

南山铝业 (600219.SH)

产品结构持续优化, 22H1 业绩稳步增长

核心观点:

- **事件:** 公司公布 22 年半年报, 22H1 实现营收 179.1 亿元, 同比+42.82%, 实现归母净利润 18.26 亿元, 同比+21.17%, 实现扣非归母净利润 17.99 亿元, 同比+23.05%; 22Q2 实现营收 90.54 亿元, 同比+33.07%, 环比+2.22%, 实现归母净利润 11.04 亿元, 同比+13.74%, 环比+52.90%。
- **氧化铝量价齐升叠加铝加工产品结构优化, 公司 22H1 业绩稳步增长。** 据公司半年报, 印尼一期 100 万吨氧化铝项目达产, 氧化铝销量同比实现增长。22H1 氧化铝粉均价为 3016 元/吨左右, 同比+26%左右。22H1 铝均价为 21411 元/吨, 同比+23%左右。公司持续调整产品结构增加高附加值产品对外销售, 高端产品的销量约占公司铝产品总销量的 13%, 较去年同期增长约 2 个百分点, 高端产品毛利约占公司铝产品总毛利的 21%, 较去年同期增长约 1 个百分点。
- **印尼氧化铝二期、汽车板及再生铝持续放量成为公司未来核心业绩增长点。** 据公司半年报, 公司印尼二期 100 万吨氧化铝项目已完成基础、结构施工工作, 正在陆续完成设备安装工作。公司已拥有汽车板在产产能 20 万吨, 在建产能 20 万吨。公司在现有 10 万吨再生铝产能的基础上, 新增建设 10 万吨再生铝保级利用项目。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司 2022-2024 年营收分别为 352.91 亿元、414.25 亿元以及 448.73 亿元, 预计实现归母净利润 41.61 亿元、50.77 亿元以及 55.72 亿元, 对应 EPS 分别为 0.35、0.42 以及 0.47 元/股。基于可比公司估值, 我们认为公司 22 年合理 PE 估值为 15 倍, 对应合理价值为 5.22 元/股, 维持公司“买入”评级。
- **风险提示:** 汽车板新扩建项目及氧化铝二期项目投产不及预期; 电解铝及氧化铝价格大幅下跌; 铝加工产品加工费大幅下降。

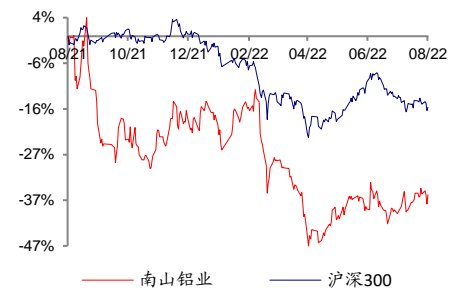
盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	22,299	28,725	35,291	41,425	44,873
增长率 (%)	3.7	28.8	22.9	17.4	8.3
EBITDA (百万元)	4,717	6,442	7,030	8,097	8,678
归母净利润 (百万元)	2,049	3,411	4,161	5,077	5,572
增长率 (%)	26.3	66.4	22.0	22.0	9.8
EPS (元/股)	0.17	0.29	0.35	0.42	0.47
市盈率 (x)	18.43	16.50	10.48	8.59	7.83
ROE (%)	5.1	8.0	8.6	9.2	8.8
EV/EBITDA (x)	6.37	7.21	4.95	4.27	3.81

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	3.65 元
合理价值	5.22 元
前次评级	买入
报告日期	2022-08-26

相对市场表现



分析师:

巨国贤



SAC 执证号: S0260512050006

SFC CE No. BNW287



0755-23608197



juguoqian@gf.com.cn

分析师:

李超



SAC 执证号: S0260521060001



021-38003592



shlichao@gf.com.cn

请注意, 李超并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

- 南山铝业 (600219.SH): 氧化铝及汽车板放量, 22Q1 业绩同比大增 2022-05-03
- 南山铝业 (600219.SH): 氧化铝及汽车板放量, 公司业绩同比大增 2022-03-31
- 南山铝业 (600219.SH): 新能源汽车铝板进入产能快速扩张期 2022-03-04

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	23,125	30,697	29,265	32,444	35,885
货币资金	13,227	18,273	14,175	14,867	16,928
应收及预付	4,581	5,005	6,144	7,208	7,803
存货	4,624	6,429	7,871	9,214	9,954
其他流动资产	693	990	1,075	1,155	1,200
非流动资产	32,887	32,481	37,859	43,733	49,810
长期股权投资	437	498	498	498	498
固定资产	23,192	27,504	30,358	34,207	38,759
在建工程	6,034	1,656	4,156	6,156	7,656
无形资产	2,315	2,341	2,366	2,391	2,416
其他长期资产	908	482	482	482	482
资产总计	56,012	63,178	67,125	76,178	85,696
流动负债	10,668	15,014	13,177	14,847	15,992
短期借款	5,073	8,092	5,000	5,500	6,000
应付及预收	3,575	3,950	4,835	5,660	6,115
其他流动负债	2,020	2,972	3,342	3,687	3,877
非流动负债	1,057	640	640	640	640
长期借款	350	0	0	0	0
应付债券	76	0	0	0	0
其他非流动负债	630	640	640	640	640
负债合计	11,725	15,655	13,817	15,487	16,632
股本	11,950	11,950	11,950	11,950	11,950
资本公积	16,525	16,562	16,562	16,562	16,562
留存收益	12,133	14,887	20,294	27,218	35,086
归属母公司股东权益	40,385	42,867	48,274	55,198	63,066
少数股东权益	3,902	4,657	5,033	5,493	5,997
负债和股东权益	56,012	63,178	67,125	76,178	85,696

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	22,299	28,725	35,291	41,425	44,873
营业成本	17,010	21,650	26,503	31,027	33,517
营业税金及附加	240	258	353	411	432
销售费用	259	290	383	433	478
管理费用	724	854	1,084	1,271	1,370
研发费用	1,481	1,374	1,907	2,153	2,363
财务费用	134	148	59	40	44
资产减值损失	-2	-24	-24	-24	-24
公允价值变动收益	-9	0	0	0	0
投资净收益	107	54	66	77	84
营业利润	2,601	4,145	5,162	6,282	6,879
营业外收支	5	-5	6	6	6
利润总额	2,606	4,139	5,168	6,288	6,884
所得税	385	420	631	751	808
净利润	2,221	3,719	4,537	5,536	6,076
少数股东损益	172	309	377	459	504
归属母公司净利润	2,049	3,411	4,161	5,077	5,572
EBITDA	4,717	6,442	7,030	8,097	8,678
EPS (元)	0.17	0.29	0.35	0.42	0.47

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	5,883	4,416	5,238	6,278	7,407
净利润	2,221	3,719	4,537	5,536	6,076
折旧摊销	2,132	2,142	1,969	1,967	1,965
营运资金变动	1,112	-1,845	-1,411	-1,317	-735
其它	418	399	143	92	100
投资活动现金流	-356	-1,205	-6,047	-5,929	-5,673
资本支出	-2,845	-1,180	-6,113	-6,006	-5,757
投资变动	2,430	-24	0	0	0
其他	59	0	66	77	84
筹资活动现金流	-1,402	218	-3,289	343	328
银行借款	5,270	8,084	-3,092	500	500
股权融资	1,218	681	0	0	0
其他	-7,890	-8,548	-196	-158	-173
现金净增加额	4,001	3,274	-4,098	692	2,061
期初现金余额	7,395	11,396	18,273	14,175	14,867
期末现金余额	11,396	14,670	14,175	14,867	16,928

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	3.7%	28.8%	22.9%	17.4%	8.3%
营业利润增长	31.1%	59.3%	24.5%	21.7%	9.5%
归母净利润增长	26.3%	66.4%	22.0%	22.0%	9.8%
获利能力					
毛利率	23.7%	24.6%	24.9%	25.1%	25.3%
净利率	10.0%	12.9%	12.9%	13.4%	13.5%
ROE	5.1%	8.0%	8.6%	9.2%	8.8%
ROIC	4.4%	6.9%	7.6%	8.1%	7.9%
偿债能力					
资产负债率	20.9%	24.8%	20.6%	20.3%	19.4%
净负债比率	26.5%	32.9%	25.9%	25.5%	24.1%
流动比率	2.17	2.04	2.22	2.19	2.24
速动比率	1.65	1.54	1.52	1.46	1.51
营运能力					
总资产周转率	0.40	0.45	0.53	0.54	0.52
应收账款周转率	9.61	10.03	10.03	10.03	10.03
存货周转率	4.82	4.47	4.48	4.50	4.51
每股指标 (元)					
每股收益	0.17	0.29	0.35	0.42	0.47
每股经营现金流	0.49	0.37	0.44	0.53	0.62
每股净资产	3.38	3.59	4.04	4.62	5.28
估值比率					
P/E	18.43	16.50	10.48	8.59	7.83
P/B	0.94	1.31	0.90	0.79	0.69
EV/EBITDA	6.37	7.21	4.95	4.27	3.81

广发有色行业研究小组

- 巨国贤：首席分析师，材料学硕士，24年有色金属及新材料产业、上市公司研究经验。
- 官帅：资深分析师，对外经济贸易大学金融学硕士。
- 李超：资深分析师，CPA，上海财经大学经济学硕士。
- 陈先龙：高级分析师，复旦大学-LUISS 大学国际商务双硕士，曾任 CRU 中国首位电池金属材料分析师。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。