

强烈推荐-A (维持)

南山铝业 600219.SH

当前股价: 3.94 元
2017年10月25日

全产业链优势明显 顺势而起大有可为

基础数据

上证综指	3397
总股本(万股)	925110
已上市流通股(万股)	708796
总市值(亿元)	364
流通市值(亿元)	279
每股净资产(MRQ)	3.5
ROE(TTM)	6.7
资产负债率	25.6%
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	19	32
相对表现	-8	3	14



相关报告

- 1、《南山铝业(600219)一收入利润比翼齐飞,汽车板值得期待》2017-05-02
- 2、《南山铝业(600219)一致力于轻量化发展的铝加工领跑者》2017-04-13
- 3、《南山铝业(600219)一业绩环比持续改善,符合预期》2016-10-30

刘文平

liuwenping@cmschina.com.cn
S1090517030002

研究助理

刘伟洁

liuweijie@cmschina.com.cn

黄梓钊

075583295441

huangzizhao@cmschina.com.cn
S1090517090003

事件:

公司公布三季度报告,报告显示,2017年前三个季度公司实现营业收入119.79亿元,同比增加20.55%,实现归属于上市公司股东的净利润13.21亿元,同比增加32.75%。实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润12.9亿元,同比增加198.10%,主要原因上年同期扣除的非经常性损益中包含山东怡力电业前三季度净利润。

评论:

1、全产业链优势凸显,高端铝加工不断取得突破

公司是国内铝加工行业的领头羊。报告期内公司在航空、汽车、轨道交通用铝及电池箔等领域实现突破,量和利润双提升。9月,通过波音公司的认证,开始正式供货。这标志着南山铝业乃至中国在航空用铝材料的研发、批量化生产方面实现了零的突破,也标志着中国铝加工行业的发展水平再上新台阶。

公司拥有生产航空板、汽车板为主的20万吨超大规格高性能特种铝合金材料生产线和以生产航空、能源、海工锻件为主的1.4万吨大型精密模锻件生产线。均已经建成投产。公司还承担了中国商飞C919大飞机用2524铝合金蒙皮和2024铝合金厚板产品的研发任务,已基本完成研制。

2、采暖季铝价有望持续走高,南山铝业不在限产范围

采暖季限产有望改变电解铝供应过剩结构,电解铝供给侧改革带来的产业结构调整将在四季度得到最好的验证。预计采暖季限产下,电解铝库存高位回落,铝价有望进一步走强。公司年产能82万吨电解铝生产线不受采暖季约束,公司将充分享受铝价上涨带来的利润。

3、原料自给率高,抵御原料成本上涨能力相对更强

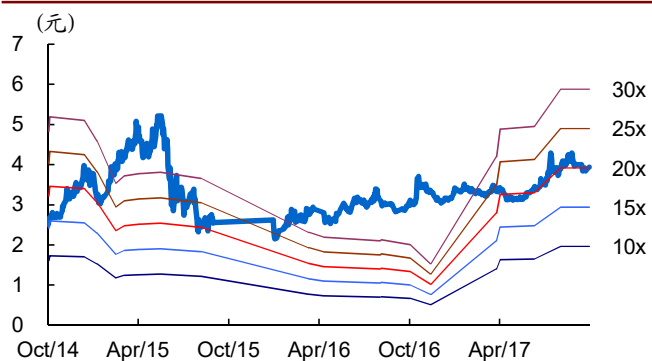
原料方面,氧化铝、预焙阳极以及自发电均100%自给,且采暖季均不受采暖季限产影响。行业内相对成本抵御能更强。

公司拟投资项目“印尼宾坦南山工业园100万吨氧化铝项目”预计2020年投产。该项目配备自建电厂。公司利用印尼当地丰富的铝土矿及煤炭资源生产氧化铝,实现较低成本的氧化铝产能扩张,增强公司的盈利能力,公司抗风险能力进一步提高。根据公司测算,项目达产后,可以实现59,631.17万元/年利润总额。

评级: 电解铝供给侧改革的大势下,公司顺势而行,全产业链布局,深加工不断突破,我们认为南山铝业利润增长空间广阔,维持强烈推荐评级。

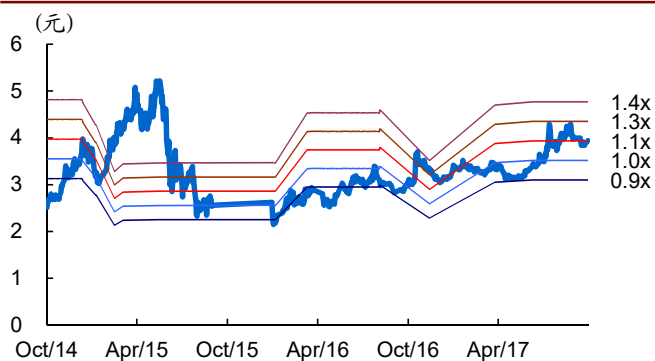
风险: 电解铝供给侧改革政策执行不及预期,导致铝价下跌;公司新建在建项目不及预期。

图 1: 南山铝业历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2: 南山铝业历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	10663	11071	13180	17462	21227
现金	4584	4083	4425	7461	10820
交易性投资	1	0	0	0	0
应收票据	1010	1403	1778	2101	2206
应收款项	710	1150	1316	1555	1633
其它应收款	101	167	211	249	262
存货	3610	3836	4901	5474	5660
其他	647	432	550	622	646
非流动资产	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
资产总计	34789	42685	43534	46669	49389
流动负债	6297	6621	5972	6587	6788
短期借款	1828	1349	0	0	0
应付账款	2649	3160	4026	4497	4650
预收账款	189	296	377	421	435
其他	1632	1816	1569	1670	1703
长期负债	2977	2541	2541	2541	2541
长期借款	1202	702	702	702	702
其他	1775	1839	1839	1839	1839
负债合计	9274	9162	8513	9129	9329
股本	2835	9251	9251	9251	9251
资本公积金	14276	14800	14800	14800	14800
留存收益	6594	7624	9075	11521	13961
少数股东权益	1810	1849	1895	1967	2048
归属于母公司所有者权益	23705	31675	33126	35573	38012
负债及权益合计	34789	42685	43534	46669	49389

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	894	1892	3576	4533	5163
净利润	560	1313	1914	3021	3345
折旧摊销	962	1665	2270	2156	2052
财务费用	139	184	76	10	(16)
投资收益	(13)	(88)	(86)	(86)	(86)
营运资金变动	(918)	(1271)	(650)	(656)	(213)
其它	164	89	52	89	81
投资活动现金流	(954)	(1581)	(1000)	(1000)	(1000)
资本支出	(1711)	(1921)	(1000)	(1000)	(1000)
其他投资	758	340	0	0	0
筹资活动现金流	1158	(976)	(2234)	(498)	(804)
借款变动	(183)	(7641)	(1781)	0	0
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	(196)	(284)	(463)	(574)	(906)
其他	(3783)	7	10	77	102
现金净增加额	1098	(665)	342	3035	3359

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	13670	13228	16764	19815	20806
营业成本	11902	10231	13034	14558	15055
营业税金及附加	42	186	235	278	292
营业费用	325	428	485	552	601
管理费用	488	579	637	705	746
财务费用	103	143	76	10	(16)
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
营业利润	809	1682	2382	3798	4214
营业外收入	34	64	64	64	64
营业外支出	4	17	17	17	17
利润总额	839	1728	2428	3845	4260
所得税	168	384	468	751	834
净利润	671	1344	1960	3093	3426
少数股东损益	111	32	46	73	81
归属于母公司净利润	560	1313	1914	3021	3345
EPS (元)	0.20	0.14	0.21	0.33	0.36

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-3%	-3%	27%	18%	5%
营业利润	-29%	108%	42%	59%	11%
净利润	-39%	134%	46%	58%	11%
获利能力					
毛利率	12.9%	22.7%	22.2%	26.5%	27.6%
净利率	4.1%	9.9%	11.4%	15.2%	16.1%
ROE	2.4%	4.1%	5.8%	8.5%	8.8%
ROIC	2.5%	3.9%	5.5%	8.0%	8.2%
偿债能力					
资产负债率	26.7%	21.5%	19.6%	19.6%	18.9%
净负债比率	9.3%	5.8%	1.6%	1.5%	1.4%
流动比率	1.7	1.7	2.2	2.7	3.1
速动比率	1.1	1.1	1.4	1.8	2.3
营运能力					
资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
存货周转率	3.3	2.7	3.0	2.8	2.7
应收帐款周转率	21.8	14.2	13.6	13.8	13.1
应付帐款周转率	5.1	3.5	3.6	3.4	3.3
每股资料 (元)					
每股收益	0.20	0.14	0.21	0.33	0.36
每股经营现金	0.32	0.20	0.39	0.49	0.56
每股净资产	8.36	3.42	3.58	3.85	4.11
每股股利	0.10	0.05	0.06	0.10	0.11
估值比率					
PE	19.9	27.8	19.0	12.1	10.9
PB	.5	1.2	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	25.0	13.3	9.6	7.6	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，6年基本金属研究经验，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。

黄梓钊：美国东北大学硕士，2015年7月加入招商证券，曾就职地产团队入围新财富，2017年加入招商证券，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±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。