

评级变动报告

南山铝业 600219.SH



假设未来3-5年铝产业链一体化优势持续释放，高端加工业务支撑盈利中枢上移，我们对公司营收和归母净利润的调整核心逻辑如下：

营收端受原料价格下降影响短期不及预期，长期增长逻辑不变：2026-2027年受益于几内亚铝土矿供给收紧带来的资源溢价及汽车板、航空板等高端产品放量，营收盘稳固在346.7亿，但我们对2025年氧化铝价格崩盘后的修复节奏进行了理性回调。剔除2025年Q4过于乐观的高价预期后，2025年营业收入实际值346亿元（较预测值379.2亿元下调）；

2026年盈利端上调，资源壁垒增厚安全垫：得益于印尼宾坦工业园低成本氧化铝项目的满产运行及下游高附加值产品占比提升，2026年归母净利润预测38.5亿元（较上期上调8.5%）。

基于上述现金流模型的修正，我们将DDM估值上调至836亿元。这一调整主要源于2026年盈利预期的改善以及月度滚动带来的折现期缩短，而非对公司远期终局逻辑的根本性改变。

公司基本信息



公司细分市场为氧化铝、电解铝及高端铝加工产品的生产与销售，核心下游应用集中于建筑、交通运输（如汽车、轨道交通）、航空航天、新能源及包装等领域。公司依托山东本土电解铝产能与印尼优质铝土矿资源，构建“海外原料+国内冶炼+高端制造”一体化产业链布局，具备较强的资源保障能力与成本控制优势。

公司深度评级

所属行业	能源及材料	成长空间	↑ ★★☆☆☆	DDM估值：价值	836.20亿(较上期+1.12%)
当前股价	4.63元	盈利趋势	★★★☆☆	状态	低估(上行空间+57%)
总市值	531.70亿	产业格局	★★★★☆		
PE-TTM	12.87	护城河	★★★★☆	动态估值：价值	854.82亿(较上期+1.55%)
PB-MRQ	1.04			状态	低估(上行空间+61%)

公司盈利预测

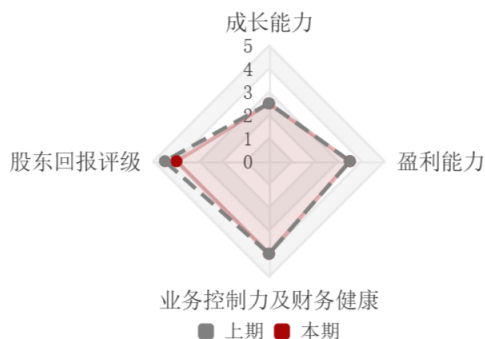
南山铝业	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	288.4	334.8	346.2	346.7	359.3	407.6	428.5	428.9
归母净利润(亿)	35.7	51.7	47.1	38.5	41.3	48.2	53.1	49.6
归母净利润增速(%)	-1.3	44.8	-8.9	-18.1	7.1	16.8	10.0	-6.5
经营性净利润(亿)	39.0	57.5	55.7	38.8	41.4	49.1	55.2	51.2
经营性净利润增速(%)	0.7	47.4	-3.1	-30.4	6.7	18.5	12.6	-7.3
经营性归母净利润(亿)	34.8	49.9	45.2	31.5	34.1	41.0	45.8	42.4
经营性归母净利润增速(%)	-2.1	43.5	-9.5	-30.4	8.4	20.1	11.9	-7.5

资料来源：壹评级

量化评级变动分析

经营绩效评级

经营绩效变动趋势图



数据来源：壹评级整理

本期数据截取时间：2026-03-31

股东回报评级下降0.5星级：上期星级4.5星，本期星级4.0星。

近期由于市场结构性行情，公司股价下降，导致股东回报星级下降。

深度评级变动分析

四维深度评级

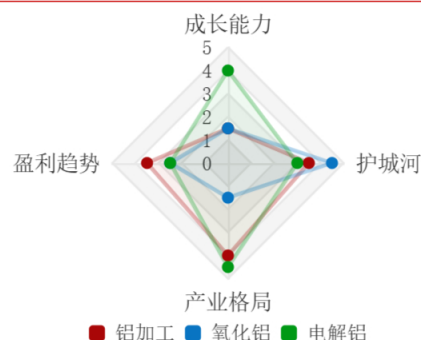
四维深度评级变动趋势图



数据来源：壹评级整理

本期数据截取时间：2026-06-05

分业务四维深度评级情况



数据来源：壹评级整理

本期数据截取时间：2026-06-05

成长空间提升0.5星级：上期星级1.5星，本期星级2.0星。

氧化铝2025年价格低于预期，导致基数下降，因此未来成长空间增速略有上修，星级提高。

估值评级

1. 营业收入预测变动

我们对公司营业收入的预测出现“2025年小幅下修，2026-2027年显著上调”的变动（2026年营收预测从319.4亿元上调至346.7亿元，增幅约8.55%；2025年营收预测从379.2亿元下调至346亿元，降幅约8.76%）。这一变动主要反映了对上游原材料供给扰动及下游高端需求复苏的重新定价。

上游供给受限推高营收预期（核心驱动）：此前市场对公司2026年的铝土矿供应持平稳态度，但随着几内亚铝土矿出口政策的不确定性增加（限制措施），我们预计2026年铝土矿供给将趋紧。这虽然增加了成本压力，但也推高了氧化铝及电解铝的市场价格中枢。考虑到公司具备较高的铝土矿自给率，这种供给侧的扰动反而有利于公司通过量价齐升实现营收规模的扩张，因此我们将2026年营收预测上调。

2025年价格回归理性：2025年不及预期主要是对四季度氧化铝价格崩盘的修正。原预测中对2025年全年的高价氧化铝过于乐观，实际上Q4价格快速回落导致全年均价不及预期。

2. 归母净利润预测变动

2025年，公司归母净利润不及此前预期（预测值54亿元，实际值47.7亿元），主因氧化铝价格在第四季度降幅较大。未来三年，我们对公司归母净利润的预测调整为“2026年盈利能力结构性修复”（2026年净利润预测从35.5亿元上调至38.5亿元，增幅约8.45%），这一变动主要源于产业链利润向拥有矿产资源的龙头集中，以及深加工业务的放量。

铝土矿资源溢价增厚利润：2026年净利润的上调幅度与营收增长基本匹配，核心逻辑在于几内亚铝土矿的限制使得拥有海外优质矿山资源的企业获得了更高的超额收益。在原预测中，我们未充分计入短期政策限制矿石带来的资源溢价。

高端铝加工回暖：2026年净利润维持在较高水平且呈现上升趋势，另一大支撑在于公司切入下游高端汽车板及航空板市场。随着铝加工市场的回暖，高端产品的加工费企稳回升，直接增厚了单吨净利。相比之下，2025年受困于行业竞争加剧和原料价格剧烈波动，利润基数较低，随着2026年供需格局改善，盈利能力有望迎来修复。

盈利预测

核心假设及逻辑

公司业务包括铝加工、氧化铝、电解铝，我们分业务进行盈利预测并估值，各业务核心假设及逻辑如下：

铝加工

收入假设：

量：2026年高端铝材销量约102万吨，2030年有望达到120万吨以上，增量主要来自汽车板、航空板及电池箔产能释放，其中20万吨汽车板在建产能将于2026年逐步投产。远期产能有望突破200万吨，受益于新能源车轻量化与国产大飞机供应链加速导入。

价：2026年均价约2.4万元/吨，高端产品溢价显著；长期看，在航空航天、动力电池等高附加值领域占比提升下，价格中枢有望维持在1.9万元/吨左右（假设电解铝远期价格下降）。

盈利能力假设：

短期：2026年成本约1.9万元/吨，毛利率约19%。受益于客户结构优化与良品率提升，盈利稳健。

长期：随着高毛利产品（如航空厚板、电池箔）占比提升至60%以上，叠加上游电解铝自供降本，ROIC有望稳定在11.3%，成为公司利润核心支柱。

氧化铝

收入假设：

量：2026年销量约450万吨以上（氧化铝粉口径），2027年有望达500万吨以上，依托印尼400万吨/年满产运行及二期扩建推进，远期权益产量有望达600万吨。增长完全来自海外低成本产能释放，国内无新增。

价：2026年印尼均价3350元/吨（氧化铝口径），显著高于公司成本；长期看，受益于全球铝土矿品位下降及海运成本支撑，价格中枢预计维持在2600元/吨。

盈利能力假设：

短期：2026年成本约1500元/吨（氧化铝粉口径），毛利率约21%。印尼项目享受20年免税政策，成本优势突出。

长期：凭借资源自给+低电价+政策红利，ROIC有望稳定在10.8%，成为稳健的现金牛业务。

电解铝

收入假设：

量：2025年国内自产自用68万吨，2027年电解铝有望放量，远期印尼规划100万吨，彻底摆脱国内产能天花板限制，打开全新成长空间。

价：2026年均价约2.2万元/吨，当前铝价已回升至2.1万元/吨以上；长期看，回归正常盈利，价格中枢有望维持在1.65万元/吨。

盈利能力假设：

短期：等待2027年电解铝放量。

长期：依托“印尼氧化铝—电解铝”一体化模式，ROIC有望稳态期维持在10.0%。

公司整体业绩预测

南山铝业	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	288.4	334.8	346.2	346.7	359.3	407.6	428.5	428.9
归母净利润(亿)	35.7	51.7	47.1	38.5	41.3	48.2	53.1	49.6
归母净利润增速(%)	-1.3	44.8	-8.9	-18.1	7.1	16.8	10.0	-6.5
经营性净利润(亿)	39.0	57.5	55.7	38.8	41.4	49.1	55.2	51.2
经营性净利润增速(%)	0.7	47.4	-3.1	-30.4	6.7	18.5	12.6	-7.3
经营性归母净利润(亿)	34.8	49.9	45.2	31.5	34.1	41.0	45.8	42.4
经营性归母净利润增速(%)	-2.1	43.5	-9.5	-30.4	8.4	20.1	11.9	-7.5

数据来源：壹评级

公司分业务业绩预测

铝加工	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	205.9	233.4	252.0	272.4	262.8	264.4	267.8	270.9
收入增速(%)	-26.8	13.3	8.0	8.1	-3.5	0.6	1.3	1.2
经营性净利润(亿)	25.6	25.6	29.4	29.7	27.9	28.0	30.0	32.2
经营性净利率(%)	12.4	11.0	11.7	10.9	10.6	10.6	11.2	11.9
经营性净利润增速(%)	-19.3	-0.2	15.1	1.0	-6.2	0.4	7.2	7.3
氧化铝	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	57.3	84.0	88.8	69.0	68.0	82.8	100.2	97.4
收入增速(%)	57.4	46.6	5.7	-22.3	-1.3	21.6	21.1	-2.8
经营性净利润(亿)	10.3	29.1	25.0	7.9	8.9	12.6	17.6	12.1
经营性净利率(%)	18.0	34.7	28.2	11.4	13.1	15.2	17.6	12.4
经营性净利润增速(%)	113.8	182.6	-14.2	-68.5	13.3	41.0	39.8	-31.3
电解铝	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	0.0	0.0	0.0	0.0	23.0	55.0	55.1	55.1
收入增速(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	139.1	0.2	0.0
经营性净利润(亿)	0.0	0.0	0.0	0.0	3.4	7.3	6.4	5.7
经营性净利率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	14.7	13.2	11.6	10.3
经营性净利润增速(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	114.5	-11.9	-11.5
其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	25.2	17.3	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4
收入增速(%)	-20.8	-31.2	-68.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利润(亿)	3.1	2.8	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
经营性净利率(%)	12.3	16.2	24.6	22.9	22.9	22.9	22.8	22.8
经营性净利润增速(%)	40.6	-9.5	-52.9	-7.0	-0.0	-0.1	-0.0	0.0

数据来源：壹评级

动态估值

公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
氧化铝	2.0%	中低	一般	强	7.8%	14.2	12.3
铝加工	3.0%	中低	较好	强	7.8%	15.78	39.3
电解铝	3.0%	中低	非常好	较强	7.8%	15.78	5.0
其他	-	中低-	一般	一般	7.5%	10.31	1.1
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
氧化铝(亿)	94.6	89.2	183.8	45.9	32.0	-	197.7
铝加工(亿)	267.5	317.1	584.6	130.3	102.3	-	612.6
电解铝(亿)	-5.1	40.5	35.4	-	6.5	-	28.9
其他(亿)	9.9	6.2	16.1	2.8	3.2	-	15.6
公司整体测算(亿)	366.9	453.0	819.8	179.0	144.0	-	854.8

数据来源：壹评级

DDM估值

公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
氧化铝(亿)	116.4	69.2	185.6	45.9	34.0	-	197.5
铝加工(亿)	332.6	236.0	568.6	130.3	104.7	-	594.2
电解铝(亿)	3.3	29.4	32.7	-	6.0	-	26.7
其他(亿)	12.1	6.7	18.9	2.8	3.8	-	17.8
公司整体测算(亿)	464.5	341.3	805.7	179.0	148.5	-	836.2

数据来源：壹评级

估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性一般，主要源于其业务结构兼具周期性与成长性。电解铝和氧化铝业务仍受大宗商品价格、能源成本及海外政策等外部因素扰动，盈利波动性未完全消除。印尼项目虽带来显著成本优势，但地缘政治、汇率及运营风险仍存，估值锚定难度较大，因而整体估值确定性处于较低水平。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断, 不保证所包含信息不发生任何变更。在不同时期, 本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时, 本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改, 客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用, 均不构成对任何人的投资建议, 本公司不对任何人因使用本研究资料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。本研究资料版权归“壹评级”所有, 未经事先书面授权, 任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“壹评级”, 且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。