

南山铝业 (600219) / 稀有金属

证券研究报告/公司点评

2022 年 11 月 3 日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 3.2 元

分析师: 谢鸿鹤

执业证书编号: S0740517080003

Email: xiehh@r.qlzq.com.cn

分析师: 郭中伟

执业证书编号: S0740521110004

Email: guozw@r.qlzq.com.cn

分析师: 安永超

执业证书编号: S0740522090002

Email: anyc@r.qlzq.com.cn

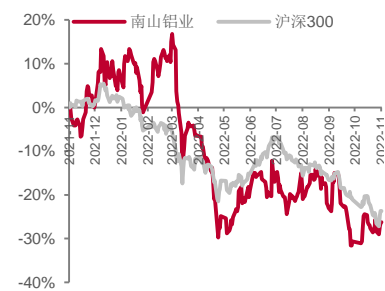
研究助理: 于柏寒

Email: yubh@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	11,950
流通股本(百万股)	11,950
市价(元)	3.20
市值(百万元)	38,242
流通市值(百万元)	38,242

股价与行业-市场走势对比



相关报告

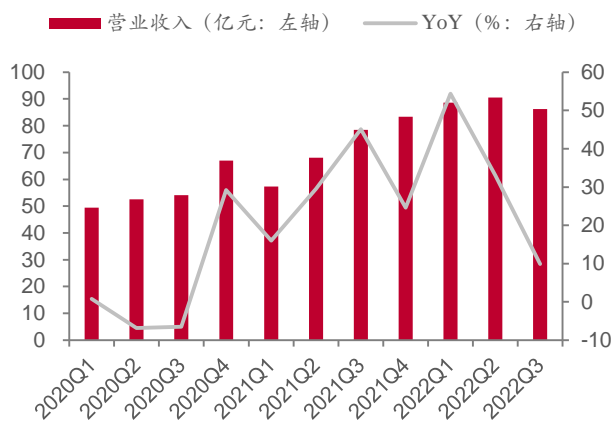
公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	22,299	28,725	34,550	37,492	40,523
增长率 yoy%	4%	29%	20%	9%	8%
净利润 (百万元)	2,049	3,411	3,893	4,296	4,788
增长率 yoy%	26%	66%	14%	10%	11%
每股收益 (元)	0.17	0.29	0.33	0.36	0.40
每股现金流量	0.49	0.37	0.48	0.47	0.71
净资产收益率	5%	7%	8%	8%	9%
P/E	18.7	11.2	10	9	8
PEG	0.71	0.17	0.70	0.86	0.70
P/B	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8

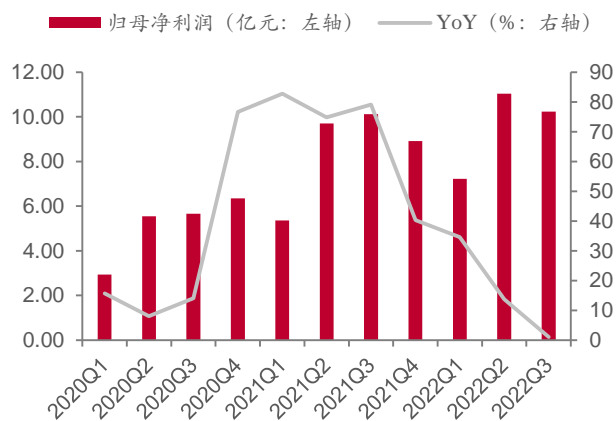
备注: 股价选取 2022 年 11 月 3 日收盘价

投资要点

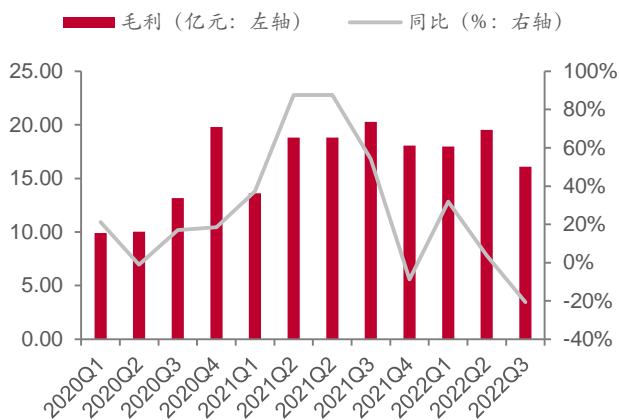
- 事件:** 南山铝业披露 2022 年三季度报告, 2022 前三季度公司实现营业收入 265.28 亿元, 同比增长 30.14%, 其中 Q3 实现营收 86.18 亿元, 同比增长 9.85%, 环比减少 4.82%。2022 年前三季度公司实现归母净利润 28.49 亿元, 同比增长 13.07%, 其中 Q3 单季实现 10.23 亿元, 同比增长 1.03%, 环比减少 7.34%。
- Q3 铝价下跌, 公司毛利环比下跌。**2022Q3 公司毛利为 16.1 亿元, 环比下降 17.49%, 同比下降 20.6%。1) 量: 前端产品方面, 公司印尼一期 100 万吨氧化铝已达产, 二期 100 万吨氧化铝已投产。随着二期 100 万吨氧化铝产能爬坡, 有望持续为公司贡献增量。深加工产品方面, 公司汽车板、航空航天板、电池铝箔等高端产品持续发力。随着国产大飞机的投产, 公司航空板产品也有望进一步放量。2) 价: 受到美联储加息、宏观等因素影响, 铝价表现较为疲软。Q3 铝均价达到 1.85 万元/吨, 环比下降约 2400 元左右, 在一定程度上影响公司业绩。
- 汇兑收益增加, 期间费用环比下滑。**2022Q3 公司期间费用 4.26 亿元, 同比下降 44.89%, 环比下降 21.5%。具体来看, 受人民币兑美元汇率波动影响, 公司部分出口产品通过美元结算, 汇兑收益增加, 财务费用为 -2.2 亿元, 财务费用率从 -1.5% → -2.56%, 环比下滑 1.06pcts。销售费用率从 0.9% → 0.74%, 环比下降 0.16pcts。管理费用率从 2.23% → 2.3%, 环比上涨 0.07pcts。研发费用率从 4.36% → 4.46%, 环比上涨 0.1pcts。
- 汽车板、航空板和锂电铝箔等三大核心业务引领公司扬帆远航。**
- 1) 汽车板:** 公司作为国内首家能够批量稳定供应汽车板的供应商, 拥有在产产能 20 万吨, 在建产能 20 万吨, 远期规划产能达 70-80 万吨。公司作为国内汽车板龙头企业, 是国际某知名新能源车主机厂、蔚来、广汽新能源、北汽新能源、宝马、奥迪、戴姆勒、通用、日产、现代、沃尔沃、福特、捷豹路虎、RIVIAN 等车企主要供应商。
- 2) 电池铝箔:** 随着新能源汽车的高速发展, 2019 年公司加速布局电池铝箔业务, 规划的 2.1 万吨锂电铝箔项目已于 2021 年 10 月份投产, 加上原有铝箔中的电池箔产量, 动力电池箔总产量有望达 3 万吨以上。
- 3) 航空板:** 公司航空板产能 5 万吨, 目前是国内唯一一家同时为波音、空客供货的供应商。公司率先攻克技术难关, 助力国产大飞机 C919, 推动航空板国产化进程。
- 盈利预测及投资建议:** 受到疫情影响, 公司在建 20 万吨汽车板项目延期至 24 年投产, 我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 38.93/42.96/47.88 亿元 (前值 42.89/53.04/58.35 亿元), 对应 2022-2024 年 PE 分别为 10/9/8X, 维持公司“买入”评级。
- 风险提示事件:** 铝价下行的风险; 公司铝产品订单及产能释放不及预期的风险; 全球新能源汽车销量不及预期风险; 需求测算偏差风险; 研究报告使用的公开资料存在更新不及时的风险; 行业竞争激烈导致加工费下滑风险等。

图表 1: 公司 22Q3 营收同比增长 9.85%


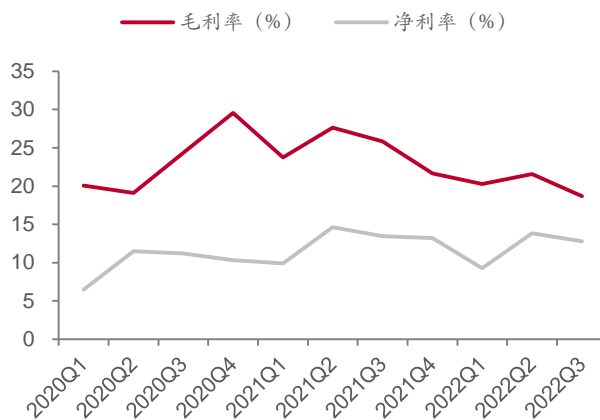
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 2: 公司 22Q3 归母净利润同比增加 1.03%


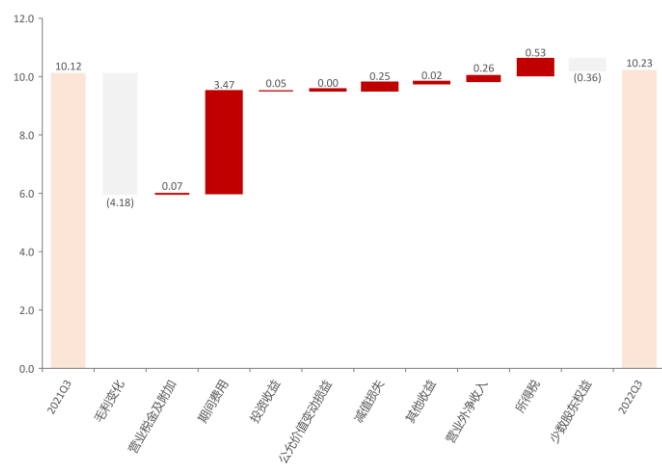
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 3: 公司 22Q3 毛利同比下降 20.6%


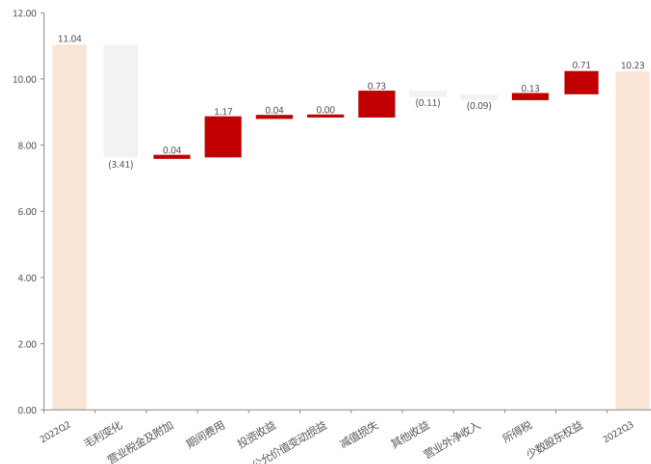
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 4: 公司毛利率和净利率情况


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 5: 公司 22Q3 归母净利润同比变化情况 (亿元)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 6: 公司 22Q3 归母净利润环比变化情况 (亿元)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 7: 公司主要财务指标变化 (亿元)

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	22022Q1	22022Q2	22022Q3	环比	同比	指标变动原因
营业收入	57.36	68.04	78.44	83.40	88.57	90.54	86.18	-4.82%	9.85%	2022年前三季度铝价价格较上年同期上涨；公司调整产品结构，高附加值产品汽车板、航空板销量增加；以及境外印尼一期100万吨氧化铝项目达产，氧化铝销量增加所致。
营业成本	43.74	49.24	58.16	65.36	70.60	71.02	70.07	-1.33%	20.47%	
毛利	13.62	18.80	20.28	18.05	17.97	19.51	16.10	-17.49%	-20.60%	
毛利率	23.75%	27.63%	25.85%	21.64%	20.29%	21.55%	18.68%	-2.87%	-7.17%	
销售费用	0.77	0.88	0.90	0.35	0.75	0.81	0.63	-21.83%	-29.15%	
销售费用率	1.34%	1.30%	1.14%	0.42%	0.85%	0.90%	0.74%	-0.16%	-0.41%	
管理费用	1.89	1.69	2.05	2.91	2.35	2.02	1.98	-1.92%	-3.40%	
管理费用率	3.30%	2.48%	2.61%	3.48%	2.66%	2.23%	2.30%	0.07%	-0.32%	
财务费用	0.21	0.15	0.44	0.68	0.43	-1.36	-2.20	62.25%	-602.14%	受人民币兑美元汇率波动影响，公司部分出口产品通过美元结算，汇兑收益增加，对本报告期经营业绩产生积极影响。
财务费用率	0.36%	0.23%	0.56%	0.81%	0.49%	-1.50%	-2.56%	-1.06%	-3.12%	
研发费用	4.14	4.75	4.34	0.51	4.43	3.95	3.84	-2.64%	-11.42%	
研发费用率	7.22%	6.98%	5.53%	0.61%	5.00%	4.36%	4.46%	0.10%	-1.07%	
期间费用	7.01	7.47	7.73	4.44	7.97	5.42	4.26	-21.50%	-44.89%	
期间费用率	12.22%	10.98%	9.85%	5.33%	9.00%	5.99%	4.94%	-1.05%	-4.91%	
资产减值损失	0.00	0.02	0.00	-0.26	0.00	0.00	0.00	-	-	
投资净收益	0.15	0.12	0.16	0.10	0.14	0.17	0.21	24.20%	29.54%	
营业利润	6.25	11.22	12.04	11.94	8.95	13.27	11.72	-11.73%	-2.65%	
利润总额	6.29	11.19	11.83	12.09	8.66	13.41	11.76	-12.31%	-0.54%	
归母净利润	5.36	9.71	10.12	8.92	7.22	11.04	10.23	-7.34%	1.03%	
扣非净利润	5.24	9.38	10.16	8.59	7.36	10.63	10.02	-5.78%	-1.38%	

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 8：公司财务报表及预测（单位：百万元）

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	18,273	21,979	23,851	25,779
应收票据	1,030	1,382	1,500	1,621
应收账款	2,865	3,169	3,139	3,272
预付账款	1,110	1,350	1,433	1,540
存货	6,429	8,007	9,862	9,313
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	990	1,179	1,280	1,383
流动资产合计	30,697	37,067	41,065	42,908
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	498	498	498	498
固定资产	27,504	27,832	28,133	29,411
在建工程	1,656	1,156	2,156	656
无形资产	2,341	2,153	1,970	1,828
其他非流动资产	482	542	592	640
非流动资产合计	32,481	32,180	33,349	33,032
资产合计	63,178	69,246	74,414	75,940
短期借款	8,092	10,433	12,772	10,856
应付票据	759	1,313	1,296	1,397
应付账款	3,191	3,981	4,312	4,725
预收款项	0	0	85	23
合同负债	311	374	405	438
其他应付款	380	380	380	380
一年内到期的非流动负债	353	353	353	353
其他流动负债	1,929	2,178	2,305	2,455
流动负债合计	15,014	19,011	21,908	20,627
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	640	640	640	640
非流动负债合计	640	640	640	640
负债合计	15,655	19,651	22,548	21,267
归属母公司所有者权益	42,867	44,623	46,529	48,926
少数股东权益	4,657	4,972	5,337	5,747
所有者权益合计	47,524	49,595	51,866	54,673
负债和股东权益	63,178	69,246	74,414	75,940

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	4,416	5,767	5,641	8,476
现金收益	6,009	6,576	7,278	7,817
存货影响	-1,805	-1,578	-1,855	549
经营性应收影响	-400	-897	-171	-360
经营性应付影响	467	1,344	399	452
其他影响	145	322	-10	19
投资活动现金流	-1,205	-2,072	-3,547	-2,085
资本支出	-2,102	-2,067	-3,565	-2,097
股权投资	-60	0	0	0
其他长期资产变化	957	-5	18	12
融资活动现金流	218	10	-222	-4,463
借款增加	2,926	2,341	2,339	-1,916
股利及利息支付	-924	-4,912	-4,612	-5,590
股东融资	681	0	0	0
其他影响	-2,465	2,581	2,051	3,043

利润表

单位:百万元

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	28,725	34,550	37,492	40,523
营业成本	21,650	27,007	28,669	30,802
税金及附加	258	310	336	364
销售费用	290	311	337	365
管理费用	854	864	937	1,013
研发费用	1,374	1,589	1,725	1,864
财务费用	148	-60	170	158
信用减值损失	-133	0	0	0
资产减值损失	-24	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	-3	0
投资收益	54	54	72	60
其他收益	91	91	91	91
营业利润	4,145	4,677	5,482	6,113
营业外收入	14	22	20	19
营业外支出	20	16	19	18
利润总额	4,139	4,683	5,483	6,114
所得税	420	475	822	917
净利润	3,719	4,208	4,661	5,197
少数股东损益	309	315	365	409
归属母公司净利润	3,410	3,893	4,296	4,788
NOPLAT	3,852	4,154	4,806	5,331
EPS (按最新股本摊薄)	0.29	0.33	0.36	0.40

主要财务比率

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入增长率	28.8%	20.3%	8.5%	8.1%
EBIT增长率	56.4%	7.8%	22.3%	10.9%
归母公司净利润增长率	66.4%	14.1%	10.3%	11.5%
获利能力				
毛利率	24.6%	21.8%	23.5%	24.0%
净利率	12.9%	12.2%	12.4%	12.8%
ROE	7.2%	7.8%	8.3%	8.8%
ROIC	7.7%	7.7%	8.7%	9.6%
偿债能力				
资产负债率	24.8%	28.4%	30.3%	28.0%
债务权益比	19.1%	23.0%	26.5%	21.7%
流动比率	2.0	1.9	1.9	2.1
速动比率	1.6	1.5	1.4	1.6
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转天数	32	31	30	28
应付账款周转天数	49	48	52	53
存货周转天数	92	96	112	112
每股指标 (元)				
每股收益	0.29	0.33	0.36	0.40
每股经营现金流	0.37	0.48	0.47	0.71
每股净资产	3.59	3.73	3.89	4.09
估值比率				
P/E	11	10	9	8
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	25	23	20	18

来源:公司公告,中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。