

南山铝业 (600219.SH)

印尼氧化铝扩张进行时，高分红比例彰显发展信心

2025 年 03 月 26 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

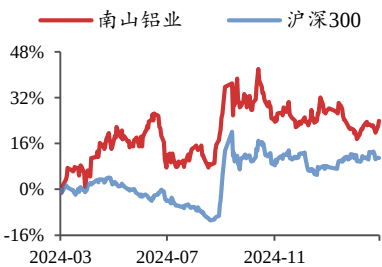
温佳贝（分析师）

wenjiabei@kysec.cn

证书编号：S0790524040009

日期	2025/3/25
当前股价(元)	3.92
一年最高最低(元)	4.81/3.24
总市值(亿元)	455.26
流通市值(亿元)	455.26
总股本(亿股)	116.14
流通股本(亿股)	116.14
近 3 个月换手率(%)	56.87

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《氧化铝价涨增厚业绩，预计 Q4 业绩表现更加亮眼——公司信息更新报告》-2024.10.31

《氧化铝价涨大幅增厚利润，海内外布局凸显成长性——公司信息更新报告》-2024.8.22

《一体化布局铝产业链，国内外上下游齐发力助成长——公司首次覆盖报告》-2024.7.8

● 印尼氧化铝扩张进行时，高分红比例彰显发展信心

2024 年公司实现营业收入 334.77 亿元，同比+16.1%，实现归母净利润 48.3 亿元，同比+39.0%；2024Q4 公司实现营业收入 92.51 亿元，同比+29.3%，环比+8.1%，实现归母净利润 13.4 亿元，同比+0.6%，环比+3.0%，主要系公司于 2024Q4 计提固定资产减值损失约 2 亿元所致；全年来看，公司业绩受益于氧化铝价格上涨表现亮眼。考虑到 2025 年铝元素供应增速进入平台期，铝价维持高位，以及公司目前待出售电解铝合规指标仍处于正常生产状态，我们新增 2027 年业绩预测并调整 2025~2026 年业绩预测，预计公司 2025~2027 年实现归母净利润分别为 51.38、49.19、55.11 亿元（此前预计 2025~2026 年分别为 48.03、50.38 亿元），同比分别变动+6.4%、-4.3%、+12.0%（不考虑出售指标回款），EPS 分别为 0.44、0.42、0.47 元/股，对应 2025 年 3 月 25 日收盘价 PE 分别 8.9、9.3、8.3 倍，公司率先于印尼展开氧化铝项目，且仍有 200 万吨氧化铝产能待释放，成长性显著，维持“买入”评级。

● 公司 2024 年业绩充分受益氧化铝价格上涨，期待印尼氧化铝扩张落地

2024 年公司业绩实现同比 39% 的增长，主要系氧化铝价格大幅上涨所致，2024 年全年子公司印尼宾坦实现净利润 34.72 亿元，同比增长 175%，主要系氧化铝价格大幅上涨所致。此外，公司于印尼再布局 200 万吨氧化铝项目，其中一阶段 100 万吨已于 2024 年年内基本完成土建安装工作，二阶段 100 万吨项目仍处于土建阶段，扩建项目的落地有望增厚公司业绩。

● 2024 年全年分红比例超过 40%，彰显公司对股东回报的决心

2024 年公司累计进行三次分红，合计分配股利 19.76 亿元（含税），累计实现现金分红比例 40.92%，连续分红彰显公司回馈股东的决心。

● 风险提示：（1）铝价、氧化铝价格大幅下跌；（2）项目进展不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	28,844	33,477	35,093	38,235	40,993
YOY(%)	-17.5	16.1	4.8	9.0	7.2
归母净利润(百万元)	3,474	4,830	5,138	4,919	5,511
YOY(%)	-1.2	39.0	6.4	-4.3	12.0
毛利率(%)	20.3	27.2	28.4	24.9	25.6
净利率(%)	12.0	14.4	14.6	12.9	13.4
ROE(%)	7.4	10.6	10.1	8.8	9.0
EPS(摊薄/元)	0.30	0.42	0.44	0.42	0.47
P/E(倍)	13.1	9.4	8.9	9.3	8.3
P/B(倍)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	39926	39683	45535	52733	56464
现金	26388	25662	30426	36233	39156
应收票据及应收账款	4298	5015	4930	5786	5761
其他应收款	770	377	484	449	560
预付账款	807	500	1146	483	1347
存货	6272	6470	7026	8190	8083
其他流动资产	1391	1659	1523	1592	1557
非流动资产	28889	30581	30583	32106	32778
长期投资	672	1556	2116	2873	3533
固定资产	24433	23168	23291	24353	24752
无形资产	2379	2274	2177	2092	2000
其他非流动资产	1405	3582	2999	2788	2493
资产总计	68815	70264	76118	84840	89242
流动负债	14112	13045	12679	15336	13001
短期借款	7533	5514	6523	6019	6271
应付票据及应付账款	3247	3584	3831	4423	4460
其他流动负债	3332	3948	2324	4894	2270
非流动负债	675	994	878	877	818
长期借款	29	200	157	120	79
其他非流动负债	647	794	721	758	739
负债合计	14787	14040	13557	16213	13819
少数股东权益	5684	5907	7106	8253	9538
股本	11709	11614	11614	11614	11614
资本公积	15910	15666	15666	15666	15666
留存收益	20662	23159	26961	30600	34678
归属母公司股东权益	48344	50317	55455	60374	65885
负债和股东权益	68815	70264	76118	84840	89242

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4230	7617	5608	9672	5316
净利润	4003	5956	6337	6066	6796
折旧摊销	2344	2333	1905	2053	2257
财务费用	-100	-343	-94	-206	-319
投资损失	-70	-29	-24	-26	-26
营运资金变动	-1605	-1075	-1990	2347	-2778
其他经营现金流	-342	775	-526	-561	-614
投资活动现金流	1307	-2947	-1938	-3532	-2922
资本支出	2203	2795	1582	2702	2328
长期投资	-294	-817	-560	-757	-659
其他投资现金流	3804	665	204	-73	65
筹资活动现金流	-2588	-4553	1093	-334	530
短期借款	182	-2019	1009	-505	252
长期借款	-162	172	-43	-38	-41
普通股增加	0	-95	0	0	0
资本公积增加	0	-244	0	0	0
其他筹资现金流	-2608	-2367	127	209	318
现金净增加额	3049	131	4764	5807	2923

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	28844	33477	35093	38235	40993
营业成本	22977	24377	25110	28711	30493
营业税金及附加	237	287	351	268	348
营业费用	264	312	324	306	366
管理费用	858	906	1228	1338	1435
研发费用	1273	1389	1755	1721	1845
财务费用	-100	-343	-94	-206	-319
资产减值损失	-66	-208	-149	-200	-205
其他收益	339	308	208	237	273
公允价值变动收益	-0	-13	-4	-6	-8
投资净收益	70	29	24	26	26
资产处置收益	756	13	0	0	0
营业利润	4368	6630	6996	6738	7526
营业外收入	27	60	28	28	31
营业外支出	27	36	28	30	32
利润总额	4368	6654	6996	6737	7525
所得税	366	697	659	670	729
净利润	4003	5956	6337	6066	6796
少数股东损益	529	1126	1198	1147	1285
归属母公司净利润	3474	4830	5138	4919	5511
EBITDA	6379	8564	8456	8201	9053
EPS(元)	0.30	0.42	0.44	0.42	0.47

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-17.5	16.1	4.8	9.0	7.2
营业利润(%)	2.0	51.8	5.5	-3.7	11.7
归属于母公司净利润(%)	-1.2	39.0	6.4	-4.3	12.0
获利能力					
毛利率(%)	20.3	27.2	28.4	24.9	25.6
净利率(%)	12.0	14.4	14.6	12.9	13.4
ROE(%)	7.4	10.6	10.1	8.8	9.0
ROIC(%)	6.5	9.9	9.5	8.2	8.4
偿债能力					
资产负债率(%)	21.5	20.0	17.8	19.1	15.5
净负债比率(%)	-33.6	-34.5	-37.0	-43.0	-42.7
流动比率	2.8	3.0	3.6	3.4	4.3
速动比率	2.3	2.5	2.9	2.9	3.6
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	9.6	9.1	9.4	9.3	9.3
应付账款周转率	7.8	8.5	8.2	8.3	8.2
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.42	0.44	0.42	0.47
每股经营现金流(最新摊薄)	0.36	0.66	0.48	0.83	0.46
每股净资产(最新摊薄)	4.16	4.33	4.77	5.20	5.67
估值比率					
P/E	13.1	9.4	8.9	9.3	8.3
P/B	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.2	3.7	3.5	3.0	2.5

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn