

有色金属

2025年12月31日

南山铝业

(600219)

——稀缺电解铝成长标的，分红+回购彰显信心

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

市场数据:	2025年12月31日
收盘价(元)	5.38
一年内最高/最低(元)	5.45/3.18
市净率	1.2
股息率%(分红/股价)	7.22
流通A股市值(百万元)	61,782
上证指数/深证成指	3,968.84/13,525.02

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2025年09月30日
每股净资产(元)	4.48
资产负债率%	17.56
总股本/流通A股(百万)	11,484/11,484
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

证券分析师

郭中伟 A0230524120004
guozw@swsresearch.com
马焰明 A0230523090003
maym@swsresearch.com
陈松涛 A0230523090002
chenst@swsresearch.com

研究支持

郭中耀 A0230124070003
guozy@swsresearch.com

联系人

郭中耀 A0230124070003
guozy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点:

- 公司积极布局铝深加工领域，具备“电力-氧化铝-电解铝-高端制造-再生铝”铝深加工一体化产业链。截至2025年底，公司拥有氧化铝产能540万吨，电解铝在产产能68万吨，其中20万吨指标为待售资产尚未关停，型材产能32万吨（2025年8月公告拟停产12万吨）、铝板带箔产能189.1万吨（热轧+冷轧+铝箔），再生铝产能10万吨。公司拥有国家级铝合金压力加工工程技术研究中心、国家认定企业技术中心、航空铝合金材料检测中心，为国内唯一一家同时为中商飞、空客和波音供货的航空铝挤压材供应商。
- 印尼氧化铝项目扩产落地，有望提供业绩增量。公司拥有氧化铝产能540万吨，其中国内140万吨，印尼400万吨。随着宾坦产业园200万吨新氧化铝项目一期、二期顺利投产，截至2025年12月底，公司印尼氧化铝产能提升至400万吨，依托印尼丰富的铝土矿及煤炭资源，公司成本优势显著。
- 海外规划建设25万吨电解铝项目，绘制海外第二增长曲线。公司于2023年4月公告，拟于印尼宾坦工业园投资建设25万吨电解铝、26万吨炭素项目，并配套建设码头、水库和渣场等公辅设施，建设主体为PT. Bintan Electrolytic Aluminium (BEA)，投资金额约为60.63亿元人民币。公司国内拥有电解铝产能68万吨，其中20万吨指标尚未达到关停处置状态。
- 公司注重股东回报，分红、回购双轮驱动。公司近年分红比例持续保持在较高水平，2020-2023年现金分红总额稳步提升，近两年分红比例和股息率都有大幅提升。公司承诺2024-2026年现金分红比例不低于当年可分配利润的40%。回购方面，公司于2025年12月22日发布公告，计划以集中竞价交易方式回购股份，回购金额不低于3亿元且不超过6亿元，占总股本的0.35%至0.69%，用于注销并减少公司注册资本。
- 首次覆盖，给予“增持”评级。考虑公司印尼氧化铝扩张提供增量，印尼氧化铝生产成本优势突出，预计有望贡献业绩增量。国内电解铝产能逼近天花板，全球供给增速放缓，预计26年铝价上行，公司具备68万吨电解铝产能，业绩弹性较大，且在印尼布局电解铝产能，为国内稀缺电解铝成长标的，有望提供海外第二成长曲线。预计25/26/27年归母净利润为50.0/54.6/58.4亿元，对应PE为12/11/10x，参考A股可比公司平均估值水平，给予南山铝业26年13倍PE，对应上涨空间15%，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示：电解铝下游需求不及预期；原材料成本大幅波动；海外电解铝投产超预期

财务数据及盈利预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	28,844	33,477	37,332	40,702	42,914
同比增长率(%)	-17.5	16.1	11.5	9.0	5.4
归母净利润(百万元)	3,474	4,830	5,000	5,457	5,836
同比增长率(%)	-1.2	39.0	3.5	9.1	6.9
每股收益(元/股)	0.30	0.42	0.44	0.48	0.51
毛利率(%)	20.3	27.2	25.1	24.5	25.1
ROE(%)	7.2	9.6	9.4	10.1	10.3
市盈率	17.6	12.6	12.2	11.2	10.4

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

投资案件

投资评级与估值

首次覆盖，给予“增持”评级。考虑公司印尼氧化铝扩张提供量增，印尼氧化铝生产成本优势突出，预计有望贡献业绩增量。国内电解铝产能逼近天花板，全球供给增速放缓，预计 26 年铝价上行，公司具备 68 万吨电解铝产能，业绩弹性较大，且在印尼布局电解铝产能，为国内稀缺电解铝成长标的，有望提供海外第二成长曲线。预计 25/26/27 年归母净利润为 50.0/54.6/58.4 亿元，对应 PE 为 12/11/10x，参考 A 股可比公司平均估值水平，给予南山铝业 26 年 13 倍 PE，对应上涨空间 15%，首次覆盖给予“增持”评级。

关键假设点

氧化铝：随着印尼新增产能投产，公司未来氧化铝产销量有望提升，预计 25-26 年对外销量 276/436/456 万吨，单吨售价不含税 2920/2396/2396 元/吨，毛利率 33%/23%/23%。

铝型材：预计 25-27 年对外销量 16/16/16 万吨，单吨毛利 4607/5084/5249 元/吨。公司自产电解铝及再生铝主要用于自身下游精深加工，因此铝型材单吨盈利假设中包含部分公司自产电解铝及再生铝利润。

铝板带箔：随着汽车板新增产能投产及高端产品结构优化，预计 25-27 年对外销量 94/96/100 万吨，单吨毛利 6107/6834/7249 元/吨。公司自产电解铝及再生铝主要用于自身下游精深加工，因此铝板带箔单吨盈利假设中包含部分公司自产电解铝及再生铝利润。

合金锭、电力、天然气及其他：我们对这部分进行中性预测。

有别于大众的认识

市场认为 2026 年海外电解铝产能投放或加速，叠加传统需求预期较差，电解铝价格有下跌风险。我们认为国内电解铝产能将于 2026 年达峰，海外产能虽然进入扩张周期，但受投放节奏及电力供应扰动影响，2026 年全球电解铝产量增量或低于市场预期，此外新能源汽车及电力等新领域需求增量仍将有效弥补传统需求拖累，供需格局持续向好，电解铝行业景气度有望持续上行。

股价表现的催化剂

电解铝价格上涨；氧化铝价格下跌；高成本产能减产超预期。

核心假设风险

电解铝下游需求不及预期；原材料成本大幅波动；海外电解铝投产超预期。

目录

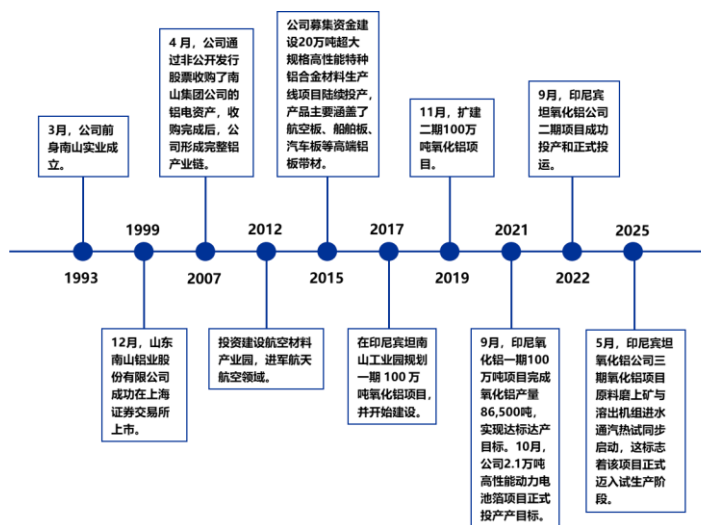
1. 一体化高端铝深加工企业，稀缺电解铝成长标的	6
1.1 公司概况	6
1.2 财务分析	8
2. 电解铝行业：供需格局趋紧，铝价易涨难跌	10
2.1 供给：国内产能逼近天花板，海外电力瓶颈仍存	10
2.2 需求：下游消费结构调整，新兴领域持续拉动	13
2.3 平衡：供需格局持续趋紧	16
3. 公司核心亮点	17
3.1 氧化铝：先发布局印尼产能扩张，成本优势显著	17
3.2 电解铝：国内产能满负荷运行，海外布局打开成长空间	20
3.3 铝加工：高端轻量化拓展盈利空间，再生铝补充原料供应	21
4. 盈利预测与估值	23
5. 风险提示	25

图表目录

图 1：南山铝业产业链布局	6
图 2：南山铝业发展历程.....	7
图 3：南山铝业股权结构（截至 2025 年 9 月 30 日）	7
图 4：公司营业收入及增速	8
图 5：公司归母净利润及增速.....	8
图 6：分产品营收占比	9
图 7：分产品毛利占比	9
图 8：公司资产负债率	9
图 9：公司期间费用率情况	9
图 10：公司现金分红情况.....	10
图 11：公司股息率情况	10
图 12：中国电解铝建成产能及运行产能情况.....	10
图 13：我国电解铝产量增速逐渐下降	10
图 14：中国再生铝占比远低于发达国家（2021 年）	13
图 15：2017 年后中国废铝进口量先降后升.....	13
图 16：中国电解铝表观消费量及增速	13
图 17：国内消费需求中，交通、电力电子占比提升	13
图 18：我国汽车销量及增速	14
图 19：我国新能源车销量及增速	14
图 20：我国电源及电网投资完成额累计同比.....	15
图 21：我国新增光伏装机容量及增速	15
图 22：铜铝比处于近十年历史高位.....	15
图 23：全球房间空调铝制换热器渗透率对比.....	15
图 24：公司印尼氧化铝项目发展历程	17
图 25：公司氧化铝产能及产量情况.....	18
图 26：公司氧化铝销量及销售均价.....	18
图 27：重组前南山铝业国际股权结构	18
图 28：重组及上市后南山铝业国际股权结构（截至 25 年 6 月 30 日）	18
图：中国自印度尼西亚进口铝土矿情况	

图 30: 公司印尼氧化铝项目销量及增速.....	19
图 31: 印尼氧化铝项目毛利率与国内行业平均对比	19
图 32: 公司电解铝产能及产量情况.....	20
图 33: 公司电解铝销量及销售均价.....	20
图 34: 公司型材产能及产量情况	21
图 35: 公司型材销量及销售均价	21
图 36: 公司铝板带箔产能及产量情况	22
图 37: 公司铝板带箔销量及销售均价	22
图 38: 中国自印度尼西亚进口铝土矿情况	22
表 1: 2025 年-2027 年海外拟新建电解铝产能梳理 (单位: 万吨/年)	11
表 2: 海外电解铝受电力供应扰动可能导致产能减量	12
表 3: 《铝产业高质量发展实施方案 (2025—2027 年)》鼓励扩大铝消费重点方向	14
表 4: 国内铝材供需平衡表	16
表 5: 公司氧化铝产能情况	17
表 6: 公司高端航空铝材进展.....	23
表 7: 南山铝业业绩拆分.....	24
表 8: 可比公司估值对比 (元、元/股).....	25

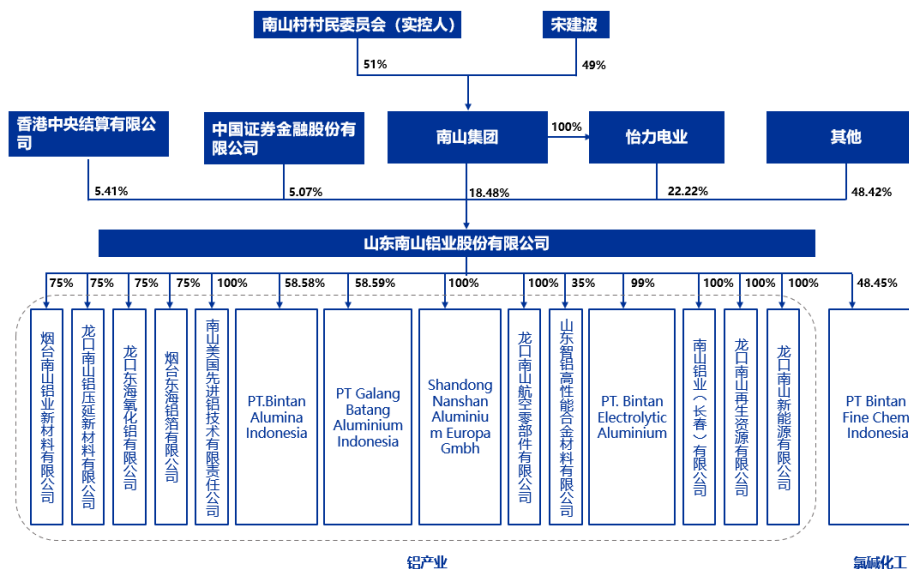
图 2：南山铝业发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，申万宏源研究

公司控股股东为南山集团，持股比例为 18.48%，实控人为龙口市东江街道南山村村民委员会。控股股东为南山集团，直接持有 18.48% 的公司股份，通过怡力电业间接持有 22.22% 的公司股份，共计 40.7%。近年来公司股权结构总体稳定。

图 3：南山铝业股权结构（截至 2025 年 9 月 30 日）

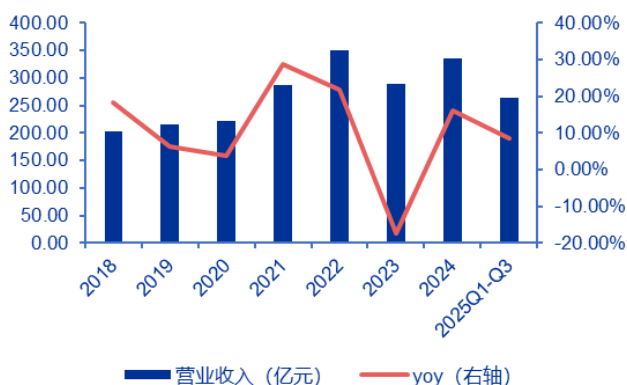


资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

1.2 财务分析

2025年Q1-Q3公司实现营业收入263.25亿元，同比增长8.66%；归母净利润37.72亿元，同比增长8.09%。2024年公司实现营业收入334.77亿元，同比增长16.06%；归母净利润48.3亿元，同比增长39.03%。2024年营业收入大幅增加主要系海外需求逐步恢复及铝锭市场价格同比上涨，海外氧化铝项目量价齐升，收入、成本增加所致。2025年前三季度，公司印尼氧化铝产销量同比增加，海外氧化铝售价高于去年同期价格，带动营业收入、经营活动产生的现金流量净额增长，利润同比增长；铝锭均价较去年同期上涨，带动公司营业收入增长，利润同比增长。

图 4：公司营业收入及增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

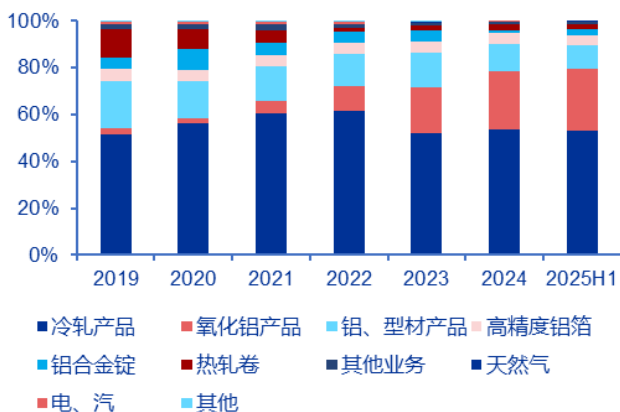
图 5：公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

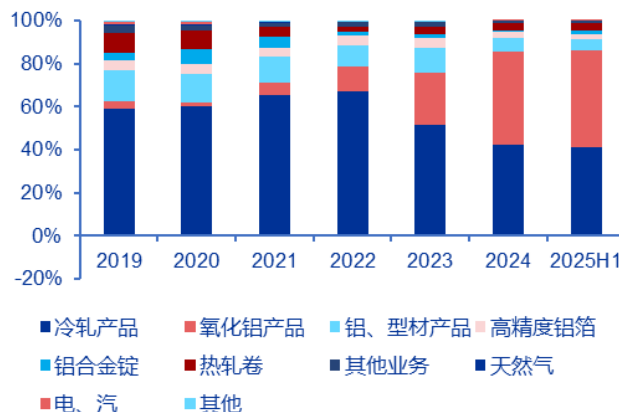
南山铝业当前营收主要来自冷轧卷/板产品、氧化铝板块和铝型材产品，其中冷轧产品是公司利润的核心来源。2024年，公司冷轧卷/板产品营收及毛利占比分别为53.46%、42.46%，氧化铝板块营收及毛利占比分别为25.11%、43.17%，铝型材板块营收及毛利占比分别为11.69%、6.51%。2025年前三季度，公司冷轧卷/板营收及毛利占比分别为52.85%、40.94%，氧化铝板块营收及毛利占比分别为26.57%、45.41%，铝型材产品营收及毛利占比分别为10.18%、5.02%。2024年，公司冷轧卷/板产量83.97万吨，同比增长17.61%；氧化铝粉产量376.69万吨，同比增长6.96%；铝型材产量17.25万吨，同比减少19.58%；铝箔产量5.98万吨，同比增长11.78%；合金锭产量121.89万吨，同比增长10.03%；热轧卷/板产量101.85万吨，同比增长16.59%；电解铝产量67.82万吨，同比增长0.16%。因海外氧化铝项目全面达产及氧化铝价格受市场影响大幅上涨，氧化铝粉产品收入占比25.37%；因海外需求逐步恢复及铝锭市场价格上涨，铝深加工产品收入占比74.22%。

图 6: 分产品营收占比



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

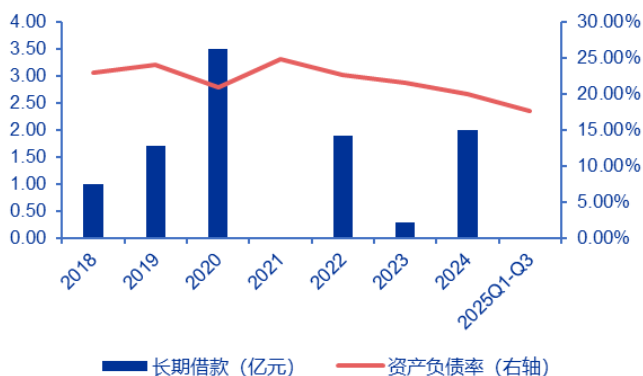
图 7: 分产品毛利占比



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

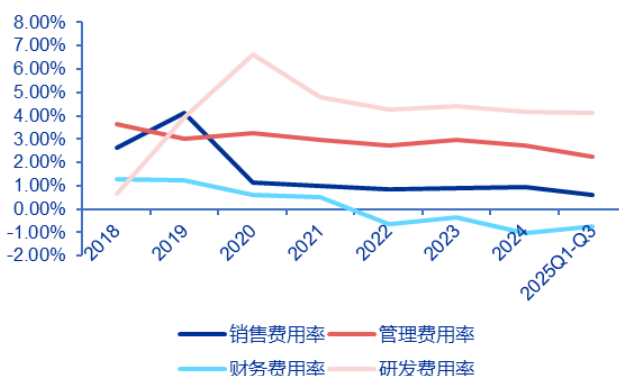
公司资产负债表持续优化, 财务费用多年为负。公司资产负债率长期处于极低水平, 由 2020 年的 20.93% 进一步下降至 2024 年的 19.98%, 2025 年 Q1-Q3 资产负债率为 17.56%; 货币资金从 2018 年底的 63.05 亿元增长至 2024 年底的 256.62 亿元, 2025 年 Q1-Q3 货币资金为 269.46 亿元, 现金流极为稳健。财务费用较上年同期减少, 主要原因系公司本期压缩贷款额度使利息支出减少及调整存款结构使利息收入增加所致; 2020-2024 年销售费用率保持在较低位, 得益于高端客户结构稳定。

图 8: 公司资产负债率



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

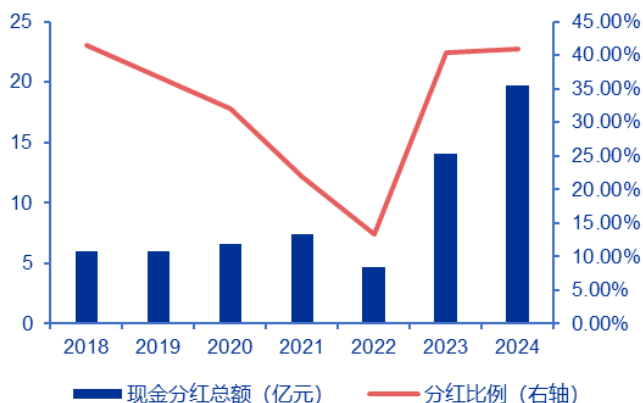
图 9: 公司期间费用率情况



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

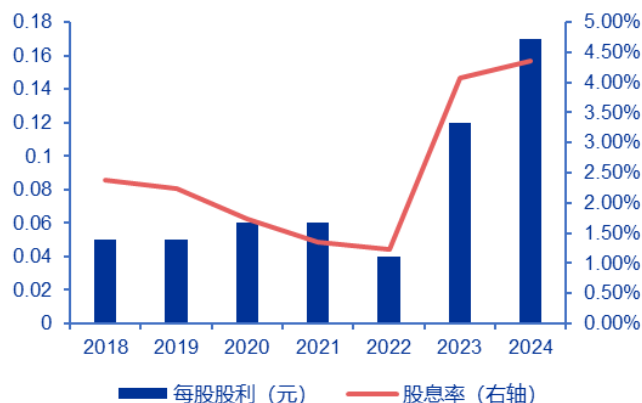
公司注重股东回报, 分红、回购双轮驱动。2024 年, 公司通过半年度、三季度和年度三次权益分派, 每股派发现金红利 0.17 元, 合计派发现金 19.73 亿元。公司近年分红比例持续保持在较高水平, 2020-2023 年现金分红总额稳步提升, 近两年分红比例和股息率都有大幅提升。2025 年 10 月公司公告特别分红方案: 拟向全体股东按每 10 股派发现金红利 2.584 元 (含税), 合计拟派发现金股利 30 亿元。公司目前经营状况良好, 现金流充裕, 已通过公告明确 2024-2026 年现金分红比例不低于当年可分配利润的 40%。此外回购方面, 公司于 2025 年 12 月 22 日发布公告, 计划以集中竞价交易方式回购股份, 回购金额不低于 3 亿元且不超过 6 亿元, 回购价格上限为 7.52 元/股, 预计回购股份数量在 3989 万股至 万股, 占总股本的 .% 至 .%, 用于注销并减少公司注册资本。

图 10: 公司现金分红情况



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 11: 公司股息率情况



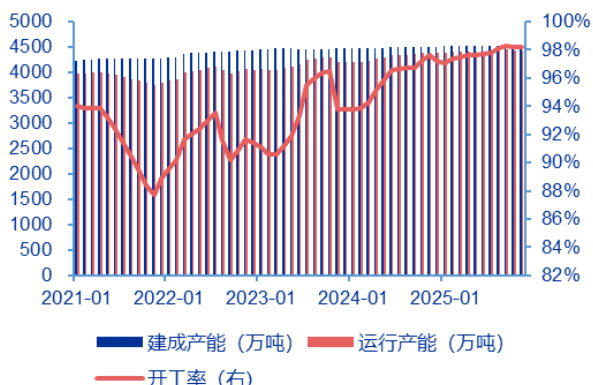
资料来源: 公司公告, iFind, 申万宏源研究

2. 电解铝行业：供需格局趋紧，铝价易涨难跌

2.1 供给：国内产能逼近天花板，海外电力瓶颈仍存

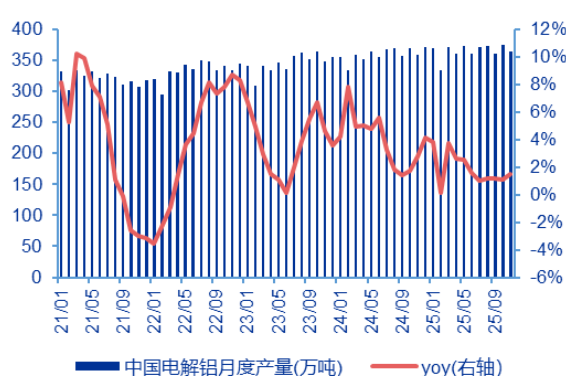
供给端看，2025年11月国内电解铝建成产能为4524.2万吨，已逼近产能天花板。2017年后受供给侧改革影响，我国电解铝产能“天花板”确定为4553.8万吨，关停大量违法违规产能，严控新增产能，实施产能等量或减量置换。2024年5月国务院发布《2024-2025年节能降碳行动方案》，要求严格落实电解铝产能置换，电解铝长期供给约束进一步夯实。2025年11月国内电解铝建成产能为4524.2万吨，运行产能为4443.4万吨，全国电解铝开工率约为98.2%，国内电解铝供给刚性已经凸显。

图 12: 中国电解铝建成产能及运行产能情况



资料来源: iFind, 申万宏源研究

图 13: 我国电解铝产量增速逐渐下降



资料来源: 上海有色网, 申万宏源研究

海外电解铝进入新一轮扩张周期，但供应释放缓慢，电力供应是核心瓶颈。未来海外新增产能主要位于印尼、印度、沙特、越南等地，但由于当地基础设施配套不到位，预计供给释放相对缓慢。海外电解铝行业的扩张动力主要源于两方面：一是全球新能源（如光伏、新

能源汽车)对铝的需求持续增长,拉动产业链扩产预期;二是部分资源国(如印尼、印度)希望依托本土铝土矿资源,向下延伸电解铝产业链,提升产业附加值。但从实际落地进度看,供应端释放远不及扩张规划,核心症结在于电力供应解决存在困难和基础设施建设进度缓慢。

表 1: 2025 年-2027 年海外拟新建电解铝产能梳理 (单位: 万吨/年)

国家	铝厂	所属集团	2025	2026	2027	规划新增产能
印度尼西亚	PT Indonesia Asahan Aluminium	印尼国家铝业公司 (Inalum)	0.1			2.6
印度尼西亚	曼帕瓦氧化铝厂后续电解铝项目	印尼国家铝业公司 (Inalum)				60
印度尼西亚	-	三菱				100
印度尼西亚	PT KALIMANTAN ALUMINIUM INDUSTRY	阿达罗 (Adaro) + 力勤 (Zhejiang Lygend Investment, Co. Ltd.)	10	40		150
印度尼西亚	华青铝业	华峰集团 + 青山实业				50
印度尼西亚	-	南山集团		25		100
印度尼西亚	-	华友控股				200
印度尼西亚	-	PT Cita Mineral Investindo Tbk				50
印度尼西亚	信发印尼韦达贝工业园区项目 (聚万铝业+先锋铝业)	信发集团+青山集团	25	25		50(60)
印度尼西亚	信发印尼莫罗瓦利园区项目 (泰景铝业)	信发集团+青山集团		60	60	120
印度尼西亚	PT Westerfield Alumina Indonesia	东方希望集团				240
印度尼西亚	PT Kayong Power Nusantara	创新集团				100
越南	Dak Nong	Tran Hong Quan Trading Ltd		15	15	60
越南	-	Vinacomin				50
印度	Angul	印度国家铝业 (Nalco)				50
印度	Jharsuguda II	韦丹塔集团 (Vedanta)				3.5
印度	BALCO	韦丹塔集团 (Vedanta)	6	24	13.5	43.5
印度	Mahan	Hindalco				5
印度	奥里萨邦	-				20
印度	-	力拓集团 (Rio Tinto) 与 AMG 金属与材料公司				100
巴林	Alba	Alba				54
阿联酋	EGA	Emirates Global Aluminium		50		50
沙特	-	锦江集团				100
沙特	-	创新集团			50	50
沙特	-	洛阳铝业				-
伊朗	Salco-Asalouyeh	Southern Aluminium Co.				30
哈萨克斯坦	-	东方希望集团				100
俄罗斯	Taishetl	UC Rusal	12.85			42.85
俄罗斯	Boguchansky	UC Rusal				

加拿大	Arvida	RioTinto	16	16
哥伦比亚	Galtico	NEO Aluminio Colombia		54
意大利	Portovesme	Portovesme		15
埃及	Egyptalum	Egyptalum		50
安哥拉	华通安哥拉实业有限公司	河北华通线缆集团股份有限公司	12	24
加纳	GIADDEC	-		
美国	EGA	EGA		50
美国	世纪铝业	Century Aluminium		60
蒙古国	-	-		350
摩洛哥		国电投		
合计	-	-	65.95	230
			188.5	2655.45

资料来源：阿拉丁，申万宏源研究

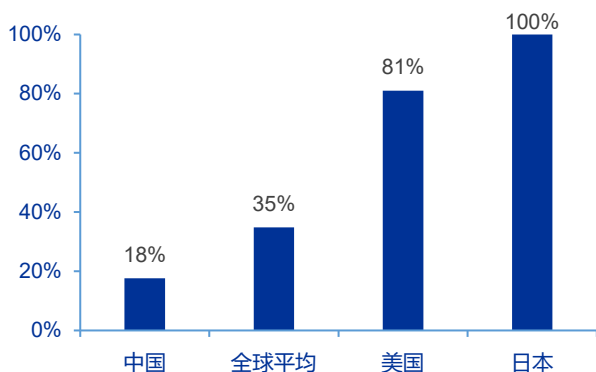
表 2：海外电解铝受电力供应扰动可能导致产能减量

国家	公司	电解铝厂	可能导致产能减量的事件
冰岛	世纪铝业	Grundartangi	25 年 10 月 22 日宣布因电气设备故障减产，该厂电解铝运行产能为 31.7 万吨/年，预计此次设备故障影响下运行产能降至 10.57 万吨/年，复产时间待定。
莫桑比克	south32	莫扎尔 (Mozal)	电力合同将于 2026 年 3 月到期，但续签前景不明，该铝厂年产能 58 万吨。
澳大利亚	力拓	贝尔湾铝业(Bell Bay Aluminium)	电力协议将于 2025 年 12 月 31 日到期；为确保在与塔斯马尼亚水电公司以及塔州政府就新的 10 年期协议开展持续谈判期间维持安全稳定生产，11 月 6 日宣布同意将当前电力合同在 12 月 31 日到期后延长 12 个月，该铝厂年产能 20 万吨。
澳大利亚	力拓	Tomago	电力合同将于 2028 年 12 月到期，因电力价格高昂，公司尚未找到能够支持 2028 年之后实现商业可持续运营的路径，该铝厂年产量达 59 万吨；2025 年 12 月 3 日澳大利亚联邦能源部长克里斯·鲍恩确认，政府正与公司进行谈判，计划通过提供稳定且廉价的可再生能源，帮助该厂维持运营。

资料来源：世纪铝业公司公告，上海有色网，申万宏源研究

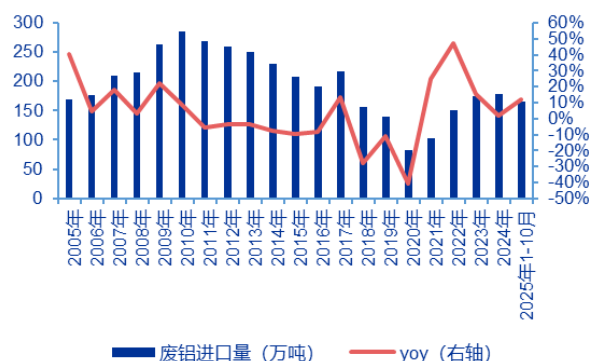
再生铝为未来潜在的铝供应增量，放量节奏核心在于废铝供应。再生铝碳排放只有原铝的 5% 左右，节能减排效果显著，在电解铝产能天花板约束下，再生铝将是未来国内主要的铝供应增量，根据《铝产业高质量发展实施方案（2025—2027 年）》，到 2027 年，我国再生铝产量目标将达到 1500 万吨。进口废铝是再生铝的重要来源，但 2017 年国务院禁止洋垃圾入境导致废料进口量大幅下降；2024 年 10 月 24 日六部门发布公告，符合要求的再生铜铝原料可自由进口，预计后续废铝进口量将出现恢复性增长；而 2025 年 11 月 18 日欧盟贸易专员塞夫科维奇表示，欧盟委员会计划限制欧盟的废铝出口，以防范供应危机，短期或再度对国内废铝进口造成影响。国内废铝供应则依赖铝产品报废，根据有色金属工业协会再生金属分会的测算，一般铝制品平均报废周期 15-18 年，2007 年我国电解铝产量首次超过 万吨，预计 年后再生铝将逐步对国内铝供应形成补充。

图 14: 中国再生铝占比远低于发达国家 (2021 年)



资料来源: 中国有色金属工业年鉴, 国际铝业协会, 海南省绿色金融研究院, 申万宏源研究

图 15: 2017 年后中国废铝进口量先降后升



资料来源: 海关总署, 申万宏源研究

2.2 需求: 下游消费结构调整, 新兴领域持续拉动

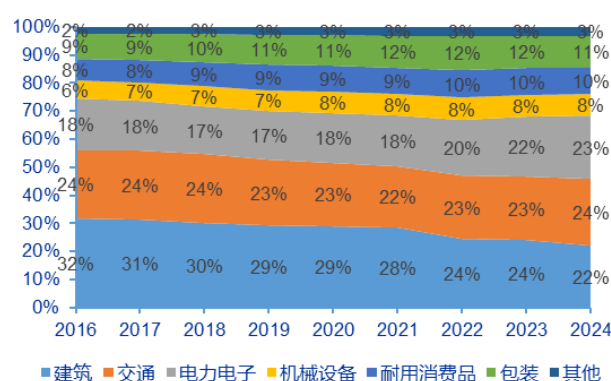
近年来新能源汽车和电力电子产业发展带动铝材需求持续增长, 弥补建筑需求拖累。电解铝下游需求主要为建筑业、交通运输、电力电子、包装用铝、耐用消费品和机械设备等。建筑用铝为竣工用铝 (门窗、装饰等), 交通用铝为汽车、轨道等, 电力用铝为电线电缆、变压器线圈、感应电动机转子、母线排等, 电子用铝为 3C 产品外壳及内部支架和电子电器等。据上海有色网数据, 2024 年建筑、交通、电力电子、包装用铝、耐用消费品、机械设备国内消费需求占比分别为 22%、24%、23%、11%、10%、8%。

图 16: 中国电解铝表观消费量及增速



资料来源: 上海有色网, 海关总署, 申万宏源研究

图 17: 国内消费需求中, 交通、电力电子占比提升



资料来源: 上海有色网, 申万宏源研究

新消费场景不断涌现, 轻量化需求和高铜价催化下“铝代钢”、“铝节铜”等加速推进。2025 年 3 月 11 日, 工业和信息化部、国家发展改革委、自然资源部、生态环境部、商务部、应急管理部、国务院国资委、海关总署、市场监管总局、国家矿山安监局等十部门联合发布《铝产业高质量发展实施方案 (2025 ~ 2027 年) 》, 明确提出了扩大铝消费重点方向,

扩大铝产品在市政设施、汽车、光伏、家具家居等领域的应用规模及层次，主要措施有以铝节铜、以铝代钢、以铝代木、以铝代塑等。

表 3: 《铝产业高质量发展实施方案 (2025—2027 年)》鼓励扩大铝消费重点方向

材料替代方向	应用领域
以铝节铜	民用建筑铝合金电缆，光伏、风电电站铝导体电缆及铜铝复合材料，电力电器设备用铜铝复合导电排，铝及铜铝复合电磁绕组线，通信设施屏蔽材料，汽车热交换散热片，冰箱、空调热交换器换热铝管等应用场景。
以铝代木	铝制家具，全铝墙板，铝制天花吊顶，室内装饰铝板、带、箔等应用场景
以铝代钢	全铝厢式商用车，新能源乘用车铝部件，全铝公交车，城市照明及交通信号灯杆，光伏型材，铝合金护栏，铝合金人行过街天桥，铝合金脚手架，铝合金建筑模板，铝合金房顶板，外墙板及屋面瓦，铝合金活动板房，铝合金集装箱箱体等应用场景
以铝代塑	铝箔餐盒等容器，肉类包装铝箔，铝瓶，铝制易拉罐，铝制瓶盖，电子产品外壳等应用场景。

资料来源：工业和信息化部，申万宏源研究

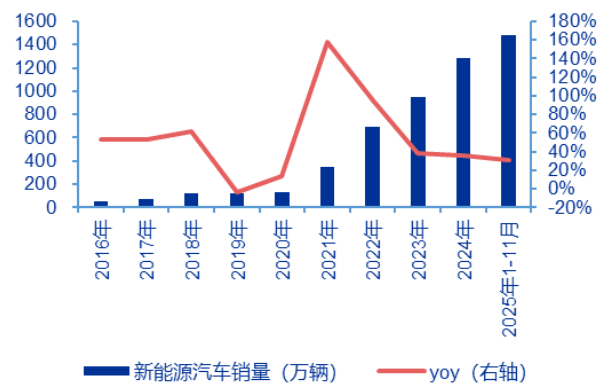
新能源汽车销量高速增长，汽车轻量化提振用铝需求。2024 年我国汽车销量 3143.6 万辆，同比增长 4.5%，2025 年 1-11 月我国汽车销量 3112.7 万辆，同比+11.4%。自 2021 年以来，汽车销量增速扭负为正，主要系新能源汽车需求爆发，2025 年 1-11 月我国新能源汽车销量 1478 万辆，同比增长 31.2%，新能源车渗透率由 2020 年的 5.4% 增长至 47.5%。汽车轻量化有助于降低油耗，研究表明，汽车整备质量每减少 100kg，百公里油耗可降低 0.3-0.6L。据工信部《节能与新能源汽车技术路线图》，我国汽车轻量化单车用铝量目标为 2025 年、2030 年分别实现 250kg/辆和 350kg/辆。

图 18: 我国汽车销量及增速



资料来源：中汽协，申万宏源研究

图 19: 我国新能源车销量及增速

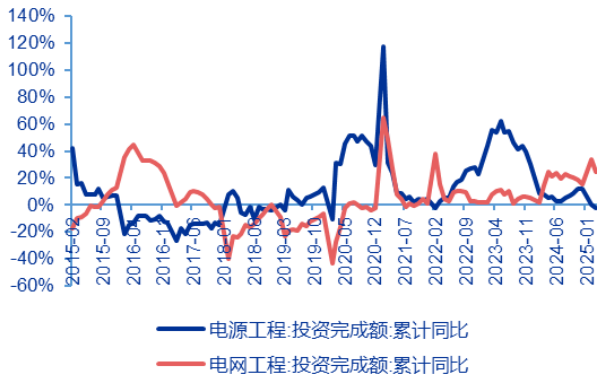


资料来源：中汽协，申万宏源研究

铝线缆及光伏领域提供用铝需求增量。铝在电力电子领域的应用主要体现在高压输变电线路及低压线缆、光伏支架及边框等，据上海有色网数据，2024 年电力电子用铝需求占比 23%，相比 2021 年提升 5 个百分点。在电缆领域，铝电缆核心优势在于成本远低于铜，且铝密度仅为铜的约 30%，能大幅减轻电缆重量，从安装成本角度考虑，不需要桥架及穿管，可以节约大量的安装材料。在光伏领域，铝边框在光伏组件中渗透率超 95%，光伏用铝需求随光伏行业发展而快速提升。光伏铝型材加工成光伏固定框架和光伏支架等组件，

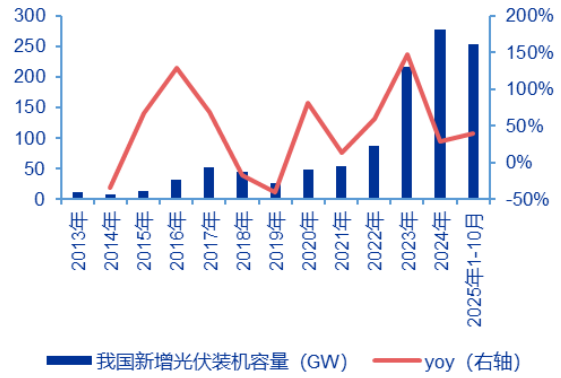
主要起到固定、密封太阳能电池组件、增强组件强度、便于运输和安装等作用，过去几年随着光伏装机及组件产量的高速增长，光伏用铝需求大幅提升。

图 20: 我国电源及电网投资完成额累计同比



资料来源：中国电力企业联合会，申万宏源研究

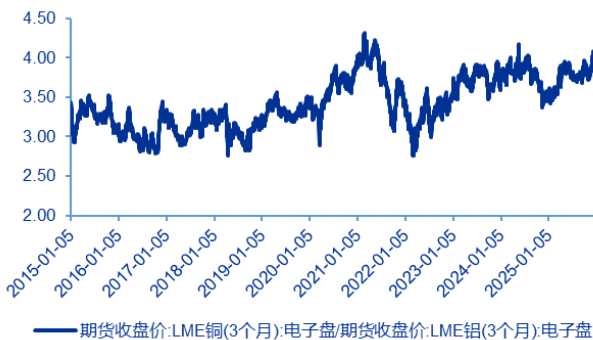
图 21: 我国新增光伏装机容量及增速



资料来源：中国电力企业联合会，申万宏源研究

高铜价催化下，空调铝代铜加速。微通道全铝换热器通过增加流道长度、优化翅片结构，大幅弥补了导热系数的不足，实测能效甚至能反超传统铜管，全铝换热器在汽车空调、冰箱等领域已经得到广泛应用，日本大金在 2024 年空调中铝替代铜的占比超过 50%，但受消费习惯影响，当前国内家用空调全铝换热器的使用仍处于初步产业化阶段。截至 12 月 19 日伦敦金属交易所 (LME) 铜价突破 11870 美元/吨，创历史新高，铜铝比达到 4.02，铜价大幅上涨催化下，空调铝代铜迎来加速。2025 年 12 月中国制冷学会团体标准《房间空调器用铝管翅式热交换器生产线建设规范》正式发布，推动铝代铜技术标准化；海尔、美的、海信、奥克斯、小米、美博等多家空调企业共同宣布加入空调铝强化应用研究工作组自律公约，承诺规范铝代铜技术应用。我们预计在高铜价催化及消费者教育不断推进情况下，空调用铝量增长有望迎来加速。

图 22: 铜铝比处于近十年历史高位



资料来源：iFind，申万宏源研究

图 23: 全球房间空调铝制换热器渗透率对比

国家/地区	铝制换热器渗透率情况
中国	初步产业化阶段
日本	40%-50%
韩国及东南亚	30%-40%
美国	15%-20%

资料来源：《“黑天鹅” 突袭空调业：铜价飙升常态化倒逼“铝代铜” 普及加速》张丽，申万宏源研究

2.3 平衡：供需格局持续趋紧

铝行业需求结构重塑，新能源车及电力领域用铝需求高速增长，对冲建筑领域下滑。当前时点看，房地产行业处于下行周期，“双碳”背景下新能源车及电力领域需求维持高增，铝行业需求结构正在变革进行中。经我们测算，2026年交通用铝、电力电子用铝占比将分别提升至26.9%、22.9%，相对应的建筑用铝占比将下降至15.8%。在电解铝强供给约束下，未来原铝产能、产量增长有限，再生铝将作为主要增量补充，预计在新需求不断增长下，有效对冲周期波动，电解铝供需维持紧平衡。

表 4：国内铝材供需平衡表

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
国内总供给 (万吨)	4335	4542	4660	4955	5249	5351	5478	5735
yoy	7.7%	4.8%	2.6%	6.3%	5.9%	1.9%	2.4%	4.7%
增量 (万吨)	310	206	118	296	293	102	127	258
国内原铝产量 (万吨)	3712	3849	4007	4151	4312	4400	4440	4450
再生铝产量 (万吨)	740	765	865	950	1050	1150	1250	1500
扣除新废铝量 (万吨)	222	230	260	285	315	380	413	495
净进口量 (万吨)	105	157	47	139	202	180	200	280
抛储 (万吨)	0	30	0	0	0	0	0	0
国内总需求 (万吨)	4415	4676	4769	4929	5138	5312	5511	5748
yoy	10.6%	5.9%	2.0%	3.4%	4.2%	3.4%	3.7%	4.3%
增量 (万吨)	422	261	93	160	209	174	199	238
建筑用铝 (万吨)	1220	1274	1080	1129	958	893	871	870
yoy	16.4%	4.4%	-15.3%	4.6%	-15.1%	-6.9%	-2.4%	-0.1%
交通用铝 (万吨)	971	990	1008	1071	1245	1381	1483	1589
yoy	15.4%	1.9%	1.8%	6.3%	16.3%	10.9%	7.4%	7.1%
电力电子用铝 (万吨)	744	797	875	1015	1171	1220	1263	1316
yoy	18.6%	7.2%	9.7%	16.1%	15.3%	4.2%	3.5%	4.2%
机械设备用铝 (万吨)	324	347	354	357	365	383	402	422
yoy	23.3%	7.2%	2.2%	0.6%	2.3%	5.0%	5.0%	5.0%
耐用消费品用铝 (万吨)	395	421	434	452	464	497	532	569
yoy	21.3%	6.6%	3.2%	4.1%	2.8%	7.0%	7.0%	7.0%
包装用铝 (万吨)	466	517	538	542	552	574	591	609
yoy	21.4%	10.8%	4.1%	0.8%	1.7%	4.0%	3.0%	3.0%
其他用铝 (万吨)	123	138	143	149	151	155	160	165
yoy	27.2%	12.4%	3.8%	3.9%	1.4%	3.0%	3.0%	3.0%
净出口铝材用铝 (万吨)	172	192	337	213	232	209	209	209
yoy	-57.6%	11.7%	75.1%	-36.7%	8.8%	-10.0%	0.0%	0.0%
供需缺口 (万吨)	-79	-134	-109	27	111	39	-33	-13

资料来源：上海有色网，Wind，百川盈孚，申万宏源研究（注：供需缺口正值表示供给过剩，负值表示供给短缺）

3. 公司核心亮点

3.1 氧化铝：先发布局印尼产能扩张，成本优势显著

公司拥有氧化铝产能 540 万吨，其中国内 140 万吨，印尼 400 万吨。1) 国内：公司国内氧化铝产能 140 万吨，位于山东省龙口市，配套公司电解铝产能，因无自有矿山，氧化铝生产所用铝土矿均需外购，公司拥有港口资源，具备一定成本优势。2) 印尼：随着宾坦产业园 200 万吨新氧化铝项目一期、二期顺利投产，截至 2025 年 12 月底，公司印尼氧化铝产能提升至 400 万吨，依托印尼丰富的铝土矿及煤炭资源，公司成本优势显著。

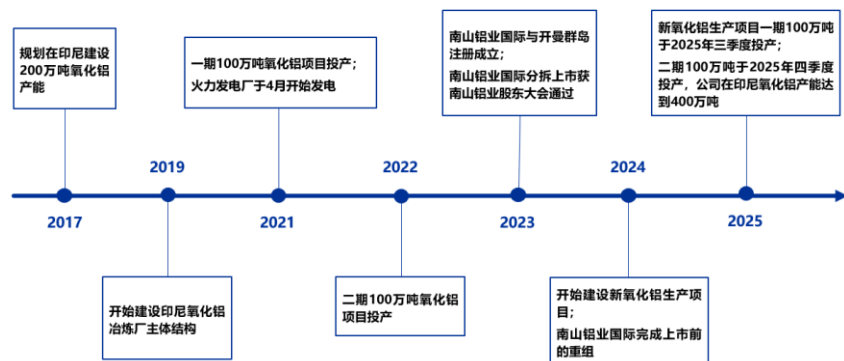
表 5：公司氧化铝产能情况

公司氧化铝项目	产能所在地	子公司	权益占比	名义产能 (万吨)	权益产能 (万吨)	项目运行情况
氧化铝生产线	中国山东省	龙口东海氧化铝有限公司	75.00%	140	105	在产
印尼宾坦南山工业园氧化铝项目	印尼宾坦岛	PT.Bintan Alumina Indonesia	58.58%	200	117	一期 2021Q2 投产，二期 2022Q4 投产
印尼宾坦南山工业园年产 200 万吨氧化铝项目及其配套工程	印尼宾坦岛	PT.Bintan Alumina Indonesia	58.58%	200	117	一期 2025Q3 投产，二期 2025Q4 投产
合计				540	339	

资料来源：公司公告，南山铝业国际公告，申万宏源研究

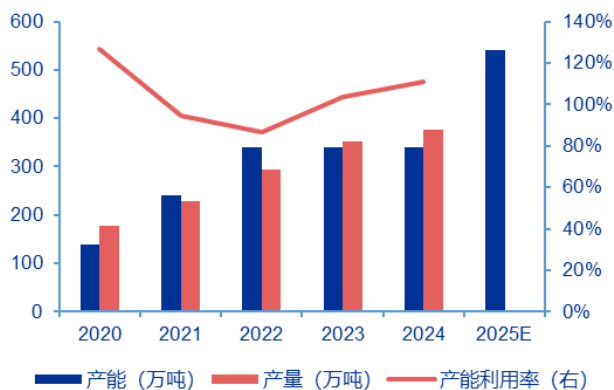
2017 年起布局印尼氧化铝项目，打开成长空间。凭借南山铝业在氧化铝产业链的技术储备及专业经验，公司于 2017 年起规划印尼项目，2019 年开始在印尼建设氧化铝冶炼厂主体结构，并分别于 2021 年第二季度和 2022 年第四季度分别投产一期和二期产能，氧化铝产能达到 200 万吨；2024 年上半年启动新氧化铝生产项目，新增产能 200 万吨，一期、二期分别于 2025 年第三季度和 2025 年第四季度投产，公司印尼氧化铝产能达到 400 万吨。公司在印尼的氧化铝厂紧邻当地铝土矿及煤炭资源，能源及原料保障能力强，印尼子公司为东南亚最大氧化铝制造商之一，规模优势显著，且公司位于印尼的园区拥有税收优惠政策，随着 200 万吨新氧化铝项目投产，公司成长空间进一步打开。

图 24：公司印尼氧化铝项目发展历程



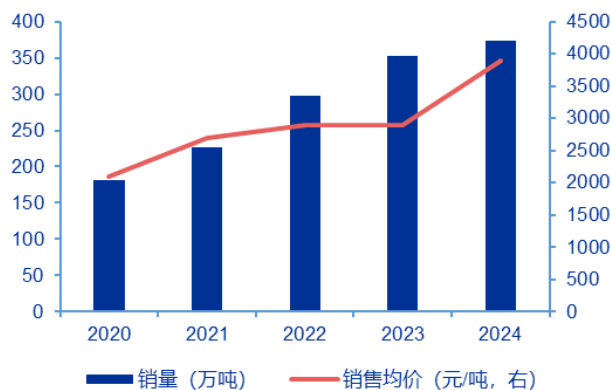
资料来源：公司公告，南山铝业国际公告，申万宏源研究

图 25: 公司氧化铝产能及产量情况



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 26: 公司氧化铝销量及销售均价

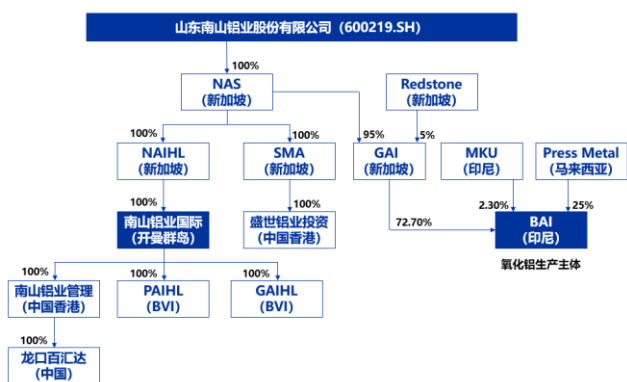


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

注: 销量为对外销售量和对公司上下游销售及自用量之和

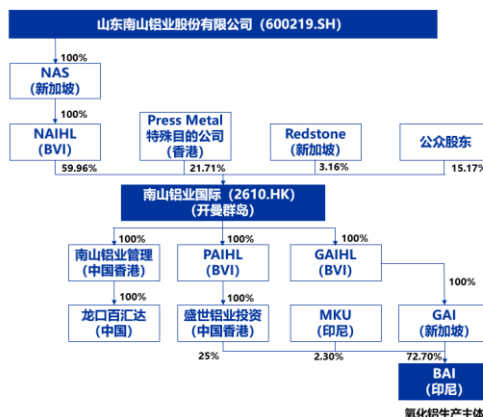
南山铝业国际(2610.HK)为公司海外主体,运营 PT. Bintan Alumina Indonesia (BAI) 公司, 专注印尼氧化铝资源开发。2023 年 10 月南山铝业宣布分拆南山铝业国际赴港上市, 2025 年 3 月 25 日南山铝业国际完成在联交所主板的首次公开发售。重组上市后, 公司印尼氧化铝子公司 BAI 由南山铝业、Press Metal (齐力铝业)、Redstone (红石铝业) 和 MKU 共同持股。Press Metal 是东南亚地区的综合性铝业公司, 氧化铝年需求量超过 200 万吨, 与南山铝业国际签订长期采购协议; Redstone 与 MKU 由印尼 Santony 家族控制, 公司自 Santony 家族采购氧化铝生产所需原材料。

图 27: 重组前南山铝业国际股权结构



资料来源: 南山铝业国际公告, 申万宏源研究

图 28: 重组及上市后南山铝业国际股权结构 (截至 25 年 6 月 30 日)



资料来源: 南山铝业国际公告, 申万宏源研究

依托印尼资源保障及政策支撑, 以及公司自有配套设施, 公司印尼氧化铝生产成本优势突出。

1) 优质铝土矿及煤炭资源保障: 据弗瑞斯特沙利文, 2023 年底印尼已探明铝土矿储量约 10 亿吨, 储量全球排名第六, 东南亚排名第二, 随着战略转向加强中加里曼丹铝土矿开采, 印尼铝土矿开采年限预计将超过 年。在铝土矿品质方面, 印尼红土型铝土矿品位较

高，印尼拥有全球部分优质三水铝石，铝含量 40-60%，二氧化硫含量 3-8%，较一水软铝石和一水硬铝石更软，铝土矿更易溶解，有助于降低成本。目前全球氧化铝生产所用能源 80%来自煤炭，印尼丰富的煤炭储量可进一步降低生产成本。

2) 政策支持：2023 年 6 月印尼政府再次实施铝土矿出口禁令，鼓励国内铝土矿加工及氧化铝精炼行业的可持续发展，印尼当地氧化铝生产商能够以较低的价格获得国内铝土矿。此外，公司于印尼的主要营运附属公司 BAI 已获得相关税务机关批准，享有印尼企业所得税豁免，包括自 2021 年开始至 2040 年的 20 个年度免征企业所得税，以及自 2041 年至 2042 年正常税率减半。

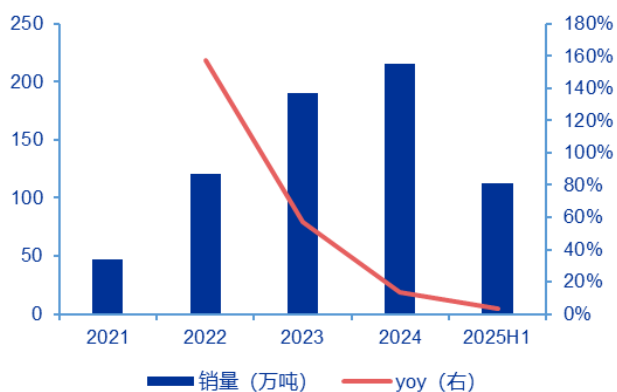
3) 自有配套设施：自有发电厂——160MW 火力发电机组，可满足公司氧化铝所有生产需求，印尼煤炭资源丰富，公司用电成本优势显著；煤制气厂——五台 4000Nm³/h 循环流化床气化炉，满足焙烧过程的天然气需求；深水港——一个 35000 吨级多用途泊位、一个 35000 吨级通用泊位的自建深水港及四个 10000 吨级散货泊位；自建水库及水处理厂——设计总水库容量 7.5 百万立方米，满足几乎所有生产需要。2025 年 6 月 5 日，南山铝业公告拟于印尼投资建设 20 万吨烧碱项目及 16.5 万吨环氧氯丙烷项目。

图 29：中国自印度尼西亚进口铝土矿情况



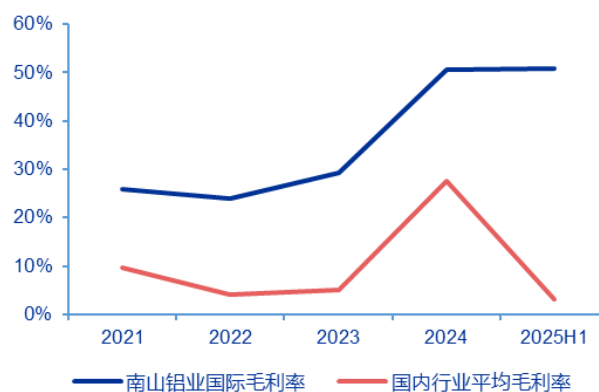
资料来源：上海有色网，申万宏源研究

图 30：公司印尼氧化铝项目销量及增速



资料来源：南山铝业国际公告，申万宏源研究

图 31：印尼氧化铝项目毛利率与国内行业平均对比

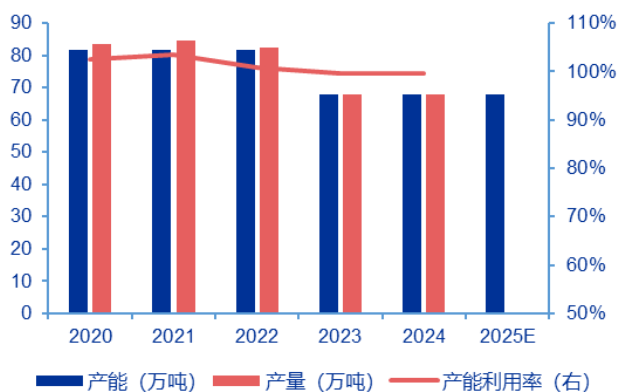


资料来源：南山铝业国际公告，百川盈孚，申万宏源研究

3.2 电解铝：国内产能满负荷运行，海外布局打开成长空间

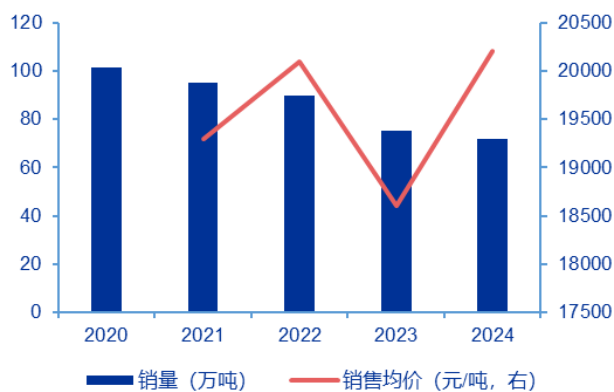
公司拥有电解铝产能 68 万吨，其中 20 万吨指标为持有待售资产，尚未达到关停处置状态。公司电解铝产能位于山东，截至 2022 年底公司拥有电解铝产能 81.6 万吨，公司于 2022 年 12 月公告拟对外转让 33.6 万吨电解铝产能指标，全部处置关停后公司电解铝产能将变更为 48 万吨，截至 2025 年 6 月 30 日，公司已处置 13.6 万吨，尚余 20 万吨未达到关停处置状态。

图 32：公司电解铝产能及产量情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 33：公司电解铝销量及销售均价



资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：销量为对外销售量和对公司上下游销售及自用量之和

国内电解铝产能配套自备电厂及氧化铝，一体化布局布局完备。南山铝业拥有热电联产机组作为自备电厂，所发电量全部上网，服从山东电网统一调度，除发电成本外，需向电网支付过网费用，具有电力稳定供应优势，煤炭主要采购自国能销售集团有限公司和中国中煤能源集团有限公司，当前动力煤价格处于低位，公司自备电成本优势突出。此外，公司在山东拥有氧化铝产能 140 万吨，可满足电解铝生产需求，公司氧化铝产能主要使用进口矿生产，铝土矿采购自澳大利亚、几内亚和所罗门群岛的供应商，公司氧化铝产能临近港口，运输费用较低。

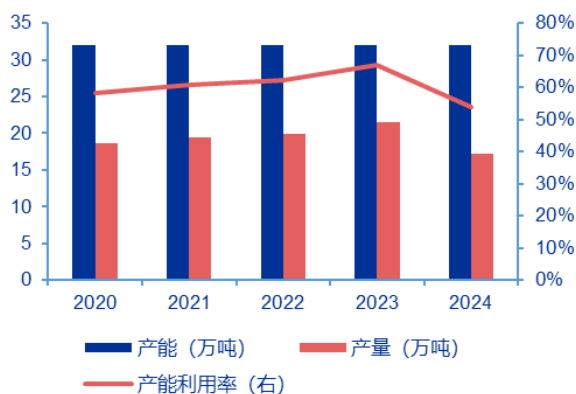
海外规划建设 25 万吨电解铝项目，绘制海外第二增长曲线。公司于 2023 年 4 月公告，拟于印尼宾坦工业园投资建设 25 万吨电解铝、26 万吨炭素项目，并配套建设码头、水库和渣场等公辅设施，建设主体为 PT. Bintan Electrolytic Aluminium (BEA)，投资金额约为 60.63 亿元人民币。2019 年至 2023 年，东南亚的基础设施投资由 981 亿美元增至 1079 亿美元，期间 CAGR 为 2.4%，预计 2028 年将进一步增加至 1208 亿美元，自 2024 年起 CAGR 为 2.3%，交通、电网及城市基础设施改进等项目预计对铝材需求形成拉动。国内电解铝产能逼近天花板情况下，全球供给增速放缓，预计电解铝价格逐年提升，公司布局海外电解铝产能项目，有望为公司打开成长空间。

3.3 铝加工：高端轻量化拓展盈利空间，再生铝补充原料供应

公司积极布局铝深加工领域，目前已形成以汽车板、航空板、动力电池箔等高端产品为代表的铝深加工产业链。截至 2024 年底，公司拥有 189.1 万吨铝板带箔产能（热轧+冷轧+铝箔）及 32 万吨型材产能，铝深加工产业链完整。公司具备“电力-氧化铝-电解铝-高端制造-再生铝”铝深加工一体化产业链，拥有规模及品牌优势，为中国铝型材 10 强企业。公司拥有国家级铝合金压力加工工程技术研究中心、国家认定企业技术中心、航空铝合金材料检测中心、博士后工作站、重点实验室等一流研发检测平台，创新能力强，为国内唯一一家同时为中商飞、空客和波音供货的航空铝挤压材供应商。2024 年公司高端产品的销量约占公司铝产品总销量的 14%；高端产品毛利约占公司铝产品总毛利的 23%。

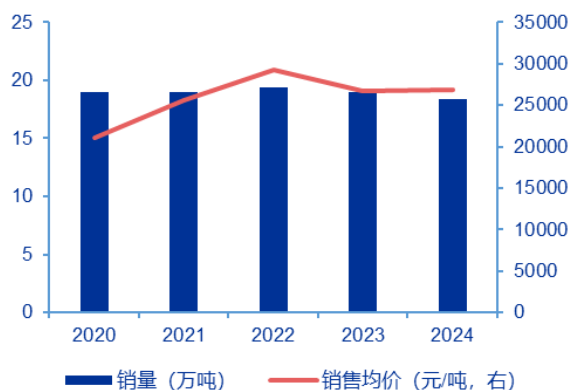
拟关停 12 万吨型材产能，优化加工领域布局。截至 2025 年 8 月底公司拥有型材产能 32 万吨，公司于 2025 年 8 月 29 日公告拟关停型材产能 12 万吨。关停产能所使用的设备投产时间为 2002-2012 年，产能利用率约为 59%，2024 年度销量约为 7 万吨，实现营业收入约占公司总收入的 4%，现有设备已进入长期使用阶段，其生产效能持续走低，本次关停的生产线固定资产账面净值约为 6,855 万元，关停完成后，预计每月减少折旧费用约 209 万元。通过本次优化资源配置效率，减少低效资产的持续投入，公司可以集中力量深耕高附加值领域，聚焦工业材、汽车轻量化材料及铝深加工等核心赛道，将优势产能精准投向高端市场，加速向高质量发展转型，在市场竞争中构筑更坚实的优势壁垒。

图 34：公司型材产能及产量情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

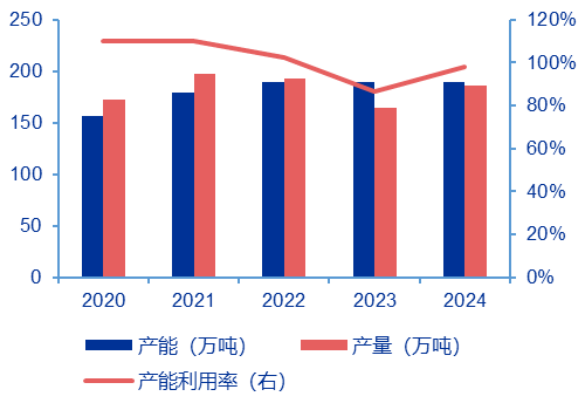
图 35：公司型材销量及销售均价



资料来源：公司公告，申万宏源研究

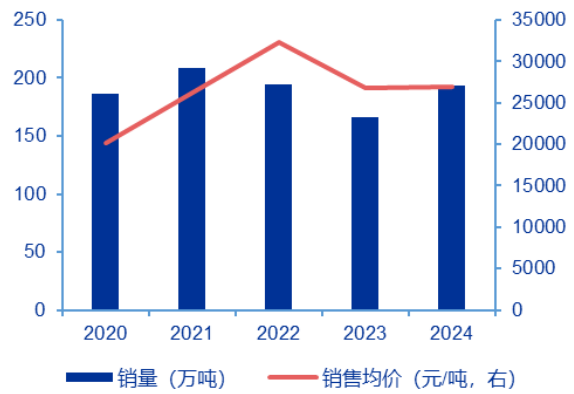
注：销量为对外销售量和对公司上下游销售及自用量之和

图 36: 公司铝板带箔产能及产量情况



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 37: 公司铝板带箔销量及销售均价



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

注: 销量为对外销售量和对公司上下游销售及自用量之和

公司为国内汽车铝板制造领先企业, 拥有汽车板在产产能 20 万吨, 在建产能 20 万吨。经过多年技术和生产经验积累, 先后通过多个主机厂的认证并形成批量供货, 供货产品基本覆盖各合资、外资、自主品牌以及造车新势力品牌, 并与国际知名新能源车企、赛力斯、小米、宝马、上汽通用、日产、蔚来、理想等国内外多个知名整车厂商及零部件供应商保持紧密合作。铝制汽车板是未来铝应用的主要发展方向, 尤其是新能源汽车的快速推广及应用, 公司规划扩大汽车板产线, 项目建成后将进一步提升公司高端产品产能、完善产品结构, 保证公司先发优势。公司 2015 年投产第一条 10 万吨产线, 2019 年投资 15.64 亿元建设“汽车轻量化铝板带生产线技术改造项目”, 2021 年投产第二条的 10 万吨产线。2021 年新增 20 万吨汽车板产能规划。

图 38: 公司汽车板合作车企



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

公司为国内首家量产航空级板材的供应商, 已实现多项大型民用飞机关键装备用铝合金材料的国产化。公司拥有国家级铝合金压力加工工程技术研究中心、航空铝合金材料检测中心、重点实验室等一流的研发检测平台。2018 年, 公司通过波音认证, 与波音签订 5 年的长协合同; 同年, 通过了空客 A 机翼长桁用挤压型材产品认证, 开始为空客批量生

产机翼长桁用挤压型材,成为国内首家获得该材料生产资格的公司。2019年中国商飞C919试飞成功,在C919航空铝型材研发上,南山铝业已通过2系和7系多个合金型号厚板及薄板产品的认证,并已开始批量供货,产品主要应用于机身框、隔板、机翼壁板、翼梁及翼肋等部位。其中7系铝合金厚板已应用于C919、ARJ21等机型生产。现阶段,南山铝业还参与了C929部分产品的研发工作。

表 6: 公司高端航空铝材进展

日期	事件
2017年6月	公司于2017年6月28日通过了波音公司7050AMS航空板材工程认证,正式纳入到波音合格供应商序列。
2017年10月	南山锻造与英国罗罗公司签订了7项航空发动机用盘形模锻件的5年订货合同,锻造公司积极开展罗罗高温合金盘件研制,于2018年6月完成首批产品试制。
2018年6月	南山锻造公司与赛峰起落架系统公司正式签订A320/A330起落架用铝合金锻件合同。
2018年7月	公司于与飞卓宇航正式签署合资合作合同,在山东省龙口市南山航空材料产业园内共同投资建设航空部件深加工生产线。
2017年7月	公司与罗罗公司就航空发动机用轴类锻件产品签订了供货协议。
2019年3月	公司与中国商飞上飞院合作共建“民机铝合金材料联合研究中心”。

资料来源:公司公告,申万宏源研究

10万吨再生铝保级综合利用项目于2024年投产,形成原料供应补充。为响应国家《“十四五”循环经济发展规划》,切实落实“双碳”目标政策,推进铝资源回收利用,公司2021年投资建设了10万吨再生铝保级综合利用项目,回收来源以罐体、罐盖、汽车板等主机厂生产的工艺废料及从市场回收易拉罐为主。2024年项目建成,公司新增10万吨再生铝合金材料产能,为下游深加工产品提供高品质的绿色原材料供应。

4. 盈利预测与估值

关键假设及盈利预测

氧化铝:随着印尼新增产能投产,公司未来氧化铝产销量有望提升,预计25-26年对外销量276/436/456万吨,单吨售价不含税2920/2396/2396元/吨,毛利率33%/23%/23%。

铝型材:预计25-27年对外销量16/16/16万吨,单吨毛利4607/5084/5249元/吨。公司自产电解铝及再生铝主要用于自身下游精深加工,因此铝型材单吨盈利假设中包含部分公司自产电解铝及再生铝利润。

铝板带箔:随着汽车板新增产能投产及高端产品结构优化,预计25-27年对外销量94/96/100万吨,单吨毛利6107/6834/7249元/吨。公司自产电解铝及再生铝主要用于自身下游精深加工,因此铝板带箔单吨盈利假设中包含部分公司自产电解铝及再生铝利润。

合金锭、电力、天然气及其他:我们对这部分进行中性预测。

表 7: 南山铝业业绩拆分

合计	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	28844	33477	37332	40702	42914
yoy	-17%	16%	12%	9%	5%
营业成本 (百万元)	22977	24377	27969	30738	32139
毛利 (百万元)	5867	9101	9363	9964	10775
毛利率	20%	27%	25%	24%	25%
氧化铝	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	5732	8405	8062	10451	10928
营业成本 (百万元)	4285	4476	5379	8066	8426
销量 (万吨)	223	243	276	436	456
售价 (元/吨)	2576	3453	2920	2396	2396
单吨成本 (元/吨)	1926	1839	1948	1850	1847
毛利 (百万元)	1447	3929	2684	2384	2502
毛利率 (%)	25%	47%	33%	23%	23%
铝型材	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	4220	3914	3505	3533	3604
营业成本 (百万元)	3542	3321	2768	2720	2764
销量 (万吨)	19	18	16	16	16
单吨毛利	3570	3228	4607	5084	5249
毛利 (百万元)	678	593	737	813	840
毛利率 (%)	16%	15%	21%	23%	23%
铝板带箔	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	17036	20273	24275	25228	26891
营业成本 (百万元)	13550	15850	18552	18681	19679
销量 (万吨)	66	84	94	96	100
单吨毛利	5255	5297	6107	6834	7249
毛利 (百万元)	3486	4423	5723	6547	7213
毛利率 (%)	20%	22%	24%	26%	27%
合金锭	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	1319	406	1000	1000	1000
营业成本 (百万元)	1222	357	900	900	900
毛利 (百万元)	97	49	100	100	100
毛利率 (%)	7%	12%	10%	10%	10%
电力、天然气及其他	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	536	480	490	490	490
营业成本 (百万元)	378	372	370	370	370
毛利 (百万元)	159	107	120	120	120
毛利率 (%)	30%	22%	24%	24%	24%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

估值

公司主营业务为氧化铝、电解铝、铝深加工生产和销售，故选取同属于电解铝生产企业且向上下游延伸布局的中国铝业、天山铝业、中孚实业、云铝股份作为 A 股可比公司。

首次覆盖，给予“增持”评级。考虑公司印尼氧化铝扩张提供量增，印尼氧化铝生产成本优势突出，预计有望贡献业绩增量。国内电解铝产能逼近天花板，全球供给增速放缓，预计 26 年铝价上行，公司具备 68 万吨电解铝产能，业绩弹性较大，且在印尼布局电解铝产能，为国内稀缺电解铝成长标的，有望提供海外第二成长曲线。预计 25/26/27 年归母净利润为 50.0/54.6/58.4 亿元，对应 PE 为 12/11/10x，参考 A 股可比公司平均估值水平，给予南山铝业 26 年 13 倍 PE，对应上涨空间 15%，首次覆盖给予“增持”评级。

表 8: 可比公司估值对比 (元、元/股)

代码	简称	收盘价	归母净利润 (亿元)			PE		
		2025/12/31	25E	26E	27E	25E	26E	27E
601600.SH	中国铝业	12.22	144.6	160.3	172.5	14.5	13.1	12.2
002532.SZ	天山铝业*	16.18	48.0	61.2	71.7	15.6	12.2	10.4
600595.SH	中孚实业*	7.85	18.3	24.7	26.9	17.2	12.7	11.7
000807.SZ	云铝股份*	32.84	63.4	77.5	85.3	18.0	14.7	13.4
A 股可比公司平均						16.3	13.2	11.9
600219.SH	南山铝业*	5.38	50.0	54.6	58.4	12.4	11.3	10.6

资料来源: Wind, 申万宏源研究 (带*公司为申万宏源预测, 其余为 Wind 一致预期)

5. 风险提示

- 1) 电解铝下游需求不及预期: 如果传统需求持续下滑, 新能源领域新增需求增速不及预期, 可能导致电解铝价格下跌, 影响公司盈利。
- 2) 原材料成本大幅波动: 原材料成本大幅上升将对公司盈利造成不利影响。
- 3) 海外电解铝投产超预期: 国内电解铝产能接近天花板, 供应缺乏弹性, 未来铝供给增量主要来自海外电解铝新增产能及再生铝, 海外电解铝产能建设和投放超预期将导致铝供给宽松, 可能导致电解铝价格下跌, 影响公司盈利。

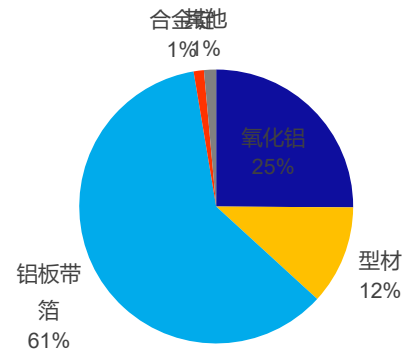
财务摘要

合并损益表

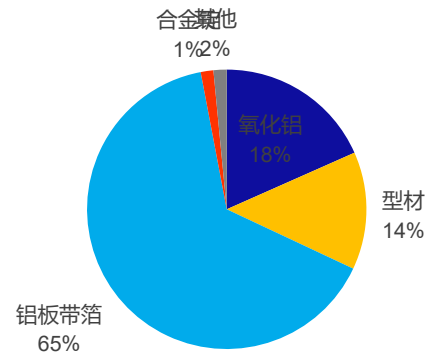
百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	28,844	33,477	37,332	40,702	42,914
营业收入	28,844	33,477	37,332	40,702	42,914
氧化铝	5,732	8,405	8,062	10,451	10,928
型材	4,220	3,914	3,505	3,533	3,604
铝板带箔	17,036	20,273	24,275	25,228	26,891
合金锭	1,319	406	1,000	1,000	1,000
其他	536	480	490	490	490
营业总成本	25,509	26,928	30,621	33,648	35,211
营业成本	22,977	24,377	27,969	30,738	32,139
氧化铝	4,285	4,476	5,379	8,066	8,426
型材	3,542	3,321	2,768	2,720	2,764
铝板带箔	13,550	15,850	18,552	18,681	19,679
合金锭	1,222	357	900	900	900
其他	378	372	370	370	370
税金及附加	237	287	263	287	303
销售费用	264	312	221	241	254
管理费用	858	906	834	909	959
研发费用	1,273	1,389	1,537	1,676	1,767
财务费用	-100	-343	-203	-202	-211
其他收益	339	308	184	184	184
投资收益	70	29	40	40	70
净敞口套期收益	0	0	45	45	45
公允价值变动收益	0	-13	0	0	0
信用减值损失	-66	-49	28	0	0
资产减值损失	-66	-208	0	0	0
资产处置收益	756	13	2	2	2
营业利润	4,368	6,630	7,011	7,325	8,004
营业外收支	1	24	-23	0	0
利润总额	4,368	6,654	6,988	7,325	8,004
所得税	366	697	880	770	893
净利润	4,003	5,956	6,108	6,555	7,111
少数股东损益	529	1,126	1,108	1,098	1,275
归母净利润	3,474	4,830	5,000	5,457	5,836

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

收入结构



成本结构

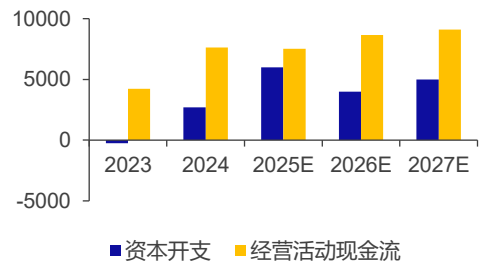


合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	4,003	5,956	6,108	6,555	7,111
加：折旧摊销减值	2,476	2,589	2,288	2,317	2,317
财务费用	232	123	-203	-202	-211
非经营损失	-821	-5	-87	-87	-117
营运资本变动	-1,605	-1,075	-621	82	2
其它	-54	28	28	0	0
经营活动现金流	4,230	7,617	7,513	8,665	9,102
资本开支	-262	2,692	5,998	3,998	4,998
其它投资现金流	1,045	-254	56	56	86
投资活动现金流	1,307	-2,947	-5,942	-3,942	-4,911
吸收投资	240	0	0	0	0
负债净变化	113	-1,947	169	172	172
支付股利、利息	841	2,801	1,974	4,551	3,274
其它融资现金流	-2,100	195	203	202	211
融资活动现金流	-2,588	-4,553	-1,602	-4,177	-2,892
净现金流	3,049	131	-30	546	1,299

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

资本开支与经营活动现金流



合并资产负债表

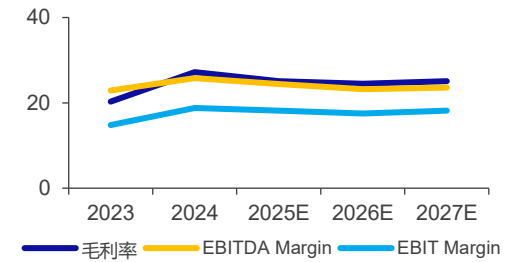
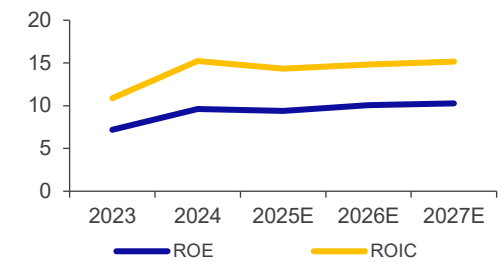
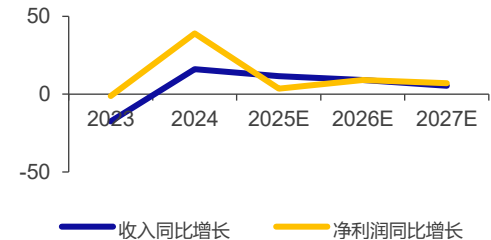
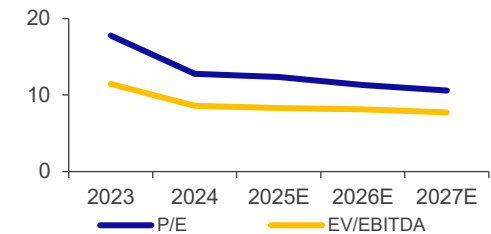
百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	39,926	39,683	40,367	41,918	43,529
现金及等价物	26,410	25,667	25,666	26,241	27,568
应收款项	6,665	6,903	6,903	6,903	6,903
存货净额	6,272	6,470	7,155	8,132	8,416
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	580	642	642	642	642
长期投资	701	1,574	1,574	1,574	1,574
固定资产	25,116	25,693	29,376	31,059	33,743
无形资产及其他资产	3,071	3,314	3,314	3,314	3,314
资产总计	68,815	70,264	74,631	77,865	82,160
流动负债	14,112	13,045	13,107	14,165	14,451
短期借款	7,636	5,517	5,514	5,514	5,514
应付款项	5,341	5,920	5,985	7,043	7,329
其它流动负债	1,135	1,608	1,608	1,608	1,608
非流动负债	675	994	1,166	1,337	1,509
负债合计	14,787	14,040	14,273	15,503	15,960
股本	11,709	11,614	11,484	11,484	11,484
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	15,910	15,666	15,796	15,796	15,796
其他综合收益	63	-122	-122	-122	-122
盈余公积	2,033	2,243	2,460	2,696	2,949
未分配利润	18,629	20,916	23,725	24,395	26,704
少数股东权益	5,684	5,907	7,015	8,113	9,388
股东权益	54,028	56,224	60,358	62,363	66,200
负债和股东权益合计	68,815	70,264	74,631	77,865	82,160

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)					
每股收益	0.30	0.42	0.44	0.48	0.51
每股经营现金流	0.37	0.66	0.65	0.75	0.79
每股红利	0.00	0.00	0.17	0.40	0.29
每股净资产	4.21	4.38	4.65	4.72	4.95
关键运营指标(%)					
ROIC	10.9	15.2	14.3	14.8	15.1
ROE	7.2	9.6	9.4	10.1	10.3
毛利率	20.3	27.2	25.1	24.5	25.1
EBITDA Margin	22.9	25.8	24.4	23.2	23.6
EBIT Margin	14.8	18.8	18.2	17.5	18.2
营业总收入同比增长	-17.5	16.1	11.5	9.0	5.4
归母净利润同比增长	-1.2	39.0	3.5	9.1	6.9
资产负债率	21.5	20.0	19.1	19.9	19.4
净资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
有效税率	8.5	10.5	12.7	10.6	11.3
股息率	0.0	0.0	3.2	7.5	5.4
估值指标(倍)					
P/E	17.6	12.6	12.2	11.2	10.4
P/B	1.3	1.2	1.1	1.1	1.1
EV/Sale	2.6	2.2	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	11.3	8.5	8.2	8.0	7.7
股本	11,709	11,614	11,484	11,484	11,484

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

经营利润率(%)

投资回报率趋势(%)

收入与利润增长趋势(%)

相对估值(倍)


信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。