



2019-10-29

公司点评报告

增持/维持

南山铝业(600219)

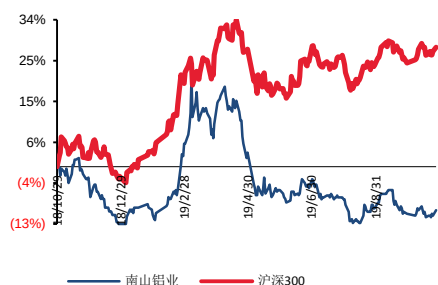
目标价: 2.87

昨收盘: 2.14

材料 材料 II

业绩稳定低估值, Q4 毛利率有回升趋势——南山铝业跟踪点评

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	690/393
总市值/流通(百万元)	7,762/4,424
12 个月最高/最低(元)	12.19/6.84

相关研究报告:

南山铝业(600219)《产能释放有看点, 铝价上涨有空间——南山铝业2017 年三季度报点评》—2017/10/26

证券分析师: 杨坤河

电话: 010-88695229

E-MAIL: yangkh@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518070001

■ 事件:

公司发布三季度报, 2019 前三季度实现营收 163.27 亿元, 同比增长 9%; 实现归母净利 12.63 亿, 同比减少 9.54%; 扣非后净利润 11.15 亿元, 同比减少 18.30%。

■ 点评:

1、全产业链优势凸显, 业绩保持相对稳定: 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, 主要产品基本自用, 因此整体业绩对于中间品的价格波动相对不敏感。例如 2019 年三季度氧化铝平均价格同比下降幅度达 16.68%, 但公司氧化铝主要自用, 因此终端产品价格和销量整体保持稳定, 单季收入甚至创下历史最高的 57.8 亿元。而公司净利润在过去三年行业大幅波动的时候, 也基本维持在 13 亿以上水平。

2、毛利率略有下滑, 但部分营运指标改善: 前三季度公司销售毛利率 18.11%, 同比下降 2.54 个百分点, 净利率同样略有下滑。主要原因在于铝土矿及煤炭等原料成本的上升。以 1-9 月均价算, 前者上涨 8.23%, 后者微涨 0.22%。但可喜的是公司在存货周转、应收账款周转等指标上有显著改善。

3、毛利率有回升的趋势: 前三季度利润尽管同比略有回落, 但若按前三季度年化, 全年亦能达到 16.84 亿(同比+17%)。从当前价格看, 铝土矿同比涨幅已经放缓至 0, 而铝锭价格同比则改善明显, 回升至近 1%。若趋势持续可以预见四季度整体毛利率将回升。在宏观逆周期调节及贸易战结构性改善下, 我们认为这种趋势相对明朗。

3、投资建议: 预计公司 2019-21 年归母净利 17.15/18.86/21.75 亿元, EPS 为 0.14/0.16/0.18 元。当前动态 PE 为 15 倍不到, PB 仅为 0.66 更是行业最低, 我们认为公司当前有所低估, 维持公司增持评级。

4、风险提示: 铝价波动风险、贸易战局势恶化。

■ 盈利预测和财务指标:

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	20222	20611	23541	26737
(+/-%)	18.48	1.92	14.22	13.58
净利润(百万元)	1438	1715	1886	2175
(+/-%)	(10.76)	19.28	9.96	15.30
摊薄每股收益(元)	0.12	0.14	0.16	0.18
市盈率(PE)	17.54	14.91	13.56	11.76

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	5571	6305	13120	14138	15857	营业收入	17068	20222	20611	23541	26737
应收和预付款项	3529	4833	4924	5637	6402	营业成本	13213	16707	16483	18772	21256
存货	4564	5241	4971	5610	6372	营业税金及附加	259	251	256	293	332
其他流动资产	1508	5380	937	1058	1184	销售费用	390	532	618	706	802
流动资产合计	15173	21759	23952	26444	29816	管理费用	594	733	747	853	969
长期股权投资	291	340	376	376	376	财务费用	205	264	271	310	351
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	140	-108	16	10	21
固定资产	25975	25010	25792	26052	26083	投资收益	48	68	213	105	105
在建工程	1712	2278	2233	1786	1642	公允价值变动	-6	0	0	0	0
无形资产开发支出	2428	2381	2390	2382	2381	营业利润	2256	1819	2313	2530	2907
长期待摊费用	46	65	65	65	65	其他非经营损益	2	12	7	7	7
其他非流动资产	416	467	415	443	454	利润总额	2259	1832	2320	2537	2914
资产总计	46041	52299	55222	57548	60815	所得税	538	309	466	498	563
短期借款	2512	3940	4795	4368	4581	净利润	1720	1523	1854	2039	2351
应付和预收款项	3251	3509	3641	4173	4644	少数股东损益	109	85	139	153	176
长期借款	356	100	180	180	180	归母股东净利润	1611	1438	1715	1886	2175
其他负债	5261	4493	4591	4772	5004	预测指标					
负债合计	11381	12042	13206	13493	14409		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
股本	9251	11950	11950	11950	11950	毛利率	22.58%	17.38%	20.03%	20.26%	20.50%
资本公积	14680	16525	16525	16525	16525	销售净利率	9.44%	7.11%	8.32%	8.01%	8.13%
留存收益	8772	9656	11371	13257	15432	销售收入增长率	29.03%	18.48%	1.92%	14.21%	13.58%
归母公司股东权益	32744	38228	39847	41733	43907	EBIT 增长率	39.97%	-26.20%	23.46%	16.54%	16.02%
少数股东权益	1916	2030	2169	2322	2498	净利润增长率	22.75%	-10.76%	19.28%	9.96%	15.30%
股东权益合计	34660	40258	42016	44055	46406	ROE	4.92%	3.76%	4.30%	4.52%	4.95%
负债和股东权益	46041	52299	55222	57548	60815	ROA	3.50%	2.75%	3.11%	3.28%	3.58%
现金流量表(百万)						ROIC	9.67%	8.01%	11.63%	13.98%	18.14%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EPS (X)	0.13	0.12	0.14	0.16	0.18
经营性现金流	1810	2184	8942	3751	3983	PE (X)	27.29	17.54	14.91	13.56	11.76
投资性现金流	-1828	-5708	-2634	-1970	-2146	PB (X)	1.34	0.66	0.64	0.61	0.58
融资性现金流	1615	3857	507	-763	-118	PS (X)	1.99	1.25	1.24	1.09	0.96
现金增加额	1596	332	6815	1018	1719	EV/EBITDA (X)	7.76	6.54	4.52	3.77	3.12

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，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。任何人使用本报告，视为同意以上声明。