

公司研究

上半年单吨净利润历史新高，持续看好高端产品放量和成本降低

——明泰铝业（601677.SH）2021年半年报点评

要点

事件：公司于2021年8月23日晚发布半年报，上半年实现营收108亿元，同比增长50%；归母净利润8.44亿元，同比增长141%；归母扣非净利润7.24亿元，同比增长138%。

点评：

Q2单季利润创历史新高。公司上半年归母净利润处于前期业绩预告的上限，2021Q2单季实现归母净利润5.21亿元，同比增长127%、环比增长61%。

产品结构优化叠加再生铝落地，单吨净利润大幅提升：公司上半年实现铝板带箔销量57.58万吨，同比增长32%；铝型材销量0.67万吨，同比增长72%。综合毛利率14.42%，创下历史最高水平，同比增长2pct；单吨铝产品归母净利润达1450元/吨，较2020H1的799元/吨大幅提升。毛利率创下历史新高，主要系1)高附加值产品（铝塑膜、电子箔、集流体电池箔、汽车铝板、新能源汽车托底盘等）比例增加；2)再生铝布局进入收获期，已拥有废铝处理规模68万吨及12万吨铝灰渣综合利用产能。

合同负债、研发投入大幅增加，现金流持续改善：2021H1合同负债1.92亿元，同比增长37%，侧面验证公司订单良好；销售费用率0.24%，同比下滑1.55pct，主要系运费结算至营业成本；管理费用率0.96%，同比上升0.04pct，仍维持较低水平；研发费用率4.27%，同比增长1.2pct，2021H1研发费用2.53亿元，同比增长109%。经营性现金流达8.21亿元，现金流改善明显，主要系产业链话语权提升，应收账款增幅明显小于应付票据增幅。

扩产项目逐步落地，2025年铝产品产销规划200万吨：公司在建韩国光阳铝业项目，新增12万吨产能，预计2021年下半年试生产；在建明晟新材料将新增产能20-30万吨，第一期于2021年5月份投产；在建70万吨再生铝及高性能铝材项目（投资36亿元）已开工。公司预计2025年产销量将突破200万吨，较2020年的98万吨实现翻倍增长。

盈利预测、估值与评级：基于产品结构优化和再生铝落地带来成本的继续下行，看好公司业绩和估值双升。我们上调公司业绩预测，2021-2023年归母净利润由13.68/16.45/19.66亿元上调为17.98/25.74/33.42亿元，上调幅度分别为31%/56%/70%，对应当前PE估值分别为13/9/7X，维持“增持”评级。

风险提示：再生铝产能释放不及预期；应收账款大幅增长风险；铝价大幅波动风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	14,147.62	16,333.42	25,444.49	29,842.31	33,149.87
营业收入增长率	6.20%	15.45%	55.78%	17.28%	11.08%
净利润（百万元）	917.00	1,070.05	1,797.82	2,574.08	3,342.06
净利润增长率	85.02%	16.69%	68.01%	43.18%	29.83%
EPS（元）	1.49	1.62	2.63	3.77	4.90
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.02%	12.36%	17.03%	19.94%	20.98%
P/E	23	21	13	9	7
P/B	3	3	2	2	1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-08-23

增持（维持）

当前价：34.36元

作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

021-52523811

wangzh@ebsecn.com

分析师：方驭涛

执业证书编号：S0930521070003

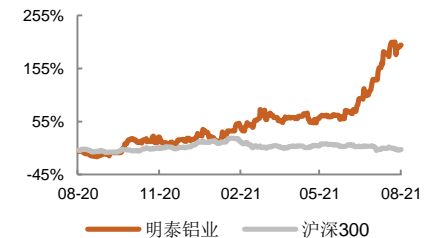
021-52523823

fangyutao@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	6.83
总市值(亿元)	234.53
一年最低/最高(元)	10.16/35.03

股价相对走势



资料来源：Wind

相关研报

公司全年归母净利润创历史新高——明泰铝业（601677.SH）2020年报点评（2021-03-30）

附录

图 1：公司产品销量保持高速增长

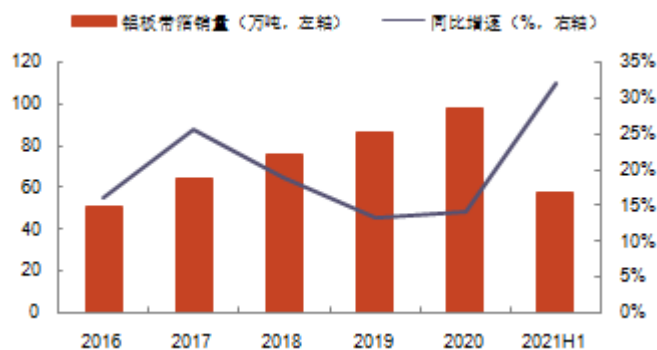
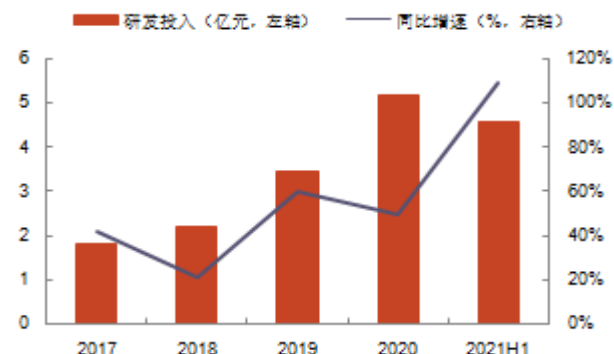


图 2：公司研发投入加速增长



资料来源：Wind，光大证券研究所（截至 2021-08-23）

资料来源：Wind，光大证券研究所（截至 2021-08-23）

表 1：公司单季度主要财务指标

单位：亿元	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2
主营业务收入	34.03	34.81	35.84	36.80	30.36	41.18	43.71	48.09	48.87	59.57
同比增长率	23.17%	8.99%	-7%	5%	-11%	18%	22%	31%	61%	45%
毛利	3.73	4.20	4.60	4.22	2.92	5.95	6.51	3.84	6.07	9.44
毛利率	10.95%	12.08%	12.85%	11.46%	9.61%	14.45%	14.89%	7.99%	12.43%	15.85%
销售费用	0.58	0.70	0.73	0.78	0.34	0.94	0.65	-1.29	0.14	0.12
财务费用	-0.04	0.01	-0.05	0.36	0.17	0.24	0.51	0.60	0.09	0.25
管理费用	0.38	0.36	0.49	0.51	0.36	0.30	0.44	0.75	0.47	0.56
研发费用	0.74	0.73	0.96	1.05	0.96	1.23	1.41	1.57	2.07	2.53
期间费用率	4.87%	5.15%	5.95%	7.33%	6.01%	6.59%	6.86%	3.40%	5.67%	5.81%
资产减值损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业外收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业外支出	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
税前利润	1.92	2.53	5.36	2.32	1.58	3.18	4.66	3.59	3.89	7.13
归母净利润	1.43	1.87	3.71	2.17	1.21	2.30	3.68	3.52	3.23	5.21
净利率	4.19%	5.36%	10.35%	5.89%	3.99%	5.58%	8.41%	7.31%	6.62%	8.74%
同比增长率	9%	50%	167%	112%	-15%	23%	-1%	62%	167%	127%
扣非净利润	1.30	1.67	1.65	1.54	0.86	2.18	2.88	2.17	2.76	4.48
期末净资产	62	66	72	73	74	76	81	90	95	100
年化 ROE	9.14%	11.29%	20.48%	11.94%	6.55%	12.11%	18.23%	15.60%	13.62%	20.93%
存货/销售收入	10.26%	11.32%	13.94%	13.78%	16.17%	11.67%	11.96%	12.28%	12.87%	13.62%
带息负债	7.0	15.7	15.8	19.1	17.3	16.4	16.6	12.2	10.9	10.3
货币资金	9.0	8.1	3.6	24.0	24.9	35.7	33.2	20.7	19.1	21.8
资产负债率	33.76%	37.93%	34.86%	38.26%	35.29%	35.95%	36.34%	29.40%	29.01%	33.30%
存货金额	14.0	15.8	20.0	20.3	19.6	19.2	20.9	23.6	25.2	32.5
自由现金流	(6.1)	1.5	(3.2)	3.0	2.8	10.1	(3.4)	(4.3)	0.9	4.4
总股本 (亿股)	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83
摊薄 EPS (元)	0.209	0.273	0.543	0.318	0.177	0.336	0.539	0.515	0.474	0.763

资料来源：Wind，光大证券研究所，股价时间为 2021-08-23

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	14,148	16,333	25,444	29,842	33,150
营业成本	12,472	14,412	21,778	24,781	27,025
折旧和摊销	307	389	355	367	380
税金及附加	62	78	140	164	182
销售费用	279	64	61	72	80
管理费用	173	184	204	239	265
财务费用	29	152	54	47	8
研发费用	347	518	967	1,194	1,326
投资收益	37	81	40	30	30
营业利润	1,214	1,304	2,770	3,646	4,604
利润总额	1,212	1,301	2,470	3,546	4,604
所得税	228	210	642	922	1,197
净利润	984	1,092	1,828	2,624	3,407
少数股东损益	67	22	30	50	65
归属母公司净利润	917	1,070	1,798	2,574	3,342
EPS (元)	1.49	1.62	2.63	3.77	4.90

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	(161)	875	1,155	2,228	3,126
净利润	917	1,070	1,798	2,574	3,342
折旧摊销	307	389	355	367	380
净营运资金增加	322	500	2,164	1,338	1,053
其他	(1,707)	(1,084)	(3,161)	(2,051)	(1,649)
投资活动产生现金流	(1,696)	596	(781)	(195)	(170)
净资本支出	129	(355)	(200)	(200)	(200)
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	(1,825)	950	(581)	5	30
融资活动现金流	2,011	(115)	782	(1,246)	(328)
股本变化	26	45	21	0	0
债务净变化	1,149	(689)	741	(974)	0
无息负债变化	110	(57)	881	453	287
净现金流	161	1,345	1,156	787	2,628

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	11.8%	11.8%	14.4%	17.0%	18.5%
EBITDA 率	9.3%	11.4%	12.5%	13.7%	15.1%
EBIT 率	7.1%	9.0%	11.1%	12.5%	13.9%
税前净利润率	8.6%	8.0%	9.7%	11.9%	13.9%
归母净利润率	6.5%	6.6%	7.1%	8.6%	10.1%
ROA	8.4%	8.5%	11.2%	14.4%	15.8%
ROE (摊薄)	13.0%	12.4%	17.0%	19.9%	21.0%
经营性 ROIC	10.8%	14.5%	18.5%	22.1%	25.7%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	38%	29%	33%	27%	24%
流动比率	2.85	3.55	2.66	3.57	4.19
速动比率	2.11	2.55	1.83	2.49	3.10
归母权益/有息债务	3.70	7.12	5.39	13.13	16.21
有形资产/有息债务	6.05	10.13	8.11	18.07	21.51

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	11,768	12,773	16,324	18,205	21,581
货币资金	2,401	2,073	3,229	4,016	6,644
交易性金融资产	820	1,533	1,533	1,539	1,545
应收帐款	820	797	1,247	1,463	1,625
应收票据	66	7	11	13	14
其他应收款 (合计)	35	29	44	52	58
存货	2,029	2,362	3,581	4,062	4,417
其他流动资产	1,041	1,057	1,124	1,564	1,894
流动资产合计	7,824	8,339	11,420	13,448	17,004
其他权益工具	105	105	105	105	105
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2,719	2,945	2,783	2,606	2,416
在建工程	549	439	434	431	428
无形资产	163	363	356	344	337
商誉	7	7	7	7	7
其他非流动资产	325	475	1,099	1,099	1,099
非流动资产合计	3,944	4,434	4,904	4,757	4,577
总负债	4,502	3,756	5,378	4,857	5,143
短期借款	310	0	974	0	0
应付账款	512	532	803	914	997
应付票据	1,211	1,110	1,677	1,908	2,080
预收账款	83	0	0	0	0
其他流动负债	0	18	18	18	18
流动负债合计	2,749	2,348	4,289	3,770	4,059
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	1,595	1,216	983	983	983
其他非流动负债	111	110	104	101	99
非流动负债合计	1,753	1,408	1,089	1,086	1,084
股东权益	7,266	9,017	10,946	13,349	16,438
股本	616	661	683	683	683
公积金	3,783	4,340	4,660	4,660	4,660
未分配利润	2,574	3,550	5,107	7,460	10,484
归属母公司权益	7,042	8,658	10,557	12,909	15,933
少数股东权益	224	360	390	440	505

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	2%	0%	0%	0%	0%
管理费用率	1%	1%	1%	1%	1%
财务费用率	0%	1%	0%	0%	0%
研发费用率	2%	3%	4%	4%	4%
所得税率	19%	16%	26%	26%	26%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.10	0.20	0.33	0.48	0.62
每股经营现金流	(0.26)	1.32	1.75	3.37	4.73
每股净资产	11.43	13.09	15.96	19.52	24.09
每股销售收入	22.96	24.70	38.47	45.12	50.12

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	23	21	13	9	7
PB	3.0	2.6	2.2	1.8	1.4
EV/EBITDA	17	12	8	6	4
股息率	0%	1%	1%	1%	2%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE