

2025年3月19日

南山铝业国际(2610.HK)

SDICSI

IPO 点评

证券研究报告

金属与采矿

南山铝业国际 2610.HK IPO 点评报告

报告摘要

公司概况

南山铝业国际是东南亚一家氧化铝制造商，主要产品为采用低温拜耳法生产的冶金级氧化铝。公司为东南亚三大氧化铝生产企业之一。公司拥有氧化铝设计产能两百万吨。根据2023年弗若斯特沙利文，集团为东南亚氧化铝市场第二大生产商，占东南亚氧化铝行业34.9%的市场份额。公司最大客户为Press Metal集团，收益占比超50%（2024年前9个月）。目前公司运营的氧化铝生产设施设计年产能两百万吨，新氧化铝生产项目已经开始建设，预期首个一百万吨氧化铝年产量及第二个一百万吨氧化铝年产量的生产运营将分别于2025年下半年及2026年下半年开始。公司的控股股东为A股上市公司南山铝业，在全球发售完成后预计占60.09%。

公司业绩高速增长，2021年/2022年/2023年/2024年9月30日止九个月，公司的收入分别为172.8/466.8/677.8/683.0百万美元，前三年CAGR为98%；毛利率分别为25.9%/24%/29.2%/46.3%，主要因为2024年氧化铝价格快速提升；归母净利润分别为28.5/67.7/122.7/215.4百万美元，实现快速增长。

行业状况及前景

全球铝用途主要在建筑、交通、电气及包装行业，2023年分别占全球铝消耗量的25%、24%、12%及9%。预计未来几年下游行业将呈现强劲增长，从2023年到2028年，预计全球建筑业GAGR为6.3%，其中东南亚同期GAGR为7.7%；交通领域稳步增长；电气行业预计东南亚和印尼的GAGR分别为7%和11.5%；包装行业东南亚及印尼将引领全球包装行业的增长，CAGR分别为5.3%及8.1%。印尼为东南亚氧化铝产能最大的国家，在全球氧化铝产能仅次于中国、澳大利亚、巴西和印度。2023年东南亚和印尼的氧化铝设计产能分别达到5600千吨及4300千吨，预计到2028年设计产能能达到8600千吨及7300千吨，CAGR为6.8%及8.3%。2023年东南亚和印尼电解铝设计产能为1580千吨及500千吨，预计2028年东南亚及印尼的电解铝设计产能将分别达4500千吨及2900千吨，CAGR分别为28.9%及51.5%，预计未来越来越多的电解铝公司将生产业务扩展至东南亚。

优势与机遇

公司在氧化铝行业的突出地位能够从该地区飙升的需求及强劲的投资势头中获益；凭借战略地位，受益于稳定的原材料供应、强有力的政策支持及便利的交通网络，确保顺利有效的运营；自建综合基础设施及生产设施提高了生产力及运营效率，进而带来显著的成本及盈利优势；不断改进及积累技术专业知，以提供优质产品并加强质量控制；坚持国际ESG治理标准，推动绿色可持续发展；有一直经验丰富的管理团队，具备丰富的行业专业知识，与股东及战略合办携手共创产业链新篇章。

弱项与风险

受铝业市场力量影响；在氧化铝行业的财务表现及经营业绩可能受到政府的进出口管制、政策变化或其他贸易限制的重大不利影响；客户集中度较高；于氧化铝生产行业面临竞争；生产运营面临各种风险，可能会对声誉、责任索赔及财务成本产生负面影响；在氧化铝行业的历史经营业绩及财务表现未必预示我们的未来表现；依赖特定数量的核心供应商，供应绝大部分氧化铝生产所用的原材料；氧化铝生产以来于以较低成本提供稳定、及时和充足的能源及电力；业务可能受到停工和其他劳工相关问题的负面影响。

集资用途

所得款项净额约90%用于在印尼廖内群岛省民丹岛经济特区的氧化铝生产项目的开发与建设，以通过新氧化铝生产项目将氧化铝产能进一步扩大至合共四百万吨氧化铝；约10%用于一般营运资金。

投资建议

股份名称：南山铝业国际
股份代码：2610.HK

IPO 专用评级 5.1

— 评级基于以下标准，最高10分	
1. 公司营运 (30%)	6
2. 行业前景 (30%)	5
3. 招股估值 (20%)	5
4. 市场情绪 (20%)	4

主要发售统计数字

上市日期:	25/3/2025
发行价范围(港元)	26.6 - 31.5
发行股数, 绿鞋前(百万股)	88.24
— 香港公开发售: 占比	8.82; 10%
— 最高回拨后股数: 占比	44.12; 50%
— 发行中旧股数目: 占比	0; 0%
总发行金额, 绿鞋前(亿港元)	23.47 - 27.79
总集资金额, 绿鞋前(亿港元)	23.47 - 27.79
净集资金额, 绿鞋前(亿港元)	23.63 - 24.96
发行后股本(百万股)	
— 绿鞋前	588.24
— 绿鞋后	601.47
发行后市值(亿港元)	
— 绿鞋前	156.47 - 185.29
— 绿鞋后	159.99 - 189.46
备考每股有形资产净值(港元)	19.32 - 20.03
备考市净率(倍)	1.38 - 1.57
保荐人	华泰金控
账簿管理人	华泰金控、招银国际、银河国际、中信里昂等
会计师	毕马威

资料来源：公司招股书

颜晨 CFA 行业分析师

joyceyan@sdicsi.com.hk

公司业绩实现快速增长，未来产能也有大幅增加。此次上市基石投资人嘉能可、香港拓威贸易、瑞中国际、PT Indika Energy，占36.46%，占比不少，只是嘉能可与香港拓威的母公司厦门象屿为公司的五大客户。另外公司的业务比较单一，受到氧化铝价格的影响较大，2024年氧化铝价格维持高位，但是进入2025年以来，氧化铝价格有较大幅度下跌。从估值来说，根据公司2024年前9个月业绩，预计公司2024年P/E为7.09x-8.40x，对比母公司南山铝业2024年预测P/E 9x相差不大，考虑到港股估值较A股有差距，我们觉得估值的性价比不高。综上，给予IPO评分“5.1”。

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其他其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010