



买入（维持）

所属行业：有色金属/工业金属
当前价格(元)：14.18

证券分析师

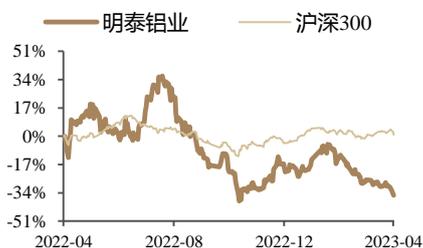
张崇欣

资格编号：S0120522100003

邮箱：zhangcx@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-10.87	-26.94	-25.17
相对涨幅(%)	-13.25	-24.50	-21.61

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1. 《明泰铝业(601677.SH)：再生铝坚实筑底，高端转型厚积薄发》，2022.5.18

明泰铝业(601677.SH)：持续发力废铝业务，铝材产能稳步落地

投资要点

- 事件：公司发布2022年年报及2023Q1季报。**公司2022年全年实现营收277.8亿元，同比+12.87%，归母净利15.99亿元，同比-13.68%，扣非归母净利12.54亿元，同比-21.15%。其中，2022Q4单季度实现营收57.6亿元，环比-11.9%，归母净利2.79亿元，Q3低基数下环比+22.1%。公司2023Q1单季度实现营收60.9亿元，同比-18.64%，实现归母净利3.54亿元，同比-40.15%，扣非归母净利2.77亿元，同比-42.98%，主要系上年同期铝锭价格上涨、国外铝锭价格高于国内铝锭价格对利润贡献较大。
- 2022年公司铝板带箔产量占全行业比例9%，处于行业领先地位。**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，近期建设项目明晟新材、光阳铝业运行稳定，产能陆续释放。公司积极拓展国内、国际新兴市场，努力早日实现铝板带箔产销量200万吨，再生铝140万吨的目标。2022年公司铝箔产销量有所增加，铝板带基本持平，全年生产铝板带95.19万吨，销量95.67万吨，同比微增0.23%；生产铝箔21.05万吨，销量20.85万吨，同比增加9.21%。
- 年内，铝板加工费有所抬升，成本上涨压缩毛利。**据SMM数据，2022年1060压花板(河南)年平均加工费报1142元/吨，较2021年702元/吨上涨62.6%；2022年空调箔坯料(河南)年平均加工费报1442元/吨，较2021年926元/吨上涨55.7%。据我们测算，2022年铝板带单吨毛利2092元，较2021年2531元收窄17.3%；铝箔单吨毛利2995元/吨，较2021年3075元收窄2.6%。
- 义瑞新材年产36万吨再生铝项目投产，公司再生铝保级利用产能超100万吨。**多年来，公司坚持专业深化，提前布局再生资源产业链，凭借丰厚的技术经验、先进的机器设备，领先的工艺技术，现拥有年处理废铝规模超100万吨、12万吨铝灰渣综合利用产能，率先实现铝资源规模化利用，环保效益和经济效益取得成效，成为业界低碳节能的代表。
- 盈利预测。**我们预计公司2023-2025年营收分别为308/329/366亿元，归母净利分别为17.7/20.2/23.2亿元，对应EPS为1.83/2.08/2.39元，2023年4月21日收盘价对应PE分别为7.8x/6.8x/5.9x，维持“买入”评级。
- 风险提示：**在建项目进展不及预期；下游需求不及预期；铝加工费大幅下降。



股票数据

总股本(百万股):	969.82
流通 A 股(百万股):	969.82
52 周内股价区间(元):	13.39-30.15
总市值(百万元):	13,752.00
总资产(百万元):	18,418.48
每股净资产(元):	12.93

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	24,613	27,781	30,752	32,879	36,552
(+/-)YOY(%)	50.7%	12.9%	10.7%	6.9%	11.2%
净利润(百万元)	1,852	1,599	1,771	2,021	2,318
(+/-)YOY(%)	73.1%	-13.7%	10.8%	14.1%	14.7%
全面摊薄 EPS(元)	1.91	1.65	1.83	2.08	2.39
毛利率(%)	12.8%	9.8%	9.9%	10.0%	10.2%
净资产收益率(%)	17.4%	13.1%	12.9%	13.1%	13.3%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	1.66	1.83	2.08	2.39
每股净资产	12.58	14.16	15.94	17.98
每股经营现金流	-0.88	2.84	2.57	2.97
每股股利	0.17	0.25	0.30	0.35
价值评估(倍)				
P/E	10.93	7.76	6.81	5.93
P/B	1.44	1.00	0.89	0.79
P/S	0.50	0.45	0.42	0.38
EV/EBITDA	7.36	4.55	3.85	3.06
股息率%	0.9%	1.8%	2.1%	2.5%
盈利能力指标(%)				
毛利率	9.8%	9.9%	10.0%	10.2%
净利润率	5.9%	5.9%	6.3%	6.5%
净资产收益率	13.1%	12.9%	13.1%	13.3%
资产回报率	8.4%	8.6%	9.0%	9.4%
投资回报率	10.7%	11.6%	11.7%	11.9%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	12.9%	10.7%	6.9%	11.2%
EBIT 增长率	-19.8%	19.9%	13.7%	13.8%
净利润增长率	-13.7%	10.8%	14.1%	14.7%
偿债能力指标				
资产负债率	33.3%	30.9%	28.7%	26.6%
流动比率	2.4	2.5	2.6	2.8
速动比率	1.4	1.5	1.6	1.8
现金比率	0.4	0.6	0.7	1.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	12.6	10.0	10.0	9.0
存货周转天数	54.5	50.0	48.0	45.0
总资产周转率	1.5	1.5	1.5	1.5
固定资产周转率	5.5	5.2	4.7	4.7

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,599	1,771	2,021	2,318
少数股东损益	44	43	52	58
非现金支出	524	538	560	651
非经营收益	31	10	10	5
营运资金变动	-3,053	395	-154	-149
经营活动现金流	-856	2,758	2,490	2,884
资产	-167	-1,441	-1,543	-1,493
投资	704	0	0	0
其他	64	59	60	68
投资活动现金流	601	-1,383	-1,484	-1,425
债权募资	0	146	30	88
股权募资	0	0	0	0
其他	-210	-303	-354	-404
融资活动现金流	-210	-157	-324	-316
现金净流量	-466	1,218	683	1,143

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 21 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	27,781	30,752	32,879	36,552
营业成本	25,071	27,704	29,592	32,834
毛利率%	9.8%	9.9%	10.0%	10.2%
营业税金及附加	140	146	161	177
营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	71	85	87	99
营业费用率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	247	284	298	334
管理费用率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
研发费用	995	953	921	914
研发费用率%	3.6%	3.1%	2.8%	2.5%
EBIT	1,775	2,128	2,419	2,752
财务费用	-133	23	1	-11
财务费用率%	-0.5%	0.1%	0.0%	-0.0%
资产减值损失	-26	-1	-1	-1
投资收益	48	59	60	68
营业利润	1,954	2,139	2,455	2,807
营业外收支	-4	-5	-5	-5
利润总额	1,950	2,134	2,450	2,802
EBITDA	2,307	2,655	2,969	3,393
所得税	308	320	377	426
有效所得税率%	15.8%	15.0%	15.4%	15.2%
少数股东损益	44	43	52	58
归属母公司所有者净利润	1,599	1,771	2,021	2,318

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,876	3,094	3,777	4,920
应收账款及应收票据	3,224	2,745	2,715	2,748
存货	3,867	3,828	4,061	4,145
其它流动资产	2,770	2,758	2,772	2,782
流动资产合计	11,737	12,426	13,324	14,595
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	5,018	5,936	6,953	7,815
在建工程	697	695	676	668
无形资产	432	421	410	399
非流动资产合计	7,217	8,123	9,109	9,953
资产总计	18,955	20,549	22,433	24,548
短期借款	291	437	467	555
应付票据及应付账款	2,645	2,434	2,498	2,427
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	2,034	2,121	2,131	2,191
流动负债合计	4,969	4,992	5,095	5,173
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	1,348	1,348	1,348	1,348
非流动负债合计	1,348	1,348	1,348	1,348
负债总计	6,317	6,340	6,443	6,521
实收资本	970	970	970	970
普通股股东权益	12,202	13,731	15,461	17,439
少数股东权益	435	478	530	588
负债和所有者权益合计	18,955	20,549	22,433	24,548

信息披露

分析师与研究助理简介

张崇欣，德邦证券有色行业首席分析师，中国矿业大学矿业工程硕士，采矿工程学士。有丰富的矿业工程技术工作经验。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。