

明泰铝业 (601677.SH)

产品盈利持续反弹，铝材低碳优势逐渐凸显

买入

核心观点

2022年公司归母净利润同比下降13.7%。2022年实现营收277.8亿元(+12.9%)，归母净利润16.0亿元(-13.7%)，扣非归母净利润12.5亿元(-21.2%)，经营性净现金流-8.6亿元(-141.4%)。其中2023Q1营业收入60.9亿元(-18.6%)，归母净利润3.5亿元(-40.2%)，扣非归母净利润2.8亿元(-43.0%)。今年一季度公司盈利同比下滑主因去年高基数，以及下游需求复苏偏弱。

明泰铝业板带箔产销量维持增长。2022年下半年以来外需走弱，国内铝板带箔下游需求复苏缓慢，行业内公司普遍面临较大压力，明泰铝业作为国内铝合金普板带龙头，利用成本优势，仍维持产销量增长。2023年一季度公司板带箔销量29.3万吨，同比增加1.3万吨或4.6%。单吨产品盈利方面，随着铝价及下游需求企稳，公司产品单吨盈利连续两个季度反弹。2023年内一季度面临春节因素以及节后开工晚等不利因素，公司2023Q1单吨盈利做到1200元/吨。

欧洲碳边境税政策将提升公司低碳铝竞争优势。4月18日欧洲议会通过了碳边境调节机制(CBAM，碳关税)，包括铝在内的进口商必须支付生产国支付的碳价格与欧盟碳排放交易体系中碳配额价格之间的差价。明泰铝业产品中的再生铝含量超过1/3，碳排放比煤电铝产品减少约5吨二氧化碳当量，欧洲最新二氧化碳交易价格突破100欧元/吨，产品的低碳优势助力明泰铝业开拓国外市场。

风险提示：市场竞争激烈导致加工费下滑风险，铝价快速下跌风险。

投资建议：维持“买入”评级

参照年初以来主要有色金属价格走势，预计2023/2024/2025年公司的营业收入分别为296/339/384亿元，同比增速6.4/14.9/13.1%，归母净利润分别为19.14/22.60/26.38亿元，同比增速19.7/18.0/16.8%，EPS分别为1.97/2.33/2.72元，当前股价对应PE倍数分别为7.2/6.1/5.2。明泰铝业成本控制能力强，正借助高端设备升级产品，近年来构筑了再生铝保级利用优势，在铝加工产品降碳的大趋势下优势凸显，市场空间广阔，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	24,613	27,781	29,557	33,949	38,385
(+/-%)	50.7%	12.9%	6.4%	14.9%	13.1%
净利润(百万元)	1852	1599	1914	2260	2638
(+/-%)	73.1%	-13.7%	19.7%	18.0%	16.8%
每股收益(元)	2.71	1.65	1.97	2.33	2.72
EBIT Margin	7.2%	4.5%	6.5%	6.9%	7.3%
净资产收益率(ROE)	17.4%	13.1%	13.8%	14.3%	14.5%
市盈率(PE)	5.2	8.6	7.2	6.1	5.2
EV/EBITDA	8.0	11.2	9.0	7.9	7.1
市净率(PB)	0.91	1.13	0.99	0.87	0.76

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

有色金属·工业金属

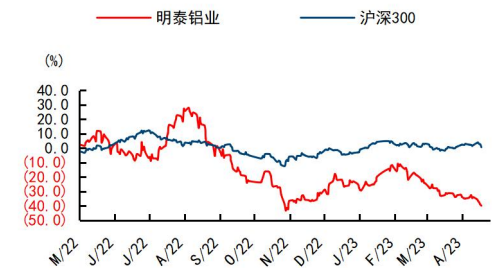
证券分析师：刘孟峦
010-88005312
liumengluan@guosen.com.cn
S0980520040001

证券分析师：焦方冉
021-60933177
jiaofangran@guosen.com.cn
S0980522080003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	14.18元
总市值/流通市值	13752/13752百万元
52周最高价/最低价	35.57/12.94元
近3个月日均成交额	329.94百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

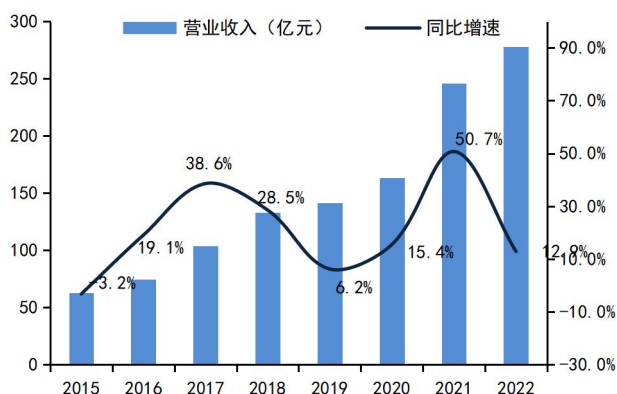
相关研究报告

《明泰铝业(601677.SH)-低成本构筑竞争优势，产品加速升级》
——2023-01-10

2022 年公司归母净利润同比下降 13.7%。2022 年实现营收 277.8 亿元 (+12.9%)，归母净利润 16.0 亿元 (-13.7%)，扣非归母净利润 12.5 亿元 (-21.2%)，经营性净现金流-8.6 亿元 (-141.4%)。其中 2023Q1 营业收入 60.9 亿元 (-18.6%)，归母净利润 3.5 亿元 (-40.2%)，扣非归母净利润 2.8 亿元 (-43.0%)。今年一季度公司盈利同比下滑主因去年高基数，以及下游需求复苏偏弱。

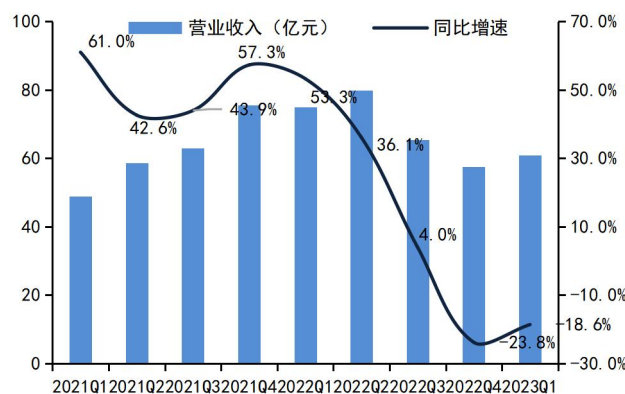
2022 年度利润分配预案。2022 向全体股东每 10 股派发现金红利人民币 1.66 元(含税)，合计拟派发现金红利人民币 1.61 亿元(含税)，占公司当年归属于上市公司股东的净利润的 10.07%。

图1：明泰铝业营业收入及增速（单位：亿元、%）



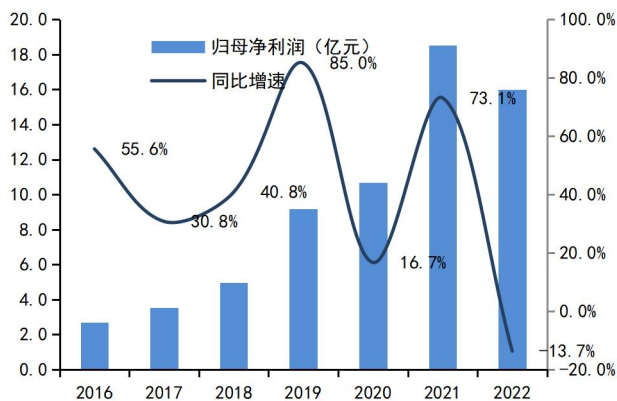
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：明泰铝业单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



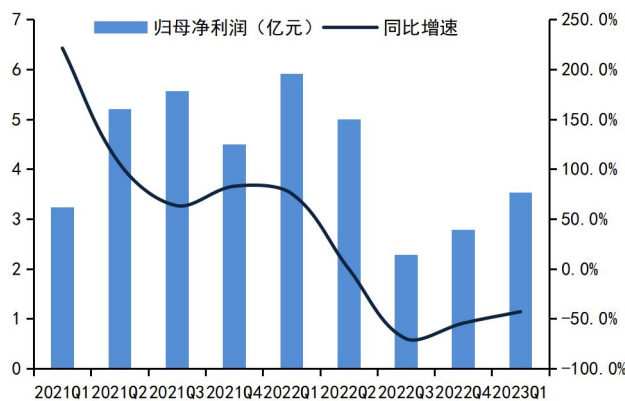
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：明泰铝业归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：明泰铝业单季归母净利润（单位：亿元）

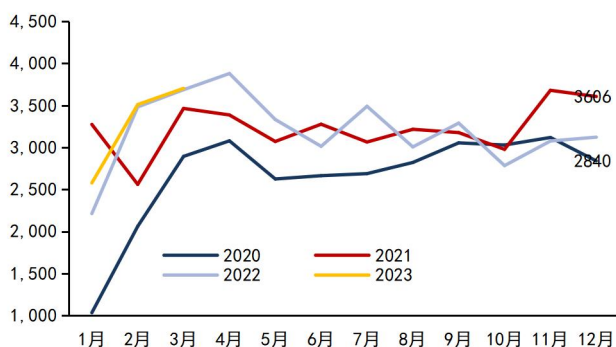


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

明泰铝业板带箔产销量。2022 年下半年以来外需走弱，国内铝板带箔下游需求复苏缓慢，行业内公司普遍面临较大压力，明泰铝业作为国内铝合金普板带龙头，利用成本优势，仍维持产销量增长。2023 年一季度公司板带箔销量 29.3 万吨，同比增加 1.3 万吨或 4.6%。单吨产品盈利方面，去年一季度是行业景气度高点，去年 2 月份俄乌冲突爆发，国外大宗商品价格飙升，铝材出口量价齐增，国内需求尚在高位，因此去年一季度单吨净利润高达 2000 元/吨以上；去年三季度单吨盈利滑落至 1000 元/吨以下主因 6-7 月份铝价暴跌等因素。随着铝价及下游需求企稳，公司产品单吨盈利连续两个季度反弹。2023 年内一季度面临疫情感染高峰、春节因素以及节后开工晚等不利因素，公司 2023Q1 单吨盈利做到 1200 元/吨，充

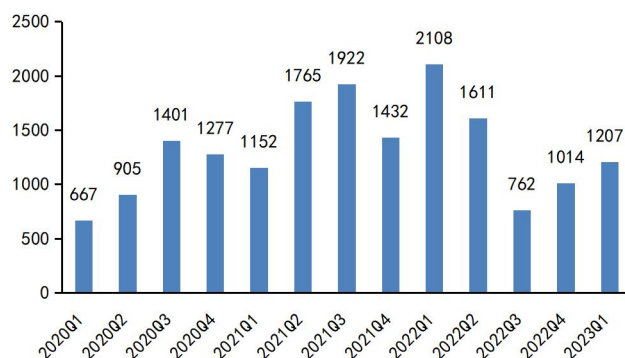
分体现了公司的成本优势。

图5: 明泰铝业板带箔销量 (吨/天)



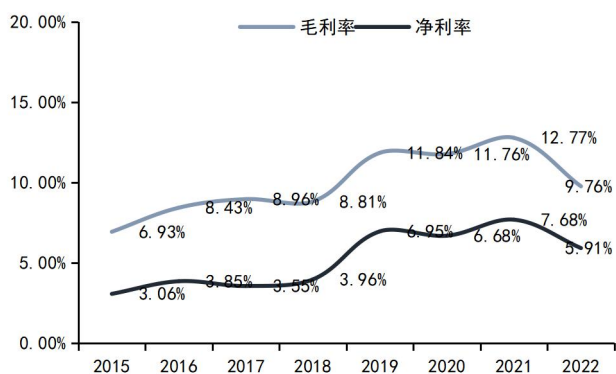
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 明泰铝业单吨净利润 (元/吨)



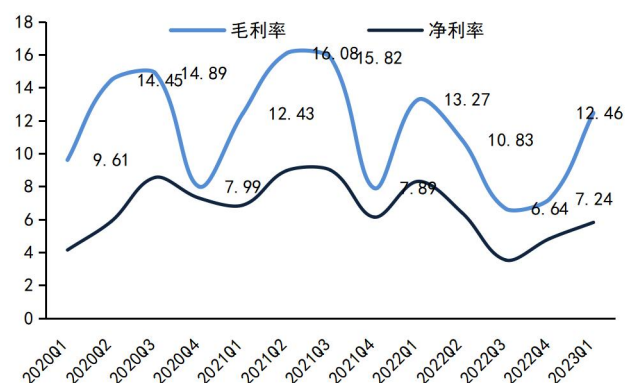
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 明泰铝业毛利率、净利率变化情况



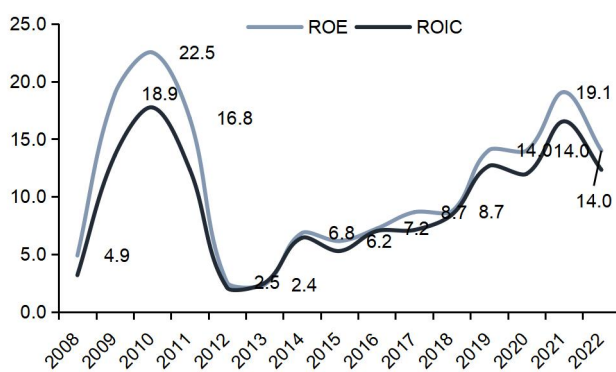
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 明泰铝业单季度毛利率、净利率变化情况 (%)



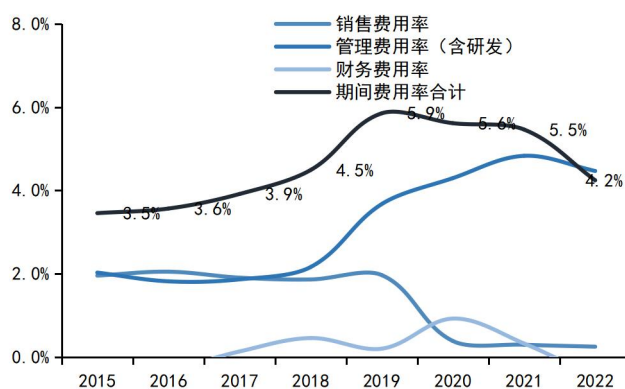
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 明泰铝业 ROE、ROIC 变化情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 明泰铝业期间费用率变化 (%)

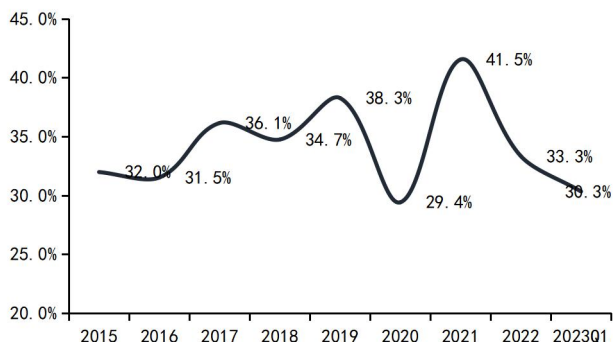


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2022 年以及 2023 年一季度公司净利润与经营性净现金流有一定差距, 经营活动现金流入与营业收入也有部分差异, 根据公司公告, 主因公司日常经营中采用票

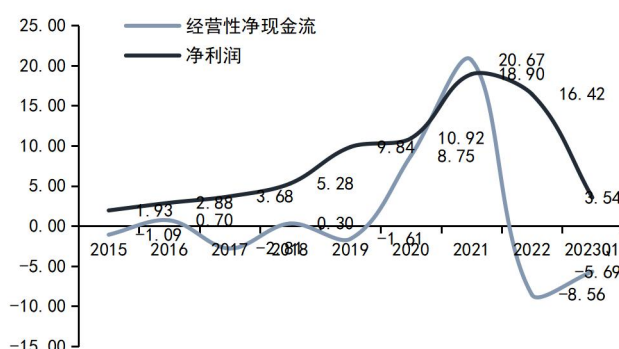
据结算的方式占比较大，但现金流量表中未能反映不符合现金及现金等价物定义的票据收付的影响。

图 11: 明泰铝业资产负债率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 明泰铝业经营性净现金流 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

欧洲碳边境税政策将提升公司低碳铝竞争优势

生产 1 吨再生铝的能耗仅为原铝的 5%，可节约 3.4 吨标准煤，节水 14 立方米，减少固体废物排放 20 吨。公司于 2017 年前瞻性布局再生铝领域，开发再生铝保级利用技术。提高再生铝对原铝的替代使用，降低碳排放量，实现资源循环利用。同时公司开展碳足迹认证工作，目前 3003 铝带产品、3004 铝板产品、3004 铝箔产品、3104 铝板产品、5083 铝带产品、5182 铝带产品、6061 中厚板产品顺利获得 SGS 碳足迹认证证书。

4 月 18 日欧洲议会通过了碳边境调节机制 (CBAM, 碳关税)，CBAM 涵盖的产品包括铁、钢、水泥、铝、化肥、电力、氢等行业。这些产品的进口商必须支付生产国支付的碳价格与欧盟碳排放交易体系中碳配额价格之间的差价。

我国能源禀赋决定了我国铝工业用电以火电为主，我国电解铝行业中煤电占比高达 88%，远高于全球平均水平，导致我国电解铝单位排放量偏高，具有更大的减排压力，如图 13 所示。明泰铝业产品中的再生铝含量超过 1/3，碳排放比煤电铝产品减少约 5 吨二氧化碳当量。欧洲最新二氧化碳交易价格突破 100 欧元/吨。因此产品的低碳优势助力明泰铝业开拓国外市场。

图 13: 2019 年全球主要地区铝电解环节碳排放对比 (t-CO2)

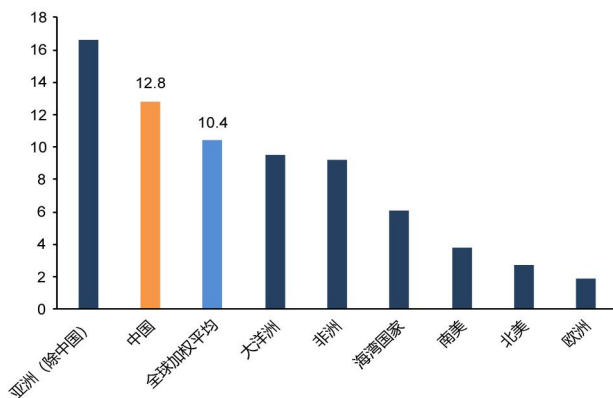
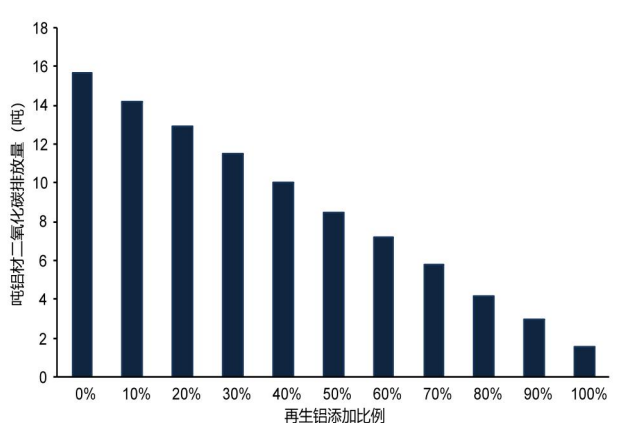


图 14: 再生铝比例越高，铝材碳足迹越低



资料来源：国际铝协、国信证券经济研究所整理

资料来源：安泰科、国信证券经济研究所整理

铝板带热轧行业资本开支长期放缓，行业格局向好

2022 年下半年以来铝板带下游需求走弱，市场担忧铝板带热轧产品竞争更加激烈、行业格局变差。通过相关行业统计来看，自 2015 年以后，国内铝板带热连轧机组投资显著下降，如下表所示。除此之外，1+1 机组在 2015 年以后没有新建。因此 2021 年-2022 年上半年需求景气度较高时，铝板带行业整体盈利提升显著。近两年以来，国内除了明泰铝业的义瑞新材项目，并无其他铝板带热轧线投产，因此行业整体格局并不差。一旦需求显著复苏，铝热轧产品的加工费仍然具有较高弹性。

表 1：中国铝板带热连轧生产线（截至 2020 年）

所属企业	型号/mm	制造者	投产年份
奥科宁克铝业(秦皇岛)有限公司	1850, (1+3)	中国第二重集团	2009
平安高精铝板带有限公司	2400, (1+3)	西马克公司	2011
中铝瑞闽股份有限公司	2400, (1+3)	奥地利钢铁联合公司	2011
浙江巨科铝业有限公司	1850, (1+3)	中国第二重集团	2012
永杰新材料股份有限公司	1850, (1+3)	中国第二重集团	2013
宝武铝业科技有限公司	1 (4500)+3 (3300)	奥地利钢铁联合公司	2021
河南明泰铝业股份有限公司	2000, (1+4)	自制	2003
西南铝业(集团)有限公司	2000, (1+4)	奥地利钢铁联合公司	2005
龙口南山铝压延新材料有限公司	2350, (1+4)	日本石川岛磨播公司	2011
河南万达铝业有限公司	2000, (1+4)	多家企业	2012
河南中孚高精铝材有限公司	2400, (1+4)	西马克公司	2012
宁夏锦宁巨科新材料有限公司	1850, (1+4)	中国第二重集团	2013
广西广投银海铝业有限公司	1 (3300)+4 (2850)	中国第二重集团	2013
瑞丰铝板带有限公司	2400, (1+4)	意大利米诺公司	2013
山东魏桥铝电有限公司	2400, (1+4)	西马克公司	2014
河南鑫泰铝业有限公司	1850, (1+4)	多家企业	2014
力同铝业(河南)有限公司	2400, (1+4)	国产	2014
天津忠旺铝业有限公司	1 (4500)+1 (4100)+4 (3150)	西马克公司	2016
肇庆亚洲铝厂有限公司	1 (2540)+5 (1730)	西马克公司	2010 年投产, 2014 年停产
天津忠旺铝业有限公司	2650, (1+5) (软)	西马克公司	2018
营口忠旺铝业有限公司	2650, (1+5) (软)	西马克公司	投产时间待定

资料来源：中国铝加工协会、国信证券经济研究所整理

投资建议：参照年初以来主要有色金属价格走势，预计 2023/2024/2025 年公司的营业收入分别为 296/339/384 亿元，同比增速 6.4/14.9/13.1%，归母净利润分别为 19.14/22.60/26.38 亿元，同比增速 19.7/18.0/16.8%，EPS 分别为 1.97/2.33/2.72 元，当前股价对应 PE 倍数分别为 7.2/6.1/5.2。明泰铝业成本控制能力强，正借助高端设备升级产品，近年来构筑了再生铝保级利用优势，在铝加工产品降碳的大趋势下优势凸显，市场空间广阔，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2909	1876	1876	1876	1876	营业收入	24613	27781	29557	33949	38385
应收款项	2794	3240	4049	5581	7361	营业成本	21469	25071	26100	29831	33562
存货净额	3724	3867	4931	6045	7266	营业税金及附加	111	140	149	171	193
其他流动资产	1201	1090	2956	3734	4606	销售费用	74	71	75	86	98
流动资产合计	12771	11737	15476	18901	22774	管理费用	236	247	280	319	358
固定资产	4771	5715	5576	5295	4992	研发费用	953	995	1058	1216	1374
无形资产及其他	442	432	415	398	380	财务费用	81	(133)	148	170	192
投资性房地产	944	1070	1070	1070	1070	投资收益	51	48	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	8	24	0	0	0
资产总计	18929	18955	22537	25664	29216	其他收入	425	491	525	525	525
短期借款及交易性金融负债	377	291	1921	2341	2852	营业利润	2173	1954	2273	2683	3132
应付款项	3683	2645	2818	3224	3633	营业外净收支	(31)	(4)	0	0	0
其他流动负债	2414	2033	2119	2425	2732	利润总额	2142	1950	2273	2683	3132
流动负债合计	6474	4969	6858	7990	9217	所得税费用	251	308	358	423	494
长期借款及应付债券	1050	985	985	985	985	少数股东损益	38	44	0	0	0
其他长期负债	336	363	390	416	443	归属于母公司净利润	1852	1599	1914	2260	2638
长期负债合计	1386	1348	1375	1401	1428	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	7860	6317	8233	9391	10645	净利润	1852	1599	1914	2260	2638
少数股东权益	394	435	435	435	435	资产减值准备	(33)	12	2	(1)	(1)
股东权益	10674	12202	13869	15837	18136	折旧摊销	433	532	554	599	622
负债和股东权益总计	18929	18955	22537	25664	29216	公允价值变动损失	(8)	(24)	0	0	0
						财务费用	81	(133)	148	170	192
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	602	(1983)	(3452)	(2687)	(3132)
每股收益	2.71	1.65	1.97	2.33	2.72	其它	69	26	(2)	1	1
每股红利	0.22	0.21	0.25	0.30	0.35	经营活动现金流	2914	161	(983)	172	129
每股净资产	15.64	12.58	14.30	16.33	18.70	资本开支	0	(1501)	(400)	(300)	(300)
ROIC	16%	10%	11%	11%	11%	其它投资现金流	(611)	479	0	0	0
ROE	17%	13%	14%	14%	15%	投资活动现金流	(611)	(1022)	(400)	(300)	(300)
毛利率	13%	10%	12%	12%	13%	权益性融资	(10)	0	0	0	0
EBIT Margin	7%	5%	6%	7%	7%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	9%	6%	8%	9%	9%	支付股利、利息	(148)	(206)	(247)	(291)	(340)
收入增长	51%	13%	6%	15%	13%	其它融资现金流	(1161)	241	1630	420	511
净利润增长率	73%	-14%	20%	18%	17%	融资活动现金流	(1467)	(172)	1383	128	171
资产负债率	44%	36%	38%	38%	38%	现金净变动	836	(1032)	0	0	0
息率	1.1%	1.5%	1.8%	2.1%	2.5%	货币资金的期初余额	2073	2909	1876	1876	1876
P/E	5.2	8.6	7.2	6.1	5.2	货币资金的期末余额	2909	1876	1876	1876	1876
P/B	0.9	1.1	1.0	0.9	0.8	企业自由现金流	0	(1892)	(1687)	(413)	(437)
EV/EBITDA	8.0	11.2	9.0	7.9	7.1	权益自由现金流	0	(1652)	(88)	(64)	(14)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032