

明泰铝业 (601677.SH) 买入 (维持评级)

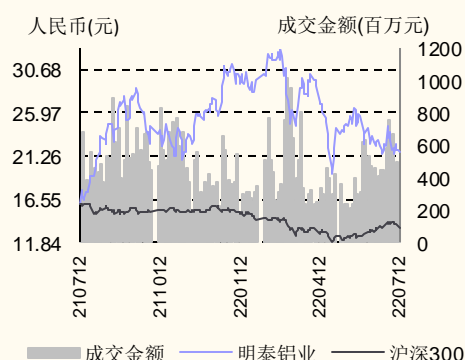
公司点评

市场价格 (人民币): 21.66 元

业绩符合预期, 下半年迎更高弹性

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	9.66
已上市流通 A 股(亿股)	9.66
总市值(亿元)	209.20
年内股价最高最低(元)	32.95/16.05
沪深 300 指数	4314
上证指数	3281



公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	16,333	24,613	32,119	36,827	41,873
营业收入增长率	15.45%	50.69%	30.50%	14.66%	13.70%
归母净利润(百万元)	1,070	1,852	2,795	3,446	4,165
归母净利润增长率	16.69%	73.08%	50.94%	23.27%	20.88%
摊薄每股收益(元)	1.618	2.713	2.894	3.568	4.313
每股经营性现金流净额	1.32	3.03	2.00	3.56	4.33
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.36%	17.35%	21.21%	21.17%	20.80%
P/E	8.74	16.25	7.48	6.07	5.07
P/B	1.08	2.82	1.59	1.28	1.05

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简述

- 22年7月12日公司发布半年度业绩预增公告, 22H1 公司实现归母净利润 10.5~11.5 亿元, 同比+24%~36%。Q2 单季实现归母净利润 4.6~5.6 亿元, 同比-12%~+7%; 环比-22%~-5%。

经营分析

- 短期销量受内外需求冲击。上半年公司铝板带箔合计销量 59 万吨, 其中 Q2 销量 31 万吨, 环比 Q1 增长 11%。二季度销量较公司前期目标有一定差距, 一方面系国内疫情对下游需求造成冲击, 当前需求仍处于恢复阶段; 另一方面由于欧盟反倾销措施即将恢复, 公司欧盟地区订单有所下滑, 后续欧盟地区供货或逐步通过转口贸易方式实现。
- 美元升值抵御铝价下行对利润影响。Q1 公司单吨板带箔对应归母净利润约 2100 元, Q2 约在 1500-1800 元, 较 Q1 有所下滑, 在加工费相对稳定情况下, 吨利润主要受到以下因素影响:
 - ✓ 铝价变化。Q1/Q2 铝价分别呈单边上涨/下跌趋势, 涨跌幅度均在 15% 左右; 公司国内产品出货采用发货当天铝价 + 加工费定价模式, 考虑到生产及库存周期, Q1 铝价上涨对吨利润有一定增厚, Q2 铝价下跌则形成拖累。
 - ✓ 汇率变化。Q2 美元升值较多, 对公司利润有较强增厚。假设 Q2 海外销售占比 25%, 吨售价 4000 美元/吨, Q1/Q2 美元兑人民币平均汇率分别为 6.35/6.61, Q2 销售部分因汇率带来的业绩环比增量约 0.8 亿。若考虑二季度初存量海外应收款因美元升值带来的贡献, 实际汇率贡献或更大。
- 行业 β 影响短期业绩, 再生铝 + 产品结构优化持续贡献 α 增量。铝价的波动影响公司单季业绩, 但拉长周期看 β 属性能够得到平抑。而公司再生铝持续放量及电池箔、铝塑膜等高端产品出货量提升将成为驱动公司长期成长的 α 来源。随国内一系列稳增长政策出台, 下游需求正逐步恢复, 铝价或止跌企稳, 下半年公司将具备更强业绩弹性。

盈利预测和投资建议

- 预测 22-24 年归母净利 28.0/34.5/41.7 亿元, 同比+51%/+23%/+21%, 实现 EPS 2.89/3.57/4.31 元, 对应 PE 7.5/6.1/5.1 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 铝价波动、需求不及预期、项目建设不及预期、汇率波动。

相关报告

- 《短期需求扰动, 中期趋势不改-明泰铝业 5 月经营数据点评》, 2022.6.2
- 《产品升级+降本持续, 高成长可期-明泰铝业首次覆盖》, 2022.5.22

倪文祎 分析师 SAC 执业编号: S1130519110002
niwenyi@gzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	14,148	16,333	24,613	32,119	36,827	41,873	货币资金	2,401	2,073	2,909	2,946	3,543	3,909
增长率		15.4%	50.7%	30.5%	14.7%	13.7%	应收款项	1,844	1,742	3,018	4,202	4,818	5,478
主营业务成本	-12,472	-14,412	-21,469	-27,044	-30,676	-34,517	存货	2,029	2,362	3,724	4,357	4,942	5,561
%销售收入	88.2%	88.2%	87.2%	84.2%	83.3%	82.4%	其他流动资产	1,551	2,162	3,120	3,120	4,810	7,406
毛利	1,675	1,921	3,144	5,075	6,150	7,356	流动资产	7,824	8,339	12,771	14,625	18,113	22,354
%销售收入	11.8%	11.8%	12.8%	15.8%	16.7%	17.6%	%总资产	66.5%	65.3%	67.5%	68.1%	71.5%	74.8%
营业税金及附加	-62	-78	-111	-161	-184	-209	长期投资	105	105	419	419	419	419
%销售收入	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	3,269	3,400	4,771	5,299	5,566	5,774
销售费用	-279	-64	-74	-96	-110	-126	%总资产	27.8%	26.6%	25.2%	24.7%	22.0%	19.3%
%销售收入	1.97%	0.39%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	无形资产	172	371	449	543	636	728
管理费用	-173	-184	-236	-321	-368	-419	非流动资产	3,944	4,434	6,157	6,864	7,225	7,524
%销售收入	1.22%	1.13%	0.96%	1.00%	1.00%	1.00%	%总资产	33.5%	34.7%	32.5%	31.9%	28.5%	25.2%
研发费用	-347	-518	-953	-1,253	-1,436	-1,633	资产总计	11,768	12,773	18,929	21,489	25,337	29,878
%销售收入	2.45%	3.17%	3.87%	3.90%	3.90%	3.90%	短期借款	310	0	377	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	815	1,078	1,770	3,244	4,051	4,969	应付款项	2,062	1,902	3,887	4,316	4,896	5,510
%销售收入	5.8%	6.6%	7.2%	10.1%	11.0%	11.9%	其他流动负债	378	446	2,210	2,208	2,335	2,474
财务费用	-29	-152	-81	-69	-188	-259	流动负债	2,749	2,348	6,474	6,524	7,231	7,984
%销售收入	0.2%	0.9%	0.3%	0.2%	0.5%	0.6%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-47	-60	31	-89	-12	-13	其他长期负债	1,753	1,408	1,386	1,352	1,351	1,351
公允价值变动收益	-8	11	-6	0	0	0	负债	4,502	3,756	7,860	7,876	8,583	9,335
投资收益	37	81	51	50	50	50	普通股股东权益	7,042	8,658	10,674	13,179	16,280	20,029
%税前利润	3.0%	6.2%	2.4%	1.5%	1.2%	1.0%	其中：股本	616	661	682	966	966	966
营业利润	1,214	1,304	2,173	3,336	4,101	4,947	未分配利润	2,574	3,550	5,185	7,701	10,802	14,551
营业利润率	8.6%	8.0%	8.8%	10.4%	11.1%	11.8%	少数股东权益	224	360	394	434	474	514
营业外收支	-2	-3	-31	0	0	0	负债股东权益合计	11,768	12,773	18,929	21,489	25,337	29,878
税前利润	1,212	1,301	2,142	3,336	4,101	4,947	比率分析						
利润率	8.6%	8.0%	8.7%	10.4%	11.1%	11.8%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-228	-210	-251	-500	-615	-742	每股指标						
所得税率	18.8%	16.1%	11.7%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	1.488	1.618	2.713	2.894	3.568	4.313
净利润	984	1,092	1,890	2,835	3,486	4,205	每股净资产	11.427	13.091	15.638	13.645	16.856	20.738
少数股东损益	67	22	38	40	40	40	每股经营现金净流	-0.261	1.323	3.028	2.005	3.560	4.329
归属于母公司的净利润	917	1,070	1,852	2,795	3,446	4,165	每股股利	0.100	0.200	0.280	0.289	0.357	0.431
净利率	6.5%	6.6%	7.5%	8.7%	9.4%	9.9%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	13.02%	12.36%	17.35%	21.21%	21.17%	20.80%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	7.79%	8.38%	9.78%	13.01%	13.60%	13.94%
净利润	984	1,092	1,890	2,835	3,486	4,205	投入资本收益率	7.18%	8.77%	12.40%	18.68%	19.23%	19.47%
少数股东损益	67	22	38	40	40	40	增长率						
非现金支出	357	450	403	567	552	613	主营业务收入增长率	6.18%	15.45%	50.69%	30.50%	14.66%	13.70%
非经营收益	-222	37	47	11	-3	-3	EBIT增长率	35.06%	32.30%	64.21%	83.25%	24.89%	22.66%
营运资金变动	-1,280	-704	-274	-1,478	-596	-635	净利润增长率	85.02%	16.69%	73.08%	50.94%	23.27%	20.88%
经营活动现金净流	-161	875	2,067	1,936	3,439	4,181	总资产增长率	26.05%	8.54%	48.19%	13.52%	17.91%	17.92%
资本开支	129	-355	-399	-1,188	-900	-900	资产管理能力						
投资	-1,893	943	-728	0	-1,600	-2,500	应收账款周转天数	18.8	18.1	14.4	22.0	22.0	22.0
其他	67	7	-505	50	50	50	存货周转天数	49.0	55.6	51.7	60.0	60.0	60.0
投资活动现金净流	-1,696	596	-1,632	-1,138	-2,450	-3,350	应付账款周转天数	14.2	13.2	12.4	14.0	14.0	14.0
股权募资	2,032	126	0	-11	0	0	固定资产周转天数	70.1	65.8	54.7	42.2	36.5	31.3
债权募资	-447	-300	0	-410	0	0	偿债能力						
其他	427	59	-147	-339	-392	-464	净负债/股东权益	-18.10%	-26.49%	-32.75%	-29.68%	-27.67%	-24.35%
筹资活动现金净流	2,011	-115	-147	-760	-392	-464	EBIT利息保障倍数	28.0	7.1	21.8	46.9	21.5	19.2
现金净流量	161	1,345	277	38	597	367	资产负债率	38.26%	29.40%	41.53%	36.65%	33.87%	31.24%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	6	8	26
增持	0	3	3	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.60	1.33	1.33	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

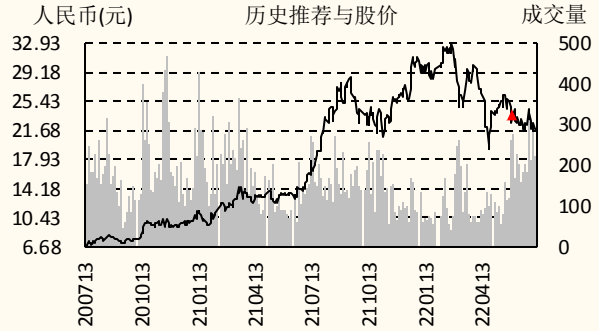
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-05-22	买入	26.37	33.21 ~ 33.21
2	2022-06-02	买入	22.63	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应对本报告作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402