

成本承压不改业绩亮眼，量价齐升创历史最佳盈利

2022 年 01 月 13 日

► **事件：2022 年 1 月 13 日，公司发布 2021 年业绩预增公告。**预计公司 2021 年度实现归母净利润 30.8 亿元至 35.15 亿元，同比增长 50.32%至 71.55%，扣非归母净利润 30.2 亿元至 36.66 亿元，同比增加 53.06%至 75.40%。单季度看，Q4 实现归母净利润 5.61 亿元至 9.96 亿元，环比减少 44.62%至 1.66%，同比变化-11.77%至+56.69%。**业绩符合预期。**

► **归母净利润同比增长得益于报告期内主要产品量价齐升，创历史最佳年度业绩。**量方面，公司 2021 年内多项目逐步投产，包括 2.1 万吨动力电池箔项目，汽车板爬产，印尼氧化铝项目；价方面，公司继续调整产品结构，高端产品占比持续提高，整体毛利率或有所提升。电解铝和氧化铝 2021 年均价分别为 18950 元/吨和 2755 元/吨，同比增长 33.75%和 17.13%。同时公司部分加工产品受市场供需影响，加工费有所上涨，打开盈利空间。

► **环比来看，Q4 业绩环比有所下滑，主要原因或为成本端提升侵蚀利润。**由于用电持续紧张，10 月动力煤价格一度飙升至 2000 元/吨，由于公司所处山东地区为 100%的自备电厂，因此发电成本或有较大提升。

► **汽车铝合金板持续放量，2023 年汽车板加工产能有望达 40 万吨。**随着国家双碳战略的深入推进，新能源汽车蓬勃发展。得益于下游行业带来的旺盛需求，公司汽车板产品在 2021 年度产销两旺，较去年同期大幅上升，销量突破 11 万吨，总体盈利增长明显。公司以自筹资金约 20 亿元再度增加汽车板年产能 20 万吨，项目预计于 2023 年投产，届时公司或将拥有汽车板产能 40 万吨/年，在目前的基础上存在翻倍增长的空间。

► **国内 7 系产能稀缺，航空航天项目或加速公司成长。**在国产化进程加速以及 7 系合金国内产能稀缺的背景下，航空领域正从疫情的打击中逐渐走出，随着公司航空航天高端铝合金技改项目产能逐步落地，航空板的放量或成为公司新的利润增长点。

► **印尼氧化铝项目逐步放量，为公司新盈利增长点。**氧化铝项目合计产能 200 万吨，分两期建设，18 年年底开始建设，一期 2021 年 5 月已投产，目前处于满产状态，二期预计今年一季度投产。按照 2021 年氧化铝平均价格 2749 元/吨，烧碱 2340 元/吨，铝土矿价格 312 元/吨测算，氧化铝不含税完全成本为 2247 元/吨，保守估计两期完全达产后或将增厚利润 10.09 亿元/年。

► **投资建议：**公司高端铝加工产品持续放量，迎来业绩收获季。我们调整盈利预测，预计公司 2021-2023 年将实现归母净利 34.78 亿元、43.35 亿元和 52.26 亿元，EPS 分别为 0.29 元、0.36 元和 0.44 元；对应 1 月 12 日收盘价的 PE 分别为 16、13 和 11 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**项目进展不及预期，终端认证不及预期，铝价大幅波动等。

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	29,317	33,985	37,372
增长率（%）	3.7	31.5	15.9	10.0
归属母公司股东净利润（百万元）	2,049	3,478	4,335	5,226
增长率（%）	26.3	69.7	24.7	20.5
每股收益（元）	0.17	0.29	0.36	0.44
PE	28	16	13	11
PB	0.9	1.3	1.2	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 1 月 12 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

4.90 元



分析师：邱祖学

执业证号：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理：孙二春

执业证号：S0100121120036

邮箱：sunerchun@mszq.com

研究助理：张建业

执业证号：S0100120080003

邮箱：zhangjianye@mszq.com

相关研究

- 1.南山铝业(600219)公告点评:业绩同比高增，高端铝材放量可期
- 2.【民生有色】南山铝业(600219)公司公告点评：汽车板产能再扩张，增长动能充足
- 3.铝价下跌拖累业绩，铝深加工保持稳健
- 4.【民生有色】南山铝业(600219)中报点评：铝高端深加工将带动增长

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	29,317	33,985	37,372
营业成本	17,010	22,468	25,787	28,143
营业税金及附加	240	264	333	362
销售费用	259	352	442	465
管理费用	724	733	816	897
研发费用	1,481	1,524	1,631	1,644
EBIT	2,526	3,976	4,976	5,861
财务费用	134	98	60	-16
资产减值损失	-2	2	0	0
投资收益	107	59	85	102
营业利润	2,601	4,012	5,106	6,096
营业外收支	5	9	8	8
利润总额	2,606	4,021	5,115	6,104
所得税	385	402	511	610
净利润	2,221	3,619	4,603	5,493
归属于母公司净利润	2,049	3,478	4,335	5,226
EBITDA	4,658	6,339	7,446	8,433

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	13,227	25,000	26,250	30,188
应收账款及票据	3,647	4,822	5,376	6,023
预付款项	934	674	774	961
存货	4,624	6,499	7,369	8,009
其他流动资产	693	1,501	2,051	2,444
流动资产合计	23,125	38,495	41,819	47,625
长期股权投资	437	486	535	584
固定资产	23,192	24,160	24,582	24,569
无形资产	2,315	2,270	2,221	2,166
非流动资产合计	32,887	33,325	32,801	32,120
资产合计	56,012	71,820	74,620	79,745
短期借款	5,073	5,471	7,149	4,557
应付账款及票据	3,575	14,679	11,154	13,201
其他流动负债	2,020	2,966	3,200	3,367
流动负债合计	10,668	23,116	21,503	21,125
长期借款	350	126	-74	-74
其他长期负债	706	655	665	675
非流动负债合计	1,057	781	591	601
负债合计	11,725	23,897	22,095	21,726
股本	11,950	11,950	11,950	11,950
少数股东权益	3,902	4,043	4,311	4,577
股东权益合计	44,287	47,922	52,525	58,019
负债和股东权益合计	56,012	71,820	74,620	79,745

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	3.67	31.47	15.92	9.96
EBIT 增长率	41.16	57.42	25.16	17.77
净利润增长率	26.30	69.71	24.65	20.55
盈利能力 (%)				
毛利率	23.72	23.36	24.12	24.70
净利润率	9.96	12.35	13.54	14.70
总资产收益率 ROA	3.66	4.84	5.81	6.55
净资产收益率 ROE	5.07	7.93	8.99	9.78
偿债能力				
流动比率	2.17	1.67	1.94	2.25
速动比率	1.65	1.35	1.57	1.83
现金比率	1.24	1.08	1.22	1.43
资产负债率 (%)	20.93	33.27	29.61	27.24
经营效率				
应收账款周转天数	37.99	36.57	36.52	36.78
存货周转天数	99.22	105.57	104.30	103.88
总资产周转率	0.40	0.41	0.46	0.47
每股指标 (元)				
每股收益	0.17	0.29	0.36	0.44
每股净资产	3.38	3.67	4.03	4.47
每股经营现金流	0.49	1.26	0.20	0.76
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	28	16	13	11
PB	0.9	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	6.45	5.83	4.99	3.63
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	2,221	3,619	4,603	5,493
折旧和摊销	2,132	2,363	2,469	2,572
营运资金变动	1,112	8,776	-5,041	670
经营活动现金流	5,883	15,083	2,378	9,026
资本开支	-2,845	-2,718	-1,883	-1,827
投资	2,430	-373	-373	-373
投资活动现金流	-356	-3,049	-2,171	-2,099
股权募资	1,218	0	0	0
债务募资	-1,964	123	1,488	-2,582
筹资活动现金流	-1,402	-262	1,043	-2,990
现金净流量	4,001	11,773	1,250	3,938

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

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。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

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