

产品结构改善中，估值具优势和提升条件

——明泰铝业（601677）事项点评报告

增持（维持）

日期：2021年01月12日

事件：

公司发布2020年年度业绩预增公告，预计实现归母净利润10.5-11亿元，同比增15%-20%；扣非归母8-8.5亿元，同比增30%-38%。

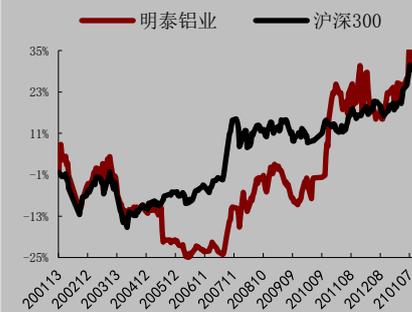
投资要点：

- **新兴领域产品开发和客户拓展有效推进，政府补贴和理财收益促年度业绩高于预期：**公司此次预告业绩区间高于我们三季报点评关于全年9.2亿元的预期，主要原因有，1) 新兴应用领域研发有效转化，盈利能力稳步增强，锂电池软包铝箔、汽车用铝等高附加值产品优化公司产品结构，利润率水平进一步提升；2) 新兴领域需求旺盛，随着环保政策、限塑令的深入实施，新能源汽车、绿色消费、交通运输等领域订单不断增长，全年铝板带箔销量约98万吨，增幅约14%；3) 政府补贴和理财收益贡献高于预期。
- **当前股价具备估值优势：**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，剔除原材料后公司加工利润率水平在20%以上；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，主要在建项目进入尾声，经营现金流大幅好转。综上，以“成长性加工铝企”定位公司更切合实际，当前10倍左右PE估值未能有效反映这一认知。
- **展望未来，我们认为公司估值提升动力来自，**1) 公司当前业务结构还是以传统铝板带箔大宗品为主；交通铝材板块20H1营收占比仅3.6%，净利率13.9%、远高于合并层面5.1%水平，2020年末引入员工增资入股12.08%，独立发展和高端定位更加明确，产品结构优化，新兴领域贡献提升，整体毛利率有望继续提高；2) 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，研发和产品开发能力为持续增长提供能力支撑。
- **盈利预测与投资建议：**公司产销量稳定增长，产品结构优化，毛利率预期持续上行，预计公司20-22年归母净利润10.7/12.7/14.4亿元，暂不考虑转股因素，对应PE为9.1/7.7/6.8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，产销量下降。

基础数据

行业	有色金属
公司网址	
大股东/持股	马廷义/25.35%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	661.36
流通股(百万股)	640.53
收盘价(元)	14.80
总市值(亿元)	97.88
流通A股市值(亿元)	94.80

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：2021年01月11日

相关研究

万联证券研究所 20201031_公司2020年三季报点评_盈利稳定提升 铝加工龙头周期弱化_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

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	141.5	152.7	167.4	183.6
增长比率	6.2%	8.0%	9.6%	9.7%
净利润(亿元)	9.2	10.7	12.7	14.4
增长比率	85.0%	16.9%	18.5%	13.2%
每股收益(元)	1.39	1.62	1.92	2.17
市盈率(倍)	10.7	9.1	7.7	6.8

资料来源：Wind，万联证券研究所

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	9,213	10,699	12,479	营业收入	14,148	15,273	16,742	18,364
货币资金	2,401	3,631	4,797	6,206	营业成本	12,472	13,035	14,204	15,485
应收票据及应收账款	886	1,323	1,379	1,478	营业税金及附加	62	73	76	86
其他应收款	35	30	36	39	销售费用	279	255	302	328
预付账款	561	724	785	830	管理费用	173	183	197	220
存货	2,029	1,822	2,020	2,243	研发费用	347	478	428	501
其他流动资产	1,913	1,683	1,683	1,683	财务费用	29	93	87	81
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	1,386	1,657	1,873
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	13,528	15,413	17,622	营业外支出	3	5	0	0
流动负债	2,749	2,990	3,163	3,436	利润总额	1,212	1,382	1,657	1,873
短期借款	310	310	310	310	所得税	228	271	320	362
应付票据及应付账款	1,723	2,042	2,167	2,346	净利润	984	1,111	1,337	1,511
预收账款	83	91	98	108	少数股东损益	67	39	67	73
其他流动负债	634	547	588	672	归属母公司净利润	917	1,072	1,270	1,438
非流动负债	1,753	1,791	1,791	1,791	EBITDA	1,124	1,613	1,920	2,150
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.39	1.62	1.92	2.17
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	4,781	4,954	5,227	成长能力				
股本	616	661	661	661	营业收入	6.2%	8.0%	9.6%	9.7%
资本公积	3,582	3,582	3,582	3,582	营业利润	87.2%	14.2%	19.6%	13.0%
留存收益	2,775	4,172	5,817	7,680	归属于母公司净利润	85.0%	16.9%	18.5%	13.2%
归属母公司股东权益	7,042	8,484	10,129	11,992	获利能力				
少数股东权益	224	263	330	403	毛利率	11.8%	14.7%	15.2%	15.7%
负债和股东权益	11,768	13,528	15,413	17,622	净利率	7.0%	7.3%	8.0%	8.2%
现金流量表					单位: 百万元				
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE	13.0%	12.6%	12.5%	12.0%
经营活动现金流	-161	1,410	1,654	1,897	ROIC	7.2%	9.4%	10.0%	9.8%
净利润	984	1,111	1,337	1,511	偿债能力				
折旧摊销	310	364	385	407	资产负债率	38.3%	35.3%	32.1%	29.7%
营运资金变动	-1,280	-148	-147	-98	净负债比率	-6.8%	-19.3%	-27.3%	-34.4%
其它	-175	83	78	78	流动比率	2.85	3.08	3.38	3.63
投资活动现金流	-1,696	-175	-400	-400	速动比率	1.89	2.21	2.48	2.72
资本支出	129	-416	-410	-410	营运能力				
投资变动	-1,893	230	0	0	总资产周转率	1.20	1.13	1.09	1.04
其他	67	10	10	10	应收账款周转率	17.25	18.27	18.31	18.11
筹资活动现金流	2,011	-4	-87	-87	存货周转率	6.15	7.15	7.03	6.90
银行借款	318	0	0	0	每股指标 (元)				
债券融资	0	38	0	0	每股收益	1.39	1.62	1.92	2.17
股权融资	2,032	45	0	0	每股经营现金流	-0.24	2.13	2.50	2.87
其他	-339	-87	-87	-87	每股净资产	10.65	12.83	15.32	18.13
现金净增加额	161	1,231	1,166	1,409	估值比率				
期初现金余额	525	2,401	3,631	4,797	P/E	10.67	9.13	7.71	6.81
期末现金余额	687	3,631	4,797	6,206	P/B	1.39	1.15	0.97	0.82
					EV/EBITDA	5.88	4.75	3.38	2.37

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