

明泰铝业 (601677.SH)

一季度盈利能力大幅上修，消费复苏制造业龙头投资价值凸显

国内消费稳健复苏，公司 2023Q1 业绩回暖，龙头投资价值再次凸显。公司已于 4 月 21 日公布 2022 年报以及 2023 一季度。2022 年公司实现归母净利润 15.99 亿元，同比-13.68%，Q1-Q4 分别为 5.9/5.0/2.3/2.8 亿，下半年行业加工费下调叠加电解铝跌价利润大幅下滑；2023Q1 实现归母净利润 3.54 亿元，环比+27.3%，盈利能力修复明显。我们认为，公司作为国内铝板带加工龙头，高质量、低成本等核心竞争优势持续保持，经历过 2022 年铝价下跌、出口比价波动等不利因素影响过后，2023 年在加工费止跌、铝价企稳回升以及中国消费复苏大背景下，公司投资价值有望再次凸显。

2022 年产销微幅增长，下半年铝价下跌叠加加工费下调盈利能力环比回落。2022 年，公司实现销量 117 万吨，环比微增 2 万吨，铝板带、铝箔分别 96/21 万吨。全年单吨毛利约 2316 元/吨（2021 年为 2734 元），单吨净利 1367 元/吨（2021 年为 1610 元）。2022 年下半年公司部分产品因供需格局边际走弱加工费见顶回落，SHFE 铝价走强令出口铝利润及出口铝环比下滑。同时，6 月电解铝价格走弱令公司周转库存大幅跌价影响利润表现。

23Q1 产销环比持续增长，盈利能力环比修复。2023 第一季度公司实现销量 29.69 万吨，季度环比增加 1.8 万吨，1-3 月公司销量分别 8/10/11.5 万吨，月环比持续增长。单吨毛利约为 2590 元/吨（2022Q4 为 1511 元），单吨净利约为 1208 元/吨（2022Q4 为 1013 元），盈利能力环比修复。一季度铝价环比基本持平，盈利增长主要来自外贸出口利润改善及销量增长。

2023 年再生铝继续扩张，新能源材料占比有望提升。（1）铝板带箔：我们预计，2023 年公司铝板带箔产品销量 135 万吨附近，主要增量来自新能源材料，包括电池壳、铝塑膜、水冷板材料等，新能源相关产品占比提升同比带来平均加工费增长；（2）再生铝：建成投产义瑞新材 36 万吨再生铝项目，公司再生铝保级利用产能超 100 万吨，进一步降本增效；（3）伴随义瑞新材年产 70 万吨绿色新型铝合金材料项目建设，公司 2025 年 200 万吨铝板带+140 万吨再生铝目标加速推进。

盈利预测：2023 年行业暂无下调加工费驱动，按照公司一季度单吨净利 1200 元，135 万吨出货量推算，全年业绩底为 16.2 亿，未来产品结构改善及铝价上升提供业绩弹性。同时，公司计划投入不超过 1 亿资金用于套期保值，将部分抵御铝价波动风险。我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 288.07/335.78/383.08 亿元，归母净利润分别为 17.58/19.77/22.50 亿元，对应 PE 7.6/6.8/6.0 倍，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争恶化风险；加工费下跌风险；铝价下跌风险。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	24,613	27,781	28,807	33,578	38,308
增长率 yoy (%)	50.7	12.9	3.7	16.6	14.1
归母净利润(百万元)	1,852	1,599	1,758	1,977	2,250
增长率 yoy (%)	73.1	-13.7	10.0	12.5	13.8
EPS 最新摊薄(元/股)	1.91	1.65	1.81	2.04	2.32
净资产收益率(%)	17.1	13.0	12.6	12.6	12.7
P/E(倍)	7.3	8.4	7.6	6.8	6.0
P/B(倍)	1.3	1.1	1.0	0.9	0.8

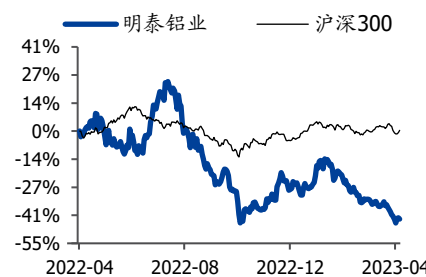
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	工业金属
前次评级	买入
4月28日收盘价(元)	13.86
总市值(百万元)	13,441.66
总股本(百万股)	969.82
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	17.09

股价走势



作者

分析师 王琪

执业证书编号: S0680521030003

邮箱: wangqi3538@gszq.com

研究助理 马越

执业证书编号: S0680121100007

邮箱: mayue@gszq.com

相关研究

- 《明泰铝业 (601677.SH): 三季报业绩底已现, 铝板带龙头静待新材料放量春风》2022-11-09
- 《明泰铝业 (601677.SH): 盈利增强&杠杆回升兑现 ROE 上行, 景气加持下业绩高增有望持续》2022-03-22

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	12771	11737	14912	17794	18938
现金	2909	1876	5093	5374	6622
应收票据及应收账款	2779	3224	3001	4255	4023
其他应收款	15	16	16	21	21
预付账款	662	565	707	775	916
存货	3724	3867	3905	5179	5166
其他流动资产	2682	2190	2190	2190	2190
非流动资产	6157	7217	6959	7412	7746
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	3686	5018	5046	5551	5875
无形资产	442	432	473	523	584
其他非流动资产	2029	1767	1440	1339	1287
资产总计	18929	18955	21871	25206	26685
流动负债	6474	4969	6500	8096	7633
短期借款	376	291	291	2058	291
应付票据及应付账款	3683	2645	3834	3739	4885
其他流动负债	2415	2034	2375	2299	2456
非流动负债	1386	1348	1094	987	824
长期借款	1050	985	731	624	461
其他非流动负债	336	363	363	363	363
负债合计	7860	6317	7594	9082	8456
少数股东权益	394	435	478	528	584
股本	682	970	970	970	970
资本公积	4346	4187	4187	4187	4187
留存收益	5499	6904	8527	10339	12409
归属母公司股东权益	10674	12202	13799	15596	17644
负债和股东权益	18929	18955	21871	25206	26685

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2067	-856	3630	-241	4298
净利润	1890	1642	1801	2028	2306
折旧摊销	433	532	532	615	720
财务费用	81	-133	-33	-43	-75
投资损失	-51	-48	-50	-49	-49
营运资金变动	-279	-3053	1376	-2795	1393
其他经营现金流	-8	203	3	2	3
投资活动现金流	-1632	601	-228	-1022	-1008
资本支出	410	181	-259	454	334
长期投资	-728	704	0	0	0
其他投资现金流	-1950	1486	-486	-568	-674
筹资活动现金流	-147	-210	-186	-223	-276
短期借款	376	-85	0	0	0
长期借款	-167	-65	-254	-107	-163
普通股增加	21	287	0	0	0
资本公积增加	239	-159	0	0	0
其他筹资现金流	-617	-189	69	-115	-113
现金净增加额	277	-466	3217	-1486	3014

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	24613	27781	28807	33578	38308
营业成本	21469	25071	25667	30002	34167
营业税金及附加	111	140	137	165	185
营业费用	74	71	80	89	104
管理费用	236	247	266	304	350
研发费用	953	995	1074	1227	1414
财务费用	81	-133	-33	-43	-75
资产减值损失	-13	-26	-21	-28	-30
其他收益	413	508	461	484	473
公允价值变动收益	-6	-1	-3	-2	-3
投资净收益	51	48	50	49	49
资产处置收益	-6	0	0	0	0
营业利润	2173	1954	2144	2393	2711
营业外收入	2	4	2	2	2
营业外支出	32	8	12	14	16
利润总额	2142	1950	2134	2381	2697
所得税	251	308	333	353	391
净利润	1890	1642	1801	2028	2306
少数股东损益	38	44	42	51	56
归属母公司净利润	1852	1599	1758	1977	2250
EBITDA	2580	2508	2633	2953	3342
EPS (元)	1.91	1.65	1.81	2.04	2.32

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	50.7	12.9	3.7	16.6	14.1
营业利润(%)	66.6	-10.1	9.7	11.6	13.3
归属于母公司净利润(%)	73.1	-13.7	10.0	12.5	13.8
获利能力					
毛利率(%)	12.8	9.8	10.9	10.6	10.8
净利率(%)	7.5	5.8	6.1	5.9	5.9
ROE(%)	17.1	13.0	12.6	12.6	12.7
ROIC(%)	15.4	12.1	11.6	10.6	11.9
偿债能力					
资产负债率(%)	41.5	33.3	34.7	36.0	31.7
净负债比率(%)	-11.3	-2.9	-25.5	-13.9	-29.6
流动比率	2.0	2.4	2.3	2.2	2.5
速动比率	1.2	1.3	1.5	1.4	1.6
营运能力					
总资产周转率	1.6	1.5	1.4	1.4	1.5
应收账款周转率	13.7	9.3	9.3	9.3	9.3
应付账款周转率	8.1	7.9	7.9	7.9	7.9
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.91	1.65	1.81	2.04	2.32
每股经营现金流(最新摊薄)	2.13	-0.88	3.74	-0.25	4.43
每股净资产(最新摊薄)	10.83	12.42	14.07	15.92	18.04
估值比率					
P/E	7.3	8.4	7.6	6.8	6.0
P/B	1.3	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	4.0	4.8	3.4	3.5	2.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com