

布局铝全产业链，高端铝板项目静待业绩释放

——南山铝业（600219）调研简报

报告摘要：

公司大力布局铝全产业链。

- ◆ 公司现有氧化铝产能 140 万吨，未来经过技术改造产量最高可达 180 万吨。公司自有电解铝产能 13.6 万吨，收购怡力电业（电解铝产能 68 万吨）之后，公司不需要再支付电解铝加工费，大大降低了生产成本，同时电解铝产能将达到 81.6 万吨。
- ◆ 挤压材方面，公司现有挤压材产量 20 万吨左右，其中建筑型材产能 12 万吨，工业型材 6 万吨（包括 3 万吨电力系统以及 1 万吨集装箱应用），轨道交通型材产能 1.2 万吨。
- ◆ 压延材方面，公司现有热轧产能 60 万吨，冷轧产量 48 万吨，其中易拉罐料产量 35 万吨，铝箔产量 3 万吨。目前在建的工程有 1.4 万吨锻件项目，4 万吨的高端铝箔项目以及 20 万吨的特种压延材项目。

我国航空、汽车用铝板基本上依赖进口，公司已完成汽车行业的体系认证，目前正在进行客户认证阶段，而航空用铝板也在逐步认证阶段。涉及到航空、汽车用的中厚板项目目前正在产能释放阶段。

- ◆ 年产 20 万吨超大规格高性能特种铝合金材料生产线项目主要产品分为中厚板和薄板带两大系列。目前项目部分工序已进入试产阶段，预计 2-3 年后达产。
- ◆ 公司年产 4 万吨高精度多用途铝箔生产线项目定位于医药食品电力电容等高端铝箔市场。该项目预计 2016 年三季度安装完毕陆续进入试生产阶段。
- ◆ 公司年产 1.4 万吨大型精密模锻件项目部分工序进入试产阶段。

公司布局铝全产业链，形成了热电-氧化铝-电解铝-挤压材/压延材的完整生产线。未来随着高端铝加工项目（航空板、汽车板、航空发动机锻件）产能的逐步释放，公司业绩将迎来拐点。我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.08/0.12/0.14 元，对应 PE 分别为 37/25/22 倍，给予公司“推荐”评级。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	14,056.0	13,669.8	13,713.4	15,012.2	16,341.4
增长率(%)	-3.23%	-2.75%	0.32%	9.47%	8.85%
净利润(百万元)	994.93	670.80	699.95	978.80	1,113.30
增长率(%)	15.04%	-38.63%	5.30%	47.27%	15.48%
净资产收益率(%)	5.04%	2.36%	2.10%	3.06%	3.50%
每股收益(元)	0.47	0.21	0.08	0.12	0.14
PE	6.53	14.62	36.88	25.05	21.69
PB	0.33	0.37	0.77	0.77	0.76

2016 年 09 月 20 日

推荐/首次

南山铝业

调研简报

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号:

S1480510120012

刘岗

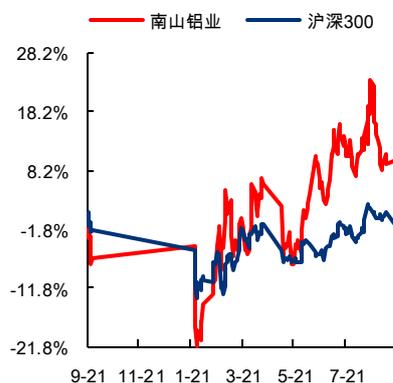
010-66554021

liugang@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间(元)	3.07-7.06
总市值(亿元)	217.6
流通市值(亿元)	217.6
总股本/流通 A 股(万股)	708796/708796
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	1.32

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《南山铝业（600219）调研快报：一体化优势明显，深加工逐步发力》2012-04-17

目 录

1. 产业链完整的铝加工龙头	3
1.1 冷轧卷和铝型材为公司主要利润来源	3
1.2 大力布局铝全产业链	4
1.3 布局高端铝板，静待业绩释放	5
2. 盈利预测及估值	6
3. 风险提示	6

表格目录

表 1: 公司盈利预测表	7
--------------------	---

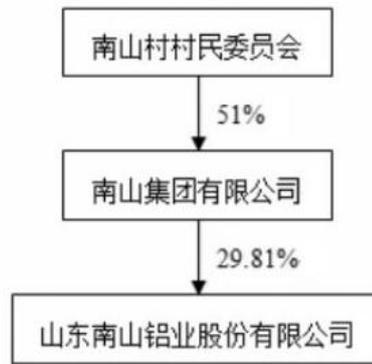
插图目录

图 1:: 公司股权结构	3
图 2:2015 年公司主营业务构成情况	3
图 3:2015 年公司毛利润构成情况	3
图 4:南山铝业产能布局图	4
图 5:2015 年公司各产品毛利率	5

1. 产业链完整的铝加工龙头

南山铝业国内铝加工龙头企业之一，拥有完整的铝加工产业链，并且是目前世界唯一一家短距离内（45平方公里）铝产业链最完整的铝加工企业，该产业链涵盖了能源、氧化铝、电解铝、铝型材、铝板带箔等整个铝产业上下游环节。公司的第一大股东是南山集团有限公司，持股比例为 29.81%，实际控制人为南山村村民委员会。

图 1：公司股权结构



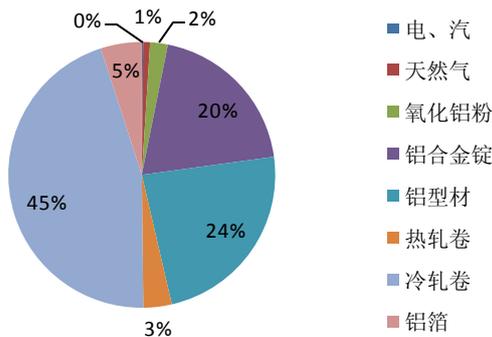
资料来源：公司年报，东兴证券研究所

1.1 冷轧卷和铝型材为公司主要利润来源

2015 年公司较为核心的两项业务——冷轧卷和铝型材，营业收入分别为 61.4 亿元和 32.0 亿元，占营业总收入的 30%和 22%，为公司带来毛利 10.3 亿元和 3.8 亿元，分别占总毛利构成的 57%和 21%，毛利率为 16.85%和 11.88%，可以看到这两项业务为公司业绩贡献了主要部分。

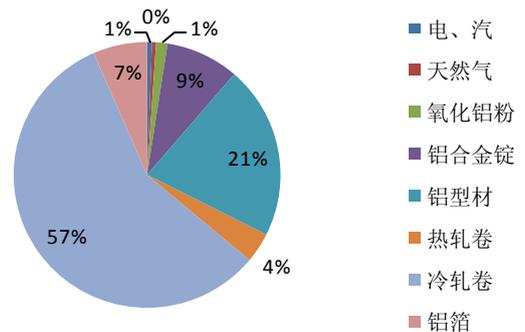
2016 年上半年，公司实现销售收入 61.9 亿元，同比-8%，净利润 2.5 亿元，同比-18%。收入利润同比下滑，主要受铝锭及氧化铝市场价格同比低位和财务费用大幅增加所致。

图 2:2015 年公司主营业务构成情况



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图 3:2015 年公司毛利润构成情况



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

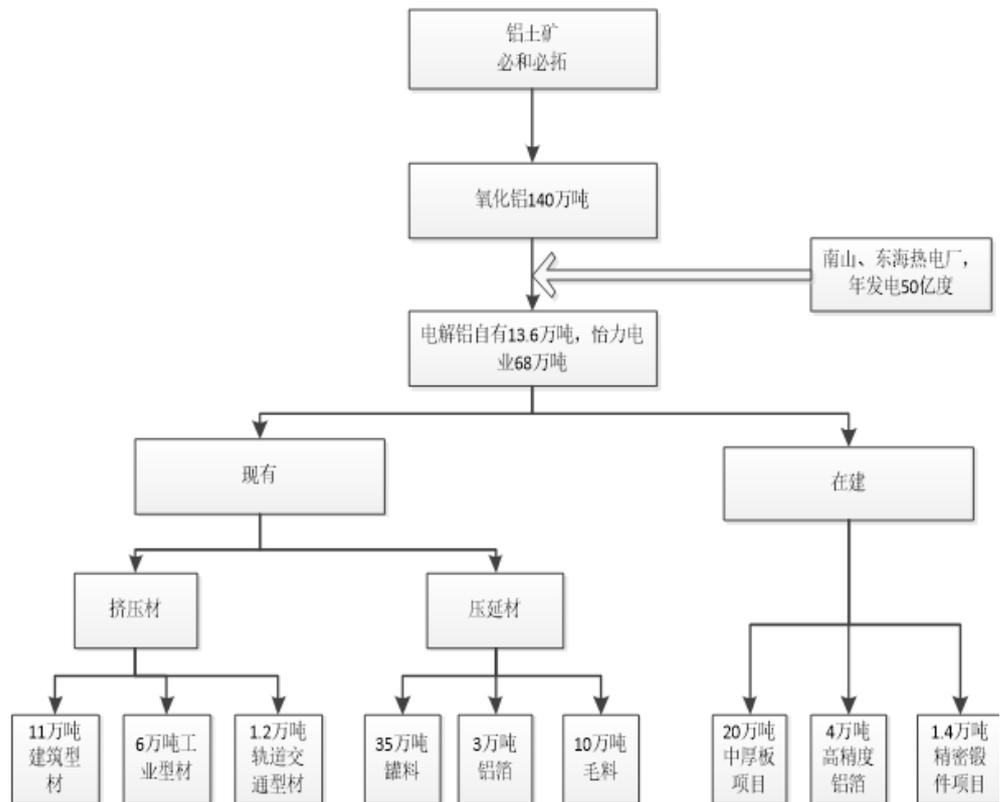
1.2 大力布局铝全产业链

公司现有氧化铝产能 140 万吨，未来经过技术改造产量最高能可达 180 万吨。公司现有的氧化铝产量完全满足电解铝生产需求，剩余的产品可外卖增加盈利。公司自有电解铝产能 13.6 万吨，之前公司是与怡力电业签订的委托加工协议，委托怡力电业加工生产电解铝。协议约定南山铝业提供氧化铝粉，委托怡力电业加工成电解铝，氧化铝粉及电解铝均按市场价格核算。收购怡力电业（电解铝产能 68 万吨）之后，公司不需要再支付电解铝加工费，大大降低了生产成本。

挤压材方面，公司现有挤压材产量 20 万吨左右，其中建筑型材产能 12 万吨，工业型材 6 万吨（包括 3 万吨电力系统以及 1 万吨集装箱应用），轨道交通型材产能 1.2 万吨。

压延材方面，公司现有热轧产能 60 万吨，冷轧产量 48 万吨，其中易拉罐料产量 35 万吨，铝箔产量 3 万吨。目前在建的工程有 1.4 万吨锻件项目，4 万吨的高端铝箔项目以及 20 万吨的特种压延材项目。

图 4:南山铝业产能布局图



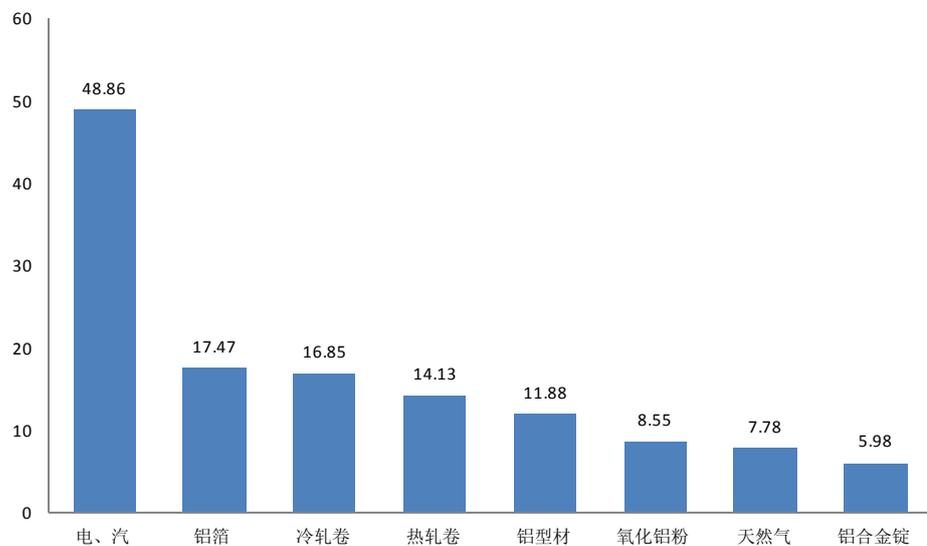
资料来源：公司年报，东兴证券研究所

1.3 布局高端铝板，静待业绩释放

我国航空、汽车用铝板基本上依赖进口，公司已完成汽车行业的体系认证，目前正在进行客户认证阶段，而航空用铝板也在逐步认证阶段。涉及到航空、汽车用的中厚板项目目前正在产能释放阶段。

- ◆ 年产 20 万吨超大规格高性能特种铝合金材料生产线项目主要产品分为中厚板和薄板带两大系列。其中，中厚板 5 万吨，系列产品主要涵盖航空用板、船舶用板、工模具用板、容器罐体用板、轨道车辆用板等方面。薄板带 15 万吨，系列产品主要涵盖航空用薄板、汽车用板、船体用板、钎焊板、罐盖料、拉环料、专业用板等方面，并具备生产易拉罐罐体料和铝箔坯料能力。目前项目部分工序已进入试产阶段，预计 2-3 年后达产。
- ◆ 公司年产 4 万吨高精度多用途铝箔生产线项目定位高端铝箔市场，公司软包铝箔产品经过近几年的发展，已经成功打进国际一流高端铝箔市场，本项目达产后可缓解国外采购增加及国内高质量铝箔产量不足的现状。该项目预计 2016 年三季度安装完毕陆续进入试生产阶段。
- ◆ 公司年产 1.4 万吨大型精密模锻件项目产品主要面对航空、交通运输、能源、动力机械、矿山设备等市场的铝合金、钛合金、镍基高温合金锻件产品，包括飞机发动机、起落架等最高端产品，该项目使公司产业链更加完善。项目部分工序已进入试产阶段。

图 5:2015 年公司各产品毛利率



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

2. 盈利预测及估值

公司布局铝全产业链，形成了热电-氧化铝-电解铝-挤压材/压延材的完整生产线。未来随着高端铝加工项目（航空板、汽车板、航空发动机锻件）产能的逐步释放，公司业绩将迎来拐点。我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.08/0.12/0.14 元，对应 PE 分别为 37/25/22 倍，给予公司“推荐”评级。

3. 风险提示

在建工程投放低于预期。

表 1: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	9790	10663	13071	15776	18657	营业收入	14056	13670	13713	15012	16341
货币资金	3322	4584	7008	9247	11621	营业成本	11980	11902	11854	12815	13893
应收账款	545	710	639	699	761	营业税金及附加	18	42	55	60	65
其他应收款	133	101	101	111	120	营业费用	320	325	315	345	376
预付款项	77	228	228	228	228	管理费用	537	488	507	555	605
存货	3585	3610	3572	3862	4187	财务费用	80	103	128	34	32
其他流动资产	969	396	396	396	396	资产减值损失	20.52	15.61	15.00	15.00	15.00
非流动资产合计	21924	24126	21815	20007	18092	公允价值变动收益	-2.03	0.88	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	241	260	3	3	3	投资净收益	44.22	13.23	10.00	10.00	10.00
固定资产	11857.04	12590.72	15671.97	16390.04	15814.26	营业利润	1143	809	849	1198	1366
无形资产	1487	1478	1330	1183	1035	营业外收入	36.44	33.98	30.00	30.00	30.00
其他非流动资产	322	52	60	55	50	营业外支出	13.65	4.11	4.00	4.00	4.00
资产总计	31714	34789	34887	35784	36749	利润总额	1166	839	875	1224	1392
流动负债合计	5785	6297	3036	3262	3516	所得税	171	168	175	245	278
短期借款	2348	1828	0	0	0	净利润	995	671	700	979	1113
应付账款	2035	2649	2273	2458	2664	少数股东损益	82	111	110	110	110
预收款项	210	189	189	189	189	归属母公司净利润	913	560	590	869	1003
一年内到期的非	76	221	0	0	0	EBITDA	2081	1845	2770	3025	3303
非流动负债合计	6100	2977	1515	1815	2115	BPS (元)	0.47	0.21	0.08	0.12	0.14
长期借款	630	1202	1502	1802	2102	主要财务比率					
应付债券	5254	1491	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	11885	9274	4834	5360	5914	成长能力					
少数股东权益	1704	1810	1920	2030	2140	营业收入增长	2.8%	-2.7%	0.32%	9.47%	8.85%
实收资本(或股	1965	2835	7088	7088	7088	营业利润增长	39.0%	385.7%	4.97%	41.06%	14.04%
资本公积	9898	14274	14274	14274	14274	归属于母公司净利润	5.3%	244.7%	5.30%	47.27%	15.48%
未分配利润	5728	5963	6098	6315	6566	获利能力					
归属母公司股东	18125	23705	28133	28394	28695	毛利率(%)	14.77%	12.93%	13.56%	14.64%	14.98%
负债和所有者权	31714	34789	34887	35784	36749	净利率(%)	7.08%	4.91%	5.10%	6.52%	6.81%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	2.88%	1.61%	1.69%	2.43%	2.73%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	5.04%	2.36%	2.10%	3.06%	3.50%
经营活动现金流	1455	894	1659	2581	2809	偿债能力					
净利润	995	671	700	979	1113	资产负债率(%)	37.48%	26.66%	13.86%	14.98%	16.09%
折旧摊销	858.49	933.16	1792.95	1792.95	1905.20	流动比率	1.69	1.69	4.31	4.84	5.31
财务费用	80	103	128	34	32	速动比率	1.07	1.12	3.13	3.65	4.12
应付帐款的变化	0	0	-376	184	207	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.46	0.41	0.39	0.42	0.45
投资活动现金流	-3399	-954	322	0	0	应收账款周转率	29	22	20	22	22
公允价值变动收	-2	1	0	0	0	应付账款周转率	7.98	5.84	5.57	6.35	6.38
长期投资	241	260	3	3	3	每股指标(元)					
投资收益	44	13	10	10	10	每股收益(最新摊薄)	0.47	0.21	0.08	0.12	0.14
筹资活动现金流	407	1158	444	-343	-435	每股净现金流(最新	-0.78	0.39	0.34	0.32	0.33
短期借款	2348	1828	0	0	0	每股净资产(最新摊	9.23	8.36	3.97	4.01	4.05
长期借款	630	1202	1502	1802	2102	估值比率					
普通股增加	31	870	4253	0	0	P/E	6.53	14.62	36.88	25.05	21.69
资本公积增加	153	4375	0	0	0	P/B	0.33	0.37	0.77	0.77	0.76
现金净增加额	-1538	1098	2424	2239	2374	EV/EBITDA	5.29	4.80	5.87	4.73	3.71

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

刘岗

刘岗，材料学硕士、冶金科学与工程学士。有色冶炼加工行业8年从业经验，对有色金属行业产业结构、发展趋势、主要上市公司的发展战略、多种有色金属市场价格波动都有较为深入的研究。2015年加入东兴证券研究所，主要负责有色金属板块的行业研究工作。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。