能产业, 生产每吨电解铝所耗电量在13000-15000度左右, 因而上网电价每上调一分钱, 将会提高130-150元的电解铝生产成本, 对电解铝企业的经营带来较大影响。南山铝业目前拥有50亿度的发电能力, 不仅可以满足自产电解铝的用电需求, 还能满足公司电解铝委托加工企业的用电需求, 是国内少数电力完全自给的铝加工公司。尽管由于煤价快速上涨, 公司今年发电成本有所提高, 但仍低于0.40元/度, 电力成本优势明显。上调上网电价将进一步加大公司的成本优势, 提升公司产品的市场竞争力。

募投项目进展顺利, 公司业绩持续增长动力十足。今年公司募投项目进展顺利, 22万吨轨道交通用铝型材项目预计2012年底至2013年初达产, 明年将会有产量, 成为公司明年业绩增长的主要动力; 40万吨新增冷轧项目, 今年年底土建, 明年年底调试并生产, 预计2013年达产, 该项目将使公司冷轧产能达到60万吨, 与公司热轧产能相适应, 未来产能主要供给易拉罐料的生产, 从而提高公司优势产品易拉罐料的收入占比, 提升公司的盈利能力; 美国4万吨铝型材项目用地已经购入, 即将开始建设, 该项目将为公司建立从美国获取技术和人才的通道, 提升公司的软实力; 另外, 公司投资60个亿正式开始进行中厚板的研究。中厚板主要用于军用战机外板、航空航天、造船等领域, 技术难度较高, 国内目前还没有公司掌握该板材的生产技术。中厚板项目属于国家重点扶植项目, 未来公司可能获得更多的国家技术和政策支持。公司率先进入中厚板领域, 已走在国内铝加工公司的前列。

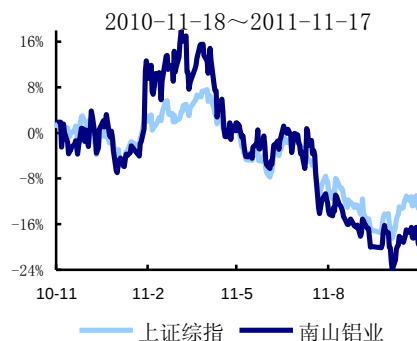
盈利预测及投资评级。预计公司2011-2013年营收、净利润CAGR各为23.83%、26.66%, 对应EPS分别为0.61元、0.75元和0.97元, 动态PE分别为13倍、10倍和8倍; 维持短期_推荐, 长期_A评级。

风险提示。募投项目进展慢于预期; 上网电价上调晚于预期; 下游市场持续低迷。

财务数据与估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万)	9174	12864	15881	19727
同比增速(%)	26.03%	40.22%	23.45%	24.22%
归属母公司净利润(百万)	781	1174	1456	1884
同比增速(%)	6.84%	50.34%	23.97%	29.41%
EPS(元)	0.40	0.61	0.75	0.97
P/E	43.3	12.5	10.1	7.8

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	193415.45
流通A股(万股)	193415.45
52周内股价区间(元)	7.17-11.56
总市值(亿元)	146.42
总资产(亿元)	189.52
每股净资产(元)	7.59
目标价	6个月 12个月

相关报告

- 《国都证券-公司研究-公司点评-南山铝业(600219): 进军美国设厂, 一举多得》2011-05-11

研究员: 肖世俊

电话: 010- 84183131

Email: xiaoshijun@guodu.com

执业证书编号: S0940510120011

联系人: 袁放

电话: 010- 84183136

Email: yuanfang@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

附录：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	7301.41	8026.89	10875.75	13171.51	营业收入	9174.14	12863.97	15880.58	19726.85
现金	3647.76	3925.90	5137.54	6748.62	营业成本	7704.40	10749.08	13076.00	16002.34
应收账款	306.10	262.86	480.49	457.95	营业税金及附加	21.88	26.15	30.37	41.62
其它应收款	108.24	2.27	139.41	58.18	营业费用	178.81	288.26	292.33	323.68
预付账款	524.45	1037.29	928.54	1434.84	管理费用	192.70	224.19	276.77	343.80
存货	2475.94	2576.18	3754.82	4081.34	财务费用	27.80	-23.99	238.52	453.92
其他	238.91	222.39	434.95	390.58	资产减值损失	24.92	93.68	53.68	87.98
非流动资产	11650.34	15834.61	18927.85	22750.79	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	133.74	142.08	153.28	166.91	投资净收益	16.07	6.57	8.86	10.50
固定资产	10835.97	14899.28	17964.54	21719.41	营业利润	1039.69	1513.17	1921.77	2484.01
无形资产	58.15	85.91	107.68	134.45	营业外收入	17.36	17.89	17.34	17.53
其他	622.48	707.35	702.34	730.02	营业外支出	1.88	7.84	3.86	4.53
资产总计	18951.75	23861.50	29803.60	35922.30	利润总额	1055.17	1523.22	1935.25	2497.01
流动负债	3029.48	5430.17	9795.15	13873.59	所得税	77.70	53.72	113.49	139.46
短期借款	1057.43	2080.98	7035.90	9700.36	净利润	977.47	1469.50	1821.76	2357.55
应付账款	908.61	1294.57	1460.55	1902.48	少数股东损益	196.30	295.11	365.85	473.44
其他	1063.44	2054.63	1298.70	2270.75	归属母公司净利润	781.17	1174.40	1455.91	1884.11
非流动负债	103.77	365.25	388.00	410.94	EBITDA	1616.03	2348.29	3114.47	4138.30
长期借款	0.00	294.15	293.21	321.05	EPS (摊薄)	0.40	0.61	0.75	0.97
其他	103.77	71.10	94.80	89.89					
负债合计	3133.25	5795.42	10183.16	14284.53					
少数股东权益	1129.86	1424.97	1790.81	2264.26					
归属母公司股东权益	14688.63	16641.11	17829.63	19373.51					
负债和股东权益	18951.75	23861.50	29803.60	35922.30					
现金流量表					主要财务比率				
单位: 百万元					会计年度				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E	
经营活动现金流	975.08	3130.78	827.44	4779.82	成长能力				
净利润	977.47	1469.50	1821.76	2357.55	营业收入	26.03%	40.22%	23.45%	24.22%
折旧摊销	619.17	844.30	1018.09	1278.70	营业利润	10.90%	45.54%	27.00%	29.26%
财务费用	27.80	-23.99	238.52	453.92	归属于母公司净利润	6.84%	50.34%	23.97%	29.41%
投资损失	-16.07	-6.57	-8.86	-10.50	获利能力				
营运资金变动	-636.22	856.27	-2245.31	699.41	毛利率	16.02%	16.44%	17.66%	18.88%
其它	2.93	-8.73	3.25	0.74	净利率	10.65%	11.42%	11.47%	11.95%
投资活动现金流	-1383.53	-5013.28	-4105.72	-5091.88	ROE	6.18%	8.13%	9.28%	10.90%
资本支出	764.84	4199.88	3061.58	3814.96	ROIC	5.83%	7.57%	7.79%	9.12%
长期投资	-21.35	-8.33	-11.21	-13.63	偿债能力				
其他	-640.04	-821.73	-1055.35	-1290.55	资产负债率	16.53%	24.29%	34.17%	39.77%
筹资活动现金流	2080.09	1095.26	-376.66	-786.28	净负债比率	33.75%	42.25%	72.87%	71.01%
短期借款	-181.37	-41.84	88.35	-44.95	流动比率	2.41	1.48	1.11	0.95
长期借款	0.00	294.15	-0.94	27.84	速动比率	1.59	1.00	0.73	0.66
其他	2261.47	842.95	-464.06	-769.17	营运能力				
现金净增加额	1671.64	-787.24	-3654.93	-1098.34	总资产周转率	0.54	0.60	0.59	0.60
					应收账款周转率	38.18	45.22	42.73	42.04
					应付账款周转率	9.30	9.76	9.49	9.52
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.40	0.61	0.75	0.97
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.10	0.14	0.18	0.23
					每股净资产 (最新摊薄)	8.18	9.34	10.14	11.19
					估值比率				
					P/E	43.33	12.47	10.06	7.77
					P/B	2.30	0.88	0.82	0.76
					EV/EBITDA	20.11	6.24	6.04	4.93
					永续增长率	3.00%		WACC	10.04%
					终值	11171.20		Ke	10.60%
					企业价值	8945.71		Kd	6.56%
					非核心资产价值	4067.97		t	3.53%
					债务价值	2519.76		Rf	4.00%
					股权价值	9068.96		Rm	10.00%
					股本	1934.15		Rm-Rf	6.00%
					每股价值	4.69		Beta	1.10

资料来源：公司报表、国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	首席宏观研究员	xuweihong@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	邓集锋	IT	dengjifeng@guodu.com
赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
张婧	建筑建材	zhangjingy@guodu.com	王树宝	煤炭、钢铁	wangshubao@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com
张崑	房地产	zhangkun@guodu.com	吴昊	交通运输	wuhao@guodu.com
丰亮	汽车及零部件	fengliang@guodu.com	王方	基金、融资融券	wangfang@guodu.com
杨志刚	家电/旅游	yangzhigang@guodu.com	张咏梅	IT	zhangyongmei@guodu.com
向磊	机械	xianglei@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com