

公司研究

Q4 归母净利润为全年单季最高，全年度累计现金分红比例为 40.92%

——南山铝业（600219.SH）2024 年报点评

要点

事件：公司发布 2024 年年报，公司 2024 年度实现营业收入 334.77 亿元，同比增长 16.06%；2024 年度实现归母净利润 48.30 亿元，同比增长 39.03%。公司 Q4 实现营业收入 92.51 亿元，同比增长 29.31%；Q4 实现归母净利润 13.40 亿元，同比增长 0.59%。

点评：2024 年业绩同比高增主要系产品量价齐升。公司业绩增长主要系印尼氧化铝项目量价齐升，铝产品海外需求逐步恢复，铝锭价格同比上涨。2024 年国内氧化铝均价为 3,994 元/吨左右，较上年同期上涨 38%左右；2024 年海外氧化铝均价为 503 美元/吨左右，较上年同期上涨 46%左右；2024 年国内原铝均价 19917 元/吨左右，较上年同期上涨 7%左右。

2025 年氧化铝价格高位下滑，电解铝中枢价格持续抬升。截至 2025 年 3 月 26 日国内氧化铝价格为 3150 元/吨，较年初下滑 43.8%。根据我们外发报告《氧化铝价格或现拐点，电解铝景气底部抬升——电解铝行业系列报告之二》的测算，2024-2026 年国内电解铝供需格局呈现紧平衡且不断向好趋势，2024-2026 年分别为过剩 49 万吨、过剩 24 万吨以及短缺 35 万吨，电解铝价格中枢有望上移。

行业印尼出海先驱，一体化龙头未来增量可期。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，扩大海外产业版图。作为一体化龙头公司还布局汽车板以及航空板业务，其中汽车板在产产能 20 万吨，积极推进三期 20 万吨产能建设，公司是国产大飞机 C919 项目的航空板主要供应商之一，有望受益于 C919 后续放量。

印尼业务分拆港股上市落地，印尼业务发展可期。2025 年 3 月 25 日，公司成功将所属子公司南山铝业国际控股有限公司分拆至香港联交所主板上市。印尼本土有丰富的铝土矿和煤炭资源，并采用低温拜耳法生产优质冶金级氧化铝。

全年度公司累计现金分红比例为 40.92%。根据公司公告，2024 年度公司拟再向全体股东每 10 股派发现金红利 0.90 元（含税），叠加前三个季度分红，本年度内公司累计现金分红比例为 40.92%。根据公司未来三年股东分红回报规划，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%（年内多次分红的，进行累计计算）。

盈利预测、估值与评级：考虑电解铝价格中枢抬升，我们上调对公司业绩预测，预计 2025 年/2026 年归母净利润分别为 54.4 亿元/56.6 亿元（上调幅度 6.7%/2.1%），新增 2027 年归母净利润预测为 60.6 亿元，对应当前股价的 PE 估值分别为 8/8/7X，维持“增持”评级。

风险提示：铝加工下游需求不及预期风险；铝价及氧化铝价格大幅波动风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	28,844	33,477	37,350	41,147	42,900
营业收入增长率	-17.47%	16.06%	11.57%	10.17%	4.26%
净利润（百万元）	3,474	4,830	5,444	5,656	6,064
净利润增长率	-1.18%	39.03%	12.71%	3.90%	7.21%
EPS（元）	0.30	0.42	0.47	0.49	0.52
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.19%	9.60%	9.95%	9.53%	9.43%
P/E	13	9	8	8	7
P/B	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-03-26

增持（维持）

当前价：3.83 元

作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

021-52523811

wangzhh@ebcn.com

分析师：马俊

执业证书编号：S0930523070008

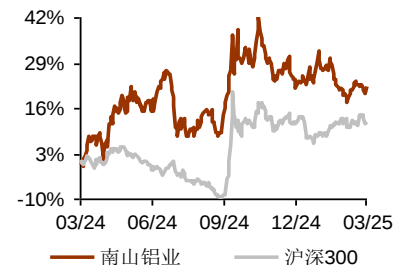
021-52523809

majun@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)	116.14
总市值(亿元):	444.80
一年最低/最高(元):	3.10/4.72
近 3 月换手率:	58.71%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.81	0.17	10.45
绝对	0.79	-1.54	21.05

资料来源：Wind

表 1：公司单季度主要财务指标

单位：亿元	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4
主营业务收入	88.57	90.54	86.18	84.24	68.34	76.66	71.89	71.54	72.24	84.43	85.59	92.51
同比增长率	94.03%	77.07%	63%	61%	-23%	-15%	-17%	-15%	6%	10%	19%	29%
毛利	17.97	19.51	16.10	19.49	13.10	14.77	16.55	14.25	16.06	23.47	21.86	29.62
毛利率	20.29%	21.55%	18.68%	23.13%	19.16%	19.26%	23.02%	19.92%	22.23%	27.80%	25.54%	32.02%
销售费用	0.75	0.81	0.63	0.71	0.36	0.82	0.70	0.76	0.63	0.62	0.45	1.43
财务费用	0.43	-1.36	-2.20	0.90	0.51	-1.34	-0.16	-0.01	-0.23	-0.36	-0.02	-2.83
管理费用	2.35	2.02	1.98	3.23	2.38	1.97	2.30	1.92	1.96	2.22	1.97	2.90
研发费用	4.43	3.95	3.84	2.63	3.42	2.85	2.85	3.62	3.31	3.92	3.32	3.35
期间费用率	9.00%	5.99%	4.94%	8.87%	9.76%	5.62%	7.92%	8.79%	7.85%	7.59%	6.68%	5.24%
税前利润	8.66	13.41	11.76	8.72	5.88	10.02	10.28	17.50	10.72	16.94	16.70	22.18
归属母公司净利润	7.22	11.04	10.23	6.67	5.19	7.94	8.29	13.32	8.51	13.38	13.01	13.40
净利率	8.15%	12.19%	11.87%	7.92%	7.59%	10.36%	11.53%	18.62%	11.78%	15.84%	15.20%	14.48%
同比增长率	143%	111%	78%	1497%	-28%	-28%	-19%	100%	64%	68%	57%	1%
扣非净利润	7.36	10.63	10.02	10.24	5.10	7.69	7.97	6.39	8.31	13.26	12.52	14.99
期末净资产	482	486	501	500	508	518	525	540	533	545	559	562
年化 ROE	5.99%	9.08%	8.17%	5.33%	4.09%	6.13%	6.32%	9.86%	6.39%	9.81%	9.31%	9.53%
存货/销售收入	17.82%	18.65%	19.13%	19.10%	23.23%	20.50%	19.19%	21.92%	21.27%	18.77%	18.37%	17.48%
带息负债	85.1	89.4	82.3	75.5	79.1	84.5	93.9	76.8	67.6	66.0	51.6	57.4
货币资金	188.9	201.1	205.3	208.7	212.9	226.0	269.1	263.9	263.9	250.6	245.7	256.6
资产负债率	25.39%	26.64%	24.85%	22.72%	22.09%	22.43%	25.08%	21.49%	22.16%	19.62%	18.92%	19.98%
存货金额	63.1	67.5	65.9	64.4	63.5	62.9	55.2	62.7	61.5	63.4	62.9	64.7
自由现金流	7.1	15.0	13.5	15.2	1.6	4.7	10.5	3.4	8.3	10.7	13.5	15.8
最新总股本 (亿股)	116.14	116.14	116.14	116.14	116.14	116.14	116.14	116.14	116.14	116.14	116.14	116.14
摊薄 EPS(元/股)	0.062	0.095	0.088	0.057	0.045	0.068	0.071	0.115	0.073	0.115	0.112	0.115

资料来源：Wind，光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	28,844	33,477	37,350	41,147	42,900
营业成本	22,977	24,377	28,422	31,227	32,490
折旧和摊销	2,258	2,311	3,023	3,091	3,156
税金及附加	237	287	299	329	343
销售费用	264	312	299	329	343
管理费用	858	906	1,046	1,152	1,201
研发费用	1,273	1,389	1,606	1,769	1,845
财务费用	-100	-343	-43	-156	-296
投资收益	70	29	100	100	100
营业利润	4,368	6,630	6,407	6,692	7,189
利润总额	4,368	6,654	6,407	6,692	7,189
所得税	366	697	513	535	575
净利润	4,003	5,956	5,894	6,156	6,614
少数股东损益	529	1,126	450	500	550
归属母公司净利润	3,474	4,830	5,444	5,656	6,064
EPS(元)	0.30	0.42	0.47	0.49	0.52

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4,230	7,617	7,962	8,371	9,094
净利润	3,474	4,830	5,444	5,656	6,064
折旧摊销	2,258	2,311	3,023	3,091	3,156
净营运资金增加	-4,593	3,654	3,710	4,038	1,858
其他	3,091	-3,178	-4,215	-4,415	-1,985
投资活动产生现金流	1,307	-2,947	-1,232	-1,025	-1,000
净资本支出	262	-2,692	-1,250	-1,050	-1,050
长期投资变化	672	1,556	0	0	0
其他资产变化	373	-1,811	18	25	50
融资活动现金流	-2,588	-4,553	1,223	-3,929	-4,776
股本变化	0	-95	0	0	0
债务净变化	111	-1,947	2,225	-3,050	-3,991
无息负债变化	-32	1,200	-785	593	271
净现金流	3,049	131	7,953	3,417	3,318

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	20.3%	27.2%	23.9%	24.1%	24.3%
EBITDA 率	20.7%	27.0%	22.6%	23.2%	23.2%
EBIT 率	12.6%	20.1%	14.5%	15.7%	15.9%
税前净利润率	15.1%	19.9%	17.2%	16.3%	16.8%
归母净利润率	12.0%	14.4%	14.6%	13.7%	14.1%
ROA	5.8%	8.5%	7.7%	7.8%	8.2%
ROE (摊薄)	7.2%	9.6%	9.9%	9.5%	9.4%
经营性 ROIC	5.5%	9.3%	7.4%	8.6%	9.1%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	21%	20%	20%	16%	11%
流动比率	2.83	3.04	3.26	4.38	7.03
速动比率	2.38	2.55	2.80	3.77	6.08
归母权益/有息债务	6.31	8.80	6.89	12.13	71.47
有形资产/有息债务	8.63	11.83	9.30	15.65	87.07

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	68,815	70,264	76,552	79,216	81,030
货币资金	26,388	25,662	33,615	37,032	40,350
交易性金融资产	0	0	10	10	10
应收账款	3,229	4,104	2,973	3,276	3,415
应收票据	1,069	911	1,531	1,687	1,759
其他应收款 (合计)	770	377	224	247	257
存货	6,272	6,470	6,651	7,307	7,603
其他流动资产	1,030	1,361	1,380	1,399	1,408
流动资产合计	39,926	39,683	47,321	51,952	55,822
其他权益工具	17	5	5	5	5
长期股权投资	672	1,556	1,556	1,556	1,556
固定资产	24,433	23,168	21,662	19,627	17,503
在建工程	683	2,525	2,524	2,418	2,338
无形资产	2,379	2,274	2,273	2,277	2,281
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	395	641	645	645	645
非流动资产合计	28,889	30,581	29,231	27,265	25,209
总负债	14,787	14,040	15,479	13,021	9,301
短期借款	7,533	5,514	7,441	4,191	0
应付账款	2,736	3,007	2,842	3,123	3,249
应付票据	511	577	853	937	975
预收账款	1,252	1,252	1,121	1,234	1,287
其他流动负债	502	381	385	388	390
流动负债合计	14,112	13,045	14,513	11,855	7,935
长期借款	29	200	400	600	800
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	566	564	564	564	564
非流动负债合计	675	994	966	1,166	1,366
股东权益	54,028	56,224	61,073	66,195	71,729
股本	11,709	11,614	11,614	11,614	11,614
公积金	17,943	17,909	18,454	19,019	19,626
未分配利润	18,629	20,916	24,770	28,827	33,204
归属母公司权益	48,344	50,317	54,716	59,338	64,322
少数股东权益	5,684	5,907	6,357	6,857	7,407

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.92%	0.93%	0.80%	0.80%	0.80%
管理费用率	2.97%	2.71%	2.80%	2.80%	2.80%
财务费用率	-0.35%	-1.03%	-0.12%	-0.38%	-0.69%
研发费用率	4.41%	4.15%	4.30%	4.30%	4.30%
所得税率	8%	10%	8%	8%	8%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.12	0.09	0.09	0.09	0.10
每股经营现金流	0.36	0.66	0.69	0.72	0.78
每股净资产	4.13	4.33	4.71	5.11	5.54
每股销售收入	2.46	2.88	3.22	3.54	3.69

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	13	9	8	8	7
PB	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	10.6	7.2	7.5	6.4	5.7
股息率	3.1%	2.3%	2.3%	2.4%	2.6%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP