

明泰铝业 (601677.SH) 铝材加工龙头业绩维持高速增长

2021年03月30日

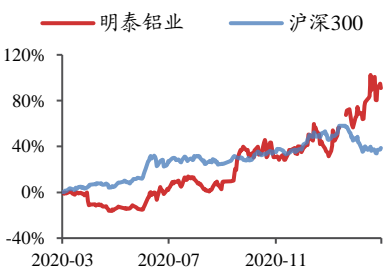
——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)
赖福洋 (分析师)

laifuyang@kysec.cn

证书编号: S0790520100002

日期	2021/3/30
当前股价(元)	19.49
一年最高最低(元)	21.77/8.59
总市值(亿元)	128.90
流通市值(亿元)	124.84
总股本(亿股)	6.61
流通股本(亿股)	6.41
近3个月换手率(%)	181.56

股价走势图


数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司深度报告-深度系列二: 五问五答, 热点问题再探讨》-2021.3.22

《公司信息更新报告-Q4 业绩高速增长, 持续看好铝材加工龙头修复机会》-2021.1.12

《公司首次覆盖报告-显著低估的高成长铝材加工龙头》-2020.12.14

● 公司业绩持续高速增长, 彰显成长属性, 维持“买入”评级

公司2020年实现营收163.33亿元, 同比增长15.45%; 实现归母净利润10.70亿元, 同比增长16.69%; 实现归母扣非净利润8.09亿元, 同比增长31.42%; 基本每股收益1.82元, 同比增长19.74%。此外, 公司拟采取每10股派发现金红利2.00元的利润分配预案。公司作为铝加工龙头企业, 正开启规模扩张与转型发展之路, 随着产销量的不断增加与产品结构的持续升级, 公司业绩有望继续保持高速增长。我们维持2021-2022年盈利预测并新增2023年盈利预测, 预计公司2021-2023年归母净利润分别为14.11、17.55、21.80亿元, EPS分别为2.13、2.65、3.30元, 当前股价对应2021-2023年PE为9.1、7.3、5.9倍, 维持“买入”评级。

● 铝加工龙头不断进击, 业绩成长空间广阔

分季度业绩: 2020年Q1-Q4, 公司单季度销量分别为18、25、26、28万吨, 归母扣非净利润分别达到0.86、2.18、2.88、2.17亿元, 若排除四季度汇兑损益、费用计提与资产减值损失的影响, 公司业绩预计将呈现全年逐季增长趋势。

财务分析: 研发费用率达到3.17%, 同比增加0.72pct, 公司充分重视技术创新, 不断加大研发投入。经营性现金流量净额达到8.75亿元, 较2019年增加10.36亿元, 成功实现由负转正, 现金流情况逐步改善。非经常性损益合计2.61亿元, 未来也有望继续维持。

盈利拆分: 2020年铝板带箔销量合计97.45万吨, 同比增长13.84%, 其中铝板带销量82.73万吨, 同比增长10.97%, 铝箔销量14.72万吨, 同比增长33.21%。同时, 铝板带吨毛利1660元, 同比增加130元, 铝箔吨毛利2094元, 同比下降724元, 这主要是由于铝箔新增产能较多, 为了迅速打开市场、达到满产状态, 公司生产了部分中端系列加工费较低的产品。

成长空间: 预计2020-2023年, 公司铝板带箔总销量将由97.45万吨/年持续增长至150万吨/年, 吨毛利也将由1725元陆续增长至2447元。

● 风险提示: 产能投放不及预期、需求大幅下滑。
财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	14,148	16,333	20,326	23,215	25,857
YOY(%)	6.2	15.4	24.4	14.2	11.4
归母净利润(百万元)	917	1,070	1,411	1,755	2,180
YOY(%)	85.0	16.7	31.9	24.4	24.2
毛利率(%)	11.8	11.8	14.5	15.5	16.1
净利率(%)	6.5	6.6	6.9	7.6	8.4
ROE(%)	13.5	12.1	14.2	15.0	15.9
EPS(摊薄/元)	1.39	1.62	2.13	2.65	3.30
P/E(倍)	14.1	12.0	9.1	7.3	5.9
P/B(倍)	1.9	1.5	1.3	1.1	1.0

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 2020 年业绩维持高速增长，彰显成长属性.....	3
2、 财务分析：充分重视研发投入，现金流情况逐渐改善.....	4
3、 盈利拆分：铝板带吨毛利提升显著	4
4、 成长空间：产销量增长叠加吨毛利提升，公司业绩增长驶入快车道.....	5
5、 盈利预测与投资建议	6
6、 风险提示	6
附：财务预测摘要	7

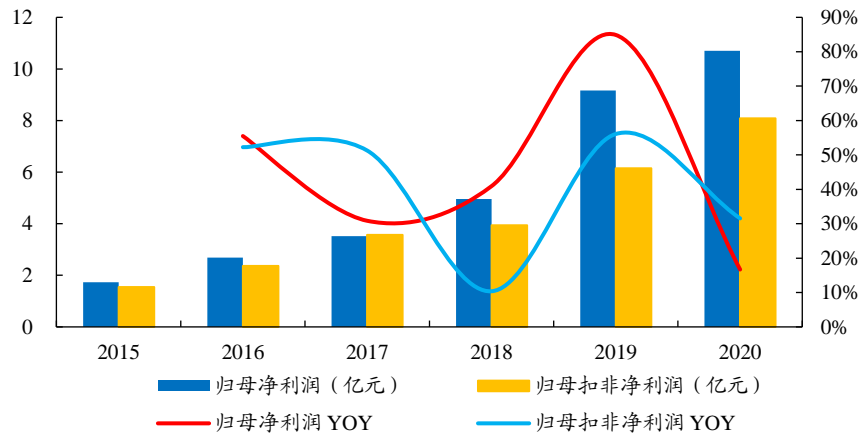
图表目录

图 1： 2020 年公司归母净利润同比增长 16.69%	3
图 2： 公司单季度产品销量不断提升（单位：万吨）	3
图 3： 公司单季度归母扣非净利润持续增长（单位：亿元）	3
图 4： 公司铝板带箔产品销量持续增长	5
图 5： 公司产品产销量与吨毛利预计将持续提升	5

1、2020 年业绩维持高速增长，彰显成长属性

公司 2020 年实现营收 163.33 亿元，同比增长 15.45%；实现归母净利润 10.70 亿元，同比增长 16.69%；实现归母扣非净利润 8.09 亿元，同比增长 31.42%；基本每股收益为 1.82 元，同比增长 19.74%。此外，公司拟采取每 10 股派发现金红利 2.00 元（含税）的利润分配预案，股利支付率达到 10.99%。

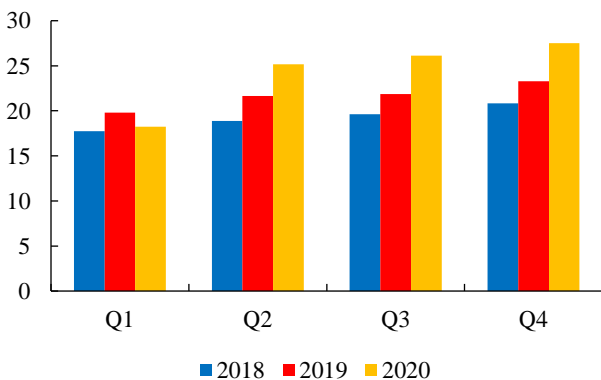
图1：2020 年公司归母净利润同比增长 16.69%



数据来源：Wind、开源证券研究所

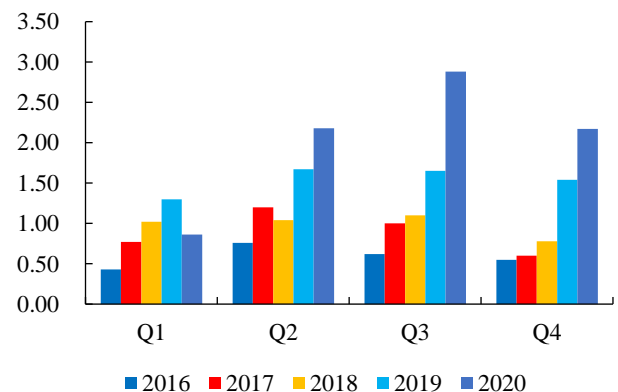
具体来看，2020 年 Q1-Q4，公司单季度销量分别为 18、25、26、28 万吨，归母扣非净利润分别达到 0.86、2.18、2.88、2.17 亿元，Q1-Q3 公司业绩持续增长，而 Q4 归母扣非净利润虽然同比增长 40.83%，但环比下降 24.65%，主要原因在于：（1）由于公司存在海外销售，Q4 汇兑损益较 Q3 有所增加；（2）年末需要计提年终奖金等费用；（3）Q4 铝锭价格下降，出于谨慎性考虑，计提了存货跌价准备，资产减值损失增加约 4000 万元。若排除上述事项影响，公司 2020Q4 归母扣非净利润较 Q3 或依旧有所增加，全年业绩预计也将呈现逐季增长趋势。

图2：公司单季度产品销量不断提升（单位：万吨）



数据来源：开源证券研究所

图3：公司单季度归母扣非净利润持续增长（单位：亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、财务分析：充分重视研发投入，现金流情况逐渐改善

毛利率与期间费用率：公司 2020 年销售毛利率为 11.76%，同比下降 0.08pct，销售净利率为 6.68%，同比下降 0.27pct。期间费用率方面，销售费用率为 0.39%，同比下降 1.58pct，主要是新收入准则下将运输费、自营出口费用重新分类计入营业成本所致；财务费用率为 0.93%，同比增加 0.72pct，主要是汇兑损益增加所致；研发费用率为 3.17%，同比增加 0.72pct，公司充分重视技术创新，不断加大研发投入。

经营性现金流：2020 年，公司经营性现金流量净额达到 8.75 亿元，较 2019 年增加 10.36 亿元，成功实现由负转正，这主要受益于公司加紧收款方式的限制，减少了销售收款中承兑汇票的比重，同时增加采购付款中承兑汇票的比重。具体来看，2020 年 Q1-Q4，公司单季度经营性现金流量净额分别达到 2.99、10.54、-1.92、-2.85 亿元，公司 Q3 及 Q4 现金流为负的主要原因在于有大量新产品研发问世，为打开市场，适当放宽了收款方式的限制。

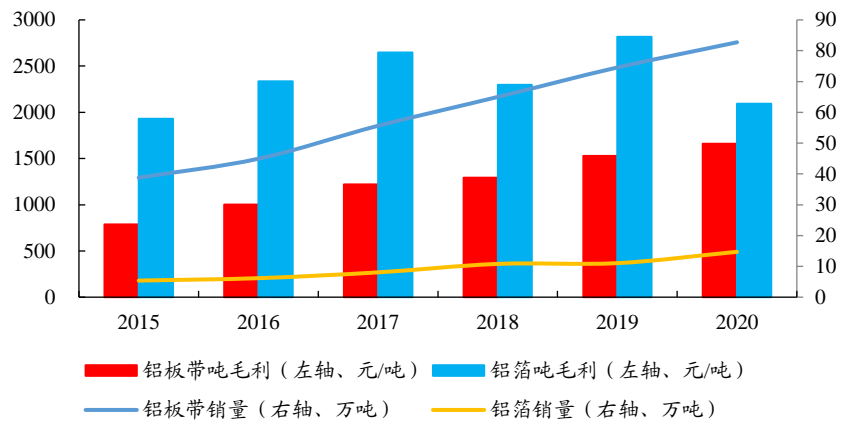
非经常性损益：此外，2020 年，公司非经常性损益合计 2.61 亿元，主要包括政府补助 2.50 亿元、理财收益 0.92 亿元、所得税影响额-0.63 亿元。政府补助中，再生铝项目的循环经济奖补资金为 1.20 亿元，其他各类补助 1.30 亿元。未来公司将继续利用闲置资金稳健地开展理财活动，同时在持续正常经营与再生铝项目稳步开展的背景下，公司可以持续获得政府相关补助，因此公司非经常损益有望继续维持。

3、盈利拆分：铝板带吨毛利提升显著

根据公司公告，公司 2020 年铝板带箔销量合计 97.45 万吨，同比增长 13.84%，其中铝板带销量 82.73 万吨，同比增长 10.97%，铝箔销量 14.72 万吨，同比增长 33.21%。

铝板带方面，公司 2020 年铝板带吨营收 15541 元，同比增加 160 元，吨成本 13881 元，同比增加 30 元，吨毛利 1660 元，同比增加 130 元。

铝箔方面，公司 2020 年铝箔吨营收 16689 元，同比下降 197 元，吨成本 14595 元，同比增加 527 元，吨毛利 2094 元，同比下降 724 元，这主要是由于铝箔新增产能较多，为了迅速打开市场、达到满产状态，公司生产了部分中端系列加工费较低的产品。

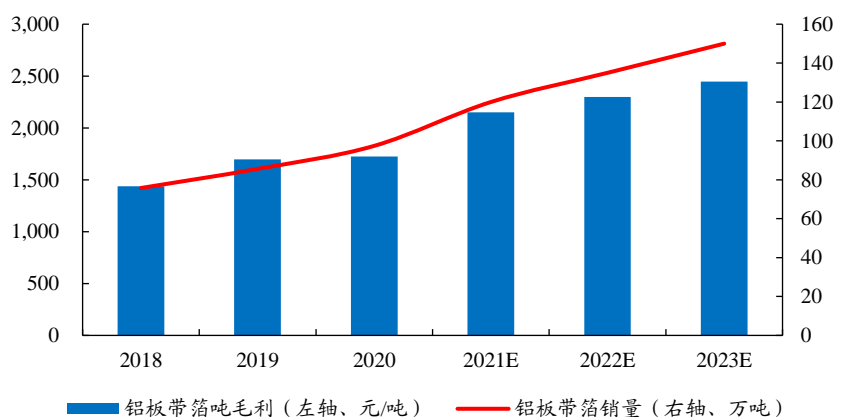
图4：公司铝板带箔产品销量持续增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

4、成长空间：产销量增长叠加吨毛利提升，公司业绩增长驶入快车道

根据公司公告，目前公司在建项目包括韩国光阳铝业项目，新增 10 万吨产能，预计 2021 年下半年试生产；明晟新材料 50 万吨项目，新增产能 20-30 万吨，分期建设，预计 2021 年 6 月份第一期试生产，明泰科技铝箔项目，总产能 18 万吨，目前正在逐步投产。随着在建项目的持续放量，公司产销量水平有望不断提升。我们预计 2020-2023 年，公司铝板带箔总销量将由 97.45 万吨/年持续增长至 150 万吨/年。

此外，公司充分重视研发力量，不断加大研发投入，这将为公司产品结构升级提供重要保障。随着公司在建高端项目的陆续投产以及原有产能的优化升级，公司产品吨毛利有望持续提升。我们预计 2020-2023 年，公司铝板带箔产品吨毛利将由 1725 元持续增长至 2447 元。届时，在产销量增加与吨毛利提升的共同作用下，公司业绩有望继续保持高速增长。

图5：公司产品产销量与吨毛利预计将持续提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

公司作为铝加工龙头企业，正开启规模扩张与转型发展之路，未来随着产销量的不断增加与产品结构的持续升级，公司业绩有望继续保持高速增长。我们维持 2021-2022 年盈利预测并新增 2023 年盈利预测，预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 14.11、17.55、21.80 亿元，EPS 分别为 2.13、2.65、3.30 元，当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 9.1、7.3、5.9 倍，维持“买入”评级。

6、风险提示

产能投放不及预期、需求大幅下滑。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	7824	8339	11433	11920	15852
现金	2401	2073	4079	5945	6814
应收票据及应收账款	886	804	1737	1165	2067
其他应收款	35	29	62	35	80
预付账款	561	430	1196	661	1587
存货	2029	2362	2604	2014	2915
其他流动资产	1913	2642	1755	2099	2389
非流动资产	3944	4434	4404	4483	4608
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2719	2945	3078	3129	3093
无形资产	163	363	366	373	375
其他非流动资产	1062	1125	960	982	1140
资产总计	11768	12773	15837	16403	20460
流动负债	2749	2348	4026	2759	4537
短期借款	310	0	236	176	128
应付票据及应付账款	1723	1641	2816	1802	3241
其他流动负债	717	707	974	781	1168
非流动负债	1753	1408	1450	1580	1696
长期借款	1595	1216	1311	1417	1531
其他非流动负债	158	192	139	163	165
负债合计	4502	3756	5476	4339	6233
少数股东权益	224	360	424	482	568
股本	616	661	661	661	661
资本公积	3582	4107	4107	4107	4107
留存收益	2775	3783	5048	6659	8640
归属母公司股东权益	7042	8658	9937	11582	13659
负债和股东权益	11768	12773	15837	16403	20460

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-161	875	1343	2679	1529
净利润	984	1092	1476	1813	2266
折旧摊销	310	390	331	375	413
财务费用	29	152	127	128	86
投资损失	-37	-81	-38	-39	-41
营运资金变动	-1299	-730	-535	403	-1194
其他经营现金流	-147	53	-18	-1	-1
投资活动现金流	-1696	596	468	-664	-567
资本支出	321	357	75	-25	-96
长期投资	-1893	943	0	0	0
其他投资现金流	-3267	1895	543	-689	-662
筹资活动现金流	2011	-115	195	-149	-94
短期借款	-146	-310	236	-60	-48
长期借款	1295	-379	94	106	114
普通股增加	26	45	0	0	0
资本公积增加	85	525	0	0	0
其他筹资现金流	751	3	-136	-195	-160
现金净增加额	161	1345	2006	1866	868

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	14148	16333	20326	23215	25857
营业成本	12472	14412	17382	19628	21688
营业税金及附加	62	78	98	139	145
营业费用	279	64	447	521	548
管理费用	173	184	229	262	292
研发费用	347	518	563	643	665
财务费用	29	152	127	128	86
资产减值损失	-5	-47	-14	-15	-13
其他收益	191	351	224	213	210
公允价值变动收益	-8	11	4	2	5
投资净收益	37	81	38	39	41
资产处置收益	256	-5	0	0	0
营业利润	1214	1304	1759	2163	2703
营业外收入	1	1	3	1	2
营业外支出	3	4	2	3	3
利润总额	1212	1301	1759	2162	2701
所得税	228	210	284	348	435
净利润	984	1092	1476	1813	2266
少数股东损益	67	22	65	58	86
归母净利润	917	1070	1411	1755	2180
EBITDA	1573	1710	2046	2444	2981
EPS(元)	1.39	1.62	2.13	2.65	3.30

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	6.2	15.4	24.4	14.2	11.4
营业利润(%)	87.2	7.5	34.9	23.0	24.9
归属于母公司净利润(%)	85.0	16.7	31.9	24.4	24.2
获利能力					
毛利率(%)	11.8	11.8	14.5	15.5	16.1
净利率(%)	6.5	6.6	6.9	7.6	8.4
ROE(%)	13.5	12.1	14.2	15.0	15.9
ROIC(%)	11.3	11.1	12.3	12.9	13.8
偿债能力					
资产负债率(%)	38.3	29.4	34.6	26.5	30.5
净负债比率(%)	-5.3	-8.3	-22.2	-33.8	-34.1
流动比率	2.8	3.6	2.8	4.3	3.5
速动比率	1.5	1.9	1.7	3.0	2.2
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4
应收账款周转率	12.1	19.3	16.0	16.0	16.0
应付账款周转率	6.6	8.6	7.8	8.5	8.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.39	1.62	2.13	2.65	3.30
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.24	1.32	2.03	4.05	2.31
每股净资产(最新摊薄)	10.22	12.78	14.71	17.20	20.34
估值比率					
P/E	14.1	12.0	9.1	7.3	5.9
P/B	1.9	1.5	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	7.6	6.4	5.0	3.4	2.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn