

盈利环比修复，再生铝与新产品护航企业长远发展

——明泰铝业 22 年报及 23 年一季报点评

核心观点

- **事件：**公司近期发布 2022 年年报和 2023 年一季报，全年实现营收 277.8 亿元，同比+12.9%；实现归母净利 16.0 亿元，同比-13.7%。23Q1 实现营收 60.9 亿元，同比-18.6%；实现归母净利 3.5 亿元，同比-40.2%。营收环比+5.8%，归母净利+26.6%。
- **22 年铝板带箔销量提升 2%，市占率维持 9%。**22 年受下游运输和开工影响，公司铝板带箔产销与去年基本持平，销量达 116.5 万吨，行业市占率约为 9%。23Q1 铝板带箔销量达 29.7 万吨，且 3 月单月销量约 11.5 万吨，下游需求呈回暖态势。
- **22Q3 单吨净利触底，23Q1 归母单吨净利近 1200 元/吨。**22Q3-23Q1 公司单吨归母净利分别为 749、1003、1192 元/吨，吨净利逐季度修复，随着新产品占比提升、再生铝自给率的提升以及规模效应的释放，单吨净利有望持续抬升；
- **再生铝产能超 100 万吨，发布首份 ESG 报告。**再生铝能耗仅为原铝的 5%，可节约 3.4 吨标煤/吨，在双碳背景下已成为全球鼓励发展方向，公司目标再生铝产能提升到 140 万吨，随着自给率的提升不仅有望进一步降低原材料成本，同时在海外以及新能源领域未来有望享受溢价。
- **加速义瑞新项目，推动产品高端化转型。**义瑞新材新项目生产需求日益增长的电池壳及水冷板新能源材料，同时公司电池箔、电子箔、铝塑膜等汽车领域产品日益丰富，产品结构有望持续优化，带动公司盈利能力提升。

盈利预测与投资建议

- 考虑宏观经济需求不及预期，我们下调公司销量以及毛利率假设，预计公司 2023-2025 年 EPS 为 1.74、2.02、2.51 元/股（23-24 年原 2.14、2.45 元/股）。根据可比公司 2023 年 11X PE 的估值，维持买入评级，目标价 19.14 元。

风险提示

募投项目进度不及预期风险、产品升级不及预期风险、宏观经济增速放缓、全球疫情反复风险。

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	24,613	27,781	28,363	32,778	35,986
同比增长(%)	50.7%	12.9%	2.1%	15.6%	9.8%
营业利润(百万元)	2,173	1,954	2,026	2,351	2,924
同比增长(%)	66.6%	-10.1%	3.7%	16.1%	24.4%
归属母公司净利润(百万元)	1,852	1,599	1,683	1,954	2,432
同比增长(%)	73.1%	-13.7%	5.3%	16.1%	24.4%
每股收益(元)	1.91	1.65	1.74	2.02	2.51
毛利率(%)	12.8%	9.8%	10.5%	10.8%	11.1%
净利率(%)	7.5%	5.8%	5.9%	6.0%	6.8%
净资产收益率(%)	19.2%	14.0%	13.0%	13.4%	14.6%
市盈率	7.3	8.4	8.0	6.9	5.5
市净率	1.3	1.1	1.0	0.9	0.8

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2023年04月28日）	13.86 元
目标价格	19.14 元
52 周最高价/最低价	30.85/12.94 元
总股本/流通 A 股（万股）	96,982/96,982
A 股市值（百万元）	13,442
国家/地区	中国
行业	有色金属
报告发布日期	2023 年 05 月 04 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-2.25	-12.82	-26.87	-37.49
相对表现	-2.16	-13.56	-23.22	-40.24
沪深 300	-0.09	0.74	-3.65	2.75



证券分析师

刘洋	021-63325888*6084 liuyang3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520010002 香港证监会牌照：BTB487
李一冉	liyiran@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523040001

联系人

孟宪博	mengxianbo@orientsec.com.cn
滕朱军	tengzhujun@orientsec.com.cn
李柔璇	lirouxuan@orientsec.com.cn

相关报告

新能源和再生铝持续推进，内生成长可期：——明泰铝业三季报点评	2022-11-01
坚定产品优化升级，拟新建 25 万吨电池料项目：——明泰铝业半年报和非公开发行点评	2022-08-23
弱化短期博弈、聚焦中期发展、穿越周期可期：——明泰铝业半年报业绩预增点评	2022-07-14

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格（元）	每股收益（元）				市盈率			
		2023/4/28	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
南山铝业	600219	3.39	0.30	0.35	0.37	0.40	11.29	9.82	9.14	8.55
鼎胜新材	603876	36.90	2.82	3.60	4.22	4.51	13.10	10.25	8.75	8.18
华峰铝业	601702	13.56	0.67	1.01	1.25	1.47	20.34	13.43	10.88	9.25
东阳光	600673	7.77	0.41	0.63	0.92	1.12	18.84	12.25	8.41	6.94
	调整后 平均						15.97	11.25	8.94	8.37

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,909	1,876	2,467	3,076	4,761	营业收入	24,613	27,781	28,363	32,778	35,986
应收票据、账款及款项融资	3,003	3,569	3,643	4,211	4,623	营业成本	21,469	25,071	25,375	29,246	31,978
预付账款	662	565	576	666	731	营业税金及附加	111	140	143	165	181
存货	3,724	3,867	3,914	4,511	4,932	销售费用	74	71	76	85	25
其他	2,474	1,861	1,861	1,864	1,866	管理费用及研发费用	1,189	1,242	1,281	1,462	1,421
流动资产合计	12,771	11,737	12,462	14,327	16,913	财务费用	81	(133)	11	9	(0)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	(31)	(9)	1	10	7
固定资产	3,686	5,018	5,689	6,208	6,493	公允价值变动收益	(6)	(1)	0	0	0
在建工程	1,072	692	911	812	555	投资净收益	51	48	50	50	50
无形资产	442	432	422	412	401	其他	408	508	500	500	500
其他	957	1,075	1,075	1,075	1,075	营业利润	2,173	1,954	2,026	2,351	2,924
非流动资产合计	6,157	7,217	8,097	8,507	8,524	营业外收入	2	4	0	0	0
资产总计	18,929	18,955	20,560	22,834	25,437	营业外支出	32	8	5	5	5
短期借款	376	291	291	291	291	利润总额	2,142	1,950	2,021	2,346	2,919
应付票据及应付账款	3,683	2,645	2,677	3,085	3,373	所得税	251	308	303	352	438
其他	2,415	2,034	2,039	2,079	2,108	净利润	1,890	1,642	1,718	1,994	2,482
流动负债合计	6,474	4,969	5,007	5,455	5,772	少数股东损益	38	44	34	40	50
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1,852	1,599	1,683	1,954	2,432
应付债券	1,050	985	984	984	984	每股收益(元)	1.91	1.65	1.74	2.02	2.51
其他	336	363	363	363	363						
非流动负债合计	1,386	1,348	1,347	1,347	1,347	主要财务比率					
负债合计	7,860	6,317	6,354	6,802	7,119		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	394	435	470	510	559	成长能力					
实收资本(或股本)	682	970	970	970	970	营业收入	50.7%	12.9%	2.1%	15.6%	9.8%
资本公积	4,346	4,187	4,187	4,187	4,187	营业利润	66.6%	-10.1%	3.7%	16.1%	24.4%
留存收益	5,499	6,904	8,427	10,213	12,449	归属于母公司净利润	73.1%	-13.7%	5.3%	16.1%	24.4%
其他	147	141	153	153	153	获利能力					
股东权益合计	11,068	12,637	14,206	16,032	18,318	毛利率	12.8%	9.8%	10.5%	10.8%	11.1%
负债和股东权益总计	18,929	18,955	20,560	22,834	25,437	净利率	7.5%	5.8%	5.9%	6.0%	6.8%
						ROE	19.2%	14.0%	13.0%	13.4%	14.6%
						ROIC	17.5%	11.6%	11.8%	12.2%	13.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	41.5%	33.3%	30.9%	29.8%	28.0%
净利润	1,890	1,642	1,718	1,994	2,482	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	332	240	520	625	722	流动比率	1.97	2.36	2.49	2.63	2.93
财务费用	81	(133)	11	9	(0)	速动比率	1.40	1.58	1.70	1.80	2.07
投资损失	(51)	(48)	(50)	(50)	(50)	营运能力					
营运资金变动	796	(1,870)	(98)	(818)	(590)	应收账款周转率	24.4	27.4	33.3	35.3	34.5
其它	(982)	(688)	13	10	7	存货周转率	7.0	6.6	6.5	6.9	6.7
经营活动现金流	2,067	(856)	2,114	1,771	2,571	总资产周转率	1.6	1.5	1.4	1.5	1.5
资本支出	(1,771)	(1,162)	(1,400)	(1,035)	(740)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	1.91	1.65	1.74	2.02	2.51
其他	139	1,763	50	50	50	每股经营现金流	3.03	-0.88	2.18	1.83	2.65
投资活动现金流	(1,632)	601	(1,350)	(985)	(690)	每股净资产	11.01	12.58	14.16	16.01	18.31
债权融资	(167)	(66)	(1)	0	0	估值比率					
股权融资	363	129	0	0	0	市盈率	7.3	8.4	8.0	6.9	5.5
其他	(343)	(273)	(172)	(178)	(195)	市净率	1.3	1.1	1.0	0.9	0.8
筹资活动现金流	(147)	(210)	(172)	(178)	(195)	EV/EBITDA	4.7	5.9	4.7	4.1	3.3
汇率变动影响	(10)	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	5.4	6.6	5.9	5.1	4.1
现金净增加额	277	(466)	591	608	1,685						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。