

铝价拖累业绩，深加工与电商平台助力未来成长

——南山铝业（600219）2016年三季度报点评

2016年10月26日

推荐/维持

南山铝业

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号: S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
刘岗	联系人	
	liugang@dxzq.net.cn	010-66554021

事件:

公司公布2016年三季度报,公司2016年前三季度实现营业收入991,531万元,比上年同期下降4.54%;实现归属于上市公司股东的净利润46,156万元,比上年同期下降14.75%;实现每股收益0.16,比上年同期下降23.81%。

公司分季度财务指标

指标	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2
营业收入(百万元)	3722.69	3136.83	3602.72	3647.45	3282.88	2804.53	3385.27
增长率(%)	11.53%	-6.97%	7.43%	1.09%	-11.81%	-10.59%	-6.04%
毛利率(%)	16.81%	12.16%	14.07%	17.07%	7.82%	13.22%	13.53%
期间费用率(%)	8.87%	6.04%	6.23%	6.67%	7.89%	7.41%	7.20%
营业利润率(%)	10.19%	4.55%	8.07%	10.13%	0.18%	4.43%	6.47%
净利润(百万元)	349.26	115.83	226.54	274.17	54.26	95.61	188.64
增长率(%)	08.28%	19.46%	-10.51%	-01.48%	-84.46%	-17.45%	-16.73%
每股盈利(季度,元)	0.17	0.04	0.07	0.09	0.01	0.03	0.06
资产负债率(%)	37.50%	20.75%	22.31%	24.88%	26.66%	26.17%	26.19%
净资产收益率(%)	1.76%	0.46%	0.90%	1.08%	0.21%	0.37%	0.73%
总资产收益率(%)	1.10%	0.36%	0.70%	0.81%	0.16%	0.28%	0.54%

观点:

- **铝价低于上年同期,拖累公司业绩。**2016年前三季度,铝产品的整体市场价格震荡回升,但较上年同期相比仍然较低。其中,铝锭和氧化铝粉平均价格分别较去年同期下降5.18%和26.7%,铝产品的盈利空间同比压缩。
- **拟并入怡力电业,打造上下游紧密相连的产业链。**该并购属于关联交易,并购前怡力电业主要为公司供应电解铝等原材料,并购后公司的电解铝供应能力将由目前的13.6万吨提升至81.6万吨。此次交易还将减少关联交易,降低公司成本,进一步完善公司铝产业链,提高资产完整性和运营效率。目前,该事项已获得证监会通过。

- **深加工提高产品附加值，成就未来增长点。**2016年以来，公司陆续投产20万吨超大规模高性能特种铝合金材料生产线，1.4万吨大型精密模锻件和4万吨高精度多用途铝箔生产线项目，产品分别涵盖航空板、船舶板、汽车板等高端铝板带材，铝合金、钛合金、镍基高温合金锻件产品和新能源电池箔。部分新产品已完成开发，具备批量供货条件，公司目前正积极推进相关产品认证的进度。
- **拟设立铝电商平台，完善大宗商品电子商务生态体系。**公司拟与上海钢联共同出资设立铝电商平台公司，资源共享、优势互补，通过从事铝产业电子商务以及为上下游客户提供相关的仓储、物流、供应链金融等服务，将有助于公司拓宽销售渠道，降低销售成本，增强品牌效应，提高公司市场利润。

结论：

我们看好公司全产业链布局和深加工业务。未来随着高端铝加工项目（航空板、汽车板、航空发动机锻件）产能的逐步释放，公司业绩将迎来拐点。我们预计公司2016-2018年EPS分别为0.08/0.12/0.14元，对应PE分别为37/25/22倍，维持公司“推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	9790	10663	13071	15776	18657	营业收入	14056	13670	13713	15012	16341
货币资金	3322	4584	7008	9247	11621	营业成本	11980	11902	11854	12815	13893
应收账款	545	710	639	699	761	营业税金及附加	18	42	55	60	65
其他应收款	133	101	101	111	120	营业费用	320	325	315	345	376
预付款项	77	228	228	228	228	管理费用	537	488	507	555	605
存货	3585	3610	3572	3862	4187	财务费用	80	103	128	34	32
其他流动资产	969	396	396	396	396	资产减值损失	20.52	15.61	15.00	15.00	15.00
非流动资产合计	21924	24126	21815	20007	18092	公允价值变动收益	-2.03	0.88	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	241	260	3	3	3	投资净收益	44.22	13.23	10.00	10.00	10.00
固定资产	11857.	12590.	15671.	16390.	15814.	营业利润	1143	809	849	1198	1366
无形资产	1487	1478	1330	1183	1035	营业外收入	36.44	33.98	30.00	30.00	30.00
其他非流动资产	322	52	60	55	50	营业外支出	13.65	4.11	4.00	4.00	4.00
资产总计	31714	34789	34887	35784	36749	利润总额	1166	839	875	1224	1392
流动负债合计	5785	6297	3036	3262	3516	所得税	171	168	175	245	278
短期借款	2348	1828	0	0	0	净利润	995	671	700	979	1113
应付账款	2035	2649	2273	2458	2664	少数股东损益	82	111	110	110	110
预收款项	210	189	189	189	189	归属母公司净利润	913	560	590	869	1003
一年内到期的非流	76	221	0	0	0	EBITDA	2081	1845	2770	3025	3303
非流动负债合计	6100	2977	1515	1815	2115	BPS (元)	0.47	0.21	0.08	0.12	0.14
长期借款	630	1202	1502	1802	2102	主要财务比率					
应付债券	5254	1491	0	0	0	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
负债合计	11885	9274	4834	5360	5914	成长能力					
少数股东权益	1704	1810	1920	2030	2140	营业收入增长	2.8%	-2.7%	0.32%	9.47%	8.85%
实收资本(或股本)	1965	2835	7088	7088	7088	营业利润增长	39.0%	385.7%	4.97%	41.06%	14.04%
资本公积	9898	14274	14274	14274	14274	归属于母公司净利润	5.3%	244.7%	5.30%	47.27%	15.48%
未分配利润	5728	5963	6098	6315	6566	获利能力					
归属母公司股东权	18125	23705	28133	28394	28695	毛利率(%)	14.77%	12.93%	13.56%	14.64%	14.98%
负债和所有者权	31714	34789	34887	35784	36749	净利率(%)	7.08%	4.91%	5.10%	6.52%	6.81%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		
经营活动现金流	1455	894	1659	2581	2809	偿债能力					
净利润	995	671	700	979	1113	资产负债率(%)	37.48%	26.66%	13.86%	14.98%	16.09%
折旧摊销	858.49	933.16	1792.9	1792.9	1905.2	流动比率	1.69	1.69	4.31	4.84	5.31
财务费用	80	103	128	34	32	速动比率	1.07	1.12	3.13	3.65	4.12
应付帐款的变化	0	0	-376	184	207	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.46	0.41	0.39	0.42	0.45
投资活动现金流	-3399	-954	322	0	0	应收账款周转率	29	22	20	22	22
公允价值变动收益	-2	1	0	0	0	应付账款周转率	7.98	5.84	5.57	6.35	6.38
长期投资	241	260	3	3	3	每股指标(元)					
投资收益	44	13	10	10	10	每股收益(最新摊薄)	0.47	0.21	0.08	0.12	0.14
筹资活动现金流	407	1158	444	-343	-435	每股净现金流(最新)	-0.78	0.39	0.34	0.32	0.33
短期借款	2348	1828	0	0	0	每股净资产(最新摊)	9.23	8.36	3.97	4.01	4.05
长期借款	630	1202	1502	1802	2102	估值比率					
普通股增加	31	870	4253	0	0	P/E	6.53	14.62	36.88	25.05	21.69
资本公积增加	153	4375	0	0	0	P/B	0.33	0.37	0.77	0.77	0.76
现金净增加额	-1538	1098	2424	2239	2374	EV/EBITDA	5.29	4.80	5.87	4.73	3.71

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

刘岗

刘岗，材料学硕士、冶金科学与工程学士。有色冶炼加工行业8年从业经验，对有色金属行业产业结构、发展趋势、主要上市公司的发展战略、多种有色金属市场价格波动都有较为深入的研究。2015年加入东兴证券研究所，主要负责有色金属板块的行业研究工作。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。