

## 强烈推荐-A (维持)

## 南山铝业 600219.SH

目标估值: 4.5-5.5 元

当前股价: 3.45 元

2017年05月01日

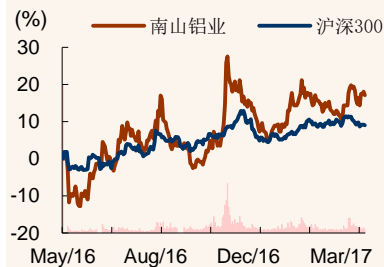
## 收入利润比翼齐飞, 汽车板值得期待

### 基础数据

上证综指	3155
总股本(万股)	925110
已上市流通股(万股)	708796
总市值(亿元)	319
流通市值(亿元)	245
每股净资产(MRQ)	3.5
ROE(TTM)	4.8
资产负债率	22.0%
主要股东	山东怡力电业有限公司
主要股东持股比例	23.38%

### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	14	17
相对表现	5	11	8



资料来源: 贝格数据、招商证券

### 相关报告

- 1、《南山铝业(600219)——致力于轻量化发展的铝加工领跑者》2017-04-13
- 2、《南山铝业(600219)——业绩环比持续改善,符合预期》2016-10-30
- 3、《南山铝业(600219)——业绩环比改善,电解铝提供业绩弹性,深加工是未来看点》2016-08-29

### 刘文平

liuwenping@cmschina.com.cn  
S1090517030002

### 事件:

公司公布了一季度财务数据,实现销售收入34.68亿元,归母净利润2.86亿元,合0.031元EPS;扣非归母净利润2.76亿元。

### 评论:

#### 1、铝价上涨带动收入上涨

一季度实现销售收入34.68亿元,同比增长23.2%,环比增长4.7%。价格增长是核心,一季度价格同比增长23.4%,与收入增幅相当;环比增长3.1%,也与收入增幅相差不大。

#### 2、成本上涨,毛利下降

一季度实现利润2.86亿元,同比增长32%;但环比净利润下降5.3亿元。主要原因是成本端的大幅上涨,摊薄公司盈利。一季度毛利20%,较去年全年下降2个百分点(由于四季度合并报告,我们采用2016年全数据做比较)。尽管一季度均价较去年全年上涨13%,但原材料价格从2016年四季度开始快速上涨,考虑到公司大概2-3个月的生产周期,2016年四季度末的成本上涨开始在今年一季度开始体现。根据我们的测算,对比2016年3季度,2016Q4的原材料价格上涨减少约4个百分点毛利。根据我们的模型测算2017年Q1毛利为20.4%,和公司实际毛利相当。

#### 3、受益铝行业供给侧改革,铝价格上涨,公司盈利大

根据我们当前的模型测算,原材料和电解铝全年维持年初至今的均价,公司毛利约20%,对应年盈利13.25亿元,对应P/E 24倍。考虑铝行业供需关系较好,叠加供给侧改革和采暖季限产因素,我们预计2017年全年铝价较2016年上涨20%,即14660元每吨(比年初至今均价高6%),原材料价格保持不变,公司盈利17.18亿元,对应市盈率18倍。预计铝价格2018年开始快速上涨。

#### 4、蓝海产品开始放量,提升公司估值

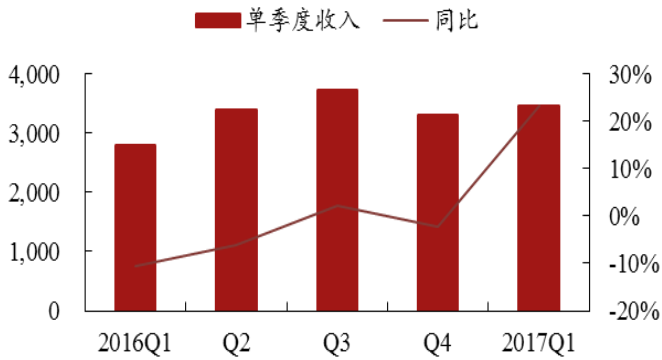
伴随全球排放标准持续提升和新能源汽车的崛起,汽车轻量化趋势势不可挡。公司汽车板在2016年年底取得国外汽车巨头认证通过,标志公司成为国内唯一一家技术成熟和可批量供货的公司。汽车板业务具备市场空间大、壁垒高、需求增速快,毛利高。预计2017年可实现销售6万吨,对应收入约18亿元,毛利约4亿元。航空材料、精密锻件材料已取得重大突破,预计年内实现向波音、空客批量供货。

**评级:** 供给侧改革和汽车板突破,大幅提升公司的盈利和估值,维持推荐评级。

**风险:** 铝价大幅下跌。

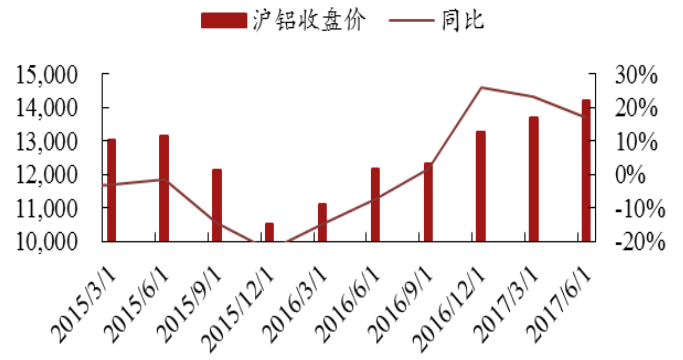
一、重要图表：成本大幅上涨，对冲铝价上涨

图 1 收入增长 23%



资料来源：招商证券

图 2 铝价增长 23%



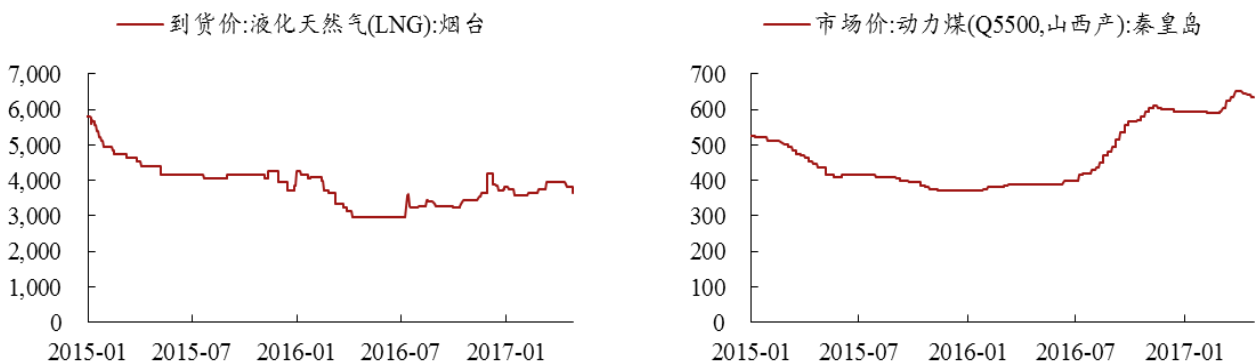
资料来源：招商证券

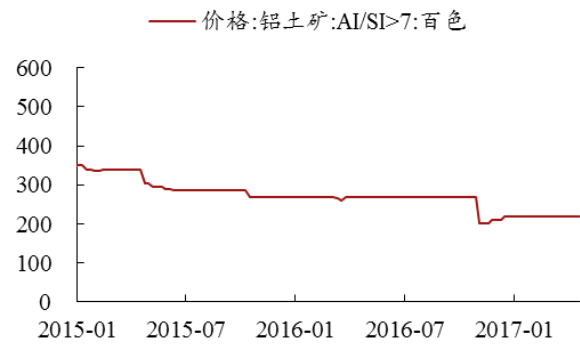
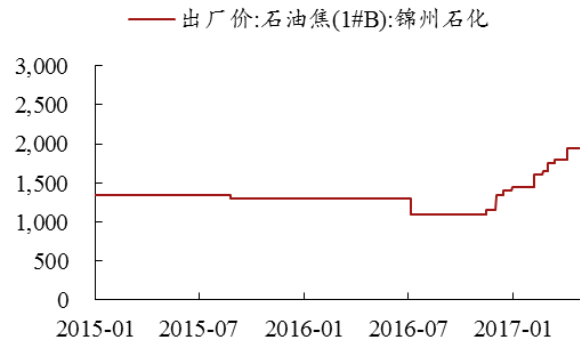
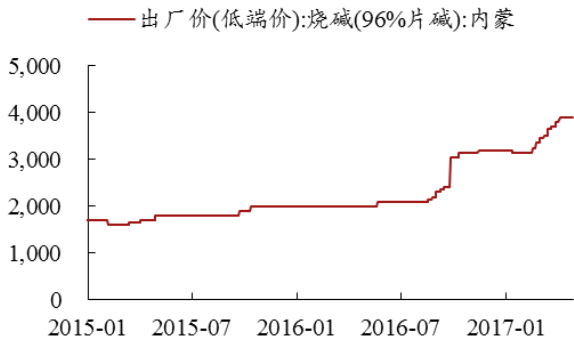
表 1 原材料价格大幅上涨拉低公司毛利率

	天然气	动力煤	烧碱	石油焦	煤沥青
2016Q3	3,279	468	2,251	1,111	1,770
2016Q4	3,612	594	3,175	1,201	1,946
2017Q1	3,728	605	3,358	1,604	3,028

资料来源：CEIC、招商证券

图 3 原材料价格大幅上涨拉低公司毛利率





资料来源: CEIC、招商证券

## 二、汽车板市场空间大，增速高，壁垒高

表 2 国内汽车板生产企业及国外主要汽车板生产企业情况

企业	地址	投产	产能 (kt/a)	在建产能 (kt/a)	产量 (kt)	说明
<b>国内:</b>						
西南铝业	重庆西彭	2009	8			
南南铝业	广西南宁	2015	60			
同人铝业	河南三门峡	2015	20			
中孚实业	河南伊川	2015	150			
南山铝业	山东龙口	2016		150		
天津忠旺	天津武清	2016			135	
明泰铝业	河南巩义	-		125		内板 45+外板 80
<b>国外:</b>						
诺贝丽斯	奥斯威戈轧制厂:美国	2013*	240			
	纳切斯特德铝业:德国	2009*	120			
	哥廷根轧制厂:德国	2015*	40			
	谢尔轧制厂:瑞士	2011*	80			
	诺贝丽斯-大韩铝业:韩国	2012	120			
	<b>诺贝丽斯(中国):中国</b>	<b>2016</b>			<b>100</b>	
	刘易斯波特轧制厂:美国	2017			220	
	<b>合计</b>		<b>600</b>	<b>330</b>	<b>400</b>	
美国铝业	达文波特轧制厂:美国	2013*	200			
	田纳西轧制厂:美国	2015*	150			
	沙特-美铝铝业:沙特	2016		120		参股 30%
	<b>合计</b>		<b>350</b>	<b>120</b>	<b>200</b>	
爱励国际	杜菲尔轧制厂:比利时	2009*	80			
	<b>爱励国际(镇江):中国</b>	<b>2017</b>			<b>100</b>	
	<b>合计</b>		<b>80</b>	<b>100</b>	<b>70</b>	
肯联铝业	辛根铝业:德国	2012*	50			
	波宁格林轧制厂:美国	2015	100			与日本联合铝业合作
	马斯克尔谢尔斯轧制厂:美国			200		
	<b>合计</b>		<b>150</b>	<b>200</b>	<b>100</b>	
海德鲁	格雷文布洛伊轧制厂:德国	2012*	200		100	
日本神户	神户钢铁公司铜铝部:日本	1998	100			
	<b>神钢汽车铝材(天津):中国</b>	<b>2016</b>			<b>100</b>	
	<b>合计</b>		<b>100</b>	<b>100</b>	<b>50</b>	主供亚洲地区

资料来源:《全球 ABS 项目建设一览》、招商证券 (\*指最近一次改扩建项目完工年度)

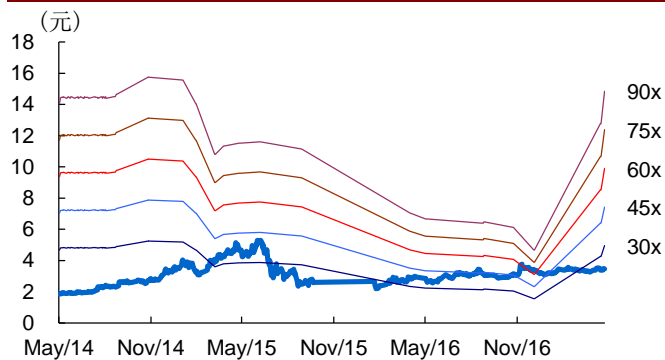
表 1 乘用车车身覆盖件铝板需求预测

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>国内:</b>						
国内乘用车销量/万辆	2115	2438	2608	2791	2986	3195
销量复合增速			7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
渗透率	1.3%	1.8%	2.4%	3.3%	4.4%	6.0%
单车车身铝板耗用量/千克	200	200	200	200	200	200
车身铝板需求/万吨	5	9	13	18	27	39
<b>全球:</b>						
全球乘用车销量/万辆	8910	9386	9761	10152	10558	10980
销量复合增速			4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
渗透率	6.0%	6.6%	7.3%	8.0%	8.8%	9.7%
单车车身铝板耗用量/千克	200	200	200	200	200	200
车身铝板需求/万吨	107	124	142	162	185	212

资料来源：中汽协、LMC、招商证券

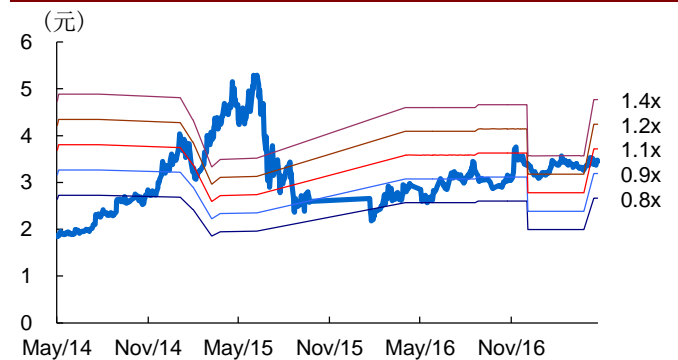
### 三、估值较低

图 4: 南山铝业历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 5: 南山铝业历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

#### 参考报告:

- 1、《南山铝业（600219）—致力于轻量化发展的铝加工领跑者》2017-04-13 市场最深度报告
- 2、《南山铝业（600219）—业绩环比持续改善，符合预期》2016-10-30
- 3、《南山铝业（600219）—业绩环比改善，电解铝提供业绩弹性，深加工是未来看点》2016-08-29

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	10663	11071	12497	13400	15831
现金	4584	4083	4040	3905	6063
交易性投资	1	0	0	0	0
应收票据	1010	1403	1716	1972	2071
应收款项	710	1150	1270	1459	1532
其它应收款	101	167	204	234	246
存货	3610	3836	4736	5237	5313
其他	647	432	531	593	606
<b>非流动资产</b>	24126	31615	30354	29206	28162
长期股权投资	260	283	283	283	283
固定资产	12591	23228	22199	21261	20403
无形资产	1478	2270	2043	1839	1655
其他	9797	5835	5829	5825	5821
<b>资产总计</b>	<b>34789</b>	<b>42685</b>	<b>42851</b>	<b>42607</b>	<b>43993</b>
<b>流动负债</b>	6297	6621	9653	7422	6415
短期借款	1828	1349	3858	1089	0
应付账款	2649	3160	3891	4303	4365
预收账款	189	296	364	403	408
其他	1632	1816	1540	1628	1642
<b>长期负债</b>	2977	2541	2541	2541	2541
长期借款	1202	702	702	702	702
其他	1775	1839	1839	1839	1839
<b>负债合计</b>	<b>9274</b>	<b>9162</b>	<b>12194</b>	<b>9963</b>	<b>8956</b>
股本	2835	9251	9251	9251	9251
资本公积金	14276	14800	14800	14800	14800
留存收益	6594	7624	4716	6643	8963
少数股东权益	1810	1849	1890	1949	2022
归属于母公司所有者权益	23705	31675	28767	30695	33015
<b>负债及权益合计</b>	<b>34789</b>	<b>42685</b>	<b>42851</b>	<b>42607</b>	<b>43993</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	894	1892	3613	4238	4944
净利润	560	1313	1718	2443	3053
折旧摊销	962	1665	2270	2156	2052
财务费用	139	184	194	174	50
投资收益	(13)	(88)	(86)	(86)	(86)
营运资金变动	(918)	(1271)	(525)	(518)	(199)
其它	164	89	43	69	74
<b>投资活动现金流</b>	(954)	(1581)	(1000)	(1000)	(1000)
资本支出	(1711)	(1921)	(1000)	(1000)	(1000)
其他投资	758	340	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	1158	(976)	(2656)	(3372)	(1785)
借款变动	603	(6506)	2077	(2769)	(1089)
普通股增加	870	6416	0	0	0
资本公积增加	4450	525	0	0	0
股利分配	(982)	(1418)	(4626)	(515)	(733)
其他	(3783)	7	(108)	(88)	36
<b>现金净增加额</b>	<b>1098</b>	<b>(665)</b>	<b>(43)</b>	<b>(135)</b>	<b>2158</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	13670	13228	16184	18594	19524
营业成本	11902	10231	12596	13929	14130
营业税金及附加	42	186	227	261	274
营业费用	325	428	485	552	587
管理费用	488	579	637	705	729
财务费用	103	143	194	174	50
资产减值损失	16	65	0	0	0
公允价值变动收益	1	(2)	(2)	(2)	(2)
投资收益	13	88	88	88	88
<b>营业利润</b>	809	1682	2130	3059	3840
营业外收入	34	64	64	64	64
营业外支出	4	17	17	17	17
<b>利润总额</b>	839	1728	2176	3105	3886
所得税	168	384	418	603	759
<b>净利润</b>	671	1344	1759	2502	3126
少数股东损益	111	32	41	59	74
<b>归属于母公司净利润</b>	560	1313	1718	2443	3053
<b>EPS (元)</b>	0.20	0.14	0.19	0.26	0.33

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-3%	-3%	22%	15%	5%
营业利润	-29%	108%	27%	44%	26%
净利润	-39%	134%	31%	42%	25%
<b>获利能力</b>					
毛利率	12.9%	22.7%	22.2%	25.1%	27.6%
净利率	4.1%	9.9%	10.6%	13.1%	15.6%
ROE	2.4%	4.1%	6.0%	8.0%	9.2%
ROIC	2.5%	3.9%	5.3%	7.5%	8.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	26.7%	21.5%	28.5%	23.4%	20.4%
净负债比率	9.3%	5.8%	10.6%	4.2%	1.6%
流动比率	1.7	1.7	1.3	1.8	2.5
速动比率	1.1	1.1	0.8	1.1	1.6
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
存货周转率	3.3	2.7	2.9	2.8	2.7
应收帐款周转率	21.8	14.2	13.4	13.6	13.1
应付帐款周转率	5.1	3.5	3.6	3.4	3.3
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.20	0.14	0.19	0.26	0.33
每股经营现金	0.32	0.20	0.39	0.46	0.53
每股净资产	8.36	3.42	3.11	3.32	3.57
每股股利	0.50	0.50	0.06	0.08	0.10
<b>估值比率</b>					
PE	17.8	24.7	18.9	13.3	10.6
PB	0.4	1.0	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	23.6	12.6	9.3	7.9	7.2

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

刘文平：招商证券有色金属首席分析师，中南大学本科，中科院理学硕士，曾获金贝塔组合最高收益奖、水晶球最佳分析师、金牛分析师 第五名。

刘伟浩：招商证券有色研究员。中南大学硕士，SMM 6 年研究经验，曾任铅锌团队负责人，对基本金属板块有着深刻的认识和人脉资源。2017 年 3 月份加入招商证券。

黄昱颖：清华大学材料科学与工程硕士，2016 年 7 月加入招商证券，现为有色金属行业研究员。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20% 以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20% 之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于  $\pm 5\%$  之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5% 以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。