

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	5.90
总股本/流通股本(亿股)	114.84 / 114.84
总市值/流通市值(亿元)	678 / 678
52周内最高/最低价	8.16 / 3.30
资产负债率(%)	19.3%
市盈率	14.39
第一大股东	山东怡力电业有限公司

研究所

分析师: 李帅华
SAC 登记编号: S1340522060001
Email: lishuaihua@cnpsec.com
分析师: 魏欣
SAC 登记编号: S1340524070001
Email: weixin@cnpsec.com

南山铝业(600219)

印尼电解铝项目顺利推进，积极分红回馈股东

● 投资要点

事件:公司发布2025年年报,报告期内公司实现营业收入346.20亿元,同比增长3.41%;实现归母净利润/扣非归母净利润47.36/46.10亿元,同比下滑1.96%/6.08%。Q4公司实现营收/归母净利润82.95/9.63亿元,同比下滑10.34%/28.12%,实现扣非归母净利润8.59亿元,同比下滑42.70%。

氧化铝价格下跌影响公司业绩。公司业绩下滑主要由于氧化铝价格下跌,2025年氧化铝价格下跌21.49%,产量增长10.27%,整体氧化铝业务毛利率下滑7.95pct,毛利同比减少4.83亿元,下滑12.32%。

高端产品占比提升。铝加工产品方面,公司合金锭/铝型材/热轧卷/板/冷轧卷/板/铝箔产量同比-5.81%/-16.93%/-3.67%/-4.99%/-17.56%,汽车板、航空板等高附加值产品销量占铝产品比例提升2pct至16%,毛利约占铝产品的26%,较2024年提升3pct,未来随着高端产品产能释放,将进一步强化公司业绩稳健性与持续成长性。

公司面向十五五积极布局,电解铝/氧化铝产量持续增长。

(1) 提升高端产品产能,建设高端轻量化铝板带项目,实现产能扩张,提高市场占有率。

(2) 通过全资子公司投资建设印尼宾坦工业园年产25万吨电解铝、26万吨炭素项目,项目建设进行中。

(3) 通过子公司PT.Bintan Alumina Indonesia于印尼工业园内分两期扩建年产200万吨氧化铝及其他配套公辅设施。项目目前已全部投产,2026年预计产量增长。

(4) 公司拟通过在印尼合资成立公司PT.Bintan Fine Chem Indonesia投资建设年产20万吨烧碱及年产16.5万吨环氧氯丙烷项目,目前正在积极推进基础设施建设。

高频次、高比例分红,积极回馈股东。公司2025年先后在半年度及特别分红派送现金红利4.62/29.72亿元(含税),年度计划分红15.62亿元(含税),全年累计分红比例为105.49%。根据公司承诺,公司计划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%,且每年以不低于3亿元人民币自有资金回购股份并注销,2026年初至今累计使用资金0.65亿元回购。

投资建议:考虑到公司氧化铝产能陆续放量,印尼电解铝项目顺利推进,公司未来产量持续增长,预计公司2026/2027/2028年实现营业收入361.80/376.08/394.46亿元,分别同比变化4.51%/3.95%/4.89%;归母净利润分别为50.00/55.80/60.84亿元,分别同比增长5.59%/11.59%/9.04%,对应EPS分别为0.44/0.49/0.53元。

以 2026 年 3 月 27 日收盘价为基准，2026-2028 年对应 PE 分别为 13.55/12.14/11.14 倍。维持公司“买入”评级。

● **风险提示：**

价格波动风险；项目进度不及预期风险；下游需求不及预期风险；模型假设与实际不符；政策超预期风险等。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	34620	36180	37608	39446
增长率(%)	3.41	4.51	3.95	4.89
EBITDA（百万元）	8501.29	7652.54	8371.18	8971.89
归属母公司净利润（百万元）	4735.51	5000.44	5580.05	6084.29
增长率(%)	-1.96	5.59	11.59	9.04
EPS(元/股)	0.41	0.44	0.49	0.53
市盈率（P/E）	14.31	13.55	12.14	11.14
市净率（P/B）	1.37	1.30	1.22	1.15
EV/EBITDA	5.00	5.71	4.60	3.68

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	34620	36180	37608	39446	营业收入	3.4%	4.5%	3.9%	4.9%
营业成本	25897	26814	27649	28774	营业利润	-1.1%	5.1%	11.8%	9.0%
税金及附加	247	310	269	282	归属于母公司净利润	-2.0%	5.6%	11.6%	9.0%
销售费用	281	338	305	320	获利能力				
管理费用	827	979	898	942	毛利率	25.2%	25.9%	26.5%	27.1%
研发费用	1311	1501	1425	1494	净利率	13.7%	13.8%	14.8%	15.4%
财务费用	-210	-318	-435	-549	ROE	9.5%	9.6%	10.1%	10.3%
资产减值损失	-87	0	0	0	ROIC	8.8%	8.8%	9.1%	9.3%
营业利润	6557	6888	7705	8401	偿债能力				
营业外收入	43	0	0	0	资产负债率	19.3%	17.1%	15.9%	14.8%
营业外支出	62	0	0	0	流动比率	2.93	3.49	3.99	4.53
利润总额	6538	6888	7705	8401	营运能力				
所得税	733	722	864	942	应收账款周转率	9.05	9.07	8.31	8.35
净利润	5805	6167	6840	7459	存货周转率	3.55	3.52	3.83	3.84
归母净利润	4736	5000	5580	6084	总资产周转率	0.49	0.49	0.49	0.49
每股收益(元)	0.41	0.44	0.49	0.53	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.41	0.44	0.49	0.53
货币资金	24553	28798	33475	38516	每股净资产	4.32	4.54	4.82	5.13
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	3820	4435	4611	4836	PE	14.31	13.55	12.14	11.14
预付款项	518	550	567	590	PB	1.37	1.30	1.22	1.15
存货	8131	7117	7339	7637	现金流量表				
流动资产合计	38385	41943	47050	52659	净利润	5805	6167	6840	7459
固定资产	26057	25237	24398	23539	折旧和摊销	2202	1082	1102	1121
在建工程	2303	2303	2303	2302	营运资本变动	-441	90	-192	-253
无形资产	2139	2083	2028	1969	其他	-137	173	141	120
非流动资产合计	33532	32653	31754	30834	经营活动现金流净额	7429	7512	7891	8447
资产总计	71917	74596	78804	83493	资本开支	-3807	-203	-203	-200
短期借款	5029	4544	4059	3574	其他	-568	0	0	0
应付票据及应付账款	4512	3784	3902	4060	投资活动现金流净额	-4375	-203	-203	-200
其他流动负债	3575	3707	3827	3983	股权融资	2141	0	0	0
流动负债合计	13117	12034	11787	11617	债务融资	-486	-485	-485	-485
其他	748	748	748	748	其他	-4729	-2375	-2525	-2720
非流动负债合计	748	748	748	748	筹资活动现金流净额	-3074	-2860	-3010	-3205
负债合计	13864	12782	12535	12365	现金及现金等价物净增加额	-223	4245	4677	5042
股本	11484	11484	11484	11484					
资本公积金	15341	15341	15341	15341					
未分配利润	20887	22798	25156	27728					
少数股东权益	8465	9631	10892	12266					
其他	1875	2560	3397	4309					
所有者权益合计	58053	61813	66269	71128					
负债和所有者权益总计	71917	74596	78804	83493					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本61.68亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投融资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048