

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	3.33
总股本/流通股本(亿股)	117.09 / 117.09
总市值/流通市值(亿元)	390 / 390
52周内最高/最低价	3.55 / 2.75
资产负债率(%)	21.5%
市盈率	11.10
第一大股东	山东怡力电业有限公司

研究所

分析师: 李帅华
SAC 登记编号: S1340522060001
Email: lishuaihua@cnpsec.com
研究助理: 王靖涵
SAC 登记编号: S1340122080037
Email: wangjinghan@cnpsec.com

南山铝业(600219)

持续发力高端产品，分红+回购注重股东回报

● 事件

公司发布 2023 年年报，2023 年实现营收 288.4 亿元，同比下降 17.5%；归母净利润 34.7 亿元，同比下降 1.2%；扣非后归母净利润 27.1 亿元，同比下降 29%。

● 点评

电解铝指标出售收益，2023Q4 归母净利润增长。2023Q4 公司营收为 71.54 亿元，同比下降 15.08%，环比下降 0.49%，归母净利润 13.32 亿元，同比增长 99.76%，环比增长 60.7%，扣非归母净利润 6.39 亿元，同比下降 37.61%，环比下降 19.8%。2023 年公司向贵州华仁转让 10 万吨电解铝产能指标，向贵州兴仁登高转让 13.6 万吨产能指标，向贵州省六盘水二元铝业转让 10 万吨产能指标，合计对外转让 33.6 万吨产能指标，目前公司拥有 48 万吨电解铝产能。

海外氧化铝放量，需求疲软铝加工业务受到影响。2023 年南山铝业海外氧化铝项目全面达产，氧化铝粉实现营收 57.32 亿元，同比增长 57.36%，收入占比较去年同期大幅增加至 20.11%；因海外需求疲软及铝锭市场价格同比下滑、铝深加工产品量价齐降，铝深加工产品收入占比较去年同期下降至 79.62%，铝型材产品实现营收 42.20 亿元，同比下降 11.75%。

每年回购 3 亿，同时 2023 年计划分红净利润 40%。公司推出一系列股东回报方案，计划 2024-2026 年，每年以不低于 3 亿元人民币自有资金回购股份并注销，同时计划 2023 年度分红（不含回购）比例不低于当年实现归属于母公司股东可供分配净利润的 40%（含本数）。

发力高附加值产品，盈利能力有望持续提升。公司重点发展以汽车板、航空板、动力电池箔等为代表的高附加值产品。高端产品的销量约占公司铝产品总销量的 14%，较去年同期增长超 1 个百分点；高端产品毛利约占公司铝产品总毛利的 30%，较去年同期增长近 9 个百分点。铝制汽车板是未来铝应用的主要发展方向，尤其是新能源汽车的快速推广、应用，将带动汽车铝板需求的飞速增加，汽车板市场前景广阔。

● 盈利预测

预计 2024/2025/2026 年公司归母净利润为 38.75/41.96/45.65 亿元，对应 EPS 为 0.33/0.36/0.39 元，对应 PE 为 10.06/9.29/8.54 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示：

下游需求不及预期风险，项目产能释放不及预期，铝价及氧化铝价格大幅波动风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	28844	32896	36133	37961
增长率(%)	-17.47	14.05	9.84	5.06
EBITDA（百万元）	5848.09	4950.45	5826.51	5853.37
归属母公司净利润（百万元）	3473.97	3875.48	4196.14	4565.49
增长率(%)	-1.18	11.56	8.27	8.80
EPS（元/股）	0.30	0.33	0.36	0.39
市盈率（P/E）	11.22	10.06	9.29	8.54
市净率（P/B）	0.81	0.75	0.69	0.64
EV/EBITDA	2.69	2.85	1.49	0.31

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	28844	32896	36133	37961	营业收入	-17.5%	14.1%	9.8%	5.1%
营业成本	22977	26194	29337	30510	营业利润	2.0%	9.5%	9.3%	8.3%
税金及附加	237	259	291	302	归属于母公司净利润	-1.2%	11.6%	8.3%	8.8%
销售费用	264	288	323	336	获利能力				
管理费用	858	940	1054	1096	毛利率	20.3%	20.4%	18.8%	19.6%
研发费用	1273	1425	1580	1653	净利率	12.0%	11.8%	11.6%	12.0%
财务费用	-100	-304	-427	-538	ROE	7.2%	7.4%	7.4%	7.5%
资产减值损失	-66	-79	101	11	ROIC	5.2%	6.3%	6.2%	6.2%
营业利润	4368	4781	5226	5659	偿债能力				
营业外收入	27	0	0	0	资产负债率	21.5%	20.0%	19.8%	18.5%
营业外支出	27	0	0	0	流动比率	2.83	3.31	3.59	4.07
利润总额	4368	4781	5226	5659	营运能力				
所得税	366	375	424	451	应收账款周转率	9.64	10.33	10.50	10.09
净利润	4003	4406	4802	5207	存货周转率	4.54	5.10	5.04	4.87
归母净利润	3474	3875	4196	4565	总资产周转率	0.43	0.46	0.48	0.47
每股收益(元)	0.30	0.33	0.36	0.39	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.30	0.33	0.36	0.39
货币资金	26388	32256	37646	44368	每股净资产	4.13	4.47	4.82	5.21
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	4298	4420	5120	5240	PE	11.22	10.06	9.29	8.54
预付款项	807	880	1008	1037	PB	0.81	0.75	0.69	0.64
存货	6272	6624	7713	7869	现金流量表				
流动资产合计	39926	46015	53744	60697	净利润	4003	4406	4802	5207
固定资产	24433	22988	21355	19835	折旧和摊销	2346	474	1027	732
在建工程	683	196	-167	-592	营运资本变动	-1677	-137	-1225	-143
无形资产	2379	2398	2427	2452	其他	-440	-225	-689	-524
非流动资产合计	28889	27070	25208	23386	经营活动现金流净额	4230	4518	3915	5273
资产总计	68815	73086	78952	84083	资本开支	262	1784	1743	1815
短期借款	7533	7253	7204	7040	其他	1045	8	0	14
应付票据及应付账款	3247	3717	4155	4326	投资活动现金流净额	1307	1793	1743	1829
其他流动负债	3332	2947	3622	3539	股权融资	240	-40	0	0
流动负债合计	14112	13917	14981	14904	债务融资	113	-280	-49	-164
其他	675	675	675	675	其他	-2941	-223	-218	-215
非流动负债合计	675	675	675	675	筹资活动现金流净额	-2588	-543	-267	-379
负债合计	14787	14592	15656	15580	现金及现金等价物净增加额	3049	5867	5391	6722
股本	11709	11709	11709	11709					
资本公积金	15910	15910	15910	15910					
未分配利润	18629	22023	25590	29470					
少数股东权益	5684	6214	6820	7462					
其他	2097	2638	3267	3952					
所有者权益合计	54028	58493	63296	68503					
负债和所有者权益总计	68815	73086	78952	84083					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048