



南山铝业 (600219.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

氧化铝板块业绩大增，海外布局优势凸显

事件

8月20日，公司发布24年半年报，1H24实现营收156.67亿元，同比+8.05%；归母净利21.89亿元，同比+66.68%；扣非归母净利21.57亿元，同比+68.61%。2Q24实现归母净利13.38亿元，同比+68.45%，环比+57.2%。

点评

Q2氧化铝价格环比大增，单季度业绩实现上市以来最好表现。2Q24澳洲氧化铝均价433.59美元/吨，环比+18.98%，在印尼氧化铝产能维持满产的情况下，二季度公司氧化铝板块利润实现环比大幅增长。1H24公司印尼子公司实现净利润12.81亿元，同比+164%，子公司龙口东海氧化铝实现净利润0.27亿元，同比+721%。1H24公司实现氧化铝粉营收35亿元，同比+42%，实现毛利率39%，同比增长17个百分点。

现金流持续改善，现金分红回馈股东。公司Q2实现经营活动净现金流入14.99亿元，环比+29.53%，公司现金流状况自去年四季度以来持续改善。公司发布三年分红方案，计划2024-2026年度每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的可分配利润的40%。

海外产业链布局持续扩张，一体化优势更进一步。公司印尼氧化铝200万吨项目23年全面达产，为进一步提升印尼铝土矿产附加值，公司拟再于印尼工业园内以年产100万吨氧化铝为单位，分两期扩建年产200万吨氧化铝及其他配套公辅设施，投资金额约63亿元人民币，两期建设共2.5年。当前公司正在印尼建设25万吨电解铝产能，上述氧化铝项目投产后不仅能满足电解铝生产需求、进一步完善公司海外铝产业链布局，还能增加矿产附加值，满足当地消费需求。同时公司营收规模及盈利能力将得到进一步提升，增强公司在国际市场竞争力。

盈利预测&投资评级

我们预计公司24-26年营业收入分别为343/365/432亿元，归母净利润分别为48.54/47.62/53.13亿元，EPS分别为0.41/0.41/0.45元，对应PE分别为8.56/8.73/7.82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

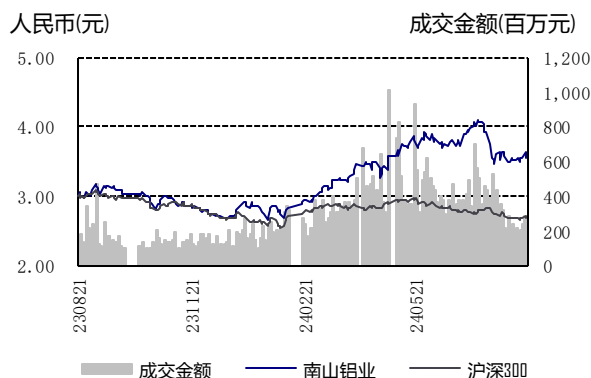
分析师：李超 (执业S1130522120001)

lichao3@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：3.55元

相关报告：

- 《南山铝业公司点评：氧化铝量利齐升促业绩增长，海外产业链再延伸》，2024.4.29
- 《南山铝业公司点评：强化股东回报，彰显发展信心》，2024.2.29
- 《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



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	34,263	36,507	43,174
营业收入增长率	21.68%	-17.47%	18.79%	6.55%	18.26%
归母净利润(百万元)	3,516	3,474	4,854	4,762	5,313
归母净利润增长率	3.07%	-1.18%	39.73%	-1.91%	11.59%
摊薄每股收益(元)	0.30	0.30	0.41	0.41	0.45
每股经营性现金流净额	0.57	0.36	0.71	0.68	0.69
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.79%	7.19%	9.33%	8.56%	8.89%
P/E	10.89	9.91	8.56	8.73	7.82
P/B	0.85	0.71	0.80	0.75	0.70

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
主营业务收入	28,725	34,951	28,844	34,263	36,507	43,174
增长率		21.7%	-17.5%	18.8%	6.5%	18.3%
主营业务成本	-21,650	-27,644	-22,977	-25,620	-27,724	-33,092
%销售收入	75.4%	79.1%	79.7%	74.8%	75.9%	76.6%
毛利	7,075	7,307	5,867	8,643	8,783	10,082
%销售收入	24.6%	20.9%	20.3%	25.2%	24.1%	23.4%
营业税金及附加	-258	-264	-237	-281	-300	-354
%销售收入	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-290	-291	-264	-314	-334	-395
%销售收入	1.0%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
管理费用	-854	-958	-858	-1,019	-1,086	-1,284
%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	-1,513	-1,612	-1,906
%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	5,517	5,452	6,143
%销售收入	15.0%	12.3%	11.2%	16.1%	14.9%	14.2%
财务费用	-148	223	100	423	450	425
%销售收入	0.5%	-0.6%	-0.3%	-1.2%	-1.2%	-1.0%
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%	1.3%	1.3%	1.2%
营业利润	4,145	4,282	4,368	5,875	5,840	6,507
营业利润率	14.4%	12.3%	15.1%	17.1%	16.0%	15.1%
营业外收支	-5	-27	1	1	1	1
税前利润	4,139	4,255	4,368	5,876	5,840	6,508
利润率	14.4%	12.2%	15.1%	17.1%	16.0%	15.1%
所得税	-420	-311	-366	-492	-489	-545
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	5,384	5,352	5,963
少数股东损益	309	428	529	530	590	650
归属于母公司的净利润	3,411	3,516	3,474	4,854	4,762	5,313
净利率	11.9%	10.1%	12.0%	14.2%	13.0%	12.3%

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	5,384	5,352	5,963
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	379	345	395
营运资金变动	-1,845	76	-1,677	151	-507	-1,386
经营活动现金净流	4,416	6,669	4,230	8,359	7,981	8,106
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
投资活动现金净流	-1,205	-1,495	1,307	-4,858	-6,071	-7,069
股权募资	681	0	240	0	0	0
债权募资	2,922	-888	113	1,048	-200	2,266
其他	-3,386	-833	-2,941	-1,575	-1,595	-1,647
筹资活动现金净流	218	-1,721	-2,588	-528	-1,795	619
现金净流量	3,274	3,572	3,049	2,974	115	1,655

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	29,359	29,472	31,125
应收款项	4,731	4,917	5,858	6,131	6,532	7,725
存货	6,429	6,436	6,272	6,317	6,836	8,160
其他流动资产	1,263	1,766	1,409	1,524	1,601	1,799
流动资产	30,697	33,994	39,926	43,330	44,441	48,809
%总资产	48.6%	52.5%	58.0%	58.0%	56.1%	55.8%
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%	37.2%	39.3%	40.0%
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%	42.0%	43.9%	44.2%
资产总计	63,178	64,726	68,815	74,680	79,150	87,535
短期借款	8,445	7,362	7,636	8,630	8,441	10,707
应付款项	4,336	4,334	3,624	4,439	4,803	5,732
其他流动负债	2,234	2,182	2,852	2,648	2,774	3,173
流动负债	15,014	13,878	14,112	15,717	16,018	19,612
长期贷款	0	190	29	29	29	29
其他长期负债	640	640	647	693	681	680
负债	15,655	14,708	14,787	16,438	16,727	20,320
普通股股东权益	42,867	45,102	48,344	52,028	55,618	59,761
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	22,313	25,903	30,046
少数股东权益	4,657	4,916	5,684	6,214	6,804	7,454
负债股东权益合计	63,178	64,726	68,815	74,680	79,150	87,535

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.285	0.300	0.297	0.415	0.407	0.454
每股净资产	3.587	3.852	4.129	4.444	4.750	5.104
每股经营现金净流	0.370	0.570	0.361	0.714	0.682	0.692
每股股利	0.063	0.040	0.120	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	7.96%	7.79%	7.19%	9.33%	8.56%	8.89%
总资产收益率	5.40%	5.43%	5.05%	6.50%	6.02%	6.07%
投入资本收益率	6.90%	6.93%	4.80%	7.55%	7.04%	7.21%
增长率						
主营业务收入增长率	28.82%	21.68%	-17.47%	18.79%	6.55%	18.26%
EBIT增长率	66.38%	0.17%	-24.90%	70.54%	-1.18%	12.67%
净利润增长率	66.43%	3.07%	-1.18%	39.73%	-1.91%	11.59%
总资产增长率	12.79%	2.45%	6.32%	8.52%	5.99%	10.59%
资产管理能力						
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	279.3	276.7	243.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-20.68%	-26.65%	-34.70%	-35.58%	-33.68%	-30.37%
EBIT利息保障倍数	29.1	-19.3	-32.4	-13.0	-12.1	-14.5
资产负债率	24.78%	22.72%	21.49%	22.01%	21.13%	23.21%

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	4	4	13
增持	0	0	3	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.43	1.43	1.00

来源：聚源数据

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