

产业链优势强化，新项目助力长期发展

——南山铝业（600219）半年报点评报告

事件：

公司发布2020年半年度业绩，实现营收102.0亿元，同比-3.3%；归母净利润8.5亿元，同比+10.6%；扣非归母净利润7.8亿元，同比+18.1%。

投资要点：

- **产业链优势助盈利能力提升：**上半年，铝锭均价同比降4.5%，公司营收降3.3%；凭借完整的产业链优势，公司营业总成本、营业成本下降更多（-5.1%、-5.9%），毛利率、净利率相比19年同期增加 2.2pct、1.3pct 至 19.6%、9.1%。
- **全球铝产业链一体化龙头：**公司已形成热电（181万千瓦）-氧化铝（140万吨）-电解铝（81.6万吨）-铝材（热轧90万吨、冷轧80万吨、铝箔7万吨、锻件1.4万吨）完整的一体化产业链，分布在45Km²范围内，运输半径短，成本优势明显，业绩稳定性高，近5年毛利率大致在20%。
- **持续推新深挖市场：**新产品，轨道交通车用铝合金结构材料项目部分已具备批量供货条件；汽车轻量化用铝生产技术开发相关项目部分已批量供货等等。新项目，航空航天用高强高韧高端铝合金生产线技改项目中厚板产品投放进展良好，已试运行；高性能高端铝箔生产线项目正在组装设备；汽车轻量化铝板带生产线技改项目计划扩大规模。
- **印尼项目提供成长性：**印尼200万吨氧化铝项目（一、二期各100万吨）一期项目前期港口建设及土建工程施工已基本完成，陆续开展设备安装；二期项目已完成施工图纸设计工作。印尼项目有望利用印尼当地丰富的铝土矿及煤炭资源生产氧化铝，增强公司盈利能力。
- **员工持股叠加大股东增持，发展信心坚定：**公司近期公告不超4亿元员工持股计划、不超4亿元大股东南山集团及其关联企业（除上市公司）员工增持计划，彰显发展信心。
- **盈利预测与投资建议：**考虑公司铝加工、氧化铝等新建产能的逐步释放，新项目新产品前景良好，预计公司20-22年EPS为0.15、0.17、0.18元，对应PE为16.7、15.0、14.1倍，维持“增持”评级。
- **风险因素：**下游需求不及预期，电解铝价格波动。

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	215.1	234.4	254.4	269.6
增长比率	6.4%	9.0%	8.5%	6.0%
净利润(亿元)	16.2	17.8	19.8	21.1
增长比率	12.8%	9.7%	11.1%	6.5%
每股收益(元)	0.14	0.15	0.17	0.18
市盈率(倍)	18.3	16.7	15.0	14.1

资料来源：Wind，万联证券研究所

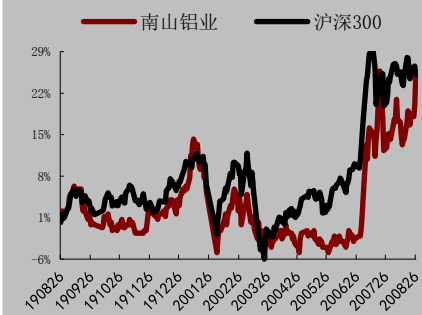
增持（维持）

日期：2020年08月27日

基础数据

行业	有色金属
公司网址	
大股东/持股	南山集团有限公司 /23.72%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	11,950.48
流通A股(百万股)	11,950.48
收盘价(元)	2.59
总市值(亿元)	309.52
流通A股市值(亿元)	309.52

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：2020年08月26日

相关研究

万联证券研究所 20200415_公司年报点评_AAA_南山铝业
万联证券研究所 20200115_南山铝业事项点评_AAA
万联证券研究所 20190830_南山铝业半年报点评_AAA

分析师：

王思敏

执业证书编

S0270518060001

号：

电话：

01056508508

邮箱：

wangsm@wlzq.com.cn

研究助理：

夏振荣

电话：

01056508505

邮箱：

xiazr@wlzq.com.cn

资产负债表	单位: 百万元			
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	22,724	25,169	27,794	30,596
货币资金	10,346	11,988	13,789	15,921
应收票据及应收账款	2,766	3,015	3,271	3,467
其他应收款	260	320	324	349
预付账款	688	691	751	807
存货	5,118	5,578	6,052	6,415
其他流动资产	3,546	3,576	3,606	3,636
非流动资产	32,036	31,986	31,878	31,710
长期股权投资	389	389	389	389
固定资产	24,598	23,504	22,361	21,167
在建工程	3,560	4,560	5,560	6,560
无形资产	2,409	2,452	2,486	2,511
其他长期资产	1,081	1,082	1,083	1,084
资产总计	54,759	57,155	59,672	62,306
流动负债	10,941	12,869	13,277	13,665
短期借款	4,864	4,864	4,864	4,864
应付票据及应付账款	3,626	4,019	4,309	4,582
预收账款	195	254	261	276
其他流动负债	2,255	3,732	3,844	3,942
非流动负债	2,270	839	839	839
长期借款	170	160	160	160
应付债券	1,495	75	75	75
其他非流动负债	605	605	605	605
负债合计	13,211	13,708	14,117	14,504
股本	11,950	11,950	11,950	11,950
资本公积	16,525	16,525	16,525	16,525
留存收益	10,681	12,462	14,440	16,547
归属母公司股东权益	39,309	41,090	43,068	45,175
少数股东权益	2,240	2,357	2,487	2,628
负债和股东权益	54,759	57,155	59,672	62,306

现金流量表	单位: 百万元			
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3,792	3,922	4,028	4,360
净利润	1,736	1,898	2,109	2,247
折旧摊销	2,042	2,151	2,209	2,269
营运资金变动	-166	-247	-417	-282
其它	180	120	127	127
投资活动现金流	-457	-1,915	-1,922	-1,922
资本支出	-2,681	-2,090	-2,097	-2,097
投资变动	0	0	0	0
其他	2,225	175	175	175
筹资活动现金流	-639	-364	-306	-306
银行借款	5,034	-10	0	0
债券融资	0	-1,420	0	0
股权融资	232	0	0	0
其他	-5,905	1,066	-306	-306
现金净增加额	2,723	1,643	1,800	2,132
期初现金余额	4,671	10,346	11,988	13,789
期末现金余额	7,395	11,988	13,789	15,921

利润表	单位: 百万元			
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	21,509	23,445	25,438	26,964
营业成本	16,883	18,403	19,967	21,165
营业税金及附加	220	296	299	311
销售费用	887	966	1,048	1,111
管理费用	650	708	768	815
研发费用	843	919	997	1,057
财务费用	269	161	136	109
资产减值损失	-3	0	0	0
公允价值变动收益	9	0	0	0
投资净收益	176	176	176	176
资产处置收益	0	3	3	3
营业利润	1,984	2,227	2,457	2,631
营业外收入	24	11	0	0
营业外支出	7	4	0	0
利润总额	2,002	2,234	2,457	2,631
所得税	265	337	348	385
净利润	1,736	1,898	2,109	2,247
少数股东损益	114	117	131	140
归属母公司净利润	1,623	1,781	1,978	2,107
EBITDA	4,068	4,303	4,566	4,774
EPS (元)	0.14	0.15	0.17	0.18

主要财务比率

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	6.4%	9.0%	8.5%	6.0%
营业利润	9.1%	12.2%	10.3%	7.1%
归属于母公司净利润	12.8%	9.7%	11.1%	6.5%
获利能力				
毛利率	21.5%	21.5%	21.5%	21.5%
净利率	8.1%	8.1%	8.3%	8.3%
ROE	4.1%	4.3%	4.6%	4.7%
ROIC	3.6%	3.6%	3.8%	3.9%
偿债能力				
资产负债率	24.1%	24.0%	23.7%	23.3%
净负债比率	-6.9%	-10.5%	-14.0%	-17.8%
流动比率	2.08	1.96	2.09	2.24
速动比率	1.55	1.47	1.58	1.71
营运能力				
总资产周转率	0.39	0.41	0.43	0.43
应收账款周转率	10.91	10.91	10.91	10.91
存货周转率	3.30	3.30	3.30	3.30
每股指标 (元)				
每股收益	0.14	0.15	0.17	0.18
每股经营现金流	0.32	0.33	0.34	0.36
每股净资产	3.29	3.44	3.60	3.78
估值比率				
P/E	18.34	16.71	15.04	14.13
P/B	0.76	0.72	0.69	0.66
EV/EBITDA	5.87	5.85	5.12	4.45

资料来源: Wind, 万联证券研究所

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

电话：021-60883482 传真：021-60883484

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