

2021年03月30日

明泰铝业 (601677.SH)

公司快报

有色金属 | 铝 III

投资评级

买入-B(首次)

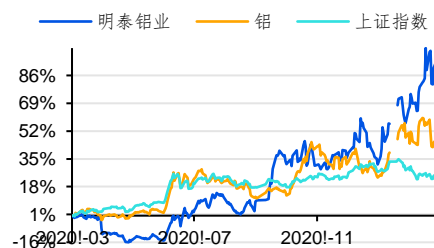
股价(2021-03-29)

19.89 元

交易数据

总市值(百万元)	13,154.38
流通市值(百万元)	12,740.06
总股本(百万股)	661.36
流通股本(百万股)	640.53
12个月价格区间	8.59/21.77 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	26.65	42.57	74.84
绝对收益	24.55	44.24	98.76

分析师

杨立宏

 SAC 执业证书编号: S0910518030001
 yanglihong@huajinsc.cn

报告联系人

 胡锦琛
 hujinchen@huajinsc.cn

相关报告

产能释放, 产品结构向高附加值转型

投资要点

◆ **2020 年扣非后归母净利润增长 31.42%, 每 10 股派现 2 元:** 2020 年度, 公司 2020 年铝板带箔销量 97.45 万吨, 同比增长 14.2%, 实现营业总收入 163.33 亿元, 比上年同期增长 15.45%; 归属于上市公司股东的净利润 10.70 亿元, 比上年同期增长 16.69%; 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 8.09 亿元, 较上年同期增长 31.42%。经营性现金流由负转正为 8.75 亿元, 同比增加 600%; 分配方案为每 10 股派现金 2 元(含税)。

◆ **业绩高增源于高研发投入支持下的产品结构优化和产能释放:** 第一, 公司产品结构逐步升级, 推出交通用铝板带、锂电池用箔、新能源汽车用铝等高附加值产品, 汽车铝材已进入蔚来、比亚迪等一线车企采购体系, 吨毛利水平比 2012 年增加了近两倍。同时, 公司未来 36 万吨再生铝项目的投产将进一步降低成本, 扩大毛利空间。第二, 公司高附加值产能逐渐释放。公司已具备 13 万吨铸轧、100 万吨热轧、96 万吨冷轧的深加工能力, 并且持续在新能源电子家电、汽车、军工等领域扩充产能。第三, 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, 研发支出占比由 2013 年的 0.32% 提升至当前 3.17%, 2020 全年公司研发费用支出 5.18 亿元, 同比增长 49.13%, 研发和产品开发能力为持续增长提供能力支撑。产品量价齐升, 助力业绩持续高速增长。

◆ **Q4 净利环比下滑稍有下滑源于费用计提。** Q4 实现归母净利润 3.52 亿元, 同比增长 62%。Q4 单季吨毛利较 Q3 稍有回落, 扣非归母净利润环比有所下滑, 原因为年末计提大约 7000-8000 万费用所致, 若扣除费用损益影响, 公司 Q4 业绩环比仍有增长。2020 年公司非经常性损益 2.61 亿元, 主要为政府补贴 2.5 亿元, 未来随着再生铝的使用增加, 该补贴仍有增加可能。2020 年公司现金流显著好于 2019 年, 原因是公司从 2019 年底起通过控制承兑汇票的方式优化了现金流量。

◆ **未来高端定位更加明确, 持续稳定增长有望持续。** 随着 2021 下半年韩国光阳铝业项目 10 万吨、明晟新材料 20-30 万吨产能以及明泰科技铝箔 18 万吨产能的投产, 公司业绩有望稳步增长, 预计公司销量将由 2020 年的 97 万吨增加至 2022 年的 130 万吨。上市以来公司产销年复合增长 20%, 净利润年复合增长 40%, 公司规划将继续保持该增速至少 3-5 年。

◆ **投资建议:** 预计公司 2021 年至 2023 年每股收益分别为 1.92、2.47 和 3.04 元, 净资产收益率分别为 12.9%、14.3% 和 15.0%。综合考虑公司的增长潜力, 我们给予“买入-B”的投资评级。

◆ **风险提示:** 在建项目产能投产不及预期, 下游销量下降, 原材料价格大幅波动。

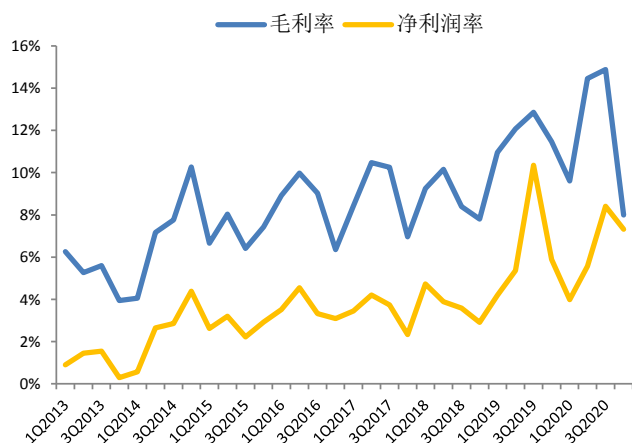
财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
------	-------	-------	-------	-------	-------

营业收入(百万元)	14,148	16,333	20,811	24,527	26,710
YoY(%)	6.2	15.4	27.4	17.9	8.9
净利润(百万元)	917	1,070	1,269	1,634	2,013
YoY(%)	85.0	16.7	18.6	28.8	23.2
毛利率(%)	11.8	11.8	13.1	13.5	13.8
EPS(摊薄/元)	1.39	1.62	1.92	2.47	3.04
ROE(%)	13.5	12.1	12.9	14.3	15.0
P/E(倍)	14.0	12.0	10.1	7.9	6.4
P/B(倍)	1.9	1.5	1.3	1.1	1.0
净利率(%)	6.5	6.6	6.1	6.7	7.5

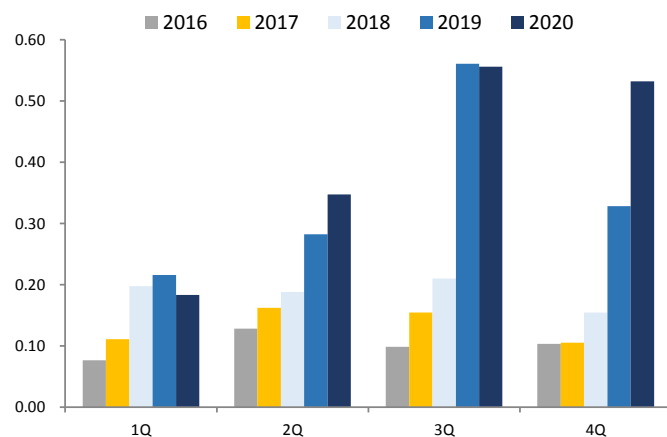
数据来源：贝格数据华金证券研究所

图 1：2013-2020 年公司分季度毛利率和净利润率



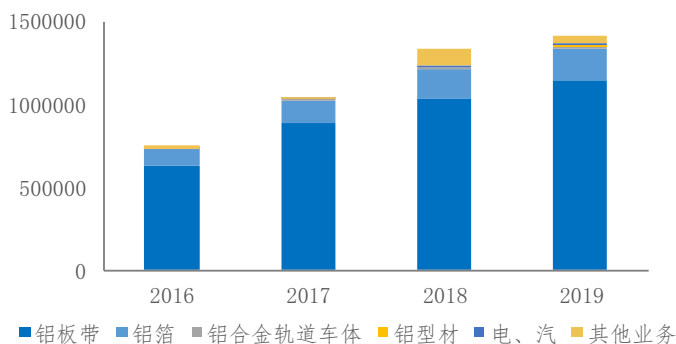
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 2：2016-2020 年公司单季度 EPS 单位：元



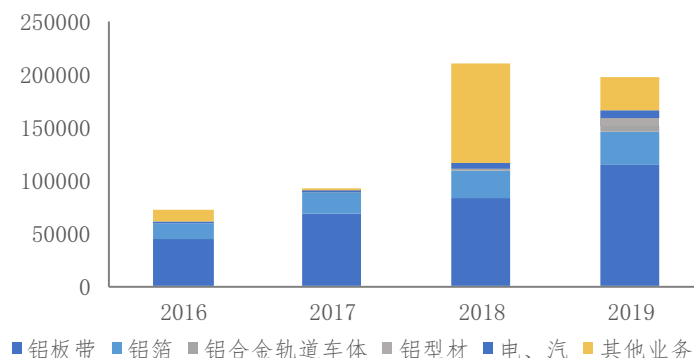
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 3：2016-2020 公司收入构成 (万元)



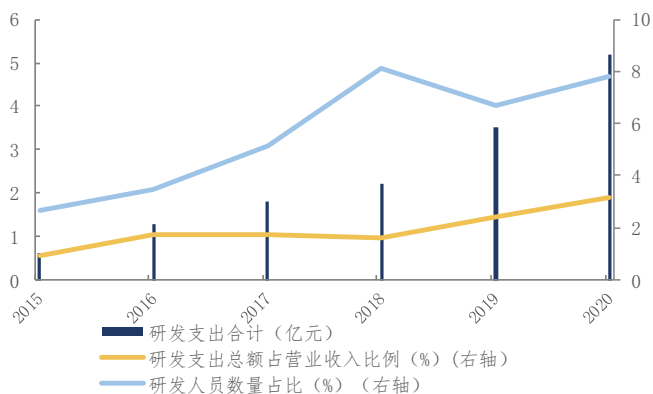
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 4：2016-2020 公司毛利构成 (万元)



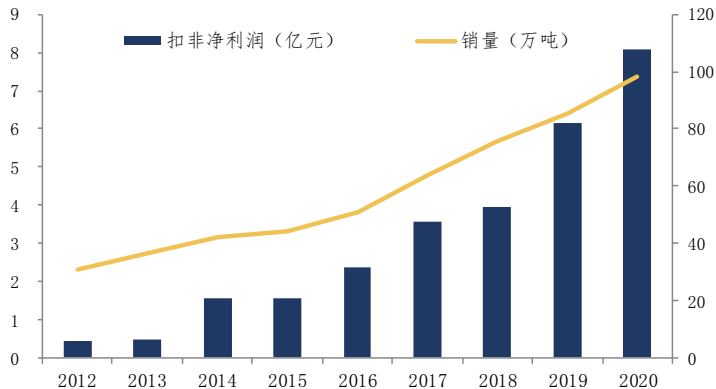
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 5：2015-2020 公司研发支出变化



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 6：2012-2020 年公司扣非净利润与销量



资料来源：公司公告，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	7824	8339	10311	10917	13538
现金	2401	2073	2286	3071	4596
应收票据及应收账款	886	804	1350	1188	1575
预付账款	561	430	833	656	965
存货	2029	2362	3148	3317	3698
其他流动资产	1948	2670	2694	2685	2703
非流动资产	3944	4434	5188	5662	5713
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2719	2945	3558	3939	3967
无形资产	163	363	412	457	506
其他非流动资产	1062	1125	1218	1266	1240
资产总计	11768	12773	15498	16579	19251
流动负债	2749	2348	3889	3513	4416
短期借款	310	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1723	1641	2580	2373	3002
其他流动负债	717	707	1308	1140	1414
非流动负债	1753	1408	1259	1063	788
长期借款	1595	1216	1067	872	596
其他非流动负债	158	192	192	192	192
负债合计	4502	3756	5148	4576	5203
少数股东权益	224	360	424	509	606
股本	616	661	661	661	661
资本公积	3582	4107	4107	4107	4107
留存收益	2775	3783	4959	6495	8452
归属母公司股东权益	7042	8658	9927	11494	13441
负债和股东权益	11768	12773	15498	16579	19251

现金流量表(百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-161	875	1134	1863	2302
净利润	984	1092	1333	1719	2110
折旧摊销	310	390	360	453	524
财务费用	29	152	19	18	-9
投资损失	-37	-81	-30	-30	-30
营运资金变动	-1299	-730	-484	-215	-195
其他经营现金流	-147	53	-64	-81	-100
投资活动现金流	-1696	596	-1020	-816	-446
筹资活动现金流	2011	-115	99	-263	-330
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.39	1.62	1.92	2.47	3.04
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.24	1.32	1.71	2.82	3.48
每股净资产(最新摊薄)	10.22	12.78	14.70	17.07	20.01

利润表(百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	14148	16333	20811	24527	26710
营业成本	12472	14412	18087	21222	23027
营业税金及附加	62	78	76	95	111
营业费用	279	64	319	353	356
管理费用	173	184	277	294	326
研发费用	347	518	624	736	668
财务费用	29	152	19	18	-9
资产减值损失	-5	-47	0	0	0
公允价值变动收益	-8	11	2	3	2
投资净收益	37	81	30	30	30
营业利润	1214	1304	1653	2106	2580
营业外收入	1	1	2	3	2
营业外支出	3	4	4	3	3
利润总额	1212	1301	1651	2106	2578
所得税	228	210	318	387	468
税后利润	984	1092	1333	1719	2110
少数股东损益	67	22	64	85	98
归属母公司净利润	917	1070	1269	1634	2013
EBITDA	1573	1710	1983	2510	3012

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	6.2	15.4	27.4	17.9	8.9
营业利润(%)	87.2	7.5	26.7	27.4	22.5
归属于母公司净利润(%)	85.0	16.7	18.6	28.8	23.2
获利能力					
毛利率(%)	11.8	11.8	13.1	13.5	13.8
净利率(%)	6.5	6.6	6.1	6.7	7.5
ROE(%)	13.5	12.1	12.9	14.3	15.0
ROIC(%)	11.3	11.1	11.5	13.2	14.1
偿债能力					
资产负债率(%)	38.3	29.4	33.2	27.6	27.0
流动比率	2.8	3.6	2.7	3.1	3.1
速动比率	1.5	1.9	1.3	1.7	1.8
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.3	1.5	1.5	1.5
应收账款周转率	12.1	19.3	19.3	19.3	19.3
应付账款周转率	6.6	8.6	8.6	8.6	8.6
估值比率					
P/E	14.0	12.0	10.1	7.9	6.4
P/B	1.9	1.5	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	7.5	6.4	5.5	4.0	2.8

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

杨立宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn