

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 3.09
合理价格区间(元): 3.52~3.96

李斌 执业证书编号: S0570517050001
研究员 libin@htsc.com

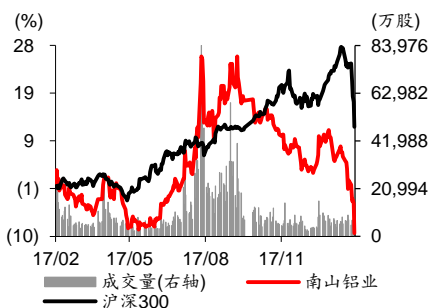
邱乐园 执业证书编号: S0570517100003
研究员 010-56793945
qiuleyuan@htsc.com

孙雪琬 0755-82125064
联系人 sunxuewan@htsc.com

相关研究

- 1《南山铝业(600219,增持):稳定的业绩,可观的弹性》2017.08
- 2《南山铝业(600219,增持):怡力并入增厚利润,高端铝材放量渐进》2017.04
- 3《南山铝业(600219):利息拖累业绩,主业仍趋平稳》2016.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本(百万股)	9,251
流通A股(百万股)	7,088
52周内股价区间(元)	3.09-4.29
总市值(百万元)	28,586
总资产(百万元)	46,187
每股净资产(元)	3.51

资料来源:公司公告

深耕铝加工, 业绩增长稳定

南山铝业(600219)

公司 2017 年归母净利润同比增加约 23%

公司 2 月 9 日发布 2017 年度报告: 2017 年实现营业收入 170.68 亿元, 同比增加 29.03%; 实现归母净利润 16.11 亿元, 同比增加 22.75%; 基本每股收益 0.17 元, 同比增加 21.43%; 加权平均净资产收益 5.01%, 同比增加 0.79 个百分点。2017 年第四季度实现营业收入 50.89 亿元, 同比增加 54.64%, 环比增加 15.01%; 归母净利润 2.90 亿元, 同比减少 8.63%, 环比减少 49.98%。公司业绩基本符合我们此前预期, 维持增持评级。

原铝涨价、深加工产品量提升促成业绩增长

2017 年公司型材、冷轧、箔轧收入分别同比增长 10.9%、29.9%和 47.1%, 收入增加一方面原铝年均价格上涨 15.8%, 铝材价格水涨船高, 另一方面公司深加工产品销量提升, 产品加工附加值提高。公司虽然实现了氧化铝和原铝自给, 但 2017 年煤炭等辅料价格上涨、加工产品销量增加、加工成本随深加工产品比例提升而增加三个因素推升成本, 公司 2017 年内营业成本同比增加 29.15%, 与营收增幅接近, 整体毛利率维持稳定。

不止于普通加工, 深耕高端铝材制造

高端制造是公司未来的重要看点。2017 年公司以生产航空板、汽车板为主的 20 万吨超大规格、高性能特种铝合金材料生产线实现批量供货, 公司年内也实现了向波音供货航空板产品, 并正在向各大车企加速其汽车板产品认证。公司以生产航空、能源、海工锻件为主的 1.4 万吨大型精密模锻件生产线已经投产, 并与著名航空发动机制造商 Rolls-Royce 签署了发动机旋转件供货合同。此外, 公司 4 万吨高精度多用途铝箔生产线全部达产, 在锂电池箔、食品软包装箔市场的竞争力持续增强。

成本优势延续, 未来或受益于铝行业基本面改善

上游产业方面, 公司在印尼的 100 万吨氧化铝项目已经开始前期施工, 项目完成后公司将用印尼当地的铝土矿及煤炭资源生产氧化铝, 实现低成本产能扩张。公司不同于一般的加工型企业, 拥有氧化铝-原铝-铝加工产业链, 可以从上升的铝价中获益。我们认为, 尽管 2018 年上半年国内电解铝新增产能压力较大, 但长期看供给侧改革不会减弱, 原铝供应增速将保持严控, 我们判断今年电解铝均价有望小幅增长, 公司利润有望进一步增厚。此外, 年报中值得注意的是中证金 2017 年四季度增持公司 2.25 亿元, 持股比例由此前的 2.47% 上升至 4.90%, 显示了对公司经营前景的看好。

供改稳步推进、高端产能有序释放, 给予公司“增持”评级

假设 2018-2020 年原铝均价将分别达到 1.47、1.51、1.55 万元/吨; 公司 1.4 万吨锻件项目、航空板和汽车板项目在 18-20 年逐步放量至满产状态, 则预计公司 18-20 年营收将分别达到 213.8、232.7、254.2 亿元, EPS 分别为 0.22、0.27、0.31 元, 此次 18、19 年 EPS 预测值相较于上次预测分别变动-0.03、-0.01 元。参照铝行业可比公司 18 年平均 16.5 倍的市盈率, 给予公司 16-18 倍 PE, 对应目标价 3.52-3.96 元, 给予增持评级。

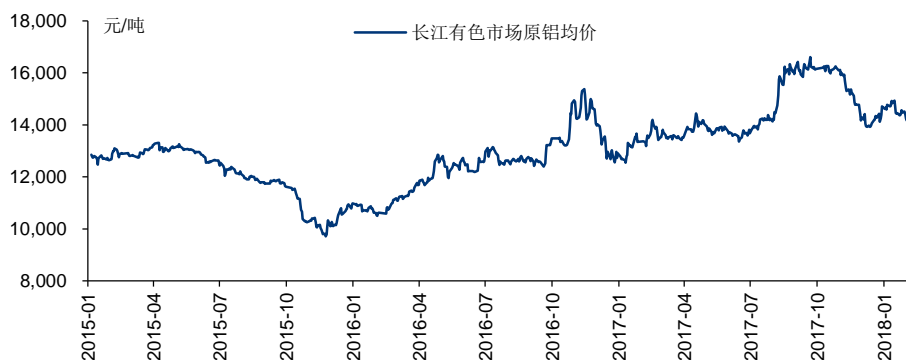
风险提示: 铝价不达预期; 铝加工市场竞争激烈; 产能投放不达预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	13,228	17,068	21,375	23,268	25,424
+/-%	(3.98)	29.03	25.23	8.86	9.26
归属母公司净利润(百万元)	1,344	1,720	2,044	2,488	2,886
+/-%	32.04	27.97	18.79	21.73	16.01
EPS(元, 最新摊薄)	0.15	0.19	0.22	0.27	0.31
PE(倍)	21.26	16.62	13.99	11.49	9.90

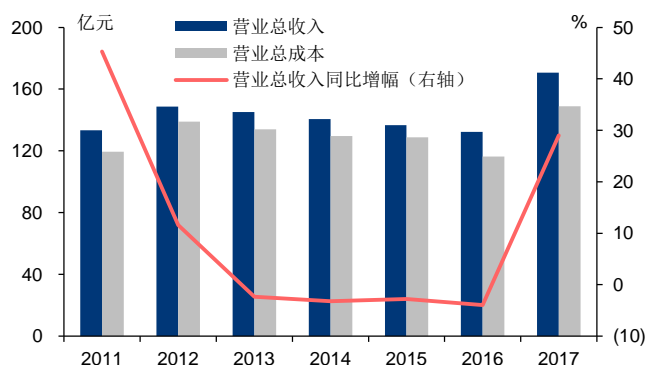
资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

图表1：原铝价格走势



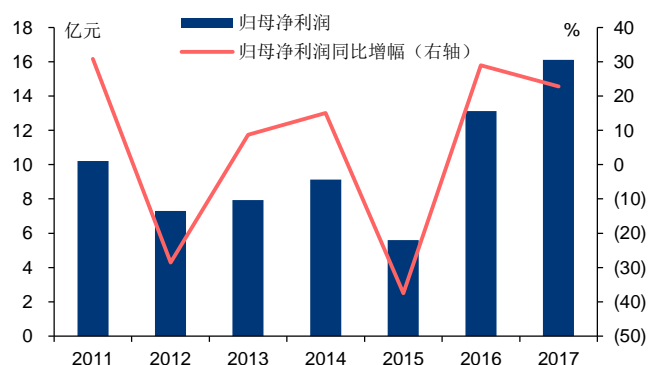
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：公司近年营业收入和营业成本情况



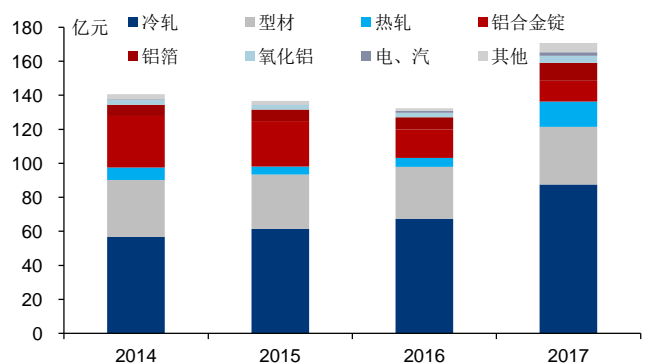
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：公司近年归母净利润情况



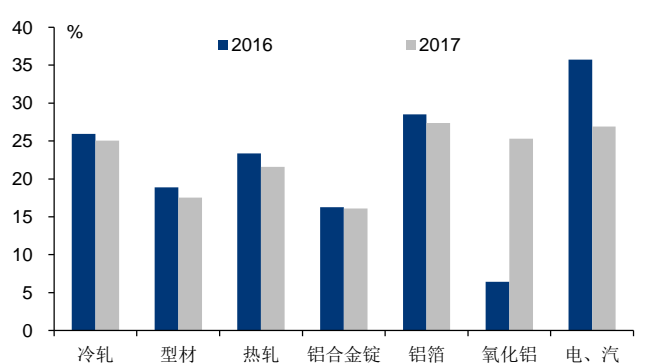
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：公司近年营业收入按业务构成情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：公司各项业务毛利率情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

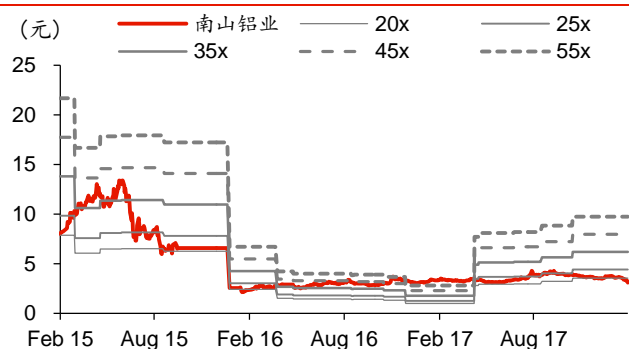
图表6: 可比公司 Wind 一致预期估值情况

股票代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS (2018E)	EPS (2019E)	PE (2018E)	PE (2019E)
601600	中国铝业	8.09	0.44	0.61	18.39	13.26
000807	云铝股份	7.48	0.62	0.85	12.06	8.80
000933	神火股份	7.25	1.03	1.20	7.04	6.04
600888	新疆众和	5.59	0.25	0.28	22.36	19.96
002540	亚太科技	6.97	0.37	0.50	18.84	13.94
601677	明泰铝业	12.39	0.86	1.08	14.41	11.47
002401	利源精制	8.65	0.81	1.24	10.68	6.98
300337	银邦股份	7.30	0.26	0.37	28.08	19.73
平均值					16.48	12.52

资料来源: Wind, 华泰证券研究所 (注: 选取 2018 年 2 月 9 日收盘价)

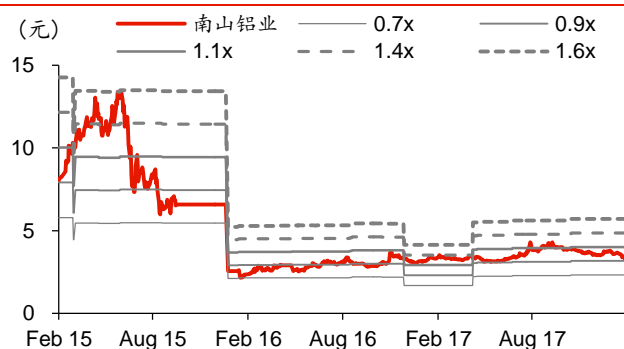
PE/PB - Bands

图表7: 南山铝业历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表8: 南山铝业历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	11,071	15,173	17,484	20,291	23,538
现金	4,083	5,571	6,139	7,813	10,001
应收账款	1,150	2,084	2,107	2,430	2,680
其他应收账款	166.51	389.70	360.24	422.11	470.22
预付账款	332.66	528.38	559.40	641.88	697.72
存货	3,836	4,564	5,998	6,457	6,976
其他流动资产	1,502	2,036	2,320	2,527	2,713
非流动资产	31,615	30,868	30,725	30,274	29,768
长期投资	282.52	290.93	283.04	285.58	285.62
固定投资	23,228	25,975	26,573	26,451	26,055
无形资产	2,270	2,428	2,587	2,694	2,818
其他非流动资产	5,835	2,174	1,282	842.86	609.53
资产总计	42,685	46,041	48,209	50,565	53,306
流动负债	6,621	7,555	8,767	9,183	9,616
短期借款	1,349	2,512	2,010	2,067	2,122
应付账款	3,160	2,612	4,131	4,357	4,623
其他流动负债	2,111	2,432	2,625	2,758	2,870
非流动负债	2,541	3,825	2,673	2,431	2,157
长期借款	702.35	356.13	62.02	(333.51)	(687.02)
其他非流动负债	1,839	3,469	2,611	2,764	2,844
负债合计	9,162	11,381	11,440	11,613	11,773
少数股东权益	1,849	1,916	1,985	2,013	2,056
股本	9,251	9,251	9,251	9,251	9,251
资本公积	14,680	14,680	14,680	14,680	14,680
留存公积	7,624	8,772	10,883	13,112	15,559
归属母公司股	31,675	32,744	34,810	37,036	39,478
负债和股东权益	42,685	46,041	48,209	50,565	53,306

现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	1,892	1,810	3,924	3,727	4,274
净利润	1,344	1,720	2,113	2,515	2,929
折旧摊销	1,665	1,947	1,986	2,142	2,271
财务费用	142.62	204.98	(29.97)	(119.98)	(225.05)
投资损失	(88.45)	(48.35)	(55.86)	(58.79)	(56.07)
营运资金变动	(1,256)	(2,276)	12.50	(814.41)	(693.88)
其他经营现金	83.71	261.23	(101.82)	63.05	48.80
投资活动现金	(1,581)	(1,828)	(1,815)	(1,646)	(1,729)
资本支出	1,921	1,370	1,646	1,508	1,577
长期投资	26.00	28.18	(10.85)	4.02	(0.20)
其他投资现金	366.01	(430.22)	(179.36)	(134.44)	(152.23)
筹资活动现金	(976.36)	1,615	(1,542)	(406.66)	(357.61)
短期借款	(478.24)	1,163	(501.57)	57.03	55.08
长期借款	(798.39)	(346.22)	(294.12)	(395.53)	(353.51)
普通股增加	6,416	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(6,378)	(0.74)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	261.93	799.35	(746.21)	(68.15)	(59.18)
现金净增加额	(527.73)	1,522	567.89	1,674	2,188

利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	13,228	17,068	21,375	23,268	25,424
营业成本	10,231	13,213	16,902	18,185	19,740
营业税金及附加	185.73	258.81	285.58	327.50	356.41
营业费用	428.11	389.67	558.69	606.68	649.70
管理费用	579.33	681.38	891.91	964.95	1,050
财务费用	142.62	204.98	(29.97)	(119.98)	(225.05)
资产减值损失	65.45	140.10	94.35	104.78	107.19
公允价值变动收益	(2.36)	(5.79)	(3.53)	(4.09)	(4.19)
投资净收益	88.45	48.35	55.86	58.79	56.07
营业利润	1,682	2,256	2,725	3,254	3,798
营业外收入	63.53	17.62	35.92	34.42	32.12
营业外支出	17.29	15.36	15.77	15.89	15.76
利润总额	1,728	2,259	2,745	3,273	3,815
所得税	383.64	538.18	631.38	757.50	885.41
净利润	1,344	1,720	2,113	2,515	2,929
少数股东损益	0.00	0.00	69.76	27.73	43.09
归属母公司净利润	1,344	1,720	2,044	2,488	2,886
EBITDA	3,490	4,408	4,681	5,276	5,844
EPS (元, 基本)	0.15	0.19	0.22	0.27	0.31

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	(3.98)	29.03	25.23	8.86	9.26
营业利润	17.79	34.16	20.76	19.44	16.71
归属母公司净利润	32.04	27.97	18.79	21.73	16.01
获利能力 (%)					
毛利率	22.66	22.58	20.93	21.85	22.36
净利率	10.16	10.08	9.56	10.69	11.35
ROE	4.24	5.25	5.88	6.73	7.31
ROIC	4.31	5.33	5.92	6.81	7.73
偿债能力					
资产负债率 (%)	21.46	24.72	23.73	22.97	22.08
净负债比率 (%)	27.11	28.25	21.21	18.07	15.24
流动比率	1.67	2.01	1.99	2.21	2.45
速动比率	1.09	1.40	1.31	1.51	1.72
营运能力					
总资产周转率	0.31	0.38	0.45	0.47	0.49
应收账款周转率	12.74	9.49	9.17	9.21	8.94
应付账款周转率	3.40	4.58	5.01	4.28	4.40
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.15	0.19	0.22	0.27	0.31
每股经营现金流(最新摊薄)	0.20	0.20	0.42	0.40	0.46
每股净资产(最新摊薄)	3.42	3.54	3.76	3.99	4.27
估值比率					
PE (倍)	21.26	16.62	13.99	11.49	9.90
PB (倍)	0.90	0.87	0.82	0.77	0.72
EV_EBITDA (倍)	8.77	6.95	6.54	5.80	5.24

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。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。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口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com