

公司研究/年报点评

2019年04月17日

有色金属/金属加工材料 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 2.81
合理价格区间(元): 3.00~3.60

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

孙雪琬 执业证书编号: S0570518080006
研究员 0755-82125064
sunxuewan@htsc.com

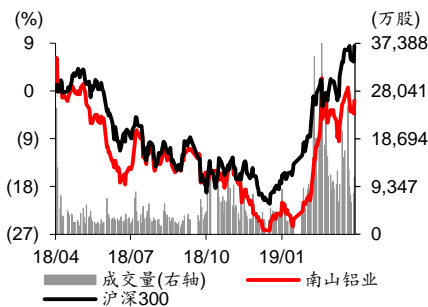
邱乐园 执业证书编号: S0570517100003
研究员 010-56793945
qiuleyuan@htsc.com

江翰博 010-56793962
联系人 jianghanbo@htsc.com

相关研究

- 1《南山铝业(600219,增持): 产品销量同比增加, 业绩增长延续》2018.10
- 2《南山铝业(600219,增持): 高端产品放量, 业绩平稳增长》2018.08
- 3《南山铝业(600219,增持): 深耕铝加工, 业绩增长稳定》2018.02

一年内股价走势图



资料来源: Wind

加工业务稳健, 铝价低迷拖累业绩

南山铝业(600219)

公司 2018 年归母净利润 14.38 亿元, 同比下降 10.76%

公司 2018 年实现营业收入 202.22 亿元, 同比增加 18.48%; 实现归母净利润 14.38 亿元, 同比下降 10.76%, 加权平均 ROE 为 4.35%, 同比减少 0.66 个百分点。其中第四季度实现营收 52.43 亿元, 同比增加 3.04%, 环比下降 1.09%; 归母净利润 0.42 亿元, 同比减少 85.60%, 环比下降 92.70%。由于铝价低迷, 公司业绩低于我们预期。我们预计公司 2019-21 年 EPS 为 0.15、0.17、0.19 元, 维持增持评级。

四季度铝价深度下跌, 公司业绩环比大幅下降

公司第四季度业绩环比大幅下降, 主要是毛利润大幅下降至 4.21 亿元, 环比减少 7.79 亿元, 此外公司三项费用环比增加 2.14 亿元。但四季度公司坏账损失有所转回, 该季度资产减值损失-1.94 亿元。我们认为公司四季度毛利润大幅下降主要因为铝价低迷, Q4 原铝价格 13823 元/吨, 环比大幅下跌 523 元/吨, 且铝价下行通道中或造成产品售价和销售成本的倒挂。公司全年铝制品毛利率为 17.13%, 同比下降 5.61 个百分点。

继续深耕深加工, 产品附加值不断提升

公司 2018 年继续加强高附加值产品市场推广。铝箔方面, 公司在复合软包利润逐渐降低的形势下开发了硬态药箔、高延伸率厚箔、高性能动力电池箔等产品; 汽车板订单持续增长, 客户数量不断增加, 正在进行奔驰、本田等厂商材料认证工作; 航空板方面, 公司实现了板材认证规格范围的扩项, 与波音签署了 5 年长协合同, 并通过了庞巴迪、中商飞、航空工业等企业的产品认证, 实现了批量供货; 锻压件方面, 公司 1.4 万吨大型精密模锻件生产线逐步投产, 与赛峰签订了 A320/A330 起落架用铝合金锻件合同, 与罗罗公司就轴类锻件产品达成了供货协议。

未来印尼氧化铝有望贡献业绩增量

公司年内以 1.70 元/股的价格, 每 10 股配售 3 股的比例向全体股东配售 26.99 亿股, 募集 45.44 亿元用于印尼宾坦南山工业园 100 万吨氧化铝项目。项目完成后, 公司有望利用印尼的铝土矿及煤炭生产氧化铝, 实现低成本产能扩张。未来印尼地区氧化铝将主要面向东南亚、南亚、中东等地区的电解铝厂, 亦可作为公司自用产能的补充, 项目可能于 2020 年下半年投产。公司年报披露本项目至 2018 年底进度为 16%, 项目总投资预计约 56.85 亿元。短期公司 EPS 或有摊薄, 长期看当前国内铝土矿品位持续下降、供应日趋紧张, 在海外设立氧化铝产能符合行业发展趋势。

当前 PE 估值偏低, 维持增持评级

由于铝价大幅低于预期, 我们此次下调公司盈利预测。预计公司 2019-21 年 EPS 为 0.15/0.17/0.19 元, 19-20 年预测均较上次下调 15%。参考可比公司 19 年 21.89 倍的 Wind 一致预期 PE 估值, 我们给予公司 19 年 20-24 倍 PE, 对应目标价 3.00-3.60 元, 维持增持评级。

风险提示: 铝价不达预期; 铝加工市场竞争激烈; 产能投放较慢等。

公司基本资料

总股本 (百万股)	11,950
流通 A 股 (百万股)	9,787
52 周内股价区间 (元)	2.11-3.38
总市值 (百万元)	33,581
总资产 (百万元)	52,299
每股净资产 (元)	3.20

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	17,068	20,222	22,361	23,938	31,046
+/-%	29.03	18.48	10.58	7.05	29.69
归属母公司净利润 (百万元)	1,611	1,438	1,831	2,084	2,323
+/-%	22.75	(10.76)	27.35	13.81	11.47
EPS (元, 最新摊薄)	0.13	0.12	0.15	0.17	0.19
PE (倍)	20.84	23.35	18.34	16.11	14.45

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 可比公司 Wind 一致预期估值

股票代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS (2019E)	BVPS (2019E)	PE (2019E)	PB (2019E)
601600	中国铝业	4.52	0.14	3.24	32.29	1.40
000807	云铝股份	5.94	0.21	3.49	28.29	1.70
000933	神火股份	5.47	0.23	3.42	23.78	1.60
600888	新疆众和	5.78	0.28	4.36	20.64	1.33
002540	亚太科技	5.92	0.37	4.26	16.00	1.39
601677	明泰铝业	11.27	1.09	10.89	10.34	1.03
平均值					21.89	1.41

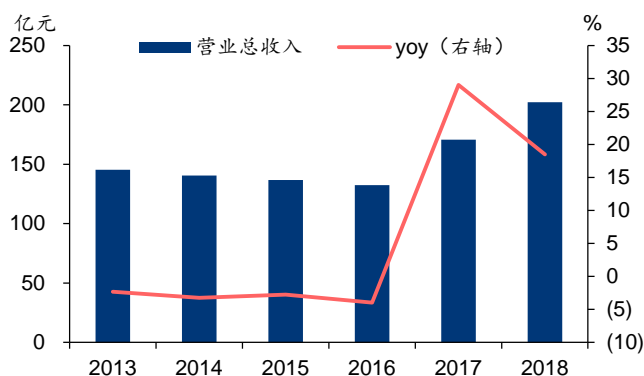
资料来源: Wind, 华泰证券研究所 (注: 选取 2019 年 4 月 16 日收盘价; 原可比公司利源精制和银邦股份已无 2019 年 Wind 一致预测盈利值, 故此次不列入可比公司)

图表2: 盈利预测重点假设调整情况

调整项目	单位	调整前	调整后
2019-21 年原铝均价	万元/吨	1.46/1.48/-	1.41/1.42/1.43
2019-21 年原铝不含税现金成本	万元/吨	1.06/1.06/-	1.10/1.10/1.10
2019-21 年氧化铝均价	元/吨	2850/2900/-	2700/2750/2800

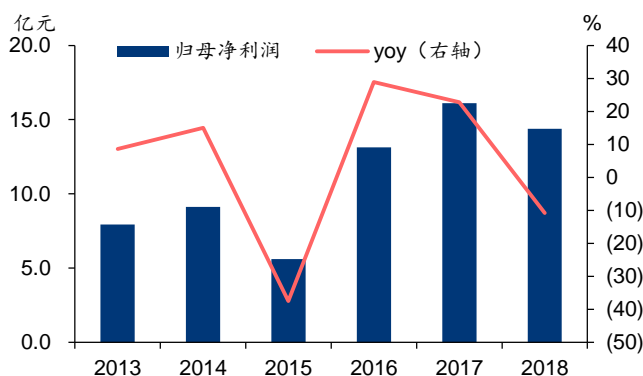
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 公司 2013-2018 年营业总收入



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

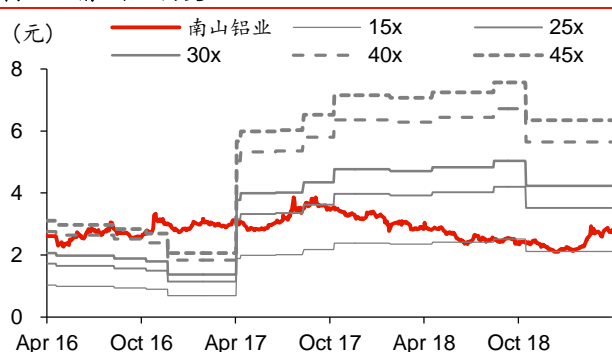
图表4: 公司 2013-2018 年归母净利润



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

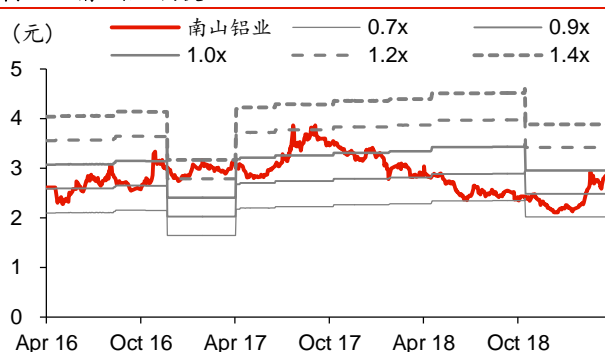
PE/PB - Bands

图表5: 南山铝业历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	15,173	21,759	24,919	27,497	31,901
现金	5,571	6,305	10,462	11,873	12,150
应收账款	2,084	2,134	2,417	2,626	3,368
其他应收账款	389.70	230.55	346.25	368.52	458.47
预付账款	528.38	526.74	555.00	660.34	864.40
存货	4,564	5,241	5,951	6,317	8,357
其他流动资产	2,036	7,321	5,188	5,652	6,702
非流动资产	30,868	30,540	30,194	29,591	28,899
长期投资	290.93	339.79	313.96	318.73	320.65
固定投资	25,975	25,010	25,903	25,914	25,567
无形资产	2,428	2,381	2,356	2,325	2,284
其他非流动资产	2,174	2,810	1,622	1,033	726.22
资产总计	46,041	52,299	55,113	57,088	60,800
流动负债	7,555	9,130	10,249	10,495	12,364
短期借款	2,512	3,940	4,000	4,200	4,500
应付账款	3,251	3,509	4,299	4,416	5,843
其他流动负债	1,792	1,681	1,950	1,879	2,021
非流动负债	3,825	2,911	2,687	2,531	2,224
长期借款	356.13	100.00	(156.13)	(412.27)	(668.40)
其他非流动负债	3,469	2,811	2,843	2,943	2,892
负债合计	11,381	12,042	12,936	13,026	14,588
少数股东权益	1,916	2,030	2,120	2,241	2,371
股本	9,251	11,950	11,950	11,950	11,950
资本公积	14,680	16,525	16,525	16,525	16,525
留存公积	8,772	9,656	11,584	13,350	15,373
归属母公司股东权益	32,744	38,228	40,057	41,821	43,842
负债和股东权益	46,041	52,299	55,113	57,088	60,800

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	1,810	2,184	6,123	3,536	2,464
净利润	1,720	1,523	1,922	2,205	2,453
折旧摊销	1,947	2,039	1,988	2,164	2,306
财务费用	204.98	263.71	287.41	291.81	305.48
投资损失	(48.35)	(67.80)	(64.76)	(63.04)	(64.40)
营运资金变动	(2,276)	(1,479)	1,919	(1,092)	(2,587)
其他经营现金	261.23	(94.24)	71.86	30.00	51.42
投资活动现金	(1,828)	(5,708)	(1,644)	(1,514)	(1,570)
资本支出	1,370	1,730	1,646	1,508	1,577
长期投资	28.18	20.59	(25.83)	4.77	1.92
其他投资现金	(430.22)	(3,957)	(23.86)	(1.59)	9.04
筹资活动现金	1,615	3,857	(323.10)	(610.21)	(616.67)
短期借款	1,163	1,428	59.76	200.00	300.00
长期借款	(346.22)	(256.13)	(256.13)	(256.13)	(256.13)
普通股增加	0.00	2,699	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(0.74)	1,845	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	799.35	(1,860)	(126.73)	(554.07)	(660.54)
现金净增加额	1,522	406.88	4,156	1,411	277.64

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	17,068	20,222	22,361	23,938	31,046
营业成本	13,213	16,707	16,769	19,179	25,443
营业税金及附加	258.81	251.43	304.36	322.62	414.39
营业费用	389.67	531.51	584.65	613.76	804.56
管理费用	593.73	732.83	827.67	870.98	1,135
财务费用	204.98	263.71	287.41	291.81	305.48
资产减值损失	140.10	(108.08)	3.57	(10.90)	(22.27)
公允价值变动收益	(5.79)	(0.01)	(2.33)	(2.13)	(1.84)
投资净收益	48.35	67.80	64.76	63.04	64.40
营业利润	2,256	1,819	2,390	2,732	3,027
营业外收入	17.62	24.59	28.76	25.51	26.44
营业外支出	15.36	12.31	14.16	13.74	13.64
利润总额	2,259	1,832	2,404	2,744	3,040
所得税	538.18	309.15	482.86	538.82	587.58
净利润	1,720	1,523	1,922	2,205	2,453
少数股东损益	108.98	84.54	90.33	120.70	129.43
归属母公司净利润	1,611	1,438	1,831	2,084	2,323
EBITDA	4,408	4,122	4,666	5,187	5,639
EPS (元, 基本)	0.17	0.12	0.15	0.17	0.19

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	29.03	18.48	10.58	7.05	29.69
营业利润	34.16	(19.36)	31.35	14.31	10.82
归属母公司净利润	22.75	(10.76)	27.35	13.81	11.47
获利能力 (%)					
毛利率	22.58	17.38	19.39	19.88	18.05
净利率	9.44	7.11	8.19	8.71	7.48
ROE	4.92	3.76	4.57	4.98	5.30
ROIC	5.33	4.29	5.62	6.31	6.66
偿债能力					
资产负债率 (%)	24.72	23.02	23.47	22.82	23.99
净负债比率 (%)	28.25	35.69	32.16	31.39	28.32
流动比率	2.01	2.38	2.43	2.62	2.58
速动比率	1.40	1.81	1.84	2.02	1.90
营运能力					
总资产周转率	0.38	0.41	0.42	0.43	0.53
应收账款周转率	9.49	8.86	9.20	8.79	9.63
应付账款周转率	4.12	4.94	4.62	4.40	4.96
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.13	0.12	0.15	0.17	0.19
每股经营现金流(最新摊薄)	0.15	0.18	0.51	0.30	0.21
每股净资产(最新摊薄)	2.74	3.20	3.35	3.50	3.67
估值比率					
PE (倍)	20.84	23.35	18.34	16.11	14.45
PB (倍)	1.03	0.88	0.84	0.80	0.77
EV_EBITDA (倍)	8.01	8.57	7.57	6.81	6.26

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：91320000704041011J。

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 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

— 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；

— 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

— 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；

— 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

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

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