

公司研究/中报点评

2017年08月28日

有色金属/金属加工材料 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 3.87
合理价格区间(元): 4.2~4.62

李斌 执业证书编号: S0570517050001
研究员 libin@htsc.com

黄孚 010-56793948
联系人 huangfu@htsc.com

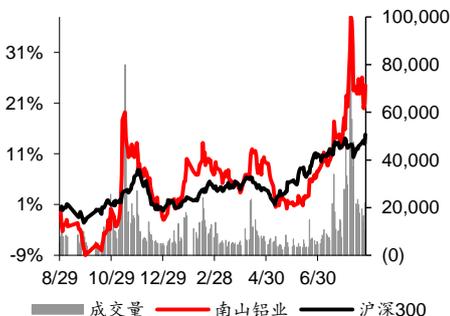
孙雪琬 0755-82125064
联系人 sunxuewan@htsc.com

邱乐园 010-56793945
联系人 qiuleyuan@htsc.com

相关研究

- 1《南山铝业(600219,增持): 怡力并入增厚利润, 高端铝材放量渐进》2017.04
- 2《南山铝业(600219):利息拖累业绩, 主业仍趋平稳》2016.08
- 3《南山铝业(600219):上调定增价, 彰显长期发展信心》2016.05

股价走势图



资料来源: Wind

稳定的业绩, 可观的弹性

南山铝业(600219)

公司发布 2017 年半年度报告, 业绩符合预期

公司 2017 年上半年实现营业收入约 75.54 亿元, 同比上升 22.04%; 实现归属于上市公司股东的净利润 7.42 亿元, 同比上升 202.14%, 基本每股收益 0.08 元, 同比下降 11.11%; 其中, 第二季度实现营业收入约 40.86 亿元, 同比上升 20.70%; 归属于上市公司股东的净利润 4.55 亿元, 同比上升 164.01%, 业绩符合预期。

全产业链延展, 业绩稳如磐

若考虑到收购山东怡力电力事项对去年财报进行追溯调整, 公司 2017H1 归母净利润实际同比增幅约 30.64%, 业绩增长较为可观。公司构建了以电力、氧化铝、电解铝、铝挤压材和铝压延材产品为主体的产业链, 且因上游主要原料(氧化铝和预焙阳极)完全自给, 原料涨价对公司业绩的影响较有限, 因此充分受益于铝产业链整体的价格上涨。今年上半年电解铝均价约 13600 元/吨, 同比增加约 16%, 为公司业绩向好的重要因素, 此外下游深加工产能的投放亦将护航未来业绩的稳步增长。

航空板获波音认证, 高端铝材项目持续推进

报告期内公司年产 20 万吨超大规格高性能特种铝合金材料稳步推进, 目前项目全部建成、正式投产, 并已实现了稳产, 预计将于 2017 年继续提升产销量, 2018 年实现满负荷生产。航空板方面, 公司积极推进与空客、波音、中商飞等国内外知名航空企业的深度合作, 并与波音公司签订了采购供应合同, 2017 年 6 月获得了波音公司的资格认证, 下半年预计实现批量供货。公司年产 1.4 万吨大型精密模锻件项目产品主要面对航空、交通运输、能源、动力机械、矿山设备等市场的铝合金、钛合金、镍基高温合金锻件产品, 报告期内开始逐步生产。

受益供给侧改革, 业绩弹性可观

我们认为供给侧改革必将带来铝行业的深刻变革, 主要体现在供需关系将从以往的过剩向常态化紧平衡过渡, 环保高压下合规合法、产业链完整的企业竞争力将不断提升, 公司将充分受益于此。首先, 公司拥有约 81.6 万吨合规的电解铝产能, 且采暖季不受环保限产影响, 经测算, 铝价每上涨 1000 元公司净利润增厚约 5 亿, 业绩弹性可观。其次, 预焙阳极和氧化铝也因环保压力及供需变化等因素具备持续上涨的可能, 原料自给率显得尤为重要, 公司此二项原料均完全自给, 成本上升空间有限。

维持“增持”评级

鉴于供给侧改革推进加速, 将 2017-19 年铝价预测上修至 14500、15000、15500 元/吨, 对应公司归母净利润预测值分别为 19.59、22.93、26.04 亿元, 对应 EPS 分别为 0.21、0.25、0.28 元, 对应 PE 为 18.32、15.58、13.81 倍, 按可比公司 17 年 20-22 倍的 PE, 上调公司目标价至 4.2-4.62 元。维持“增持”评级。

风险提示: 供给侧改革执行不达预期; 高端铝材项目推进不达预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	9,251
流通 A 股(百万股)	7,088
52 周内股价区间(元)	2.87-7.99
总市值(百万元)	35,802
总资产(百万元)	44,284
每股净资产(元)	3.45

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	13,777	13,228	14,307	15,712	16,818
+/-%	(1.99)	(3.98)	8.16	9.82	7.04
归属母公司净利润(百万元)	1,018	1,313	1,954	2,283	2,593
+/-%	13.67	28.94	48.85	16.83	13.59
EPS(元, 最新摊薄)	0.11	0.14	0.21	0.25	0.28
PE(倍)	35.16	27.27	18.32	15.68	13.81

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

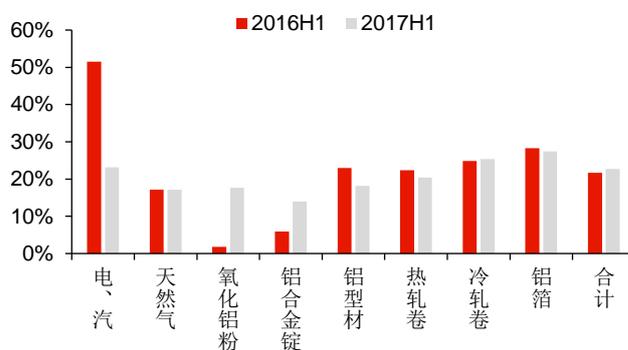
公司业绩情况

图表1: 今年来公司营业收入和净利润增长明显



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 铝合金、冷轧及总体毛利率有所增加



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

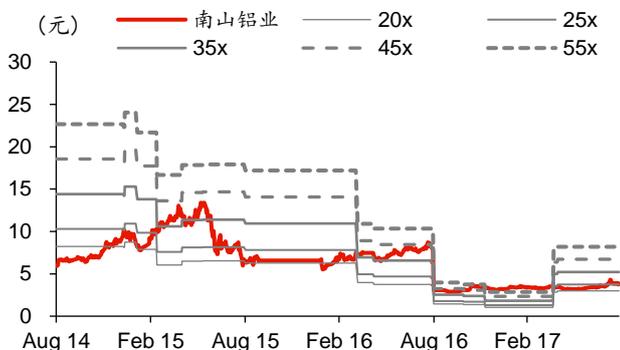
图表3: 南山铝业重点项目情况

项目名称	项目金额	项目进度	本年度投入	资金来源
年产 20 万吨超大规格高性能特种铝合金材料生产线	61.90	98%	1.44	募集及自有资金
年产 1.4 万吨大型精密模锻件项目	15.10	96%	0.01	自有资金
合计	77.00	/	1.5	

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

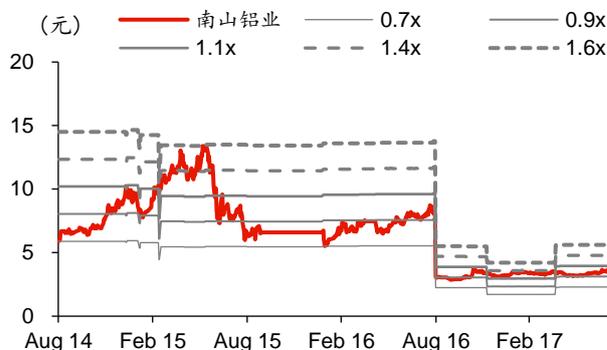
PE/PB - Bands

图表4: 南山铝业历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 南山铝业历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	10,818	11,071	11,987	12,570	14,941
现金	4,584	4,083	5,660	5,484	7,356
应收账款	710.63	1,150	960.57	1,118	1,218
其他应收账款	101.47	166.51	128.55	127.05	128.44
预付账款	152.03	332.66	230.20	275.36	299.60
存货	3,840	3,836	3,707	4,104	4,350
其他流动资产	1,431	1,502	1,301	1,462	1,589
非流动资产	31,331	31,615	32,131	32,781	32,135
长期投资	260.39	282.52	370.96	459.41	547.85
固定投资	19,001	23,228	24,726	25,376	26,895
无形资产	2,255	2,270	2,214	2,158	2,102
其他非流动资产	9,815	5,835	4,820	4,787	2,590
资产总计	42,150	42,685	44,118	45,351	47,076
流动负债	6,574	6,621	6,062	6,527	6,753
短期借款	1,828	1,349	1,600	1,600	1,600
应付账款	2,862	3,160	2,823	3,204	3,401
其他流动负债	1,884	2,111	1,638	1,723	1,752
非流动负债	3,276	2,541	2,969	2,250	1,944
长期借款	1,501	702.35	460.34	32.87	(332.78)
其他非流动负债	1,775	1,839	2,509	2,218	2,277
负债合计	9,850	9,162	9,031	8,777	8,697
少数股东权益	1,810	1,849	1,970	2,100	2,237
股本	2,835	9,251	9,251	9,251	9,251
资本公积	21,058	14,680	14,680	14,680	14,680
留存公积	6,594	7,624	9,235	10,593	12,261
归属母公司股	30,489	31,675	33,116	34,474	36,142
负债和股东权益	42,150	42,685	44,118	45,351	47,076

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	2,631	1,892	4,283	3,952	4,514
净利润	1,129	1,344	2,076	2,412	2,730
折旧摊销	1,493	1,665	1,746	1,937	2,143
财务费用	152.39	142.62	54.70	(48.88)	(106.05)
投资损失	(13.23)	(88.45)	(88.45)	(88.45)	(88.45)
营运资金变动	(144.56)	(1,256)	281.30	(300.17)	(273.21)
其他经营现金	14.37	83.71	213.87	40.27	108.60
投资活动现金	(1,840)	(1,581)	(2,415)	(2,510)	(1,510)
资本支出	2,599	1,921	2,500	2,500	1,500
长期投资	(15.09)	(26.00)	17.36	88.45	88.45
其他投资现金	743.29	314.01	102.65	78.06	78.06
筹资活动现金	307.12	(976.36)	(292.08)	(1,617)	(1,132)
短期借款	(520.42)	(478.24)	250.70	0.00	0.00
长期借款	870.74	(798.39)	(242.01)	(427.47)	(365.65)
普通股增加	870.50	6,416	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	11,160	(6,378)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(12,073)	261.93	(300.78)	(1,190)	(766.74)
现金净增加额	1,090	(527.73)	1,577	(175.30)	1,872

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	13,777	13,228	14,307	15,712	16,818
营业成本	11,187	10,231	10,533	11,459	12,120
营业税金及附加	90.83	185.73	200.89	220.61	236.14
营业费用	325.24	428.11	398.41	450.08	487.71
管理费用	592.49	579.33	609.57	676.70	723.78
财务费用	152.39	142.62	54.70	(48.88)	(106.05)
资产减值损失	14.89	65.45	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.88	(2.36)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	13.23	88.45	88.45	88.45	88.45
营业利润	1,428	1,682	2,599	3,043	3,445
营业外收入	35.60	63.53	49.71	51.97	53.14
营业外支出	13.97	17.29	15.57	15.88	16.01
利润总额	1,449	1,728	2,633	3,079	3,482
所得税	320.71	383.64	557.34	667.34	751.86
净利润	1,129	1,344	2,076	2,412	2,730
少数股东损益	110.51	31.62	121.88	129.18	137.39
归属母公司净利润	1,018	1,313	1,954	2,283	2,593
EBITDA	3,074	3,490	4,400	4,932	5,482
EPS (元)	0.11	0.14	0.21	0.25	0.28

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(1.99)	(3.98)	8.16	9.82	7.04
营业利润	24.92	17.79	54.55	17.09	13.20
归属母公司净利润	13.67	28.94	48.85	16.83	13.59
获利能力 (%)					
毛利率	18.80	22.66	26.38	27.07	27.94
净利率	7.39	9.92	13.66	14.53	15.42
ROE	3.34	4.14	5.90	6.62	7.17
ROIC	3.80	4.31	6.26	6.84	7.72
偿债能力					
资产负债率 (%)	23.37	21.46	20.47	19.35	18.47
净负债比率 (%)	36.04	27.11	22.81	18.60	14.57
流动比率	1.65	1.67	1.98	1.93	2.21
速动比率	1.06	1.09	1.37	1.30	1.57
营运能力					
总资产周转率	0.37	0.31	0.33	0.35	0.36
应收账款周转率	19.64	12.74	12.15	13.55	12.90
应付账款周转率	4.57	3.40	3.52	3.80	3.67
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.11	0.14	0.21	0.25	0.28
每股经营现金流(最新摊薄)	0.28	0.20	0.46	0.43	0.49
每股净资产(最新摊薄)	3.30	3.42	3.58	3.73	3.91
估值比率					
PE (倍)	35.16	27.27	18.32	15.68	13.81
PB (倍)	1.17	1.13	1.08	1.04	0.99
EV_EBITDA (倍)	12.07	10.63	8.43	7.52	6.77

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com