

公司研究

再生铝提高原料自给率，汽车用铝板产能翻倍扩张

——南山铝业（600219.SH）公告点评

要点

事件：公司近期发布多项投资公告，1) 扩产：公司拟投资 20 亿元用于 20 万吨汽车轻量化铝板带扩产项目；2) 再生铝：公司拟出资 1.98 亿元（60%股权）设立龙口南山再生资源有限公司（联合新材料出资 1.32 亿元，占 40%股权）从事 10 万吨再生铝保级综合利用项目。

点评：

汽车铝板产能将实现翻倍。公司是国内汽车板领先生产企业，截至 2020 年末已经成为蔚来、宝马、上汽通用、一汽大众等主要汽车企业的供应商。截至 2021Q1，汽车板年产能已达 20 万吨。本次新增 20 万吨项目投产后，汽车板产能将实现翻倍增长。汽车减排需求带来的轻量化趋势有望增加车用铝板用量，后续市场空间广阔，继续看好公司在汽车板领域市占率的不断提升。

再生铝项目增强原料自给率，增强盈利能力。公司现有电解铝产能 81.6 万吨，铝材产能达 125 万吨，目前原料端供给仍有缺口，再生铝项目投产以后将提高公司原料端的自给率；同时，该项目采用铝水直供与下游配套，成本端有望实现优化，盈利能力将获进一步提升。

投产项目不断落地，业绩将实现高增长。公司印尼一期 100 万吨氧化铝项目已经开始试运行，二期 100 万吨氧化铝项目正在按计划建设，2.1 万吨高性能铝箔产品已经开始进入设备安装阶段；航天航空用铝合金生产线技术改造和汽车轻量化铝板带生产线改造正在进行中；后续上述新项目产能的落地，将进一步增厚公司业绩。

盈利预测、估值与评级：我们看好公司后续高端产品的逐步放量带来的盈利能力提升。我们上调公司业绩预测，2021-2022 年归母净利润由 27.23/30.66 亿元上调为 31.10/38.23 亿元，上调幅度分别为 14%/25%，并新增 2023 年归母净利润 45.22 亿元，2021-2023 年 EPS 分别为 0.26/0.32/0.38 元/股，对应当前股价的 PE 估值分别为 22/18/15X，维持“增持”评级。

风险提示：汽车板、再生铝等项目产能释放不及预期；铝价大幅波动风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	21,509.01	22,298.99	28,765.70	33,655.87	36,011.78
营业收入增长率	6.36%	3.67%	29.00%	17.00%	7.00%
净利润(百万元)	1,622.72	2,049.45	3,110.37	3,823.43	4,521.67
净利润增长率	12.85%	26.30%	51.77%	22.93%	18.26%
EPS(元)	0.14	0.17	0.26	0.32	0.38
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.13%	5.07%	7.26%	8.37%	9.24%
P/E	42	34	22	18	15
P/B	2	2	2	2	1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-08-25

增持（维持）

当前价：5.76 元

作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

021-52523811

wangzh@ebsec.com

分析师：方驭涛

执业证书编号：S0930521070003

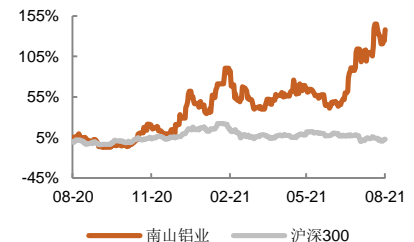
021-52523823

fangyutao@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	119.5
总市值(亿元)	688.35
一年最低/最高(元)	2.25/5.93

股价相对走势



资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	21,509	22,299	28,766	33,656	36,012
营业成本	16,883	17,010	21,804	25,208	26,541
折旧和摊销	1,981	2,059	2,756	2,970	3,118
税金及附加	220	240	230	337	360
销售费用	887	259	288	337	360
管理费用	650	724	805	942	1,008
财务费用	269	134	123	178	124
研发费用	843	1,481	1,726	2,019	2,161
投资收益	176	107	60	60	60
营业利润	1,984	2,601	3,934	4,806	5,649
利润总额	2,002	2,606	3,944	4,816	5,659
所得税	265	385	584	713	838
净利润	1,736	2,221	3,360	4,103	4,822
少数股东损益	114	172	250	280	300
归属母公司净利润	1,623	2,049	3,110	3,823	4,522
EPS (元)	0.14	0.17	0.26	0.32	0.38

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3,792	5,883	6,412	6,310	7,547
净利润	1,623	2,049	3,110	3,823	4,522
折旧摊销	1,981	2,059	2,756	2,970	3,118
净营运资金增加	(4,952)	(3)	3,800	3,812	1,869
其他	5,141	1,777	(3,254)	(4,295)	(1,962)
投资活动产生现金流	(457)	(356)	(2,018)	(2,065)	(1,040)
净资本支出	(2,681)	(2,845)	(2,050)	(2,050)	(1,050)
长期投资变化	389	437	0	0	0
其他资产变化	1,836	2,052	32	(15)	10
融资活动现金流	(639)	(1,402)	(363)	(1,312)	(5,093)
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	860	(1,953)	418	(126)	(3,738)
无息负债变化	309	467	1,312	904	324
净现金流	2,723	4,001	4,032	2,933	1,414

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	21.5%	23.7%	24.2%	25.1%	26.3%
EBITDA 率	19.2%	21.5%	23.6%	23.5%	24.6%
EBIT 率	9.7%	11.9%	14.0%	14.7%	15.9%
税前净利润率	9.3%	11.7%	13.7%	14.3%	15.7%
归母净利润率	7.5%	9.2%	10.8%	11.4%	12.6%
ROA	3.2%	4.0%	5.6%	6.4%	7.5%
ROE (摊薄)	4.1%	5.1%	7.3%	8.4%	9.2%
经营性 ROIC	3.7%	4.6%	6.6%	7.6%	8.8%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	24%	21%	22%	22%	17%
流动比率	2.08	2.17	2.33	2.59	3.85
速动比率	1.61	1.73	1.97	2.20	3.27
归母权益/有息债务	5.26	7.32	7.21	7.86	23.61
有形资产/有息债务	6.96	9.69	9.78	10.66	29.96

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	54,759	56,012	60,445	64,320	64,497
货币资金	10,346	13,227	17,259	20,194	21,607
交易性金融资产	2,444	0	10	10	10
应收帐款	1,972	2,321	3,006	3,517	3,763
应收票据	794	1,326	1,726	2,019	2,161
其他应收款 (合计)	260	300	431	505	540
存货	5,118	4,624	4,357	5,042	5,308
其他流动资产	1,099	390	455	504	528
流动资产合计	22,724	23,125	28,395	33,111	35,304
其他权益工具	40	40	40	40	40
长期股权投资	389	437	437	437	437
固定资产	24,598	23,192	24,258	24,242	22,879
在建工程	3,560	6,034	3,860	2,556	1,654
无形资产	2,409	2,315	2,314	2,317	2,320
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	703	632	632	632	632
非流动资产合计	32,036	32,887	32,050	31,209	29,193
总负债	13,211	11,725	13,455	14,233	10,819
短期借款	4,864	5,073	5,290	4,965	1,026
应付账款	2,873	2,682	3,489	4,033	4,247
应付票据	753	893	1,090	1,260	1,327
预收账款	195	0	0	0	0
其他流动负债	0	792	792	792	792
流动负债合计	10,941	10,668	12,196	12,775	9,161
长期借款	170	350	550	750	950
应付债券	1,495	76	76	76	76
其他非流动负债	602	630	630	630	630
非流动负债合计	2,270	1,057	1,258	1,458	1,658
股东权益	41,549	44,287	46,990	50,085	53,676
股本	11,950	11,950	11,950	11,950	11,950
公积金	17,659	17,835	18,146	18,528	18,980
未分配利润	9,547	10,823	12,965	15,398	18,237
归属母公司权益	39,309	40,385	42,838	45,654	48,944
少数股东权益	2,240	3,902	4,152	4,432	4,732

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	4%	1%	1%	1%	1%
管理费用率	3%	3%	3%	3%	3%
财务费用率	1%	1%	0%	1%	0%
研发费用率	4%	7%	6%	6%	6%
所得税率	13%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.05	0.06	0.08	0.10	0.12
每股经营现金流	0.32	0.49	0.54	0.53	0.63
每股净资产	3.29	3.38	3.58	3.82	4.10
每股销售收入	1.80	1.87	2.41	2.82	3.01

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	42	34	22	18	15
PB	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	20	17	12	10	9
股息率	1%	1%	1%	2%	2%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE