

南山铝业 (600219)

公司研究/点评报告

汽车板产能再扩张，增长动能充足

—南山铝业公司公告点评

点评报告/有色金属

2021年07月23日

一、事件概述

7月21日，南山铝业发布公告称公司拟以自筹资金，投资20亿元以建设年产20万吨汽车轻量化铝板带项目，投资包括2350mm单机架冷轧机1条、2400mm连退热处理线2条、2400mm连退化学线1条生产线，建设期预计18-30个月。

二、分析与判断

➤ 铝汽车板需求确定性强，公司客户资源优质

新能源车轻量化需求加速汽车铝板应用进程。根据 HIS 数据显示，2017 年亚洲地区铝汽车板的需求约为 13 万吨，2025 年会提升至 130 万吨以上。公司作为国产汽车铝板领军企业，技术打破国外垄断，已成为蔚来、宝马、一汽大众、上海通用等国际知名新能源车企的供应商，客户资源优质。2021 年一季度新增 10 万吨产能顺利投产，目前年产能达 20 万吨，2023 年新项目投产后合计产能达 40 万吨，充分拥抱行业高成长性。

➤ 产业链一体化布局，成本端具备优势

公司电解铝产能达 81.6 万吨/年，凭借产业链一体化的布局，成本低于行业平均，2020 年公司毛利率为 23.72%，相较行业多数铝冶炼企业或铝加工企业均具有优势，原因为：1) 自有南山热电、东海热电厂，电力完全自给；2) 氧化铝产能充足，除国内每年 140 万吨产能外，2021 年印尼 200 万吨氧化铝项目投产后也将补充产能，保障资源持续自给；3) 产地靠近港口，运费低，进一步降低成本。

➤ 增长点多元，公司业绩或步入快速增长长期

除传统铝型材业务需求稳定外，21 年公司项目集中投产，带动公司进入业绩快速增长长期。

1) 氧化铝：公司印尼 200 万吨氧化铝项目一期预计年内投产，根据印尼周边市场氧化铝缺口大概在 600 万吨左右，可匹配市场需求，且印尼当地铝土矿价格低廉，人工及燃料成本低，成本具备优势，新项目可助力公司有效抢占海外市场；

2) 铝加工：公司加工品定位高端，除汽车板外，还包括航空板、电池箔等。公司为国内首家世界级航空板材供应商，已实现全范围、全系列航空用铝合金认证，为波音、空客、中国商飞等知名企业供应商，并签订了长期协议。公司年产 2.6 万吨航空航天用高端铝合金生产线技改项目预计年内投产。此外，公司为比亚迪、宁德时代等知名企业电池铝箔供应商，在建 2.1 万吨高端铝箔产线中有 1.68 万吨可用于电池箔生产，2021 年新产能释放后有望贡献业绩增量。

三、投资建议

预计 2021-2023 年公司实现营收 270.78、318.39、333.63 亿元，同比增长 21.4%、17.6%、4.8%；实现归属上市公司净利润 33.86、43.38、46.62 亿元，同比增长 65.2%、28.1%、7.5%，对应 EPS 分别为 0.28、0.36、0.39 元，目前股价对应 2021-2023 年 PE 为 18、14、13 倍。公司 2021 年估值水平略低于历史平均水平，但考虑到电解铝吨铝盈利能力提升至历史高位，且公司自身具备成本优势，高端铝材产品扩产后具备成长性。我们认为公司估值中枢有望提升，首次覆盖，给与“推荐”评级。

推荐

首次评级

当前价格：5.09 元

交易数据 2021-7-22

近 12 个月最高/最低(元)	5.09/2.28
总股本(百万股)	11,950
流通股本(百万股)	11,950
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	608
流通市值(亿元)	608

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：李锋

执业证 S0100511010001
电话：010-85127632
邮箱：lifengyjs@mszq.com

研究助理：张建业

执业证 S0100120080003
电话：010-85127604
邮箱：zhangjianye@mszq.com

相关研究

四、风险提示:

项目投产延后、铝价大跌、销售情况不及预期

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	22,299	27,078	31,839	33,363
增长率 (%)	3.7%	21.4%	17.6%	4.8%
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,049	3,386	4,338	4,662
增长率 (%)	26.3%	65.2%	28.1%	7.5%
每股收益 (元)	0.17	0.28	0.36	0.39
PE (现价)	29.9	18.0	14.0	13.0
PB	1.5	1.4	1.3	1.2

资料来源:公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	22,299	27,078	31,839	33,363
营业成本	17,010	20,428	23,375	24,250
营业税金及附加	240	294	342	360
销售费用	259	271	335	346
管理费用	724	876	1,020	1,075
研发费用	1,481	1,074	1,411	1,562
EBIT	2,584	4,134	5,356	5,770
财务费用	134	11	11	11
资产减值损失	(2)	0	0	0
投资收益	107	124	127	123
营业利润	2,601	4,289	5,522	5,935
营业外收支	5	0	0	0
利润总额	2,606	4,299	5,532	5,945
所得税	385	614	799	855
净利润	2,221	3,686	4,733	5,090
归属于母公司净利润	2,049	3,386	4,338	4,662
EBITDA	4,717	6,135	7,493	7,989
资产负债表 (百万元)				
货币资金	13227	14440	21258	25820
应收账款及票据	3647	4453	5036	5377
预付款项	934	946	1128	1181
存货	4624	7402	6331	7865
其他流动资产	144	144	144	144
流动资产合计	22878	27770	34305	40818
长期股权投资	437	561	688	810
固定资产	23192	25192	26192	27092
无形资产	2315	2257	2200	2145
非流动资产合计	32887	32999	31989	30793
资产合计	56012	60945	66469	71787
短期借款	5073	5073	5073	5073
应付账款及票据	3575	4325	4937	5126
其他流动负债	792	792	792	792
流动负债合计	10668	11916	12707	12935
长期借款	350	350	350	350
其他长期负债	706	706	706	706
非流动负债合计	1057	1057	1057	1057
负债合计	11725	12972	13764	13992
股本	11950	11950	11950	11950
少数股东权益	3902	4201	4597	5024
股东权益合计	44287	47972	52706	57795
负债和股东权益合计	56012	60945	66469	71787

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	3.7%	21.4%	17.6%	4.8%
EBIT 增长率	27.6%	60.0%	29.6%	7.7%
净利润增长率	26.3%	65.2%	28.1%	7.5%
盈利能力				
毛利率	23.7%	24.6%	26.6%	27.3%
净利率	9.2%	12.5%	13.6%	14.0%
总资产收益率 ROA	3.7%	5.6%	6.5%	6.5%
净资产收益率 ROE	5.1%	7.7%	9.0%	8.8%
偿债能力				
流动比率	2.1	2.3	2.7	3.2
速动比率	1.7	1.7	2.2	2.5
现金比率	1.2	1.2	1.7	2.0
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	34.6	35.0	34.8	34.9
存货周转天数	103.1	106.0	105.7	105.4
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5
每股指标 (元)				
每股收益	0.2	0.3	0.4	0.4
每股净资产	3.4	3.7	4.0	4.4
每股经营现金流	0.4	0.3	0.7	0.5
每股股利	0.1	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	29.9	18.0	14.0	13.0
PB	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	8.6	7.2	5.1	4.2
股息收益率	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表 (百万元)				
净利润	2,221	3,686	4,733	5,090
折旧和摊销	2,117	2,001	2,137	2,219
营运资金变动	364	(2,434)	1,075	(1,723)
经营活动现金流	5,100	3,129	7,819	5,464
资本开支	2,845	1,907	990	891
投资	2,430	0	0	0
投资活动现金流	(356)	(1,907)	(990)	(891)
股权募资	1,218	0	0	0
债务募资	(1,964)	2	0	0
筹资活动现金流	(1,402)	(9)	(11)	(11)
现金净流量	3,341	1,213	6,818	4,563

分析师与研究助理简介

李锋，研究院执行副院长，曾供职于国家经委、国家物资部、国家贸易部、中国信达信托投资公司、中国银河证券有限责任公司。

张建业，研究助理，北京科技大学冶金工程学士，中央财经大学硕士，2020年入职民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。