

南山铝业 (600219.SH)

上半年归母净利润同增 67%，印尼氧化铝项目量价齐增

优于大市

核心观点

公司 2024H1 业绩靓丽，归母净利润同比增长 66.7%。公司 2024 年上半年实现营业收入 156.67 亿元，同比+8.05%；实现归母净利润 21.89 亿元，同比+66.68%；实现扣非归母净利润 21.57 亿元，同比+68.61%。其中二季度单季实现营业收入 84.43 亿元，同比+10.14%，环比+16.88%；实现归母净利润 13.38 亿元，同比+68.45%，环比+57.20%；实现扣非归母净利润 13.26 亿元，同比+72.39%，环比+59.65%。

公司在 2024H1 量价齐升。公司业绩大幅提升主要由于商品价格的提升以及主要产品之一氧化铝产量的同比提升，2024H1 长江有色市场 A00 铝含税均价为 1.98 万元/吨，同比提升 7.1%；山东氧化铝含税均价为 3444 元/吨，同比提升 18.9%；澳洲氧化铝 FOB 均价为 393 美元/吨，同比增长 12%；公司印尼氧化铝今年为完全达产的第一个完整年，2023 年产量为 190 万吨左右，预计今年产量为 210 万吨左右。

期间费用率保持稳定，资产负债率稳步下降。2024 年上半年，公司毛利率为 25.23%，同比提升 6.01pp；净利率为 16.76%，同比提升 6.51pp。销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.80%/2.67%/4.61%/-0.37%，相较于 2023 年基本保持稳定。同时，公司的资产负债率持续优化，截至 2024 年二季度末为 19.62%，较 2023 年末下降 1.87%。

加强上游布局，印尼规划 400 万吨氧化铝和 100 万吨电解铝。在国内，公司自 2023 年起淘汰山东省的 33.6 万吨高能耗电解铝产能，预计能获得资产处置收益 14 亿元左右，指标转让完成后国内火电铝由 81.6 万吨降至 48 万吨；另外公司在山东具备 140 万吨氧化铝产能，但往年来看年产量基本能达到 170 万吨左右。在海外，公司自 2017 年开始规划印尼宾坦工业园氧化铝项目，成本优势显著，目前已达产 200 万吨，还有等量产能正在筹建；并在同一工业园向下游延伸，建设 25 万吨电解铝产能，远期印尼电解铝规划 100 万吨。

风险提示：电解铝需求不及预期、原料价格上涨、公司项目进度不及预期。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。预计公司 2024-2026 年营业收入 283.08/322.58/362.93 亿元，同比增速-1.86%/13.95%/12.51%；归母净利润 43.31/44.21/50.76 亿元，同比增速 24.66%/2.09%/14.81%；摊薄 EPS 为 0.37/0.38/0.43 元，当前股价对应 PE 为 10.0/9.8/8.5x。考虑到公司在的电解铝、氧化铝和汽车板的扩张仍在进行中，且印尼氧化铝盈利能力明显优于国内，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	34,951	28,844	28,308	32,258	36,293
(+/-%)	21.7%	-17.5%	-1.9%	14.0%	12.5%
归母净利润(百万元)	3516	3474	4331	4421	5076
(+/-%)	3.1%	-1.2%	24.7%	2.1%	14.8%
每股收益(元)	0.30	0.30	0.37	0.38	0.43
EBIT Margin	12.3%	11.2%	19.1%	17.5%	18.3%
净资产收益率 (ROE)	7.8%	7.2%	8.4%	8.1%	8.7%
市盈率 (PE)	12.4	12.5	10.0	9.8	8.6
EV/EBITDA	8.9	10.6	6.9	6.7	5.9
市净率 (PB)	0.96	0.90	0.85	0.80	0.75

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

有色金属·工业金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：马可远

010-88005007

makeyuan@guosen.com.cn

S0980524070004

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	3.70 元
总市值/流通市值	43322/43322 百万元
52 周最高价/最低价	4.13/2.69 元
近 3 个月日均成交额	365.86 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《南山铝业 (600219.SH) - 铝一体化企业，上游产能出海加速》
2024-06-29

公司 2024H1 业绩靓丽，归母净利润同比增长 66.7%。公司 2024 年上半年实现营业收入 156.67 亿元，同比+8.05%；实现归母净利润 21.89 亿元，同比+66.68%；实现扣非归母净利润 21.57 亿元，同比+68.61%。其中二季度单季实现营业收入 84.43 亿元，同比+10.14%，环比+16.88%；实现归母净利润 13.38 亿元，同比+68.45%，环比+57.20%；实现扣非归母净利润 13.26 亿元，同比+72.39%，环比+59.65%。

公司在 2024H1 量价齐升。公司业绩大幅提升主要由于商品价格的提升以及主要产品之一氧化铝产量的同比提升，2024H1 长江有色市场 A00 铝含税均价为 1.98 万元/吨，同比提升 7.1%；山东氧化铝含税均价为 3444 元/吨，同比提升 18.9%；澳洲氧化铝 FOB 均价为 393 美元/吨，同比增长 12%；公司印尼氧化铝今年为完全达产的第一个完整年，2023 年产量为 190 万吨左右，预计今年产量为 210 万吨左右。

图1：南山铝业营业收入及增速（亿元、%）



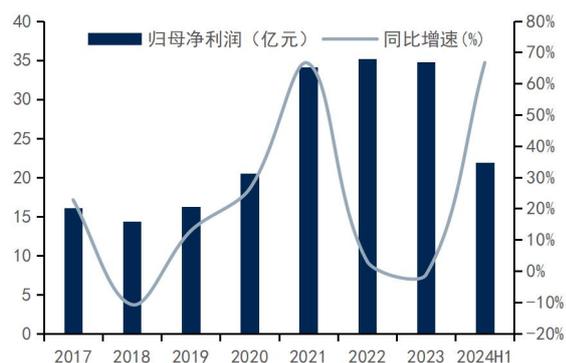
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图2：南山铝业单季营业收入及同比增速（亿元、%）



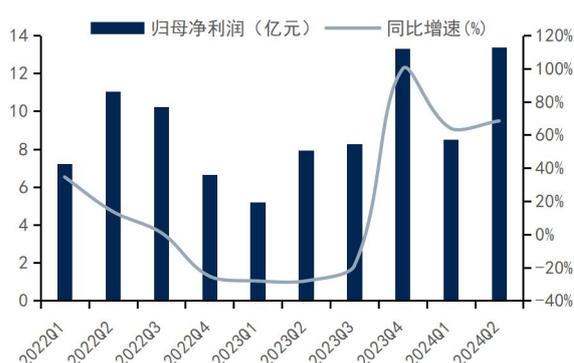
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图3：南山铝业归母净利润及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

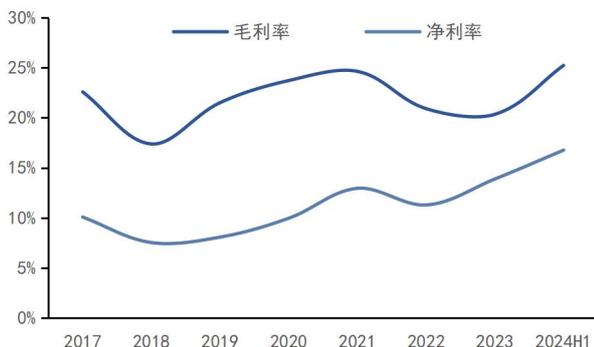
图4：南山铝业单季归母净利润及同比增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

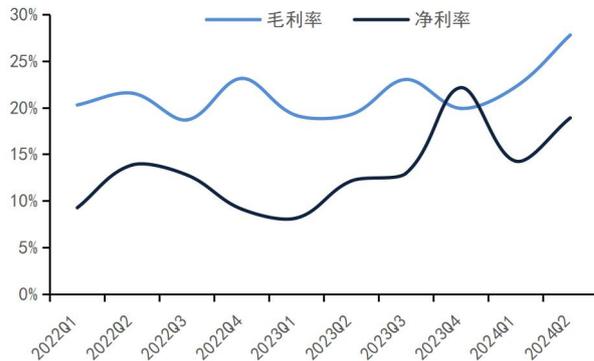
期间费用率保持稳定，资产负债率稳步下降。2024 年上半年，公司毛利率为 25.23%，同比提升 6.01pp；净利率为 16.76%，同比提升 6.51pp。销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.80%/2.67%/4.61%/-0.37%，相较于 2023 年基本保持稳定。同时，公司的资产负债率持续优化，截至 2024 年二季度末为 19.62%，较 2023 年末下降 1.87%。

图5: 南山铝业毛利率、净利率变化情况 (%)



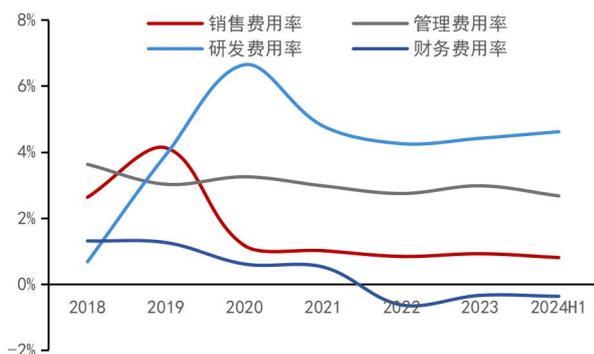
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 南山铝业单季度毛利率、净利率变化情况 (%)



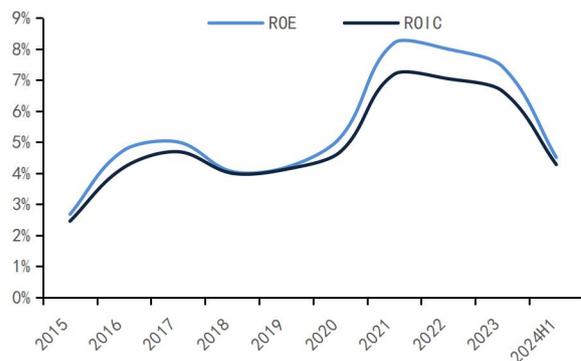
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 南山铝业期间费用率 (%)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 南山铝业资产负债率 (%)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

加强上游布局, 印尼规划 400 万吨氧化铝和 100 万吨电解铝。在国内, 公司自 2023 年起淘汰山东省的 33.6 万吨高能耗电解铝产能, 预计能获得资产处置收益 14 亿元左右, 指标转让完成后国内火电铝由 81.6 万吨降至 48 万吨; 另外公司在山东具备 140 万吨氧化铝产能, 但往年来看年产量基本能达到 170 万吨左右。在海外, 公司自 2017 年开始规划印尼宾坦工业园氧化铝项目, 成本优势显著, 目前已达产 200 万吨, 还有等量产能正在筹建; 并在同一工业园向下游延伸, 建设 25 万吨电解铝产能, 远期印尼电解铝规划 100 万吨。

表1: 2024H1 南山铝业主要子公司经营情况 (单位: 亿元)

子公司名称	业务性质	资产	负债	净资产	营收	营业利润	净利
铝压延公司	生产新型合金产品	82.99	30.63	52.36	80.14	0.49	0.50
铝业新材料公司	生产各种铝合金热轧卷	34.08	15.48	18.61	59.25	-0.14	-0.13
氧化铝公司	生产销售冶金级氧化铝	67.27	30.79	36.48	20.20	0.33	0.27
BAI	加工和提炼铝矾土	98.46	4.39	94.07	30.19	12.80	12.81

资料来源:

投资建议: 上调盈利预测, 维持“优于大市”评级。预计公司 2024-2026 年营业收入 283.08/322.58/362.93 亿元, 同比增速-1.86%/13.95%/12.51%; 归母净利润

43.31/44.21/50.76 亿元,同比增速 24.66%/2.09%/14.81%;摊薄 EPS 为 0.37/0.38/0.43 元,当前股价对应 PE 为 10.0/9.8/8.5x。考虑到公司在的电解铝、氧化铝和汽车板的扩张仍在进行中,且印尼氧化铝盈利能力明显优于国内,维持“优于大市”评级。

表2: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价		EPS					PE				PB	总市值 亿元
		2024/8/26	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E				
600219.SH	南山铝业	3.70	0.30	0.37	0.38	0.43	12.3	10.0	9.8	8.5	0.9	433		
可比公司:														
1378.HK	中国宏桥	9.70	1.20	1.85	2.05	2.21	8.1	5.2	4.7	4.4	0.9	914		
000807.SZ	云铝股份	11.69	1.14	1.34	1.50	1.62	10.3	8.7	7.8	7.2	1.5	405		
601600.SH	中国铝业	6.87	0.39	0.55	0.65	0.76	17.6	12.5	10.5	9.0	1.9	1,179		
002532.SZ	天山铝业	6.77	0.53	0.83	0.93	1.02	12.8	8.1	7.2	0.6	1.2	315		

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理; 备注: 中国宏桥股价和 EPS 已转化成人民币元, 可比公司盈利预测为 Wind 一致预期

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	20875	26388	28764	32020	36101	营业收入	34951	28844	28308	32258	36293
应收款项	4372	5068	5041	5745	6463	营业成本	27644	22977	20259	23588	26264
存货净额	6436	6272	5408	6373	7146	营业税金及附加	264	237	221	252	284
其他流动资产	2312	2176	2123	2419	2722	销售费用	291	264	241	274	308
流动资产合计	33994	39926	41357	46579	52455	管理费用	958	858	886	997	1109
固定资产	27304	25116	24712	24152	23451	研发费用	1486	1273	1306	1488	1674
无形资产及其他	2338	2379	2283	2188	2093	财务费用	(223)	(100)	(89)	(101)	(114)
投资性房地产	523	722	722	722	722	投资收益	118	70	70	70	70
长期股权投资	567	672	752	832	912	资产减值及公允价值变动	(448)	(67)	(67)	(67)	(67)
资产总计	64726	68815	69827	74473	79633	其他收入	(1405)	(243)	(1197)	(1377)	(1560)
短期借款及交易性金融负债	7362	7636	7000	7000	7000	营业利润	4282	4368	5596	5875	6884
应付款项	3940	3247	2458	2897	3248	营业外净收支	(27)	1	0	0	0
其他流动负债	2576	3229	1897	2232	2503	利润总额	4255	4368	5596	5875	6884
流动负债合计	13878	14112	11355	12129	12752	所得税费用	311	366	224	352	413
长期借款及应付债券	190	28	28	28	28	少数股东损益	428	529	1041	1101	1395
其他长期负债	640	647	654	662	669	归属于母公司净利润	3516	3474	4331	4421	5076
长期负债合计	830	675	683	690	698	现金流量表 (百万元)					
负债合计	14708	14787	12038	12819	13449	净利润	3516	3474	4331	4421	5076
少数股东权益	4916	5684	6413	7183	8160	资产减值准备	424	(382)	0	(2)	(2)
股东权益	45102	48344	51376	54471	58024	折旧摊销	2235	2258	2633	2790	2931
负债和股东权益总计	64726	68815	69827	74473	79633	公允价值变动损失	448	67	67	67	67
关键财务与估值指标						财务费用	(223)	(100)	(89)	(101)	(114)
每股收益	0.30	0.30	0.37	0.38	0.43	营运资本变动	(367)	(1009)	(1169)	(1186)	(1166)
每股红利	0.09	0.07	0.11	0.11	0.13	其它	(123)	782	729	773	979
每股净资产	3.85	4.13	4.39	4.65	4.96	经营活动现金流	6132	5191	6590	6863	7884
ROIC	7.57%	5.38%	9%	9%	10%	资本开支	0	508	(2200)	(2200)	(2200)
ROE	7.79%	7.19%	8%	8%	9%	其它投资现金流	0	(22)	0	0	0
毛利率	21%	20%	28%	27%	28%	投资活动现金流	(69)	381	(2280)	(2280)	(2280)
EBIT Margin	12%	11%	19%	18%	18%	权益性融资	119	240	0	0	0
EBITDA Margin	19%	19%	28%	26%	26%	负债净变化	190	(162)	0	0	0
收入增长	22%	-17%	-2%	14%	13%	支付股利、利息	(1047)	(841)	(1299)	(1326)	(1523)
净利润增长率	3%	-1%	25%	2%	15%	其它融资现金流	(1867)	1708	(636)	0	0
资产负债率	30%	30%	26%	27%	27%	融资活动现金流	(3462)	(58)	(1935)	(1326)	(1523)
股息率	2.4%	1.9%	3.0%	3.1%	3.5%	现金净变动	2601	5514	2375	3256	4081
P/E	12.4	12.5	10.0	9.8	8.6	货币资金的期初余额	18273	20875	26388	28764	32020
P/B	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7	货币资金的期末余额	20875	26388	28764	32020	36101
EV/EBITDA	8.9	10.6	6.9	6.7	5.9	企业自由现金流	0	4722	4442	4723	5819
						权益自由现金流	0	6268	4151	5140	6322

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032