

公司研究

多因素拖累 2022 年业绩，2023Q1 单季盈利环比持续改善

——明泰铝业（601677.SH）2022 年年报与 2023 年一季报点评

要点

事件：公司于 4 月 20 日晚发布 2022 年年报与 2023 年一季报，2022 年实现营收 277.8 亿元，同比增长 13%；归属于上市公司股东净利润 16 亿元，同比下降 14%；扣非归母净利润为 12.5 亿元，同比下降 14%。2023Q1 实现营收 60.9 亿元，同比下滑 19%，归母净利润 3.5 亿元，同比下降 40%。

点评：

加工费下调、欧盟反倾销、铝价走弱等多因素拖累 2022H2 业绩。受国内外需求走弱，公司 2022 年铝板带箔销量 117 万吨同比增幅较小（同比+1.7%），其中铝板带 96 万吨（同比+0.2%），铝箔 21 万吨（同比+9.2%）。下半年业绩出现下滑主要原因为：1) 2022H2 铝加工行业景气度有所回落，加工费下调；2) 欧盟反倾销以及国内外铝价倒挂导致 2022H2 出口业务盈利下滑；3) 2022H2 铝价明显回落，2022Q1-Q4 长江有色铝均价分别为 2.2/2.1/1.8/1.9 万元/吨。

2023Q1 盈利环比改善，现金流略有恢复，应收账款增长明显。2023Q1 铝产品销量 29.7 万吨，同比增长 4%，环比增长 5%。2022Q1-2023Q1 单季度扣非归母净利润分别为 4.9/4.5/1.4/1.8/2.8 亿元；公司盈利低点已过，季度盈利环比持续改善。现金流及应收账款整体表现较弱，2023Q1 经营活动现金流-5.7 亿元，较 2022Q4（-15.8 亿元）有所恢复，但仍为负值；应收账款由 2022 年末的 8 亿元升至 2023Q1 的 15 亿元。

高附加值产品占比不断提升。义瑞新材年产 70 万吨绿色新型铝合金材料项目（含动力电池料 10 万吨、电池铝箔坯料 10 万吨、铝塑膜坯料 5 万吨、汽车板坯料 10 万吨）的一期项目已投产。同时，公司拟通过非公开发行股票募资扩产新能源电池用铝产品（25 万吨/年，包括电池箔、铝塑膜、精切电池箔，电池 pack 包用板材、水冷板等）。项目建设期 2 年，预计达产后平均净利润 6.5 亿元/年。

盈利预测、估值与评级：公司高端产品的占比不断提升以及再生铝继续扩产之后带来成本端改善，看好业绩继续稳定增长。考虑行业景气度下滑以及铝价回落等因素，我们下调公司盈利预测，预计 2023-2024 年归母净利润为 18.9/22.2 亿元（较前次预测分别下调 37%/39%），新增 2025 年归母净利润预测为 24.9 亿元，同比增长 18.5%/17.0%/12.4%，对应当前股价的 PE 估值分别为 7/6/6X，考虑公司前期股价下跌已经反映业绩的变化，维持对公司的“增持”评级。

风险提示：铝价大幅波动风险；公司在建项目产能释放不及预期；应收账款大幅增长风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	24,613	27,781	32,794	36,234	40,260
营业收入增长率	50.69%	12.87%	18.04%	10.49%	11.11%
净利润（百万元）	1,852	1,599	1,894	2,216	2,492
净利润增长率	73.08%	-13.68%	18.48%	17.02%	12.44%
EPS（元）	2.71	1.65	1.95	2.29	2.57
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.35%	13.10%	13.59%	13.89%	13.68%
P/E	5	9	7	6	6
P/B	0.9	1.1	1.0	0.9	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-04-21

增持（维持）

当前价：14.18 元

作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

021-52523811

wangzh@ebsec.com

分析师：方驭涛

执业证书编号：S0930521070003

021-52523823

fangyutao@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	9.70
总市值(亿元):	137.52
一年最低/最高(元):	12.94/30.85
近 3 月换手率:	114.11%

股价相对走势

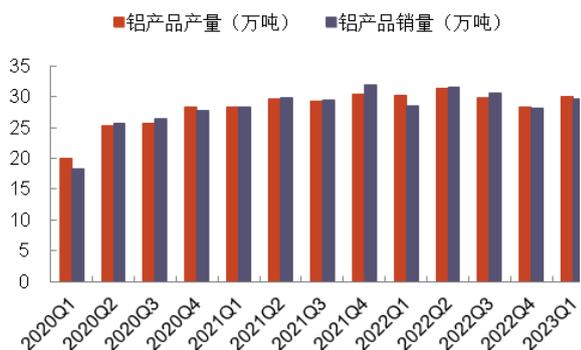


收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-13.89	-25.75	-55.41
绝对	-12.63	-29.77	-35.76

资料来源：Wind

图 1: 公司各季度铝产品产销量 (万吨)



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (2020Q1-2023Q1)

图 2: 公司单季度归母净利润变化 (亿元)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所 (2020Q1-2023Q1)

表 1: 公司单季度主要财务指标

单位: 亿元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
主营业务收入	48.87	58.72	62.91	75.63	74.89	79.90	65.41	57.61	60.93
同比增长率	27%	68%	44%	57%	53%	36%	4%	-24%	-19%
毛利	6.07	9.44	9.95	5.97	9.94	8.65	4.35	4.17	7.59
毛利率	12.43%	16.08%	15.82%	7.89%	13.27%	10.83%	6.64%	7.24%	12.46%
销售费用	0.14	0.12	0.16	0.32	0.19	0.09	0.18	0.24	0.23
财务费用	0.09	0.25	0.07	0.40	0.18	-1.06	-0.73	0.29	0.25
管理费用	0.47	0.56	0.70	0.62	0.70	0.59	0.61	0.57	0.56
研发费用	2.07	2.53	2.56	2.38	2.90	3.00	2.80	1.25	3.13
期间费用率	5.67%	5.89%	5.55%	4.93%	5.30%	3.29%	4.36%	4.07%	6.85%
资产减值损失	0.00	0.04	0.00	-0.18	0.00	-0.08	-0.06	-0.12	0.01
投资净收益	0.10	0.11	0.04	0.26	0.13	0.17	-0.08	0.27	-0.08
营业外收入	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00	0.02	0.02	0.00	0.00
营业外支出	0.01	0.01	0.15	0.15	0.00	0.04	0.04	0.00	0.00
税前利润	3.89	7.13	7.72	2.67	7.53	6.72	2.50	2.75	4.13
归属母公司净利润	3.23	5.21	5.57	4.50	5.91	5.00	2.29	2.79	3.54
净利率	6.62%	8.87%	8.86%	5.96%	7.89%	6.25%	3.50%	4.85%	5.80%
同比增长率	133%	410%	52%	28%	83%	-4%	-59%	-38%	-40%
扣非净利润	2.76	4.48	4.71	3.96	4.85	4.48	1.41	1.80	2.77
期末净资产	95	100	106	111	118	121	123	126	128
ROE (摊薄)	3.64%	5.57%	5.63%	4.31%	5.37%	4.35%	1.95%	2.32%	2.86%
存货/销售收入	12.87%	13.82%	14.73%	12.31%	15.08%	12.29%	13.45%	16.78%	17.55%
带息负债	10.9	10.3	11.8	14.3	14.1	11.2	12.4	12.8	11.9
货币资金	19.1	21.8	21.2	29.1	26.0	43.5	45.1	18.8	16.2
资产负债率	29.01%	33.30%	35.95%	41.53%	42.28%	39.70%	37.43%	33.33%	30.33%
存货金额	25.2	32.5	37.1	37.2	45.2	39.3	35.2	38.7	42.8
自由现金流	0.9	4.4	5.1	6.2	0.9	3.8	(0.1)	(15.0)	(6.3)
最新总股本(亿股)	9.70	9.70	9.70	9.70	9.70	9.70	9.70	9.70	9.70
摊薄 EPS (元/股)	0.333	0.537	0.575	0.464	0.609	0.515	0.236	0.288	0.365

资料来源: Wind, 光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	24,613	27,781	32,794	36,234	40,260
营业成本	21,469	25,071	29,299	32,253	35,836
折旧和摊销	433	532	593	627	658
税金及附加	111	140	164	181	201
销售费用	74	71	82	91	101
管理费用	236	247	295	326	362
研发费用	953	995	1,181	1,304	1,449
财务费用	81	-133	42	24	-8
投资收益	51	48	30	30	30
营业利润	2,173	1,954	2,325	2,721	3,061
利润总额	2,142	1,950	2,320	2,716	3,056
所得税	251	308	371	435	489
净利润	1,890	1,642	1,949	2,281	2,567
少数股东损益	38	44	55	65	75
归属母公司净利润	1,852	1,599	1,894	2,216	2,492
EPS (元)	2.71	1.65	1.95	2.29	2.57

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,067	-856	1,607	2,279	2,458
净利润	1,852	1,599	1,894	2,216	2,492
折旧摊销	433	532	593	627	658
净营运资金增加	62	2,544	1,315	968	1,126
其他	-280	-5,531	-2,196	-1,532	-1,817
投资活动产生现金流	-1,632	601	-665	-545	-420
净资本支出	-399	-167	-650	-550	-450
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-1,233	768	-15	5	30
融资活动现金流	-147	-210	461	-1,174	-219
股本变化	21	287	0	0	0
债务净变化	211	-151	663	-955	0
无息负债变化	3,894	-1,392	1,185	390	488
净现金流	277	-466	1,403	560	1,819

主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	12.8%	9.8%	10.7%	11.0%	11.0%
EBITDA 率	10.7%	8.4%	9.0%	9.3%	9.2%
EBIT 率	8.9%	6.5%	7.2%	7.6%	7.6%
税前净利润率	8.7%	7.0%	7.1%	7.5%	7.6%
归母净利润率	7.5%	5.8%	5.8%	6.1%	6.2%
ROA	10.0%	8.7%	8.6%	9.5%	9.5%
ROE (摊薄)	17.4%	13.1%	13.6%	13.9%	13.7%
经营性 ROIC	20.6%	11.6%	13.7%	14.9%	15.6%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	42%	33%	36%	32%	30%
流动比率	1.97	2.36	2.20	2.64	2.89
速动比率	1.40	1.58	1.55	1.86	2.09
归母权益/有息债务	7.48	9.56	7.18	16.20	18.50
有形资产/有息债务	12.88	14.44	11.36	23.88	26.71

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	18,929	18,955	22,591	24,113	26,939
货币资金	2,909	1,876	3,279	3,840	5,658
交易性金融资产	2,144	1,385	1,385	1,390	1,395
应收账款	1,146	800	1,299	1,435	1,594
应收票据	1,633	2,424	3,279	3,623	4,026
其他应收款 (合计)	15	16	18	20	22
存货	3,724	3,867	4,516	4,964	5,510
其他流动资产	487	525	551	568	588
流动资产合计	12,771	11,737	15,267	16,846	19,880
其他权益工具	419	422	422	422	422
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	3,686	5,018	4,922	4,753	4,503
在建工程	1,072	692	744	745	709
无形资产	442	432	473	508	547
商誉	7	7	7	7	7
其他非流动资产	412	559	610	610	610
非流动资产合计	6,157	7,217	7,324	7,267	7,059
总负债	7,860	6,317	8,166	7,601	8,089
短期借款	376	291	955	0	0
应付账款	933	992	1,159	1,276	1,418
应付票据	2,751	1,653	2,637	2,903	3,225
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	1,565	1,430	1,430	1,430	1,430
流动负债合计	6,474	4,969	6,945	6,380	6,868
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	1,050	985	985	985	985
其他非流动负债	233	233	233	234	234
非流动负债合计	1,386	1,348	1,220	1,221	1,221
股东权益	11,068	12,637	14,425	16,512	18,851
股本	682	970	970	970	970
公积金	4,659	4,539	4,672	4,672	4,672
未分配利润	5,185	6,552	8,152	10,174	12,437
归属母公司权益	10,674	12,202	13,935	15,956	18,220
少数股东权益	394	435	490	555	630

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	0.30%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%
管理费用率	0.96%	0.89%	0.90%	0.90%	0.90%
财务费用率	0.33%	-0.48%	0.13%	0.07%	-0.02%
研发费用率	3.87%	3.58%	3.60%	3.60%	3.60%
所得税率	12%	16%	16%	16%	16%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	0.28	0.17	0.20	0.24	0.26
每股经营现金流	3.03	-0.88	1.66	2.35	2.53
每股净资产	15.64	12.58	14.37	16.45	18.79
每股销售收入	36.06	28.65	33.81	37.36	41.51

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	5	9	7	6	6
PB	0.9	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	3.5	6.6	5.2	4.2	3.5
股息率	2.0%	1.2%	1.4%	1.7%	1.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE