

盈利稳定提升，铝加工龙头周期弱化

——明泰铝业（601677）三季报点评报告

事件：

公司发布2020年三季度业绩，累计实现营收115.2亿元、同比+10.1%，归母净利润7.2亿元、同比+2.6%，扣非归母净利润5.9亿元、同比+28.3%；Q3实现营收43.7亿元、同比+22.0%，归母净利润3.7亿元、同比-0.9%，扣非归母净利润2.9亿元、同比+74.5%。

投资要点：

- **产销量稳定增长，毛利率继续提升：**受益于铝材产销量稳定增长，Q3营收同比+22.0%；Q3毛利率相比19同期+2.0pct、总成本率-1.0pct，扣除19Q3办公楼处置影响，营业利润同比+67.0%。毛利率提升是由于1) 产销量增长摊薄固定成本；2) 新能源新材料、交通运输、汽车轻量化、5G、特高压输电、航空航天及军工等领域高附加值产品占比。
- **新型应用领域研发有效转化，盈利能力稳步增强：**公司持续加大5G滤波器盖板、轨道车体、高强度车用铝合金、高性能模具用铝、高强度瓶盖料、花纹板、充电桩、新能源汽车用铝、汽车电池壳用铝、航空用铝等方面研发投入，2012年以来研发支出占比由不足0.5%提升至当前3%左右；研发投入带动产品结构改善，公司12年至19年铝材产销量增加了1.8倍，收入增加了1.7倍，对应产品均价仅下跌2.5%、远低于SHFE铝价11.6%的降幅，毛利率也由2012年4.7%提升至当前13.3%。
- **周期弱化，看高估值：**由于1) 铝作为最广泛使用有色金属，储量丰富、开采相对容易，其周期性远弱于其他品种；2) 业务模式上，公司作为铝加工龙头企业，铝锭来自外购，采取“铝锭价格+加工费”定价，理论上加工费波动性较铝价波动小；3) 高附加值产品占比提升，在产品价格基本稳定背景下，公司当前铝材吨毛利相比2012年增1.8倍；4) 公司有息债务仅为转债，11.2元转股价低于当前股价，经营现金流大幅好转，主要在建项目进入尾声，故而以“成长性加工企业”定位更切合实际，当前10倍不到PE估值未能有效反映这一认知。
- **盈利预测与投资建议：**适当调高公司20-22年EPS预测为1.49/1.91/2.18元（原为1.49/1.68/1.89元），对应PE为9.0/7.0/6.1倍，维持“增持”评级。

- **风险因素：**产品结构升级不及预期，加工费下滑，销量下降。

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	141.5	152.7	167.7	184.4
增长比率	6.2%	8.0%	9.8%	9.9%
归母净利润(亿元)	9.2	9.2	11.7	13.4
增长比率	85.0%	0.4%	27.6%	14.5%
每股收益(元)	1.49	1.49	1.91	2.18
市盈率(倍)	9.0	9.0	7.0	6.1

资料来源：Wind，万联证券研究所

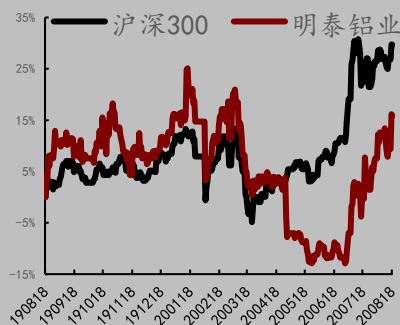
增持（维持）

日期：2020年10月31日

基础数据

行业	有色金属
公司网址	
大股东/持股	马廷义/17.19%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	616.30
流通A股(百万股)	595.47
收盘价(元)	13.60
总市值(亿元)	83.82
流通A股市值(亿元)	80.98

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据截止日期：2020年10月29日

相关研究

万联证券研究所 20200819_公司半年报点评_铝消费向好，盈利质量高，估值合适_明泰铝业

分析师：夏振荣

执业证书编号：S0270520090002

电话：01056508505

邮箱：xiazr@wlzq.com.cn

研究助理：阮鹏

电话：18275035519

邮箱：ruanpeng@wlzq.com.cn

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	7,824	9,048	10,425	12,115	营业收入	14,148	15,273	16,772	18,439
货币资金	2,401	3,428	4,491	5,798	营业成本	12,472	13,229	14,355	15,674
应收票据及应收账款	886	1,323	1,381	1,484	营业税金及附加	62	73	77	86
其他应收款	35	30	36	39	销售费用	279	255	302	329
预付账款	561	734	793	840	管理费用	173	183	197	221
存货	2,029	1,850	2,042	2,270	研发费用	347	478	429	503
其他流动资产	1,913	1,683	1,683	1,683	财务费用	29	94	88	83
非流动资产	3,944	4,314	4,714	5,143	资产减值损失	-5	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	-8	0	0	0
固定资产	2,719	2,984	3,278	3,601	投资净收益	37	10	10	10
在建工程	550	650	750	850	资产处置收益	256	-2	0	0
无形资产	163	169	175	180	营业利润	1,214	1,191	1,533	1,752
其他长期资产	512	512	512	512	营业外收入	1	1	0	0
资产总计	11,768	13,363	15,139	17,258	营业外支出	3	5	0	0
流动负债	2,749	3,026	3,191	3,472	利润总额	1,212	1,187	1,533	1,752
短期借款	310	310	310	310	所得税	228	233	296	339
应付票据及应付账款	1,723	2,072	2,190	2,375	净利润	984	954	1,237	1,413
预收账款	83	91	98	109	少数股东损益	67	33	62	68
其他流动负债	634	553	593	679	归属母公司净利润	917	921	1,175	1,345
非流动负债	1,753	1,791	1,791	1,791	EBITDA	1,124	1,419	1,797	2,031
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.49	1.49	1.91	2.18
应付债券	1,595	1,633	1,633	1,633	主要财务比率				
其他非流动负债	158	158	158	158	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	4,502	4,817	4,982	5,263	成长能力				
股本	616	616	616	616	营业收入	6.2%	8.0%	9.8%	9.9%
资本公积	3,582	3,582	3,582	3,582	营业利润	87.2%	-1.9%	28.7%	14.3%
留存收益	2,775	4,020	5,570	7,340	归属于母公司净利润	85.0%	0.4%	27.6%	14.5%
归属母公司股东权益	7,042	8,288	9,838	11,608	获利能力				
少数股东权益	224	257	319	387	毛利率	11.8%	13.4%	14.4%	15.0%
负债和股东权益	11,768	13,363	15,139	17,258	净利率	7.0%	6.2%	7.4%	7.7%
现金流量表					ROE	13.0%	11.1%	11.9%	11.6%
单位: 百万元					ROIC	7.2%	8.1%	9.4%	9.4%
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	偿债能力				
经营活动现金流	-322	1,252	1,550	1,795	资产负债率	38.3%	36.1%	32.9%	30.5%
净利润	984	954	1,237	1,413	净负债比率	-6.8%	-17.4%	-25.1%	-32.1%
折旧摊销	310	364	385	407	流动比率	2.85	2.99	3.27	3.49
营运资金变动	-1,440	-150	-149	-102	速动比率	1.89	2.12	2.36	2.58
其它	-175	83	78	78	营运能力				
投资活动现金流	-1,696	-175	-400	-400	总资产周转率	1.20	1.14	1.11	1.07
资本支出	129	-416	-410	-410	应收账款周转率	17.25	18.27	18.31	18.11
投资变动	-1,893	230	0	0	存货周转率	6.15	7.15	7.03	6.90
其他	67	10	10	10	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	2,011	-49	-87	-87	每股收益	1.49	1.49	1.91	2.18
银行借款	318	0	0	0	每股经营现金流	-0.52	2.03	2.52	2.91
债券融资	0	38	0	0	每股净资产	11.43	13.45	15.96	18.83
股权融资	2,032	0	0	0	估值比率				
其他	-339	-87	-87	-87	P/E	9.01	8.98	7.04	6.15
现金净增加额	161	1,027	1,063	1,308	P/B	1.17	1.00	0.84	0.71
期初现金余额	525	2,401	3,428	4,491	EV/EBITDA	5.88	4.78	3.18	2.17
期末现金余额	687	3,428	4,491	5,798					

资料来源: Wind, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场