



公司评级 增持（维持）

报告日期 2026年04月04日

基础数据

04月03日收盘价(元)	5.94
总市值(亿元)	682.13
总股本(亿股)	114.84

来源: 聚源, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证金属】南山铝业中报点评: 业绩同比增长, 印尼氧化铝二期进展顺利-2025.08.31

【兴证金属】南山铝业年报点评: 氧化铝盈利扩张推动业绩增长, 关注印尼二期进展-2025.04.03

分析师: 李怡然

S0190525040001
liyiran@xyzq.com.cn

分析师: 汤璐阳

S0190525070012
tangluyang@xyzq.com.cn

南山铝业(600219.SH)

印尼氧化铝实现投产, 分红水平再上一层楼

投资要点:

- **业绩概要:** 公司发布 2025 年度报告, 2025 年公司实现营业收入 346.20 亿元, 同比增长 3.4%; 实现归母净利润 47.36 亿元, 同比下滑 2.0%, 对应每股收益 0.41 元。公司 2025 年度累计派发现金红利 49.95 亿元(含税), 累计现金分红比例为 105.49%。
- **氧化铝板块利润有所下滑, 铝加工板块盈利有所提升, 公司业绩同比小幅下降。**(1) 氧化铝: 2025 年国内氧化铝五地现货均价为 3235 元/吨, 同比下降 20.5%; 澳洲氧化铝 FOB 均价为 393 美元/吨, 同比下降 22.2%。公司氧化铝产量/销量分别为 415.36/414.43 万吨, 同比+10%/+11%, 主要受益于印尼二期 200 万吨氧化铝项目产能充分释放; 氧化铝板块实现毛利 34.45 亿元, 同比-12.3%, 毛利率为 38.8%, 同比-7.9pct, 测算氧化铝单吨毛利水平为 831 元/吨, 同比下降 219 元/吨。2025 年受供需转向宽松影响, 氧化铝价格前高后低, 因此公司氧化铝业务吨盈利有所下滑。(2) 铝加工: 2025 年公司合金锭/铝型材/热轧/冷轧/铝箔业务销量分别为 115.08/14.58/99.72/77.7/5.08 万吨, 同比-5.4%/-20.6%/-3.4%/-7.8%/-14.5%; 毛利分别为 3.57/8.78/4.23/32.15/4.48 亿元, 同比+624.2%/+12.9%/+30.9%/+3.2%/+28.7%; 毛利率分别为 22.0%/24.6%/56.4%/17.9%/34.6%, 同比+9.9pct/+4.7pct/+18.2pct/+0.5pct/+11.8pct。整体来看, 公司铝加工产品毛利率同比有所提升, 公司重点发展以汽车板、航空板等为代表的高附加值产品, 高端产品的销量约占公司铝产品总销量的 16%, 高端产品毛利约占公司铝产品总毛利的 26%。
- **氧化铝价格回落, 公司 25Q4 业绩环比下滑。**分季度来看, 25Q1-Q4 公司分别实现归母净利润 17.04/9.22/11.47/9.63 亿元, 25Q4 业绩环比-16.0%。从价格来看, 25Q1-Q4 国内氧化铝五地现货均价分别为 3860/3069/3185/2860 元/吨, 25Q4 环比-10.2%; 澳洲氧化铝 FOB 均价分别为 540/362/365/321 美元/吨, 25Q4 环比-12.1%。因此, 受氧化铝价格下滑影响, 公司 25Q4 业绩有所下滑。
- **上游布局印尼氧化铝及电解铝, 下游延伸国内高端加工。**上游布局印尼氧化铝及电解铝, 产能稳步推进。(1) 氧化铝: 公司印尼子公司是东南亚最大氧化铝制造商之一, 具有规模化效益, 紧邻丰富的铝土矿与煤炭资源, 且公司位于印尼的园区拥有税收优惠政策。公司印尼拥有 400 万吨氧化铝产能, 其中二期 200 万吨已于报告期内投产。(2) 电解铝: 为有效利用同一工业园区内氧化铝资源生产电解铝, 降低生产电解铝成本, 增强公司的盈利能力, 提高公司抗风险能力, 公司通过全资子公司出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, 并配套建设码头、水库和渣场等公辅设施, 目前公司正积极推进项目建设。(3) 其他: 公司进一步投资建设年产 20 万吨烧碱及 16.5 万吨环氧氯丙烷项目, 强化海外产业链完善和韧性。下游布局高端铝加工, 航空板及汽车板持续放量。公司重点发展以汽车板、航空板等为代表的高附加值产品, 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。其中汽车板市场前景广阔, 公司决定扩大生产线, 快速实现产能扩张, 提高市场占有率, 报告期内设备陆续投入使用。
- **通过回购及分红持续回报股东, 增厚长期发展信心。**股份回购方面, 公司 2025 年 12 月发布回购报告书, 用于注销并减少公司注册资本, 回购股份的资金总额不低于人民币 3 亿元(含)且不超过人民币 6 亿元(含), 回购股份价格不超过人民币 7.52 元/股, 回购数量不低于 3,989.36 万股(含)且不超过 7,978.72 万股(含)。截至 2026 年 3 月 31 日, 公司通过集中竞价交易方式已累计回购公司股份 1790.66 万股, 占公司总股本的比例约为 0.16%, 支付的资金总额为人民币 1.2 亿元(不含交易费用)。现金分红方

面，公司推出股东分红回报规划，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%（年内多次分红的，进行累计计算）。公司 2025 年度累计派发现金红利 49.95 亿元（含税），累计现金分红比例为 105.49%。

- **盈利预测与投资建议：**公司印尼 400 万吨氧化铝产能已全部投产，25 万吨电解铝产能稳步推进，叠加高端铝材产能逐步释放，预计公司业绩将稳健增长。此外，公司通过回购及分红持续回报股东，增厚长期发展信心。我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 51.09、66.67、83.47 亿元，EPS 分别为 0.44、0.58、0.73 元，4 月 3 日收盘价对应 PE 分别为 13.4、10.2、8.2 倍，维持“增持”评级。
- 风险提示：下游需求大幅下滑、项目建设不及预期、原材料与能源成本大幅波动等。

主要财务指标

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	34620	41210	48259	52656
同比增长	3.4%	19.0%	17.1%	9.1%
归母净利润（百万元）	4736	5109	6667	8347
同比增长	-2.0%	7.9%	30.5%	25.2%
毛利率	25.2%	21.2%	24.0%	26.9%
ROE	9.5%	9.8%	11.8%	13.6%
每股收益（元）	0.41	0.44	0.58	0.73
市盈率	14.4	13.4	10.2	8.2

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理
 注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	38385	42994	49478	56278
货币资金	24553	25443	29661	35239
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	3820	5355	6115	6586
预付款项	518	737	787	832
存货	8131	9449	10804	11411
其他	1362	2010	2112	2210
非流动资产	33532	33546	33268	32792
长期股权投资	1588	1588	1588	1588
固定资产	26057	26788	27162	26355
在建工程	2303	1672	1107	1524
无形资产	2139	2051	1963	1875
商誉	0	0	0	0
其他	1445	1447	1449	1450
资产总计	71917	76539	82746	89070
流动负债	13117	14156	15000	15083
短期借款	5029	4529	4029	3529
应付票据及应付账款	4512	5186	5961	6291
其他	3575	4442	5010	5263
非流动负债	748	748	748	748
长期借款	0	0	0	0
其他	748	748	748	748
负债合计	13864	14904	15748	15831
股本	11484	11484	11484	11484
未分配利润	20887	22992	25990	29731
少数股东权益	8465	9297	10663	11910
股东权益合计	58053	61635	66998	73239
负债及权益合计	71917	76539	82746	89070

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	4736	5109	6667	8347
折旧和摊销	2202	2396	2688	2886
营运资金的变动	-441	-2179	-923	-638
经营活动产生现金流量	7429	5792	9406	11989
资本支出	-3807	-1901	-1903	-2472
长期投资	-675	0	0	0
投资活动产生现金流量	-4375	-1868	-1871	-2439
债权融资	-486	-500	-500	-500
股权融资	2141	0	0	0
融资活动产生现金流量	-3074	-2831	-3317	-3971
现金净变动	-223	890	4218	5578

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	34620	41210	48259	52656
营业成本	25897	32477	36700	38485
税金及附加	247	288	338	369
销售费用	281	330	386	421
管理费用	827	989	1158	1264
研发费用	1311	1566	1834	2001
财务费用	-210	-254	-299	-321
投资收益	45	44	42	43
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	85	15	28	33
资产减值损失	-87	-124	-125	-118
营业利润	6557	6602	8929	10666
营业外收支	-19	-1	-3	-5
利润总额	6538	6601	8926	10661
所得税	733	660	893	1066
净利润	5805	5941	8033	9595
少数股东损益	1070	832	1366	1247
归属母公司净利润	4736	5109	6667	8347
EPS(元)	0.41	0.44	0.58	0.73

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业总收入增长率	3.4%	19.0%	17.1%	9.1%
营业利润增长率	-1.1%	0.7%	35.2%	19.5%
归母净利润增长率	-2.0%	7.9%	30.5%	25.2%
盈利能力				
毛利率	25.2%	21.2%	24.0%	26.9%
归母净利率	13.7%	12.4%	13.8%	15.9%
ROE	9.5%	9.8%	11.8%	13.6%
偿债能力				
资产负债率	19.3%	19.5%	19.0%	17.8%
流动比率	2.93	3.04	3.30	3.73
速动比率	2.22	2.27	2.48	2.88
营运能力				
资产周转率	48.7%	55.5%	60.6%	61.3%
每股资料(元)				
每股收益	0.41	0.44	0.58	0.73
每股经营现金	0.65	0.50	0.82	1.04
估值比率(倍)				
PE	14.4	13.4	10.2	8.2
PB	1.4	1.3	1.2	1.1

分析师声明

本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn