

公司公布 2024 年半年报。2024H1 归母净利润 21.9 亿，同比增长 66.68%；2024H1 扣非归母净利润 21.6 亿，同比增长 68.61%。单季度看，2024Q2 归母净利 13.4 亿元，同比增长 68.45%，环比增长 57.20%；扣非归母净利 13.3 亿元，同比增长 72.39%，环比增长 59.65%。

印尼氧化铝盈利丰厚。量：印尼 200 万吨氧化铝产能 2023 年逐步达产，24H1 满产，我们预计 24Q2 印尼氧化铝产量 50 万吨，国内电解铝产能满产，下游铝加工正常生产。价：24Q2 国内铝价环比+1490 元/吨，氧化铝环比+258 元/吨，预焙阳极环比+37 元/吨，动力煤价格环比-53 元/吨。我们测算山东地区电解铝 Q2 税前利润为 2782 元/吨（不包含上游氧化铝利润）。公司印尼氧化铝 24H1 单吨净利润 1281 元/吨，24Q2 海外氧化铝价格上涨，测算公司印尼氧化铝单吨净利润 1500 元/吨以上；国内 Q2 氧化铝行业平均利润达到 887 元/吨。

24Q2 业绩拆分：印尼氧化铝业务增厚主业利润。24Q2 同比看，主要增利项：毛利（+8.7 亿元，氧化铝、电解铝价格上涨驱动）；其他/投资收益（+0.58 亿元）。主要减利项：费用和税金（-2.02 亿元，主要是财务费用增加 0.98 亿元，研发费用增加 1.07 亿元）；减值损失等（-0.29 亿元）少数股东权益（-1.23 亿元）；所得税（-0.26 亿元）。**24Q1 环比看，**主要增利项：毛利（+7.41 亿元）。主要减利项：费用和税金（-0.81 亿）；少数股东权益（-0.79 亿元）；所得税（-0.57 亿元）；减值损失（-0.34 亿元）。

中期分红。每股派发现金 0.04 元，分红 4.68 亿元，分红比例 21%。

未来看点。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，期待未来印尼业务成长。2) **推进印尼业务分拆至香港联交所主板上市。**通过分拆上市，将借助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及周边市场业务，持续开拓印尼铝土矿资源优势。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，目前在产产能 20 万吨，并积极推进三期 20 万吨产能建设，未来将充分受益。4) **产品结构继续优化。**航空板需求回暖，而未来 C919 飞机量产，打开国内航空板需求空间，公司航空板成长性十足，未来随着汽车板+航空板规模扩大，公司产品结构持续优化。

投资建议：公司印尼氧化铝持续放量，上游原料保障能力强，汽车板、航空板需求空间较大，公司业绩将逐步向好，我们预计公司 2024-2026 年将实现归母净利 43.20 亿元、45.85 亿元、47.92 亿元，对应现价的 PE 为 10x、9x 和 9x，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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	28,844	32,726	36,658	38,576
增长率 (%)	-17.5	13.5	12.0	5.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	3,474	4,320	4,585	4,792
增长率 (%)	-1.2	24.3	6.1	4.5
每股收益 (元)	0.30	0.37	0.39	0.41
PE	12	10	9	9
PB	0.9	0.8	0.7	0.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 8 月 20 日收盘价）

推荐

维持评级
当前价格：
3.55 元

分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 孙二春

执业证书：S0100523120003

邮箱：sunerchun@mszq.com

相关研究

- 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
- 南山铝业 (600219.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：业绩稳步提升，期待海外电解铝茁壮成长-2023/05/10
- 南山铝业 (600219.SZ) 2022 年半年报点评：Q2 业绩超预期，产品高端化趋势加快-2022/08/31

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	28,844	32,726	36,658	38,576
营业成本	22,977	24,670	28,275	29,809
营业税金及附加	237	278	302	309
销售费用	264	300	337	316
管理费用	858	982	1,063	926
研发费用	1,273	1,571	1,650	1,543
EBIT	3,503	4,926	5,031	5,673
财务费用	-100	-101	-109	-129
资产减值损失	-66	-60	-40	-30
投资收益	70	65	55	77
营业利润	4,368	5,752	5,961	6,156
营业外收支	1	5	4	5
利润总额	4,368	5,757	5,965	6,161
所得税	366	489	507	524
净利润	4,003	5,268	5,458	5,637
归属于母公司净利润	3,474	4,320	4,585	4,792
EBITDA	5,848	7,334	7,509	8,229

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	26,388	29,424	31,152	33,794
应收账款及票据	4,298	4,655	5,122	5,390
预付款项	807	740	848	920
存货	6,272	6,083	7,156	7,578
其他流动资产	2,161	1,813	2,218	2,436
流动资产合计	39,926	42,715	46,496	50,118
长期股权投资	672	758	847	938
固定资产	24,433	23,656	23,703	24,083
无形资产	2,379	2,363	2,352	2,348
非流动资产合计	28,889	30,092	31,551	32,953
资产合计	68,815	72,807	78,047	83,071
短期借款	7,533	7,325	6,975	6,746
应付账款及票据	3,247	3,447	3,979	4,188
其他流动负债	3,332	2,884	3,302	3,529
流动负债合计	14,112	13,656	14,256	14,463
长期借款	29	29	29	29
其他长期负债	647	647	647	647
非流动负债合计	675	675	675	675
负债合计	14,787	14,331	14,932	15,138
股本	11,709	11,709	11,709	11,709
少数股东权益	5,684	6,632	7,505	8,351
股东权益合计	54,028	58,476	63,115	67,933
负债和股东权益合计	68,815	72,807	78,047	83,071

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-17.47	13.46	12.01	5.23
EBIT 增长率	-19.98	40.63	2.14	12.76
净利润增长率	-1.18	24.34	6.14	4.51
盈利能力 (%)				
毛利率	20.34	24.62	22.87	22.73
净利润率	13.88	16.10	14.89	14.61
总资产收益率 ROA	5.05	5.93	5.87	5.77
净资产收益率 ROE	7.19	8.33	8.24	8.04
偿债能力				
流动比率	2.83	3.13	3.26	3.47
速动比率	2.30	2.60	2.68	2.85
现金比率	1.87	2.15	2.19	2.34
资产负债率 (%)	21.49	19.68	19.13	18.22
经营效率				
应收账款周转天数	40.86	38.00	38.00	38.00
存货周转天数	99.63	90.00	92.37	92.79
总资产周转率	0.42	0.45	0.47	0.46
每股指标 (元)				
每股收益	0.30	0.37	0.39	0.41
每股净资产	4.13	4.43	4.75	5.09
每股经营现金流	0.36	0.63	0.55	0.66
每股股利	0.06	0.07	0.07	0.07
估值分析				
PE	12	10	9	9
PB	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	3.91	2.67	2.33	1.78
股息收益率 (%)	1.77	1.97	1.97	1.97

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	4,003	5,268	5,458	5,637
折旧和摊销	2,346	2,409	2,478	2,556
营运资金变动	-1,677	9	-1,093	-535
经营活动现金流	4,230	7,375	6,453	7,775
资本开支	262	-3,047	-3,296	-3,854
投资	793	-95	-99	-100
投资活动现金流	1,307	-3,087	-3,340	-3,877
股权募资	240	0	0	0
债务募资	113	-208	-349	-229
筹资活动现金流	-2,588	-1,252	-1,385	-1,256
现金净流量	3,049	3,036	1,728	2,641

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。	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
	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个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026