



# 南山铝业 (600219.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 强化股东回报，彰显发展信心

### 事件

2月28日公司公布23年度报告，23年实现营收288.44亿元，同比-17.47%；归母净利34.74亿元，同比-1.18%；扣非归母净利27.15亿元，同比-29.03%。4Q23实现营收71.54亿元，环比-0.48%；归母净利13.32亿元，环比+60.70%；扣非归母净利6.39亿元，环比-19.77%。

### 点评

**氧化铝全面达产，海外需求疲软拖累业绩。**(1)23年公司印尼200万吨氧化铝项目全面达产，全年氧化铝产销量分别为352.19万吨和352.86万吨，同比分别增长19.73%和18.69%。2H23氧化铝粉营收32.71亿元，环比+32.87%，营收占比环比提升5.83个百分点至22.80%。(2)公司重点发展高附加值产品，23年全年公司高端产品销量占比提升1个百分点至14%，高端产品毛利占比提升近9个百分点至30%，相比于1H23高端产品毛利占比的29%进一步提升。(3)23年海外需求疲软、铝锭价格下降，全年热轧卷/板销量-13.89%至89.34万吨，冷轧卷/板销量-15.30%至71.66万吨，铝箔销量-9.64%至5.34万吨，海外营收-26.74%至135.75亿元。2H23热轧卷/板营收环比-34.62%至2.62亿元，冷轧卷/板营收环比-8.20%至71.62亿元，铝箔营收环比-20.55%至6.24亿元。深加工产品量价齐跌导致营收及业绩下滑。

**电解铝指标转让收益大幅提升归母净利。**Q4公司营收环比+0.48%至71.54亿元，营业成本环比+3.15%至57.29亿元，或因Q4几内亚油罐爆炸造成铝土矿成本上涨，毛利率环比-13.89%至14.25亿元，毛利率环比下降3.21个百分点至19.92%。23年公司转让33.6万吨电解铝产能指标，Q4收到电解铝指标转让款并处置相关资产，获得收益为7.55亿元，带动Q4归母净利润环比大幅增长60.70%，ROE环比提升1.31个百分点至2.79%。

**强化落实股东回报，彰显发展信心。**公司23年拟向全体股东每10股派发现金红利1.20元(含税)，合计拟派发现金红利14.05亿元，现金分红比例为40.44%，同比提升27.12个百分点。按公司最新收盘价3.02元/股计算，股息率为3.97%。此外公司推出24年中分红计划，在分红比例不超过当期归母可分配净利润30%的前提下，制定公司24年中期利润分配方案并在规定期限内实施。积极的投资者回报策略彰显公司对自身长远发展的信心和决心。

### 盈利预测&投资建议

预计公司24-26年营收分别为319/345/383亿元，归母净利润分别为38.19/41.39/46.39亿元，EPS分别为0.33/0.35/0.40元，对应PE分别为9.26/8.54/7.62倍。维持“买入”评级。

### 风险提示

产品价格大幅下跌；氧化铝和汽车板产能释放不及预期；生产成本大幅上涨；人民币汇率波动风险。

### 金属材料组

分析师：李超 (执业S1130522120001)

lichao3@gjzq.com.cn

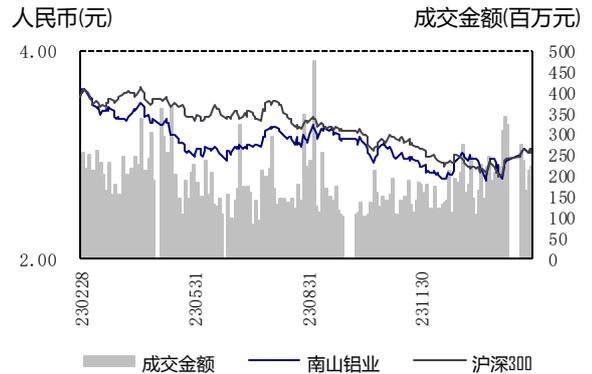
分析师：王钦扬 (执业S1130523120001)

wangqinyang@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：3.02元

### 相关报告：

- 《南山铝业公司点评：降本驱动Q3业绩增长，海外产业链延伸》，2023.10.28
- 《南山铝业公司点评：氧化铝产能释放，航空板技术再现新突破》，2023.8.26
- 《南山铝业：汽车板龙头持续扩张》，2023.6.13



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	34,951	28,844	31,851	34,473	38,313
营业收入增长率	21.68%	-17.47%	10.43%	8.23%	11.14%
归母净利润(百万元)	3,516	3,474	3,819	4,139	4,639
归母净利润增长率	3.07%	-1.18%	9.92%	8.38%	12.10%
摊薄每股收益(元)	0.30	0.30	0.33	0.35	0.40
每股经营性现金流净额	0.57	0.36	0.66	0.62	0.68
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.79%	7.19%	7.49%	7.67%	8.08%
P/E	10.89	9.91	9.26	8.54	7.62
P/B	0.85	0.71	0.69	0.66	0.62

来源：公司年报、国金证券研究所


**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>主营业务收入</b>	<b>28,725</b>	<b>34,951</b>	<b>28,844</b>	<b>31,851</b>	<b>34,473</b>	<b>38,313</b>
增长率	21.7%	-17.5%	10.4%	8.2%	11.1%	
主营业务成本	-21,650	-27,644	-22,977	-24,556	-26,536	-29,396
%销售收入	75.4%	79.1%	79.7%	77.1%	77.0%	76.7%
毛利	7,075	7,307	5,867	7,294	7,937	8,917
%销售收入	24.6%	20.9%	20.3%	22.9%	23.0%	23.3%
营业税金及附加	-258	-264	-237	-261	-283	-314
%销售收入	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-290	-291	-264	-292	-316	-351
%销售收入	1.0%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
管理费用	-854	-958	-858	-947	-1,025	-1,139
%销售收入	3.0%	2.7%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
研发费用	-1,374	-1,486	-1,273	-1,406	-1,522	-1,691
%销售收入	4.8%	4.3%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%
息税前利润 (EBIT)	4,300	4,307	3,235	4,388	4,791	5,421
%销售收入	15.0%	12.3%	11.2%	13.8%	13.9%	14.2%
财务费用	-148	223	100	422	430	411
%销售收入	0.5%	-0.6%	-0.3%	-1.3%	-1.2%	-1.1%
资产减值损失	-157	-462	-132	-140	-140	-140
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	54	118	70	75	78	80
%税前利润	1.3%	2.8%	1.6%	1.6%	1.5%	1.4%
营业利润	4,145	4,282	4,368	4,745	5,160	5,772
营业利润率	14.4%	12.3%	15.1%	14.9%	15.0%	15.1%
营业外收支	-5	-27	1	1	1	1
税前利润	4,139	4,255	4,368	4,746	5,160	5,772
利润率	14.4%	12.2%	15.1%	14.9%	15.0%	15.1%
所得税	-420	-311	-366	-397	-432	-483
所得税率	10.1%	7.3%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%
净利润	3,719	3,944	4,003	4,349	4,729	5,289
少数股东损益	309	428	529	530	590	650
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>3,411</b>	<b>3,516</b>	<b>3,474</b>	<b>3,819</b>	<b>4,139</b>	<b>4,639</b>
净利率	11.9%	10.1%	12.0%	12.0%	12.0%	12.1%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	3,719	3,944	4,003	4,349	4,729	5,289
少数股东损益	309	428	529	530	590	650
非现金支出	2,299	2,754	2,478	2,444	2,791	3,133
非经营收益	242	-105	-573	358	321	331
营运资金变动	-1,845	76	-1,677	526	-525	-765
<b>经营活动现金净流</b>	<b>4,416</b>	<b>6,669</b>	<b>4,230</b>	<b>7,677</b>	<b>7,315</b>	<b>7,988</b>
资本开支	-1,180	-1,577	262	-4,933	-6,149	-7,149
投资	-24	15	793	0	0	0
其他	0	67	252	75	78	80
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,205</b>	<b>-1,495</b>	<b>1,307</b>	<b>-4,858</b>	<b>-6,071</b>	<b>-7,069</b>
股权募资	681	0	240	0	0	0
债权募资	2,922	-888	113	206	486	-3
其他	-3,386	-833	-2,941	-1,554	-1,570	-1,582
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>218</b>	<b>-1,721</b>	<b>-2,588</b>	<b>-1,348</b>	<b>-1,084</b>	<b>-1,586</b>
<b>现金净流量</b>	<b>3,274</b>	<b>3,572</b>	<b>3,049</b>	<b>1,471</b>	<b>159</b>	<b>-667</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	18,273	20,875	26,388	27,856	28,013	27,344
应收款项	4,731	4,917	5,858	5,699	6,168	6,855
存货	6,429	6,436	6,272	6,055	6,543	7,248
其他流动资产	1,263	1,766	1,409	1,484	1,557	1,663
流动资产	30,697	33,994	39,926	41,095	42,282	43,110
%总资产	48.6%	52.5%	58.0%	56.7%	54.9%	52.7%
长期投资	568	601	701	701	701	701
固定资产	29,160	27,304	25,116	27,762	31,073	35,049
%总资产	46.2%	42.2%	36.5%	38.3%	40.4%	42.8%
无形资产	2,444	2,425	2,412	2,473	2,522	2,563
非流动资产	32,481	30,732	28,889	31,349	34,709	38,726
%总资产	51.4%	47.5%	42.0%	43.3%	45.1%	47.3%
<b>资产总计</b>	<b>63,178</b>	<b>64,726</b>	<b>68,815</b>	<b>72,444</b>	<b>76,991</b>	<b>81,836</b>
短期借款	8,445	7,362	7,636	7,788	8,284	8,281
应付款项	4,336	4,334	3,624	4,254	4,597	5,092
其他流动负债	2,234	2,182	2,852	2,475	2,637	2,874
流动负债	15,014	13,878	14,112	14,517	15,518	16,246
长期贷款	0	190	29	29	29	29
其他长期负债	640	640	647	692	680	679
负债	15,655	14,708	14,787	15,238	16,227	16,954
<b>普通股股东权益</b>	<b>42,867</b>	<b>45,102</b>	<b>48,344</b>	<b>50,992</b>	<b>53,960</b>	<b>57,428</b>
其中：股本	11,950	11,709	11,709	11,709	11,709	11,709
未分配利润	13,311	15,851	18,629	21,277	24,245	27,713
少数股东权益	4,657	4,916	5,684	6,214	6,804	7,454
<b>负债股东权益合计</b>	<b>63,178</b>	<b>64,726</b>	<b>68,815</b>	<b>72,444</b>	<b>76,991</b>	<b>81,836</b>

**比率分析**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.285	0.300	0.297	0.326	0.353	0.396
每股净资产	3.587	3.852	4.129	4.355	4.609	4.905
每股经营现金净流	0.370	0.570	0.361	0.656	0.625	0.682
每股股利	0.063	0.040	0.120	0.100	0.100	0.100
<b>回报率</b>						
净资产收益率	7.96%	7.79%	7.19%	7.49%	7.67%	8.08%
总资产收益率	5.40%	5.43%	5.05%	5.27%	5.38%	5.67%
投入资本收益率	6.90%	6.93%	4.80%	6.18%	6.35%	6.78%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	28.82%	21.68%	-17.47%	10.43%	8.23%	11.14%
EBIT增长率	66.38%	0.17%	-24.90%	35.65%	9.19%	13.15%
净利润增长率	66.43%	3.07%	-1.18%	9.92%	8.38%	12.10%
总资产增长率	12.79%	2.45%	6.32%	5.27%	6.28%	6.29%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	32.9	29.3	37.9	35.0	35.0	35.0
存货周转天数	93.2	84.9	100.9	90.0	90.0	90.0
应付账款周转天数	49.5	41.7	46.6	46.6	46.6	46.6
固定资产周转天数	349.5	275.5	309.2	300.5	293.0	274.2
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-20.68%	-26.65%	-34.70%	-35.07%	-32.46%	-29.37%
EBIT利息保障倍数	29.1	-19.3	-32.4	-10.4	-11.1	-13.2
资产负债率	24.78%	22.72%	21.49%	21.03%	21.08%	20.72%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	1	7
增持	0	1	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.00	1.50	1.67	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-06-13	买入	3.10	4.13~4.13
2	2023-08-26	买入	3.07	N/A
3	2023-10-28	买入	3.05	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究