

明泰铝业 (601677.SH)

克服市场不利因素，产销量稳步提升

优于大市

核心观点

2024年公司归母净利润同比增加30%。2024年实现营收323.2亿元(+22.2%)，归母净利润17.5亿元(+29.8%)，扣非归母净利润14.5亿元(+37.7%)，经营性净现金流6.6亿元。其中2025Q1营业收入81.2亿元(同比+13.1%，环比-6.2%)，归母净利润4.4亿元(同比+21.5%，环比+30.4%)，扣非归母净利润3.8亿元(同比+41.7%，环比+33.4%)。最近两个季度研发费用波动较大，主因研发物料消耗减少。

产销量平稳增长。2024年公司铝板带箔销量146.7万吨，同比增长18.8%。近半年来铝加工行业面临诸多变动，如去年12月以来取消部分铝材出口退税政策，以及近期的关税战。2025Q1板带箔销量37.5万吨，同比增长10.3%，环比增长1.9%。单位盈利方面，2025Q1单吨毛利润1438元/吨，同比减少约900元/吨，单吨净利润1173元/吨，同比增加100元/吨，主因研发费用波动。

强化再生铝优势。近几年公司不断扩大再生铝生产规模和使用比率，目前拥有再生铝保级应用产能100余万吨，十余种产品完成SGS碳足迹认证。2024年末中国海关放开再生变形铝进口后，公司成立了再生铝国际采购部，进一步扩大废铝采购来源。当前公司废旧铝金属供货商渠道稳定，来源充足，加工工艺领先，再生铝产品逐步丰富。

风险提示：铝价大幅波动风险，市场竞争加剧风险。

投资建议：维持“优于大市”评级。

参照年初以来板带箔国内外需求情况及加工费，预计2025/2026/2027年公司的营业收入分别为365/386/409亿元，归母净利润分别为18.52/19.10/20.83亿元，同比增速5.9%/3.1%/9.1%，EPS分别为1.49/1.54/1.67元，当前股价对应PE倍数分别为8.7/8.4/7.7。近几年铝板带箔行业产能扩张较多，加工费承压，明泰铝业成本控制能力强，在保证销量的情况下维持较高盈利水平。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“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	26,442	32,321	36,518	38,563	40,855
(+/-%)	-4.8%	22.2%	13.0%	5.6%	5.9%
净利润(百万元)	1347	1748	1852	1910	2083
(+/-%)	-15.7%	29.8%	5.9%	3.1%	9.1%
每股收益(元)	1.13	1.41	1.49	1.54	1.67
EBIT Margin	3.5%	3.8%	4.3%	4.2%	4.5%
净资产收益率(ROE)	8.6%	10.1%	10.0%	9.6%	9.7%
市盈率(PE)	11.4	9.2	8.7	8.4	7.7
EV/EBITDA	13.0	11.3	10.8	10.6	9.9
市净率(PB)	0.99	0.93	0.86	0.81	0.75

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 优于大市(维持)
 合理估值
 收盘价 12.10元
 总市值/流通市值 15049/14429百万元
 52周最高价/最低价 16.52/10.69元
 近3个月日均成交额 255.76百万元

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)-铝价波动影响业绩，产销量创新高》——2024-11-01
- 《明泰铝业(601677.SH)-下游市场复苏，销量稳中有增》——2024-05-15
- 《明泰铝业(601677.SH)-销量稳中有增，单位盈利逐季反弹》——2023-08-31

2024 年公司归母净利润同比增加 30%。2024 年实现营收 323.2 亿元 (+22.2%)，归母净利润 17.5 亿元 (+29.8%)，扣非归母净利润 14.5 亿元 (+37.7%)，经营性净现金流 6.6 亿元。其中 2025Q1 营业收入 81.2 亿元(同比+13.1%，环比-6.2%)，归母净利润 4.4 亿元(同比+21.5%，环比+30.4%)，扣非归母净利润 3.8 亿元(同比+41.7%，环比+33.4%)。最近两个季度研发费用波动较大，主因研发物料消耗减少。

产销量平稳增长。2024 年公司铝板带箔销量 146.7 万吨，同比增长 18.8%。2025Q1 板带箔销量 37.5 万吨，同比增长 10.3%，环比增长 1.9%。单位盈利方面，2025Q1 单吨毛利润 1438 元/吨，同比减少约 900 元/吨，单吨净利润 1173 元/吨，同比增加 100 元/吨，主因研发费用波动。

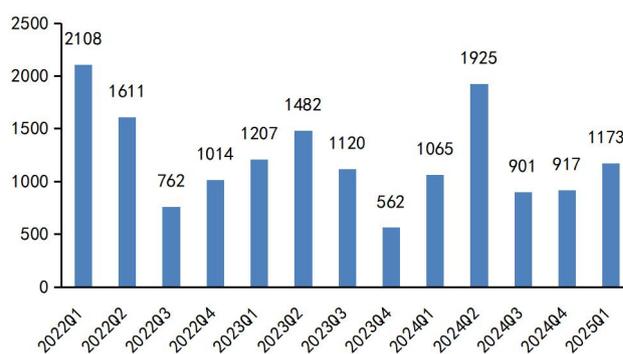
提出未来 3 年分红回报规划。2022-2024 年，公司分红比例分别为 10%/12%/12%。公司公告了未来 3 年股东回报计划：（1）公司发展阶段属成熟期且无重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 80%；（2）公司发展阶段属成熟期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 40%；（3）公司发展阶段属成长期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 20%。

图1: 明泰铝业板带箔销量 (万吨)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 明泰铝业板带箔单吨净利润 (元/吨)



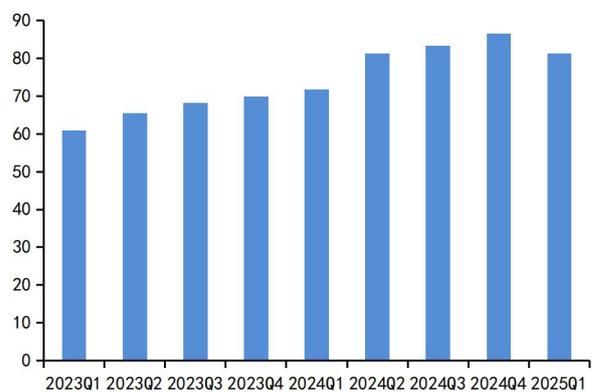
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 明泰铝业板带箔单吨毛利润 (元/吨)



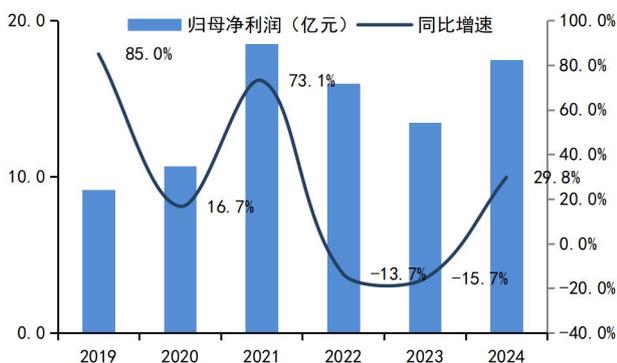
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 明泰铝业单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



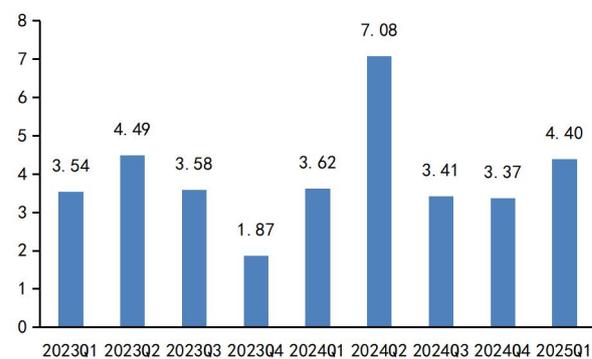
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 明泰铝业归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



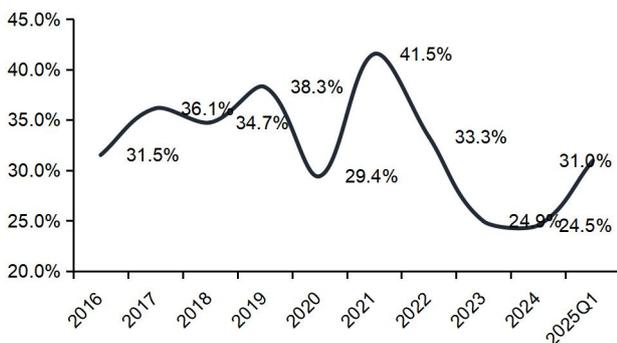
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 明泰铝业单季归母净利润 (单位: 亿元)



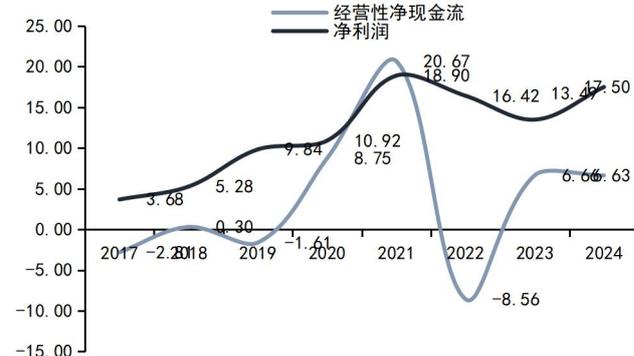
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 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8: 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

投资建议: 参照年初以来板带箔国内外需求情况及加工费, 预计 2025/2026/2027 年公司的营业收入分别为 365/386/409 亿元, 归母净利润分别为 18.52/19.10/20.83 亿元, 同比增速 5.9/3.1/9.1%, EPS 分别为 1.49/1.54/1.67 元, 当前股价对应 PE 倍数分别为 8.7/8.4/7.7。近几年铝板带箔行业产能扩张较多, 加工费承压, 明泰铝业成本控制能力强, 能在保证销量的情况下维持较高盈利水平。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“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	3073	1557	1742	1582	1557	营业收入	26442	32321	36518	38563	40855
应收款项	3239	4078	5002	6339	7835	营业成本	23942	30076	33803	35549	37578
存货净额	4140	4964	6415	7230	8157	营业税金及附加	161	180	204	215	228
其他流动资产	1659	1220	1461	1543	1634	销售费用	86	105	110	108	106
流动资产合计	13236	14921	17722	19797	22285	管理费用	239	273	314	315	329
固定资产	5840	5614	5258	4882	4492	研发费用	1084	446	548	771	817
无形资产及其他	421	558	535	513	491	财务费用	(55)	(66)	0	0	0
投资性房地产	1745	2232	2232	2232	2232	投资收益	21	102	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	0	7	0	0	0
资产总计	21243	23324	25747	27423	29499	其他收入	455	547	522	522	522
短期借款及交易性金融负债	451	582	582	582	810	营业利润	1460	1963	2062	2126	2319
应付款项	3146	2828	3666	3856	4078	营业外净收支	(1)	(22)	0	0	0
其他流动负债	1343	1920	2171	2283	2414	利润总额	1459	1941	2062	2126	2319
流动负债合计	4940	5330	6419	6721	7302	所得税费用	110	191	210	217	236
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	2	2	0	0	0
其他长期负债	359	396	433	471	508	归属于母公司净利润	1347	1748	1852	1910	2083
长期负债合计	359	396	433	471	508	现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	5299	5726	6852	7192	7810	净利润	1347	1748	1852	1910	2083
少数股东权益	299	296	296	296	296	资产减值准备	(16)	(1)	(0)	(1)	(1)
股东权益	15645	17302	18598	19935	21393	折旧摊销	661	695	579	599	613
负债和股东权益总计	21243	23324	25747	27423	29499	公允价值变动损失	(0)	(7)	0	0	0
						财务费用	(55)	(66)	0	0	0
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(1726)	(1415)	(1490)	(1895)	(2124)
每股收益	1.13	1.41	1.49	1.54	1.67	其它	17	3	0	1	1
每股红利	0.16	0.13	0.45	0.46	0.50	经营活动现金流	284	1024	941	613	572
每股净资产	13.12	13.91	14.95	16.03	17.20	资本开支	0	(461)	(200)	(200)	(200)
ROIC	7%	8%	9%	9%	9%	其它投资现金流	540	(1978)	0	0	0
ROE	9%	10%	10%	10%	10%	投资活动现金流	540	(2439)	(200)	(200)	(200)
毛利率	9%	7%	7%	8%	8%	权益性融资	23	282	0	0	0
EBIT Margin	4%	4%	4%	4%	4%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	6%	6%	6%	6%	6%	支付股利、利息	(192)	(160)	(556)	(573)	(625)
收入增长	-5%	22%	13%	6%	6%	其它融资现金流	734	(63)	0	0	228
净利润增长率	-16%	30%	6%	3%	9%	融资活动现金流	372	(101)	(556)	(573)	(397)
资产负债率	26%	26%	28%	27%	27%	现金净变动	1197	(1516)	185	(160)	(25)
股息率	1.2%	1.0%	3.5%	3.6%	3.9%	货币资金的期初余额	1876	3073	1557	1742	1582
P/E	11.4	9.2	8.7	8.4	7.7	货币资金的期末余额	3073	1557	1742	1582	1557
P/B	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8	企业自由现金流	0	(62)	291	(36)	(77)
EV/EBITDA	13.0	11.3	10.8	10.6	9.9	权益自由现金流	0	(125)	305	(22)	160

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数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