

# 南山铝业 (600219.SH)

## 2024年归母净利润同增39%，印尼业务稳步推进

优于大市

### 核心观点

**公司2024年归母净利润同比增加39%。**公司2024年实现营收334.77亿元，同比+16.06%；实现归母净利润48.30亿元，同比+39.03%；实现扣非归母净利润49.08亿元，同比+80.77%。其中单四季度实现营收92.51亿元，同比+29.31%，环比+8.09%；实现归母净利润13.40亿元，同比+0.59%，环比+2.96%；实现扣非归母净利润14.99亿元，同比+134.50%，环比+19.70%。此外，公司计划按每10股0.9元（含税）向股东派发现金红利，派息总额约为19.76亿元（含税），占公司2024年归母净利润的40.92%。

**2024年氧化铝迎来量价齐升。**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，2024年长江有色金属市场A00铝含税均价为1.99万元/吨，同比提升6.5%；山东氧化铝含税均价为4,035.70元/吨，同比提升39.03%；澳洲氧化铝FOB均价为500.22美元/吨，同比增长45.81%；2024年为公司印尼氧化铝完全达产的第一个完整年，2023年产量为190万吨左右，2024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，公司毛利率为27.18%，同比提升6.84pct；净利率为17.79%，同比提升3.91pct。销售/管理/研发/财务费用率分别为0.93%/2.71%/4.15%/-1.03%，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年末为19.98%，较2023年末下降1.51pct。

**加强上游布局，2025年计划再投100万吨印尼氧化铝。**在国内，公司2023年淘汰了13.6万吨高耗能的电解铝产能，获得资产处置收益7亿元左右，目前具备电解铝产能68万吨。在海外，公司自2017年开始规划印尼宾坦工业园氧化铝项目，成本和税收优势显著，目前已达产200万吨，并于2024H1开始新建200万吨氧化铝产能；据南山铝业国际招股书，预计新建设的氧化铝产能有望于2025H2先投产其中的一期100万吨，二期100万吨有望于2026H2投产，即2027年公司印尼400万吨氧化铝有望实现满产。

**风险提示：**电解铝需求不及预期、氧化铝价格大幅下跌、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2025-2027年营业收入317.07/349.53/382.28亿元，同比增速-5.29%/+10.24%/+9.37%；归母净利润51.49/51.00/54.33亿元，同比增速+6.61%/-0.95%/+6.52%；摊薄EPS为0.44/0.44/0.47元，当前股价对应PE为8.8/8.9/8.3x。考虑到公司在印尼的氧化铝产能仍在扩张，且盈利能力优于国内，维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	28,844	33,477	31,707	34,953	38,228
(+/-%)	-17.5%	16.1%	-5.3%	10.2%	9.4%
归母净利润(百万元)	3474	4830	5149	5100	5433
(+/-%)	-1.2%	39.0%	6.6%	-1.0%	6.5%
每股收益(元)	0.30	0.42	0.44	0.44	0.47
EBIT Margin	11.2%	18.5%	22.2%	17.6%	19.8%
净资产收益率(ROE)	7.2%	9.6%	9.5%	8.9%	8.9%
市盈率(PE)	13.1	9.4	8.8	8.9	8.3
EV/EBITDA	11.0	7.0	6.1	6.6	5.7
市净率(PB)	0.94	0.90	0.84	0.79	0.74

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	3.89元
总市值/流通市值	45177/45177百万元
52周最高价/最低价	4.81/3.24元
近3个月日均成交额	470.51百万元

#### 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

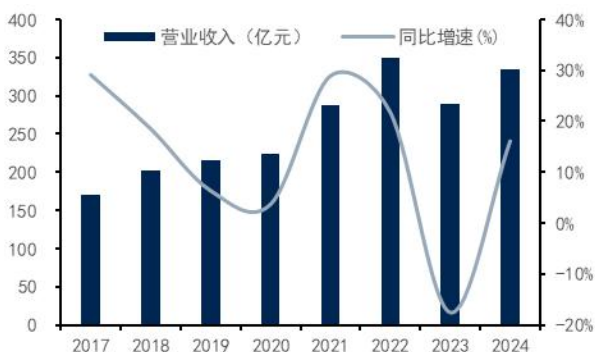
《南山铝业(600219.SH) - 上半年归母净利润同增67%，印尼氧化铝项目量价齐增》——2024-08-27

《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 2024 年归母净利润同比增加 39%。公司 2024 年实现营收 334.77 亿元，同比 +16.06%；实现归母净利润 48.30 亿元，同比 +39.03%；实现扣非归母净利润 49.08 亿元，同比 +80.77%。其中单四季度实现营收 92.51 亿元，同比 +29.31%，环比 +8.09%；实现归母净利润 13.40 亿元，同比 +0.59%，环比 +2.96%；实现扣非归母净利润 14.99 亿元，同比 +134.50%，环比 +19.70%。此外，公司计划按每 10 股 0.9 元（含税）向股东派发现金红利，派息总额约为 19.76 亿元（含税），占公司 2024 年归母净利润的 40.92%。

2024 年氧化铝迎来量价齐升。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，2024 年长江有色市场 A00 铝含税均价为 1.99 万元/吨，同比提升 6.5%；山东氧化铝含税均价为 4,035.70 元/吨，同比提升 39.03%；澳洲氧化铝 FOB 均价为 500.22 美元/吨，同比增长 45.81%；2024 年为公司印尼氧化铝完全达产的第一个完整年，2023 年产量为 190 万吨左右，2024 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、%）



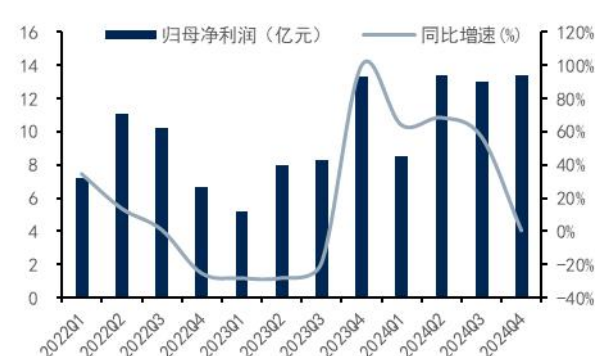
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

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、%）

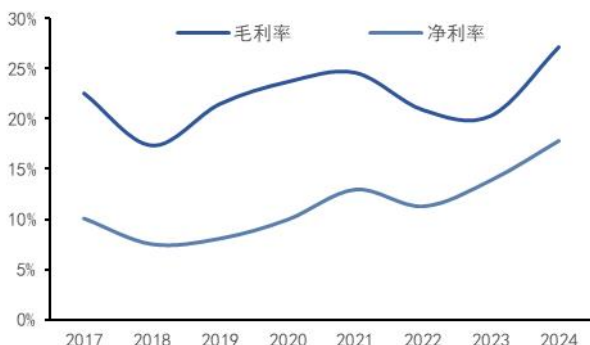


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

期间费用率保持稳定，资产负债率稳步下降。2024 年，公司毛利率为 27.18%，同比提升 6.84pct；净利率为 17.79%，同比提升 3.91pct。销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.93%/2.71%/4.15%/-1.03%，相较于 2023 年基本保持稳定。同时，

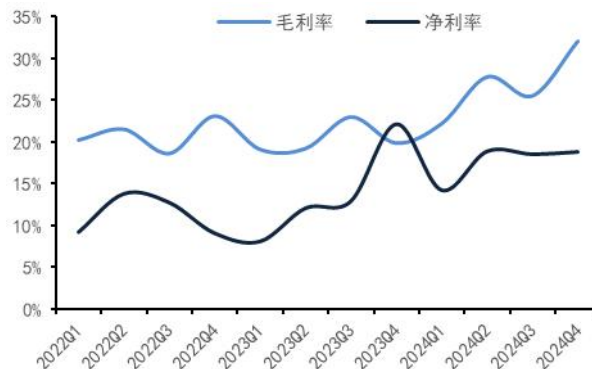
公司的资产负债率持续优化,截至 2024 年末为 19.98%,较 2023 年末下降 1.51pct。

图5: 南山铝业毛利率、净利率变化情况 (%)



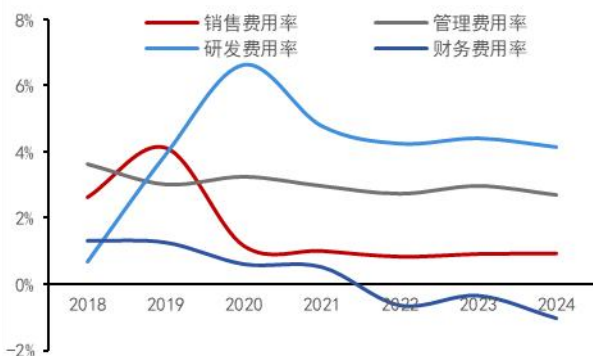
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

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, 2025 年计划再投 100 万吨印尼氧化铝。**在国内, 公司 2023 年淘汰了 13.6 万吨高耗能的电解铝产能, 获得资产处置收益 7 亿元左右, 目前具备电解铝产能 68 万吨, 后续或继续淘汰 20 万吨高耗能产能。在海外, 公司自 2017 年开始规划印尼宾坦工业园氧化铝项目, 成本和税收优势显著, 目前已达产 200 万吨, 并于 2024H1 开始新建 200 万吨氧化铝产能; 据南山铝业国际招股书, 预计新建设的氧化铝产能有望于 2025H2 先投产其中的一期 100 万吨, 二期 100 万吨有望于 2026H2 投产, 即 2027 年公司印尼 400 万吨氧化铝有望实现满产; 此外, 印尼 25 万吨电解铝和 26 万吨炭素项目正在推进建设。

表1：公司各类产品产量（单位：万吨）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
氧化铝粉	174.01	175.04	176.66	177.48	227.22	294.16	352.19	376.69
电解铝	83.29	83.28	82.82	83.66	84.45	82.36	67.71	67.82
合金锭	119.24	128.88	127.10	127.51	133.65	129.95	110.78	121.89
铝型材	18.24	20.57	21.28	18.63	19.50	19.95	21.45	17.25
热轧卷/板	85.10	92.82	98.70	101.13	109.48	103.10	87.36	101.85
冷轧卷/板	55.90	58.45	69.10	69.44	82.56	84.20	71.40	83.97
铝箔	5.18	5.53	5.33	5.42	4.92	6.05	5.35	5.98
其他	0.14	0.14	0.17	0.12	0.21	0.32	0.15	-

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。**预计公司 2025-2027 年营业收入 317.07/349.53/382.28 亿元，同比增速-5.29%/+10.24%/+9.37%；归母净利润 51.49/51.00/54.33 亿元，同比增速+6.61%/-0.95%/+6.52%；摊薄 EPS 为 0.44/0.44/0.47 元，当前股价对应 PE 为 8.8/8.9/8.3x。考虑到公司在印尼的氧化铝产能仍在扩张，且盈利能力优于国内，维持“优于大市”评级。

# 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	26388	25662	29492	33699	38640	营业收入	28844	33477	31707	34953	38228
应收款项	5068	5391	5646	6225	6808	营业成本	22977	24377	21849	25672	27247
存货净额	6272	6470	5920	7015	7453	营业税金及附加	237	287	272	300	328
其他流动资产	2176	2159	2378	2622	2867	销售费用	264	312	296	326	357
<b>流动资产合计</b>	<b>39926</b>	<b>39683</b>	<b>43436</b>	<b>49561</b>	<b>55768</b>	管理费用	858	906	949	1036	1125
固定资产	25116	25693	25182	24473	23616	研发费用	1273	1389	1316	1451	1586
无形资产及其他	2379	2274	2183	2092	2001	财务费用	(100)	(343)	(89)	(101)	(114)
投资性房地产	722	1058	1058	1058	1058	投资收益	70	29	70	70	70
长期股权投资	672	1556	1636	1716	1796	资产减值及公允价值变动	(67)	(221)	(221)	(221)	(221)
<b>资产总计</b>	<b>68815</b>	<b>70264</b>	<b>73495</b>	<b>78900</b>	<b>84239</b>	其他收入	(243)	(1117)	(1363)	(610)	(1459)
短期借款及交易性金融负债	7636	5517	7000	7000	7000	营业利润	4368	6630	6917	6959	7676
应付款项	3247	3584	2691	3189	3388	营业外净收支	1	24	0	0	0
其他流动负债	3229	3945	2080	2455	2612	<b>利润总额</b>	<b>4368</b>	<b>6654</b>	<b>6917</b>	<b>6959</b>	<b>7676</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>14112</b>	<b>13045</b>	<b>11771</b>	<b>12644</b>	<b>13000</b>	所得税费用	366	697	692	696	768
长期借款及应付债券	28	200	200	200	200	少数股东损益	529	1126	1076	1163	1475
其他长期负债	647	794	942	1089	1237	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3474</b>	<b>4830</b>	<b>5149</b>	<b>5100</b>	<b>5433</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>675</b>	<b>994</b>	<b>1142</b>	<b>1289</b>	<b>1437</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>14787</b>	<b>14040</b>	<b>12912</b>	<b>13933</b>	<b>14437</b>	净利润	3474	4830	5149	5100	5433
少数股东权益	5684	5907	6661	7475	8507	资产减值准备	(382)	141	13	(6)	(8)
股东权益	48344	50317	53922	57492	61295	折旧摊销	2258	2311	2568	2784	2934
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>68815</b>	<b>70264</b>	<b>73495</b>	<b>78900</b>	<b>84239</b>	公允价值变动损失	67	221	221	221	221
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(100)	(343)	(89)	(101)	(114)
每股收益	0.30	0.42	0.44	0.44	0.47	营运资本变动	(1009)	501	(2521)	(902)	(770)
每股红利	0.07	0.24	0.13	0.13	0.14	其它	782	332	740	820	1040
每股净资产	4.13	4.33	4.64	4.95	5.28	<b>经营活动现金流</b>	<b>5191</b>	<b>8336</b>	<b>6171</b>	<b>8018</b>	<b>8850</b>
ROIC	5.38%	9.79%	11%	9%	11%	资本开支	0	(2721)	(2200)	(2200)	(2200)
ROE	7.19%	9.60%	10%	9%	9%	其它投资现金流	(22)	22	0	0	0
毛利率	20%	27%	31%	27%	29%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(127)</b>	<b>(3583)</b>	<b>(2280)</b>	<b>(2280)</b>	<b>(2280)</b>
EBIT Margin	11%	19%	22%	18%	20%	权益性融资	100	0	0	0	0
EBITDA Margin	19%	25%	30%	26%	28%	负债净变化	(162)	172	0	0	0
收入增长	-17%	16%	-5%	10%	9%	支付股利、利息	(841)	(2801)	(1545)	(1530)	(1630)
净利润增长率	-1%	39%	7%	-1%	7%	其它融资现金流	2356	(220)	1483	0	0
资产负债率	30%	28%	27%	27%	27%	<b>融资活动现金流</b>	<b>451</b>	<b>(5479)</b>	<b>(62)</b>	<b>(1530)</b>	<b>(1630)</b>
股息率	1.9%	6.2%	3.4%	3.4%	3.6%	<b>现金净变动</b>	<b>5514</b>	<b>(726)</b>	<b>3829</b>	<b>4208</b>	<b>4941</b>
P/E	13.1	9.4	8.8	8.9	8.3	货币资金的期初余额	20875	26388	25662	29492	33699
P/B	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7	货币资金的期末余额	26388	25662	29492	33699	38640
EV/EBITDA	11.0	7.0	6.1	6.6	5.7	企业自由现金流	0	5647	4171	5234	6790
						权益自由现金流	0	5599	6012	5652	7311

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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