

## 公司研究

## 加工费上调和再生铝产能投产，单吨净利润再创历史新高

## ——明泰铝业（601677.SH）2021年三季度业绩预告点评

## 要点

**事件：**公司于2021年10月11日盘后发布2021年三季度业绩预告，预计前三季度实现归母净利润14-14.2亿元，同比增长95-98%；扣非后归母净利润11.8-12亿元，同比增长99-103%。

## 点评：

**加工费上涨叠加销量增长，Q3净利润继续创历史新高。**以公司预告的归母净利润中值14.1亿元和扣非归母净利润11.9亿元计算，公司2021Q1-Q3归母净利润分别为3.23/5.21/5.67亿元，扣非归母净利润分别为2.76/4.48/4.66亿元。2021Q1-Q3单吨铝产品对应扣非归母净利润分别为976/1497/1584元/吨。业绩增长主要源于加工费上涨、再生铝投产和销量增长。

**加工费上涨和再生铝产能投产提升产品盈利能力。**单吨盈利能力提升主要源于1) 加工费上涨：公司9月30日在投资者互动平台表示，9月份部分产品上调加工费约10%，今年累计上调加工费三次；2) 再生铝产能投产：年处理废铝68万吨产能已全部投产，带来成本端持续优化。

**Q3铝板带箔销量同比增长14%，环比小幅下滑2%。**2021Q1-Q3铝板带箔累计销量86.58万吨，同比增长24%；铝型材累计销量1.07万吨，同比增长79%。Q3单季实现铝板带箔销量29万吨，同比增长14%；环比Q2的29.5万吨下滑2%；铝型材销量0.4万吨，环比基本持平。

**扩产项目逐步落地，2025年铝产品产销规划达200万吨。**公司在建韩国阳光铝业项目，新增12万吨产能已经投产；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）已开工建设。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：**基于加工费上调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17.98/25.74/33.42亿元上调为20.27、27.94和37.36亿元，上调幅度分别为13%/9%/12%，对应当前PE估值分别为11/8/6X，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)	14,148	16,333	26,455	30,436	35,326
营业收入增长率	6.20%	15.45%	61.97%	15.04%	16.07%
净利润(百万元)	917	1,070	2,027	2,794	3,736
净利润增长率	85.02%	16.69%	89.43%	37.85%	33.69%
EPS(元)	1.49	1.62	2.97	4.09	5.47
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.02%	12.36%	18.79%	20.96%	22.34%
P/E	23	21	11	8	6
P/B	3.0	2.6	2.1	1.7	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-10-11

## 增持（维持）

当前价：33.85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

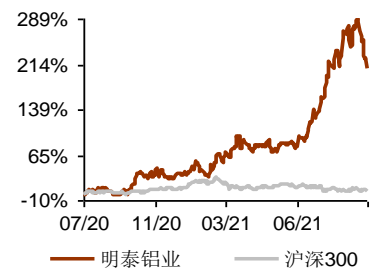
021-52523823

fangyutao@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	6.83
总市值(亿元)	231.05
一年最低/最高(元)	10.99/41.75
近3月换手率	122.86%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-14.12	53.21	198.55
绝对	-15.23	49.38	204.30

资料来源：Wind

## 相关研报

上半年单吨净利润历史新高，持续看好高端产品放量 and 成本降低——明泰铝业（601677.SH）2021年半年报点评（2021-08-24）  
公司全年归母净利润创历史新高——明泰铝业（601677.SH）2020年年报点评（2021-04-01）

## 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	26,455	30,436	35,326
营业成本	12,472	14,412	22,375	25,061	28,579
折旧和摊销	307	389	355	367	380
税金及附加	62	78	146	167	194
销售费用	279	64	63	73	85
管理费用	173	184	212	243	283
研发费用	347	518	1,005	1,217	1,413
财务费用	29	152	55	46	5
投资收益	37	81	40	40	40
营业利润	1,214	1,304	3,093	3,944	5,136
利润总额	1,212	1,301	2,793	3,844	5,136
所得税	228	210	726	999	1,335
净利润	984	1,092	2,067	2,844	3,801
少数股东损益	67	22	40	50	65
归属母公司净利润	917	1,070	2,027	2,794	3,736
EPS (元)	1.49	1.62	2.97	4.09	5.47

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-161	875	1,303	2,520	3,189
净利润	917	1,070	2,027	2,794	3,736
折旧摊销	307	389	355	367	380
净营运资金增加	322	500	2,385	1,202	1,571
其他	-1,707	-1,084	-3,464	-1,844	-2,499
投资活动产生现金流	-1,696	596	-850	-185	-160
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	-650	15	40
融资活动现金流	2,011	-115	832	-1,325	-353
股本变化	26	45	21	0	0
债务净变化	1,149	-689	793	-1,026	0
无息负债变化	110	-57	964	410	458
净现金流	161	1,345	1,284	1,009	2,676

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	11.8%	11.8%	15.4%	17.7%	19.1%
EBITDA 率	9.3%	11.4%	13.2%	14.4%	15.6%
EBIT 率	7.1%	9.0%	11.9%	13.2%	14.6%
税前净利润率	8.6%	8.0%	10.6%	12.6%	14.5%
归母净利润率	6.5%	6.6%	7.7%	9.2%	10.6%
ROA	8.4%	8.5%	12.4%	15.2%	16.8%
ROE (摊薄)	13.0%	12.4%	18.8%	21.0%	22.3%
经营性 ROIC	10.8%	14.5%	20.1%	23.5%	27.2%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	38%	29%	33%	26%	24%
流动比率	2.85	3.55	2.65	3.63	4.20
速动比率	2.11	2.55	1.82	2.56	3.11
归母权益/有息债务	3.70	7.12	5.37	13.56	17.01
有形资产/有息债务	6.05	10.13	8.09	18.55	22.54

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	16,698	18,676	22,590
货币资金	2,401	2,073	3,357	4,366	7,043
交易性金融资产	820	1,533	1,533	1,539	1,545
应收帐款	820	797	1,297	1,492	1,732
应收票据	66	7	11	13	15
其他应收款 (合计)	35	29	46	53	62
存货	2,029	2,362	3,681	4,109	4,676
其他流动资产	1,041	1,057	1,131	1,529	2,018
流动资产合计	7,824	8,339	11,725	13,850	17,944
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	1,169	1,169	1,169
非流动资产合计	3,944	4,434	4,974	4,826	4,646
总负债	4,502	3,756	5,513	4,897	5,355
短期借款	310	0	1,026	0	0
应付账款	512	532	825	924	1,054
应付票据	1,211	1,110	1,723	1,929	2,200
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	4,425	3,811	4,272
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	103	101	97
非流动负债合计	1,753	1,408	1,088	1,086	1,082
股东权益	7,266	9,017	11,185	13,779	17,235
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	5,337	7,880	11,271
归属母公司权益	7,042	8,658	10,786	13,330	16,721
少数股东权益	224	360	400	450	515

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	1.97%	0.39%	0.24%	0.24%	0.24%
管理费用率	1.22%	1.13%	0.80%	0.80%	0.80%
财务费用率	0.21%	0.93%	0.21%	0.15%	0.01%
研发费用率	2.45%	3.17%	3.80%	4.00%	4.00%
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	0.37	0.50	0.67
每股经营现金流	-0.26	1.32	1.91	3.69	4.67
每股净资产	11.43	13.09	15.80	19.53	24.50
每股销售收入	22.96	24.70	38.76	44.59	51.76

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	23	21	11	8	6
PB	3.0	2.6	2.1	1.7	1.4
EV/EBITDA	16.5	12.2	7.0	5.2	3.8
股息率	0.3%	0.6%	1.1%	1.5%	2.0%

## 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