

国内高端铝材领军者

2015 年 1 月 23 日

投资要点

- ❖ **国内高端铝材领军者。**公司拥有从热电—氧化铝—电解铝—热轧—冷轧—箔轧及铝型材的完整铝产业链，铝材产品已成功涉及高端市场包括航空、航天、船舶、高铁、汽车、工业型材等领域。**2014-2015 年**高端铝材生产线不断投产，公司将完成向高端制造的转型，有望成为国内高端铝材的领导者。
- ❖ **轨道交通、汽车和航空等领域高速发展将拉动对高端铝材的需求增长。**根据中国高铁发展规划预测，2015 年中国轨道交通的铝材消费量为 14.5 万吨，到 2020 年需求量达到 66 万吨，5 年将增长四倍。汽车轻量化将拉动高端铝材需求增长，预计 2015 年，国内汽车用铝型材将达 46 万吨，到 2020 年该数值将上升至 66 万吨。航空铝材是高端铝材重要的发展方向，全球 2014 年到 2033 年 20 年之间预计将交付 26800 架飞机，预计航天用铝总需求量为 12 万吨。其中，我国飞机交付量为 3810 架，预计航空用铝量为 1.8 万吨，存在极大的进口替代空间。
- ❖ **境内外高端铝材战略双管齐发。**公司拥有三条在建生产线，分别为 20 万吨铝合金生产线，1.4 万吨锻件生产线，4 万吨铝箔生产线。生产线的产品主要用于航天航材，交运设备以及高端包装。**公司与南车四方签订战略合作协议**，目前公司是南车四方铝挤压材的主要供应商，占南车四方铝挤压材 60% 的订单。随着中国高铁的发展，轨道交通用铝料将为公司带来丰厚的利润。**公司与波音签订协议，进军铝加工高精尖领域。**公司表示，双方的合作，促使公司在航空材料领域抢得先机，有利于公司开发新技术、新工艺、新装备、新产品，逐步向高技术含量、高产品附加值的方向开拓发展，为公司的发展方向构筑了高端定位。
- ❖ **低成本电价与稳定的上游铝土矿。**公司拥有自备电站，电价成本约为 0.26-0.27 元/度，相对于公网用电电价 0.48 元/度具有优势。另外，公司拥有稳定的铝土矿供给。由于印尼铝土矿禁运，公司自 2014 年 4 月份开始便没有从印尼进口的铝土矿，公司与澳大利亚力拓签订了长期供矿合同，同时能够有效避免价格波动带来的成本压力。
- ❖ **风险因素。**下游增速放缓，订单减少；铝价波动造成收入不稳定等。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级。**预计公司 2014-2016 年归属于母公司净利润分别为 8.1/9.9/12.2 亿元，对应 EPS 分别为 0.42/0.51/0.63 元。目前股价 9.54 元，对应 2014/15/16 年 PE 为 23/19/15 倍，考虑铝下游加工行业整体估值水平，给予 2015 年 32 倍 PE 估值，目标价格 16.3 元，首次给予“买入”评级。

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(千万元)	1,487	1,452	1,454	1,689	1,815
增长率 YoY%	6.9	-2.3	0.1	16.2	7.5
净利润(千万元)	73	79	81	99	122
增长率 YoY%	6.0	8.7	1.6	22.4	23.5
每股收益 EPS(摊薄)(元)	0.38	0.41	0.42	0.51	0.63
净资产收益率 ROE%	4.8	5.0	4.9	5.7	6.7
每股净资产(元)	8.68	8.95	9.38	9.89	10.52
PE	25	23	23	19	15
PB	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	13	14	12	10	9
EBITDA(千万元)	2	2	2	2	3
毛利率%	12.7	15.1	14.5	15.6	16.4

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2015 年 1 月 21 日收盘价



买入（首次）

当前价：9.54 元

目标价：16.30 元

中信证券研究部

张群

电话：010-60838299

邮件：zhangqun@citics.com

执业证书编号：S1010511090003

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

主要数据

沪深 300 指数	3548.89 点
总股本/流通股本	19.65/19.65 亿股
	近 6 月绝对涨幅(%)
近 12 月最高/最低价	10.6 元/4.6 元
近 1 月绝对涨幅	10.48%
近 6 月绝对涨幅	77.6%
今年以来绝对涨幅	10.48%
12 个月日均成交额	28.70 百万元



目录

估值及投资评级1

公司概况：中国高端铝材领军者1

行业分析：铝材需求升级指引行业向高端制造转型.....5

供应面：全球区域性供应不均衡更有利于铝材出口 5

需求面：高端铝材需求空间广阔 7

行业特点：中国高端铝材市场处于战国时代..... 12

南山铝业：未来中国高端铝材领军者13

公司主营业务经营现状及前景 13

公司竞争优势分析..... 14

风险因素16

盈利预测及关键假设.....17

关键假设 17

盈利预测 17

插图目录

图 1：南山铝业产业链结构	2
图 2：公司主要产品图片	3
图 3：南山铝业收入来源结构	4
图 4：南山铝业毛利率	4
图 5：历年营业收入	5
图 6：历年净利润	5
图 7：公司收入质量（经营现金流/经营净收益）	5
图 8：销售毛利率同业对比	5
图 9：2014 年铝市场进入短缺	6
图 10：各地区铝现货升水陡增	6
图 11：除中国以外地区日均产量下降，中国继续保持稳定增长	6
图 12：中国占全球原铝产量 45%以上	6
图 13：2014 年仅海合会和中国铝产量增长	6
图 14：西部地区成为电解铝供应增长主要地区	7
图 15：全国各地区电解铝生产成本分布	7
图 16：中国铝材产量增长稳定	7
图 17：铝出口量有明显提升	7
图 18：中国铝终端消费结构	8
图 19：发达国家铝消费结构	8
图 20：城市轨道交通运营总里程预测	8
图 21：铝在车身的应用	9
图 22：铝在车内部的应用	9
图 23：中国汽车产量	10
图 24：铝材在大型客机上的应用	10
图 25：日本以及中国人均包装用铝量	12
图 26：14 年 1H 铝、型材产品占营业收入 50%	14
图 27：预计到 2017 年公司营业收入将逐步企稳	14
图 28：公司毛利润收入分布	14
图 29：公司毛利率将逐步企稳	14
图 30：生产的罐料销售占比情况	16
图 31：公司产品铝箔与罐料销售增速	16
图 32：公司高精度铝箔毛利率	16
图 33：利乐包铝包装结构	16

表格目录

表 1: 可比公司估值情况	1
表 2: 南山铝业十大股东明细	2
表 3: 南山铝业控股子公司的股权结构	2
表 4: 南山铝业主要产品	3
表 5: 各种轨道机车车辆对铝材需求	9
表 6: 中国已投入运行的高速列车	9
表 7: 2015 年-2020 年中国汽车用铝型材预测	10
表 8: 波音公司大型客机的选材对比（结构重量百分数）	11
表 9: 中国以及全球客机预计交付以及服役量	11
表 10: 中国包装用铝预测	12
表 11: 罐料领域主要市场参与者市场份额对比	13
表 12: 轨道交通铝材供应市场参与者对比	13
表 13: 南山铝业在建产能	15
表 14: 公司主要业务盈利预测关键假设	17
表 15: 南山铝业盈利预测与估值情况	18

估值及投资评级

公司核心业务是铝及铝型材制造，并逐步拓展至轨道交通、汽车和航天航空材料的制造。我们认为其估值应该参考 A 股中从事电解铝及铝材生产的公司，我们选取了利源精制、明泰铝业、亚太科技、东阳光科，宜安科技和新疆众和等上市公司作为估值参考。可比公司 2015 年预测 PE 均值为 32 倍。预计公司 2014-2016 年归属于母公司净利润分别为 8.1/9.9/12.2 亿元，对应 EPS 分别为 0.42/0.51/0.63 元。目前股价 9.54 元，对应 2014/15/16 年 PE 为 23/19/15 倍，首次给予“买入”评级。虽然公司较其他同类型公司资产规模大，业绩增长保持稳定，比其他铝材加工商增速低，目前市场给予估值水平低于市场平均水平，但是公司正在由传统铝加工企业向高端铝材制造商转型，并且公司电价和原材料成本优势正在发挥重要优势，预计公司在未来几年中不论在业绩与技术革新上都将更进一步。因此，综合考虑铝下游加工行业 2015 年预测整体估值均值情况，给予公司 32 倍 PE 估值，目标价 16.3 元。

表 1：可比公司估值情况

证券代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (倍)			PB (倍)	
				2012	2013	2014E	2015E	2012	2013	2014E	2015E	2014
600673.SH	东阳光科	15.53	147.5	0.19	0.18	0.21	0.34	40	57	94	44	4.03
601677.SH	明泰铝业	12.45	52.0	0.16	0.15	0.34	0.50	56	57	49	23	1.94
600888.SH	新疆众和	7.04	45.1	0.29	0.14	0.04	0.15	29	39	na	46	1.32
300337.SZ	银邦股份	13.83	51.7	0.63	0.40	0.25	0.40	36	56	72	33	2.91
000612.SZ	焦作万方	9.64	116.0	-0.03	0.41	0.19	0.49	50	88	48	19	2.65
300328.SZ	宜安科技	36.14	40.5	0.40	0.44	0.49	0.91	40	45	88	35	6.00
002501.SZ	利源精制	26.02	121.8	1.08	0.68	0.82	1.04	19	26	36	24	3.82
002540.SZ	亚太科技	19.54	81.3	0.48	0.36	0.51	0.62	23	32	35	30	3.25
平均								37	50	60	32	3.24
600219.SH	南山铝业	9.54	187.4	0.38	0.41	0.42	0.51	25	23	23	19	1.00

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2015 年 1 月 21 日收盘价；可比公司盈利预测使用 Wind 一致预期

公司概况：中国高端铝材领军者

公司沿革：山东南山铝业股份有限公司是南山集团(中国企业 500 强) 所属大型企业。该公司创建于 1997 年，1999 年 12 月 23 日成功在上海证券交易所上市。该公司是一家致力于铝产品深加工的一体化铝业公司。目前，公司拥有热电—氧化铝—电解铝—热轧—冷轧—箔轧及铝型材的完整铝产业链。公司还拥有大批挤压生产线及德国、美国、意大利、日本、瑞士等一大批国际顶级设备。高起点、高性能、高精度、高品质的设备配置，使南山铝材在技术装备方面处于国际领先水平，产品已成功涉及航空、航天、船舶、高速列车、集装箱、工业型材、精品民用型材等几十个领域。

图 1：南山铝业产业链结构



资料来源：公司网站，中信证券研究部整理

股权结构：公司实际控制人为南山集团，南山集团持有南山铝业 43.7% 的股份。南山集团为南山村村民委员会控制。

表 2：南山铝业十大股东明细

排名	股东名称	持股数量 (股)	占总股本 比例(%)
1	南山集团有限公司	845,169,496	43.7000
2	鹏华资产-平安银行-鹏华资产南山德本价值资产管理计划	23,387,600	1.2100
3	全国社保基金一零七组合	14,105,012	0.7300
4	国信证券股份有限公司	11,790,009	0.6100
5	中信信托有限责任公司-中信信诚专户理财信托金融投资项目 1401 期	6,829,513	0.3500
6	中国银行股份有限公司-嘉实沪深 300 交易型开放式指数证券投资基金	5,740,001	0.3000
7	中国农业银行-益民创新优势混合型证券投资基金	5,000,065	0.2600
8	鸿阳证券投资基金	4,600,000	0.2400
9	中国工商银行股份有限公司-华夏沪深 300 交易型开放式指数证券投资基金	4,489,104	0.2300
10	中国工商银行-中海能源策略混合型证券投资基金	4,432,474	0.2300
合 计		925,543,274	47.86

资料来源：Wind，中信证券研究部整理

目前公司拥有 13 家子公司，主要位于山东省，并在美国，新加坡以及澳大利亚也有相关的子公司，从事海外采购以及销售业务。

表 3：南山铝业控股子公司的股权结构

子公司名称	持股比例
龙口南山中油天然气有限公司	19%
龙口东海氧化铝有限公司	75%
烟台南山铝业新材料有限公司	75%
龙口南山铝压延新材料有限公司	75%
烟台东海铝箔有限公司	75%
山东南山科学技术研究院	100%
烟台锦泰国际贸易有限公司	100%
南山美国先进铝技术有限责任公司	100%
南山铝业新加坡有限公司	100%
南山美国有限公司	100%

子公司名称	持股比例
南山铝业澳大利亚有限公司	100%
渤海铝业有限公司	16%
南山集团财务有限公司	21%

资料来源：公司公告、中信证券研究部整理

产品结构：南山铝材拥有大批挤压生产线及德国、美国、意大利、日本、瑞士等一大批国际顶级设备。高起点、高性能、高精度、高品质的设备配置，使南山铝材在技术装备方面处于国际领先水平，产品已成功涉及航空、航天、船舶、高速列车、集装箱、工业型材、精品民用型材等几十个领域。

表 4：南山铝业主要产品

公司主要产品	用途
铝型材	目前主要经营工业型材和建筑型材，产品用于加工铝合金门窗、集装箱、铁路货运列车、高速列车、城市地铁、客车以及大型机械用铝材
铝板带	用于生产热轧卷、制罐料、高档 PS 版基、铝箔坯料、高档铝塑复合板等
高精度铝箔	高精度铝箔：用于食品软包装、香烟包装、医药包装、空调箔等的材料。

资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

图 2：公司主要产品图片

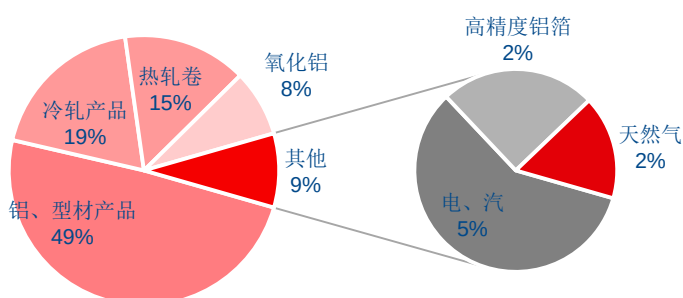


资料来源：公司网站、中信证券研究部整理

收入结构与利润组成：铝和铝型材为公司主要收入来源，为公司贡献 50% 的销售收入。其次，冷轧卷和热轧卷，分别贡献 18% 以及 15%。公司目前的收入主要来源于国内，占比为 86%。公司在美国设立子公司，生产加工铝型材，主要面向北美市场。

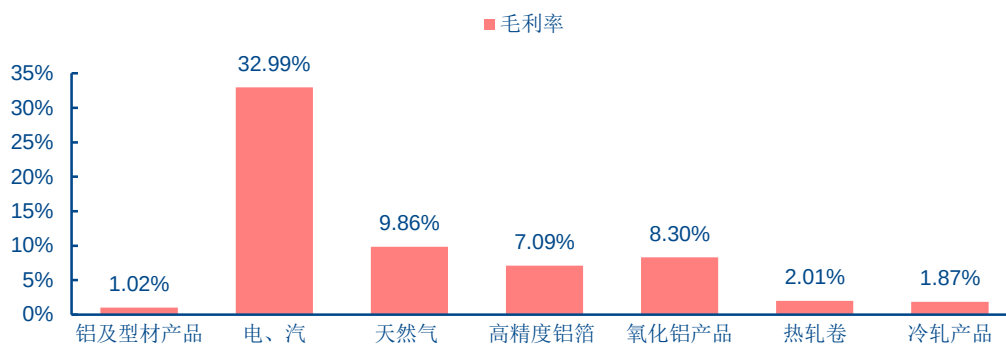
铝型材产品是公司的主要收入来源，在历年的利润中占据较大的比例。由于铝材行业，特别是低端铝材领域，竞争异常激烈，其利润率较低，只有 1% 左右。公司自建电厂的生产的电汽以及天然气毛利率最高，分别为 32.9% 以及 9.86%。因此电、汽等产品贡献的毛利占公司总毛利比逐年扩大。

图 3：南山铝业收入来源结构



资料来源：Wind、中信证券研究部整理

图 4：南山铝业毛利率

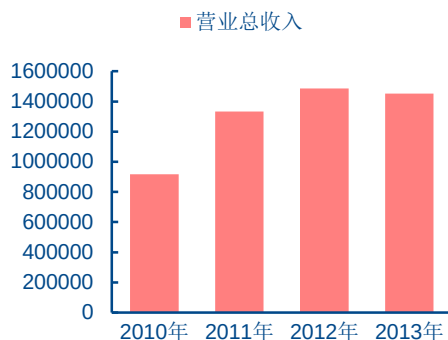


资料来源：公司年报，中信证券研究部整理

公司保持稳定的收入和盈利能力。公司 2013 年总收入为 145 亿，利润为 9.8 亿。近几年来，公司的传统产品铝板带、建筑型材等收入增长乏力，在建项目较多，资本支出较大，公司收入以及利润处于小幅震荡阶段。待公司生产线逐步投产，预计公司的收入以及盈利状况将会大幅改善。

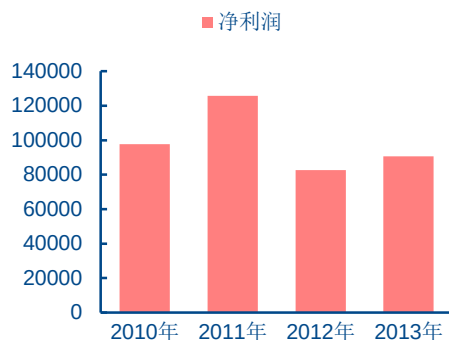
公司的盈利质量良好，订单一般收取预收账款，历年经营现金流与经营净收益之比均在 100% 以上。公司较同业相比拥有成本低的优势，过去 5 年平均毛利率为 14.5%，毛利率处于行业中上游。随着公司向高端铝加工领域发展，公司的毛利率将会进一步提升。

图 5：历年营业收入（单位：万元）



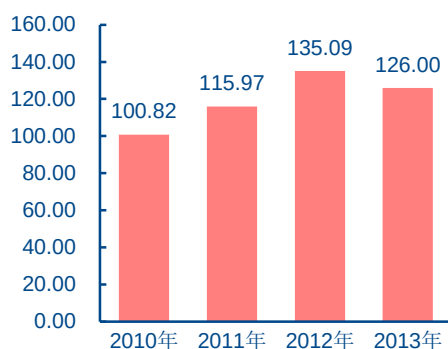
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 6：历年净利润（单位：万元）



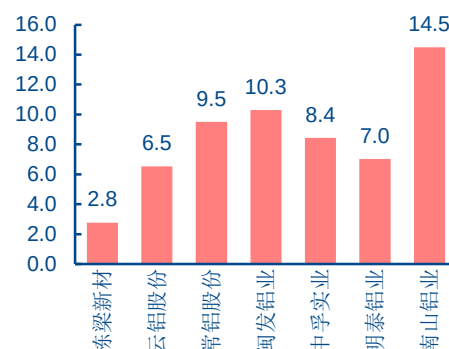
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 7：公司收入质量（经营现金流/经营净收益）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 8：销售毛利率同业对比（单位：%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

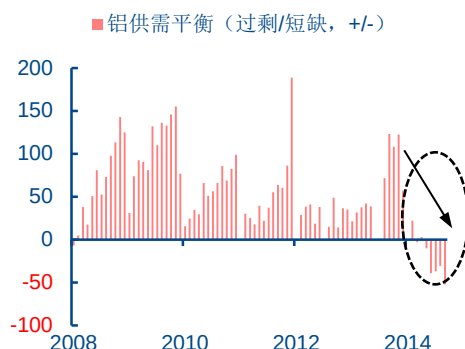
行业分析：铝材需求升级指引行业向高端制造转型

供应面：全球区域性供应不均衡更有利于铝材出口

全球其他区域铝供应短缺，中国铝供应相对过剩

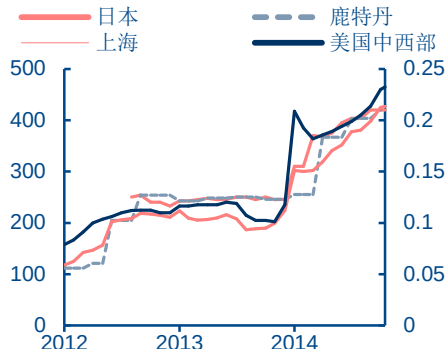
2015 年全球铝供应缺口将进一步拉阔。2014 年全球铝供应由过剩转为短缺，根据世界金属统计局（WBMS）数据，2014 年 1-10 月全球铝市场供应短缺 54 万吨，2013 年全球铝市供应过剩 57 万吨。预计 2015 年全球铝供给缺口将进一步拉宽，缺口在 60-80 万吨，现货贸易升水不断上行也支持现货市场在各区域紧张的局面。

图 9：2014 年铝市场进入短缺（单位：万吨）



资料来源：WBMS，中信证券研究部

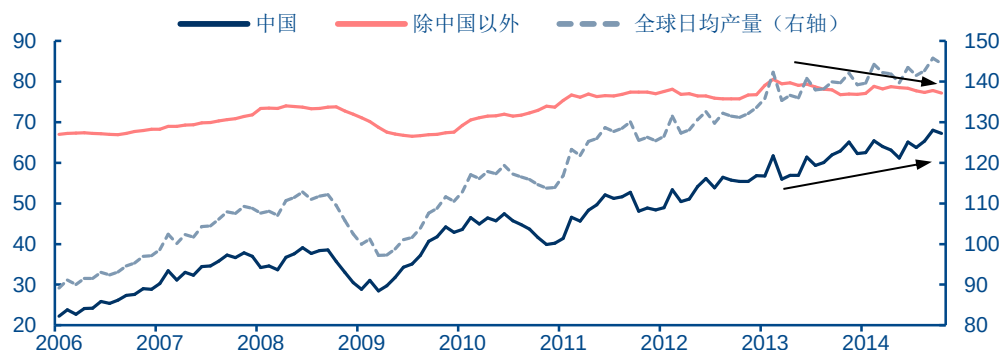
图 10：各地区铝现货升水陡增（单位：美元/吨）



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

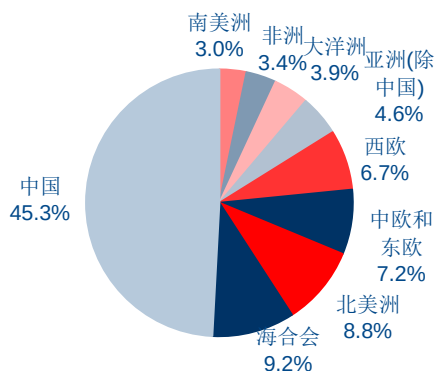
全球铝供应存在不平衡。除中国和海湾国家以外，全球其他地区铝供应增速放缓。根据国际铝业协会（IAI），2014 年 10 月全球电解铝日均产量约为 14.4 万吨，中国日均产量为 6.7 万吨，除中国以外地区产量为 7.7 万吨。自 2013 年之后，除中国以外地区铝日均产量从峰值 80.56 千吨开始不断下降。海外市场在 2014 年受到减产因素影响导致供应出现短缺。铝供应的核心来自于成本因素，油气生产的电价成本又使得海湾国家铝产能迅速扩张，2014 年该地区产量增速达到 23.2%，高于中国产量增速（+7.4%），而全球产量增速仅为 2.76%。

图 11：除中国以外地区日均产量下降，中国继续保持稳定增长（单位：千吨）



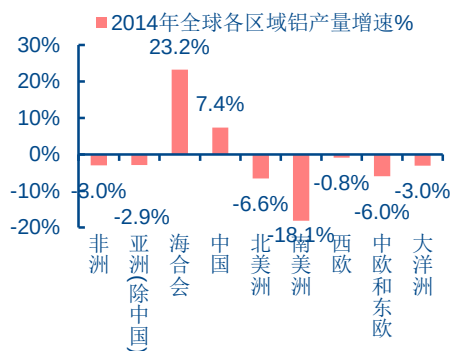
资料来源：IAI，中信证券研究部整理

图 12：中国占全球原铝产量 45%以上



资料来源：WBMS，中信证券研究部

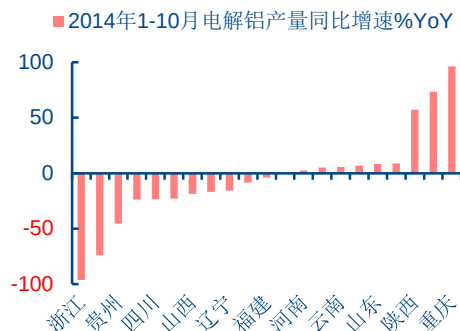
图 13：2014 年仅海合会和中国铝产量增长



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

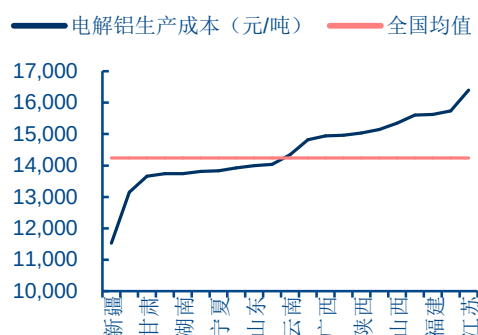
电价成本决定中国铝供应出现分化。截止 2014 年 10 月，新疆超过河南成为电解铝生产第一大省，产量达到 338.4 万吨，同比增长 73.7%，根据 AZ China 数据，其省内平均成本仅为 11,531 元/吨，远低于河南接近 15000 元/吨的生产成本(全国平均生产成本为 14,236 元/吨)。西部地区低廉的电价成本会促进电解铝产能西迁，随着西部产能建设逐步投产，国内产能结构也逐步变化，国内电解铝供应依然相对充足，对国内市场价格形成一定压力。

图 14：西部地区成为电解铝供应增长主要地区



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 15：全国各地区电解铝生产成本分布

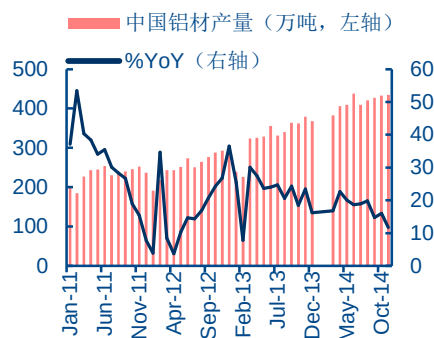


资料来源：AZ China，中信证券研究部

铝材出口消化有助消化国内产能并缓解区域性短缺

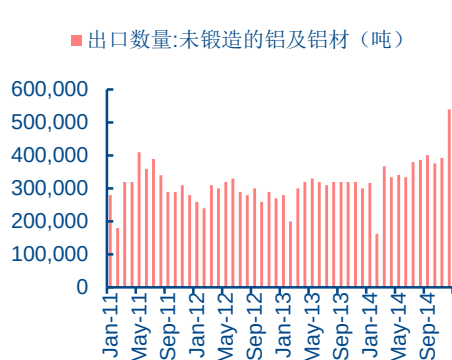
中国铝材产量稳定，出口量大幅增长。我们预测，2014 中国铝材产量维持在 4130 万吨水平，较 2013 略有增长，但目前中国铝材生产大部分集中在中低端产品；伴随经济下滑，中低端铝材市场将会受到一定程度挤压。2014 年受到海外市场铝供应缺口增加的带动，海关总署数据显示，中国未锻造铝及铝材出口量大幅攀升 69.2 万吨，增长约 19%。海外市场的短缺有助于帮助中国铝材市场消化过剩产能。

图 16：中国铝材产量增长稳定



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 17：铝出口量有明显提升（单位：吨）



资料来源：海关总署，中信证券研究部

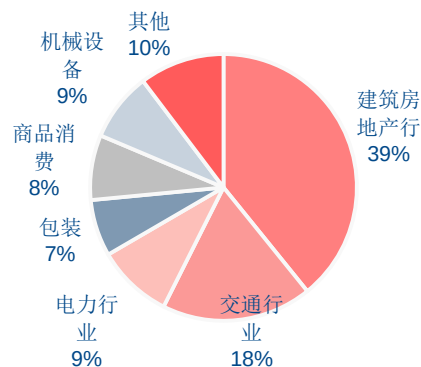
需求面：高端铝材需求空间广阔

装备与消费升级将带来中国铝消费结构的变化

中国铝材的终端消费中建筑和房地产占比最大，约占铝整体消费量的 39%，而在发达国家的铝消费最大消费行业为交通运输，建筑用铝占比最小。根据 CRU 数据，北美，西欧以及日本交通用铝量约占铝总消费量的 34%，对比中国该行业消费量约为 18%。另外，发达

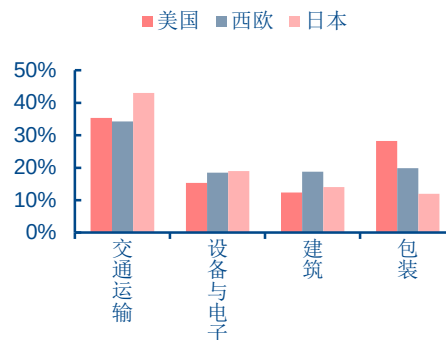
国家中包装占铝消费量比值在 11% 左右，而中国目前该数值为 6.8%。未来消费和装备升级将带来中国铝消费结构的变化。

图 18：中国铝终端消费结构



资料来源：安泰科，中信证券研究部整理

图 19：发达国家铝消费结构

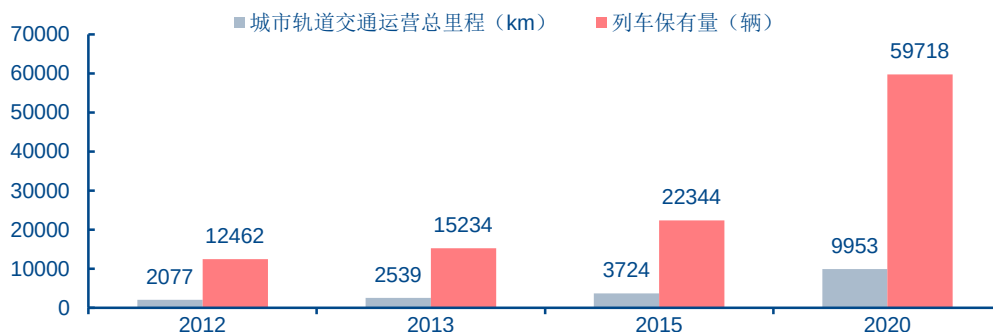


资料来源：CRU，中信证券研究部整理

轨道交通对铝需求增速迅速

预计到 2020 年中国城市轨道交通列车保有量将达到 6 万辆。通常城市轨道交通列车密度是每公里配置 6-7 辆车，按照 6 辆的保守计算，2015 年城市轨道交通列车保有量为 22344 辆；2020 年城市轨道交通运营里程数约 9953 公里，列车保有量为 59718 辆。从 2014 至 2020 年平均年需求量为 6355 辆左右。

图 20：城市轨道交通运营总里程预测



资料来源：中国城市轨道交通协会、中信证券研究部整理

现有城市轨道交通运输装备主要包括地铁、轻轨、磁悬浮、中低速磁悬浮等，一般磁悬浮车辆以及速度大于 200km/h 的动车组车厢体都是铝材制造，轻轨与地铁车体的 30% 是铝合金制造。在所采用的铝中，以挤压型铝材为主，约占总铝材用量的 76%，板、箔、管、带约占 24%。未来轨道车辆对铝材需求结构初步匡算如下，预计 2015 年城市轨道交通大约需要 14.5 万吨铝材。

表 5：各种轨道机车车辆对铝材需求（采购量，kt）

轨道机车		2010	2015E	2020E
城市轨道交通	地铁	12.06	15	15
	轻轨	5	8	10
	磁悬浮	0.08	0.8	1.6
非城市轨道交通	高铁	13.3	28	60
	矿产品敞车	4	5	5
	车站及其他设施	35	88	75
	合计	69.98	144.8	166.6

数据来源：《轨道交通用铝手册》（王祝堂等），中信证券研究部整理

高铁装备将拉动高端铝型材实现爆发性增长。目前中国的动车组类型中 CRH5、CRH3、CRH2 等列车车体都是用铝合金制造的，只有 CRH1 的车体是不锈钢。但由于材料的特性和焊接方式的现代化，时速在 250km/h 的列车车身都采用铝合金。据 2013 年铁道统计公报显示，2013 年“和谐号”动车组 1308 组、10464 辆，比上年增加 225 组、1800 辆。根据中国高铁发展规划和高铁国际市场拓展进展预测，到 2020 年中国约需采购 65000 辆铝合金车厢，每辆车厢采购铝材 10t（单车平均用铝量 10.3t），约需铝材 66 万吨左右。

表 6：中国已投入运行的高速列车

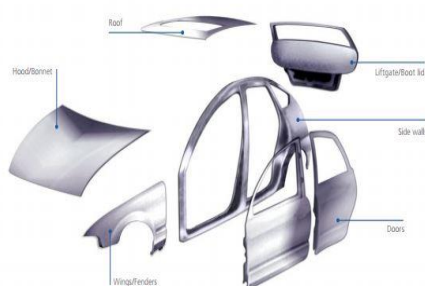
	CRH1	CRH2	CRH3	CRH5
车体材料	不锈钢	铝合金	铝合金	铝合金
最高运行速度（km/h）	200	330	350	200
车辆宽度（mm）	3331	3380	3265	3200
车体自重/吨	15	8.5	10	10

资料来源：国家铁路局，中信证券研究部整理

轻量化将拉动汽车用铝量增长

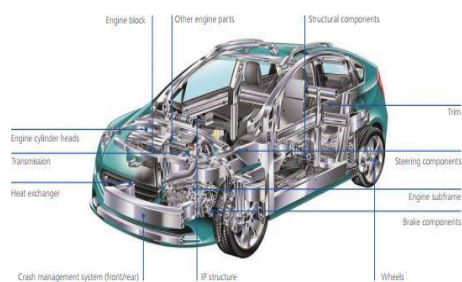
铝材在汽车上的应用将更为广泛。汽车用铝主要分布在乘用车、客车、货车、农用车等车辆类型。其中乘用车最多，约占 59%。同时，中国有大量出口铝制的汽车零件，如铝车轮、发动机壳体、散热器等，这部分用铝量占比达到 27%。随着汽车轻量化高速化的发展趋势，从汽车车身系统，到汽车底盘悬挂系统、制动系统、发动机冷却系统和空调系统等都广泛应用了铝合金、铝挤压型材等材料。

图 21：铝在车身的应用



资料来源：欧洲铝业协会，中信证券研究部整理

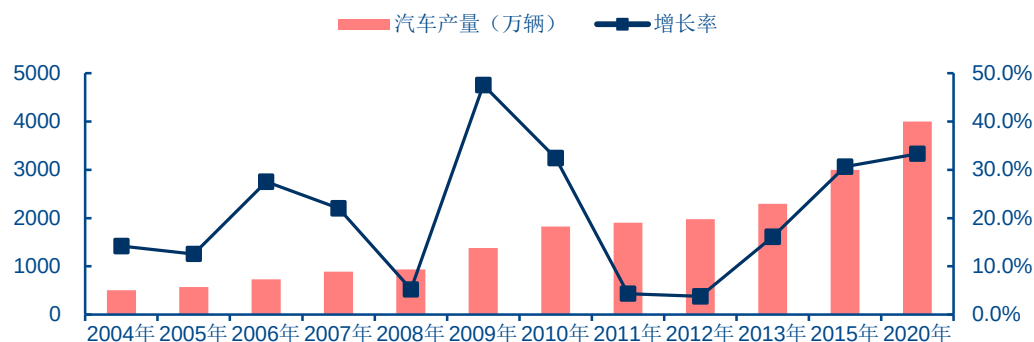
图 22：铝在车内部的应用



资料来源：欧洲铝业协会，中信证券研究部整理

中国未来是全球汽车第一大市场。汽车制造业是中国四大支柱产业之一，中国汽车产量如下图所示，从 2004 年的 507 万辆增长到 2013 年的 2199 万辆，10 年间增长了 4.3 倍，复合增长率为 15.8%。而早在 2009 年中国已经超越美、日成为汽车产销第一大国。但目前中国千人汽车保有量只有 93 辆，远低于世界平均水平 143 辆，更低于美欧的六百多辆。预计 2015 年中国汽车年产量将超过 3000 万辆，2020 年将达到 4000 万辆。

图 23：中国汽车产量（万辆）



资料来源：中国汽车工业协会、中信证券研究部预测

汽车轻量化发展为铝材需求增长起到助推作用。国内汽车单耗铝材将从 2010 年的 110 公斤/辆提升至 2020 年的 150 公斤/辆,预计到 2015 年,中国国内汽车用铝型材将达 50 万吨,2010—2015 年的平均增速将高达 20%。

表 7：2015 年-2020 年中国汽车用铝型材预测

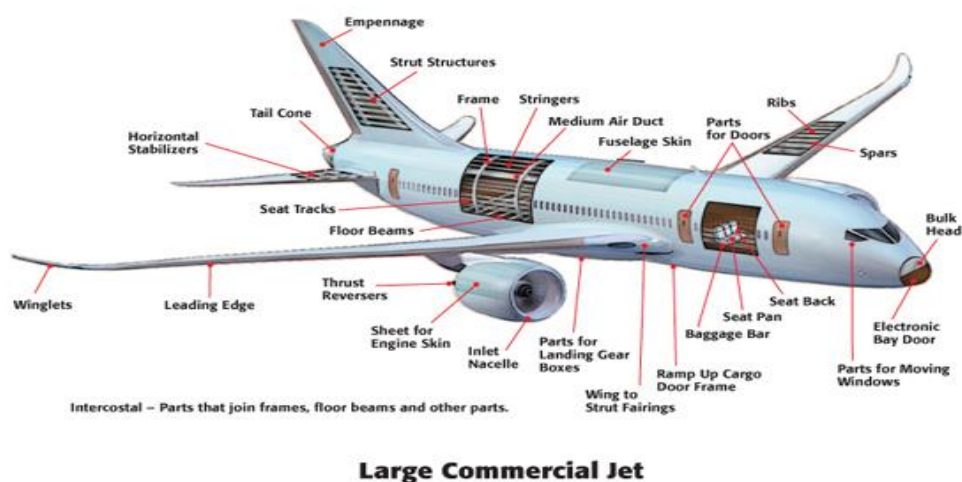
	2011	2012	2013	2015	2020
汽车产量（万辆）	1842	1927	2199	3258	4100
汽车单耗铝材（kg/辆）	130	135	142	142	152
汽车用铝型材（吨）	239460	260145	312258	462636	623200

资料来源：中信证券研究部预测

航天航空领域对铝材需求具备战略意义

铝材在航空领域的应用。铝材在航空的应用主要是制作飞机蒙皮、机身架构、大梁、旋翼、螺旋桨、油箱、壁板和起落支架。得益于铝材的质量轻等性能优点，目前大型客机大部分金属材料都是使用铝制造。在波音-麦道公司生产的大型客机当中，铝材占据客机选材的 70%到 80%，钢材只占 10%多。可见铝材在航空制造中的地位。

图 24：铝材在大型客机上的应用



资料来源：Kaiser Aluminum，中信证券研究部

表 8：波音公司大型客机的选材对比（结构重量百分数）

	铝合金	钢	钛合金	复合材料	其它
B747	81	13	4	1	1
B757	78	12	6	3	1
B767	80	14	2	3	1
B777	70	11	7	11	1
DC10	78	14	5	1	2
MD11	76	9	5	8	2

资料来源：《中国铝业》杂志，中信证券研究部整理

未来 20 年航空用铝需求量为 12 万吨。根据巴西航空工业公司的预测，到 2033 年，全球航空旅客需求量将是现在的 2.6 倍，受益于航空业的发展，全球以及中国的客机交付量未来 20 年将分别达到 26800 架以及 3810 架。根据中国商飞的预测，中国客机机队的规模将快速扩大，占全球客机机队的比例将从现在的 11% 增长到 17%，达到 6827 架。中国航空公司将接收 5541 架新机。

全球 2014 年到 2033 年 20 年之间将交付 26800 架飞机。平均每架飞机用铝量为 47 吨，预计航空用铝总需求量为 12 万吨。我国飞机交付量为 3810 架，预计航空用铝需求量为 1.8 万吨。

表 9：中国以及全球客机预计交付以及服役量

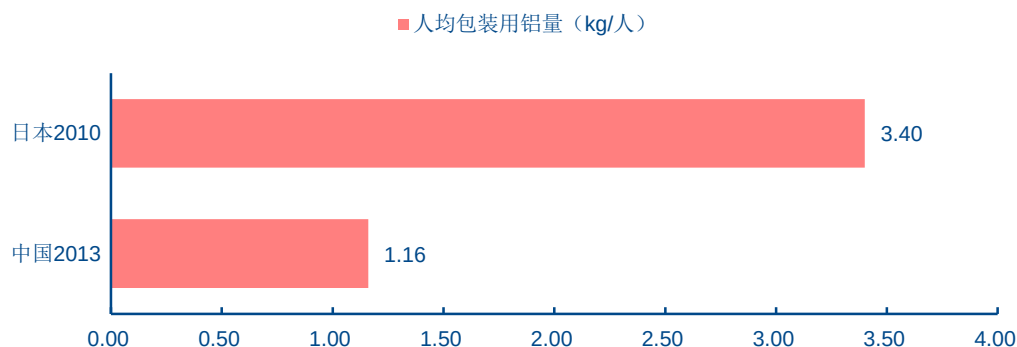
		全球预计交付量	中国预计交付量	全球在役机队数量	
	座级	2014-2033 年	2014-2033 年	2013 年	2033 年
喷气式飞机	50 座	0	0	1380	100
	70-90 座	2300	300	1070	2380
	90-130 座	3950	720	1400	4100
	130-210 座	18500	2750	11020	20330
	喷气式飞机合计	24750	3770	14870	26910
涡桨飞机	30-70 座	0	0	1220	500
	70 座以上	2050	40	880	2220
	涡桨飞机合计	2050	40	2100	2720
飞机数量合计		26800	3810	16970	29630

资料来源：巴西航空工业公司，中信证券研究部整理

中国包装用铝未来十年保持复合增长

根据美国地质调查局预测，2025 年中国人均铝消费量将达到 28.7 千克，总铝消费量将达到 4170 万吨。而目前日本包装用铝消费比例为 11%，北美为 28%，西欧为 20%，中国为 6.7%。以日本为例，中国人均包装用铝估算为 1.16 千克。2010 年日本铝消费为 400 万吨，其中 11% 为包装用铝，日本人口为 1.27 亿，估算其人均包装用铝为 3.4 千克。与日本相比，中国人均包装用铝量较低，仅为日本的三分之一。人均用铝量还有 3 倍空间。保守预测中国包装用铝比例 2025 年能达到 10%，中国的包装用铝消费量复合增长率将达到 8.2%。

图 25：日本以及中国人均包装用铝量



资料来源：美国地质调查局，中信证券研究部整理

表 10：中国包装用铝预测

中国包装用铝预测（千吨）					
2013 年中国包装用铝量	1620	1620	1620	1620	1620
2025 年中国铝消费预测	41,700	41,700	41,700	41,700	41,700
2025 包装用铝比例	10%	12%	14%	16%	18%
2025 包装用铝量	4170	5004	5838	6672	7506
复合增长率	8.20%	9.85%	11.27%	12.52%	13.63%

资料来源：美国地质勘探局、中信证券研究部整理

行业特点：中国高端铝材市场处于战国时代

海外美国铝业和海德鲁铝材产量远高于中国生产商。美铝以及海德鲁不仅在铝加工上游拥有巨大的市场份额，在铝加工市场上也具有巨大规模。美铝 2013 年铝材的销售为 190 万吨，海德鲁铝材销售为 94.1 万吨。而我国铝型材行业的龙头中国忠旺 2013 年销售仅为 65 万吨，仅为美铝的三分之一。

国内铝加工行业集中度不高，产业整合空间巨大。按照安泰科统计，截止 2014 年底，中国铝技工产能已经达到 4385 万吨/年，比上年增长 9.9%。其中，挤压产能 2300 万吨/年，板带产能 1270 万吨/年，铝箔产能 385 万吨/年。2014 年中国挤压产能利用率 70.5%，板带产能利用率为 60.2%，铝箔产能利用率 68.8%。我国铝加工企业主要集中在山东，河南，广东，三省的铝材产量占到总产量的 50% 以上。但我国铝加工企业数量过多，行业集中度不高，产品以中低端为主，行业竞争激烈，在各个细分领域均有不同的铝加工企业。我国铝板带加工企业主要有西南铝业、南山铝业、明泰铝业等，铝箔加工企业有夏顺铝箔、常铝铝箔、鲁丰股份。目前铝箔加工企业产业集中度较低，单厂产能仅 2.6 万吨/年。铝板材企业主要有中国忠旺、兴发铝业等，中国忠旺是我国第一大，全球第二大铝型材制造企业，年产能达 100 万吨，国内市场占有率为 4.65%。我国铝加工行业具有巨大的整合空间。随着集中度的提高，我国铝加工行业的盈利能力将进一步增加。

我们重点对未来成长速度最快的高端铝材市场中的细分市场竞争情况进行分析，如下：

罐料领域：南山铝业是国内少数实现罐料生产国产化的企业，罐料（罐体、罐盖料）作为公司的核心产品，2013 年销量占到公司铝板带箔总销量的 69%，其中罐体料销量同比增长 40%，罐盖料销量同比增长 16%。截至 2014 年第三季度，公司罐料产品的市场占有率达到 40% 左右，产销量大约 30 万吨，高于行业内其他企业，基本确立了公司在罐料市场的龙头地位。

表 11：罐料领域主要市场参与者市场份额对比

公司	产量占比
南山铝业	39.13%
西南铝业	36.96%
亚洲铝业	8.70%
渤海铝业	10.87%
中铝瑞闽	4.35%

资料来源：《中国罐料生产现状与展望》（王祝堂），中信证券研究部整理

轨道交通：公司轨道交通用铝材产能位居行业前列。2014 年，公司加快了 22 万吨轨道交通生产线项目的 150MN 设备调试工作，实现试生产和量产工作。目前公司是中国南车集团轨道车辆铝结构型材的主要供应商之一，主要向南车供应高铁、城铁以及地铁车型的车体材料。2014 年 8 月，公司与南车集团签订了战略合作协议，将进一步加深双方合作。预计 2014 年，公司工业型材产出料将达到 18 万吨。

表 12：轨道交通铝材供应市场参与者对比

公司	产能
辽宁忠旺	铝挤压型材年产能 100 万吨，93 条铝挤压生产线，75MN 及以上 18 条，包括 4 条全球最先进的 125MN 挤压机。
麦达斯	国内最大轨道交通实体型材企业，产能达到每年 5 万吨。三条下游组装线可加工车体部件 1000 列/年。
南山铝业	铝型材挤压产能 35 万吨/年
利源精致	铝挤压型材总产能 12 万吨/年，新增 3 万吨/年轨道交通车体型材产能，车体大部件产能 800 辆/年。
明泰铝业	车体大部件年产量 400 量（共 4000 吨），轨道交通型材产量 5000 吨/年，其他工业型材 8000 吨每年

资料来源：《中国罐料生产现状与展望》（王祝堂），中信证券研究部整理

汽车板材领域：汽车用铝材未来的发展方向是 ABS（Auto Body Sheet），该市场主要还集中在海外，中国项目均是在建项目，暂时还没有稳定的产成品为市场供货，中国目前在建产能为 95 万吨/年，中国忠旺产能为 30 万吨/年，中孚实业为 15 万吨/年，南山轻合金约为 12 万吨/年。该领域全球均处于起步阶段，中国市场增长空间巨大。

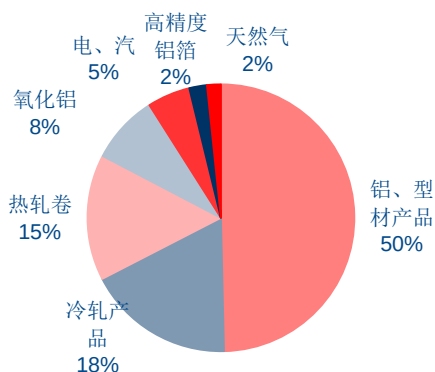
航空铝材领域：凡是有铸锭热轧机的企业都可以生产铝合金厚板（厚度>6mm）。到 2014 年建成的中厚板项目有西南铝业、爱励铝业和东北轻合金三家公司，2014 年在建项目有三个分别是南山铝业 20 万吨/年，中国忠旺 15 万吨/年和义煤集团的 5 万吨/年。目前，中国航空铝材的供应还处于试验阶段，大量供货来自进口。该领域面临巨大的战略机遇。

南山铝业：未来中国高端铝材领军者

公司主营业务经营现状及前景

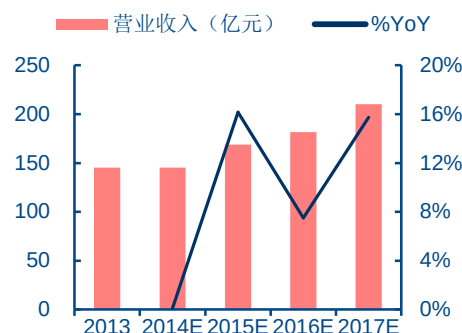
公司主营业务收入来自铝及型材，预计 2017 年产能将达产。根据公司 2014 年中报数据，公司主营业务是铝及铝型材，约占公司营业收入的 50%，热轧与冷轧产品的营业收入占比分别为 15%和 18%，其他氧化铝、电和汽、高精度铝箔和天然气合计占比为 17%。公司 2013 年营业收入为 145.25 亿元，我们预计 2014 年营业收入较去年略有增长为 145.4 亿元。预计 2015 年营业收入增长约为 23.4 亿，主要来自于 20 万吨（产能）中厚板铝材和 1.4 万吨（产能）锻造铝材的投产后部分产品销售增长。在 2017 年新增项目达产，各产品线产量将逐渐稳定。

图 26：14 年 1H 年铝、型材产品占营业收入 50%



资料来源：公司半年报，中信证券研究部整理

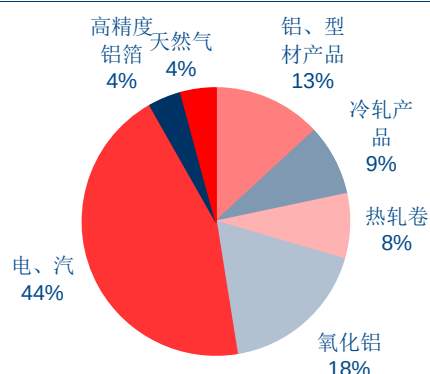
图 27：预计到 2017 年公司营业收入将逐步企稳



资料来源：公司年报，中信证券研究部预测

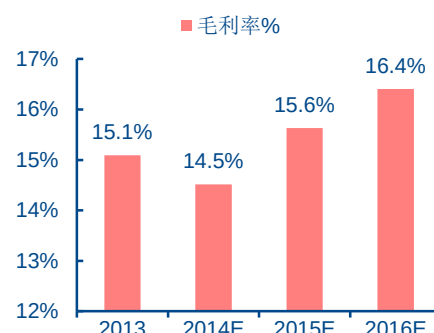
2013 年公司毛利为 21.92 亿元，其中毛利贡献最大的部分来自于电和汽（占比约为 44%），铝、型材业务收入占比高，但目前毛利率较低（仅占整体毛利的 13%），这主要跟公司业务模式和核算模式相关，电-铝一体化在核算时候会对每个业务环节进行抵扣，不能完全反应产品实际毛利率情况。由于中厚板和锻造铝材目标市场是航空、汽车和轨道交通市场，毛利率均远高于现有产品，随着该部分产品逐渐成熟和营业收入的提升，对公司利润的贡献将逐渐显现。

图 28：公司 2013 年毛利润收入分布



资料来源：公司年报，中信证券研究部整理

图 29：公司毛利率将逐步企稳



资料来源：公司年报，中信证券研究部预测

公司竞争优势分析

优势之一：拥有电价成本优势和铝土矿稳定的供给

自备电站电价优势明显。面对印尼政府的铝土矿出口禁令，公司通过与力拓签订长期合同保证铝土矿成本和供应的稳定。公司目前拥有 720MW 的自备电厂装机容量和 140 万吨的氧化铝产能，能够完全实现公司自用电和上游原料的自给自足。另外，公司的一体化产业链分布在 45 平方公里之内，可节约中间产品的运输成本。目前公司的电解铝生产成本处于行业内较低的水平。公司的用电价格为 0.26-0.27 元/千瓦时，相对于公网用电具有优势。电价成本约占电解铝生产成本的 40%，按照一吨铝耗电量 13500 千瓦时计算，工业用电按照 0.5 元/度，普通铝厂电价成本在 6750 元/吨，公司电价成本为 3650 元/吨，节省约为 3100 元/吨，假设公司电解铝年产量为 15 万吨，公司一年节省约 4.65 亿元。

稳定的铝土矿供给。由于印尼铝土矿禁运，公司自 2014 年 4 月份开始便没有从印尼进口的铝土矿，转向选择澳大利亚，印度，几内亚等地寻求替代品。为了保证原材料供应以及

价格稳定，公司与澳大利亚力拓签订了长期供矿合同，同时能够有效避免价格波动带来的成本压力。

优势之二：稳健向轨道、汽车、航空、船舶等高端铝材领域进军

公司的终端产品中，罐料年产能 30 万吨。高精度铝箔现有产能为 3 万吨。公司的铝型材产能当中，建筑型材为 5 万吨，工业设备为 11 万吨，轨道交通年产能 22 万吨。公司的氧化铝产能利用率为 100%，自用率为 91.58%，产能满负荷运行。除此之外，公司还有三条在建生产线，分别为 20 万吨铝合金生产线，1.4 万吨锻件生产线，4 万吨铝箔生产线。生产线的产品主要用于航天航材，交运设备以及高端包装，符合公司向高端铝加工制造进军的战略。

表 13：南山铝业在建产能

在建产能	进度	产品用途
年产 20 万吨超大规模高性能特种合金材料生产线	55%（预计 2015 年底试产）	航天、汽车、轨道交通
年产 1.4 万吨大型精密模锻件项目	36%（预计 2015 年 10 月份完工）	航空交运、船舶、机械设备
年产 4 万吨高精度多用途铝箔生产线	0%（预计 2017 年 10 月份完工）	利乐包装铝箔，电力电容铝箔，食品医药铝箔

资料来源：公司公告、中信证券研究部整理

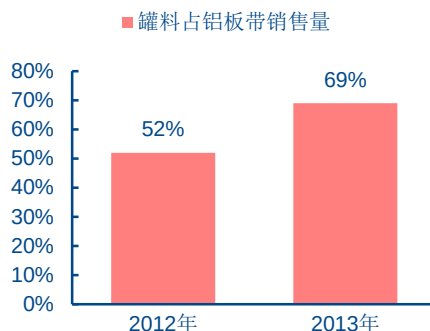
与南车四方签订战略合作协议，抢占轨道交通用铝加工市场。公司年产 22 万吨的轨道交通新型合金材料项目已经建设完成，其中 18 万吨在山东，4 万吨在美国，面向海外轨道交通市场。公司拥有世界一流 6000T、9000T、15000T 大型挤压机生产线，自 2009 年起就成为南车四方的合格供应商，目前公司是南车四方铝挤压材的主要供应商，占南车四方铝挤压材 60% 的订单。随着中国高铁的发展，公司在轨道交通用铝将为公司带来丰厚的利润。

与波音签订协议，进军铝加工高精尖领域。公司与波音公司签订了航空材料通用协议。协议的主要内容为波音公司将协助南山铝业通过航空材料产品的波音适航认证，通过认证后公司将竞标波音航空材料供应，材料主要用于波音商用飞机的制造。双方的合作，促使公司在航空材料领域抢得先机，在未来的市场竞争中立于不败之地，公司不断开发新技术、新工艺、新装备、新产品，进一步提升公司在行业中的地位，引领航空材料国产化大潮。同时，公司产品结构进一步调整，逐步向高技术含量、高产品附加值的方向开拓发展，为公司的发展方向构筑了高端定位。

优势之三：完成现有产品的更新换代与扩容

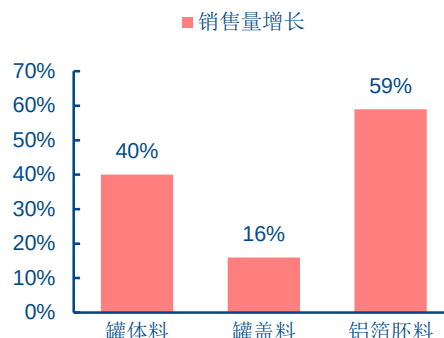
稳定增长的环保铝箔转向高附加值。目前公司逐渐将目光转向高附加值市场，减少低附加值产品例如扁锭圆锭，热轧卷冷轧卷的销售，逐步提升高精度铝箔，罐料的销售比例。公司的罐料占铝板带的销售比例以及从 2012 年的 52% 提升到 2013 年的 69%。其中罐体料、罐盖料以及铝箔胚料分别增长 40%，16% 以及 59%。

图 30：生产的罐料销售占比情况



资料来源：公司年报，中信证券研究部整理

图 31：公司产品铝箔与罐料销售增速

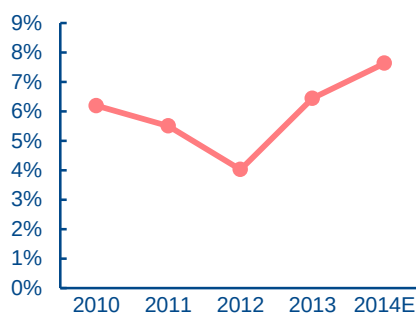


资料来源：公司年报，中信证券研究部整理

罐料龙头，市场地位显赫。公司易拉罐产能有 30 万吨，实际公司生产了 40 万吨。公司是易拉罐罐料市场的龙头，2011 年公司的罐料市场份额为三分之一，2014 年预计公司的市场份额过半。目前中国人均罐料消费仅为 0.29 千克，远低于美国的 1.45 千克，离世界平均水平仍然有一段距离。中国罐料消费还有巨大的提升空间，公司在该业务板块将会保持持续的领先和业绩增长。

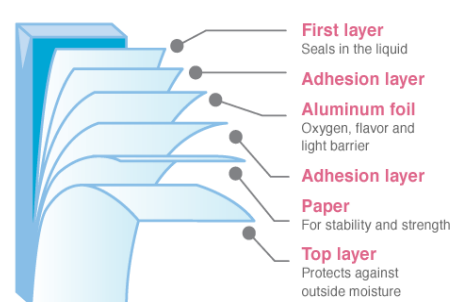
进军高端铝箔市场提升公司毛利率水平。目前公司拥有高精度铝箔产量 3 万吨，产品已经成功打进国际一流高端铝箔市场，产品附加值逐步提升。自 2012 年之后，毛利率稳定提升，2014 年毛利率预计达到历年最高水平，为 7%。公司将规划进一步开拓高质量铝包装市场。2014 年公司计划投资 7.7 亿元建设年产 4 万吨高精度多用途铝箔生产线，公司产品附加值空间有望继续打开。

图 32：公司高精度铝箔毛利率



资料来源：公司年报，中信证券研究部预测

图 33：利乐包铝包装结构



资料来源：公司年报，中信证券研究部整理

风险因素

宏观经济层面：中国经济走弱，国内房地产、交通运输和建筑等领域用铝量下滑；人民币升值对公司铝材出口不利。

行业因素：铝价格难有起色致使产成品价格一直维持较低位置影响盈利；铝出口关税调整引起对铝材出口造成影响。

公司层面：公司融资成本上升，对未来财务成本形成压力，前期协议执行因素。

盈利预测及关键假设

关键假设

1. 中国轨道交通、汽车轻量化、航天航空设备更新换代稳步升级，新设备材料对铝合金材料的需求将逐年增长。
2. 公司在罐料铝材和电解铝方面的产能产量保持一定市场份额，同时，公司在轨道交通、汽车铝板以及航天材料方面的市场份额逐步提升。
3. 公司各产品毛利率由于有高端铝材产品投产，公司毛利率将在未来 3 年中将会有明显提升。随着产品线稳定，毛利率随即平稳。
4. 公司向铝材深加工生产和研发战略推进顺利，在轨道交通、汽车铝材以及航天铝材等经营方面进展顺利，营收逐年提升，并积极开拓新兴领域。
5. 2014-2016 年公司销售和管理费用随着公司业务的开展稳定上升，公司募投项目将在 2015 年逐步投产，公司不再大规模募集资金进行新项目建设。

盈利预测

根据我们对行业景气走势的判断以及公司此前募投项目的达产时间，我们对公司未来收入的重要的预测的基础基于：公司主营业务收入来自铝及铝型材，预计 2017 年产能将达产。预计 2014 年营业收入较去年略有增长为 145.4 亿元。预计 2015 年营业收入增长约为 23.4 亿，主要来自于 20 万吨（产能）中厚板铝材和 1.4 万吨（产能）锻造铝材的投产后部分产品销售增长。中厚板和锻造铝材目标市场是航空、汽车和轨道交通市场，其毛利率均远高于现有产品，随着该部分产品逐渐成熟和营业收入的提升，对公司利润的贡献将逐渐显现，预计 2015-2016 年毛利率维持在 15% 以上。具体的预测数据如下表。

表 14：公司主要业务盈利预测关键假设

		单位	2013	2014E	2015E	2016E
铝、型材产品	营业收入	亿元	226.0	211.8	243.1	259.3
	营业成本	亿元	221.5	205.4	235.8	250.8
	毛利润	亿元	4.5	6.4	7.3	8.5
	毛利率%	%	2%	3%	3%	4%
电解铝	营业收入	亿元	126.0	113.4	121.8	121.8
	营业成本	亿元	123.5	110.0	118.1	118.1
	毛利润	亿元	2.5	3.4	3.7	3.7
	毛利率%	%	2%	3%	3%	3%
铝型材	营业收入	亿元	40.0	37.6	51.3	67.5
	营业成本	亿元	39.2	36.5	49.8	64.8
	毛利润	亿元	0.8	1.1	1.5	2.7
	毛利率%	%	2%	3%	3%	4%
罐料	营业收入	亿元	60.0	60.8	70.0	70.0
	营业成本	亿元	58.8	59.0	67.9	67.9
	毛利润	亿元	1.2	1.8	2.1	2.1
	毛利率%	%	2%	3%	3%	3%
冷轧产品	营业收入	亿元	89.3	91.2	120.0	135.0
	营业成本	亿元	89.2	91.2	120.0	135.0
	毛利润	亿元	0.0	0.0	0.0	0.0
	毛利率%	%	2%	3%	3%	4%
热轧卷	营业收入	亿元	75.0	71.6	77.0	77.0
	营业成本	亿元	73.7	70.1	75.5	75.5

	单位	2013	2014E	2015E	2016E
毛利润	亿元	1.4	1.4	1.5	1.5
毛利率%	%	1.80%	2%	2%	2%
氧化铝	营业收入	37.4	37.0	38.7	39.6
	营业成本	34.4	33.7	35.2	35.6
	毛利润	3.0	3.3	3.5	4.0
	毛利率%	8%	9%	9%	10%
电、汽	营业收入	24.2	23.7	24.5	25.2
	营业成本	17.0	16.6	17.1	17.6
	毛利润	7.3	7.1	7.3	7.6
	毛利率%	30%	30%	30%	30%
高精度铝箔	营业收入	10.2	10.1	9.9	10.5
	营业成本	9.5	9.4	9.2	9.6
	毛利润	0.7	0.7	0.7	0.9
	毛利率%	7%	7%	7%	9%
天然气	营业收入	6.9	6.7	6.9	7.1
	营业成本	6.2	6.1	6.2	6.4
	毛利润	0.7	0.7	0.7	0.7
	毛利率%	10%	10%	10%	10%
中厚板	营业收入			25.0	45.0
	营业成本			17.5	27.0
	毛利润			7.5	18.0
	毛利率%			30%	40%
锻造	营业收入			5.8	8.0
	营业成本			3.5	4.0
	毛利润			2.3	4.0
	毛利率%			40%	50%
营业收入	亿元	145.2	145.4	168.9	181.5
营业成本	亿元	123.3	124.3	142.5	151.8
毛利润	亿元	21.9	21.6	26.4	29.8
毛利率%	%	15.1%	14.8%	15.6%	16.4%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

在上述假设下，经模型测算，预计公司 2014-2016 年归属于母公司净利润分别为 8.1/9.9/12.2 亿元，对应 EPS 分别为 0.42/0.51/0.63 元。目前股价 9.54 元，对应 2014/15/16 年 PE 为 23/19/15 倍，首次给予“买入”评级。虽然公司较其他同类型公司资产规模大，业绩增长保持稳定，比其他铝材加工商增速低，目前市场给予估值水平要低于市场平均水平，但是公司正在由传统铝加工企业向高端铝材制造商转型，并且公司电价和原材料成本优势正在发挥重要优势，预计公司在未来几年中不论在业绩与技术革新上都将更进一步。因此，综合考虑铝下游加工行业 2015 年预测整体估值均值情况，给予公司 32 倍 PE 估值，目标价格 16.3 元。

表 15：南山铝业盈利预测与估值情况

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(千万元)	1,487	1,452	1,454	1,689	1,815
增长率 YoY%	6.9	-2.3	0.1	16.2	7.5
净利润(千万元)	73	79	81	99	122
增长率 YoY%	6.0	8.7	1.6	22.4	23.5
每股收益 EPS(摊薄)(元)	0.38	0.41	0.42	0.51	0.63
净资产收益率 ROE%	4.8	5.0	4.9	5.7	6.7
每股净资产(元)	8.68	8.95	9.38	9.89	10.52
PE	25	23	23	19	15
PB	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	13	14	12	10	9
EBITDA(千万元)	2	2	2	2	3
毛利率%	12.7	15.1	14.5	15.6	16.4

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

注：股价为 2015 年 1 月 21 日收盘价

利润表（千万元）					
指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,487	1,452	1,454	1,689	1,815
营业成本	1,298	1,233	1,243	1,425	1,518
毛利率	12.71%	15.09%	14.52%	15.63%	16.41%
营业税金及附加	5	7	6	7	8
营业费用	31	29	30	34	37
营业费用率	2.07%	1.99%	2.03%	2.03%	2.03%
管理费用	40	44	42	48	52
管理费用率	2.69%	3.03%	2.86%	2.86%	2.86%
财务费用	7	9	20	31	26
财务费用率	0.47%	0.62%	1.35%	1.84%	1.42%
投资收益	2	2	2	2	2
营业利润	98	114	116	145	178
营业利润率	6.59%	7.87%	7.99%	8.60%	9.79%
营业外收入	3	5	3	3	3
营业外支出	2	2	3	3	3
利润总额	98	116	116	145	178
所得税	16	26	22	30	36
所得税率	16.27%	22.68%	19.48%	21.08%	20.28%
少数股东损益	10	11	13	16	20
归属于母公司股东的净利润	73	79	81	99	122
净利率	5.56%	6.24%	6.47%	6.82%	7.84%
每股收益(元)(摊薄)	0.38	0.41	0.42	0.51	0.63

现金流量表（千万元）					
指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	73	79	81	99	122
少数股东损益	10	11	13	16	20
折旧和摊销	102	126	61	62	63
营运资金变动	75	127	51	-44	-28
其他	-129	-202	21	29	24
经营现金流	130	141	227	162	201
资本支出	-258	-136	-12	-11	-11
投资收益	0	6	2	2	2
资产变卖	7	263	0	0	0
其他	-252	-330	0	0	0
投资现金流	-503	-197	-10	-9	-8
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	585	30	-40	-30	-116
股息支出	-30	-55	0	0	0
其他	38	1	-20	-31	-26
融资现金流	593	-24	-59	-61	-142
现金净增加额	221	-80	158	93	50

资料来源：中信量化投资分析系统

资产负债表（千万元）					
指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	747	414	573	665	715
存货	311	343	315	366	399
应收账款	65	44	53	61	66
其他流动资产	134	543	490	515	528
流动资产	1,258	1,345	1,430	1,608	1,708
固定资产	1,161	1,166	1,119	1,071	1,022
长期股权投资	20	23	23	23	23
无形资产	155	152	149	146	143
其他长期资产	190	258	260	262	265
非流动资产	1,526	1,598	1,551	1,502	1,452
资产总计	2,784	2,943	2,980	3,109	3,160
短期借款	143	167	656	622	502
应付账款	137	149	125	143	153
其他流动负债	117	157	164	194	213
流动负债	398	472	945	959	867
长期负债	25	28	25	22	20
其他长期负债	536	550	20	23	25
非流动性负债	560	577	45	45	45
负债合计	958	1,050	990	1,004	913
股本	193	193	193	193	193
资本公积	974	974	974	974	974
股东权益合计	1,683	1,739	1,823	1,922	2,044
少数股东权益	146	162	176	192	213
负债股东权益总计	2,784	2,943	2,980	3,109	3,160

主要财务指标					
指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
增长率（%）					
营业收入		-2.3	0.1	16.2	7.5
营业利润		16.6	1.5	25.1	22.3
净利润		8.7	1.6	22.4	23.5
利润率（%）					
毛利率	12.7	15.1	14.5	15.6	16.4
EBIT Margin	7.6	9.6	9.2	10.3	11.1
EBITDA Margin	14.4	18.3	13.4	14.0	14.5
净利率	5.6	6.2	6.5	6.8	7.8
回报率（%）					
净资产收益率	4.8	5.0	4.9	5.7	6.7
总资产收益率	3.0	3.1	3.2	3.7	4.5
其他（%）					
资产负债率	34.4	35.7	33.2	32.3	28.9
所得税率	16.3	22.7	19.5	21.1	20.3
股利支付率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。