



何卫江

执业证书编号: S0730511050001

021-50588666-8036

hewj@ccnew.com

业绩相对稳健

——南山铝业(600219)点评报告

证券研究报告-公司点评

增持(首次)

发布日期: 2012年11月1日

报告关键要素:

尽管经济放缓,行业竞争加剧,但是公司制定进入高端铝加工,而非前端的氧化铝、电解铝或者中低端铝加工策略,为公司度过眼下困难阶段和未来可持续发展赢得了先机。

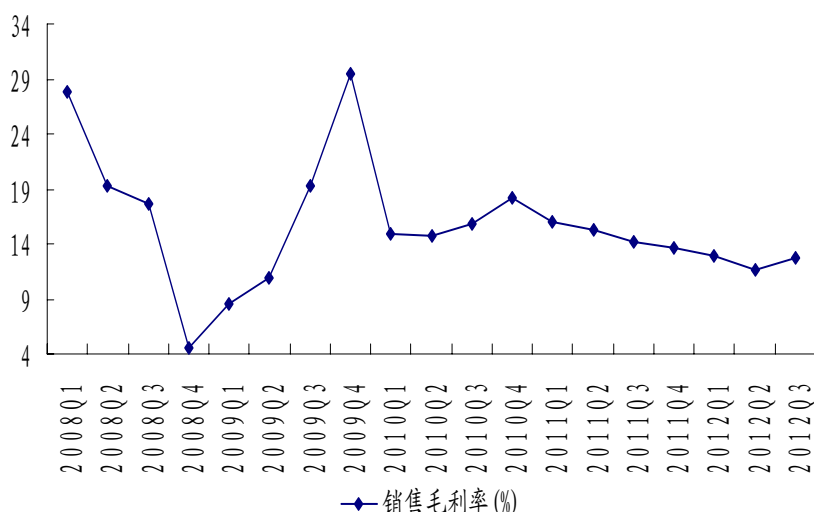
事件:

- 南山铝业(600219)公布三季报。

点评:

- 前三季度经营业绩同比下降。2012年前三季度主营业务收入111.78亿元,同比增长13.52%;营业成本97.91亿元,同比增长17.03%;营业利润7.65亿元,同比下降28.77%;归属上市公司股东净利润6.10亿元,同比下降21.89%。
- 行业景气度下滑导致业绩萎缩。行业景气度趋势下降,2010年四季度公司综合毛利率重回跌势。2012年第三季度公司综合毛利率为12.70%,较二季度提升1个百分点,但是仍然维持在较低的水平。2012年以来中国经济增速持续放缓,铝材行业需求同步放缓,同时铝材行业产能释放使得竞价加剧,铝加工费下滑。

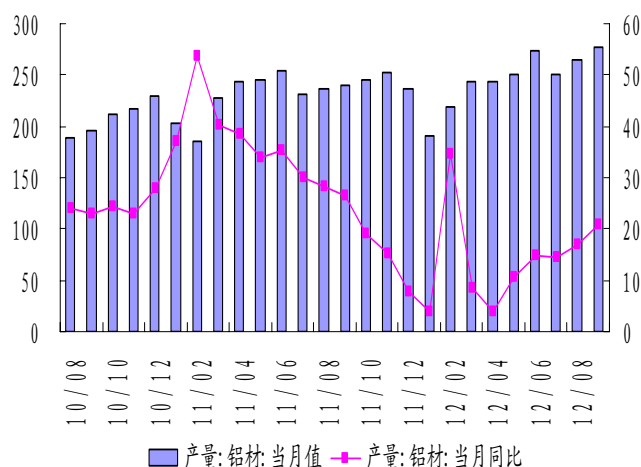
图1: 公司单季度销售毛利率水平



资料来源: 公司公告

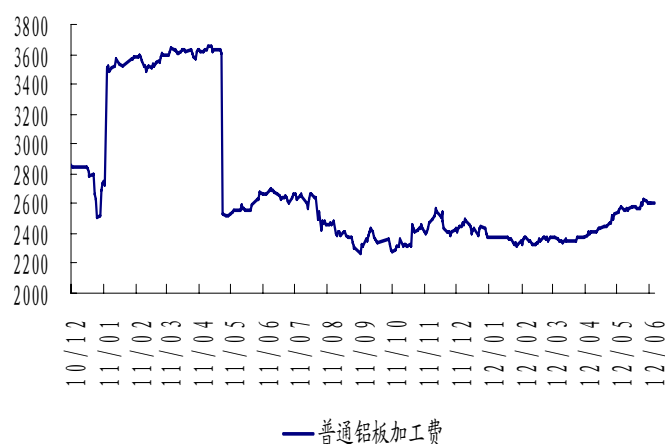
行业竞争加剧,铝加工费下滑。2008年以来铝加工行业产能快速扩张,铝材产量迭创新高。2012年9月份铝材产量277万吨,同比增长20.70%。与此同时,中国经济增速持续回落,导致下游行业需求低迷,铝加工行业竞争加剧,铝加工费下滑。尽管二季度加工费小幅反弹,但是三季度经济再度放缓,预计加工费高位回落。

图2: 铝材产量及其增速 单位: 万吨、%



资料来源: wind资讯

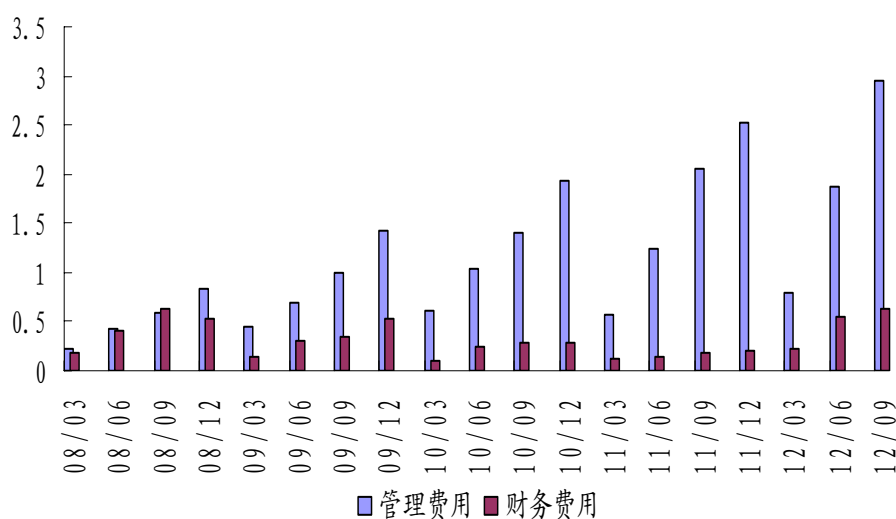
图3: 普通铝板加工费 单位: 元/吨



资料来源: wind资讯

公司产能扩张, 费用大幅上升。随着公司产能释放, 各项费用支出大幅增长。2012年前三季度管理费用为2.95亿元, 同比增长44.07%; 财务费用为6399.25万元, 同比增长268.17%。

图4: 公司费用水平 单位: 亿元



资料来源: 公司公告

表: 公司近几年主要产品产能产量 单位: 亿度、万吨

主要产品	2009		2010		2011	
	产能	产量	产能	产量	产能	产量
电力	50.14	43.45	50.14	40.18	50.14	35.56
氧化铝	80	72.24	110	92.04	140	155
电解铝	13.6	15.79	13.6	15.86	13.6	15.97
铝型材	17	9.4	17	11.11	17	13.92
热轧卷	20	22.44	30	29.44	60	38.02
冷轧卷	20	15.17	20	18.57	20	21.96
高精度铝箔	3	2.76	3	3.4	3	3.54
扁锭	67	34.51	67	51.71	67	66.40

资料来源: 公司公告

- **公司致力高端铝加工。**公司具备全产业链一体化优势，从近几年发展轨迹来看，公司致力高端铝加工产能扩张，放弃了产业链前端的氧化铝、电解铝和中低端铝加工产能扩张，摆脱了前端企业受困于能源压力，为公司可持续发展创造了有利条件。
- **给予公司“增持”评级。**受宏观经济放缓，公司产能释放受到不利影响，同时短期盈利能力回升难度较大，预测2012-2013年每股收益0.32元，2010年每股收益0.52元，对应动态市盈率分别为15倍和12倍，给予“增持”投资评级。
- **风险提示：**中国经济增速再度放缓，行业需求低迷，加工费下滑。

盈利预测

	2010	2011	2012E	2013E
营业收入（亿元）	91.74	133.28	149.78	194.71
增长比率（%）	26.03	45.28	12.38	30.00
净利润（亿元）	7.81	10.22	8.12	10.44
增长比率（%）	6.84	30.86	-20.54	28.57
每股收益（元）	0.40	0.53	0.42	0.54
市盈率（倍）	16.02	12.09	15.26	11.87

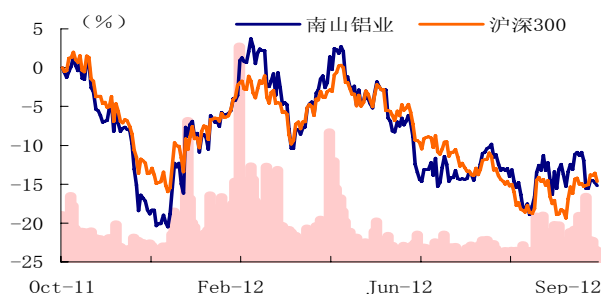
市场数据（2012年10月30日）

收盘价（元）	6.41
一年内最高/最低（元）	8.27/6.13
沪深300指数	2239.88
市净率（倍）	0.79
流通市值（亿元）	123.97

基础数据（2012年06月30日）

每股净资产（元）	8.11
每股经营现金流（元）	0.24
毛利率（%）	12.25
净资产收益率（%）	2.48
资产负债率（%）	22.00
总股本/流通股（万股）	193,415/193,415
B股/H股（万股）	/

个股相对沪深300指数走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司(以下简称公司)所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。