

被低估的铝材加工龙头，产品结构持续优化

投资要点

- **铝板带箔和铝型材产销量规模持续稳步增长**：公司目前拥有90万吨铝板带箔的年产能和2万吨交通用铝型材产能。2018年铝板带产量65.42万吨，铝箔产量10.88万吨，合计76.3万吨；2019年上半年产量合计突破41万吨，全年或能突破86万吨；按此增速预测，预计2020年能达到96万吨。2017年公司铝型材项目正式批量生产，2018年交付铝合金轨道车体140余节，预计2019年能达到200节；按此增速预测，预计2020年能达到300节。
- **战略转型是主旋律，聚焦交通专用材料领域**：2003年公司（1+4）热连轧生产线投产，该产线是国内首条自行设计的热连轧生产线。根据行业发展趋势，公司开始寻求战略转型，进军高技术和高附加值领域。公司2014年开始建设“20万吨高精度交通用铝板带项目”，在新厂区新建（1+1）热连轧生产线；2015年开始建设“2万吨交通用铝型材项目”，形成400套/年轨道车体产能；2017年开始建设“年产12.5万吨车用铝合金板项目”，主要用于汽车轻量化领域；2019年又发行可转债募投“铝板带生产线升级改造项”，进一步调整铝板带箔产品结构。
- **轨交用铝和汽车轻量化是中国铝材需求关键增长点**：中国铝材产量能占到全球总产量的60%，但中高端产能不足，仍需进口。国内铝材三大主流消费领域是建筑、电子电力和交通运输，占比分别是32%、16%和13%，整体和西方发达国家的消费结构有很大的不同，交通运输始终是其第一大消费领域，占比超45%，这表明铝作为高强度的结构材料在交通运输领域持续发挥着减重、节能和降耗的作用。中国轨道列车轻量化发展趋势有利于提升铝材的需求，同时新能源汽车行业的快速发展所推动的汽车轻量化发展趋势是未来铝材需求的最大亮点。
- **盈利预测与投资建议**。预计2019-2021年EPS分别为1.52元、1.28元和1.30元，对应PE分别为7倍、9倍和8倍。2019年公司扣非归母净利润约为6.16亿，对应EPS为1元，PE为11倍。公司新增铝板带箔产能持续释放，同时产品结构持续优化，相比于可比上市公司更具有成长性。根据可比公司估值，给予公司2020年15倍估值，对应目标价19.2元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示**：公司铝板带箔和铝型材产能投放或不达预期；产品销售或不达预期；单位利润或不达预期。

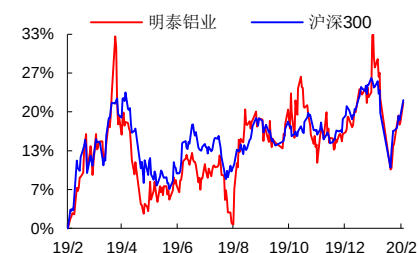
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	13324.58	15033.70	17164.93	18086.80
增长率	28.54%	12.83%	14.18%	5.37%
归属母公司净利润（百万元）	495.63	939.29	791.83	801.33
增长率	40.82%	89.51%	-15.70%	1.20%
每股收益EPS（元）	0.80	1.52	1.28	1.30
净资产收益率ROE	8.66%	14.10%	10.88%	10.11%
PE	14	7	9	8
PB	1.14	1.00	0.92	0.85

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：刘孟尧
 执业证号：S1250519060005
 电话：15210216914
 邮箱：lml@swsc.com.cn
 联系人：杨耀洪
 电话：18659008657
 邮箱：yyhong@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.16
流通A股(亿股)	5.75
52周内股价区间(元)	9.36-12.62
总市值(亿元)	67.79
总资产(亿元)	111.22
每股净资产(元)	11.41

相关研究

目 录

1 公司概况：铝加工行业龙头，产能持续扩张	1
2 公司分析：高端产品产能释放，毛利水平持续优化	3
2.1 战略转型是主旋律，聚焦交通专用材料领域	3
2.2 规模与区位优势凸显，拥有良好的政策环境	9
2.3 开拓美国以外市场成功转移中美关系恶化的风险	11
2.4 加工费定价能力强，毛利率水平稳步提升	11
3 行业分析：低端产品充分竞争，中高端产品供应不足	13
3.1 中国铝加工产业布局呈现区域性集中的特点	13
3.2 中国铝加工产品中高端产能供应不足	16
3.3 轨交用铝和汽车轻量化是铝材需求关键增长点	18
4 盈利预测与估值	20
5 风险提示	21

图 目 录

图 1: 公司历史沿革	1
图 2: 公司近五年营业收入及增速 (单位: 亿元)	2
图 3: 公司近五年归母净利润及增速 (单位: 亿元)	2
图 4: 2019 年上半年公司营业收入构成	2
图 5: 公司主要产品毛利率水平变动	2
图 6: 公司股权控制结构穿透图	3
图 7: 公司热轧与冷轧产能匹配情况	4
图 8: 奥地利 IGM 焊接机器人 RTE 400	6
图 9: 德国 Fooker 五轴加工中心	6
图 10: 德国西马克正向挤压机	7
图 11: 公司车用铝合金板项目生产工艺流程	8
图 12: 公司铝板带箔产量随项目推进稳定增长 (单位: 万吨)	10
图 13: 2018 年河南省电解铝产量约为 250 万吨 (单位: 万吨)	10
图 14: 公司 2014 年以来出口营业收入及其占总营收比重 (单位: 亿元)	11
图 15: 明泰铝业综合毛利率稳步提升	12
图 16: 2018 年公司各产品毛利率水平 (单位: %)	12
图 17: 2018 年公司主要产品毛利构成与营收构成	12
图 18: 铝加工产业链	13
图 19: 2018 年中国铝加工材产量约 3970 万吨 (单位: 万吨)	14
图 20: 2018 年中国铝加工材产品结构	14
图 21: 中国铝材产业布局 (柱状图, 单位: 万吨)	15
图 22: 中国铝材产业布局 (饼图)	15
图 23: 中国铝材消费结构	16
图 24: 铝型材企业及铝板带箔企业总开工率略有提升	16
图 25: 建筑型材与工业型材企业开工率	16
图 26: 2019 年中国铝材进口约 35.5 万吨, 单位金额约 6740 美金 (单位: 万吨)	17
图 27: 中国铝材出口国家/地区分布相对分散	17
图 28: 中国铝材进口国家/地区分布相对集中	17
图 29: 中国高铁运营里程占铁路运营里程不断提升	18
图 30: 中国汽车工业铝总消费量 (单位: 吨)	19
图 31: 中国新能源汽车单车用铝量 (KG)	19

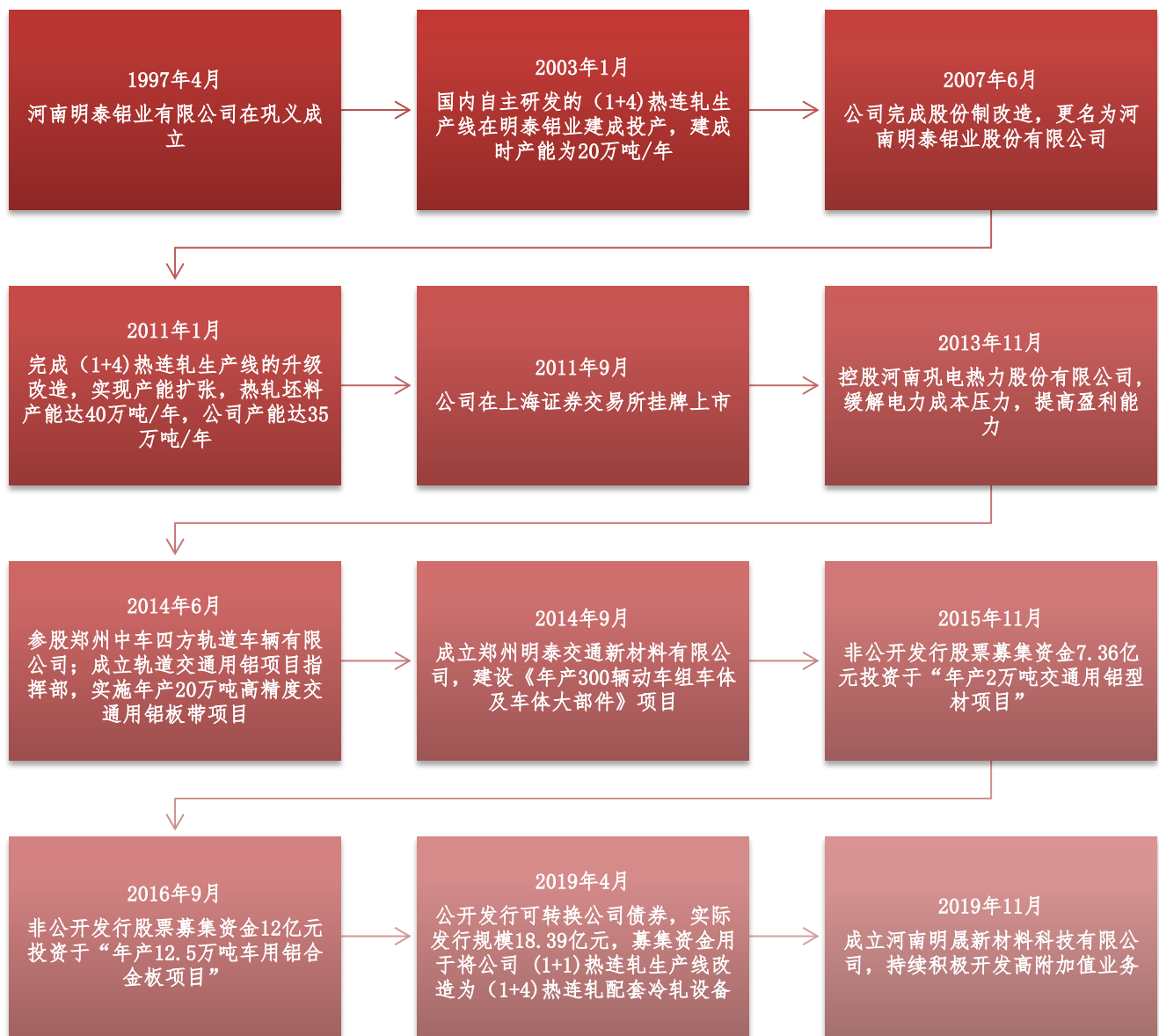
表 目 录

表 1: 公司历次募投项目之间的承继关系	4
表 2: 公司 1-8 系铝合金产品	4
表 3: 高精度交通用铝板带项目产品方案	6
表 4: 年产 2 万吨交通用铝型材项目产品方案	7
表 5: 铝板带生产线升级改造项目产品方案	9
表 6: 2016-2018 年全球分品种铝材产量 (万吨)	13
表 7: 2016-2018 年世界主要国家铝材产量 (万吨)	14
表 8: 2019 年中国新增铝材产能集中在高端领域 (单位: 万吨)	17
表 9: 中国汽车轻量化路线	19
表 10: 公司主营业务产销量和利润假设 (2019-2021 年)	20
表 11: 可比上市公司估值情况	21
附表: 财务预测与估值	22

1 公司概况：铝加工行业龙头，产能持续扩张

河南明泰铝业股份有限公司成立于 1997 年，2007 年 6 月完成股份制改造，于 2011 年 9 月 19 日在上交所上市。公司位于以铝工业为支柱产业之一的河南省，主要业务为铝板带箔和铝型材加工，已成为铝加工行业龙头企业之一，正在逐步从传统加工企业向高端装备制造企业转型升级。目前，公司拥有 90 万吨铝材年产能，2019 年半年度，公司产销量突破 41 万吨，预计全年可突破 86 万吨。

图 1：公司历史沿革



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：公司近五年营业收入及增速（单位：亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：公司近五年归母净利润及增速（单位：亿元）

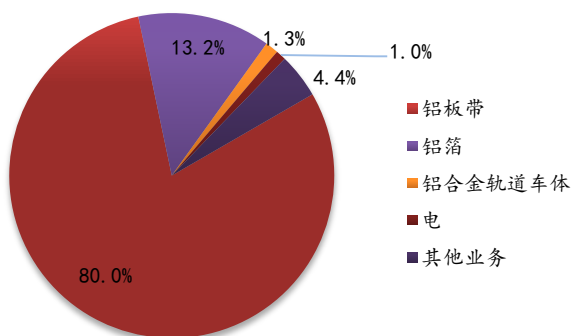


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主要业务是铝板带箔和铝型材业务。2018 年铝板带产量达 65.42 万吨，铝箔产量达 10.88 万吨，在全年营业收入分别占比 77.9%和 13.3%。另一方面铝合金轨交车体产销量呈现快速增长趋势，公司在 2019 年上半年交付 94 节，营收同比增长达 91%，虽然在整个公司的业务占比中仍比较小，但增长潜力值得期待。

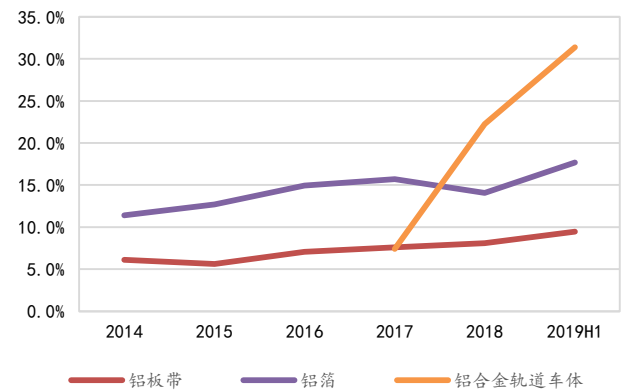
公司重点布局进军交通运输用铝、汽车轻量化用铝、新能源用铝等高端领域。公司在 2017 年分别与郑州中车、青岛中车签订了 13 列和 33 列铝合金轨交车体买卖合同，标志着公司“年产 2 万吨交通用铝型材项目”正式批量投产，公司成为国内领先的轨交装备供应商。2018 年，公司“年产 12.50 万吨车用铝合金板项目”的主要设备投入运营，随着新项目和新品逐步达产，公司业绩有望持续提升。

图 4：2019 年上半年公司营业收入构成



数据来源：公司公告，西南证券整理

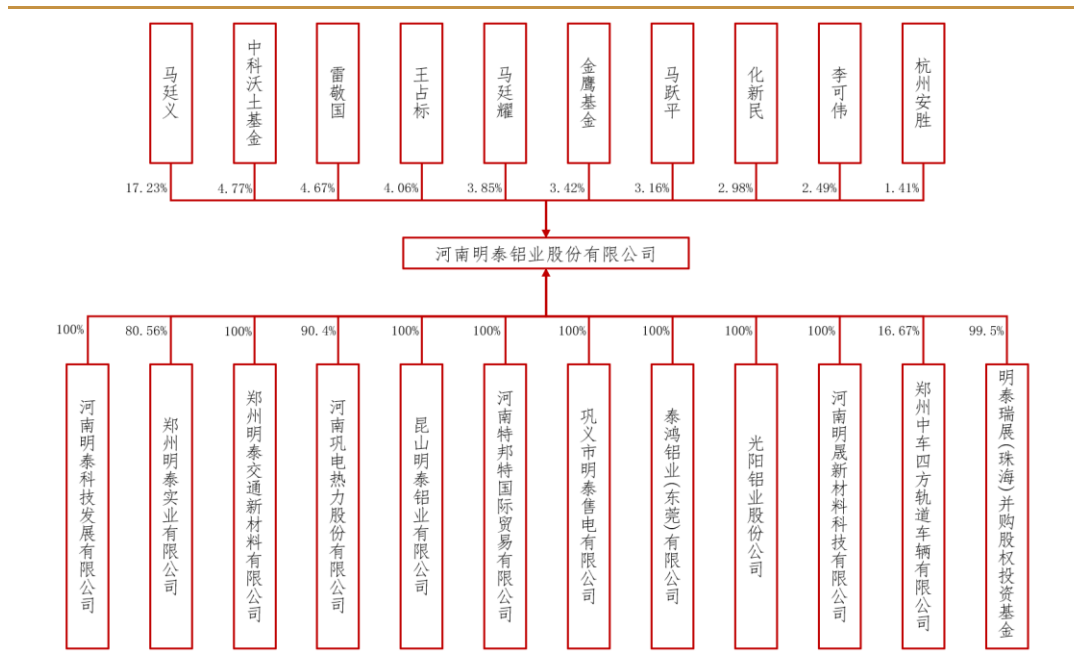
图 5：公司主要产品毛利率水平变动



数据来源：公司公告，西南证券整理

股权控制结构：公司实际控制人为马廷义先生，当前持股比例 17.23%，为第一大股东。前十大股东共计持股比例为 48.04%，其中马廷义先生及其亲属（包括马廷耀、化新民及李可伟）共持有公司 26.55%股权。截至目前公司共控股和参股 11 家子公司，成立 1 家铝产业升级并购基金。公司持续积极开发汽车制造、航天航空等高端领域的高附加值业务，同时还通过设立境外子公司光阳铝业股份公司拓展海外市场。

图 6：公司股权控制结构穿透图



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 公司分析：高端产品产能释放，毛利水平持续优化

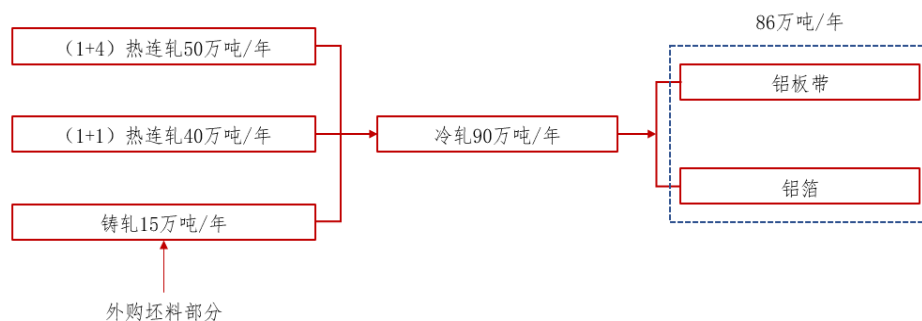
2.1 战略转型是主旋律，聚焦交通专用材料领域

国内首条自行设计的热连轧产线投产。2003 年公司（1+4）热连轧生产线投产，该产线是国内首条自行设计的热连轧生产线，实现了国内铝加工行业生产技术的突破。公司掌握了该生产线的核心关键技术，节约了高额的技术引进成本。这部分产能主要应用于传统的印刷铝板基（CTP 版基、PS 版基）、合金板类、复合铝板带箔（钎焊料）、电子箔、包装箔以及其他板带箔材等。从 2003 年投产至今已有十余年，公司一直不断对（1+4）热连轧生产线进行改良和优化，热轧产能从初始投产的 20 万吨提高到目前的 50 万吨。

此后根据行业发展趋势，产品竞争加剧，公司开始寻求战略转型，进军行业发展前沿的交通运输用铝、汽车轻量化用铝、新能源用铝等高技术高附加值领域。公司在 2014 年开始建设“20 万吨高精度交通用铝板带项目”，在新厂区新建（1+1）热连轧生产线；2015 年建设“2 万吨交通用铝型材项目”，形成 400 套/年轨道车体产能，2017 年开始批量生产；2017 年建设“年产 12.5 万吨车用铝合金板项目”，主要用于汽车轻量化领域，目前项目正在逐步投产；2019 年又发行可转债募投“铝板带生产线升级改造项目”。公司不断谋求转型升级，公司生产的商用车铝合金板已向宇通、中集、比亚迪等车企供货，生产的轨交型材、铝合金轨交车体向中车供货，生产的锂电池铝塑膜箔材、电解电容器用负极铝箔、超级电容器用高纯铝箔等产品可用于新能源领域。

目前公司拥有热轧和冷轧产能 90 万吨，近几年铝板带箔产量随着项目推进稳定增长。2019 年上半年产销量突破 41 万吨，预计全年能够达到 86 万吨。公司产品涵盖 1 系到 8 系铝合金等多品种、多规格产品系列，能够满足不同行业、不同客户的多元化需求。

图 7：公司热轧与冷轧产能匹配情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 1：公司历次募投项目之间的承继关系

名称	预算总额 (亿元)	资金来源	开工 时间	投产时间	主要设备投资	主要产品	细分 行业
高精度交 通用铝板 带项目	6.46	IPO 募集 资金变更	2014 年 6 月	2015 年 6 月	在新厂区新建 (1+1) 热连轧生产线	中厚板、热轧卷材	铝板带
年产 2 万吨 交通用铝 型材项目	7.23	定向增发	2015 年 10 月	焊合生产线于 2017 年 8 月投产； 挤压生产线于 2019 年下半年投产	在全资子公司明泰新材料厂区建 设轨道列车车体及大部件车间、铝 型材挤压车间	轨道列车车体大部 件、铝型材	铝型材
年产 12.5 万吨车用 铝合金板 项目	13.59	定向增发	2017 年 2 月	2018 年 6 月汽车内 板产能投产；外板产 能投产时间待定	改造老厂区 (1+4) 热连轧生产线， 在新厂区建设国际领先的 CVC 六辊 冷轧机组、气垫式连续热处理机组	轿车车身外板用铝合 金带材、轿车车身内 板用铝合金冷轧卷	铝板带
铝板带生 产线升级 改造项目	18.39	可转换 公司债券	2019 年 5 月	投产时间待定	将新厂区 (1+1) 热连轧生产线升 级为 (1+4) 热连轧生产线，在老 厂区新增 2800mm 冷轧机组	航空航天、交通运输 用中厚板、热轧卷， 普通轧卷、中厚板	铝板带

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 2：公司 1-8 系铝合金产品

系列	代表	主要合金元素	特点	公司产品	应用
1 系	1050、 1060、 1070	含铝 99.00% 以上	属于含铝量最多的一个系列。由于不含有其他技术元素，所以生产过程比较单一，价格相对比较便宜，是目前常规工业中最常用的一个系列。目前市场上流通的大部分为 1050 以及 1060 系列。1000 系列铝板根据最后两位阿拉伯数字来确定这个系列的最低含铝量，比如 1050 系列最后两位阿拉伯数字为 50，根据国际牌号命名原则，含铝量必须达到 99.5% 以上方为合格产品。	铝板：1050、1060、1070、1100 铝箔：1060、1070、1100、1235 铝卷：1050、1060	锂电池软连接、 防爆阀、散热片、 母线、铝塑板、 充电桩、防腐保 温等
2 系	2A16 (LY16)、	铜 (含铜量在 3-5% 之间)	硬度较高，属于航空铝材，目前在常规工业中不常应用。	铝板：2A11、2A12、2A14、 2014、2017、2024	模具、高强度零 部件、厚板、重

系列	代表	主要合金元素	特点	公司产品	应用
	2A06 (LY6)				型锻件等
3 系	3003、 3A21	锰 (含锰量在 1.0-1.5%)	又可以称为防锈铝板，是一款防锈功能较好的系列。常规应用在空调，冰箱，车底等潮湿环境中，价格高于 1000 系列，是一款较为常用的合金系列。不可热处理强化，耐腐蚀性能好，焊接性能好，塑性好 (接近超铝合金)。	铝板：3003、3004、3005、 3104、3105、3A21 铝箔：3003、3004 铝卷：3003	料仓、天线锅料、 动力电池壳料、 百叶窗材料、散 热片、顶板、地 板等
4 系	4A01	硅 (含硅量在 4.5-6%之间)	属建筑用材料，机械零件，锻造用材，焊接材料；低熔点，耐蚀性好。具有耐热、耐磨的特性。	—	活塞、耐热零件、 装饰件、钎焊板、 焊条和焊丝等
5 系	5052、 5005、 5083、 5A05	镁 (含镁量在 3-5%之间)	又可以称为铝镁合金。主要特点为密度低，抗拉强度高，延伸率高。在相同面积下铝镁合金的重量低于其他系列，故常用在航空方面，比如飞机油箱。在常规工业中应用也较为广泛。加工工艺为连铸连轧，属于热轧铝板系列故能做氧化深加工。	铝板：5A05、5086、5252、 5A02、5005、5A06、5182、 5454、5754、5A03、5083、 5052 铝箔：5052 铝卷：5083、5754、5052	汽车用铝合金、 3C 产品、游艇、 鞋模、储气筒、 高铁隔音屏障、 罐车罐体料等
6 系	6061、 6063	镁、硅	集中了 4000 系列和 5000 系列的优点。6061 是一种冷处理铝锻造产品，适用于对抗腐蚀性、氧化性要求高的应用。可使用性好，接口特点优良，容易涂层，加工性好。可以用于低压武器和飞机接头上。	铝板：6060、6005A、6101、 6005、6082、6063、6061 铝卷：6061	手机卡槽、手机 壳、模具、汽车 车身、汽车车门、 船舶等
7 系	7075	锌；有时少量 镁、铜	也属于航空系列，是铝镁锌铜合金，是可热处理合金，属于超硬铝合金，有良好的耐磨性。7075 铝板是经消除应力的，加工后不会变形、翘曲。所有超大超厚的 7075 铝板全部经超声波探测，可以保证无砂眼、杂质。7075 铝板的热导性高，可以缩短成型时间，提高工作效率。主要特点是硬度大。	铝板：7A09、7A04、7050、 7005、7075	鞋模、高硬度模 具、高端手机外 壳、厚板、重型 锻件等
8 系	8011	其他 (如锂)	很少做铝板，一般用作铝箔	铝箔：8006、8079、8021、 8011	药品包装箔、胶 带箔、食品包装、 酒瓶盖、航空航 天餐盒等

数据来源：公司官网，西南证券整理

2.1.1 高精度交通用铝板带项目

2011 年公司首次公开发行股票募集资金拟用于“铝板带箔生产线技术改造项目”，计划扩充原 (1+4) 热轧生产线产能，建设规模为年产能 10 万吨，其中新增年产能 5 万吨，升级换代产品年产能 2 万吨，结构调整替代产品年产能 3 万吨。但是在项目的实施过程中，外部宏观经济和市场环境发生变化，市场低端产品同质化严重，公司终止原项目，并将募集资金变更为实施新项目。

新项目“高精度交通用铝板带项目”，总投资额 6.46 亿元，建设期 1.5 年，建设规模为年产 20 万吨铝板带材，主导产品为高精度交通用铝合金板带材，目标产品按类别可以分为

中厚板、热轧卷材、冷轧带材及冷轧板材，可用于生产集装箱板、车厢厢体板、C80 运煤敞车用中厚板、船用中厚板等高端产品，该项目同时也满足了公司铝合金热轧卷的自供能力。该项目核心生产设备“1+1”热连轧生产线（3300mm 热粗轧+2800mm 单机架热精轧机组）于 2015 年 6 月完成安装试投产运行，2016 年开始产生效益，原设计产能为 20 万吨，经过公司生产优化和设备调整，实际产能已提升至 40 万吨。目前该项目生产的商用车铝合金板已向宇通、中集、比亚迪等车企供货。

表 3：高精度交通用铝板带项目产品方案

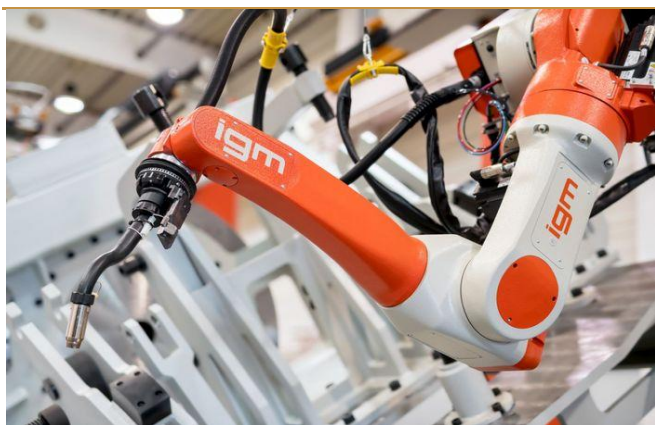
产品名称		产能（万吨/年）	
中厚板	铁道货车用铝板	1.3	5.0
	槽罐料	1.1	
	合金板	2.6	
热轧卷材	合金带材用热轧卷	4.0	10.0
	轿车车身内板用热轧卷	2.0	
	轿车车身外板用热轧卷	1.0	
	罐盖料用热轧卷	3.0	
冷轧带材	装饰带材	2.5	2.5
冷轧板材	集装箱用铝板	2.0	2.5
	车厢厢体用铝板	0.5	
合计			20.0

数据来源：公司公告，西南证券整理

2.1.2 年产 2 万吨交通用铝型材项目

轨交车体用铝型材项目。该项目自 2015 年 11 月通过非公开发行股票募资，净募资额为 7.23 亿元，建设期为 2 年，建设规模为年产 2 万吨交通用铝型材，主要产品包括轨道交通用铝型材及车体大部件、工业型材、管棒材等，建设投产后可形成 400 套/年轨道车体大部件产能。该项目焊合生产线主要设备分别引进奥地利 IGM 公司生产的工业机器人以及德国 Fook 公司五轴五联动铝合金龙门加工中心，目前已形成轨道车体加工能力。

图 8：奥地利 IGM 焊接机器人 RTE 400



数据来源：IGM 官网，西南证券整理

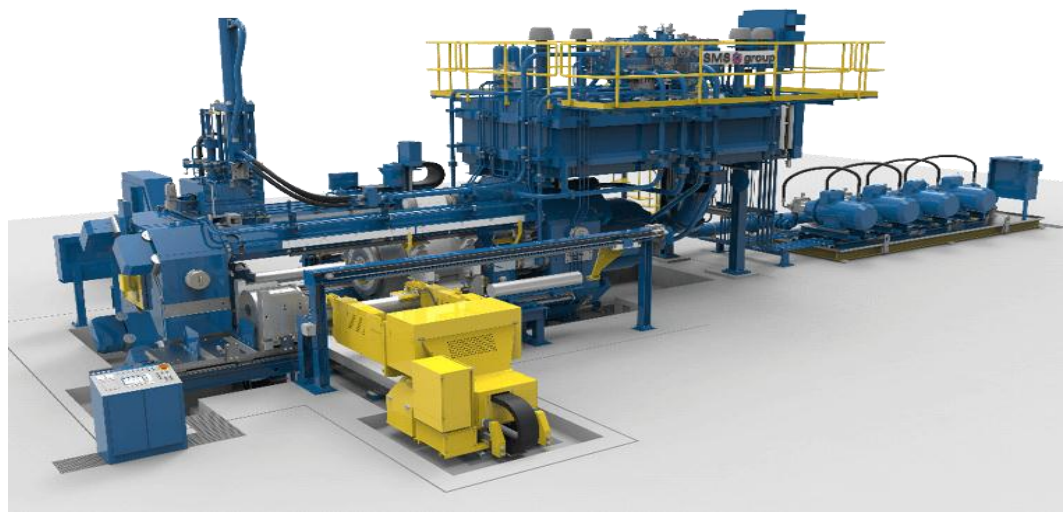
图 9：德国 Fook 五轴加工中心



数据来源：公司官网，西南证券整理

2019 年上半年轨交车体用铝型材项目挤压生产线中的德国西马克 82MN 挤压机、60MN 挤压机及 125MN 挤压机安装完成，下半年三条产线全部投入生产，所生产型材已通过中车集团的相关验证。随着挤压线全部投产，公司实现型材自给自足，为轨道车体生产提供所需原材料，提高轨道车体利润率。依托该项目的推进以及合同的签订，公司已成为国内领先的轨交装备供应商。

图 10：德国西马克正向挤压机



数据来源：SMS 官网，西南证券整理

2014 年公司与南车四方合资设立了郑州南车（现郑州中车），可形成 500 节/年的轨道车辆生产能力。公司在蒙阳市设立全资子公司明泰新材料实施该项目，作为郑州南车的对口供应商。2016 年末该项目生产的轨道车体大部件交付郑州中车。2017 年 8 月，明泰新材料与郑州中车签订 13 列郑州地铁铝合金车体共计 7956 万元买卖合同，正式批量生产，同年 10 月与中车青岛四方签订 33 列 198 辆城郊铁路工程铝合金车体约 2 亿元买卖合同。2018 年公司实现交付铝合金轨道车体 140 余节，全年轨道交通板块实现收入 1.2 亿元。2019 年上半年交付 94 节。

表 4：年产 2 万吨交通用铝型材项目产品方案

产品名称	产能（吨/年）		
车体大部件			4000（400 辆）
轨道交通型材			5000
工业型材	散热器型材	3000	8000
	交通运输型材	3000	
	建筑模板型材	2000	
挤制管棒材			3000
合计			20000

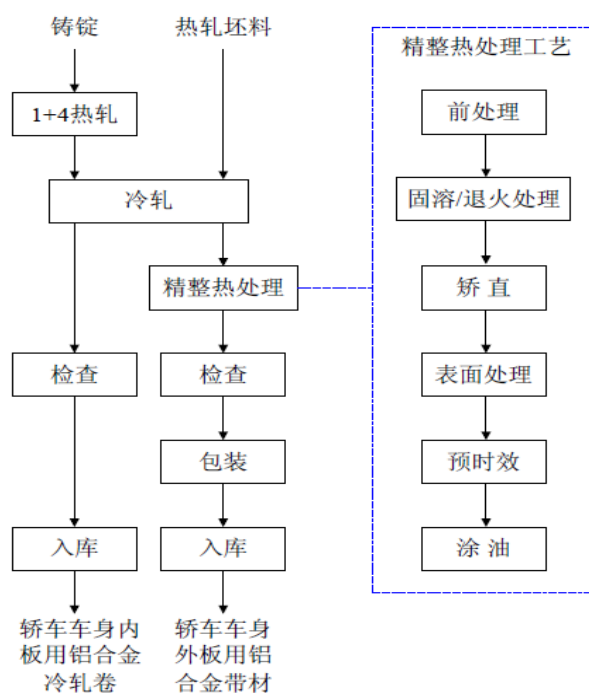
数据来源：公司公告，西南证券整理

2.1.3 年产 12.5 万吨车用铝合金板项目

公司自成立以来，在传统铝加工产品领域具有一定的优势。随着全球汽车工业的发展，汽车轻量化逐步成为未来的发展趋势之一，而铝合金作为汽车轻量化的首选材料，具有广阔市场前景。2017 年公司通过定增募集资金用于“年产 12.5 万吨汽车用铝合金板项目”，该项目自 2016 年设立，预算总投资额 13.59 亿元，净募资额 10.71 亿元，建设期 2 年，建设内容为国际领先的 2800mmCVC 六辊冷轧机及立体化智能管理仓库，项目主要产品为轿车车身用铝合金，板带车间年产能 12.5 万吨，其中外板 8 万吨，内板 4.5 万吨。

车用铝合金板项目是在公司原有的两个厂区建设，一方面是对老厂区（1+4）热轧机组进行设备升级改造，另一方面是对新厂区厂房设施改扩建，并配套新增冷轧机、卷材立体化智能管理装置、气垫式连续热处理机组等设备。公司通过引进国内外先进的生产设备和技术，同时在已经进入轨道交通用铝材领域的基础上，进一步布局进入汽车交通用铝材领域，抓住下游行业的发展契机，实现公司产品的转型升级。目前该项目已开始内板的生产，产能利用约 2-3 万吨。

图 11：公司车用铝合金板项目生产工艺流程



数据来源：公司公告，西南证券整理

2.1.4 铝板带生产线升级改造项目

铝板带生产线升级改造项目。该项目总投资额为 27.20 亿元，在 2019 年 4 月通过发行可转换公司债券进行募资，转股价格为 9.50 元/股，募集金额为 18.39 亿元，项目建设期为 2 年。该项目的建设分为两个方面：1) 在新厂区原有板带车间内，将（1+1）热轧升级改造为宽幅（1+4）热轧机组；2) 在老厂区新增 2800mm 冷轧机组。整个项目建成后，将形成年产 25 万吨的产能规模，包括中厚板产品 2.5 万吨，热轧卷材产品 10 万吨，冷轧带材产品 8.5 万吨，冷轧板材产品 4 万吨。

表 5：铝板带生产线升级改造项目产品方案

类别	产品名称	年产量 (t)
中厚板	铝合金预拉伸板、中厚板	25000
	小计	25000
热轧卷材	合金带材用热轧卷	40000
	油罐车用热轧卷	20000
	船用热轧卷	30000
	交通运输用热轧卷	10000
	小计	100000
冷轧卷材	铝合金建筑围护板	35000
	罐盖拉环料	30000
	手机电池壳用率铝合金板带材	20000
	小计	85000
冷轧板材	集装箱用铝板	20000
	车厢厢体用铝板	5000
	机柜板	15000
	小计	40000
	合计	250000

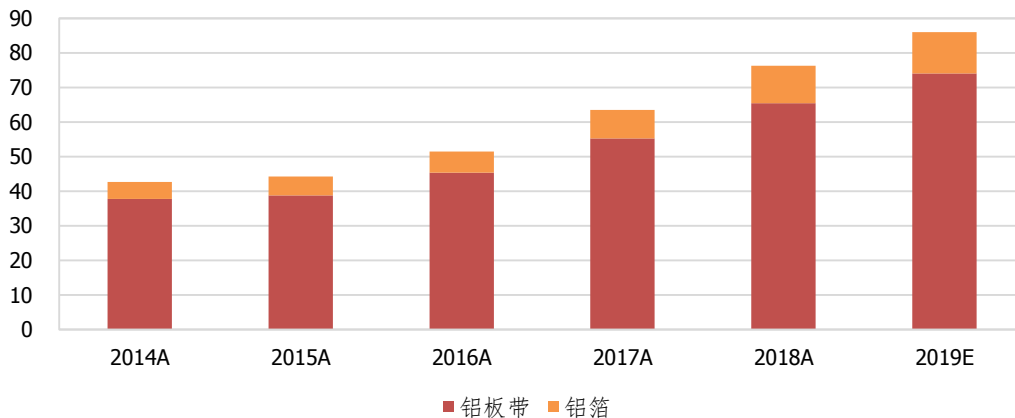
数据来源：公司公告，西南证券整理

铝板带升级改造项目所生产的中厚板为原有普通中厚板产品升级换代，属于航空航天用铝合金预拉伸板、中厚板，在产品质量、性能和尺寸精度等方面都会提升一个档次。通过该项目引进国内外先进生产设备和技术，公司进一步调整铝板带箔产品结构，能有效提升高端产品产能，实现产品转型升级。

2.2 规模与区位优势凸显，拥有良好的政策环境

公司产销量位居行业前列，高端产能规模仍持续扩大。2018 年公司实际产销量突破 76 万吨，约占国内铝板带箔总产量的 5%（安泰科数据统计，2018 年中国铝板带箔产量约 1513 万吨）；2019 年半年度，公司产销量突破 41 万吨，预计全年仍将保持增长态势突破 86 万吨，具有相对明显的规模优势。另外，产销规模的扩大也相应的降低了单吨生产成本。

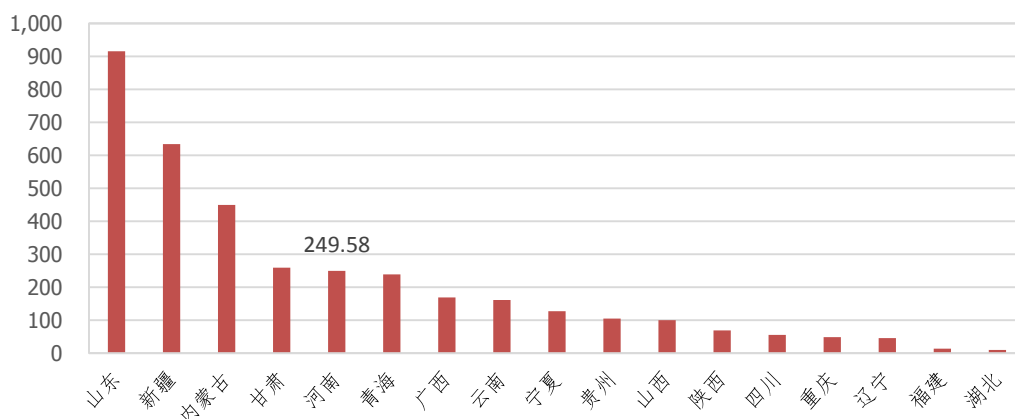
图 12：公司铝板带箔产量随项目推进稳定增长（单位：万吨）



数据来源：公司公告，西南证券整理

原材料铝锭供应稳定，兼具产业集群效应。公司地处河南省，是国内电解铝的生产大省，2019 年全省电解铝产量约为 250 万吨，省内铝资源丰富，河南省发展铝工业的天然优势及产业集聚效应为公司带来了明显的成本优势。公司所在地巩义市周边是电解铝主产区，铝锭供应来源充足，公司与包括伊川电力集团总公司、万基控股集团有限公司、河南豫联能源集团有限责任公司（包括其子公司河南中孚实业股份有限公司）在内的大型电解铝生产企业建立了长期稳定的合作关系。同时，优越的地理位置减少了铝锭采购的运输费用，并且为公司采取按日持续批量采购铝锭创造了条件，确保公司所需的铝锭在任何时候都及时供应。另一方面，产业集群模式有利于公司近距离获取铝加工行业新发展模式、新概念、新市场，降低原材料成本和人力资源成本。

图 13：2018 年河南省电解铝产量约为 250 万吨（单位：万吨）



数据来源：阿拉丁，西南证券整理

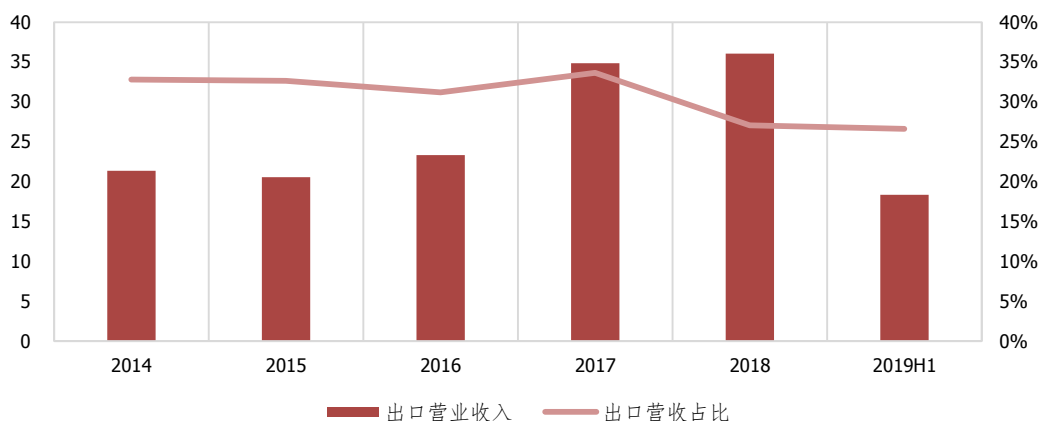
铝工业作为河南省的重点支柱产业之一，拥有良好的政策环境。2017 年 3 月，河南省人民政府办公厅发布《关于加快培育发展新兴产业集群的实施意见》，其中将高端合金材料作为发展重点之一，支持骨干企业与优势铝加工及终端用户企业合作，重点发展船舶、航空、汽车车体、容器罐体用中厚板，轨道车辆用薄板，罐盖、拉环用带材，加快培育巩义、洛阳等产业集群；2017 年 10 月，又发布《河南省新型材料业转型升级行动计划（2017—2020 年）》，将产品升级作为工作重点，围绕航空航天、交通运输、电子信息等高端领域，依托于

大型铝加工企业，发展高端铝合金、轨道交通用铝、车辆用铝等高附加值产品，争取汽车用铝产品、船用产品、军工产品等质量体系认证，推动铝产品向高强高韧铝合金、高端精深铝合金加工延伸。2018 年公司共计得到政府补助 9949.79 万元，未来将继续充分受益于本省政策优待。

2.3 开拓美国以外市场成功转移中美关系恶化的风险

2015 年至 2018 年 1-6 月，公司出口美国的收入占主营业务收入的比例分别为 18.22%、20.16%、21.39%和 11.43%，2018 年 4 月以来，受贸易纠纷的影响，公司对美国出口额大幅减少。公司抓住其他区域市场出现的机会，积极开拓加拿大、澳大利亚、欧洲等地的市场并成功抢占了部分市场份额，减少了美国市场的不利影响。2018 年 3 季度，公司实现出口收入 9.5 亿元，已经达到中美贸易纠纷前的出口水平，对澳大利亚、比利时、英国等区域的出口收入较 2018 年 1 季度增长甚至已经超过 100%，有力支撑了公司出口业务持续稳健的增长。随着公司海外市场不断开拓，产能持续扩大，公司产品结构将不断调整和优化，公司规模优势将得到进一步发挥。

图 14：公司 2014 年以来出口营业收入及其占总营收比重（单位：亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

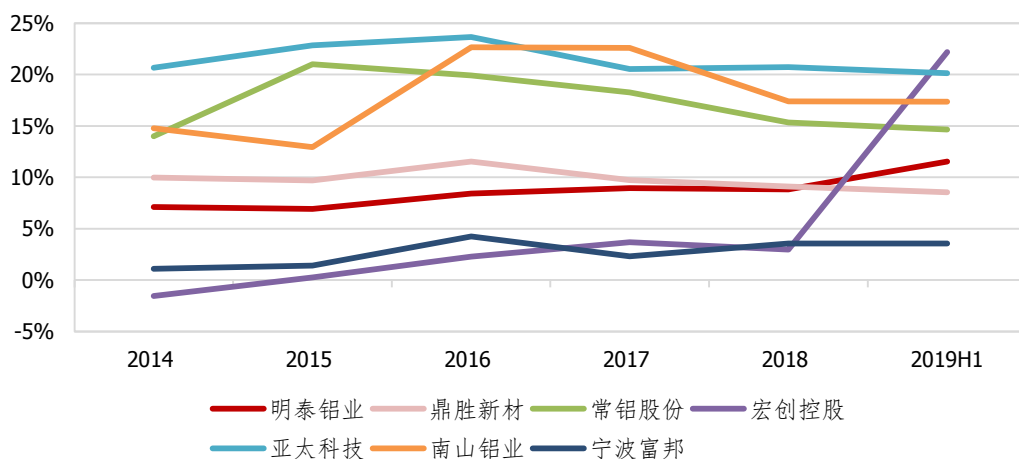
2.4 加工费定价能力强，毛利率水平稳步提升

铝加工行业属于充分竞争行业。截至 2018 年，中国铝加工材产能约 5800 万吨，约占全球总产能的 60%。2018 年产量约 4000 万吨，约占全球总产量的 50%。中国铝加工行业属于资本密集型行业，行业内生产企业众多，产业集中度低，市场竞争异常激烈，整体规模偏小。

公司成功打入高附加值领域，有效提高综合毛利率。公司原有铝板带的生产设备主要以国产设备为主，在加工精度、表面处理等方面与进口设备尚存在一定差距，起初产品结构以低毛利率、低竞争力的低端产品为主。随着“年产 2 万吨交通用铝型材项目”的实施，公司与中国中车合作进入轨道交通用铝型材领域；“高精度交通用铝板带项目”、“年产 12.5 万吨车用铝合金板项目”和“铝板带生产线升级改造项目”的实施对原有铝板带箔生产线不断升级改造，提高公司生产效率，升级产品结构。

公司加工费定价能力强。原材料铝锭价格随市价波动，加工费高低则取决于产品附加值高低：一是不同品种产品因工艺、技术水平要求不同，产品附加值不同；二是同类产品因为质量的好坏，加工难易度的差异，产品附加值也大不相同。**公司加工费定价能力强：**交通用铝产品加工费较高，在 7000-8000 元/吨；而普通板加工费在 4000-6000 元/吨，与行业平均加工费相比有显著的定价优势。

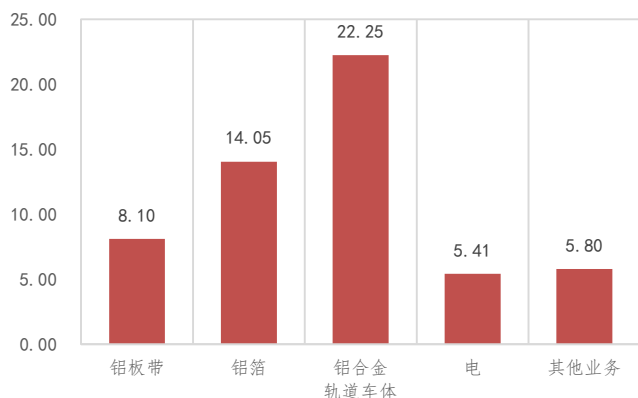
图 15：明泰铝业综合毛利率稳步提升



数据来源：公司公告，西南证券整理

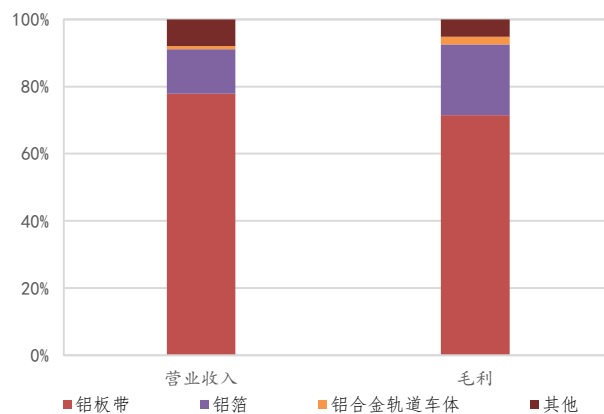
具体来看，公司铝板带产品毛利率从 2014 年 6.1% 上升到 2018 年的 8.1%，铝箔产品毛利率从 2014 年的 11.4% 上升到 2018 年的 14.1%。而铝合金轨道车体属于高端产品，其毛利率在项目刚投产的 2017 年便达到 7.4%，在 2018 年大幅提升至 22.3%，在主营业务中水平最高。随着未来公司年产 400 套的铝合金轨道车体产能全部释放，可以预见铝合金轨道车体业务将对公司综合毛利率起到很大的提升作用。

图 16：2018 年公司各产品毛利率水平（单位：%）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 17：2018 年公司主要产品毛利构成与营收构成

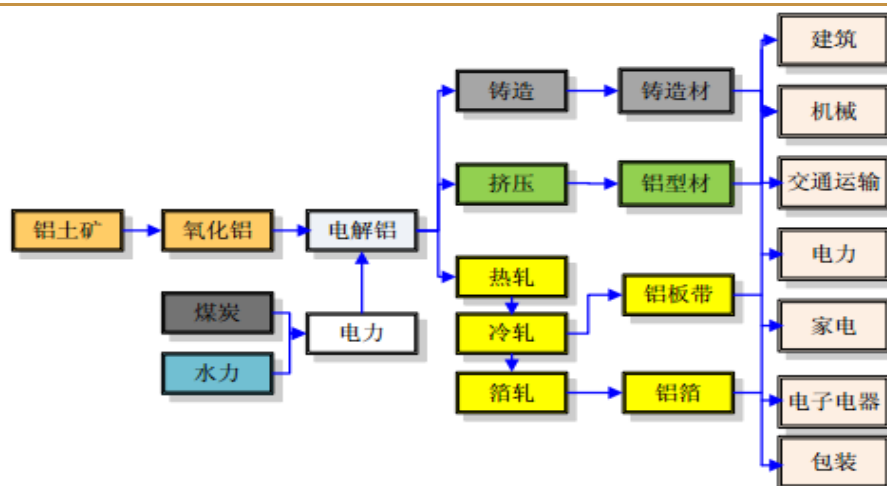


数据来源：公司公告，西南证券整理

3 行业分析：低端产品充分竞争，中高端产品供应不足

铝加工材行业处于铝产业链中游。铝加工材上承电解铝，在铝锭基础上通过挤压、压延和铸造等工艺制成铝材产成品。铝加工材在产品种类上包括九大类产品，包括铝板、铝带、铝箔、铝管、铝棒、铝型材、铝线、铝锻件和铝粉。

图 18：铝加工产业链



数据来源：公司公告，西南证券整理

3.1 中国铝加工产业布局呈现区域性集中的特点

安泰科数据显示，2018 年全球铝材总产量约为 6610 万吨，其中铝板带材产量约为 2532 万吨，铝挤压材产量约为 2809 万吨，铝箔产量约为 601 万吨，三种铝材合计产量约为 5942 万吨，占全球铝材总产量的比重高达 90%。

表 6：2016-2018 年全球分品种铝材产量（万吨）

品种	2016 年	2017 年	2018 年
板、带	2275	2431	2532
箔材	533	577	601
挤压材	2654	2746	2809
线材	509	565	568
锻材	45	51	53
粉材	42	45	47
合计	6058	6415	6610

数据来源：AA，WBMS，CNIA，安泰科，西南证券整理。备注：安泰科和中国有色金属工业协会由于铝材品种统计口径存在差异，数据有差别

全球范围内看，铝加工材生产主要集中在亚洲、北美洲和欧洲地区，主要生产国有中国、美国、日本、德国和意大利，五个国家产量合计约占全球总产量 80%。其中，中国铝材产量大约就占到全球市场 60% 的份额。

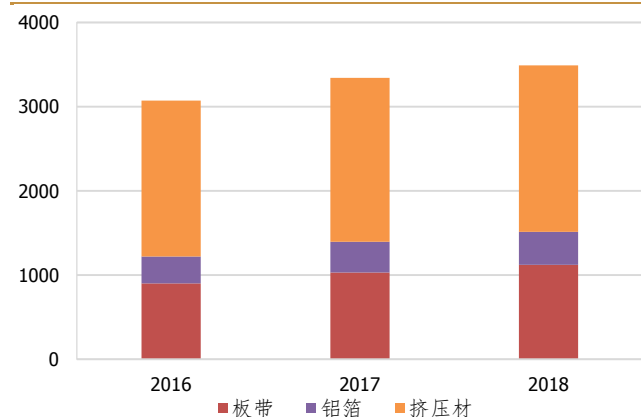
表 7：2016-2018 年世界主要国家铝材产量（万吨）

国家	类别	2016	2017	2018
中国	铝材产量	3520	3820	3970
	其中：板带产量	902	1030	1123
	铝箔产量	318	365	390
	挤压材产量	1855	1950	1980
美国	铝材产量	657.6	663.6	673.5
	其中：板带产量	350.2	352.5	359.5
	铝箔产量	40.5	41.3	41.9
	挤压材产量	214.5	217	218.8
德国	铝材产量	283.4	280.3	278.1
	其中：板带产量	190.1	189	187.5
	挤压材产量	56.3	55.7	55.3
日本	铝材产量	216.6	222.4	216.3
	其中：板带产量	125	127.8	122.4
	铝箔产量	11.2	11.5	12
	挤压材产量	77.2	79.7	78.6
意大利	铝材产量	84.4	79.9	95.1
	其中：板带产量	34	31.7	37.2
	挤压材产量	36.4	35.3	42.9

数据来源：AA, WBMS, CNIA, 安泰科, 西南证券整理。备注：安泰科和中国有色金属工业协会由于铝材品种统计口径存在差异，数据有差别

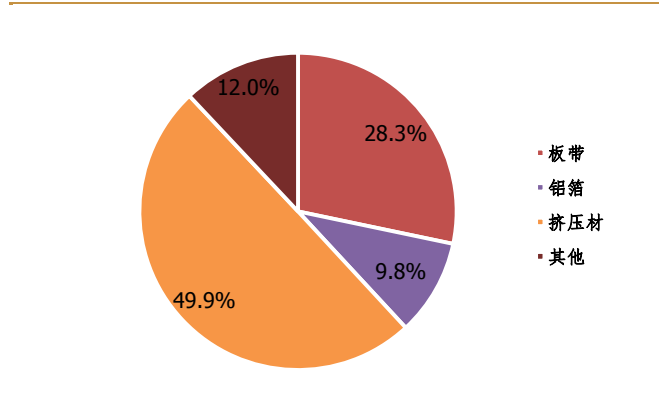
中国作为全球最大的电解铝生产国，自然也是全球最大的铝加工材生产国。安泰科数据统计，2018 年中国铝材产量约 3970 万吨，约占全球总产量的 60%。其中，铝板带产量约 1123 万吨，占比 28.3%；铝箔产量约 390 万吨，占比 9.8%；铝型材产量 1980 万吨，占比约 50%。

图 19：2018 年中国铝加工材产量约 3970 万吨（单位：万吨）



数据来源：安泰科, 西南证券整理

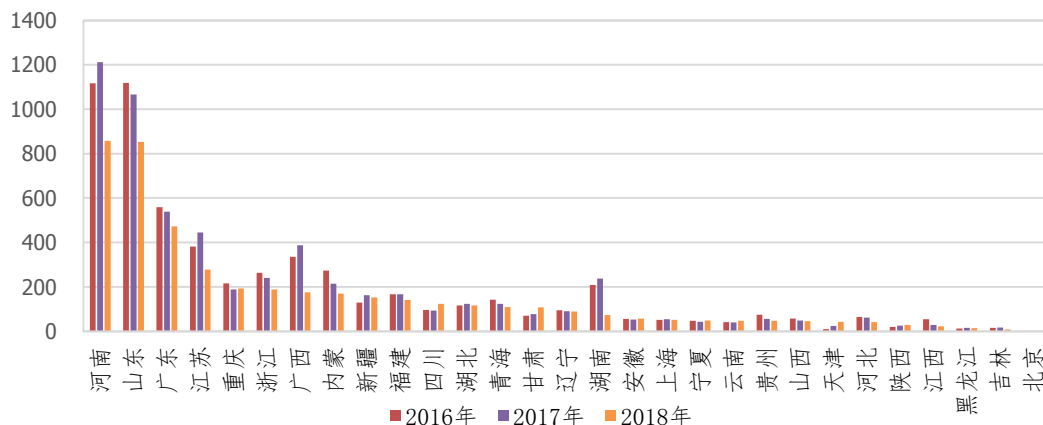
图 20：2018 年中国铝加工材产品结构



数据来源：西南证券整理

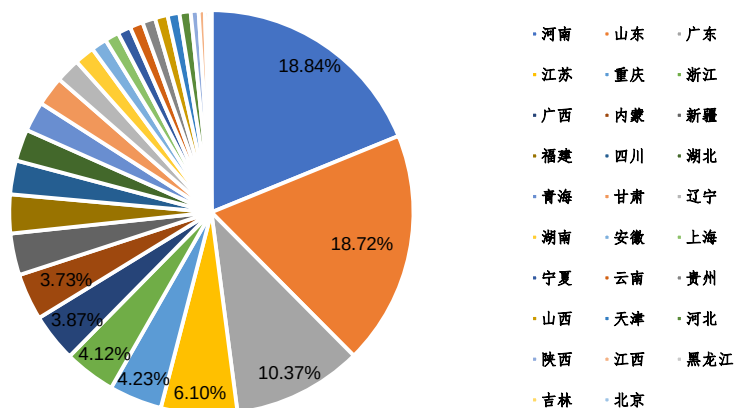
中国铝加工产业布局呈现“两个中心”的特点：一是以电解铝生产地区为中心，二是以下游消费地区为中心。中国铝材生产企业主要分布在山东、河南、内蒙古等电解铝主产地及长江三角洲和珠江三角洲等消费中心区域。中国有色金属工业协会数据显示，2018 年国内铝材产量位居前四位的省份是河南、山东、广东和江苏，产量分别是 858、852.5、472.5 和 278 万吨，产量占比分别是 18.8%、18.7%、10.4%和 6.1%，合计占比 54%，总体呈现出区域性集中的特点。

图 21：中国铝材产业布局（柱状图，单位：万吨）



数据来源：中国有色金属工业协会，西南证券整理。备注：安泰科和中国有色金属工业协会由于铝材品种统计口径存在差异，数据有差别

图 22：中国铝材产业布局（饼图）

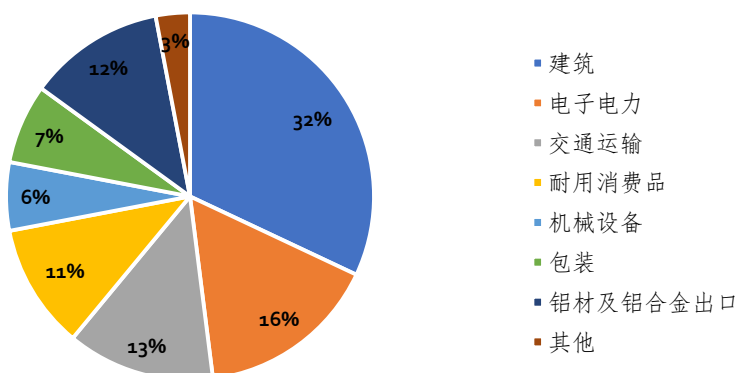


数据来源：中国有色金属工业协会，西南证券整理。备注：安泰科和中国有色金属工业协会由于铝材品种统计口径存在差异，数据有差别

3.2 中国铝加工产品中高端产能供应不足

西方发达国家铝材消费市场自上世纪 90 年代以后进入成熟期，在大多数传统消费领域，铝材应用的渗透较为深入，需求增量来自于部分传统消费领域产品的升级换代以及新兴工业领域的出现。从消费结构看，交通运输、包装及容器和建筑与结构领域一直是西方铝材市场三大主流消费领域。其中铝作为强度高的结构材料在交通运输领域将持续发挥其减重、节能和降耗的作用。中国已连续多年保持全球最大铝材消费国的地位，但是铝材消费结构有别于海外市场。SMM 数据显示，中国铝材三大主流消费领域分别是建筑、电子电力和交通运输，占比分别是 32%、16%和 13%，合计占比达到 61%。

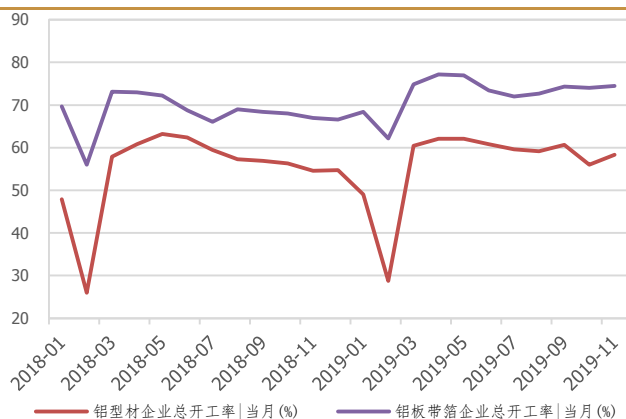
图 23：中国铝材消费结构



数据来源：SMM，西南证券整理

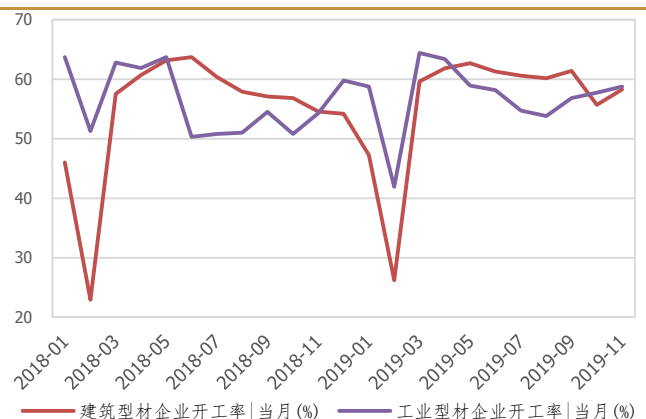
2019 年中国铝型材及铝板带箔企业开工率整体略有抬升，但整体开工率仍不高，反映出总体产能过剩的问题。但是另外一方面，中国铝材仍需要进口来补充，2019 年中国铝材进口 35.5 万吨，单位金额约 6740 美金；出口 515 万吨，单位金额约 2747 美金，进口产品单位价值量大约是出口产品的 2.5 倍，体现出国内中高端产能不足的问题。

图 24：铝型材企业及铝板带箔企业总开工率略有提升



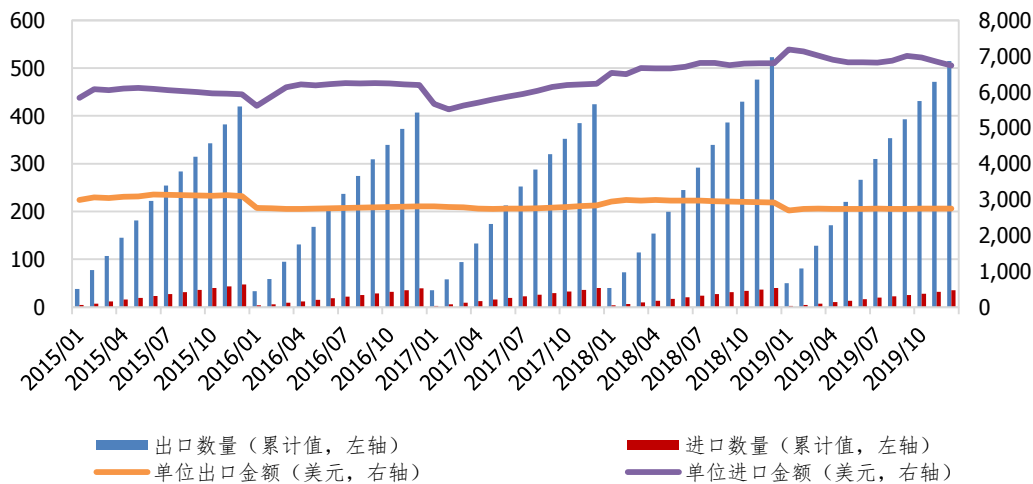
数据来源：SMM，西南证券整理

图 25：建筑型材与工业型材企业开工率



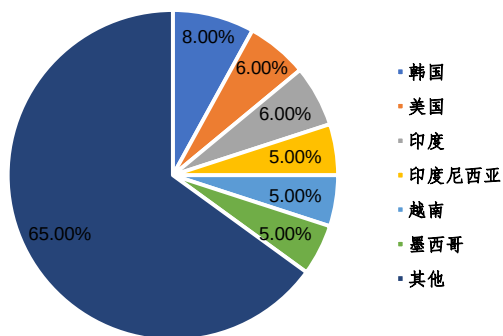
数据来源：SMM，西南证券整理

图 26：2019 年中国铝材进口约 35.5 万吨，单位金额约 6740 美金（单位：万吨）



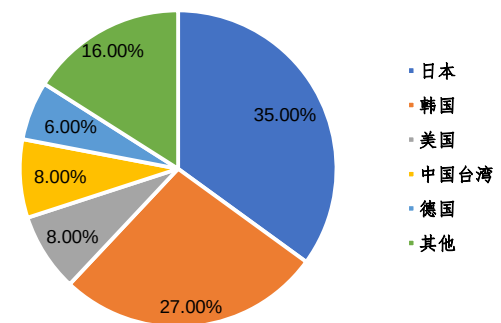
数据来源：海关总署，西南证券整理

图 27：中国铝材出口国家/地区分布相对分散



数据来源：安泰科，西南证券整理

图 28：中国铝材进口国家/地区分布相对集中



数据来源：安泰科，西南证券整理

中国新增铝材产能集中在高端铝加工领域。根据百川资讯公开信息整理，2019 年国内新增铝材产能约 100 万吨左右。在新增产能中，超过三分之二项目属于汽车及交通运输领域或者属于高端铝加工产品，表明高附加值产能在不断扩大大，符合中国铝加工产业向精深加工发展的趋势。

表 8：2019 年中国新增铝材产能集中在高端领域（单位：万吨）

企业	产能/万吨	产品	投产时间
威海海鑫	7	双零铝箔	2019.12
兰州新区	3	高强度铝合金材料 3 万吨、铝合金车轮 30 万只	2019.12
建安工业	年产值 6000 万元	铝合金底盘悬架关键零部件	2019.11
福建凯景	35	镀锌锌板	2019.10
云铝浩鑫	3.6	高精超薄铝箔	2019.10
中铝萨帕	1	40MN 高端铝合金	2019.10
福建美佳	10	再生铝深加工	2019.10

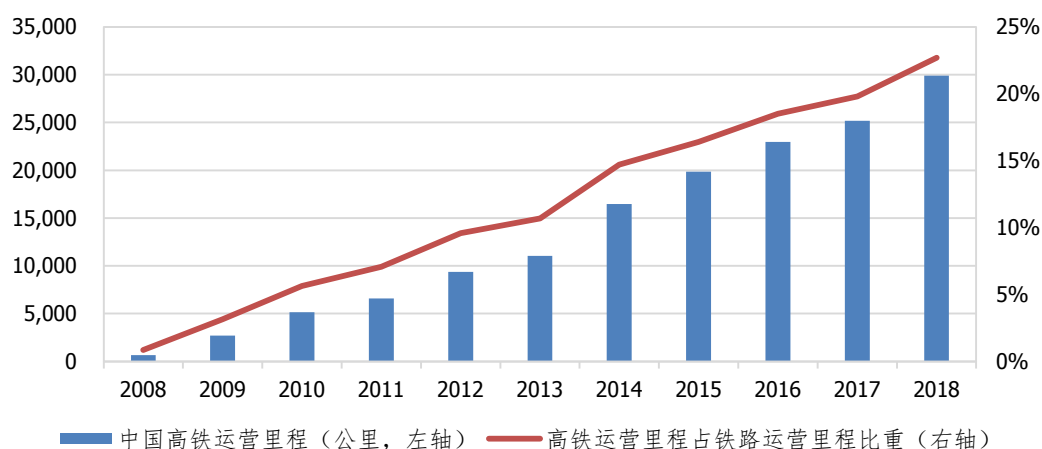
企业	产能/万吨	产品	投产时间
方乔金属	15	彩涂铝卷深加工	2019.09
烟台三和新能源	-	新能源汽车铝合金	2019.09
广泰金属	10	铝棒 6 万吨、高端铸造铝合金 4 万吨	2019.08
广西博睿恩	100 万平米	建筑铝合金模板	2019.08
宁夏众源建材	3	节能铝合金型材	2019.07
平果巨昌	50 万平米	铝单板幕墙	2019.06
富源飞扬	150 万台	汽车变速器铝压铸壳体	2019.04
卡曼铝业	150 万只	汽车铝合金轮毂	2019.04
宏创控股	8.5	高精度铝板带	2019.02

数据来源：百川资讯，西南证券整理

3.3 轨交用铝和汽车轻量化是铝材需求关键增长点

轨道列车轻量化，特别是高铁、双层客车和地铁列车的轻量化是轨道运输现代化的重点，而大量采用铝合金材料是提高车辆轻量化最有效的途径。铝合金的密度只相当于钢材的三分之一，相同条件下与含铜耐磨钢车体结构相比，不锈钢车体质量可以减轻 15% 左右，铝合金车体质量可以减轻 35% 以上，由于质量减轻，运量就可以增加。

图 29：中国高铁运营里程占铁路运营里程不断提升



数据来源：SMM，西南证券整理

中国的汽车行业正在经历从燃油车向新能源汽车转换的重大变革，作为中国汽车制造商汽车轻量化的首选材料，减重措施会促进铝材在车辆制造中的单位用量。近年来，中国汽车工业逐步将重心转向轻量化，以努力满足越来越严格的节能减排政策要求。

表 9：中国汽车轻量化路线

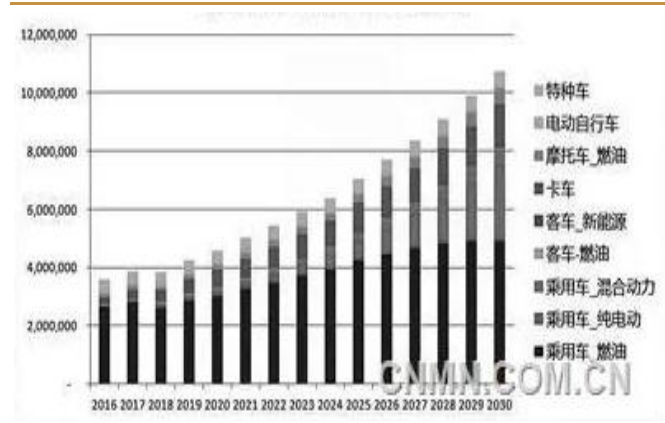
目标	2020E	2025E	2030E
汽车减重目标	较 2015 年减重 15%	较 2015 年减重 20%	较 2015 年减重 35%
材料	适量应用铝、镁合金及碳纤维增强复合材料	扩大铝、镁合金与碳纤维增强复合材料车身上的应用	以纤维复合材料为主、轻合金和高强度钢为辅
设计	根据材料特性和性能要求，进行优化设计	采用结构-材料 性能一体化轻量化多目标协同优化设计	结合制造工艺和成本控制要求进行集成化设计
工艺	冷成形为主，热成形、辊压成形、激光拼焊为辅	热成形、温成形、内高压成形为主，挤压成形、弯曲成形及热固性纤维材料成形为辅	热塑性纤维材料成形及挤压成形、弯曲成形为主，温成形、热成形为辅

数据来源：中国汽车工程协会，西南证券整理

国际铝业协会近期发布《中国汽车工业用铝量评估报告（2016-2030）》，预测中国汽车行业的用铝量将从 2018 年的 380 万吨增加到 2030 年的 910 万吨，总增加 530 万吨，年均复合增长率 8.9%，总体非常看好汽车行业铝的使用前景。

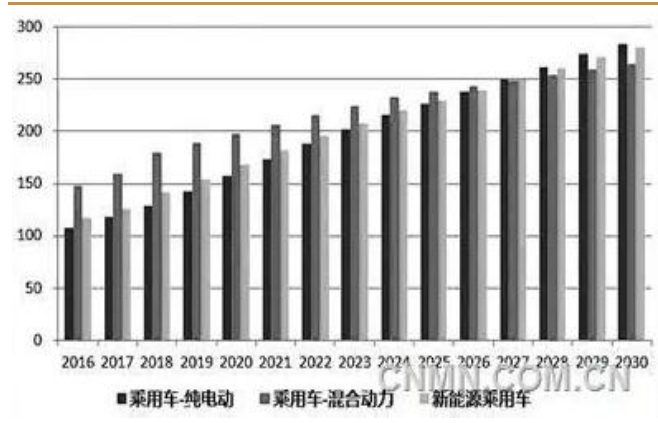
中国新能源汽车行业铝的消费量将快速提升。《报告》中测算，2018 年国内传统燃油车平均铝消耗量是 118.7KG；新能源汽车的平均铝消耗量是 141.5KG，其中纯电动汽车是 128.4KG，混合动力汽车是 179.6KG。首先，汽车电动化是大趋势，国内新能源汽车竞争力将明显提高。根据国内政策指引，到 2025 年，国内新能源汽车销量要占到当年汽车总销量 20%；到 2030 年，国内新能源汽车销量要占到当年汽车总销量 40%。预计中国新能源汽车产量将从 2018 年的 110 万辆增长至 2030 年的 1160 万辆，年均复合增长率 21.4%。其次，新能源汽车的单车铝消耗量也会提升。《报告》中预计，到 2030 年，中国纯电动汽车铝单位消费量能够达到 283.5KG，相比于 2018 年将实现翻倍增长。

图 30：中国汽车工业铝总消费量（单位：吨）



数据来源：国际铝业协会，SMM，西南证券整理

图 31：中国新能源汽车单车用铝量（KG）



数据来源：国际铝业协会，SMM，西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：2019-2021 年铝板带产量分别是 74、80 和 84 万吨；

假设 2：2019-2021 年铝箔产量分别是 12、16 和 16 万吨；

假设 3：2019-2021 年铝合金轨道车体交付量分别是 200、300 和 300 节；

假设 4：2019-2021 年铝板带平均加工费分别是 4500、4500 和 4500 元/吨；

假设 5：2019-2021 年铝箔平均加工费分别是 5000、5000 和 5000 元/吨；

假设 6：2019-2021 年铝合金轨道车体单位毛利分别是 35、40 和 40 万元/节。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年营业收入和成本如下表：

表 10：公司主营业务产销量和利润假设（2019-2021 年）

	单位	2018A	2019E	2020E	2021E
铝板带销量	万吨	64.98	74.00	80.00	84.00
铝箔销量	万吨	10.80	12.00	16.00	16.00
铝板带箔销量合计	万吨	75.78	86.00	96.00	100.00
铝合金轨道车体交付量	节	140.00	200.00	300.00	300.00
铝板带加工费	元/吨	4,329.80	4,500.00	4,500.00	4,500.00
铝箔加工费	元/吨	4,777.22	5,000.00	5,000.00	5,000.00
铝合金轨道车体单位毛利	元/节	190,450.20	350,000.00	400,000.00	400,000.00
铝板带毛利率		8.10%	9.69%	9.24%	9.10%
铝箔毛利率		14.05%	15.66%	15.20%	14.98%
铝合金轨道车体毛利率		22.25%	34.31%	36.36%	36.36%
营业收入	亿元	133.25	150.34	171.65	180.87
营业成本	亿元	121.47	133.52	152.68	161.28
综合毛利率		8.83%	11.19%	11.05%	10.83%

数据来源：公司公告，西南证券

根据以上说明和假设，我们预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 150.3 亿元、171.6 亿元和 180.9 亿元，归母净利润分别为 9.39 亿元、7.92 亿元和 8.01 亿元，EPS 分别为 1.52 元、1.28 元和 1.30 元，对应 PE 分别为 7 倍、9 倍和 8 倍；2019 年公司非经常性损益增加利润约 2.22 亿元，扣非后净利润 6.16 亿，对应 2019 年 PE 为 11 倍，预计 2020 年扣非归母净利润同比增长 28.5%。明泰铝业新增铝板带箔产能持续释放，同时产品结构持续优化，相比于可比上市公司更具有成长性，根据可比公司估值，给予公司 2020 年 15 倍估值，对应目标价 19.2 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 11：可比上市公司估值情况

证券代码	证券名称	股价（元） 2 月 14 日	EPS（元）				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
002540.SZ	亚太科技	4.95	0.30	0.27	0.30	0.40	17	19	16	12
600219.SH	南山铝业	2.15	0.15	0.14	0.17	0.19	14	15	13	11
601677.SH	明泰铝业	11.00	0.84	1.52	1.28	1.30	13	7	9	8

数据来源：Wind，西南证券整理。备注：亚太科技和南山铝业的EPS来自Wind一致预期。

5 风险提示

公司铝板带箔和铝型材产能投放或不达预期；产品销售或不达预期；单位利润或不达预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	13324.58	15033.70	17164.93	18086.80	净利润	527.92	983.54	829.14	839.09
营业成本	12147.44	13351.82	15268.33	16128.50	折旧与摊销	269.13	203.72	203.72	203.72
营业税金及附加	36.69	60.13	68.66	72.35	财务费用	61.39	-10.00	0.00	0.00
销售费用	248.72	278.12	317.55	334.61	资产减值损失	-10.56	-20.00	2.00	2.00
管理费用	147.70	458.53	523.53	551.65	经营营运资本变动	-442.37	-323.68	-307.97	-104.27
财务费用	61.39	-10.00	0.00	0.00	其他	-375.23	-336.24	-94.73	-82.93
资产减值损失	-10.56	-20.00	2.00	2.00	经营活动现金流净额	30.29	497.35	632.16	857.61
投资收益	36.22	375.00	85.00	85.00	资本支出	-665.21	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	8.42	-20.00	0.00	0.00	其他	861.70	355.00	85.00	85.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	196.49	355.00	85.00	85.00
营业利润	648.42	1270.09	1069.86	1082.70	短期借款	-194.60	-455.87	0.00	0.00
其他非经营损益	5.82	-1.00	0.00	0.00	长期借款	300.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	654.24	1269.09	1069.86	1082.70	股权融资	11.53	0.00	0.00	0.00
所得税	126.32	285.55	240.72	243.61	支付股利	-58.99	-99.13	-187.86	-158.37
净利润	527.92	983.54	829.14	839.09	其他	-348.40	9.99	0.00	0.00
少数股东损益	32.29	44.26	37.31	37.76	筹资活动现金流净额	-290.46	-545.01	-187.86	-158.37
归属母公司股东净利润	495.63	939.29	791.83	801.33	现金流量净额	-52.92	307.34	529.31	784.25
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1239.73	1547.07	2076.38	2860.63	成长能力				
应收和预付款项	2386.05	2625.37	3011.74	3161.82	销售收入增长率	28.54%	12.83%	14.18%	5.37%
存货	1319.35	1632.65	1836.17	1920.48	营业利润增长率	33.52%	95.87%	-15.76%	1.20%
其他流动资产	674.26	1108.70	1191.55	1210.98	净利润增长率	43.35%	86.30%	-15.70%	1.20%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	34.14%	49.53%	-13.00%	1.01%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	3047.18	2862.27	2677.36	2492.45	毛利率	8.83%	11.19%	11.05%	10.83%
无形资产和开发支出	172.97	154.58	136.20	117.81	三费率	3.44%	4.83%	4.90%	4.90%
其他非流动资产	496.30	495.87	495.45	495.02	净利率	3.96%	6.54%	4.83%	4.64%
资产总计	9335.85	10426.52	11424.85	12259.20	ROE	8.66%	14.10%	10.88%	10.11%
短期借款	455.87	0.00	0.00	0.00	ROA	5.65%	9.43%	7.26%	6.84%
应付和预收款项	2243.19	2634.66	2981.74	3132.16	ROIC	9.91%	14.84%	12.03%	11.91%
长期借款	300.00	300.00	300.00	300.00	EBITDA/销售收入	7.35%	9.74%	7.42%	7.11%
其他负债	243.75	514.42	524.38	527.58	营运能力				
负债合计	3242.81	3449.07	3806.12	3959.75	总资产周转率	1.48	1.52	1.57	1.53
股本	589.88	616.30	616.30	616.30	固定资产周转率	6.45	6.88	8.58	9.96
资本公积	3496.69	3470.27	3470.27	3470.27	应收账款周转率	21.33	21.56	20.97	20.25
留存收益	1969.91	2810.07	3414.04	4057.01	存货周转率	9.35	8.98	8.77	8.57
归属母公司股东权益	5934.10	6774.25	7378.23	8021.19	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	57.47%	—	—	—
少数股东权益	158.93	203.19	240.50	278.26	资本结构				
股东权益合计	6093.03	6977.44	7618.73	8299.45	资产负债率	34.74%	33.08%	33.31%	32.30%
负债和股东权益合计	9335.85	10426.52	11424.85	12259.20	带息债务/总负债	23.31%	8.70%	7.88%	7.58%
					流动比率	1.96	2.24	2.36	2.55
					速动比率	1.50	1.71	1.83	2.01
					股利支付率	11.90%	10.55%	23.72%	19.76%
					每股指标				
					每股收益	0.80	1.52	1.28	1.30
					每股净资产	9.63	10.99	11.97	13.02
					每股经营现金	0.05	0.81	1.03	1.39
					每股股利	0.10	0.16	0.30	0.26
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	978.95	1463.81	1273.58	1286.42					
PE	14	7	9	8					
PB	1.14	1.00	0.92	0.85					
PS	0.51	0.45	0.39	0.37					
EV/EBITDA	5.62	3.43	3.53	2.89					
股息率	0.87%	1.46%	2.77%	2.34%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn