

# 南山铝业 (600219.SH)

## 加码氧化铝项目，成本望进一步改善

### 核心观点:

● **事件：公司拟配股募集资金，投资建设印尼 100 万吨氧化铝项目**

因业务发展需要，公司拟向全体股东按每 10 股配售不超过 3 股的比例配售股份，配股拟募集资金总额不超过人民币 50 亿元（含发行费用），扣除发行费用后的净额将全部用于投资“印尼宾坦南山工业园 100 万吨氧化铝项目”。此外，公司控股股东南山集团及其全资子公司怡力电业承诺将按持股比例全额认购。

● **氧化铝产能进一步扩张，公司的盈利能力增强**

低成本扩产能，公司产业链发展和盈利能力进一步加强。项目将由公司海外间接控股子公司 BAI 负责实施（目前间接持有 69.30%，红石铝业转让后将达 94.05%），将在铝土矿原产地印度尼西亚廖内省宾坦岛附近建厂，受益于当地丰富的铝土矿和煤炭资源，项目原材料成本大幅降低。公司指出此项目建设期 3 年、生产期 23 年，并预计项目达产后可实现年均利润总额约 8,769 万美元（约合人民币 59,631 万元），项目 IRR 约为 13%，投资回收期 9.49 年，较强盈利能力将进一步增厚公司利润。

● **公司响应一带一路政策和国家产业规划，销售前景广阔**

项目达产后，公司氧化铝自给率将进一步提升（目前拥有氧化铝产能 140 万吨），原材料成本将进一步稳定。考虑到东南亚等地区电解铝产量高速增长和国产氧化铝供小于求、环保趋严，未来氧化铝价格有望上行，公司国内外销售前景广阔，公司氧化铝优势将最终显现。

● **17-19 年业绩分别为 0.20 元/股、0.23 元/股、0.26 元/股**

暂不考虑配股事宜，按最新收盘价计算对应公司 17-19 年 PE 分别为 20 倍、17 倍和 15 倍，并考虑到公司项目产能的逐步释放和供给侧改革推进铝价不断上升，公司利润增厚，维持公司“买入”评级。

**风险提示：**政策进度不及预期；项目进度低于预期。

### 盈利预测:

	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	13,669.89	13,227.89	17,043.33	18,623.23	19,305.28
增长率(%)	-2.75%	-3.23%	28.84%	9.27%	3.66%
EBITDA(百万元)	1,874.64	3,469.19	4,531.94	5,338.00	6,230.96
净利润(百万元)	560.28	1,312.73	1,878.48	2,136.05	2,406.84
增长率(%)	-38.63%	134.30%	43.10%	13.71%	12.68%
EPS (元/股)	0.198	0.142	0.203	0.231	0.260
市盈率 (P/E)	33.30	21.78	19.70	17.32	15.37
市净率 (P/B)	0.79	0.90	1.10	1.04	0.97
EV/EBITDA	10.04	8.21	8.61	7.69	6.84

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

<b>公司评级</b>	<b>买入</b>
当前价格	4.00 元
前次评级	买入
报告日期	2017-09-11

### 相对市场表现



分析师： 巨国贤 S0260512050006  
☎ 0755-82535901  
✉ juguoxian@gf.com.cn  
分析师： 赵鑫 S0260515090002  
☎ 02160759794  
✉ gzzhaoxin@gf.com.cn

### 相关研究:

- 广发报告-中报点评-南山铝业 (600219.SH)：量价齐升，增厚公司业绩 2017-08-27
- 南山铝业 (600219.SH)：汽车铝板业务或将迎来快速增长 2017-04-10
- 南山铝业 (600219.SH)：氧化铝铝价跌拖累业绩，深加工业务继续向好 2016-08-26

请务必阅读末页的免责声明

**资产负债表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	10,663	11,071	13,157	12,682	12,213
货币资金	4,584	4,083	4,310	2,995	2,261
应收及预付	2,049	3,052	3,590	3,916	4,052
存货	3,610	3,836	4,807	5,170	5,250
其他流动资产	420	99	450	600	650
<b>非流动资产</b>	24,126	31,615	34,770	38,815	42,803
长期股权投资	260	283	283	283	283
固定资产	12,594	23,230	25,211	28,020	31,772
在建工程	9,453	5,389	6,290	7,263	7,138
无形资产	1,503	2,297	2,487	2,763	3,148
其他长期资产	317	416	499	488	463
<b>资产总计</b>	34,789	42,685	47,927	51,497	55,016
<b>流动负债</b>	6,297	6,621	9,908	11,152	12,072
短期借款	1,828	1,349	3,867	4,600	5,398
应付及预收	4,209	4,794	5,759	6,248	6,344
其他流动负债	261	478	282	303	331
<b>非流动负债</b>	2,977	2,541	2,453	2,468	2,483
长期借款	1,202	702	702	702	702
应付债券	1,491	1,493	1,493	1,493	1,493
其他非流动负债	284	346	258	273	287
<b>负债合计</b>	9,274	9,162	12,361	13,620	14,555
股本	2,835	9,251	9,251	9,251	9,251
资本公积	14,274	14,680	14,680	14,680	14,680
留存收益	6,594	7,624	9,502	11,638	14,045
归属母公司股东权益	23,705	31,675	33,554	35,690	38,096
少数股东权益	1,810	1,849	2,013	2,187	2,364
<b>负债和股东权益</b>	34,789	42,685	47,927	51,497	55,016

**现金流量表**

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	894	1,892	3,191	4,423	5,439
净利润	671	1,344	2,043	2,311	2,584
折旧摊销	962	1,665	1,947	2,335	2,846
营运资金变动	-843	-1,256	-911	-359	-164
其它	104	138	113	137	174
<b>投资活动现金流</b>	-954	-1,581	-5,044	-6,263	-6,728
资本支出	-1,704	-1,903	-5,095	-6,332	-6,789
投资变动	6	-5	51	70	60
其他	745	327	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-1,998	-2,084	2,080	525	555
银行借款	3,148	1,245	2,518	733	798
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-6,577	-3,261	-1,789	-59	-94
<b>现金净增加额</b>	-2,058	-1,773	227	-1,314	-735
<b>期初现金余额</b>	3,322	4,584	4,083	4,310	2,995
<b>期末现金余额</b>	1,264	2,811	4,310	2,995	2,261

**主要财务比率**

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	-2.7%	-3.2%	28.8%	9.3%	3.7%
营业利润增长	-29.2%	108.0	51.7%	13.9%	11.7%
归属母公司净利润增长	-38.6%	134.3	43.1%	13.7%	12.7%
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	12.9%	22.7%	22.5%	12.9%	22.7%
净利率	4.9%	10.2%	12.0%	12.4%	13.4%
ROE	2.4%	4.1%	5.6%	6.0%	6.3%
ROIC	2.9%	4.2%	5.5%	5.7%	5.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	26.7%	21.5%	25.8%	26.4%	26.5%
净负债比率	0.6%	-0.3%	5.6%	10.7%	13.9%
流动比率	1.69	1.67	1.33	1.14	1.01
速动比率	1.08	1.04	0.80	0.63	0.54
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.41	0.34	0.38	0.37	0.36
应收账款周转率	21.78	14.22	14.22	14.22	14.22
存货周转率	3.31	2.75	2.75	2.75	2.75
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.20	0.14	0.20	0.23	0.26
每股经营现金流	0.32	0.20	0.34	0.48	0.59
每股净资产	8.36	3.42	3.63	3.86	4.12
<b>估值比率</b>					
P/E	33.3	21.8	19.7	17.3	15.4
P/B	0.8	0.9	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	10.0	8.2	8.6	7.7	6.8

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	13,670	13,228	17,043	18,623	19,305
营业成本	11,902	10,231	13,212	14,207	14,429
营业税金及附加	42	186	99	113	140
销售费用	325	428	479	563	563
管理费用	488	579	669	737	789
财务费用	103	143	73	152	198
资产减值损失	16	65	12	14	1
公允价值变动收益	1	-2	0	0	0
投资净收益	13	88	51	70	60
<b>营业利润</b>	809	1,682	2,551	2,907	3,246
营业外收入	34	64	49	56	52
营业外支出	4	17	11	14	12
<b>利润总额</b>	839	1,728	2,589	2,949	3,286
所得税	168	384	546	639	703
<b>净利润</b>	671	1,344	2,043	2,311	2,584
少数股东损益	111	32	164	174	177
<b>归属母公司净利润</b>	560	1,313	1,878	2,136	2,407
EBITDA	1,875	3,469	4,532	5,338	6,231
EPS(元)	0.20	0.14	0.20	0.23	0.26

## 广发有色行业研究小组

- 巨国贤：首席分析师，材料学硕士，四年北京有色金属研究总院工作经历，四年矿业与新材料产业投资经历，六年证券从业经历，2013年、2014年新财富最佳分析师第一名，2012年新财富最佳分析师第二名，金牛最佳分析师第二名。
- 赵鑫：资深分析师，CFA，材料学硕士，两年国际铜业公司工作经验，四年证券从业经历，2015年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。