

投资评级：买入(维持)

南山铝业(600219)

目标价：元

专注高端，砥砺前行

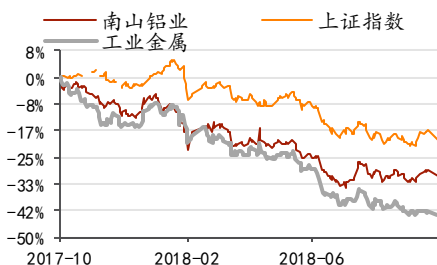
市场数据 2018-10-08

收盘价(元)	2.72
一年内最低/最高(元)	2.52/4.07
市盈率	14.9
市净率	0.76

基础数据

净资产收益率(%)	5.01
资产负债率(%)	24.7
总股本(亿股)	92.51

最近12月股价走势



联系信息

李帅华	分析师
SAC 证书编号: S0160518030001	
lishuaihua@ctsec.com	
郝思行	联系人
haosx@ctsec.com	021-68592511

相关报告

- 《600219-中报点评:电解铝渐入佳境, 高端制造硕果累累》 2018-08-30
- 《600219-事件点评:配股批文获批, 开启上游资源全球布局》 2018-08-26
- 《600219-事件点评:高端制造再下一城, 成为CATL 铝箔重要供应商》 2018-06-11

- **被误读为周期股的高端制造企业。**公司是国内交运轻量化材料领军企业, 属于高端制造企业, 但市场常常因为公司拥有完整的铝材产业链而视公司为纯粹的周期股。我们认为公司的利润确实受到上周电解铝环节的影响, 但公司布局上游的原因在于大体量的铝材加工需要保证上游供给的量、价稳定, 公司的投资逻辑更偏重于轻量化高端制造的成长性, 而非电解铝的周期性。
- **高端制造硕果累累。**公司半年报披露, 铝型材通过了空客 A320 机翼长桁用挤压型材产品认证; 航空板与波音签订了五年的长协合同, 供货量大幅增加; 汽车板已成为国内首家乘用车四门两盖铝板生产商, 与德国宝马和上汽通用签订供货合同; 罐盖料减薄至最薄 0.208mm; 电池箔产品迅速抢占市场, 已经批量供应宁德时代新能源、国轩高科、亿纬锂能、江苏力信等客户; 航空锻件方面成功与英国罗罗公司和赛峰起落架系统公司签订合同。
- **估值底部, 黎明之前。**目前公司的估值水平无论从 PB 还是从 PE 的角度来看, 都处于历史相对底部, 其中市净率为 0.77。历史上来看除 2015 年外, 公司 ROE 水平始终在 4% 以上, 考虑到目前市净率仅为 0.77, 4% 的 ROE 对应 5.2% 的投资回报率。此外, 公司轻量化产品已大批量的通过下游客户的认证并签订供货合同, 轻量化产品步入产能释放周期, 成长确定性强, 而在电解铝供给侧改革的背景下, 2015 年全行业大规模亏损的现象也将不复出现, 预计公司 2018 年的投资回报率将在 8% 以上。
- **布局海外氧化铝, 开启全球资源布局。**公司配股投资建设印尼氧化铝项目, 则是充分考虑到印尼当地铝土矿成本低廉可进一步加强公司的成本优势以及国内氧化铝供应长期偏紧的产业形势, 公司提前开启上游资源的全球布局, 战略布局高瞻远瞩。
- **维持“买入”评级。**轻量化材料方面, 公司先发优势显著, 产品成功通过认证并步入业绩释放期; 电解铝方面, 公司顺应行业趋势, 布局海外氧化铝厂进一步降低成本, 因此维持公司“买入评级”。预计 2018-2020 年的 EPS 分别为 0.23 元, 0.28 元, 0.39 元, 对应当前股价的 PE 分别为 12.2 倍, 9.7 倍, 7.1 倍。

风险提示: 宏观经济下滑的风险。

表 1: 公司财务及预测数据摘要	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	13,228	17,068	22,188	28,845	37,498
增长率	-3.2%	29.0%	30.0%	30.0%	30.0%
归属母公司股东净利润(百万)	1,313	1,611	2,083	2,619	3,575
增长率	134.3%	22.7%	29.3%	25.7%	36.5%
每股收益(元)	0.14	0.17	0.23	0.28	0.39
市盈率(倍)	19.4	15.8	12.2	9.7	7.1

数据来源: 贝格数据, 财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

公司财务报表及指标预测					财务指标						
利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
营业收入	13,228	17,068	22,188	28,845	37,498	成长性					
减: 营业成本	10,231	13,213	17,085	22,066	28,311	营业收入增长率	-3.2%	29.0%	30.0%	30.0%	
营业税费	186	259	444	577	750	营业利润增长率	108.0%	34.2%	25.7%	30.3%	
销售费用	428	390	841	1,105	1,500	净利润增长率	134.3%	22.7%	29.3%	25.7%	
管理费用	579	681	888	1,442	1,875	EBITDA 增长率	87.1%	26.0%	9.0%	16.3%	
财务费用	143	205	65	-39	-42	EBIT 增长率	100.2%	33.0%	19.6%	26.0%	
资产减值损失	65	140	21	22	26	NOPLAT 增长率	94.7%	32.1%	23.8%	18.2%	
加: 公允价值变动收益	-2	-6	-58	10	13	投资资本增长率	30.2%	5.6%	-5.9%	8.9%	
投资和汇兑收益	88	48	50	15	17	净资产增长率	31.4%	3.4%	4.3%	5.1%	
营业利润	1,682	2,256	2,837	3,696	5,109	利润率					
加: 营业外净收支	46	2	6	7	6	毛利率	22.7%	22.6%	23.0%	23.5%	
利润总额	1,728	2,259	2,843	3,703	5,114	营业利润率	12.7%	13.2%	12.8%	12.8%	
减: 所得税	384	538	569	926	1,279	净利润率	9.9%	9.4%	9.4%	9.1%	
净利润	1,313	1,611	2,083	2,619	3,575	EBITDA/营业收入	26.1%	25.5%	21.4%	19.1%	
资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	13.8%	14.2%	13.1%	12.7%	
货币资金	4,083	5,571	5,439	2,746	6,138	运营效率					
交易性金融资产	-	40	14	18	24	固定资产周转天数	487	519	408	294	
应收帐款	1,317	2,473	11,107	6,547	16,403	流动营业资本周转天数	53	74	71	75	
应收票据	1,403	1,445	3,124	2,960	4,950	流动资产周转天数	296	277	311	266	
预付帐款	333	528	107	169	185	应收帐款周转天数	29	40	110	110	
存货	3,836	4,564	3,007	6,772	5,775	存货周转天数	101	89	61	61	
其他流动资产	99	550	356	335	414	总资产周转天数	1,054	936	799	624	
可供出售金融资产	71	71	173	186	194	投资资本周转天数	793	714	548	427	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	283	291	365	447	543	ROE	4.1%	4.9%	6.1%	7.3%	
投资性房地产	-	-	30	60	90	ROA	3.1%	3.7%	4.3%	5.8%	
固定资产	23,228	25,975	24,377	22,762	21,129	ROIC	5.6%	5.7%	6.7%	8.4%	
在建工程	5,389	1,710	1,765	1,832	1,915	费用率					
无形资产	2,270	2,428	2,518	2,604	2,687	销售费用率	3.2%	2.3%	3.8%	3.8%	
其他非流动资产	374	393	19	102	-23	管理费用率	4.4%	4.0%	4.0%	5.0%	
资产总额	42,685	46,041	52,401	47,542	60,424	财务费用率	1.1%	1.2%	0.3%	-0.1%	
短期债务	1,349	2,512	-	-	-	三费/营业收入	8.7%	7.5%	8.1%	8.7%	
应付帐款	3,411	2,910	10,353	4,599	14,234	偿债能力					
应付票据	631	640	3,157	2,987	4,120	资产负债率	21.5%	24.7%	31.0%	20.1%	
其他流动负债	1,229	1,494	662	1,329	856	负债权益比	27.3%	32.8%	44.9%	25.1%	
长期借款	702	356	-	-	-	流动比率	1.67	2.01	1.63	2.19	
其他非流动负债	1,839	3,469	2,068	635	702	速动比率	1.09	1.40	1.42	1.43	
负债总额	9,162	11,381	16,241	9,551	19,913	利息保障倍数	12.79	11.84	44.56	-93.98	
少数股东权益	1,849	1,916	2,106	2,264	2,525	分红指标					
股本	9,251	9,251	9,251	9,251	9,251	DPS(元)	0.05	0.06	0.09	0.10	
留存收益	22,304	23,452	24,802	26,476	28,734	分红比率	35.2%	34.4%	40.1%	36.6%	
股东权益	33,524	34,660	36,160	37,992	40,510	股息收益率	1.8%	2.2%	3.3%	3.8%	
现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	1,344	1,720	2,083	2,619	3,575	EPS(元)	0.14	0.17	0.23	0.28	0.39
加: 折旧和摊销	1,665	1,947	1,837	1,856	1,874	BVPS(元)	3.42	3.54	3.68	3.86	4.11
资产减值准备	65	140	21	22	26	PE(X)	19.4	15.8	12.2	9.7	7.1
公允价值变动损失	2	6	-58	10	13	PB(X)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
财务费用	184	245	65	-39	-42	P/FCF	-3.6	12.7	93.3	-15.0	5.7
投资收益	-88	-48	-50	-15	-17	P/S	1.9	1.5	1.1	0.9	0.7
少数股东损益	32	109	191	158	261	EV/EBITDA	7.7	6.3	5.1	4.6	3.2
营运资金的变动	-983	-2,285	946	-4,544	-590	CAGR(%)	27.4%	30.6%	50.2%	27.4%	30.6%
经营活动产生现金流量	1,892	1,810	5,035	67	5,099	PEG	0.7	0.5	0.2	0.4	0.2
投资活动产生现金流量	-1,581	-1,828	-451	-451	-461	ROIC/WACC	0.6	0.6	0.7	0.8	1.0
融资活动产生现金流量	-976	1,615	-4,717	-2,309	-1,245	REP	1.5	1.4	1.1	0.9	0.6

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。