

抢滩高端制造, 低成本电解铝筑牢利润基础

——南山铝业 (600219.SH) 深度报告

增持 (维持)

日期: 2019 年 05 月 31 日

报告关键要素:

南山铝业凭借自身产业链优势, 致力于向高附加值产品的转型, 加紧布局航空用铝、汽车轻量化用铝、超薄铝箔等领域, 未来公司毛利率及营业收入有望进一步提升。未来随着公司印尼年产 100 吨氧化铝项目的投产, 公司将实现低成本的氧化铝产能扩张, 该项目 18 年已部分投产, 19 年产能将进一步释放, 这对于公司减少原材料进口依赖, 降低铝土矿价格波动对公司利润的影响有直接帮助。未来, 公司盈利能力和竞争力有望进一步提升。

投资要点:

- **在建项目逐步投产, 提升公司盈利能力和竞争力:** 公司印尼宾坦南山工业园 100 万吨氧化铝项目完成后将使得公司实现较低成本的氧化铝产能扩张, 为公司提供坚实的原材料保障。年产 1.4 万吨大型精密模锻件项目 18 年已部分投产, 19 年产能将进一步释放。另外公司还加大投入改造 15 年已经建成的年产 20 万吨的铝合金生产线以进一步提高高端产品产能, 完善产品结构, 预计未来公司盈利能力和竞争力将进一步加强。
- **致力于高附加值产品的研发与生产, 未来营收及利润有望进一步提升:** 18 年公司研发投入同比增加 55.11%, 致力于推进汽车轻量化用铝型材生产技术研发、航空用铝研发、罐料产品技术研发、超薄铝箔产品技术研发。公司目前已经拥有波音、空客、庞巴迪等行业内知名客户, 随着全球新能源汽车行业和航空航天领域的高速发展, 公司未来营收及利润有望进一步提升。
- **铝土矿供应偏紧, 公司全产业链优势突出:** 公司目前已形成从热电-氧化铝-电解铝-熔铸-(铝型材/热轧-冷轧-箔轧/锻压) 的完整的生产线。国内氧化铝供应仍趋紧, 而公司的全产业链优势就为公司低成本运营奠定了良好的基础。

盈利预测与投资建议: 我们预计 19-21 年, 公司归母净利润分别为: 14.88、19.49、25.94 亿元; EPS 分别为: 0.12、0.16、0.22 元; 对应 5 月 28 日收盘价 2.29 元的 PE 分别为 18.39、14.04、10.55 倍。维持“增持”评级。

风险因素: 中美贸易摩擦风险、电解铝价格持续低迷风险、税收政策及汇率风险、环保风险、研发进度不及预期风险。

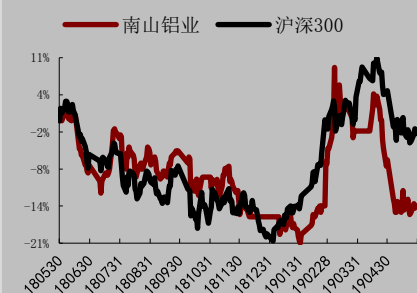
	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	202.22	259.17	322.23	409.16
增长比率(%)	18.48%	28.16%	24.33%	26.98%
归母净利润(亿元)	14.38	14.88	19.49	25.94
增长比率(%)	-10.76%	3.47%	30.96%	33.11%
每股收益(元)	0.12	0.12	0.16	0.22
市盈率(倍)	17.54	18.39	14.04	10.55

资料来源: WIND、万联证券

基础数据

行业	有色金属
公司网址	
大股东/持股	山东怡力电业有限公司/23.38%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	11,950.48
流通A股(百万股)	9,787.34
收盘价(元)	2.30
总市值(亿元)	274.86
流通A股市值(亿元)	225.11

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源: WIND, 万联证券研究所
数据截止日期: 2019 年 05 月 30 日

相关研究

万联证券研究所 20190429_南山铝业年报点评_AAA

分析师:

宋江波

执业证书编

S0270516070001

号:

电话:

02160883490

邮箱:

song.jb@wlzq.com.cn

研究助理:

夏振荣

电话:

01056508505

邮箱:

xiazr@wlzq.com.cn

投资核心观点

● 公司整体判断

南山铝业凭借自身产业链优势,致力于向高附加值产品的转型,加紧布局航空用铝、汽车轻量化用铝、超薄铝箔等领域,未来公司毛利率及营业收入有望进一步提升。未来随着公司印尼年产100吨氧化铝项目的投产,公司将实现低成本的氧化铝产能扩张,该项目18年已部分投产,19年产能将进一步释放,这对于公司减少原材料进口依赖,降低铝土矿价格波动对公司利润的影响有直接帮助。未来,公司盈利能力和竞争力有望进一步提升。

● 差异化观点

通常投资者将南山铝业视为铝压延加工的龙头企业,事实上,应该注意到,公司为全产业链生产的铝行业龙头企业,其上游氧化铝项目,为公司低成本获取电解铝提供了保障。公司目前正在加紧布局高附加值产品的研发与生产,致力于推进汽车轻量化用铝型材生产技术研发、航空用铝研发、罐料产品技术研发、超薄铝箔产品技术研发。公司目前已经拥有波音、空客、庞巴迪等行业内知名客户,随着全球新能源汽车行业和航空航天领域的高速发展,公司未来营收及利润有望进一步提升。

● 估值和评级

我们预计19-21年,公司归母净利润分别为:14.88、19.49、25.94亿元;EPS分别为:0.12、0.16、0.22元;对应5月28日收盘价2.29元的PE分别为18.39、14.04、10.55倍。维持“增持”评级。

股价触发因素

印尼氧化铝项目进展情况、新生产线投产情况、电解铝价格剧烈波动、下游需求情况、中美贸易摩擦、国家环保政策调整、国家税收政策调整。

● 风险提示

中美贸易摩擦风险、电解铝价格持续低迷风险、税收政策及汇率风险、环保风险、研发进度不及预期风险。

目录

1、南山铝业简介.....	4
1.1 完整的铝产业链生产线.....	4
1.2 股权结构.....	5
1.3 主营构成.....	6
2、铝行业发展趋势.....	8
2.1 上游氧化铝市场——供应偏紧，价格高位震荡.....	8
2.2 中游原铝市场——价格整体低位震荡，年初来时持续反弹.....	9
2.3 下游铝材市场总体需求稳定.....	10
3、公司同业优势.....	11
3.1 战略定位高端制造，进军高附加值铝产品。.....	11
3.2 加大研发投入，创新驱动，科技引领.....	12
3.3 产品结构优势.....	12
3.4 在建项目投产后有望降低公司成本，进一步提高公司产能及利润.....	13
3.5 财务结构较同业更加合理.....	13
7、估值和评级.....	16
8、股价触发因素.....	16
9、风险提示.....	16

图表

图表 1：公司铝产业链.....	4
图表 2：公司铝产业链相关产品及工艺介绍.....	5
图表 3：南山铝业股权结构图.....	5
图表 4：2018 年公司主营构成.....	6
图表 5：公司产品营收变化趋势（万元）.....	6
图表 6：公司主营产品利润变化趋势（万元）.....	7
图表 7：公司主营产品毛利率变化趋势（%）.....	7
图表 8：国内外营业利润趋势（万元）.....	7
图表 9：公司国内外业务毛利率趋势（%）.....	7
图表 10：我国氧化铝产量.....	8
图表 11：氧化铝价格整体高位震荡.....	8
图表 12：铝土矿进口逐年增加.....	9
图表 13：铝价整体较低，年初至今持续反弹.....	9
图表 14：我国铝材产量呈现逐年增长趋势，但增速放缓.....	10
图表 15：我国铝材出口逐年增长.....	10
图表 16：铝压延加工上市公司统计.....	13
图表 17：南山铝业 PE 值低于行业均值.....	14
图表 18：南山铝业总营收持续增长.....	14
图表 19：18 年南山铝业销售毛利率居前.....	14
图表 20：南山铝业销售毛利率有所下降.....	14
图表 21：18 年南山铝业销售、管理费整体合理.....	14
图表 22：南山铝业销售和财务费用提高.....	14
图表 23：南山铝业资产负债率总体稳中有降.....	15
图表 24：南山铝业资产负债率较低.....	15
图表 25：18 年南山铝业速动、流动比率相对合理.....	15
图表 26：南山铝业现金流量利息保障倍数.....	15
图表 27：南山铝业近年营收大幅上涨.....	16
图表 28：南山铝业营业利润近年保持在高位.....	16

1、南山铝业简介

1.1完整的铝产业链生产线

1992年12月23日，南山铝业在上海证券交易所上市，逐步构建了以电力、氧化铝、电解铝、铝挤压材、铝压延材、锻造及铝精深加工为主体的产业链经营模式，业务包括铝土矿冶炼、电解铝生产、铝挤压材、铝压延材和锻造件研发、加工与销售等完整流程。公司主要产品包括上游产品电力、氧化铝、铝合金锭，下游产品铝板带箔、挤压型材、压延材、锻造件及大型机械深加工结构件。产品主要用于加工航空板、汽车板、新能源车用铝材、高速列车、铁路货运列车、船舶用中厚板、罐车、箱车、城市地铁、客车、电力管棒、铝箔坯料、高档铝塑复合板、动力电池箔、食品软包装、香烟包装、医药包装、空调箔、罐料、高档PS版基、幕墙、铝合金门窗、集装箱、3C电子以及大型机械等。

近年来，公司以其完整的铝产业链为依托，向高技术含量、高附加值产品延伸，在航空板、汽车板等高性能特种铝合金材料方面不断取得重大突破，与波音、空客、商飞等签订了合作协议。18年，随着公司新项目产能等逐步释放，公司高端制造战略持续取得重大突破并与国际一流的主机厂签订了长期订单。公司在做好高端铝材料的研发、认证、生产工作的同时，积极推进、落实精深加工战略，不断延伸产业链，进军附加值更高的航空零部件领域，2018年7月16日—22日范堡罗国际航展期间，公司与法国飞卓宇航集团签署了正式的合资合作合同，标志着双方正式建立起全方面的战略合作关系，下步双方将在公司航空材料产业园内共同投资建设航空部件深加工生产线，为国际飞机制造商及国内大飞机的生产提供零部件。

公司通过其海外间接控股子公司BAI (PT Bintan Alumina Indonesia，环球铝业控股子公司) 布局实施印尼宾坦南山工业园100万吨氧化铝项目，项目建设地点位于印度尼西亚廖内群岛省宾坦岛。项目规划氧化铝产能100万吨/年，项目完成后，公司将能够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。

图表1：公司铝产业链



资料来源：公司官网、万联证券

图表2：公司铝产业链相关产品及工艺介绍

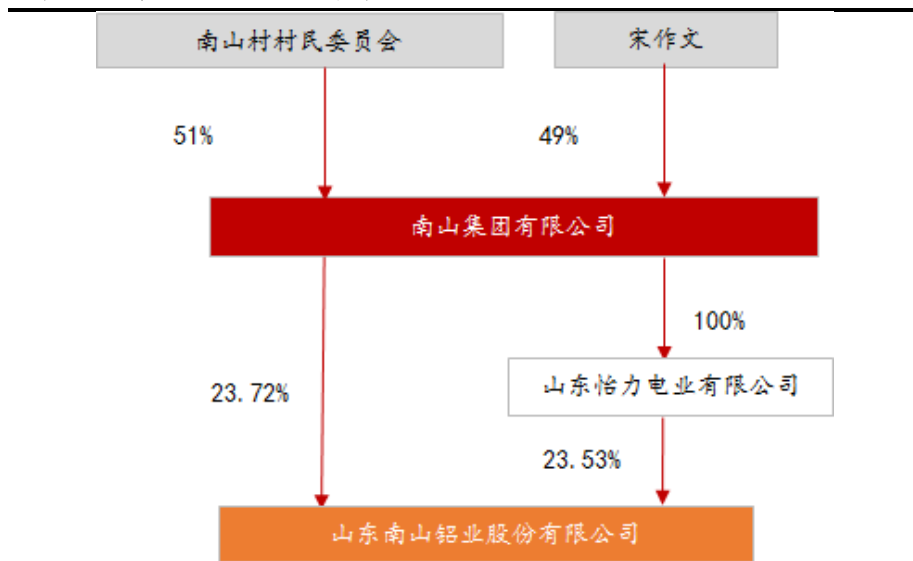
铝土矿	生产金属铝的原材料，以三水铝石、一水铝石为主要矿物所组成的矿石的统称
氧化铝	生产电解铝的原材料
原铝	通过电解熔融氧化铝而得到的成品铝，也称“电解铝”
铝型材	由铝合金加工成截面为一定形状的长条形材料。主要由铝棒或铝锭熔铸后，采用挤压的方式生产
铝板带箔	经过加工而成片状的铝产品称为铝板，厚度大于 0.2 毫米铝卷材称为铝带，厚度小于 0.2 毫米的铝卷材称为铝箔。上述产品统称为铝板带箔
热轧	在铝合金再结晶温度点以上，通过压延轧制成一定厚度规格的铝板带材的过程
冷轧	铝合金不进行加热，在再结晶温度点以下的轧制过程
箔轧	以冷轧带材为原料，将带材在常温下进一步轧制成厚度小于 0.2 毫米以下的箔材卷的轧制过程
铝箔坯料	生产铝箔所需的冷轧铝带材
罐料、罐体料	生产易拉罐罐体所需的冷轧铝带材
罐盖料	生产易拉罐罐盖所需的冷轧铝带材
拉环料	生产易拉罐拉环所需的冷轧铝带材
中厚板	厚度大于 6.3 毫米的铝板材
薄板	厚度大于 0.2 毫米，小于 6.3 毫米的铝板材

资料来源：公司18年年报、万联证券

1.2 股权结构

公司控股股东为南山集团，南山集团直接持股比例为23.72%，通过怡力电力持股23.53%，共计持股47.25%。南山集团的主要股东为龙口市东江镇南山村村民委员会。天眼查信息显示，南山村村民委员会占有南山集团51%的股份。另外49%的股份为宋作文所有。

图表3：南山铝业股权结构图

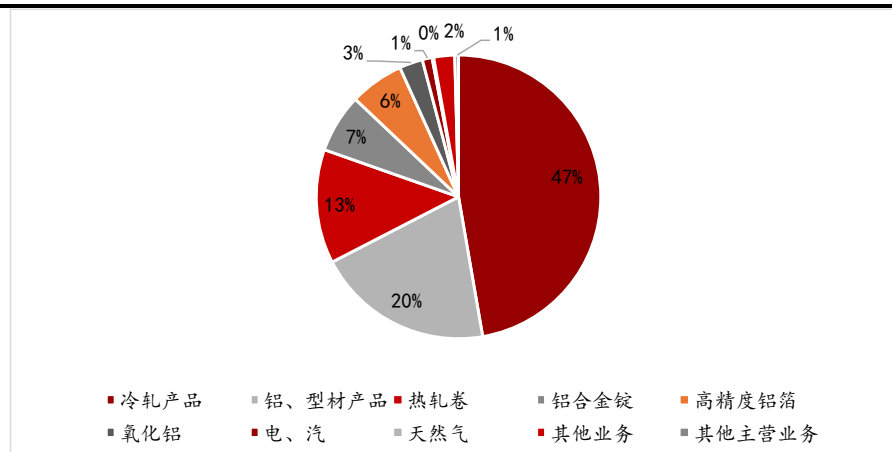


资料来源：WIND、天眼查、万联证券

1.3 主营构成

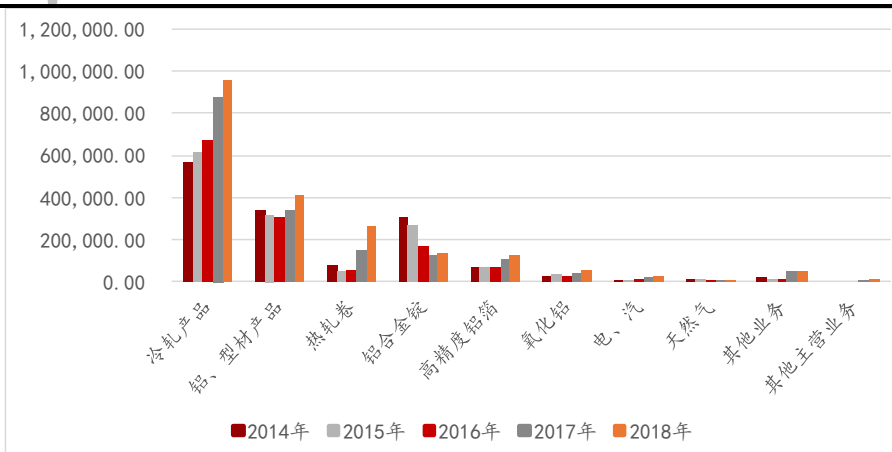
公司主要经营业务为铝及铝合金制品的开发、生产、加工、销售，目前已形成从热电-氧化铝-电解铝-熔铸-(铝型材/热轧-冷轧-箔轧/锻压)的完整的生产线。从18年公司主营构成看，冷轧产品，铝、型材产品，热轧卷营收占了公司总营收的80%。近三年来，除了铝合金锭的营收逐年减少外，其余主要产品营收呈现逐年增加趋势，总体利润维持在较高位置。冷轧产品利润仍是公司利润的主要来源。虽然18年较17年整体利润下降，但是可以看出整体仍然处于历史高位。

图表4：2018年公司主营构成



资料来源：WIND、万联证券

图表5：公司产品营收变化趋势（万元）



资料来源：WIND、万联证券

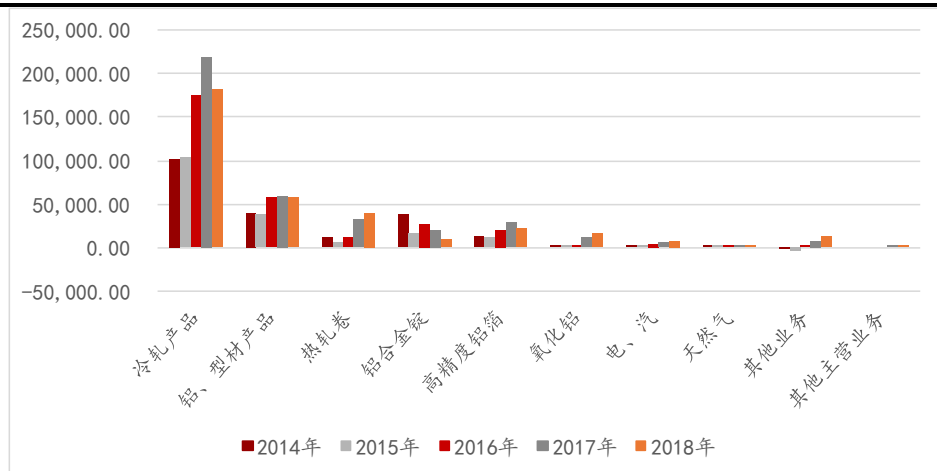
2018年受美国制裁俄铝、美铝罢工、巴西海德鲁减产等事件影响，国外氧化铝供应出现短缺，国内因环保监察形势趋紧导致山西、河南等地矿石供应不足，国内氧化铝供应也较为紧张，使得2018年氧化铝价格保持高位区间震荡。所以，公司氧化铝产品利润增长明显，利润率进一步提升。

公司铝产品毛利较上年同期减少，主要受铝市场价格不断走低，以及原材料价格上涨，产品成本升高所致。

值得注意的是，公司印尼宾坦南山工业园100万吨氧化铝项目完成后，公司将能够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，为公司提供坚实的原材料保障。目前项目前期港口建设及土地

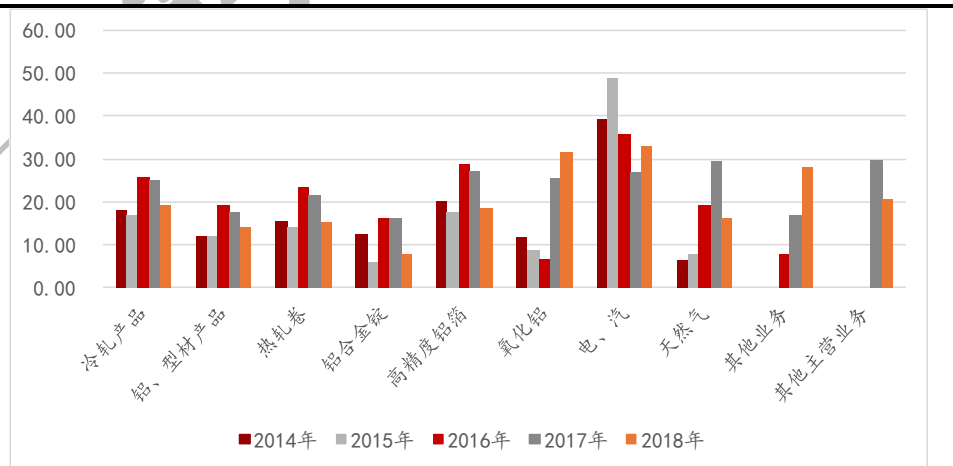
平整施工已完成。

图表6：公司主营产品利润变化趋势(万元)



资料来源：WIND、万联证券

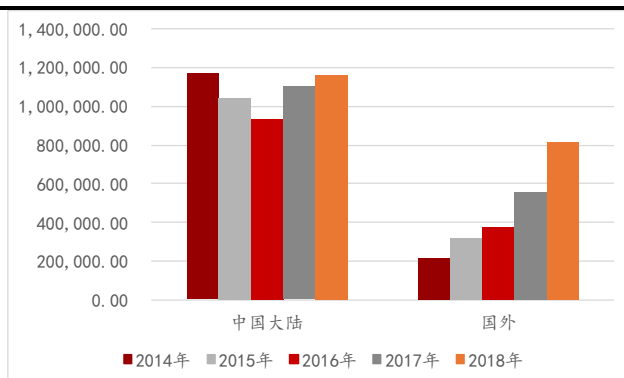
图表7：公司主营产品毛利率变化趋势(%)



资料来源：WIND、万联证券

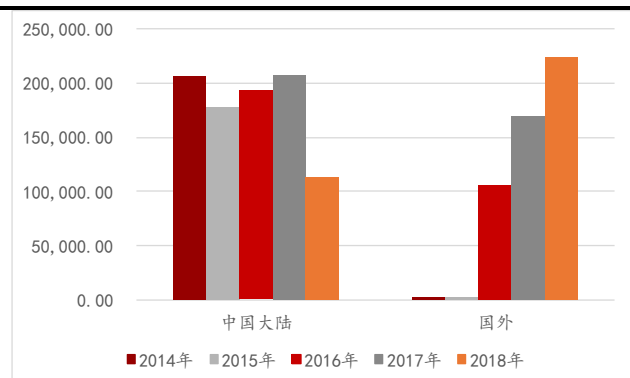
从国内业务和国外业务来看，目前公司国内业务保持稳步扩张态势，但是由于国内行业竞争压力、加大科研投入、销售费用提高等因素，产品毛利率降低；但是公司国外业务表现出加速增长趋势，且利润率稳步提高。

图表8：国内外营业利润趋势(万元)



资料来源：WIND、万联证券

图表9：公司国内外业务毛利率趋势(%)



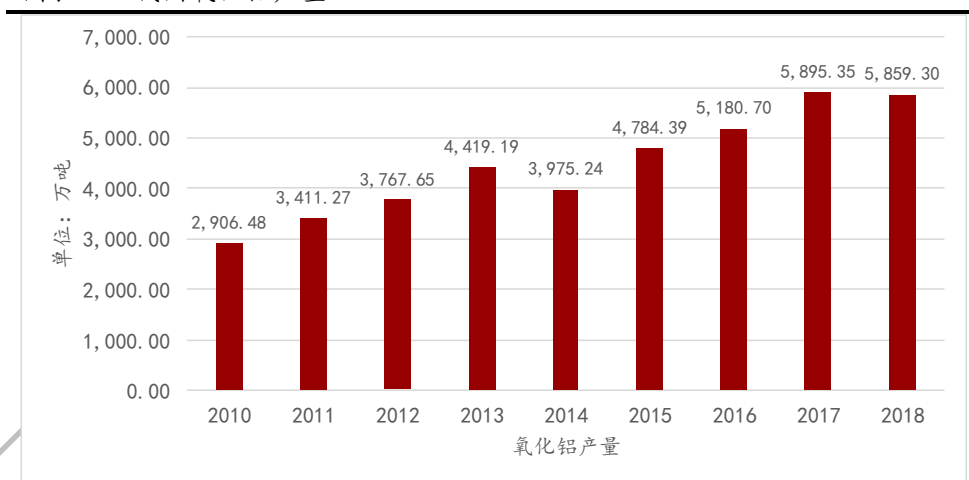
资料来源：WIND、万联证券

2、铝行业发展趋势

铝是世界上产量和用量仅次于钢铁的有色金属，具有多种优良性能，尤其是铝合金，具有密度低、强度高、塑性好等特点，以及优异的导电性、导热性和抗蚀性等性能，可广泛应用于建筑装饰、食品包装容器、家用电器、交通运输、航天航空、电子通讯等各个行业，是发展国民经济与提高人民物质文化生活水平的重要基础材料。近几年，随着我国航空、汽车、建筑等行业的飞速发展，对于铝材的需求也持续加大。从我国的铝材产量来看，2012-2017年我国铝材产量呈现逐年增长态势，但是增长速度逐渐放缓，18年较17年小幅下降，但是整体仍然处于高位。

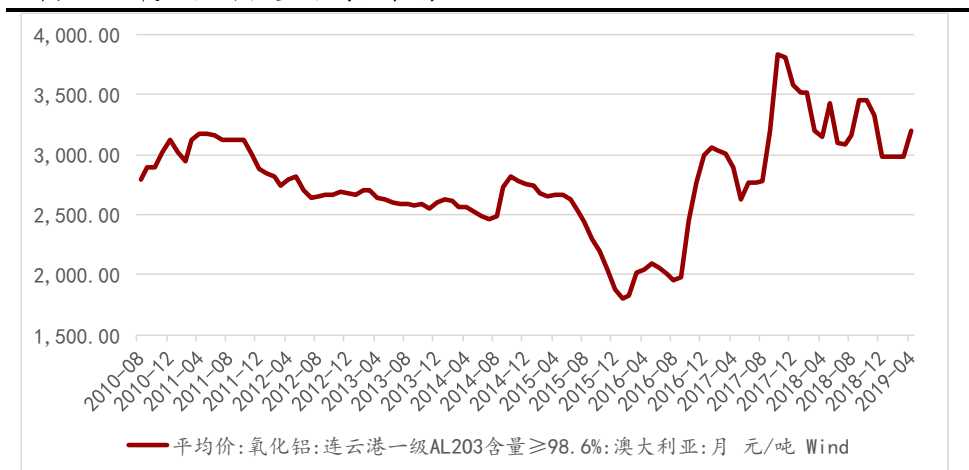
2.1上游氧化铝市场——供应偏紧，价格高位震荡

图表10：我国氧化铝产量



资料来源：WIND、万联证券

图表11：氧化铝价格整体高位震荡



资料来源：WIND、万联证券

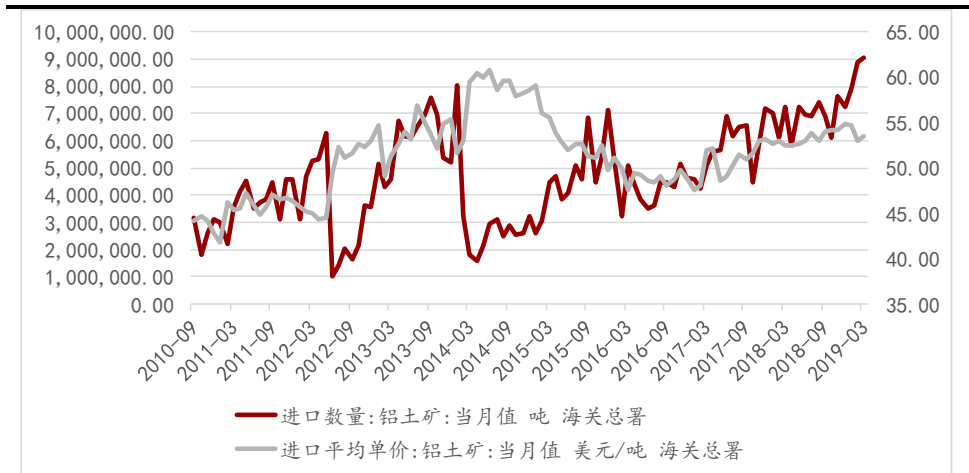
2018年受美国制裁俄铝、美铝罢工、巴西海德鲁减产等事件影响，国外氧化铝供应出现短缺，国内因环保监察形势趋紧导致山西、河南等地矿石供应不足，国内氧化铝供应也较为紧张，使得2018年氧化铝价格保持高位区间震荡。

随着国产铝土矿供应持续紧张，个别内地企业将部分原材料采购转移到进口市场，优先考虑进口高温矿，此外以几内亚为主的低温矿也通过了个别企业生产工艺验证，出现少量采购。对于山西以及河南地区的氧化铝厂来说，虽然进口铝土矿可解决部分短

期供应矛盾，用来替代国产矿，但由于内陆运输费用较高，氧化铝的生产成本显著增加，推动氧化铝价格上涨。

随着国内环保趋势的加强、铝土矿品位的下降、以及价格成本的上移，部分依靠国产矿的氧化铝企业将逐渐转变为使用进口矿，中国进口铝土矿将呈现逐年增加的趋势。

图表12：铝土矿进口逐年增加

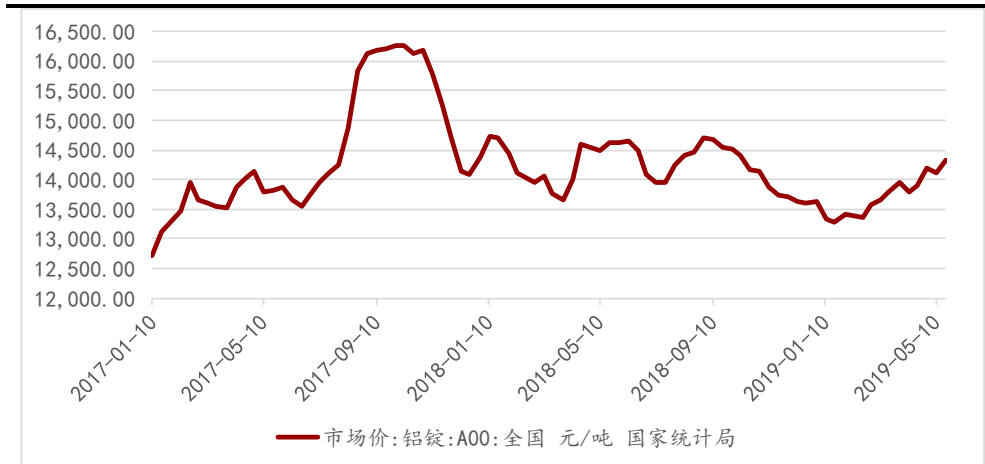


资料来源：WIND、万联证券

2.2 中游原铝市场——价格整体低位震荡，年初来时持续反弹

2018年原铝价走势整体震荡下行，外部环境的持续变化是推动2018年行情变化的主要催化剂。采暖季限产供给端大幅度缩减的预期落空，加上传统春节消费淡季，铝锭现货库存累计等影响，铝价开始进入下滑通道。

图表13：铝价整体较低，年初至今持续反弹（单位：元/吨）



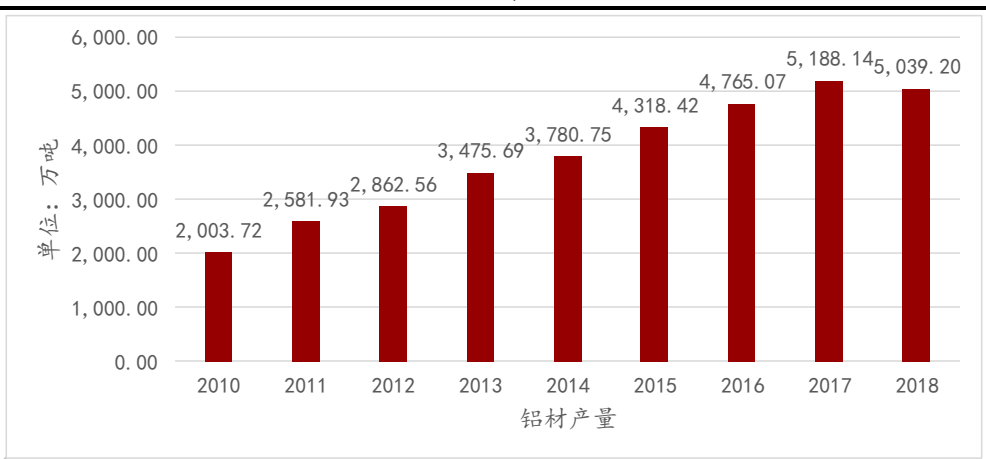
资料来源：WIND、万联证券

2018年4月初美国制裁俄铝，引发行业供给恐慌，伦铝与沪铝大幅上行。下旬美国制裁风声放缓，铝价冲高回落，但下游消费步入小旺季。三季度铝价先扬后抑，中美贸易摩擦持续升级、铝土矿供给紧张、美铝罢工以及国内环保政策趋严等事件带来的负面影响开始显现，宏观经济持续走弱拖累终端市场消费，传统旺季“金九银十”并未取得预期效果，下游消费明显走弱，叠加年底采暖季限产预期的大幅缩水，铝价走出了一波成本推动下的上行。四季度后氧化铝价格逐渐走弱，同时中美贸易摩擦再度升级，虽减产幅度大于新增投产速度，但难抵悲观市场预期，行业亏损持续扩大，铝价再次进入下行通道。2019年1月以来，受中美贸易摩擦情绪缓和影响，有色金属价格整体反弹，铝锭价格持续上涨。

2.3 下游铝材市场总体需求稳定

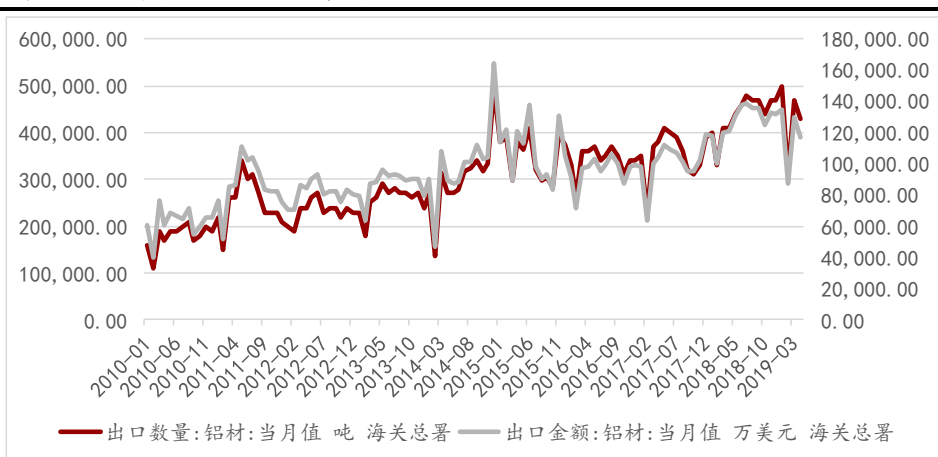
近年来,随着我国大规模的基建投资和工业化进程的快速推进,我国的铝材消费量逐年增加。目前国内铝消费占据全球消费总量的比例超过 50%,对全球铝需求影响较大。其中国内建筑、交通运输等领域又是铝消费的主要领域。宏观经济下行压力或在一定程度上抑制铝需求。进入2018年,国内经济下行压力有所增加,基建投资、地产、汽车产销等经济数据指标不及市场预期,宏观经济走弱对于铝下游消费造成了不利影响,铝材产量增速有所下滑;另一方面,受低沪伦比值及贸易摩擦预期对于短期内出口活动提振等因素影响,国内铝材出口数据超出市场预期,总体而言全年需求增速或在4%左右。

图表14: 我国铝材产量呈现逐年增长趋势, 但增速放缓



资料来源: WIND、万联证券

图表15: 我国铝材出口逐年增长



资料来源: WIND、万联证券

未来铝加工企业转型的重点将是高附加值产品,比如高铁、汽车、航空等方面,装备和技术水平也将越来越先进,但从行业层面来看,占比较高的低附加值铝材产品产能过剩的局面尚未出现根本改变的迹象,且由于同行业竞争的激烈,导致了市场价格的波动;高附加值产品受资本投入较大、技术壁垒较高、市场需求旺盛等原因影响售价稳定。

中国铝行业除在应用广泛的交通运输、建筑工程等传统领域上扩大产品品种、提升产品质量外,还大力推广“以铝代钢”,大力发展汽车、高铁、飞机和桥梁等主体架构产品;利用铝可循环回收再利用的特点,开发“以铝节木”的铝制家具等创新技术;

利用铝的导电性能及经济价值等特点，推广“以铝节铜”的铝电缆等产品，得到了社会的广泛认同，取得了实质性成效，促进了铝消费的持续快速增长。另一方面，积极拓展铝在新兴领域的应用，大力开发个性化需求产品，铝空电池、纳米陶瓷铝等开始从研发走向产业化，并将逐渐成为新的消费增长点。

3、公司同业优势

3.1 战略定位高端制造，进军高附加值铝产品。

2018年6月，南山铝业与赛峰起落架系统有限公司(Safran Landing Systems)起落架锻件供货合同签署仪式在南山航材园展厅隆重举行。据了解，赛峰起落架系统有限公司是世界领先的飞机起落架、刹车系统供应商，为各型飞机提供起落架及刹车系统的设计、生产及支持服务。每天有超过27000架飞机采用赛峰起落架系统公司的产品进行54000多次起降。该合同标志着南山铝业已获得世界领先的飞机部件制造业企业的认可，也预示着南山锻造公司已经迅速起步，未来将成为世界级航空模锻件特别是飞机结构件研发和生产的又一重要基地。

2018年7月，南山铝业在参加范堡罗国际航展，公司与法国飞卓宇航集团签署了正式的合资合作合同，宣告南山飞卓宇航工业有限公司正式成立。法国飞卓宇航集团是世界航空产业一流的航空材料深加工供应商，为空客、波音等世界主流飞机主机厂提供优质的航空零部件产品，近年来致力于进一步完善全球市场布局，这与南山铝业“创新驱动、高端制造、精深加工”的发展战略高度契合。在该航展期间，公司还与世界知名航空发动机制造商Rolls-Royce（罗罗公司）举行合作签约，就轴类锻件产品达成供货协议，产品供货范围进一步扩大。作为南山铝业旗下支柱企业，南山锻造公司拥有世界一流的生产设备，具备研发生产高技术含量、高附加值的铝合金、钛合金、高温合金及高强度结构钢等锻件的生产能力，产品覆盖航空航天、船舶、石化、轨道交通、能源等高端装备领域。罗罗公司是世界三大航空发动机生产厂家之一，也是欧洲最大的航空发动机企业，对供应商选择有着严格的标准。此次南山锻造公司与罗罗公司签约轴类锻件供货合同，表明南山锻造公司的整体管理水平、工艺技术能力、产品质量等已经得到罗罗公司高度认可，为双方今后进一步加深合作、扩大合作范围奠定了坚实基础。

另外，南山铝业通过了空客A320机翼长桁用挤压型材产品认证，成为中国唯一一家通过了空客铝合金挤压型材认证的供应商。机翼长桁是机翼结构中的关键受力件，对飞机安全运行起着至关重要的作用，是飞机结构的一级关键件。目前，全世界仅有极少数几家欧美公司可以生产该产品。凭借多年的技术沉淀和严苛的管控，南山铝业成为民用航空百年来，中国第一家获得该材料生产资格的公司。近年来南山铝业在航空材料领域取得的一系列突破，将为国产大飞机关键材料的国产化奠定坚实的基础。

2019年2月，南山铝业获评波音“金色等级”供应商，在合作过程中达到了100%准时交付产品并验收合格。蒂森克虏伯（TMX）的航空航天材料公司对南山铝业2018年5月1日至10月31日供货情况进行了绩效评估，并对2018年7月1日至2018年12月31日的客户满意度调查，南山铝业100%准时交付波音产品和100%验收合格，绩效评估总体评分为100%，被评为金色等级，其中客户满意度调查4项被评为优秀。南山铝业与波音合作短短一年时间内取得如此优秀的成绩，是在世界上所有供应商中极为罕见的。这是公司转型升级、提质增效的重要体现，也标志着公司航空用铝材料的发展水平再上新台阶。

可以看出，南山铝业秉承“创新驱动、高端制造、精深加工”的战略发展思路，产品持续向高技术、高附加值产品倾斜。积极推进供给侧结构性改革，培育新的发展动能，突破国外技术垄断，填补国内市场空白，满足国内快速发展的航空行业和汽车轻量化发展需要。经过多年的市场开拓和技术积累，公司已经实现了由传统民用品向高端工业用品的跨越，成为世界上装备最高端、技术最先进、加工能力居国内前列的铝生产、

加工企业。18年，公司加快推进航空板、汽车板的研制开发与认证工作，并成为国内首家为波音、空客、罗罗、赛峰、中航工业等飞机制造及零部件加工企业正式供货的铝加工企业，为宝马、通用、奇瑞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。

3.2 加大研发投入，创新驱动，科技引领

公司拥有中国铝行业唯一的国家级铝合金压力加工工程技术研究中心、国家认定企业技术中心、南山航空材料研究院、航空铝合金材料检测中心等一流的研发检测平台；与中国航发北京航空材料研究院、中国商飞上海飞机设计研究院、北京有研总院、山东大学、中南大学、东北大学等建立紧密的产学研合作关系，并从欧美引进一流的航材技术专家团队，从欧洲引进汽车板技术咨询团队，打造自身的世界顶尖水平的外国专家团队。

经过多年的发展和沉淀，公司建立起了一支基础过硬、沉着务实的科技骨干队伍，在基础理论、实践操作等方面具有扎实的功底，通过国外专家团队的引领和产学研合作的推动，在科技研发方面实现了前沿性与基础性研究、理论与实践的有机结合，在关键共性技术的研发和自主知识产权产品开发方面精准发力，为未来航空、汽车等高技术、高附加值产品的研发打下了坚实的基础。

为配合公司转型期发展需求，2018年公司科研投入同比增长55.11%，科研资金投入继续加大，加强与各科研院所的技术交流，多方面引进对口专业技术人才，充实技术研发力量，并持续加强后备人才梯队的培养，通过引进行业高端人才、技术创新、新技术和新设备应用等方式，掌握了高端铝材料批量化生产的核心技术和关键技术。

3.3 产品结构优势

公司目前的产品既包括氧化铝、合金锭等基础产品，也包括型材、铝箔、冷热轧、锻件等高端加工产品。依托成熟的产业链优势，向下游深加工产品延伸。在传统产品方面，公司始终保持行业龙头地位：氧化铝方面，公司拥有冶金级砂状氧化铝生产技术，并投资印尼依托当地资源优势生产低成本氧化铝。铝型材产品方面由建材向工业材转型，巩固、提高轨道交通等高附加值铝型材产品比例，积极开发适用于航空、汽车等高端领域的铝合金挤压型材及深加工零部件。易拉罐料方面，继续巩固市场主导地位，推进罐料减薄，重点研发的异型罐、拉环瓶盖等新产品现已批量供货，进一步增强了公司的竞争优势。同时，公司积极推进结构调整与转型升级，把握高端铝材料未来发展趋势，研发的高性能动力电池箔、汽车板、航空板等产品，打破垄断，填补国内市场空白。其中，铝箔产品方面，在加强与现有客户合作的基础上，电池箔产品市场份额明显增长；汽车板、航空板产品方面，随着行业迅猛发展，各大汽车、航空主机厂急需开发新的供应商，南山铝业适时而动，顺应时代的发展，提前布局汽车、航空材领域。公司始终专注于基本核心技术，不断往价值链上层发展，能够在价格、质量、服务和交期上给予客户保证，目前公司是国内首家批量生产乘用车四门两盖铝板厂商几国内首家为世界顶级飞机制造商供应航空板材的铝深加工企业。18年，公司产能持续释放，订单持续增长，产品销量稳步提升。公司产品的多元化，涵盖了铝加工的各个环节，可以满足客户对铝材料不同加工工艺的需求，有效增强了公司竞争力。随着公司产品结构的优化，未来公司产品毛利率有望进一步提高。

另外，公司拥有全球唯一同地区热电-氧化铝-电解铝-熔铸-(铝型材/热轧-冷轧-箔轧/锻压)的完整铝加工产业链，布局在45平方公里土地内，运输半径短，可以在生产过程中最大程度上保证上下游原料的及时供应和产品质量，并有效节省能源损耗、废料损失，降低运输等费用。

3.4 在建项目投产后有望降低公司成本，进一步提高公司产能及利润

此前公司募投建设的年产20万吨超大规格高性能特种铝合金材料生产线项目已于2017年投产，产能逐步释放，该项目主要产品分为中厚板和薄板带两大系列。其中，中厚板系列产品主要涵盖航空用板、船舶用板、工模具用板、容器罐体用板、轨道车辆用板等方面。薄板带系列产品主要涵盖航空用薄板、汽车用板、船体用板、钎焊板、罐盖拉环料、专业用板、阳极氧化料等方面，并具备生产易拉罐罐体料和铝箔坯料能力。目前公司在建项目主要有印尼宾坦南山工业园100万吨氧化铝项目、年产1.4万吨大型精密模锻件项目、铝材生产线改造、航空航天用高强高韧高端铝合金生产线技术改造。

印尼宾坦南山工业园100万吨氧化铝项目，由公司海外间接控股子公司BAI负责实施，项目建设地点位于印度尼西亚廖内群岛省宾坦岛。印尼具有丰富的铝土矿和煤炭资源，集中了资源及能源两大优势，具有发展铝工业的天然优越条件。而铝土矿是我国紧缺的大宗矿产，对外依存度长期保持在50%左右。目前，我国的铝土矿主要集中在山西、广西等地，而公司铝土矿主要依赖澳大利亚、所罗门岛等国家进口，项目完成后，公司将能够利用印尼当地丰富的铝土矿及煤炭资源生产氧化铝，从而减少原材料进口限制和价格波动对公司生产的影响，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。

3.5 财务结构较同业更加合理

南山铝业通常被认为是铝压延加工企业，其实公司还有上游的铝冶炼项目。目前国内铝压延加工企业较多，主要集中在江苏、广东、浙江、山东等地。从图表16中，我们可以看出，在国内铝压延加工市场的竞争是比较激烈的。仅江苏省就有8家。铝冶炼的上市公司主要有中国铝业、云铝股份、怡球资源、金利股份、神火股份、焦作万方。

铝行业中市值排在前十的上市公司有中国铝业、云铝股份、南山铝业、神火股份、东阳光、明泰铝业、鼎盛新材、焦作万方、新疆众和和亚太科技。与南山铝业业务较接近的公司有中国铝业、云铝股份、明泰铝业、亚太科技。但是由于南山铝业的全产业链特点，与这些公司之间又存在或多或少的差别。

图表16：铝压延加工上市公司统计

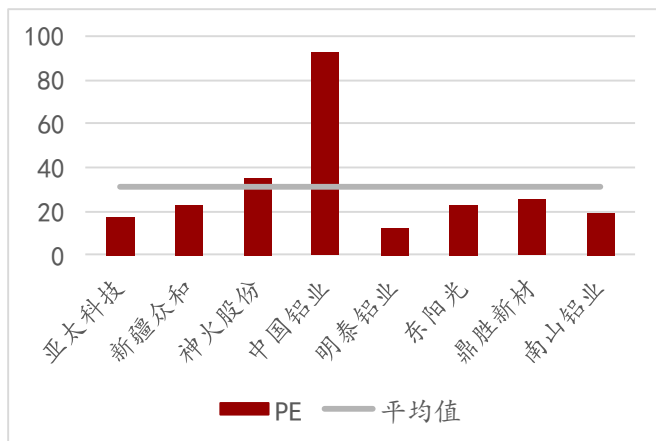


江苏省	8家
广东省	5家
浙江省	3家
山东省	3家
河南省	2家
湖南省	2家
安徽省	2家
吉林省	1家
福建省	1家
新疆维吾尔自治区	1家
贵州省	1家

资料来源：WIND、万联证券

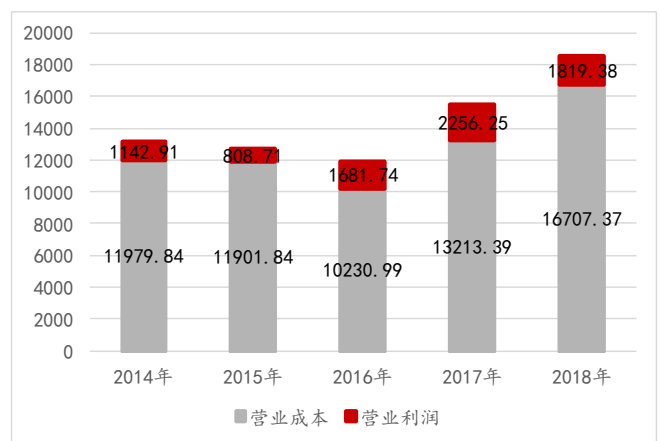
就个股估值而言：在铝行业上市公司的个股中，市值排名前10的个股，去掉PE值为负数的个股后，可以明显看出，南山铝业的PE值处于行业中间位置，但是低于平均值，单从PE上看，公司存在被低估的可能。

图表17: 南山铝业PE值低于行业均值



资料来源: WIND、万联证券

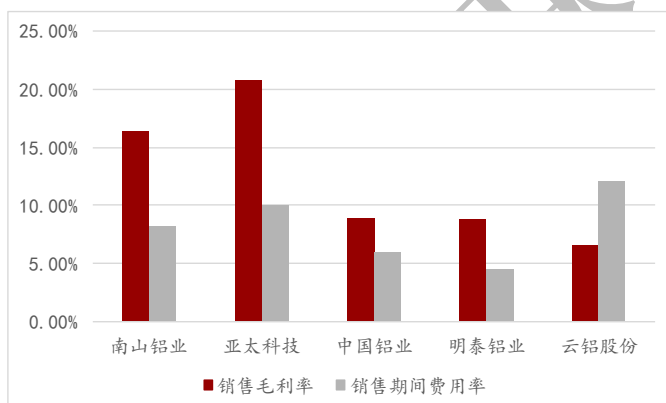
图表18: 南山铝业总营收持续增长



资料来源: WIND、万联证券

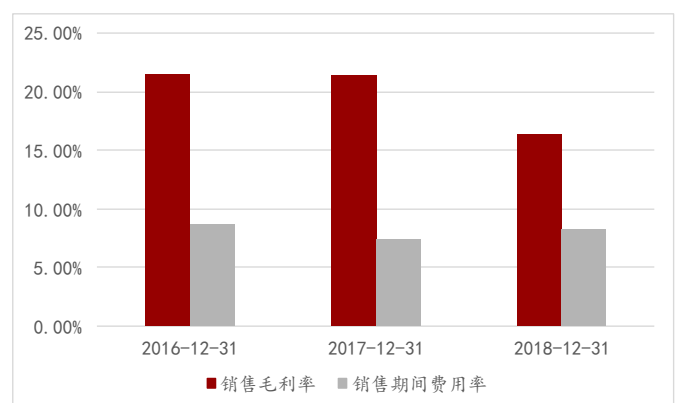
从公司盈利能力来看: 公司总营收持续增长, 但是受到18年铝价低迷, 拓展国际业务增加销售收入, 加大研发投入等影响, 公司利润率降低。但是和同行业公司相比, 可以看出南山铝业的销售毛利率依然居前。

图表19: 18年南山铝业销售毛利率居前



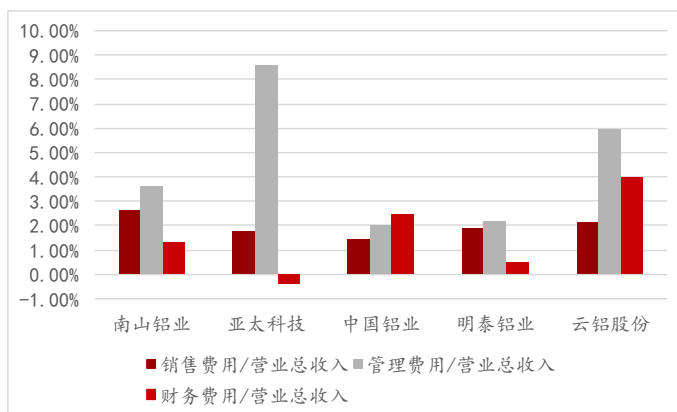
资料来源: WIND、万联证券

图表20: 南山铝业销售毛利率有所下降



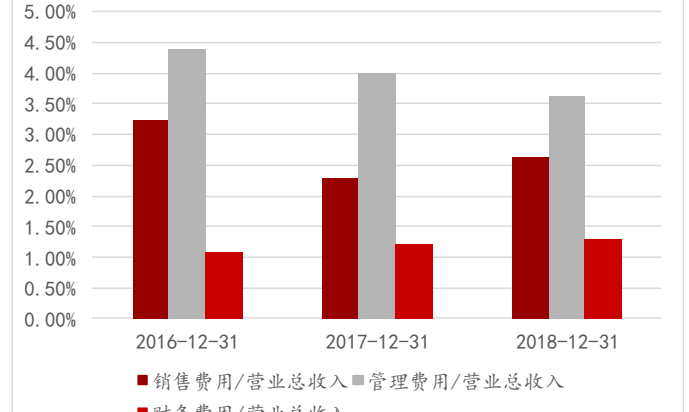
资料来源: WIND、万联证券

图表21: 18年南山铝业销售、管理费整体合理



资料来源: WIND、万联证券

图表22: 南山铝业销售和财务费用提高

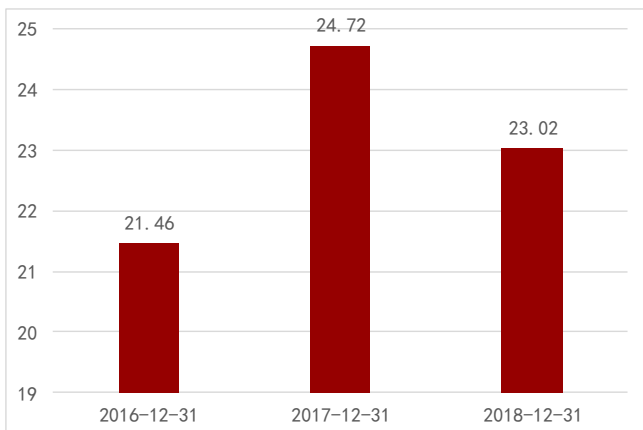


资料来源: WIND、万联证券

从公司成本控制的角度看：公司的销售和管理费用占比较高，这和公司18年积极拓展国内国际业务有一定的关系。就前面提到的公司18年在国际业务中的亮眼表现而言，公司的费用仍然处于较合理的区间。

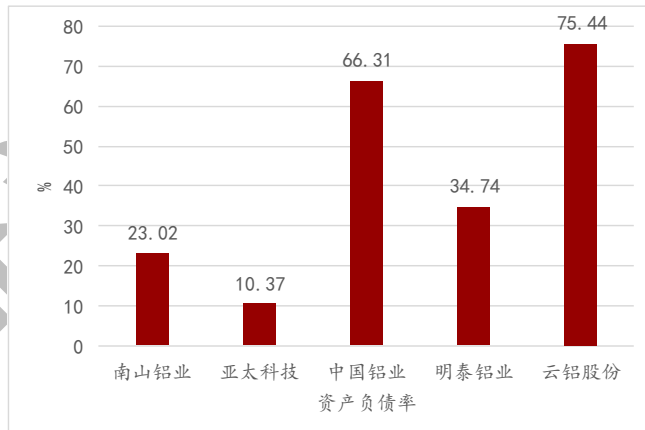
就偿债能力而言，南山铝业的资产负债率较低，偿债压力较低，不过在资产负债率上的差异，也是和公司业务范围有关。一般认为流动比率应为2:1，速动比率为1:1以上，南山铝业的速动比率为2.38，速动比率为1.81，相较于其他公司，显得更加合理。南山铝业16-18年的现金流量利息保障倍数分别为13.09、8.98、7.74，逐步下降的原因是公司贷款利率的提高。但是可以看出，现金流量仍能满足公司的利息偿付。

图表23：南山铝业资产负债率总体稳中有降



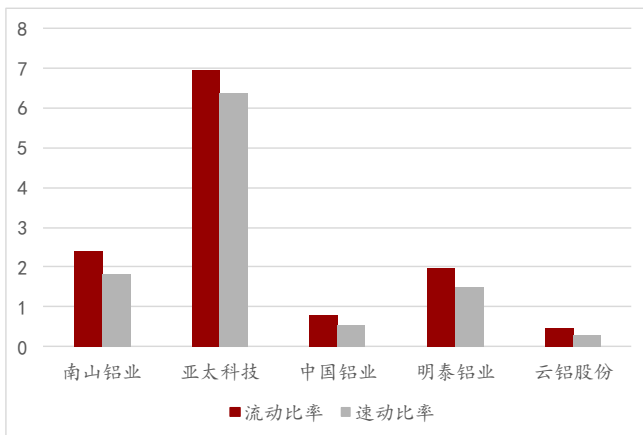
资料来源：WIND、万联证券

图表24：南山铝业资产负债率较低



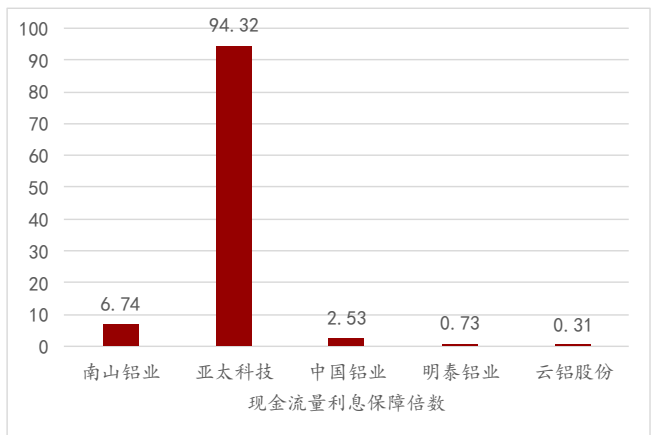
资料来源：WIND、万联证券

图表25：18年南山铝业速动、流动比率相对合理



资料来源：WIND、万联证券

图表26：南山铝业现金流量利息保障倍数

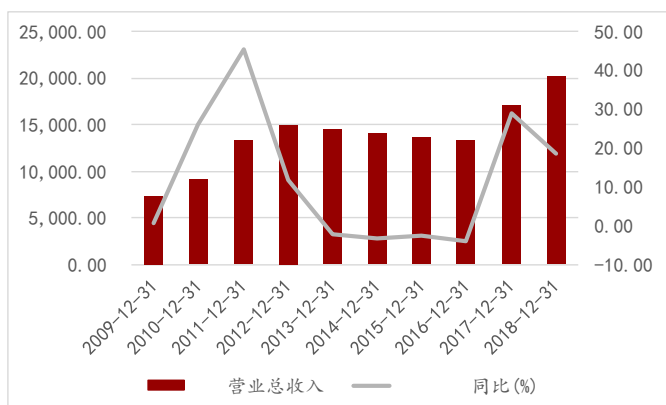


资料来源：WIND、万联证券

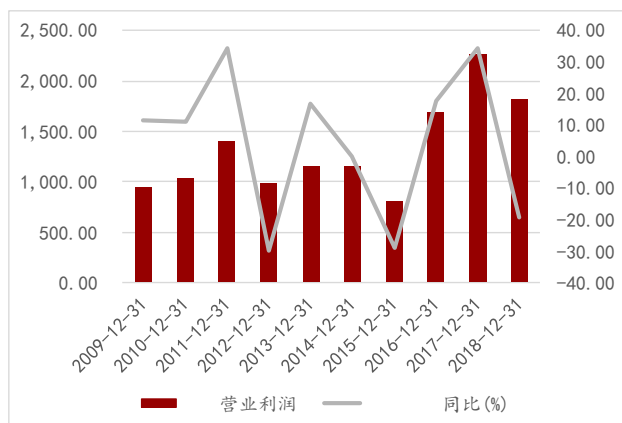
从公司成长能力看，2012年起，企业营业收入逐年下降，2016年达到波谷，随后公司营收开始大幅提高。这和公司积极拓展业务有关。另外，公司利润有一定的周期性，这和铝行业的库存周期变化有关，但是可以明显看出，近三年，公司利润维持在较高水平，这得益于公司向高价值产品的转变，和较低的电解铝获取成本。

总体而言，公司在同业比较中，表现出利润率较高，偿债能力较强，且成长稳定持续、财务结构合理等特征。

图表27：南山铝业近年营收大幅上涨



图表28：南山铝业营业利润近年保持在高位



资料来源：WIND、万联证券

资料来源：WIND、万联证券

7、估值和评级

我们预计19-21年，公司归母净利润分别为：14.88、19.49、25.94亿元；EPS分别为：0.12、0.16、0.22元；对应5月28日收盘价2.29元的PE分别为18.39、14.04、10.55倍。给予“增持”评级。

8、股价触发因素

印尼氧化铝项目进展情况、新生产线投产情况、电解铝价格剧烈波动、下游需求情况。中美贸易摩擦、国家环保政策调整、国家税收政策调整。

9、风险提示

中美贸易摩擦风险、电解铝价格持续低迷风险、税收政策及汇率风险、环保风险、研发进度不及预期风险。

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	21,759.31	23,537.38	27,254.35	32,625.01
货币资金	6,305.37	6,277.20	6,825.32	7,938.47
应收及预付	5,063.38	5,315.47	6,907.30	8,603.61
存货	5,240.94	6,554.97	8,000.32	10,281.08
其他流动资产	5,149.63	5,389.73	5,521.41	5,801.85
非流动资产	30,540.02	30,626.02	30,621.02	30,615.02
长期股权投资	339.79	339.79	339.79	339.79
固定资产	25,010.09	25,006.09	25,001.09	24,995.09
在建工程	2,277.94	2,277.94	2,277.94	2,277.94
无形资产	2,380.54	2,380.54	2,380.54	2,380.54
其他长期资产	531.67	621.67	621.67	621.67
资产总计	52,299.33	54,163.41	57,875.37	63,240.04
流动负债	9,130.01	11,825.67	13,470.75	16,083.28
短期借款	3,940.24	3,940.24	3,940.24	3,940.24
应付及预收	3,870.15	6,191.39	7,520.18	9,647.29
其他流动负债	1,319.62	1,694.04	2,010.33	2,495.75
非流动负债	2,911.49	596.55	596.55	596.55
长期借款	100.00	100.00	100.00	100.00
应付债券	2,314.94	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	496.55	496.55	496.55	496.55
负债合计	12,041.50	12,422.23	14,067.31	16,679.84
股本	11,950.48	11,950.48	11,950.48	11,950.48
资本公积	16,524.83	16,524.83	16,524.83	16,524.83
留存收益	21,702.90	23,094.41	25,042.94	27,636.68
归属母公司股东权益	38,227.73	39,619.25	41,567.78	44,161.51
少数股东权益	2,030.10	2,121.93	2,240.29	2,398.69
负债和股东权益	52,299.33	54,163.41	57,875.37	63,240.04

现金流量表

单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2,183.56	2,633.88	701.84	1,257.88
净利润	1,522.52	1,487.89	1,948.53	2,593.74
折旧摊销	1,930.66	318.94	251.66	153.87
营运资金变动	-1,479.37	574.48	-1,770.43	-1,792.85
其它	209.75	252.56	272.09	303.12
投资活动现金流	-5,708.33	-3.00	94.00	103.00
资本支出	-1,726.52	-77.00	12.00	13.00
投资变动	-20.59	0.00	0.00	0.00
其他	-3,961.22	74.00	82.00	90.00
筹资活动现金流	3,856.82	-2,659.05	-247.73	-247.73
银行借款	360.89	0.00	0.00	0.00
债券融资	0.00	-2,314.94	0.00	0.00
股权融资	4,547.64	0.00	0.00	0.00
其他	-1,051.71	-344.11	-247.73	-247.73
现金净增加额	406.88	-28.16	548.12	1,113.15
期初现金余额	4,264.36	6,305.37	6,277.20	6,825.32
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00
期末现金余额	4,671.23	6,277.20	6,825.32	7,938.47

利润表

单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	20,222.36	25,916.93	32,223.24	40,916.44
营业成本	16,707.37	21,445.52	26,707.96	33,975.54
营业税金及附加	251.43	345.81	420.18	537.68
销售费用	531.51	651.36	822.21	1,038.79
管理费用	732.83	926.65	1,157.32	1,467.35
财务费用	263.71	223.44	225.65	221.54
研发费用	135.95	160.52	205.26	258.23
资产减值损失	-108.08	318.94	251.66	153.87
公允价值变动收益	-0.01	0.00	0.00	0.00
投资净收益	67.80	74.00	82.00	90.00
营业利润	1,819.38	1,963.70	2,559.99	3,398.44
营业外收入	24.59	25.00	26.00	29.00
营业外支出	12.31	12.00	14.00	16.00
利润总额	1,831.67	1,976.70	2,571.99	3,411.44
所得税	309.15	396.97	505.11	659.31
净利润	1,522.52	1,579.73	2,066.89	2,752.13
少数股东损益	84.54	91.83	118.36	158.39
归属母公司净利润	1,437.98	1,487.89	1,948.53	2,593.74
EBITDA	3,902.03	2,387.08	2,910.30	3,638.85
EPS (元)	0.12	0.12	0.16	0.22

主要财务比率

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	18.48%	28.16%	24.33%	26.98%
营业利润	-19.36%	7.93%	30.37%	32.75%
归属于母公司净利润	-10.76%	3.47%	30.96%	33.11%
获利能力				
毛利率	17.38%	17.25%	17.12%	16.96%
净利率	9.06%	7.63%	7.98%	8.34%
ROE	3.76%	3.76%	4.69%	5.87%
ROIC	3.82%	4.81%	5.68%	6.85%
偿债能力				
资产负债率	23.02%	22.93%	24.31%	26.38%
净负债比率	29.91%	29.76%	32.11%	35.82%
流动比率	2.38	1.99	2.02	2.03
速动比率	1.75	1.37	1.36	1.32
营运能力				
总资产周转率	0.41	0.49	0.58	0.68
应收账款周转率	4.84	5.20	5.01	5.10
存货周转率	3.41	3.27	3.34	3.30
每股指标 (元)				
每股收益	0.12	0.12	0.16	0.22
每股经营现金流	0.18	0.22	0.06	0.11
每股净资产	3.20	3.32	3.48	3.70
估值比率				
P/E	17.54	18.39	14.04	10.55
P/B	0.66	0.69	0.66	0.62
EV/EBITDA	6.54	10.64	8.53	6.52

资料来源：公司公告、万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场