



买入（维持）

所属行业：有色金属/工业金属
当前价格(元)：3.55

证券分析师

翟堃

资格编号：S0120523050002

邮箱：zhaikun@tebon.com.cn

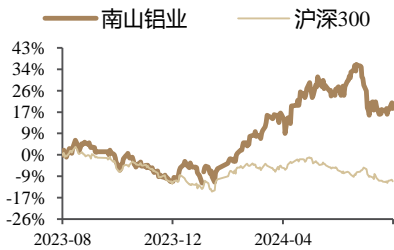
康宇豪

资格编号：S0120524050001

邮箱：kangyh@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-7.31	-6.58	-8.03
相对涨幅(%)	-1.48	-1.71	1.68

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《南山铝业(600219.SH)半年报预告点评：氧化铝价格大幅上涨，公司业绩同比大幅增长》，2024.7.8
- 《南山铝业(600219.SH)：上游印尼氧化铝项目持续扩张，下游坚定发力高端铝产品》，2024.6.19

南山铝业(600219.SH)：氧化铝价格维持高位，海外布局稳步扩张

投资要点

- 事件：公司披露2024年半年报，业绩同比大幅上升。**公司预计2024年上半年营业收入156.67亿元，归母净利润21.89亿元，同比+66.68%，扣非归母净利润21.57亿元，同比+68.61%。公司业绩同比大幅上升。
- 2024年上半年氧化铝价格大幅上涨，截止2024年8月20日山西氧化铝价格达3920元/吨。**2024年上半年国内氧化铝价格整体呈现上行态势。年初，矿石供应紧张制约氧化铝企业提产，叠加北方地区冬季环保管制措施，助推国内氧化铝价格明显走高；进入二月中旬，下游铝加工企业逐步进入假期阶段，市场交易趋于平缓，价格进入稳定运行阶段；七月份以来面对需求端领先供应端修复，价格面存在较强支撑，推动氧化铝价格呈现强势上行态势。2024年上半年国内氧化铝均价为3,409元/吨左右，较去年同期相比上涨约18%。2024年上半年海外氧化铝价格呈现阶梯式上行态势。一月初，在部分地区冶炼厂减产消息及国际地缘政治紧张局面背景下，海外铝土矿开采不确定性增强，市场担忧情绪推动海外氧化铝市场价格上行，最高达到372美元/吨左右；二月份，随着春节假期临近，市场成交氛围较为平淡，海外氧化铝市场价格维持平稳运行；进入三月份后，随着国内冶炼厂面临铝土矿采购限制，同时叠加海外氧化铝市场供应紧张，给予海外氧化铝市场价格明显支撑。2024年上半年海外氧化铝市场均价为403美元/吨左右，较去年同期上涨约14%。
- 公司在印尼布局合计400万吨氧化铝和25万吨电解铝产能，海外布局持续推进。**公司在印尼产业园已投产200万吨氧化铝基础上进一步投资扩建新的200万吨氧化铝产能及投建25万吨电解铝项目，公司海外布局持续推进。
- 下游发力高端产品，汽车板、航空板前景广阔。**公司重点发展以汽车板、航空板等为代表的高附加值产品。2024年H1公司高端产品的销量约占公司铝产品总销量的14%；高端产品毛利约占公司铝产品总毛利的25%。未来公司将积极释放汽车板项目的优质产能，夯实高端产品领域发展底盘。
- 盈利预测：**由于氧化铝价格持续维持高位，我们上调了公司盈利预测。我们预测公司2024-2026年营业收入分别为331.07/350.92/375.98亿元，归母净利润分别为47.75/48.77/52.56亿元，PE为8.70/8.52/7.91倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**公司汽车板、航空板等高端铝加工产品产能建设不及预期；公司印尼资产分拆上市股权稀释超预期；氧化铝价格下跌超预期。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	11,708.55		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	11,708.55	营业收入(百万元)	34,951	28,844	33,107	35,092	37,598
52 周内股价区间(元):	2.66-4.08	(+/-)YOY(%)	21.7%	-17.5%	14.8%	6.0%	7.1%
总市值(百万元):	41,565.36	净利润(百万元)	3,516	3,474	4,775	4,877	5,256
总资产(百万元):	67,827.17	(+/-)YOY(%)	3.1%	-1.2%	37.5%	2.1%	7.8%
每股净资产(元):	4.16	全面摊薄 EPS(元)	0.30	0.30	0.41	0.42	0.45
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	20.9%	20.3%	25.7%	25.0%	25.0%
		净资产收益率(%)	7.8%	7.2%	9.3%	8.9%	9.0%
		资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.30	0.41	0.42	0.45
每股净资产	4.13	4.39	4.68	5.01
每股经营现金流	0.36	0.63	0.58	0.65
每股股利	0.12	0.04	0.04	0.04
价值评估(倍)				
P/E	9.80	8.70	8.52	7.91
P/B	0.71	0.81	0.76	0.71
P/S	1.44	1.26	1.18	1.11
EV/EBITDA	2.69	2.53	2.05	1.41
股息率%	4.1%	1.1%	1.1%	1.1%
盈利能力指标(%)				
毛利率	20.3%	25.7%	25.0%	25.0%
净利润率	13.9%	16.5%	15.9%	16.0%
净资产收益率	7.2%	9.3%	8.9%	9.0%
资产回报率	5.0%	6.6%	6.3%	6.4%
投资回报率	5.2%	8.4%	8.0%	8.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-17.5%	14.8%	6.0%	7.1%
EBIT 增长率	-20.0%	69.2%	2.0%	7.1%
净利润增长率	-1.2%	37.5%	2.1%	7.8%
偿债能力指标				
资产负债率	21.5%	20.6%	20.0%	19.3%
流动比率	2.8	3.0	3.2	3.5
速动比率	2.3	2.5	2.7	2.9
现金比率	1.9	2.1	2.2	2.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	37.3	35.7	36.0	36.2
存货周转天数	99.6	92.6	91.2	91.6
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5
固定资产周转率	1.1	1.4	1.5	1.7

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	3,474	4,775	4,877	5,256
少数股东损益	529	678	709	758
非现金支出	2,478	1,768	1,784	1,834
非经营收益	-573	92	163	154
营运资金变动	-1,677	94	-761	-431
经营活动现金流	4,230	7,406	6,772	7,570
资产	262	-1,870	-1,619	-1,627
投资	793	-93	-97	-96
其他	252	-32	92	100
投资活动现金流	1,307	-1,995	-1,624	-1,623
债权募资	113	-127	-23	-57
股权募资	240	-68	0	0
其他	-2,941	-1,943	-1,659	-1,658
融资活动现金流	-2,588	-2,138	-1,682	-1,715
现金净流量	3,049	3,230	3,466	4,232

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2024 年 8 月 20 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	28,844	33,107	35,092	37,598
营业成本	22,977	24,603	26,326	28,208
毛利率%	20.3%	25.7%	25.0%	25.0%
营业税金及附加	237	264	283	302
营业税金率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	264	294	315	336
营业费用率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
管理费用	858	959	1,025	1,095
管理费用率%	3.0%	2.9%	2.9%	2.9%
研发费用	1,273	1,444	1,536	1,644
研发费用率%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%
EBIT	3,503	5,926	6,044	6,470
财务费用	-100	-2	-37	-73
财务费用率%	-0.3%	-0.0%	-0.1%	-0.2%
资产减值损失	-66	0	0	0
投资收益	70	91	92	100
营业利润	4,368	5,928	6,081	6,543
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	4,368	5,928	6,081	6,543
EBITDA	5,848	7,694	7,827	8,303
所得税	366	475	495	530
有效所得税率%	8.4%	8.0%	8.1%	8.1%
少数股东损益	529	678	709	758
归属母公司所有者净利润	3,474	4,775	4,877	5,256

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	26,388	29,618	33,084	37,316
应收账款及应收票据	4,298	4,610	5,001	5,317
存货	6,272	6,386	6,951	7,406
其它流动资产	2,968	2,866	3,148	3,281
流动资产合计	39,926	43,480	48,183	53,319
长期股权投资	672	765	863	958
固定资产	24,433	23,819	22,919	22,230
在建工程	683	1,369	2,068	2,516
无形资产	2,379	2,405	2,436	2,465
非流动资产合计	28,889	29,232	29,167	29,060
资产总计	68,815	72,712	77,351	82,380
短期借款	7,533	7,407	7,384	7,326
应付票据及应付账款	3,247	3,487	3,728	3,995
预收账款	1,252	1,324	1,443	1,532
其它流动负债	2,080	2,185	2,301	2,417
流动负债合计	14,112	14,403	14,856	15,271
长期借款	29	29	29	29
其它长期负债	647	567	567	567
非流动负债合计	675	596	596	596
负债总计	14,787	14,998	15,451	15,867
实收资本	11,709	11,709	11,709	11,709
普通股股东权益	48,344	51,352	54,829	58,685
少数股东权益	5,684	6,362	7,070	7,828
负债和所有者权益合计	68,815	72,712	77,351	82,380

信息披露

分析师与研究助理简介

翟堃，所长助理，能源开采&有色金属行业首席分析师，中国人民大学金融硕士，天津大学工学学士，8年证券研究经验，2022年上海证券报能源行业第二名，2021年新财富能源开采行业入围，2020年机构投资者(II)钢铁、煤炭和铁行业第二名，2019年机构投资者(II)金属与采矿行业第三名。研究基础扎实，产业、政府资源丰富，擅长从库存周期角度把握周期节奏，深挖优质弹性标的。张崇欣，德邦证券有色行业首席分析师，中国矿业大学矿业工程硕士，采矿工程学士。有丰富的矿业工程技术工作经验。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
	2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	股票投资评级	买入
增持			相对强于市场表现 5%~20%；
中性			相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
减持			相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。