

2023年05月01日
南山铝业(600219.SH)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

铝

产品结构持续优化, 印尼布局有望带来业绩释放

事件:

公司发布2022年年报及2023年一季报, 2022年实现营业收入349.51亿元, 同比增长21.68%, 归母净利润为35.16亿元, 同比增长3.07%, 扣非归母净利润38.26亿元, 同比+14.63%。其中2022年Q4实现营业收入84.24亿元, 同比增长1%, 环比下滑2.25%, 归母净利润为6.67亿元, 同比下滑25.2%, 环比下滑34.8%, 扣非归母净利润10.24亿元, 同比+19.24%, 环比+2.2%。2023年Q1实现营业收入68.34亿元, 同比-22.83%, 环比-18.9%, 归母净利润为5.19亿元, 同比-28.12%, 环比-22.2%, 扣非归母净利润5.1亿元, 同比-30.7%, 环比-50.2%。

■ 高端产品占比提升及印尼氧化铝放量助力业绩释放, 下游需求不及预期拖累Q1盈利:

- ① 价: 据同花顺, 2022年SHFE铝收盘价19970元/吨, 同比+5.8% (或+1086元/吨), 氧化铝均价2954元/吨, 同比增长6% (或+167元/吨); 2023年Q1 SHFE铝均价18544.4元/吨, 环比下滑1.1% (或-211元/吨), 同比下滑16.7% (或-3729元/吨), 氧化铝均价2940元/吨, 同比-3.6% (或-111.3元/吨), 环比+3.9% (或+110.5元/吨)。
- ② 量: 据公司年报, 高端产品(汽车板、航空板、动力电池箔等)销量占公司铝产品总销量的12.92%, 较去年同期增长0.26pct; 高端产品毛利占公司铝产品总毛利的21.16%, 较去年同期增长1.27pct。同时印尼一期100万吨氧化铝项目达产放量(据公司公告, 一期于2021年5月投产, 同年9月达到满产状态), 二期100万吨氧化铝项目2022年10月全面投产。

■ 持续优化调整产品结构、布局高端产品领域。公司2023年利润主要增长点主要来自印尼氧化铝二期, 2024年利润增长点将由20万吨高端汽车板放量贡献, 高端产品销量及毛利占比加速提升:

(1) 汽车板: 公司现有汽车板20万吨产能, 三期20万吨汽车板项目正加紧推进, 远期产能规划为70-80万吨, 未来公司将根据市场情况探讨其他生产线转产, 以保证公司汽车板产能能够应对全球新能源汽车市场的增长需求。

(2) 航空板: 公司目前已有5万吨航空板产能, 随着国产大飞机量产及海外市场的恢复, 明年公司航空板业务将继续放量。公司积极助力国产大飞机C919项目, 推动航空板国产替代进程。

投资评级

买入-A
维持评级

6个月目标价

4.5元

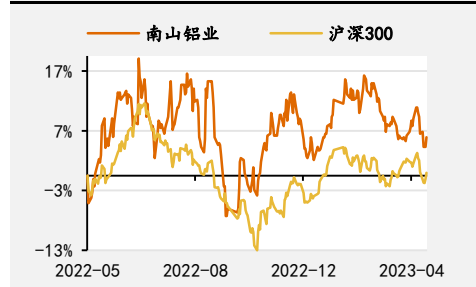
股价(2023-04-28)

3.39元

交易数据

总市值(百万元)	39,691.99
流通市值(百万元)	39,691.99
总股本(百万股)	11,708.55
流通股本(百万股)	11,708.55
12个月价格区间	2.97/3.81元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.3	-1.9	5.2
绝对收益	-0.6	-5.6	8.0

覃晶晶

分析师

SAC 执业证书编号: S1450522080001

qinjj1@essence.com.cn

相关报告

电解铝价格回调拖累盈利, 2022-10-27
积极布局高端产品

(3) 电池箔：公司电池箔产能 3.1 万吨，其中新建的 2.1 万吨高性能动力电池箔项目目前处于产能爬坡阶段。公司重点推进 10-12 μ 高端产品的研发与认证，巩固与宁德，比亚迪，中航，国轩等龙头企业的合作，大力发展动力电池箔等高端铝加工产品，充分利用战略布局和技术上的先发优势为公司持续贡献利润来源。

(4) 再生铝：在现有 10 万吨再生铝产能的基础上，新增建设 10 万吨再生铝保级利用项目。公司正加快推进再生铝项目建设，计划 2023 年 12 月建成投产。

目 出售产能指标回笼资金，印尼电解铝项目蓝图逐步清晰：

(1) 2023 年 3 月公司公告产能指标转让完成：公司以公开方式向贵州兴仁、贵州华仁、双元铝业分别转让 13.6 万、10 万、10 万合计 33.6 万吨电解铝产能指标，合计交易总价款约为 22.29 亿元。

(2) 2023 年 4 月公司公告拟在印尼宾坦工业园投资建设年产 25 万吨电解铝、26 万吨炭素项目，并配套建设码头、水库和渣场等公辅设施，总投资资金约 60.63 亿元人民币，全部投资内部收益率（所得税后）为 15.55%，目前已经印尼有关主管部门批准，下一步需发改委、商务部等中国境内主管部门审批并进行外汇登记，预计电解铝厂片区预计于 2026 年 7 月建成，炭素厂片区预计于 2026 年 4 月建成。

目 投资建议：

我们预计 2023-2025 年营业收入分别为 273.61、307.68、346.53 亿元，预计净利润 34.43、41.75、52.57 亿元，对应 EPS 分别为 0.29、0.36、0.45 元/股，目前股价对应 PE 为 11.5、9.5、7.6 倍。考虑公司电解铝产能逐步由国内转向海外，产能波动影响短期利润，但长期高端铝加工布局明确，估值水平有望提升，维持“买入-A”评级，6 个月目标价调整至 4.5 元/股。

目 风险提示：需求不及预期，产品价格波动，项目进展不及预期。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	28,725.0	34,951.2	27,361.2	30,768.3	34,653.3
净利润	3,410.8	3,515.5	3,443.4	4,175.1	5,256.6
每股收益(元)	0.29	0.30	0.29	0.36	0.45
每股净资产(元)	3.66	3.85	4.11	4.42	4.82

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	11.6	11.3	11.5	9.5	7.6
市净率(倍)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
净利润率	11.9%	10.1%	12.6%	13.6%	15.2%
净资产收益率	8.0%	7.8%	7.2%	8.1%	9.3%
股息收益率	1.9%	0.0%	1.6%	1.4%	1.4%
ROIC	10.8%	10.1%	10.8%	15.0%	16.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	28,725.0	34,951.2	27,361.2	30,768.3	34,653.3	成长性					
减: 营业成本	21,649.7	27,644.3	20,887.0	23,178.6	25,559.3	营业收入增长率	28.8%	21.7%	-21.7%	12.5%	12.6%
营业税费	257.8	264.0	196.3	220.8	248.7	营业利润增长率	59.3%	3.3%	-1.7%	21.3%	27.3%
销售费用	289.5	291.5	216.8	243.8	274.5	净利润增长率	66.4%	3.1%	-2.1%	21.3%	25.9%
管理费用	853.7	958.0	712.5	801.2	866.3	EBITDA 增长率	35.7%	10.4%	-3.7%	15.2%	19.9%
研发费用	1,374.3	1,486.0	1,163.3	1,308.1	1,386.1	EBIT 增长率	63.0%	11.3%	-9.2%	19.4%	25.3%
财务费用	147.7	-222.8	19.8	-18.4	-73.8	NOPLAT 增长率	65.5%	-2.5%	3.4%	20.3%	24.9%
资产减值损失	-23.9	-447.9	-100.0	-100.0	-100.0	投资资本增长率	4.3%	-2.8%	-13.5%	14.4%	-7.9%
加: 公允价值变动收益	-	0.3	-	-	-	净资产增长率	7.3%	5.2%	6.8%	7.7%	9.3%
投资和汇兑收益	53.7	118.3	142.0	170.4	204.5						
营业利润	4,144.7	4,281.9	4,207.7	5,104.7	6,496.6	利润率					
加: 营业外净收支	-5.3	-26.6	-8.9	-13.6	-16.3	毛利率	24.6%	20.9%	23.7%	24.7%	26.2%
利润总额	4,139.4	4,255.3	4,198.8	5,091.1	6,480.3	营业利润率	14.4%	12.3%	15.4%	16.6%	18.7%
减: 所得税	419.9	311.5	335.9	407.3	583.2	净利润率	11.9%	10.1%	12.6%	13.6%	15.2%
净利润	3,410.8	3,515.5	3,443.4	4,175.1	5,256.6	EBITDA/营业收入	22.4%	20.3%	25.0%	25.6%	27.3%
						EBIT/营业收入	15.2%	13.9%	16.2%	17.2%	19.1%
						运营效率					
资产负债表						固定资本周转天数	318	278	343	299	265
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动资本周转天数	64	64	61	59	61
货币资金	18,273.4	20,874.6	21,733.5	21,511.0	29,615.0	流动资产周转天数	337	333	413	381	392
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收账款周转天数	37	32	32	32	32
应收账款	3,239.3	2,943.7	1,896.6	3,546.4	2,583.8	存货周转天数	69	66	64	63	62
应收票据	1,029.6	1,428.0	495.9	1,667.5	769.1	总资产周转天数	747	659	812	728	699
预付账款	1,110.5	886.2	622.4	1,051.7	794.4	投资资本周转天数	457	378	444	392	357
存货	6,429.5	6,436.1	3,284.6	7,502.7	4,392.6						
其他流动资产	615.2	1,425.6	811.0	950.6	1,062.4	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	8.0%	7.8%	7.2%	8.1%	9.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.9%	6.1%	6.6%	7.1%	8.6%
长期股权投资	497.8	566.8	566.8	566.8	566.8	ROIC	10.8%	10.1%	10.8%	15.0%	16.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	27,504.4	26,380.7	25,734.2	25,449.7	25,554.9	销售费用率	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
在建工程	1,655.6	923.3	711.7	755.8	877.9	管理费用率	3.0%	2.7%	2.6%	2.6%	2.5%
无形资产	2,340.9	2,338.0	2,277.5	2,217.0	2,156.6	研发费用率	4.8%	4.3%	4.3%	4.3%	4.0%
其他非流动资产	482.1	523.0	582.3	454.1	479.1	财务费用率	0.5%	-0.6%	0.1%	-0.1%	-0.2%
资产总额	63,178.2	64,726.0	58,716.5	65,673.3	68,852.7	四费/营业收入	9.3%	7.2%	7.7%	7.6%	7.1%
短期债务	8,092.4	7,350.3	-	-	-	偿债能力					
应付账款	3,571.0	3,513.2	1,989.8	4,029.0	2,611.3	资产负债率	24.8%	22.7%	9.0%	12.3%	8.6%
应付票据	758.6	814.4	374.1	1,094.7	414.8	负债权益比	32.9%	29.4%	9.9%	14.1%	9.4%
其他流动负债	2,592.3	2,199.9	2,255.2	2,337.5	2,262.6	流动比率	2.04	2.45	6.24	4.86	7.42
长期借款	-	190.2	-	-	-	速动比率	1.62	1.99	5.53	3.85	6.58
其他非流动负债	640.2	639.6	662.0	647.2	649.6	利息保障倍数	29.65	-21.88	224.04	-286.53	-89.72
负债总额	15,654.5	14,707.6	5,281.1	8,108.4	5,938.2	分红指标					
少数股东权益	4,657.0	4,916.1	5,335.7	5,844.3	6,484.8	DPS(元)	0.06	-	0.05	0.05	0.05
股本	11,950.5	11,708.6	11,708.6	11,708.6	11,708.6	分红比率	21.9%	0.0%	18.0%	13.3%	10.4%
留存收益	31,448.8	33,566.8	36,391.2	40,012.0	44,721.1	股息收益率	1.9%	0.0%	1.6%	1.4%	1.4%
股东权益	47,523.7	50,018.4	53,435.4	57,564.9	62,914.4						
						现金流量表					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	3,719.5	3,943.8	3,443.4	4,175.1	5,256.6
						加: 折旧和摊销	2,142.2	2,291.7	2,418.7	2,600.8	2,833.1
						资产减值准备	23.9	447.9	-	-	-
						公允价值变动损失	-	-0.3	-	-	-
						财务费用	315.6	12.2	19.8	-18.4	-73.8
						投资收益	-53.7	-118.3	-142.0	-170.4	-204.5
						少数股东损益	308.7	428.3	419.5	508.7	640.5
						营运资金的变动	-1,093.1	-819.2	3,922.1	-4,671.9	2,981.3
						经营活动产生现金流量	4,416.0	6,668.7	10,081.5	2,423.8	11,433.2
						投资活动产生现金流量	-1,204.8	-1,494.9	-1,358.0	-2,129.6	-2,795.5
						融资活动产生现金流量	217.7	-1,721.0	-7,864.6	-516.7	-533.7
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.29	0.30	0.29	0.36	0.45
						BVPS(元)	3.66	3.85	4.11	4.42	4.82
						PE(X)	11.6	11.3	11.5	9.5	7.6
						PB(X)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
						P/FCF	8.3	10.8	42.0	-130.1	4.9
						P/S	1.4	1.1	1.5	1.3	1.1
						EV/EBITDA	7.9	4.1	3.3	3.0	1.7
						CAGR(%)	8.0%	14.4%	20.3%	8.0%	14.4%
						PEG	1.5	0.8	0.6	1.2	0.5
						ROIC/WACC	1.0	1.0	1.0	1.4	1.6
						REP	1.3	0.8	0.7	0.5	0.3

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034