

南山铝业 (600219.SH)

正式进军再生铝产业，开拓铝原料供给新来源

事件：2021年8月2日，公司发布公告拟与联合新材料共同出资设立“龙口南山再生资源有限公司”，合计投资3.3亿元，公司拟出资1.98亿元，占注册资本60%，联合新材料出资1.32亿元，占注册资本40%。合资公司主要从事再生铝保级综合利用项目，回收源以公司生产厂废料及市场回收易拉罐为主，投资建成后，公司将新增10万吨再生铝合金产能。

进一步完善产业链构筑，有效提升铝加工原料端供给。公司现有81.6万吨电解铝产能及下游125万吨铝材加工产量，公司需外购约40万吨电解铝以满足铝加工需求。布局再生铝回收项目一方面为公司提供生产过程中铝废料回收途径，同时提升原料端自供率、增厚产业链盈利空间。公司引进国外多室炉熔炼工艺，实现再生铝保级使用。假设单吨再生铝可实现约1000元综合成本节约，则10万吨产能可兑现约1亿元年化利润空间。

国内“双碳”政策目标下，铝资源回收有望替代电解环节形成铝材原料新来源。有色行业“双碳”政策规划下，占据有色行业超70%碳排放规模的电解铝环节明确产能管控，已规划产能投放放缓，新产能难以落地。再生铝不仅可实现废料再生利用，且能耗不足原铝生产5%，明显减少碳排放，且在具备废料回收路径下具备良好经济效益，未来再生铝有望成为国内铝加工原料供给核心增量。考虑到国内当前铝板带箔材回收规模尚待扩张，提前构筑废铝端原料来源途径有望优先抢占区域市场，并为再生铝规模提升提供原料端基础。

公司在山东打造完整铝产业链，布局再生铝有望优先锁定省内废铝来源。公司在山东龙口45平方公里内构筑由氧化铝至铝材深加工完整产业链，地方产业内具备区域性优势。当前时点公司前瞻性布局再生铝，有望提前锁定省内罐料及其他铝废料回收源，为后续再生铝规模扩张提供基础。另一方面考虑到未来电解铝价格或将涵盖碳排放成本，再生铝环节凭借低能耗有望持续提升经济价值，为公司开拓利润增长新空间。

投资建议：我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为30.68、37.88、44.80亿元，对应PE分别为20.1、16.3、13.8倍。我们认为，公司高端化产线放量增长具备可持续性，利润增长模式将开启新篇章。再生铝产业进一步完善产业链构筑及盈利空间，继续看好公司业绩长期增长潜力，维持“买入”评级。

风险提示：公司产品产销爬坡不及预期风险；新能源车市场规模增长不及预期风险；汽车轻量化发展方向变革风险。

| 财务指标 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 21,509 | 22,299 | 30,363 | 33,698 | 34,613 |
| 增长率 yoy (%) | 6.4 | 3.7 | 36.2 | 11.0 | 2.7 |
| 归母净利润(百万元) | 1,623 | 2,049 | 3,068 | 3,788 | 4,480 |
| 增长率 yoy (%) | 12.8 | 26.3 | 49.7 | 23.5 | 18.3 |
| EPS 最新摊薄(元/股) | 0.14 | 0.17 | 0.26 | 0.32 | 0.37 |
| 净资产收益率 (%) | 4.2 | 5.0 | 7.3 | 8.3 | 9.0 |
| P/E (倍) | 38.0 | 30.1 | 20.1 | 16.3 | 13.8 |
| P/B (倍) | 1.6 | 1.5 | 1.4 | 1.3 | 1.2 |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2021年8月2日收盘价

买入 (维持)

股票信息

| | |
|---------------|-----------|
| 行业 | 工业金属 |
| 前次评级 | 买入 |
| 8月2日收盘价(元) | 5.16 |
| 总市值(百万元) | 61,664.48 |
| 总股本(百万股) | 11,950.48 |
| 其中自由流通股(%) | 100.00 |
| 30日日均成交量(百万股) | 205.53 |

股价走势



作者

分析师 王琪

执业证书编号: S0680521030003

邮箱: wangqi3538@gszq.com

研究助理 刘思蒙

邮箱: liusimeng@gszq.com

相关研究

- 《南山铝业(600219.SH): 新建20万吨汽车轻量化铝板带产线, 尽享需求快速增量红利》2021-07-22
- 《南山铝业(600219.SH): 单季度利润再创新高, 业绩弹性与高端铝材产销增长兑现有力》2021-07-14
- 《南山铝业(600219.SH): 聚焦上游资源及精深加工, 产业链纵向一体化的高端铝材龙头》2021-05-18



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 22724 | 23125 | 23852 | 20726 | 28081 |
| 现金 | 10346 | 13227 | 7718 | 8318 | 11098 |
| 应收票据及应收账款 | 2766 | 3647 | 5085 | 4606 | 5348 |
| 其他应收款 | 260 | 300 | 462 | 384 | 485 |
| 预付账款 | 688 | 934 | 790 | 1185 | 909 |
| 存货 | 5118 | 4624 | 9403 | 5840 | 9849 |
| 其他流动资产 | 3546 | 392 | 392 | 392 | 392 |
| 非流动资产 | 32036 | 32887 | 42318 | 44181 | 42671 |
| 长期投资 | 389 | 437 | 531 | 626 | 722 |
| 固定资产 | 24598 | 23192 | 32068 | 34696 | 34136 |
| 无形资产 | 2409 | 2315 | 2423 | 2404 | 2362 |
| 其他非流动资产 | 4641 | 6942 | 7296 | 6454 | 5450 |
| 资产总计 | 54759 | 56012 | 66170 | 64907 | 70753 |
| 流动负债 | 10941 | 10668 | 17655 | 12933 | 14774 |
| 短期借款 | 4864 | 5073 | 8306 | 5979 | 5073 |
| 应付票据及应付账款 | 3626 | 3575 | 6303 | 4577 | 6590 |
| 其他流动负债 | 2451 | 2020 | 3047 | 2376 | 3111 |
| 非流动负债 | 2270 | 1057 | 1461 | 1345 | 1025 |
| 长期借款 | 1665 | 427 | 831 | 715 | 395 |
| 其他非流动负债 | 605 | 630 | 630 | 630 | 630 |
| 负债合计 | 13211 | 11725 | 19116 | 14277 | 15799 |
| 少数股东权益 | 2240 | 3902 | 4258 | 4688 | 5158 |
| 股本 | 11950 | 11950 | 11950 | 11950 | 11950 |
| 资本公积 | 16525 | 16525 | 16525 | 16525 | 16525 |
| 留存收益 | 10681 | 12133 | 14317 | 16989 | 20182 |
| 归属母公司股东权益 | 39309 | 40385 | 42796 | 45942 | 49795 |
| 负债和股东权益 | 54759 | 56012 | 66170 | 64907 | 70753 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 3792 | 5883 | 3080 | 8443 | 6145 |
| 净利润 | 1736 | 2221 | 3424 | 4219 | 4950 |
| 折旧摊销 | 2042 | 2132 | 2073 | 2542 | 2787 |
| 财务费用 | 269 | 134 | 369 | 508 | 354 |
| 投资损失 | -176 | -107 | -115 | -132 | -119 |
| 营运资金变动 | 424 | 364 | -2670 | 1306 | -1827 |
| 其他经营现金流 | -503 | 1139 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | -457 | -356 | -11388 | -4273 | -1158 |
| 资本支出 | 2685 | 2846 | 9337 | 1768 | -1605 |
| 长期投资 | 0 | 2430 | -94 | -95 | -96 |
| 其他投资现金流 | 2228 | 4920 | -2145 | -2600 | -2860 |
| 筹资活动现金流 | -639 | -1402 | -881 | -1016 | -1301 |
| 短期借款 | 923 | 209 | -447 | 228 | -3 |
| 长期借款 | -750 | -1239 | 405 | -117 | -320 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -813 | -373 | -838 | -1128 | -978 |
| 现金净增加额 | 2723 | 4001 | -9189 | 3154 | 3686 |

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 21509 | 22299 | 30363 | 33698 | 34613 |
| 营业成本 | 16883 | 17010 | 23331 | 25698 | 26378 |
| 营业税金及附加 | 220 | 240 | 369 | 384 | 385 |
| 营业费用 | 887 | 259 | 272 | 285 | 300 |
| 管理费用 | 650 | 724 | 746 | 768 | 783 |
| 研发费用 | 843 | 1481 | 1407 | 1266 | 760 |
| 财务费用 | 269 | 134 | 369 | 508 | 354 |
| 资产减值损失 | -3 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 57 | 71 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 9 | -9 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 176 | 107 | 115 | 132 | 119 |
| 资产处置收益 | 0 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 1984 | 2601 | 3985 | 4920 | 5771 |
| 营业外收入 | 24 | 27 | 23 | 25 | 25 |
| 营业外支出 | 7 | 22 | 14 | 14 | 14 |
| 利润总额 | 2002 | 2606 | 3994 | 4931 | 5782 |
| 所得税 | 265 | 385 | 570 | 712 | 832 |
| 净利润 | 1736 | 2221 | 3424 | 4219 | 4950 |
| 少数股东损益 | 114 | 172 | 356 | 430 | 470 |
| 归属母公司净利润 | 1623 | 2049 | 3068 | 3788 | 4480 |
| EBITDA | 4137 | 4677 | 6178 | 7690 | 8627 |
| EPS (元) | 0.14 | 0.17 | 0.26 | 0.32 | 0.37 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | 6.4 | 3.7 | 36.2 | 11.0 | 2.7 |
| 营业利润(%) | 9.1 | 31.1 | 53.2 | 23.5 | 17.2 |
| 归属于母公司净利润(%) | 12.8 | 26.3 | 49.7 | 23.5 | 18.2 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 21.5 | 23.7 | 23.2 | 23.7 | 23.8 |
| 净利率(%) | 7.5 | 9.2 | 10.1 | 11.2 | 12.9 |
| ROE(%) | 4.2 | 5.0 | 7.3 | 8.3 | 9.0 |
| ROIC(%) | 3.8 | 4.7 | 6.7 | 8.2 | 8.9 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 24.1 | 20.9 | 28.9 | 22.0 | 22.3 |
| 净负债比率(%) | -5.5 | -16.0 | 4.8 | -1.5 | -8.7 |
| 流动比率 | 2.1 | 2.2 | 1.4 | 1.6 | 1.9 |
| 速动比率 | 1.4 | 1.6 | 0.8 | 1.0 | 1.1 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 应收账款周转率 | 5.7 | 7.0 | 7.0 | 7.0 | 7.0 |
| 应付账款周转率 | 4.7 | 4.7 | 4.7 | 4.7 | 4.7 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.14 | 0.17 | 0.26 | 0.32 | 0.37 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.32 | 0.49 | 0.26 | 0.71 | 0.51 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 3.29 | 3.38 | 3.58 | 3.84 | 4.17 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 38.0 | 30.1 | 20.1 | 16.3 | 13.8 |
| P/B | 1.6 | 1.5 | 1.4 | 1.3 | 1.2 |
| EV/EBITDA | 10.7 | 9.3 | 8.6 | 6.6 | 5.4 |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 2 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|------------------|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在15%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在5%以上 |
| | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| 减持 | | 相对同期基准指数跌幅在10%以上 | |

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com