

南山铝业 (600219.SH)

印尼 400 万吨氧化铝全部投产，电解铝项目稳步推进

优于大市

核心观点

公司 2025 年归母净利润同比下滑 2%，年内累计现金分红比例 105%。公司 2025 年实现营收 346.20 亿元，同比+3.41%；实现归母净利润 47.36 亿元，同比-1.96%；实现扣非后归母净利润 46.10 亿元，同比-6.08%。公司计划按每 10 股派发现金红利 1.36 元（含税），预计分配股利 15.62 亿元（含税）。叠加 2025 年半年度及特别分红，年度累计现金分红 49.95 亿元（含税），累计现金分红比例高达 105.49%。

2025 年业绩同比小幅下滑主要由氧化铝跌价所致。2025 年公司印尼 400 万吨氧化铝产能全面投产，因此印尼氧化铝产销量同比有较大幅度提升，但印尼氧化铝净利润同比仍有所下滑，主要由于商品价格跌幅较深，2025 年海外氧化铝均价为 386 美元/吨左右，同比下滑 23%左右。国内价格方面，2025 年山东氧化铝均价 3166 元/吨，同比下滑 21.54%；长江有色市场 A00 铝含税均价为 2.07 万元/吨，同比增长 4.05%。

期间费用率保持稳定，资产负债率稳步下降。2025 年，公司毛利率为 25.20%，同比下滑 1.99pct；净利率为 16.77%，同比下滑 1.02pct。销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.81%/2.39%/3.79%/-0.61%，相较于 2024 年基本保持稳定。同时，公司的资产负债率持续优化，截至 2025 年末为 19.28%，较 2024 年末进一步下降 0.7pct。

上游产品产量稳步提升，中游铝加工产品产量同比下降。2025 年公司实现氧化铝铝粉销量 414.4 万吨，其中印尼 BAI 公司销量 264.3 万吨，同比增加约 50 万吨，主要系印尼 400 万吨氧化铝全面投产所致；实现电解铝销量 66.92 万吨，同比-7.0%；再生铝销量 10.2 万吨，同比+34.3%；合金锭销量 115.1 万吨，同比-5.4%；铝型材销量 14.6 万吨，同比-20.6%；热轧卷板销量 99.7 万吨，同比-3.4%；冷轧卷板销量 77.7 万吨，同比-7.8%；铝箔销量 5.1 万吨，同比-14.5%。2025 年，公司印尼产业园氧化铝产能持续释放，电解铝项目、烧碱项目稳步推进，海外产能规模进一步扩大。

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 2026-2028 年营业收入 344.27/375.42/380.82 亿元，同比增速-0.6%/+9.0%/+1.4%；归母净利润 63.31/75.27/80.82 亿元，同比增速 33.7%/18.9%/7.4%；摊薄 EPS 0.55/0.66/0.70 元，对应 PE 分别为 10.9/9.2/8.5x。考虑到公司在印尼的氧化铝产能已经全面如期投产，电解铝产能即将进入投产周期，铝加工产品具备显著技术优势，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	33,477	34,620	34,427	37,542	38,082
(+/-%)	16.1%	3.4%	-0.6%	9.0%	1.4%
归母净利润(百万元)	4830	4736	6331	7527	8082
(+/-%)	39.0%	-2.0%	33.7%	18.9%	7.4%
每股收益(元)	0.42	0.41	0.55	0.66	0.70
EBIT Margin	18.5%	17.5%	22.5%	23.3%	26.0%
净资产收益率 (ROE)	9.6%	9.5%	11.7%	12.7%	12.4%
市盈率 (PE)	14.4	14.6	10.9	9.2	8.5
EV/EBITDA	9.8	10.1	7.7	7.0	6.3
市净率 (PB)	1.38	1.39	1.28	1.16	1.06

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

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司研究·财报点评

有色金属·工业金属

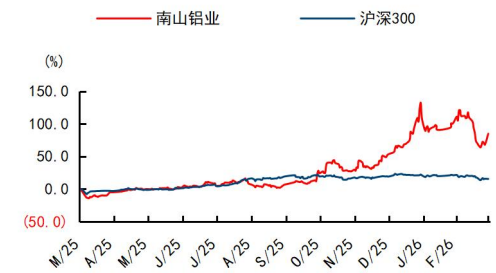
证券分析师：刘孟峦
010-88005312
liumengluan@guosen.com.cn
S0980520040001

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	6.49 元
总市值/流通市值	74529/74529 百万元
52 周最高价/最低价	8.45/3.18 元
近 3 个月日均成交额	2424.00 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

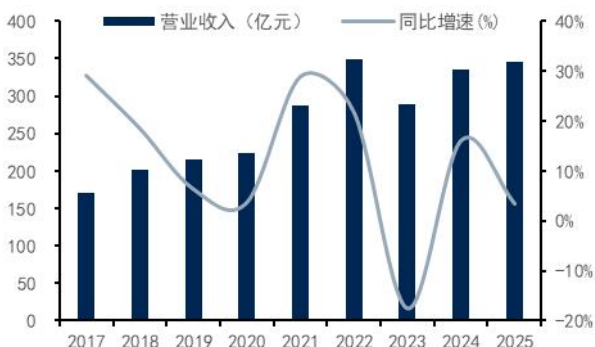
相关研究报告

- 《南山铝业 (600219.SH) - 三季度归母净利润环比提升 24%，推出特别分红方案》——2025-11-02
- 《南山铝业 (600219.SH) - 2024 年归母净利润同增 39%，印尼业务稳步推进》——2025-03-30
- 《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 2025 年归母净利润同比下滑 2%，年内累计现金分红比例 105%。公司 2025 年实现营收 346.20 亿元，同比+3.41%；实现归母净利润 47.36 亿元，同比-1.96%；实现扣非后归母净利润 46.10 亿元，同比-6.08%。其中，单四季度实现营收 82.95 亿元，同比-10.34%，环比-8.35%；实现归母净利润 9.63 亿元，同比-28.12%，环比-16.05%；实现扣非后归母净利润 8.59 亿元，同比-42.70%，环比-24.66%。公司计划按每 10 股派发现金红利 1.36 元（含税），预计分配股利 15.62 亿元（含税）。叠加 2025 年半年度及特别分红，年度累计现金分红 49.95 亿元（含税），累计现金分红比例高达 105.49%。

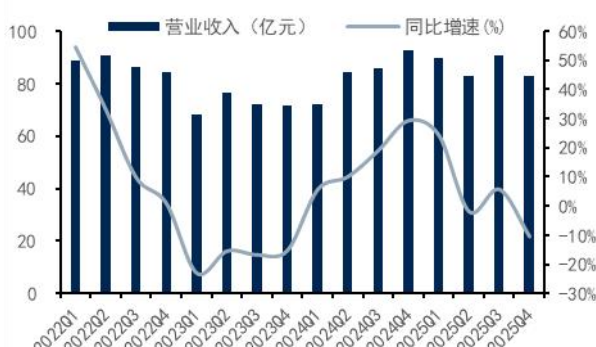
2025 年业绩同比小幅下滑主要是氧化铝下跌所致。2025 年公司印尼 400 万吨氧化铝产能全面投产，因此印尼氧化铝产销量同比有较大幅度提升，但印尼氧化铝净利润同比仍有所下滑，主要由于商品价格跌幅较深，2025 年海外氧化铝均价为 386 美元/吨左右，同比下滑 23%左右。此外，2025 年山东氧化铝均价 3166 元/吨，同比下滑 21.54%；长江有色市场 A00 铝含税均价为 2.07 万元/吨，同比增长 4.05%。

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、%）



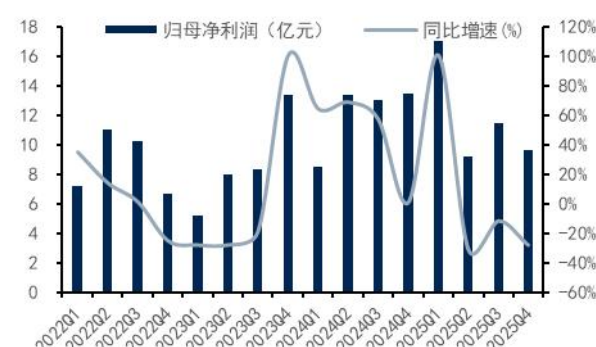
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

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、%）

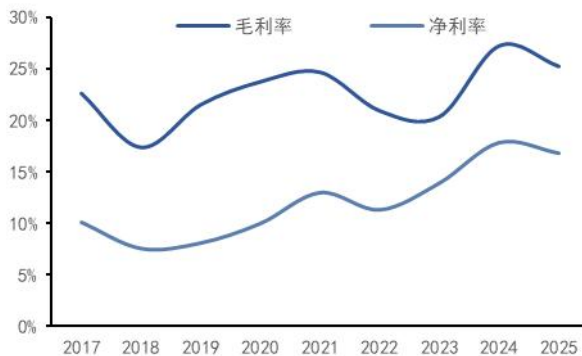


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

期间费用率保持稳定，资产负债率稳步下降。2025 年，公司毛利率为 25.20%，同比下滑 1.99pct；净利率为 16.77%，同比下滑 1.02pct。销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.81%/2.39%/3.79%/-0.61%，相较于 2024 年基本保持稳定。同时，

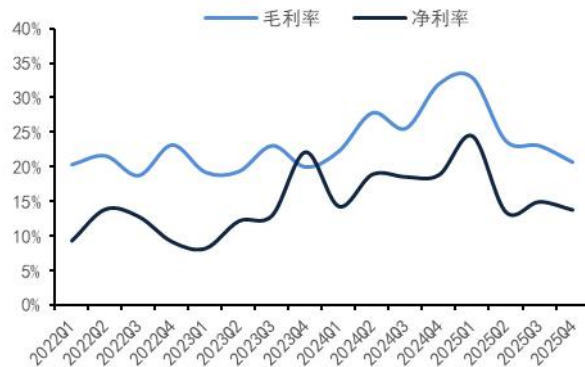
公司的资产负债率持续优化，截至 2025 年末为 19.28%，较 2024 年末进一步下降 0.7pct。

图5: 南山铝业毛利率、净利率变化情况 (%)



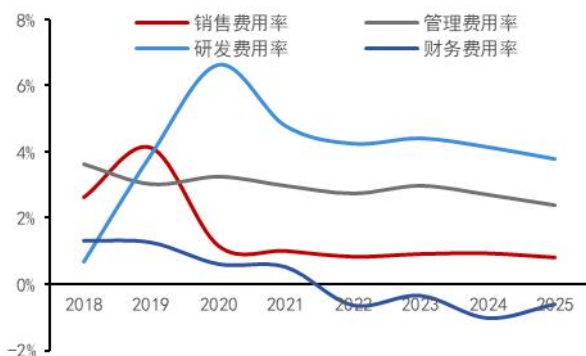
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

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

上游产品产量稳步提升，中游铝加工产品产量同比下降。2025 年公司实现氧化铝粉销量 414.4 万吨，其中印尼 BAI 公司销量 264.3 万吨，同比增加约 50 万吨，主要系印尼 400 万吨印尼氧化铝全面投产所致；实现电解铝销量 66.92 万吨，同比-7.0%；再生铝销量 10.2 万吨，同比+34.3%；合金锭销量 115.1 万吨，同比-5.4%；铝型材销量 14.6 万吨，同比-20.6%；热轧卷板销量 99.7 万吨，同比-3.4%；冷轧卷板销量 77.7 万吨，同比-7.8%；铝箔销量 5.1 万吨，同比-14.5%。2025 年，公司印尼产业园氧化铝产能持续释放，电解铝项目、烧碱项目稳步推进，海外产能规模进一步扩大。

表1：公司各产品产量（万吨）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
氧化铝粉	174.01	175.04	176.66	177.48	227.22	294.16	352.19	376.69	415.36
电解铝	83.29	83.28	82.82	83.66	84.45	82.36	67.71	67.82	68.52
合金锭	119.24	128.88	127.10	127.51	133.65	129.95	110.78	121.89	114.81
铝型材	18.24	20.57	21.28	18.63	19.50	19.95	21.45	17.25	14.33
热轧卷/板	85.10	92.82	98.70	101.13	109.48	103.10	87.36	101.85	98.11
冷轧卷/板	55.90	58.45	69.10	69.44	82.56	84.20	71.40	83.97	79.78
铝箔	5.18	5.53	5.33	5.42	4.92	6.05	5.35	5.98	4.93
再生铝									10.15

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 2026-2028 年营业收入 344.27/375.42/380.82 亿元，同比增速-0.6%/+9.0%/+1.4%；归母净利润 63.31/75.27/80.82 亿元，同比增速 33.7%/18.9%/7.4%；摊薄 EPS0.55/0.66/0.70 元，对应 PE 分别为 10.9/9.2/8.5x。考虑到公司在印尼的氧化铝产能已经全面如期投产，电解铝产能即将进入投产周期，铝加工产品具备显著技术优势，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)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	25662	24553	27897	33964	41402	营业收入	33477	34620	34427	37542	38082
应收款项	5391	3897	6131	6685	6782	营业成本	24377	25897	23912	25786	24947
存货净额	6470	8131	6452	6960	6663	营业税金及附加	287	247	246	268	272
其他流动资产	2159	1784	2582	2816	2856	销售费用	312	281	279	304	309
流动资产合计	39683	38385	43083	50446	57724	管理费用	906	827	861	939	1142
固定资产	25693	28360	27807	27051	26145	研发费用	1389	1311	1377	1502	1523
无形资产及其他	2274	2139	2053	1968	1882	财务费用	(343)	(210)	(380)	(458)	(627)
投资性房地产	1058	1445	1445	1445	1445	投资收益	29	45	0	700	0
长期股权投资	1556	1588	1668	1748	1828	资产减值及公允价值变动	(221)	(87)	0	0	0
资产总计	70264	71917	76057	82658	89024	其他收入	(1117)	(980)	(1377)	(1502)	(1523)
短期借款及交易性金融负债	5517	5231	7000	7000	7000	营业利润	6630	6557	8132	9902	10516
应付款项	3584	4512	2933	3164	3029	营业外净收支	24	(19)	0	0	0
其他流动负债	3945	3373	2246	2425	2348	利润总额	6654	6538	8132	9902	10516
流动负债合计	13045	13117	12179	12589	12376	所得税费用	697	733	813	990	1052
长期借款及应付债券	200	0	0	0	0	少数股东损益	1126	1070	988	1384	1383
其他长期负债	794	748	701	655	609	归属于母公司净利润	4830	4736	6331	7527	8082
长期负债合计	994	748	701	655	609	现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	14040	13864	12881	13244	12985	净利润	4830	4736	6331	7527	8082
少数股东权益	5907	8465	9157	10126	11094	资产减值准备	141	(121)	4	(2)	(3)
股东权益	50317	49587	54019	59288	64945	折旧摊销	2311	2176	2834	3044	3194
负债和股东权益总计	70264	71917	76057	82658	89024	公允价值变动损失	221	87	0	0	0
						财务费用	(343)	(210)	(380)	(458)	(627)
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	501	11	(4102)	(935)	(102)
每股收益	0.42	0.41	0.55	0.66	0.70	其它	332	(22)	688	971	971
每股红利	0.24	0.47	0.17	0.20	0.21	经营活动现金流	8336	6866	5755	10605	12142
每股净资产	4.33	4.32	4.70	5.16	5.66	资本开支	0	(4555)	(2200)	(2200)	(2200)
ROIC	9.79%	9.23%	12%	13%	15%	其它投资现金流	22	(21)	0	0	0
ROE	9.60%	9.55%	12%	13%	12%	投资活动现金流	(862)	(4608)	(2280)	(2280)	(2280)
毛利率	27%	25%	31%	31%	34%	权益性融资	14	2141	0	0	0
EBIT Margin	19%	17%	23%	23%	26%	负债净变化	172	(200)	0	0	0
EBITDA Margin	25%	24%	31%	31%	34%	支付股利、利息	(2801)	(5371)	(1899)	(2258)	(2425)
收入增长	16%	3%	-1%	9%	1%	其它融资现金流	(2954)	5632	1769	0	0
净利润增长率	39%	-2%	34%	19%	7%	融资活动现金流	(8200)	(3368)	(130)	(2258)	(2425)
资产负债率	28%	31%	29%	28%	27%	现金净变动	(726)	(1110)	3344	6067	7438
股息率	4.1%	7.8%	2.8%	3.3%	3.5%	货币资金的期初余额	26388	25662	24553	27897	33964
P/E	14.4	14.6	10.9	9.2	8.5	货币资金的期末余额	25662	24553	27897	33964	41402
P/B	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1	企业自由现金流	0	3010	3509	7778	9793
EV/EBITDA	9.8	10.1	7.7	7.0	6.3	权益自由现金流	0	8442	5620	8191	10357

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 ±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 ±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

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