

分析师: 刘智
 登记编码: S0730520110001
 liuzhi@ccnew.com 021-50586775
 研究助理: 李泽森
 登记编码: S0730121070006
 lizs1@ccnew.com 021-50586702

项目建设稳中有进, 盈利有望逐步修复

——明泰铝业(601677)公司点评报告

证券研究报告-公司点评报告

增持(首次)

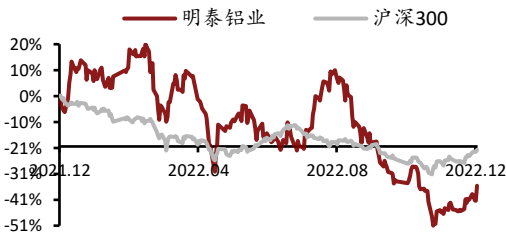
市场数据(2022-12-09)

收盘价(元)	17.69
一年内最高/最低(元)	46.51/13.39
沪深 300 指数	3,998.24
市净率(倍)	1.46
流通市值(亿元)	170.85

基础数据(2022-09-30)

每股净资产(元)	12.11
每股经营现金流(元)	0.75
毛利率(%)	10.42
净资产收益率_摊薄(%)	11.13
资产负债率(%)	37.43
总股本/流通股(万股)	96,582.80/96,582.80
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券

相关报告

- 《明泰铝业(601677)公司点评报告: 及时因应市场变化, 净利润逆势增长》 2020-07-17
- 《明泰铝业(601677)公司点评报告: 交通铝型材量产, 盈利水平提升》 2019-09-11
- 《明泰铝业(601677)公司点评报告: 点评报告》 2012-04-20

联系人: 马焱琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

发布日期: 2022 年 12 月 12 日

投资要点:

- 公司是我国铝压延加工及再生铝保级应用的龙头企业。公司主营业务为铝板带箔、铝型材、再生资源综合利用业务, 产品广泛应用于新能源、新材料、5G 通讯、医药包装、食品包装、交通运输、特高压输电、轨道车体、军工等领域。公司拥有先进的铝灰处理生产线和再生铝工艺技术装备, 推动铝资源循环高效利用, 在实现降本增效的同时, 推动高性能再生铝合金开发及应用。公司现拥有年处理废铝规模 68 万余吨、12 万吨铝灰渣综合利用产能, 在建 70 万吨再生铝保级应用产能, 达到国际先进水平。
- 受到铝锭价格下跌、公司在制品计提存货跌价损失、外贸销量和盈利下滑等原因影响, 公司第三季度盈利同比下降。2022 年公司前三季度营业收入为 220.20 亿元, 同比增长 29.15%; 实现归母净利润 13.19 亿元, 同比增长-5.87%; 实现扣非归母净利润 10.74 亿元, 同比增长-10.09%。第三季度公司营业收入为 65.41 亿元, 同比增长 3.97%; 实现归母净利润 2.29 亿元, 同比增长-58.96%; 实现扣非归母净利润 1.41 亿元, 同比增长-70.03%。2022 年第二季度上海有色 A00 铝锭现货均价为 20636 元/吨, 第三季度为 18350 元/吨, 环比下降 11.08%; 公司国内销售产品主要采用“上海有色金属网现货铝价+加工费”确定, 发货时铝价低于库存成本导致盈利下滑; 欧盟反倾销及国外客户消耗库存导致外贸销量有所下滑, 国内外铝锭价格倒挂减弱外贸盈利; 10 月份郑州疫情对子公司明晟新材的人员通勤到岗受到一定影响。随着疫情防控政策的不断优化、国外铝需求步入旺季, 公司外贸需求有望回升, 盈利有望逐步修复。
- 再生铝是我国铝行业高质量发展过程中的重要组成部分, 发展前景广阔。目前全球再生铝产量的增量主要来自我国, 我国再生铝产量从 2006 年的 66.5 万吨增长至 2021 年的 830.4 万吨, 基本呈逐年递增趋势。再生铝的生产主要来源于废旧铝、废铝合金材料或含铝的废料经过重新融化提炼而得到的铝合金或铝金属, 主要以铝合金的形式出现。与传统生产原铝方式相比, 每吨再生铝比每吨原铝生产节约 3.4 吨标准煤, 节水 22 立方米, 减少固体废物排放 20 吨, 再生铝单位产品能耗、碳排放分别为电解铝的 5%、2%。预计“十四五”时期将是废铝产出量加速的过程, 每年增幅约 15%, 届时中国将成为废铝资源大国, 为我国再生铝行业发展提供有力支撑。国内对于再生铝的刚性需求依然很大, 根据《“十四五”循环经济发展规划》和《有色金属行业碳达峰实施方案》的发展目标, 到 2025 年国内再生铝产量将达到 1150 万吨, 将有效减少碳排放

1 亿吨以上。公司预计今年再生铝锭产量为 65 万吨，2023 年产量约为 80 万吨。

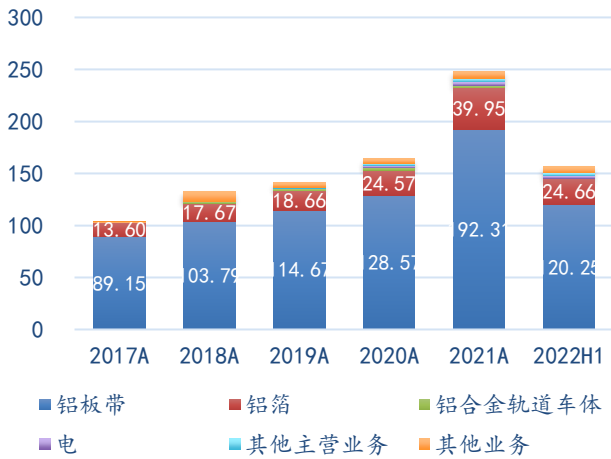
- **公司拟发行定增用于“年产 25 万吨新能源电池材料项目”。**新建冷轧车间、铝箔车间，采用国内采购和引进相结合的方式，配置先进的轧机和辅助生产设备，提升公司的装备技术水平，使得公司具备生产高附加值产品的加工能力。该项目计划年产 25 万吨新能源电池用铝产品，主要产品为近年来市场需求增长较大的锂电池用铝箔、铝塑膜、电池 pack 包用铝及电池水冷板等。随着新生产线的投产，公司产品质量、产品性能和尺寸精度等方面都会提升一个档次。项目建设期为 2 年，总投资为 40.35 亿元，拟使用募集资金不超过 20 亿元，项目达产后，运营期平均净利润为 6.16 亿元。公司预计将 25 万吨新能源产品拆分为 15 万吨电池壳体带材、5 万吨水冷板、3-5 万吨电池箔和铝塑膜箔。
- **公司重点推进义瑞新材年产 70 万吨绿色新型铝合金材料项目建设。**该项目定位国家急需的战略性新兴铝合金材料、废旧资源高值保级利用两个重点领域，建成现代化标准厂房 15 万平方米，再生铝生产线 2 台瓦格斯塔夫铝合金扁锭铸造机建成投产，1+4 热连轧生产线建成投产单机架双卷取热粗轧，六辊冷轧机建成投产。义瑞新材单机架双卷取热轧适合生产市场需求增长迅速的电池壳及水冷板等新能源材料，导入前期积累的钎焊复合材料生产技术后可弥补市场需求缺口。
- **给予公司“增持”投资评级。**预计公司 2022、2023 和 2024 年全面摊薄后的 EPS 分别为 1.95 元、2.62 元和 3.07 元，按照 12 月 9 日 17.69 元的收盘价计算，对应的 PE 分别为 8.92 倍、6.64 倍和 5.66 倍。考虑到美联储加息放缓预期增强、下游新能源汽车、电力等产业旺盛需求、再生铝良好的发展前景，随着未来公司新建产能的建成和释放，预计公司营收和盈利会继续保持增长；目前公司估值水平相对合理，结合行业发展前景及公司行业地位，首次覆盖，给予公司“增持”投资评级。

风险提示：(1) 美联储加息超预期；(2) 国际宏观经济下行；(3) 地缘政治冲突加剧；(4) 行业政策变化；(5) 行业竞争加剧；(6) 原材料价格大幅波动；(7) 下游需求不及预期；(8) 公司产能供给不及预期

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	16,333	24,613	29,965	35,277	40,670
增长比率(%)	15.45	50.69	21.75	17.72	15.29
净利润(百万元)	1,070	1,852	1,881	2,529	2,968
增长比率(%)	16.69	73.08	1.59	34.41	17.38
每股收益(元)	1.11	1.92	1.95	2.62	3.07
市盈率(倍)	15.69	9.06	8.92	6.64	5.66

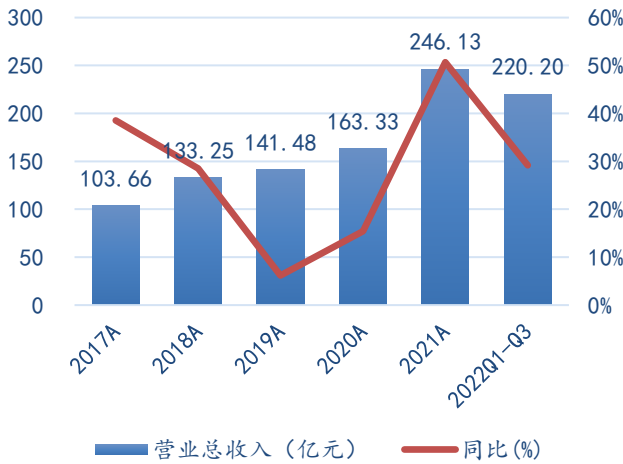
资料来源：中原证券

图 1：公司分产品营收（截至 2022 年半年报）



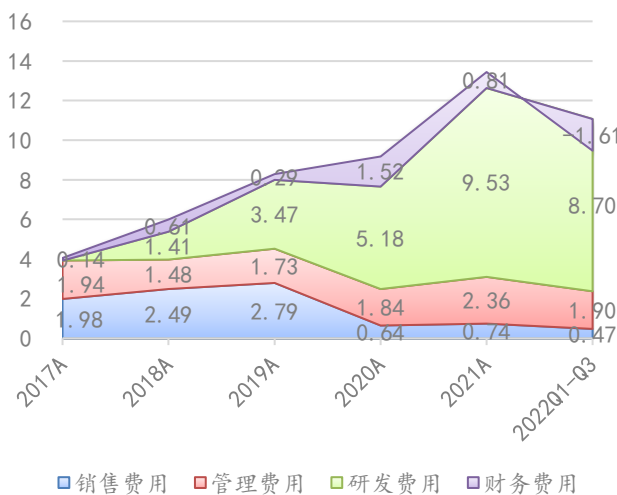
资料来源：Wind，中原证券

图 3：公司营收及同比（截至 2022 年三季度报）



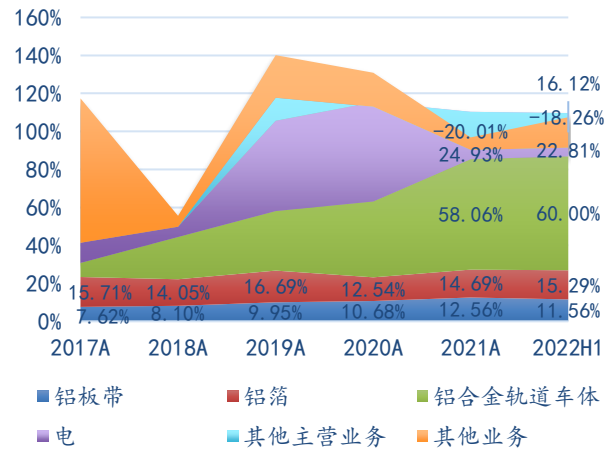
资料来源：Wind，中原证券

图 5：公司费用情况（亿元）



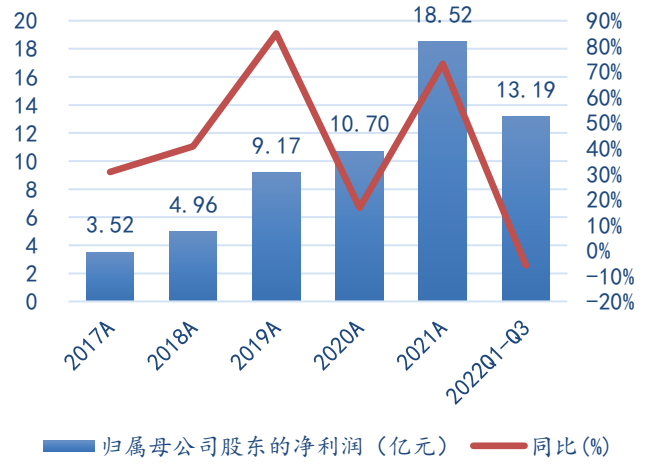
资料来源：Wind，中原证券

图 2：公司分产品毛利率（截至 2022 年半年报）



资料来源：Wind，中原证券

图 4：公司归母净利润及同比（截至 2022 年三季度报）



资料来源：Wind，中原证券

图 6：A00 铝锭现货均价（元/吨）



源：上海有色网，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	8,339	12,771	13,193	16,339	19,729
现金	2,073	2,909	4,911	6,946	8,699
应收票据及应收账款	804	2,779	2,669	3,161	3,766
其他应收款	29	15	12	29	43
预付账款	430	662	590	628	721
存货	2,362	3,724	3,648	3,805	4,299
其他流动资产	2,642	2,682	1,363	1,769	2,202
非流动资产	4,434	6,157	6,888	6,979	7,128
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2,945	3,686	4,462	4,846	5,135
无形资产	363	442	469	507	544
其他非流动资产	1,125	2,029	1,957	1,627	1,449
资产总计	12,773	18,929	20,081	23,318	26,857
流动负债	2,348	6,474	5,956	6,820	7,565
短期借款	0	376	329	591	717
应付票据及应付账款	1,641	3,683	3,761	4,189	4,688
其他流动负债	707	2,415	1,866	2,040	2,160
非流动负债	1,408	1,386	1,322	1,322	1,322
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1,408	1,386	1,322	1,322	1,322
负债合计	3,756	7,860	7,278	8,142	8,887
少数股东权益	360	394	441	497	559
股本	661	682	958	958	958
资本公积	4,107	4,346	4,069	4,069	4,069
留存收益	3,783	5,499	7,187	9,505	12,236
归属母公司股东权益	8,658	10,674	12,362	14,679	17,411
负债和股东权益	12,773	18,929	20,081	23,318	26,857

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	875	2,067	2,234	2,638	2,646
净利润	1,092	1,890	1,928	2,585	3,031
折旧摊销	390	434	503	538	587
财务费用	99	72	51	66	90
投资损失	-81	-51	-30	-39	-49
营运资金变动	-704	-274	-214	-509	-1,019
其他经营现金流	80	-4	-4	-3	5
投资活动现金流	596	-1,632	124	-588	-692
资本支出	-355	-399	-1,230	-627	-741
长期投资	943	-728	1,324	0	0
其他投资现金流	7	-505	30	39	49
筹资活动现金流	-115	-147	-356	-15	-201
短期借款	-310	376	-47	262	126
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	45	21	276	0	0
资本公积增加	525	239	-277	0	0
其他筹资现金流	-375	-784	-308	-277	-327
现金净增加额	1,345	277	2,002	2,035	1,753

资料来源：中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	16,333	24,613	29,965	35,277	40,670
营业成本	14,412	21,469	26,711	31,083	35,699
营业税金及附加	78	111	138	159	195
营业费用	64	74	90	109	142
管理费用	184	236	243	279	309
研发费用	518	953	1,052	1,196	1,371
财务费用	152	81	-8	40	44
资产减值损失	-47	-13	0	0	0
其他收益	351	413	423	459	484
公允价值变动收益	11	-6	0	0	0
投资净收益	81	51	30	39	49
资产处置收益	-5	-6	8	7	4
营业利润	1,304	2,173	2,200	2,916	3,447
营业外收入	1	2	4	3	7
营业外支出	4	32	8	7	16
利润总额	1,301	2,142	2,196	2,912	3,439
所得税	210	251	268	327	408
净利润	1,092	1,890	1,928	2,585	3,031
少数股东损益	22	38	47	56	62
归属母公司净利润	1,070	1,852	1,881	2,529	2,968
EBITDA	1,759	2,648	2,658	3,448	4,026
EPS (元)	1.82	2.77	1.95	2.62	3.07

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入 (%)	15.45%	50.69%	21.75%	17.72%	15.29%
营业利润 (%)	7.45%	66.59%	1.27%	32.51%	18.24%
归属母公司净利润 (%)	16.69%	73.08%	1.59%	34.41%	17.38%
获利能力					
毛利率 (%)	11.76%	12.77%	10.86%	11.89%	12.22%
净利率 (%)	6.55%	7.52%	6.28%	7.17%	7.30%
ROE (%)	12.36%	17.35%	15.22%	17.23%	17.05%
ROIC	11.22%	15.64%	13.40%	15.41%	15.40%
偿债能力					
资产负债率 (%)	29.40%	41.53%	36.24%	34.92%	33.09%
净负债比率 (%)	41.65%	71.02%	56.85%	53.65%	49.46%
流动比率	3.55	1.97	2.21	2.40	2.61
速动比率	2.28	1.25	1.47	1.72	1.92
营运能力					
总资产周转率	1.33	1.55	1.54	1.63	1.62
应收账款周转率	20.20	25.33	25.26	25.57	24.37
应付账款周转率	27.62	29.32	28.10	29.32	28.39
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.11	1.92	1.95	2.62	3.07
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.91	2.14	2.31	2.73	2.74
每股净资产 (最新摊薄)	8.96	11.05	12.80	15.20	18.03
估值比率					
P/E	15.69	9.06	8.92	6.64	5.66
P/B	1.94	1.57	1.36	1.14	0.96
EV/EBITDA	4.83	10.81	4.96	3.31	2.43

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。