

## 明泰铝业 (601677.SH) 高成长低估值, 重申“买入”评级

2021年10月26日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

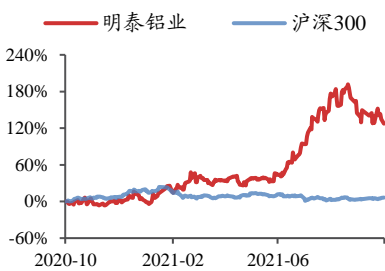
赖福洋 (分析师)

laifuyang@kysec.cn

证书编号: S0790520100002

日期	2021/10/25
当前股价(元)	31.49
一年最高最低(元)	41.75/12.88
总市值(亿元)	214.94
流通市值(亿元)	214.90
总股本(亿股)	6.83
流通股本(亿股)	6.82
近3个月换手率(%)	122.15

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《公司信息更新报告-Q3 业绩预告再超预期, 高成长性持续凸显》-2021.10.12

《公司信息更新报告-半年报业绩大幅增长, 再生铝与新品布局看点十足》-2021.8.24

《公司信息更新报告-量价齐升, 半年报业绩显著超预期》-2021.7.13

### ● 前三季度归母净利润同比增长 95.11%, 维持“买入”评级

公司发布 2021 年第三季度报告, 前三季度实现营业收入 170.50 亿元, 同比+47.95%, 实现归母净利润 14.02 亿元, 同比+95.11%, 实现归母扣非净利润 11.95 亿元, 同比+101.75%。公司业绩符合预期, 维持公司盈利预测, 预计 2021-2023 年归母净利润分别为 20.08、28.62、36.84 亿元, EPS 分别为 2.94、4.19、5.40 元, 当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 10.7、7.5、5.8 倍, 维持“买入”评级。

### ● 多重因素共同发力, 助力公司业绩维持高增

公司前三季度业绩高增主要来源于: (1) 产销量快速增长, 前三季度铝板带箔销量 86.58 万吨, 同比+24%; (2) 再生铝项目放量、产品结构升级以及加工费提涨共同带动产品吨毛利稳步提升; (3) 得益于“铝锭价格+加工费”的定价模式, 铝价持续上涨为公司带来部分库存收益。分季度来看, 2021Q3 公司实现归母净利润 5.57 亿元, 同比+51.59%, 实现归母扣非净利润 4.71 亿元, 同比+63.30%。在铝板带箔销量下降 0.52 万吨的情况下 (Q2、Q3 分别 29.52、29.00 万吨), 公司 Q3 归母扣非净利润依旧较 Q2 环比增加 0.23 亿元, 即便剔除铝锭价格上涨带来的库存收益, 我们预计公司产品单吨盈利水平依旧环比有所上升。此外, 公司现金流状况继续好转, 2021 年前三季度经营性现金流净额达到 15.13 亿元。

### ● 产销量扩张叠加吨毛利提升, 公司未来成长属性十足

公司未来业绩增长主要来源于两方面, 其一为产销量的快速扩张, 随着在建的明晟新材、明泰科技以及韩国光阳铝业等项目陆续落地, 我们预计 2021-2023 年公司铝板带箔销量将分别达到 120、140、160 万吨。此外, 受益于再生铝使用量的持续增加 (2021-2023 年再生铝使用量或将分别达到 45、90、120 万吨) 以及产品结构的不断升级 (明晟新材、明泰科技及义瑞新材项目均布局高端领域), 预计公司产品吨毛利水平将显著提升。量价齐升, 公司业绩有望继续维持高速增长。

● **风险提示:** 铝价大幅波动、产能投放进程不及预期、下游需求大幅下滑等。

### 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	23,623	27,490	31,323
YOY(%)	6.2	15.4	44.6	16.4	13.9
归母净利润(百万元)	917	1,070	2,008	2,862	3,684
YOY(%)	85.0	16.7	87.6	42.6	28.7
毛利率(%)	11.8	11.8	14.2	16.1	17.6
净利率(%)	6.5	6.6	8.5	10.4	11.8
ROE(%)	13.5	12.1	19.1	21.5	22.2
EPS(摊薄/元)	1.34	1.57	2.94	4.19	5.40
P/E(倍)	23.4	20.1	10.7	7.5	5.8
P/B(倍)	3.2	2.5	2.1	1.7	1.3

数据来源: 聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	7824	8339	10265	12159	16395
现金	2401	2073	2233	4500	6792
应收票据及应收账款	886	804	1165	1034	1471
其他应收款	35	29	66	62	77
预付账款	561	430	620	602	790
存货	2029	2362	3431	3161	4215
其他流动资产	1913	2642	2750	2800	3050
<b>非流动资产</b>	3944	4434	4755	5083	5442
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2719	2945	3113	3309	3527
无形资产	163	363	452	519	554
其他非流动资产	1062	1125	1190	1256	1360
<b>资产总计</b>	11768	12773	15020	17242	21837
<b>流动负债</b>	2749	2348	3318	2852	4026
短期借款	310	0	50	80	120
应付票据及应付账款	1723	1641	2414	1981	2936
其他流动负债	717	707	853	791	969
<b>非流动负债</b>	1753	1408	696	633	566
长期借款	1595	1216	495	373	251
其他非流动负债	158	192	201	260	314
<b>负债合计</b>	4502	3756	4013	3485	4591
少数股东权益	224	360	452	546	691
股本	616	661	683	683	683
资本公积	3582	4107	4107	4107	4107
留存收益	2775	3783	5631	8143	10824
<b>归属母公司股东权益</b>	7042	8658	10554	13212	16555
负债和股东权益	11768	12773	15020	17242	21837

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	-161	875	1424	3193	3464
净利润	984	1092	2100	2956	3829
折旧摊销	310	390	335	390	452
财务费用	29	152	83	49	19
投资损失	-37	-81	-80	-80	-80
营运资金变动	-1299	-730	-1000	-123	-760
其他经营现金流	-147	53	-14	1	4
<b>投资活动现金流</b>	-1696	596	-559	-631	-780
资本支出	321	357	196	180	192
长期投资	-1893	943	0	0	0
其他投资现金流	-3267	1895	-363	-451	-588
<b>筹资活动现金流</b>	2011	-115	-704	-296	-392
短期借款	-146	-310	50	30	40
长期借款	1295	-379	-722	-122	-122
普通股增加	26	45	21	0	0
资本公积增加	85	525	0	0	0
其他筹资现金流	751	3	-54	-204	-311
<b>现金净增加额</b>	161	1345	160	2267	2292

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	14148	16333	23623	27490	31323
营业成本	12472	14412	20277	23072	25814
营业税金及附加	62	78	120	130	140
营业费用	279	64	70	80	90
管理费用	173	184	200	240	280
研发费用	347	518	900	1003	1143
财务费用	29	152	83	49	19
资产减值损失	-5	-47	0	0	0
其他收益	191	351	450	530	650
公允价值变动收益	-8	11	0	0	0
投资净收益	37	81	80	80	80
资产处置收益	256	-5	0	0	0
<b>营业利润</b>	1214	1304	2503	3525	4566
营业外收入	1	1	3	1	2
营业外支出	3	4	2	3	3
<b>利润总额</b>	1212	1301	2503	3524	4565
所得税	228	210	403	568	736
<b>净利润</b>	984	1092	2100	2956	3829
少数股东损益	67	22	92	94	145
<b>归母净利润</b>	917	1070	2008	2862	3684
EBITDA	1573	1710	2803	3832	4864
EPS(元)	1.34	1.57	2.94	4.19	5.40

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	6.2	15.4	44.6	16.4	13.9
营业利润(%)	87.2	7.5	91.9	40.9	29.5
归属于母公司净利润(%)	85.0	16.7	87.6	42.6	28.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	11.8	11.8	14.2	16.1	17.6
净利率(%)	6.5	6.6	8.5	10.4	11.8
ROE(%)	13.5	12.1	19.1	21.5	22.2
ROIC(%)	11.3	11.1	18.2	20.7	21.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	38.3	29.4	26.7	20.2	21.0
净负债比率(%)	-5.3	-8.3	-12.9	-27.1	-35.1
流动比率	2.8	3.6	3.1	4.3	4.1
速动比率	1.5	1.9	1.5	2.5	2.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.3	1.3	1.7	1.7	1.6
应收账款周转率	12.1	19.3	24.0	25.0	25.0
应付账款周转率	6.6	8.6	10.0	10.5	10.5
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.34	1.57	2.94	4.19	5.40
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.24	1.28	2.09	4.68	5.08
每股净资产(最新摊薄)	9.90	12.38	15.13	19.02	23.92
<b>估值比率</b>					
P/E	23.4	20.1	10.7	7.5	5.8
P/B	3.2	2.5	2.1	1.7	1.3
EV/EBITDA	13.0	11.4	6.8	4.4	3.0

数据来源：聚源、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