

上半年业绩受铝价影响小幅下滑

——南山铝业(600219.SH) 2019年中报点评

公司简报

◆事件:

2019年上半年,公司实现营收105.46亿元,同比增加8.97%,实现归母净利7.68亿元,同比下降6.52%,扣非后归母净利6.61亿元,同比下滑17.25%。单二季度,公司实现营收56.36亿元,同比上涨10.23%,实现归母净利5.14亿元,同比下滑1.88%,扣非后归母净利4.55亿元,同比下滑14.31%。

◆点评:

2019年上半年,公司营收增长主要在于产品销量增长。2019年上半年铝锭价格先扬后抑,均价为14037元/吨,较2018年同期14666元/吨下滑4.2%。由于铝价小幅下滑,公司产品毛利率受到影响。公司销售毛利率为17.37%,较去年同期下滑2.2个百分点,销售净利率为7.79%,较去年同期下滑1.19个百分点。另外,2018年4季度公司业绩较差主要受铝价单边下行影响。如按现阶段铝价走势(14000元/吨),2019年4季度业绩有望实现大幅同比增长。

◆积极海外布局,提升产品附加值

目前,公司在航天领域、新能源汽车领域取得了重大突破。产品质量得到众多知名的航天企业与汽车企业认证,先后成为波音、空客、罗罗、赛峰、中航工业等飞机制造及零部件加工企业合格供应商,供货量持续扩大;为宝马、通用、一汽大众等国内外知名汽车主机厂以及世界知名的新能源汽车厂批量供货,订单持续增长。

◆配股项目助力氧化铝海外布局

公司配股完成,投资100万吨/年印尼氧化铝项目,计划于2020年投产。根据2019年上半年报披露,工程进度已达25%。如项目能够成功投产落地,将有望提升公司氧化铝自给率。

◆盈利预测

基于公司上半年业绩不及预期,我们下调公司2019EPS至0.14元,维持2020~2021年EPS,分别为0.17、0.21元。基于公司为铝加工行业龙头,有望受益行业扩容,我们继续维持“增持”评级。

◆风险提示:项目投产进度不及预期,铝产品价格下跌。

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	17,068	20,222	22,193	23,393	24,563
营业收入增长率	29.03%	18.48%	9.74%	5.41%	5.00%
净利润(百万元)	1,611	1,438	1,668	2,062	2,468
净利润增长率	22.75%	-10.76%	16.01%	23.61%	19.69%
EPS(元)	0.13	0.12	0.14	0.17	0.21
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.92%	3.76%	4.25%	5.05%	5.79%
P/E	16	18	15	12	10
P/B	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6

资料来源:Wind,光大证券研究所预测,股价时间为2019年08月26日

增持(维持)

分析师

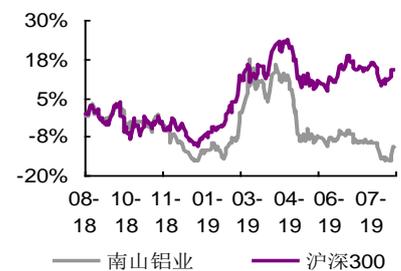
李伟峰 (执业证书编号:S0930514050002)
021-52523821
liweifeng@ebsec.com

刘慨昂 (执业证书编号:S0930518050001)
021-52523821
liuka@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股): 119.50
总市值(亿元): 254.55
一年最低/最高(元): 2.04/2.93
近3月换手率: 26.29%

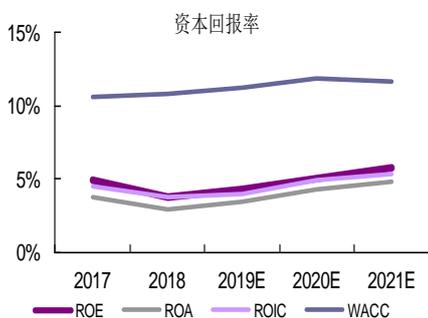
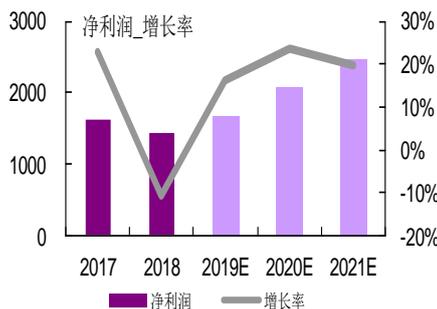
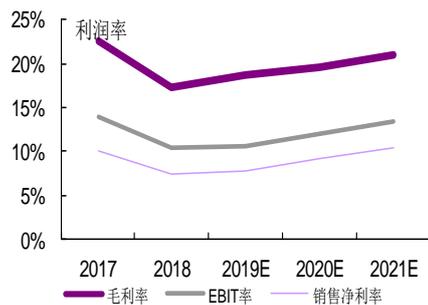
股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-0.68	-8.47	-25.50
绝对	-1.76	-2.27	-10.72

资料来源:Wind



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	17,068	20,222	22,193	23,393	24,563
营业成本	13,213	16,707	18,043	18,816	19,404
折旧和摊销	1,947	2,039	2,302	2,329	2,476
营业税费	259	251	333	351	368
销售费用	390	532	444	468	491
管理费用	681	733	888	936	983
财务费用	205	264	126	57	15
公允价值变动损益	-6	0	0	0	0
投资收益	48	68	55	55	55
营业利润	2,256	1,819	2,300	2,812	3,348
利润总额	2,259	1,832	2,300	2,818	3,353
少数股东损益	109	85	80	80	80
归属母公司净利润	1,611	1,438	1,668	2,062	2,468

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	46,041	52,299	51,241	49,908	53,297
流动资产	15,173	21,759	23,305	24,245	25,105
货币资金	5,571	6,305	6,920	7,294	7,659
交易型金融资产	40	0	0	0	0
应收帐款	2,084	2,134	2,319	2,444	2,567
应收票据	1,445	2,698	2,961	3,122	3,278
其他应收款	390	231	253	267	280
存货	4,564	5,241	5,660	5,902	6,087
可供出售投资	71	71	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	291	340	345	351	356
固定资产	25,975	25,010	23,322	21,544	24,033
无形资产	2,428	2,381	2,296	2,214	2,134
总负债	11,381	12,042	9,832	6,882	8,365
无息负债	5,179	5,429	5,773	6,005	6,180
有息负债	6,201	6,612	4,059	877	2,186
股东权益	34,660	40,258	41,409	43,026	44,932
股本	9,251	11,950	11,950	11,950	11,950
公积金	15,598	17,532	17,699	17,905	18,152
未分配利润	7,854	8,649	9,552	10,884	12,462
少数股东权益	1,916	2,030	2,110	2,190	2,270

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,810	2,184	3,821	4,139	4,665
净利润	1,611	1,438	1,668	2,062	2,468
折旧摊销	1,947	2,039	2,302	2,329	2,476
净营运资金增加	3,960	6,591	1,201	709	684
其他	-5,709	-7,885	-1,351	-962	-964
投资活动产生现金流	-1,828	-5,708	71	-1	-4,951
净资本支出	-1,348	-1,727	-50	-50	-5,000
长期投资变化	291	340	-6	-6	-6
其他资产变化	-771	-4,322	126	55	55
融资活动现金流	1,615	3,857	-3,277	-3,764	651
股本变化	0	2,699	0	0	0
债务净变化	2,225	411	-2,553	-3,182	1,309
无息负债变化	-6	250	344	231	175
净现金流	1,522	407	614	374	365

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	29.03%	18.48%	9.74%	5.41%	5.00%
净利润增长率	22.75%	-10.76%	16.01%	23.61%	19.69%
EBITDA 增长率	27.26%	-4.29%	12.73%	10.06%	12.44%
EBIT 增长率	37.18%	-11.63%	12.55%	18.68%	17.53%
估值指标					
PE	16	18	15	12	10
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	7	9	7	6	6
EV/EBIT	12	17	14	11	10
EV/NOPLAT	16	20	19	14	13
EV/Sales	2	2	2	1	1
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	22.58%	17.38%	18.70%	19.57%	21.00%
EBITDA 率	25.38%	20.50%	21.06%	21.99%	23.55%
EBIT 率	13.97%	10.42%	10.69%	12.03%	13.47%
税前净利润率	13.23%	9.06%	10.37%	12.05%	13.65%
税后净利润率 (归属母公司)	9.44%	7.11%	7.52%	8.81%	10.05%
ROA	3.74%	2.91%	3.41%	4.29%	4.78%
ROE (归属母公司) (摊薄)	4.92%	3.76%	4.25%	5.05%	5.79%
经营性 ROIC	4.51%	3.77%	3.99%	4.91%	5.38%
偿债能力					
流动比率	2.01	2.38	2.52	3.86	3.23
速动比率	1.40	1.81	1.91	2.92	2.45
归属母公司权益/有息债务	5.28	5.78	9.68	46.56	19.52
有形资产/有息债务	7.00	7.51	12.04	54.31	23.38
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.13	0.12	0.14	0.17	0.21
每股红利	0.05	0.05	0.04	0.05	0.06
每股经营现金流	0.15	0.18	0.32	0.35	0.39
每股自由现金流(FCFF)	-0.12	-0.39	0.25	0.31	-0.06
每股净资产	2.74	3.20	3.29	3.42	3.57
每股销售收入	1.43	1.69	1.86	1.96	2.06

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼