

氧化铝价格下跌拖累业绩，印尼项目稳步推进

2025 年 08 月 31 日

► **事件：公司发布 2025 年半年报。**1) **业绩：**25H1 公司实现营收 172.7 亿元，同比+10.3%，归母净利 26.3 亿元，同比+20.0%，扣非归母净利 26.1 亿元，同比+21.0%；**单季度看，**25Q2 营收 82.9 亿元，同比-1.8%，环比-7.7%，归母净利 9.2 亿元，同比-31.1%，环比-45.9%；扣非归母净利 9.2 亿元，同比-31.0%，环比-46.0%。Q2 业绩环比下滑预计主要由于氧化铝价格下跌；2) **分红：**25H1 拟每 10 股派发现金红利 0.4 元（含税），现金分红 4.6 亿元，分红率 17.7%。

► **氧化铝价格下跌，拖累 Q2 业绩。**1) **量：**公司目前电解铝产能 68 万吨，氧化铝产能 340 万吨，其中国内 140 万吨，印尼 200 万吨。25H1 预计电解铝产线基本满产，产量约 34 万吨；2) **价：**25H1 铝价 20321 元/吨，同比+2.7%，山东氧化铝价格 3416 元/吨，同比-0.4%，预焙阳极均价 5329 元/吨，同比+18.4%，其中 25Q2 铝价 20201 元/吨，环比-1.2%，山东氧化铝价格 3032 元/吨，环比-20.2%，预焙阳极均价 5627 元/吨，环比+11.9%；3) **利：**25H1 公司毛利率 28.5%，同比+3.3pct，净利率 19.2%，同比+2.4pct，其中 25Q2 毛利率 23.7%，环比-9.2pct，净利率 13.5%，环比-11.0pct，预计主要由于氧化铝价格下跌。

► **项目进展：**印尼 200 万吨氧化铝项目中一期 100 万吨产能 25H1 已投产，25H2 释放产量，二期 100 万吨产能建设如期推进；印尼 25 万吨电解铝、26 万吨碳素产能同步建设中；同时为配套印尼氧化铝项目，公司规划在印尼建设年产 20 万吨烧碱及 16.5 万吨环氧氯丙烷项目，目前项目在积极推进中。

► **核心看点：**1) **印尼布局 25 万吨电解铝，加码 200 万吨氧化铝，上游成长空间打开。**公司计划投资 60.6 亿元在印尼建设 25 万吨电解铝和 26 万吨碳素，此外公司 2024 年 4 月公告在印尼投资 63.3 亿元，分两期建设 200 万吨氧化铝产能，一期 200 万吨产能已有产，期待未来印尼业务成长。2) **印尼业务顺利分拆至香港联交所主板上市。**2025 年 3 月 25 日，南山铝业国际成功在香港联交所主板上市，通过分拆上市，将借助中国香港资本市场融资登陆国际资本市场，有助于公司进一步深耕印尼业务。3) **新能源车市场高速增长，汽车板需求空间大。**汽车能耗要求越来越严格，轻量化将加快，汽车板需求潜力大，行业竞争格局好，而公司是汽车板龙头，三期 20 万吨产能已实现部分投产，未来将充分受益。

► **投资建议：**公司印尼氧化铝持续放量，汽车板、航空板需求空间较大，我们预计公司 2025-2027 年将实现归母净利 49.3 亿元、52.0 亿元、56.8 亿元，对应现价的 PE 为 10x、9x 和 8x，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**汽车板需求不及预期，氧化铝价格下跌，煤价大幅上涨。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	33,477	34,415	39,692	42,302
增长率 (%)	16.1	2.8	15.3	6.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	4,830	4,925	5,197	5,679
增长率 (%)	39.0	2.0	5.5	9.3
每股收益 (元)	0.42	0.42	0.45	0.49
PE	10	10	9	8
PB	0.9	0.9	0.8	0.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

4.06 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@glms.com.cn

分析师 南雪源

执业证书：S0100525080002

邮箱：nanxueyuan@glms.com.cn

相关研究

- 1.南山铝业 (600219.SH) 2024 年年报点评：南山铝业国际港股上市，期待印尼业务成长-2025/03/25
- 2.南山铝业 (600219.SH) 2024 年三季报点评：氧化铝利润丰厚，印尼业务未来可期-2024/10/29
- 3.南山铝业 (600219.SH) 2024 年半年报点评：氧化铝盈利丰厚，期待印尼业务成长-2024/08/21
- 4.南山铝业 (600219.SH) 2024 年一季报点评：Q1 业绩超预期，期待印尼业务成长-2024/04/30

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	33,477	34,415	39,692	42,302
营业成本	24,377	25,582	30,387	32,464
营业税金及附加	287	293	327	338
销售费用	312	321	345	338
管理费用	906	929	992	931
研发费用	1,389	1,445	1,588	1,607
EBIT	6,462	5,845	6,052	6,623
财务费用	-343	-188	-219	-241
资产减值损失	-208	-40	-30	-20
投资收益	29	34	40	42
营业利润	6,630	6,854	7,154	7,733
营业外收支	24	20	20	20
利润总额	6,654	6,874	7,174	7,753
所得税	697	756	717	698
净利润	5,956	6,117	6,456	7,055
归属于母公司净利润	4,830	4,925	5,197	5,679
EBITDA	8,797	8,340	8,620	9,269

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	25,662	27,424	27,894	29,731
应收账款及票据	5,015	4,899	5,546	5,911
预付款项	500	767	912	923
存货	6,470	6,658	8,025	8,540
其他流动资产	2,036	2,114	2,480	2,604
流动资产合计	39,683	41,863	44,857	47,708
长期股权投资	1,556	2,045	2,601	3,190
固定资产	23,168	22,895	23,263	23,833
无形资产	2,274	2,261	2,256	2,265
非流动资产合计	30,581	32,124	33,986	35,811
资产合计	70,264	73,987	78,843	83,519
短期借款	5,514	5,306	4,956	4,727
应付账款及票据	3,584	3,785	4,453	4,775
其他流动负债	3,948	3,863	4,479	4,785
流动负债合计	13,045	12,954	13,889	14,287
长期借款	200	200	200	200
其他长期负债	794	794	794	794
非流动负债合计	994	994	994	994
负债合计	14,040	13,948	14,883	15,282
股本	11,614	11,614	11,614	11,614
少数股东权益	5,907	7,100	8,359	9,735
股东权益合计	56,224	60,039	63,960	68,238
负债和股东权益合计	70,264	73,987	78,843	83,519

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	16.06	2.80	15.33	6.58
EBIT 增长率	84.49	-9.55	3.54	9.43
净利润增长率	39.03	1.96	5.54	9.27
盈利能力 (%)				
毛利率	27.18	25.67	23.44	23.26
净利率	17.79	17.78	16.27	16.68
总资产收益率 ROA	6.87	6.66	6.59	6.80
净资产收益率 ROE	9.60	9.30	9.35	9.71
偿债能力				
流动比率	3.04	3.23	3.23	3.34
速动比率	2.49	2.64	2.57	2.66
现金比率	1.97	2.12	2.01	2.08
资产负债率 (%)	19.98	18.85	18.88	18.30
经营效率				
应收账款周转天数	44.75	40.00	38.00	38.00
存货周转天数	96.88	95.00	96.40	96.01
总资产周转率	0.48	0.47	0.50	0.51
每股指标 (元)				
每股收益	0.42	0.42	0.45	0.49
每股净资产	4.33	4.56	4.79	5.04
每股经营现金流	0.66	0.68	0.64	0.77
每股股利	0.17	0.20	0.22	0.24
估值分析				
PE	10	10	9	8
PB	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	3.09	3.03	2.83	2.41
股息收益率 (%)	4.19	4.93	5.42	5.91

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	5,956	6,117	6,456	7,055
折旧和摊销	2,335	2,495	2,569	2,646
营运资金变动	-1,062	-267	-1,206	-351
经营活动现金流	7,617	7,952	7,397	8,954
资本开支	-2,692	-3,003	-3,308	-3,365
投资	-256	-523	-591	-623
投资活动现金流	-2,947	-3,488	-3,859	-3,946
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-1,947	-208	-349	-229
筹资活动现金流	-4,553	-2,702	-3,068	-3,171
现金净流量	131	1,762	470	1,837

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048