

公司动态跟踪报告

制造业

有色金属行业

G 南山 (600219)
推荐

(维持评级)

2006 年 8 月 24 日

定向增发，造就国内最完整的铝产业链

钢铁有色金属行业首席分析师：郑东

有色金属行业资深分析师：黄安乐

事项：

G 南山公告称，公司董事会审议通过了《关于公司向特定对象非公开发行股票方案的议案》。本次发行为向特定对象非公开发行股票，发行股票总数不超过 70,000 万股（含 70,000 万股）。特定的发行对象数量不超过十家，其中向控股股东南山集团公司发行的股份数量不低于本次发行数量的 71%，向南山集团公司以外的机构投资者发行的股份数量不超过发行数量的 29%。本报告的主要目的是分析定向增发完成之后公司的业绩变化趋势。

评论：

■ 此次定向增发内容概要以及交易标的简介：剥离非铝业务，注入集团铝业资产

此次定向增发，控股东南山集团公司以其持有的包括龙口东海氧化铝有限公司 75% 股权、南山集团公司 10 万吨电解铝及配套炭素、60 万千瓦热电机资产、东海铝箔有限公司 75% 股权在内的铝及配套资产价值约为 40 亿元（估计数），其中约 35 亿元（估计数）资产用以认购此次非公开发行股票总数的 71% 外，剩余部分由该公司以公司现有精纺呢绒资产（价值约 4.7 亿元）抵偿。

表 1：本次定向增发交易的资产标的

资产名称	生产能力	备注
东海氧化铝有限公司	60 万吨	氧化铝
南山集团公司 10 万吨电解铝及配套炭素、60 万千瓦热电机资产	10 万吨	电解铝
	7 万吨	炭素
东海铝箔有限公司	60 万千瓦	热电机组
	5 万吨	铝箔
G 南山精纺呢绒总厂	1080 万米	精纺呢绒面料

资料来源：公司资料

从此次定向增发交易的资产标的来看，所注入的集团资产均与铝业相关，而将要从股份公司剥离出去的是与铝业无关的精纺业务。因此，定向增发完成之后，G 南山将变成一家纯铝业公司，同时将拥有涵盖上游氧化铝和下游深加工的国内最为完整的铝产业链条。

■ 公司定向增发之后形成的完整铝产业链简介

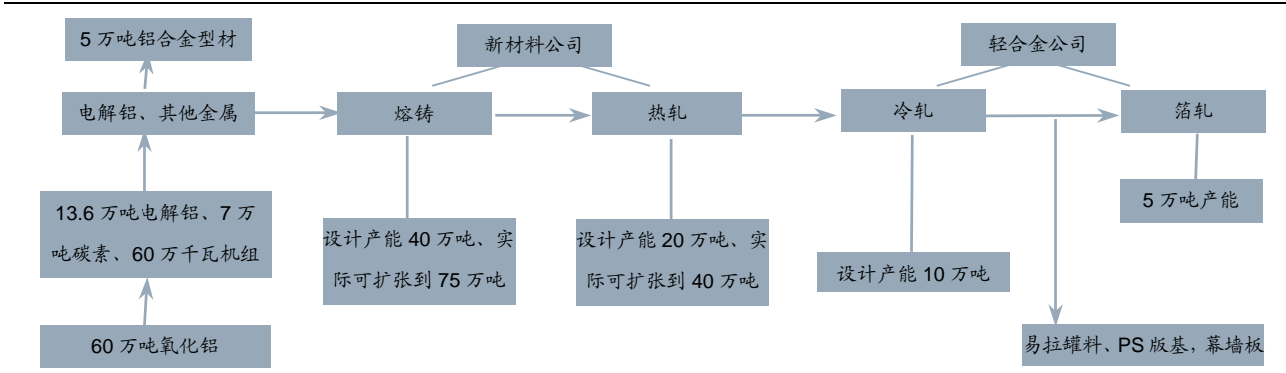
定向增发完成之后，G 南山将形成一条国内最为完整的铝产业链：上游，是一个产能为 60 万吨的氧化铝厂（东海

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

创造价值 成就你我

氧化铝有限公司), 实际产量估计可达 70~80 万吨。中游, 是 13.6 万吨的电解铝产能, 实际年产量估计可达 15 万吨, 包括发电机组和碳素。下游, 除了上市公司原先具备的 5 万吨铝合金型材产能之外, 在建的高精度新型铝合金材料项目中, 熔铸能力为 40 万吨, 实际可扩张到 75 万吨; 热轧部分的设计产能 20 万吨, 实际可扩张到 40 万吨; 冷轧设计产能 20 万吨, 冷轧产品主要形成三种外销产品, 即易拉罐料、PS 版基和幕墙板, 另有一部分冷轧产品提供给东海铝箔公司的箔轧生产线。目前熔铸、箔轧生产线已经投产, 产能为 5 万吨。热轧板和冷轧板生产线即将投产, 氧化铝生产线预计 06 年 12 月份投产。因此, 定向增发完成之后, 通过集团资产的注入和非铝业务的剥离, 公司将形成下图非常完整的铝产业链条:

图 1: 公司(集团)铝产业链各环节生产能力简图



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

■ 07~09 年氧化铝项目收益估算

虽然公司为一体化的铝业公司, 但各个产业链的收益情况仍可分开估算。上游氧化铝方面, 我们估计, 公司氧化铝项目的实际产能超过 70 万吨, 假设 07~09 年氧化铝的销量分别为 50、65、70 万吨, 且内部销售和外部销售的价格均为市场价格。以下为公司氧化铝未来 3 年的盈利预估:

表 2: 07~09 年公司氧化铝项目收益估算表

	2007 年	2008 年	2009 年
氧化铝产量(万吨)	50	65	70
氧化铝价格(含税)(元/吨)	3000	2800	2600
氧化铝完全成本(元/吨)	1500	1500	1500
氧化铝吨利润(元/吨)	1064	893	722
总利润(万元)	53205	58056	50556
净利润(万元)	45224	49347	42972
减去少数股东权益之后的净利润(万元)	33918	37010	32229

资料来源: 国信证券经济研究所

■ 电解铝收益估算

虽然根据披露的信息, 定向增发之后 G 南山的电解铝产能为 13.6 万吨, 但是根据前期披露的集团电解铝产能信息, 此次注入上市公司的 10 万吨电解铝产能实际生产能力为 12 万吨, 因此, 我们按 15 万吨的年产量估算电解铝收益。其中, 氧化铝完全由东海氧化铝公司提供, 价格按照上文表 2 中假设的市场价, 每吨铝锭所需氧化铝按行业平均水平 1.93 吨计算; 电价方面, 自备电厂的发电成本为 0.22 元/千瓦时, 而自有的 7 万吨碳素基本能满足公司电解铝生

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国信证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

产需要，因此，辅料成本可能低于我们下表 3 中的假设值。

表 3: 07~09 年公司电解铝收益估算表

	2007 年	2008 年	2009 年
电解铝产量 (万吨)	15	15	15
电解铝价格 (元/吨)	18000	17500	17000
氧化铝价格 (元/吨)	3000	2800	2600
单位铝锭氧化铝成本 (元/吨)	5790	5404	5018
自备电厂发电成本 (元/千瓦时)	0.22	0.22	0.22
单位铝锭电耗 (千瓦时)	3300	3300	3300
单位铝锭辅料成本 (元/千瓦时) (元/吨)	1200	1200	1200
单位铝锭摊消的制造、期间费用 (元/吨)	2000	2000	2000
单位铝锭利润 (元/吨)	3936	3838	3741
电解铝总利润 (万元)	59038	57577	56115
电解铝净利润 (万元)	50183	48940	47698

资料来源: 国信证券经济研究所

■ **07~09 年公司热轧、冷轧及箔轧收益估算**

预计 07 年公司热轧、冷轧生产线投入生产，按达产率 60% 计算产量；目前熔铸、箔轧已经生产。以下分别给出各个深加工环节的加工费和加工成本（已经包含制造费用、期间费用等），另外假设 07~09 年各个加工环节的产量，以便估算其收益。

表 4: 热轧、冷轧和箔轧等各个加工环节的加工费和加工成本

单位 (元/吨)	2007 年	2008 年	2009 年
热轧加工费	4500	4500	4500
熔铸成本	300	300	300
热轧成本	2100	2100	2100
热轧收益	2100	2100	2100
冷轧加工费	3000	3000	3000
冷轧成本	1500	1500	1500
冷轧收益	1500	1500	1500
箔轧加工费	6000	6000	6000
箔轧成本	3600	3600	3600
箔轧收益	2400	2400	2400

资料来源: 国信证券经济研究所

表 5: 07~09 年公司热轧、冷轧、箔轧等深加工环节收益估算及其汇总

	2007 年	2008 年	2009 年
热轧产量 (万吨)	12	18	20
冷轧产量 (万吨)	6	8	10
箔轧产量 (万吨)	3	4	5
热轧总利润 (万元)	25200	37800	42000
冷轧总利润 (万元)	9000	12000	15000
箔轧总利润 (万元)	7200	9600	12000
深加工生产线利润合计 (万元)	41400	59400	69000
深加工生产线净利润合计 (万元)	38700	50490	58650
减去少数股东权益之后的净利润	29025	37868	43988

资料来源: 国信证券经济研究所

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

■ 07~09 年公司各个产业链环节收益汇总及 EPS 估算：07 年净利润将爆发性增长 663%

下表是公司各个业务环节的收益的汇总，其中其他业务净利润（包括铝型材和热、汽等）的根据 05 年的利润构成减去精纺业务贡献之后，假设未来几年贡献净利润保持在 9000~10000 万元之间的水平。

表 6：07~09 年公司各个业务环节收益汇总及 EPS 估算

	2007 年	2008 年	2009 年
氧化铝净利润（万元）	33918	37010	32229
电解铝净利润（万元）	50183	48940	47698
深加工净利润（万元）	29025	37868	43988
其他业务净利润（万元）	9000	10000	10000
净利润合计（万元）	122126	133818	133915
总股本（万股）	131800	131800	131800
EPS（元）	0.93	1.02	1.02

资料来源：国信证券经济研究所

根据 06 年上半年公司的盈利情况，即净利润 7966 万元，假设下半年经营情况不变，则全年净利润约为 16000 万元，那么 07 年的净利润同比增长将达到 663%，07 年将是公司业绩增长最具爆发力的一年。

■ 综合评估与投资建议：一体化大幅提升公司竞争力，股价存在较大幅度低估，维持推荐评级

我们认为，G 南山的定向增发，其意义不仅仅在于消除大量的关联交易，更为重要的通过剥离非铝业资产和注入集团铝核心产业，形成了国内其他铝类上市公司所不具备的非常完整的产业链条，尤其是下游深加工生产线在国内具有技术领先和先发优势，这无疑为公司未来的进一步发展奠定了基础，大幅度提升了公司的竞争力。

从投资的角度看，我们一直认为，前期市场普遍关注的集团铝业资产注入和公司非铝业务的剥离所带来的业绩大幅度增长是股价上涨的催化剂，当前，公司的定向增发公告实质上已经使得前期对增发日程的疑虑变成一个相对稳定的预期，业绩增长对股价的驱动趋于明确；而从我们前文的盈利预测看，经过 07 年的爆发性增长之后，公司后期的业绩依然达到高于 07 年的水准，这应该能构成对公司估值水平的有力支撑。

表 7：国际铝业公司估值比较

一体化铝业公司	国家	当前市盈率	市净率	预测 06 年市盈率	预测 07 年市盈率
Alcoa	美国	18.28	2.11	11.62	11.46
Alcan	美国	17.13	1.97	11.27	11.57
National Aluminum	印度	25.93	4.8	9.70	13.98

资料来源：BLOOMBERG，国信证券经济研究所

而从相对估值的角度看，国际上一体化铝业公司的 07 年 PE 值在 11 倍以上，具有代表性的美铝、加铝的市盈率长期基本均在 12~18 倍左右。我们认为，给予公司 10~12 倍的 PE 并不为过，根据 07 年的盈利预测，公司的合理股价在 9.3~11.2 元之间，公司当前股价为 5.7 元的左右，仍存在相当大幅度的低估，因此维持对公司推荐投资评级。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券投资评级:		
类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 股价涨幅为相对大盘 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 股价涨幅为相对大盘 10%—20 之间
	中性	预计 6 个月内, 股价变动幅度相对大盘介于 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 股价跌幅为相对大盘 10%以上
行业 投资评级	推荐	行业股票指数在 6 个月内表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	行业股票指数在 6 个月内表现优于市场指数 5%—10% 之间
	中性	行业股票指数在 6 个月内表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	行业股票指数在 6 个月内表现介于市场指数-5%以上

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国信证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

创造价值 成就你我