

明泰铝业（601677.SH）

低成本构筑竞争优势，产品加速升级

公司研究 · 深度报告

有色金属 · 铝 II

投资评级：买入（首次评级）

证券分析师：刘孟峦
010-88005312
liumengluan@guosen.com.cn
S0980520040001

证券分析师：焦方冉
021-60933177
jiaofangran@guosen.com.cn
S0980522080003

明泰铝业核心推荐逻辑



◆ 公司是国内具备成本竞争力的铝板带箔头部生产商

公司从事铝板带箔生产销售，上市12年以来铝板带箔销量年均复合增速15%，2022年铝板带箔销量117万吨，居行业首位。公司对于再生原材料的应用业内领先，2022年超过50%原料使用再生铝，降低成本的同时也实现了产品降碳。近年来公司募集资金引进高端设备，产品向高端化升级，有望利用成本优势拓展高端市场，优化产品结构，增强盈利能力。公司有超过50%产品用于工业耗材、交通运输等领域，2023年国内经济恢复有望带动公司产品量价齐增。

◆ 铝板带箔行业是充分竞争的传统行业，成本控制是核心竞争力

公司所处的铝板带箔加工行业是充分竞争的传统行业，公司主要产品定位中端市场，市场容量大但竞争激烈。公司从设备投资、原料结构、制造费用等角度入手，全方位降低生产成本。公司早在2003年凭借改造轧钢厂二手设备，搭建了国内第一条“1+4”热轧生产线并平稳运行至今，在此后的扩张中公司多次用二手设备、国产设备替代进口设备，利用积累的技术经验，对设备进行升级改造，使公司的固定资产投资得到有效降低，固定资产折旧压力显著小于同行。同时公司在业内率先大规模使用再生铝作为铝板带箔原材料，实现了资源保级利用，降本空间可达1000元/吨。降本的同时实现了产品低碳化，为公司赢得未来市场空间。全方位降本提升了公司盈利能力，虽然产品定位中端，但产品单位盈利能力比肩同行业中高端产品。

◆ 再生铝将成为公司核心竞争优势之一

由于能源禀赋原因，国内生产的电解铝碳排放高于全球平均水平，欧美国家屡次尝试对我国铝加工产品征收碳排放税，我国铝加工产品在节能降碳的大趋势下面临碳排放压力。再生铝碳排放只有原铝5%，可有效降低铝板带箔产品碳排放。公司现有再生铝产能68万吨并在建70万吨，拥有全球领先的废铝分选、脱漆设备，原料当中再生铝使用比例将达到70%，比肩国外铝板带箔龙头，为公司构筑起长期竞争优势，助推公司开拓高端客户和国外客户。公司再生铝生产的铝板带产品在2022年11月被认定为工信部“制造业单项冠军”。

◆ 高端设备助力公司产品升级

近年来公司募集资金引入3300mm宽幅“1+1”热连轧产线、西马克CVC六辊冷轧机等高端设备，实现了设备升级和产品升级。2022年公司定增项目“25万吨新能源汽车电池用铝箔和铝板带项目”将瞄准新能源汽车电池用铝箔市场，引进箔轧机、铝箔分卷机、宽幅冷轧机等设备，产品质量和尺寸精度继续提升。我们看好公司利用成本管控优势和低碳再生铝优势，在中高端市场继续开拓。

◆ 盈利预测与估值

明泰铝业成本控制能力强，正借助高端设备升级产品，近年来构筑了再生铝保级利用优势，在铝加工产品降碳的大趋势下优势凸显，市场空间广阔。预计2022/2023/2024年公司的归母净利润分别为16.91/20.07/24.77亿元，EPS分别为1.74/2.07/2.55元，当前股价对应PE倍数分别为9.6/8.1/6.5。通过多角度估值，我们认为股票价值在20.7-24.8元之间，相对于公司目前股价有23%-48%的溢价空间，首次覆盖给予“买入”评级。

◆ 风险提示

新增项目推进不及预期；下游市场需求走弱；行业竞争加剧；大宗商品价格波动风险。

公司产能布局一览

原材料端： 140万吨再生铝

产线名称	68万吨再生铝项目
建成时间	2019-2021年
产能	68万吨



产线名称	70万吨再生铝项目
建成时间	在建
产能	70万吨

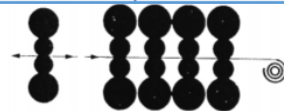


对外采购原铝铝锭或大扁锭

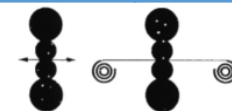


热轧生产线： 200万吨热轧产能

产线名称	老厂“1+4”热连轧生产线
建成时间	2003年
产能	65万吨
资金来源	自有资金



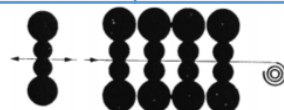
产线名称	新厂“1+1”热连轧生产线
建成时间	2015年
产能	55万吨
资金来源	IPO募集资金变更



产线名称	光阳铝业单机架热粗轧
建成时间	2021年10月
产能	12万吨
资金来源	自有资金



产线名称	义瑞新材“1+4”热连轧生产线
建成时间	2022年
产能	70万吨
资金来源	2019年可转债募集资金变更



募投冷轧或深加工： 产品迈向高端化

产线名称	12.5万吨车用铝合金板项目
建成时间	2018年
产能	12.5万吨
资金来源	2017年定增项目



产线名称	2万吨交通用铝型材项目
建成时间	2019年
产能	2万吨
资金来源	2015年定增项目



产线名称	25万吨新能源电池用铝箔和铝板带项目
建成时间	2024年
产能	25万吨
资金来源	2022年定增项目

一、公司概况：国内铝压延加工行业的龙头企业

◆ 公司是国内铝压延加工行业的龙头。河南明泰铝业股份有限公司成立于1997年，于2011年在上海证券交易所上市。公司主要经营铝板带箔、铝型材、再生铝等业务，产品广泛应用于新能源材料、食品包装、医用包装等多个领域。历经多年发展，公司现已成为国内铝压延加工行业的龙头企业。

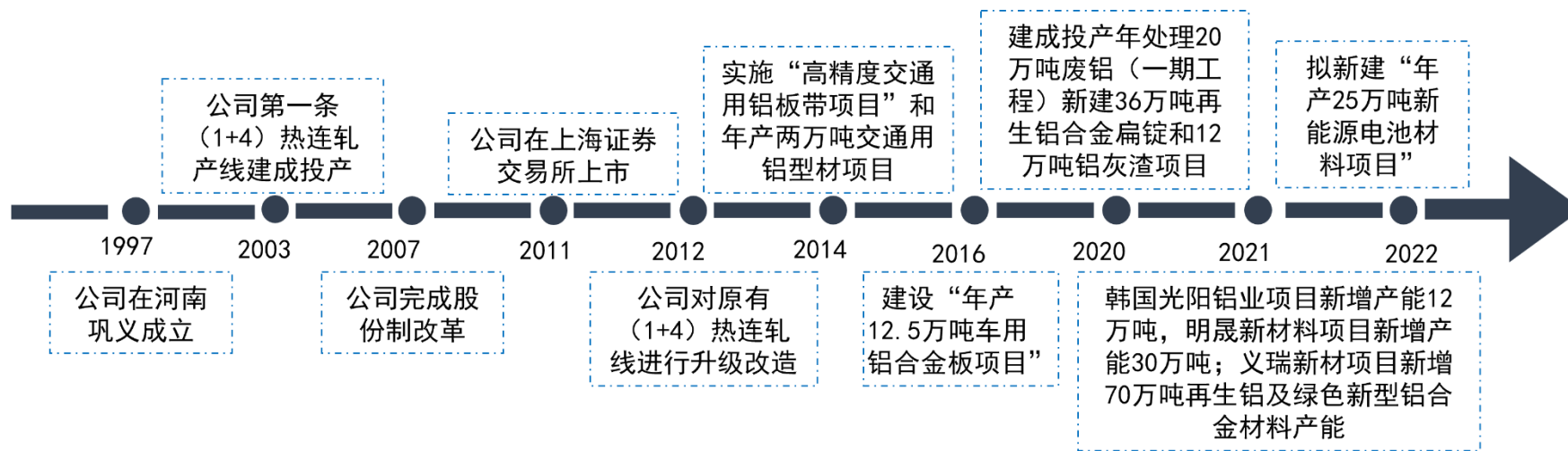
◆ 公司发展主要历经三个阶段：

1) 1997-2010：**初创和奠基**。1997年，马廷义、马廷耀、化新民共同出资750万元成立明泰铝箔。2003年，公司（1+4）热连轧项目建成投产，产能大幅提升，产品品质得到提高。2007年，公司完成股份改制。2008年，公司技术研发中心被认定为河南省企业技术中心、河南省铝板带箔工程技术研究中心。

2) 2011-2013：**产能初步扩张与产线升级**。2011年，公司在上交所上市，利用募集的7亿资金进行铝板带箔生产线技术改造项目，用于扩大公司CTP版基等高精铝板带箔的生产规模。2012年，公司对（1+4）热连轧生产线、箔轧生产线以及冷轧生产线进行升级改造，实现铝板带箔业务产能进一步扩张。

3) 2014-：**聚焦高附加值产品与高景气赛道，产能快速增长&产品结构持续优化**。2014年公司开始涉足交通用铝领域，实施“高精度交通用铝板带项目”与年产两万吨交通用铝型材项目。2016年公司建设“年产12.5万吨车用铝合金板项目”，进一步加大交通领域布局。2020年公司建成投产年处理20万吨废铝项目和废铝综合利用项目，新建36万吨再生铝合金扁锭和12万吨铝灰渣项目，降本增效同时推动绿色发展。2021年公司韩国光阳铝业项目新增产能12万吨，明晟新材料项目新增产能30万吨；义瑞新材项目新增70万吨再生铝及绿色新型铝合金材料产能，公司产能规模进一步扩大。2022年8月，公司拟以非公开发行的方式募集资金建设“年产25万吨新能源电池材料项目”，为提高公司新能源产品占比打下基础。规划的产能充分释放后，公司产销量预计将突破200万吨。

图：公司发展历程



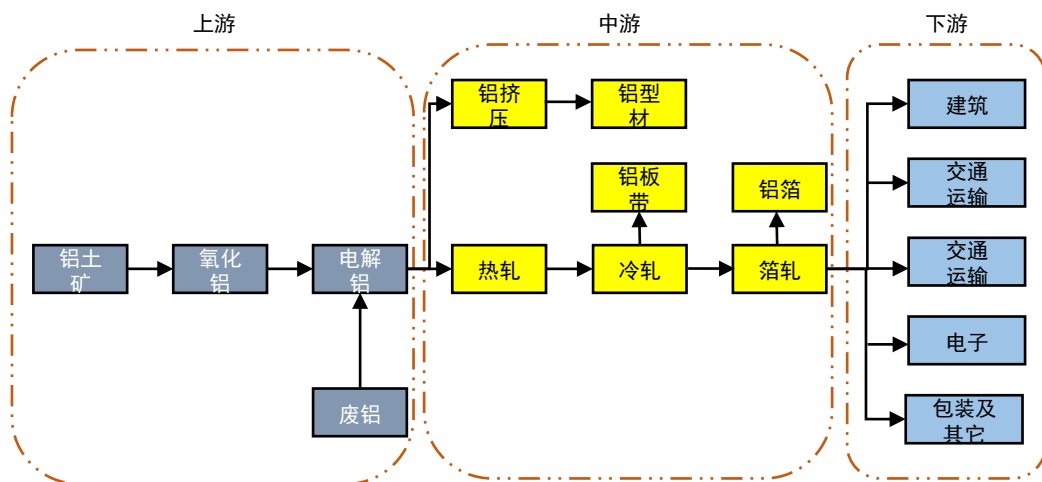
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司上下游及产品定价

- ◆ **公司处于铝产业链中游。**铝加工是指将原铝或者再生铝通过熔铸、挤压、轧制的方式生产出下游需要的各种产品。公司所做的变形铝加工又可分为挤压和压延两种方式，挤压主要用来做型材，产品应用于铝合金门窗等领域，压延工艺主要用来做板带箔材。铝加工行业自身处于铝产业链中游，公司从神火股份、中国铝业等原铝生产商或贸易商处购买铝锭等原材料，下游典型客户如食品药品包装类企业、整车厂等。
- ◆ **公司产品定价方式：**铝加工行业具有“料重工轻”的特点，原材料铝锭占公司产品生产成本80%以上，因而公司产品销售采取“铝锭价格+加工费”的定价原则。国内销售产品，主要采用“发货当天铝平均价格+加工费”确定，产品生产周期45天左右，因此铝价上行周期对公司更有利，一方面实现原材料“低买高卖”，赚取铝价上涨收益，另一方面铝价上行周期往往是经济景气周期，产品产销量增加，加工费也更坚挺。对于出口产品，主要采用“发货日前一个月的伦敦金属交易所市场现货铝平均价+加工费”确定。
- ◆ **政策支持方向：绿色+高端化。**近年来，国家先后颁布《中国制造2025》、《产业结构调整指导目录（2019 年本）》、《“十四五”工业绿色发展规划》等行业政策，重点支持铝加工行业进行技术改造和技术含量和附加值高的深加工产品研发。另一方面，铝行业也面临能源结构上的优化与调整：一是将加快光伏能源、储能技术等新能源和新技术在铝行业中的应用；二是二氧化碳的消纳利用将得到高度重视和工业实践等，以此来满足“双碳”要求和“双控”要求。新的政策环境势对铝加工行业的发展产生深远影响，将加速推进行业节能、减排方面的新工艺、新技术、新装备研究、创新和推广应用。

图：公司处于铝产业链中游

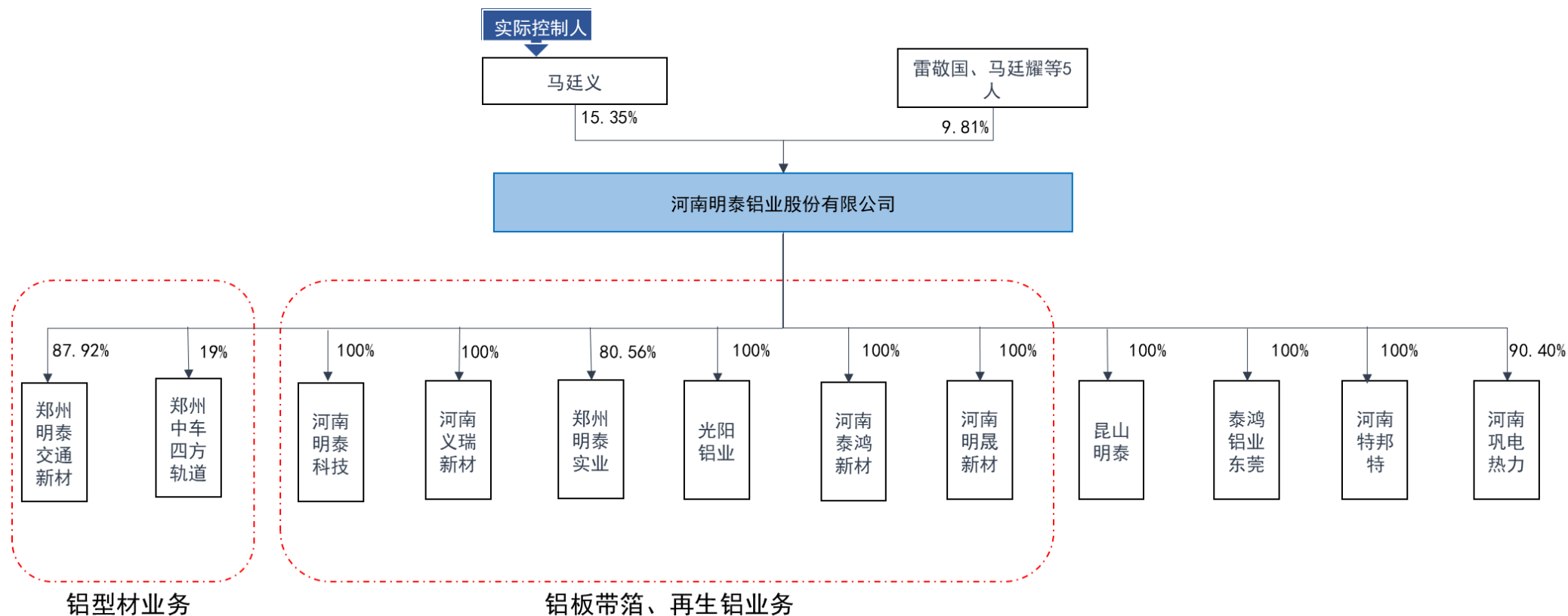


资料来源：上海有色网，国信证券经济研究所整理

公司概况：股权结构保持稳定

- ◆ 公司股权结构多年保持稳定，实际控制人为马廷义先生。马廷义董事长直接持有公司股份比例为15.35%，与马廷耀（马廷义兄长）、化新民（马廷义妻弟）三人构成一致行动人，合计持股19.58%。公司前十大股东中，雷敬国、马廷耀、化新民、王占标、马跃平常年持有公司股份，均为公司的创始股东，五人合计持股占比9.81%。

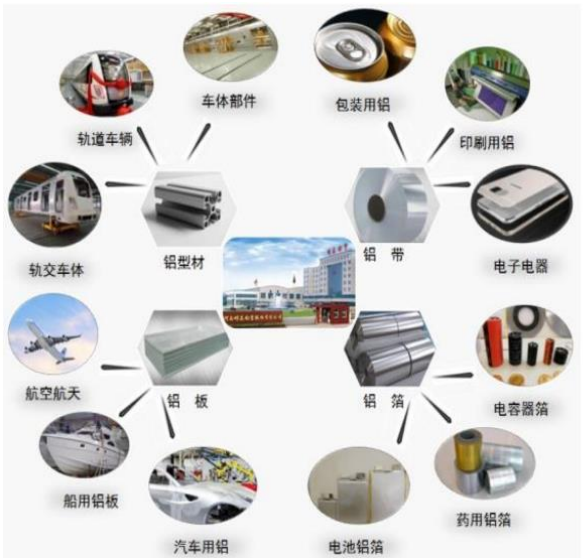
图：公司股权结构图



公司概况：产品线“大而全”的铝板带箔头部企业

- ◆ **公司主要经营业务为铝板带箔、铝型材，产品种类丰富。**公司自成立以来，一直深耕于铝加工行业，从最初的铝板带箔领域扩展到铝板带箔加铝型材两大门类，产品覆盖从1系到8系全品类的铝合金，主要产品有CTP/PS版基、电解电容器用铝箔、单零箔、双零箔坯料、电子箔、合金料、深冲料、钎焊板、中厚板等。公司目前可生产的合金牌号种类约为47种，产品规格品种达200余种，建立起丰富的产品矩阵，**是行业内综合型铝加工服务商。**
- ◆ **铝板带箔业务体量大：**铝板带箔是公司第一大主营业务，2021年公司铝板带箔全年产量115.7万吨，占全国总产量的6.46%，居行业首位。公司中厚板、铝锰镁建筑用板、铝制防盗酒盖专用铝带等多种铝板带箔产品在国内市场份额稳居行业前列。近年来，公司在原有产品的基础上逐步丰富了新能源车电池托盘、充电桩用铝等汽车轻量化材料产品品种，产品结构持续得到优化。
- ◆ **铝型材业务：**公司的铝型材业务占比较小，主要是与中车合作生产轨道交通车体，平均每年交付轨道合金车体200余节。另外，公司还对外销售特高压输电设备GIL用挤压铝管材。
- ◆ **再生铝业务：**公司拥有国际先进的再生资源综合利用生产线和国内第一条铝渣绿色生态资源化利用生产线，**是国内在再生铝保级利用领域规模和工艺遥遥领先的企业。**目前公司拥有年处理废铝规模68万余吨以及铝灰渣处理产能12万吨，新建70万吨再生铝产能。

图：公司产品按大类区分



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：公司产品覆盖1-8系列合金牌号

系列	主要合金元素	特点及应用	公司产品
1系	含铝99%以上	接近于纯铝，生产过程比较单一，价格相对比较便宜	铝板：1050、1060、1070、1100 铝箔：1060、1070、1100、1235 铝卷：1050、1060
2系	铜（3%-5%）	硬度较高，属于航空铝材，目前在常规工业中不常应用。	铝板：2A11、2A12、2A14、2014、2017、2024
3系	锰（1%-1.5%）	是一款防锈功能较好的系列。不可热处理强化，耐腐蚀性能好，焊接性能好，塑性好（接近超铝合金）。常规应用在空调，冰箱，车底等潮湿环境中。	铝板：3003、3004、3005、3104、3105、3A21 铝箔：3003、3004 铝卷：3003
4系	硅（4.5%-6%）	属建筑用材料，机械零件，锻造用材，焊接材料；低熔点，耐蚀性好，具有耐热、耐磨的特性。	—
5系	镁（3%-5%）	又可以称为铝镁合金。主要特点为密度低，抗拉强度高，延伸率高。常用在航空方面，比如飞机油箱。在常规工业中应用也较为广泛。	铝板：5A05、5086、5252、5A02、5005、5A06、5182、5454、5754、5A03、5083、5052 铝箔：5052 铝卷：5083、5754、5052
6系	镁、硅	适用于对抗腐蚀性、氧化性要求高的应用。可使用性好，接口特点优良，容易涂层，加工性好。	铝板：6060、6005A、6101、6005、6082、6063、6061 铝卷：6061
7系	锌；少量镁，铜	也属于航空系列，是铝镁锌铜合金，是可热处理合金，属于超硬铝合金，有良好的耐磨性。	铝板：7A09、7A04、7050、7005、7075
8系	其它	很少做铝板，一般用作铝箔	铝箔：8006、8079、8021、8011、

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司概况：营收和归母净利润稳步增长



◆ 公司营收呈现稳步增长态势，产品降本以及结构持续高端化带来丰厚利润。公司近五年归母净利润年均复合增速达39.39%，2022前三季度公司营收和归母净利润分别为220.2亿和13.19亿，同比增长29.15%和-5.87%。**2022Q1-Q3归母净利润下滑原因：**

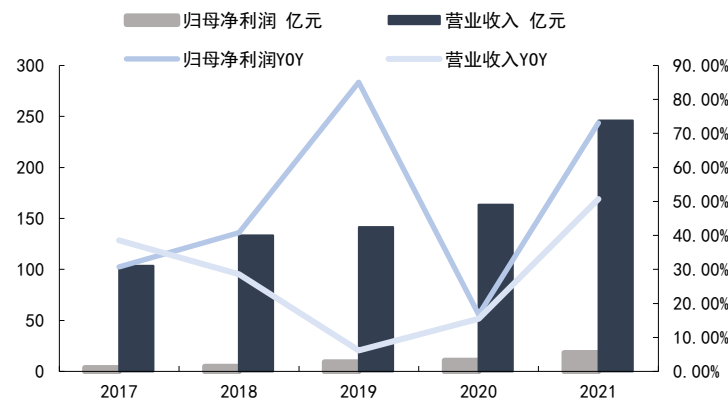
①**疫情等因素影响了下游市场需求：**从历史数据来看，公司铝板带箔产销量每年增加10万吨左右是常态，但2022年板带箔销量同比增长仅2万吨，低于历史平均增量，也低于市场普遍预期，主因2022年国内疫情反复冲击，对国内经济造成较大压力，而公司产品超过50%用于工业耗材和交通运输领域，市场需求受较大影响。

②**市场低迷的背景下同行业竞争加剧，单位盈利下滑：**铝板带箔行业是充分竞争的传统行业，也是我国优势产业，产能充足，一旦下游需求低迷，企业可能调低加工费来争夺存量客户或订单，我们测算公司2022年主要产品加工费同比下滑300元/吨左右。另外受公司定价模式影响，铝价下滑周期造成存货减值进一步拉低公司利润。

③**2021年高基数：**公司自上市以来铝板带箔销量年均增速达15%，从绝对量来看，近几年每年增加10万吨左右。2021年属于特殊年份，经济景气度高，叠加公司重要的竞争对手出现债务危机，订单向公司集中，销量增加了高达20万吨，高于上市以来的年平均增量；同时下游需求高增长使板带箔市场供需关系紧张，企业上调加工费、收紧账期，带来产品单位盈利增长。因此2021年的高盈利水平给2022年增长带来较大压力，从业绩的绝对值来看，2022年前三季度公司归母净利润13.2亿元，在历史同期仍然处于很高水平。在2022年宏观经济压力较大的情况下，公司在2022年录得产销量增长以及利润相对高位，仍属不易。

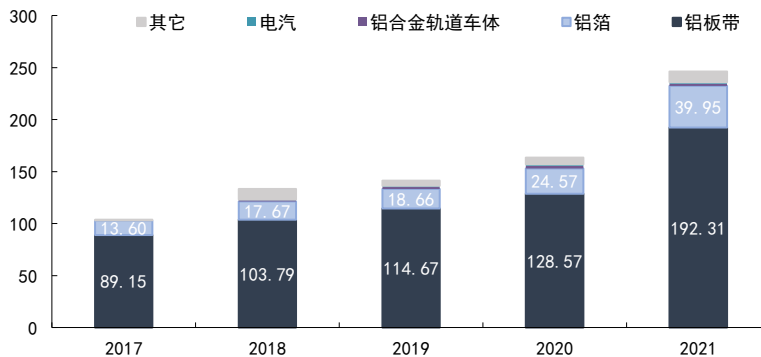
◆ **铝板带箔贡献主要收入，轨道合金车体毛利率常年维持较高水平。**从营收结构来看，铝板带箔业务贡献公司90%以上营收，是公司营业收入的主要来源。公司自2011年上市以来，铝板带箔年产销复合增速在15%以上，拉动公司营收和利润不断增长。

图：公司营业收入和归母净利润稳步增长



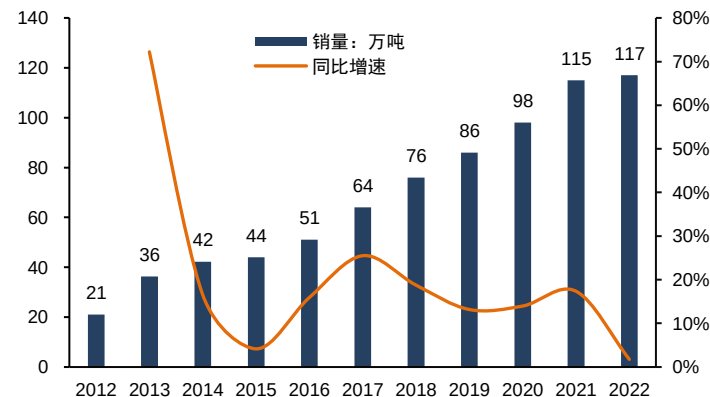
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：铝板带箔贡献公司主要营收（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：上市以来产销量年均复合增速15%

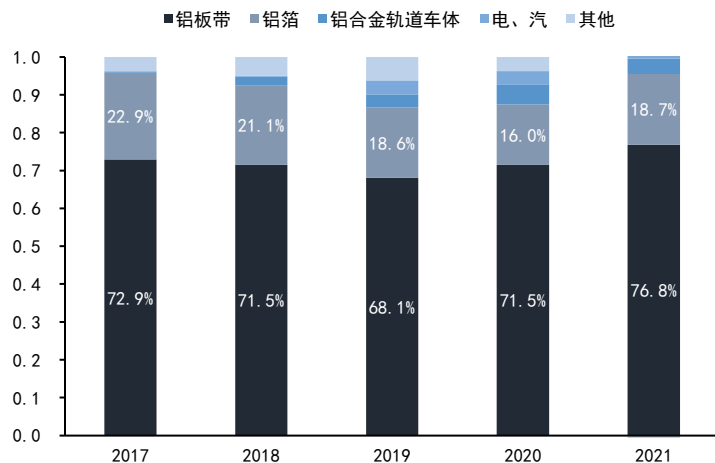


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司业务：铝板带箔盈利能力稳步提升

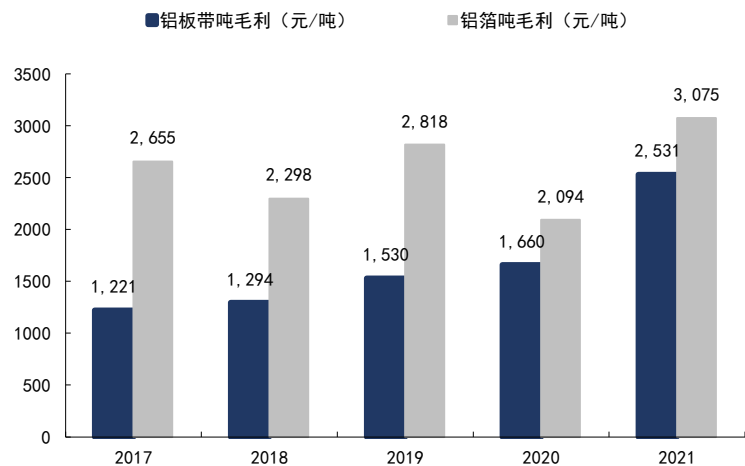
- ◆ 公司盈利主要来自于铝板带和铝箔。2021年铝板带箔业务占公司毛利润77%，铝箔业务占公司毛利润19%，两者合计96%，是公司盈利主要来源。铝合金轨道车体业务和电汽业务虽然毛利率较高，但体量小，对公司盈利不构成显著影响。因此我们主要研究公司的铝板带和铝箔业务。
- ◆ 铝板带吨毛利水平持续稳定提升，铝箔吨毛利水平波动中上升。近年来随着公司再生铝使用增加，产品成本下降；其次随着高端化产线投产，产品结构升级，盈利能力增强，铝板带和铝箔业务单位毛利润呈稳定增长态势。公司铝板带吨毛利水平从2017年的1221元提升到2021年的2531元，年均复合增速为19.99%，铝箔吨毛利水平虽有波动，但从大趋势来看仍然处于稳定状态。

图：公司毛利润构成



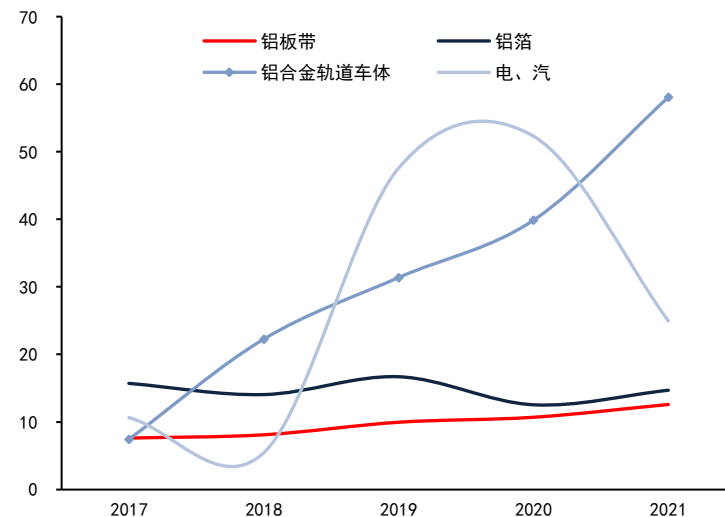
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：铝板带箔吨毛利水平持续提升



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：铝板带箔毛利率稳步提升



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

二、公司竞争优势：全方位的成本控制能力



- ◆ 铝加工行业是激烈竞争的传统行业，成本控制能力是企业的核心竞争力。铝加工行业的上游是电解铝行业，购买原材料需要现款现货或预付款。向下游销售产品时，客户一般要求给予一定账期且承兑，对于加工费也有年降要求，铝加工企业对上下游的议价能力有限。明泰铝业产品多数定位在铝板带箔中端市场，市场容量大，竞争也相对激烈。公司之所以穿越几轮牛熊周期，并不断发展壮大，主要依靠全方位的成本控制能力。我们从设备投资、原料采购、制造成本等几方面分析公司的成本竞争优势。
- ◆ 行业特点：重资产投入，设备折旧压力大。铝板带箔的生产，特别是高精铝板带箔的大批量生产需要现代化的热连轧生产线，而热连轧生产线具有投资大的特点，单吨投资额至少在10000元/吨，建设一个20万吨的铝板带箔项目至少需要20亿元，建成后产品的单吨净利润多数在1000-2000元/吨之间，面临很大的折旧压力。
- ◆ 明泰铝业自21世纪初的第一条生产线，就力求降低固定资产投资。公司的第一条铝板带热轧生产线，是来自钢厂淘汰的轧钢设备：2002年为扩大生产规模，公司从首钢引进“1+3”轧钢生产线部分支承辊和工作辊，并通过公司技术人员进行了技术改造，使得闲置的轧钢设备完全满足了铝板带“1+4”热连轧生产线对支承辊和工作辊的需要，最终以较低的成本建成了国内第一条具有自主知识产权的“1+4”热连轧生产线。自投入生产以来，公司对生产线不断追加投资进行改进，该生产线产能已经从建成时的15万吨/年，增加到目前的65万吨/年，是目前全球产能利用率最大的“1+4”热连轧生产线。该产线的单吨产能投资额较当时国内其他同类生产线低50%以上，体现了公司依托自主研发降低单吨产能投资成本的风格，为公司低成本战略的实施打下良好基础。在此后的扩张中，公司多次用国产设备替代进口设备，利用积累的技术经验，对设备进行改造，升级产能，使得公司的固定资产投资得到了有效降低。

表：21世纪初国内几条热连轧生产线投资及产能情况对比

公司名称	投产时间	固定资产投资规模	产能	单吨产能投资额	主要产品
明泰铝业	2002年	约3亿元	15万吨/年	0.2万元	PS版基、合金板
西南铝业	2005年	约10亿元	25万吨/年	0.4万元	光盘板、高档装饰板、箔坯、罐板、高档PS版基
南山铝业	2007年	约30亿元	45万吨/年	0.67万元	光盘板、高档装饰板、箔坯、罐板

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

降本措施①：国产设备+自主改进，有效降低设备折旧压力

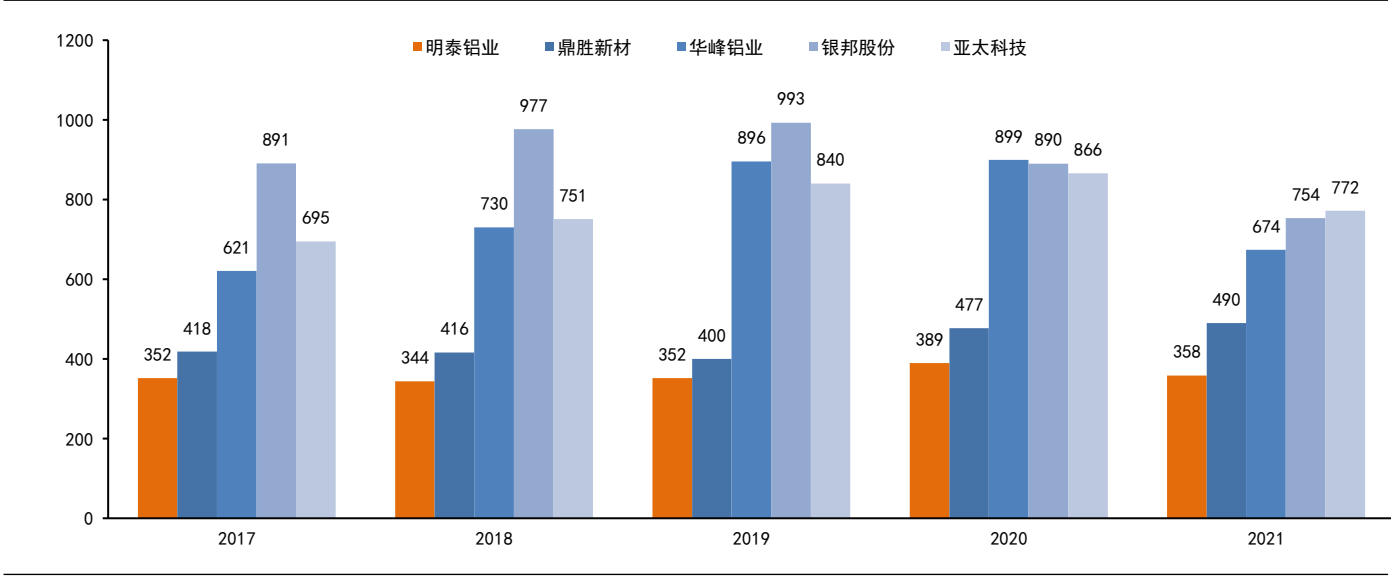
◆ 对比同行业上市公司，公司设备折旧优势凸显。近5年来，公司单吨铝加工产品的固定资产折旧始终在350元/吨左右。如下表所示，在机器设备折旧政策不存在显著差异的情况下，公司机器设备折旧优势明显。同行业上市公司当中，也有同行同样坚持使用国产设备，降低设备的固定资产投资，但是单吨产品折旧也在450元/吨以上。华峰铝业、银邦股份、亚太科技这类生产偏定制化产品的上市公司，单位固定资产折旧则更高，一般都在700元/吨以上，比起这类公司，明泰铝业在折旧方面节省成本至少350元/吨。

表：机器设备折旧年限对比

公司	折旧方法	折旧年限	残值率	年折旧率
华峰铝业	年限平均法	5-10年	5%	19%-9.5%
鼎胜新材	年限平均法	通用设备3-5年，专用设备10-25年	5%	通用设备32%-19%，专用设备9.5%-3.8%
银邦股份	年限平均法	10-20年	5%	4.8%-9.5%
亚太科技	年限平均法	10年	5%	9.50%
明泰铝业	年限平均法	6-10年	5%	9.5%-16%

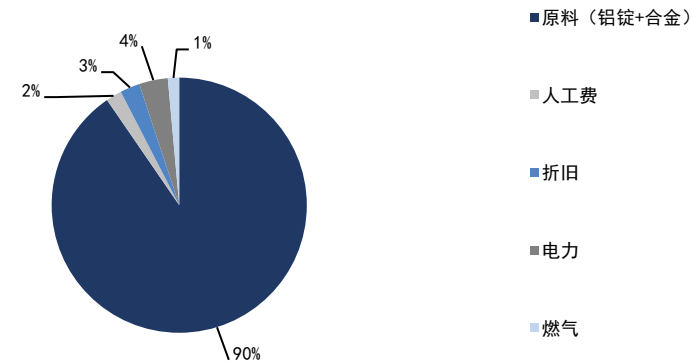
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：部分铝加工上市公司单吨固定资产折旧（元/吨）



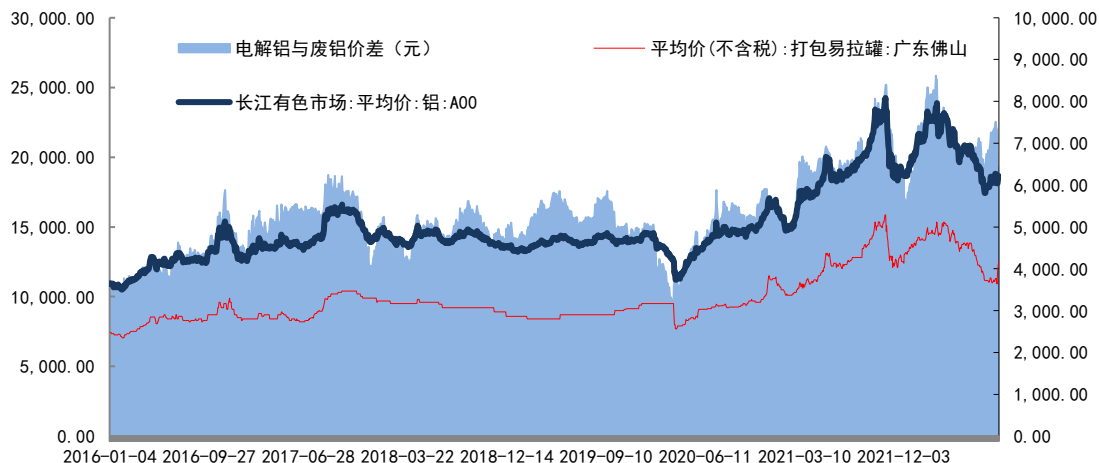
降本措施②：大量使用再生铝，公司实现低成本扩张

图：公司成本构成-原料是主要成本项



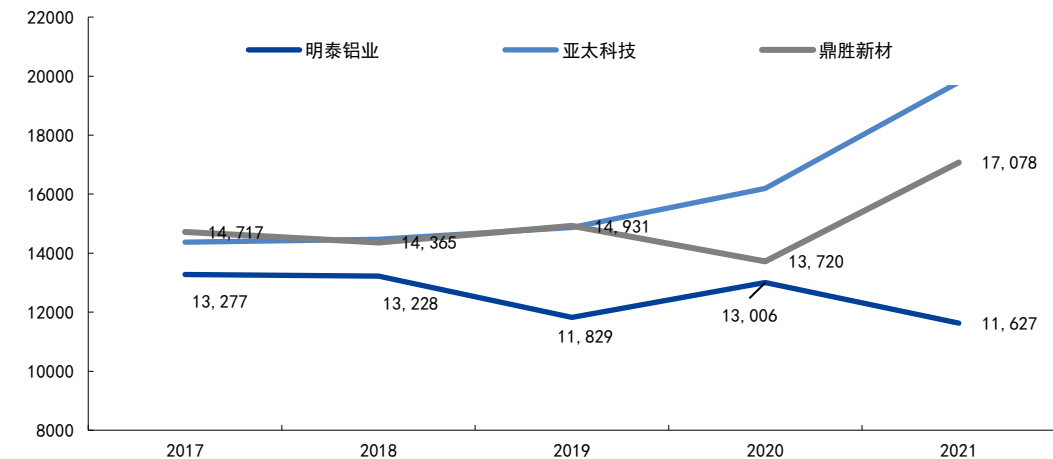
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：电解铝与废铝回收的价差提供了丰厚的利润空间（元/吨）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：再生铝使得公司铝板带箔单吨原料成本有效降低（元/吨）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

降本措施②：再生铝使用比例将达到70%



- ◆ 向上游布局再生铝业务，形成资源循环利用生产模式。公司自2017年起就开始布局再生铝相关业务，研发相关技术。公司是国内领先的掌握再生铝保级利用技术的企业，拥有国内唯一一座废铝回收脱漆装置，形成了“铝回收-再生铝-铝加工”的铝资源循环再生保级利用的生产模式。公司现有再生铝产能68万吨，铝灰渣处理产能12万吨，在建再生铝产能70万吨。公司长期规划再生铝用量占到原材料的70%。
- ◆ 先发优势逐步兑现为渠道、设备、技术优势。因公司较早布置再生铝，多年的积累使得公司在再生铝领域领先于同行，先发优势逐步兑现。技术方面：公司现已掌握保级利用技术，同时掌握了稳定的合金调配能力。设备方面：公司拥有国内唯一的脱漆装备。废铝回收方面：公司建立了稳定的废铝回收渠道，可以对不同类别废铝进行回收。同时制定了相关回收标准，与各省超过100家废铝供应商形成稳定合作。
- ◆ 公司产品门类齐全，原料适用性强。与原铝不同，回收来的废铝牌号复杂多样，合金成分也多样。明泰铝业产品系列大而全，通过合金配方调整，可以充分使用各类再生铝资源。而同行业部分公司产品结构和客户结构较为专一化，对再生铝的成分较为挑剔，无法做到大量使用。

表：公司再生铝项目

序号	名称	开工时间	投产时间	投资额（亿元）	实施主体	产能	主要产品	细分行业
1	年处理20万吨废铝项目（一期工程）	2018年	2019年11月	1.70	明泰科技	年处理量10万吨	大扁铝锭	再生铝
2	废铝综合利用项目	2019年	2020年	-	明泰科技	年处理20万吨	热轧用铝合金大扁锭	再生铝
3	铝灰渣综合利用项目	2020年	2021年5月一期6万吨投产；2021年底二期6万吨投产	2.46	明泰科技	年处理量12万吨	金属铝、盐、氨水、惰性氧化物	铝灰渣利用
4	年产36万吨再生铝合金扁锭项目	2020年12月	2021年年中	3.71	明泰科技	年处理量26.25万吨	3系、6系等热轧用铝合金大扁锭	再生铝
5	70万吨再生铝项目	2021年7月	预计2022年6月前36万吨投产；2023年全部建成	44.73	义瑞新材料	年70万吨	铝合金扁锭	再生铝

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

降本措施②：大量使用再生铝，降本又降碳

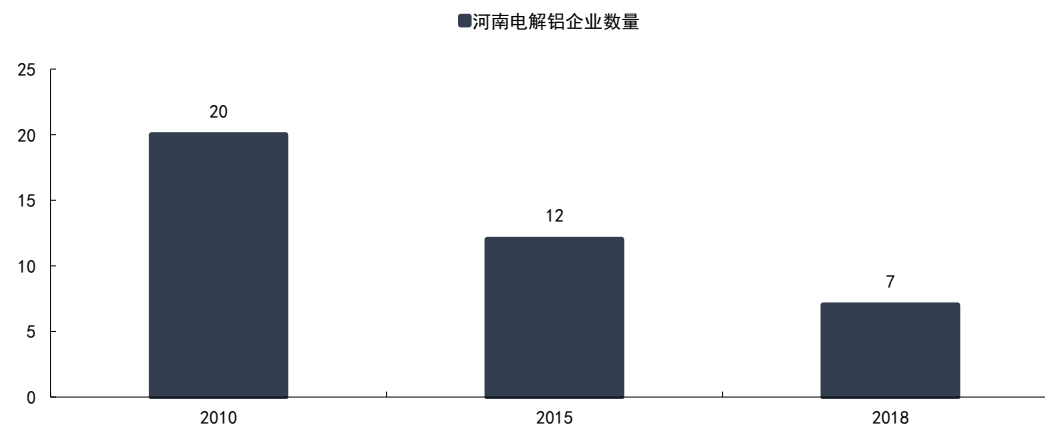
- ◆ **发展再生铝兼具社会效益和经济价值。**社会效益：传统铝工业生产是以铝土矿为原料，经开采提炼成氧化铝后，再经过电解制成原铝，之后添加合金可制成铝合金锭。再生铝则是以废铝为原料，经过回收处理后熔铸加工成铝合金锭的形式。同原铝相比，再生铝具有耗能低(为原铝的5%)、污染小(CO₂及其他有害排放物的排放量大大减少)、生产成本低(只有熔炼加工)等优点。每使用1吨再生铝可节省3-4吨标煤，节水14立方米，减少固体废物排放20吨。经济价值：废铝与原铝之间较大的价差为再生铝的利用提供了丰厚的利润空间，使用废铝生产铝合金锭可以有效降低生产成本。
- ◆ **公司做到了再生铝保级利用。**国内回收和进口的废铝杂质含量高，大部分重熔后制造成压铸铝合金，2019年我国再生铝产量715万吨，其中压铸铝合金产量500万吨，占比70%，变形铝合金产量215万吨，占比30%。相较于变形铝合金，压铸铝合金铝含量较低，容许含有较多的杂质元素，因而大部分废铝最终做成铸造铝合金。根据行业研究机构SMM统计的数据，再生铝有80%最终用作铝铸件，15%流向铝棒，剩余5%进入板带箔，即大部分旧废铝最终被降级利用。随着我国废铝回收增加，废铝如果进一步扩大应用，方向就是要为铝加工厂提供变形铝合金，实现保级回收利用。明泰铝业在再生铝保级利用方面走在行业前列。
- ◆ **有效保障生产原料,深度绑定客户。**公司与部分下游客户达成合作协议，回收客户加工或使用后的边角料进行再加工利用，打造铝产品闭合回路，与客户进行了更深度的绑定。另一方面，公司地处的河南省电解铝产能产量不断下降，电解铝产量排名从2018年的全国第4名下滑到2021年的第8位。发展再生铝可以很好的解决公司原料来源问题。

图：铝循环利用



资料来源：诺贝丽斯，国信证券经济研究所整理

图：河南电解铝企业数量不断下降

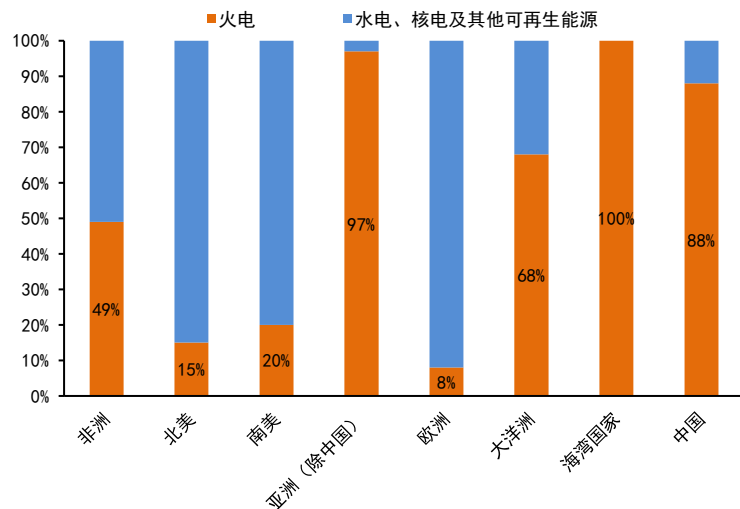


资料来源：阿拉丁，国信证券经济研究所整理

降本措施②：再生铝有望成为公司核心竞争力之一

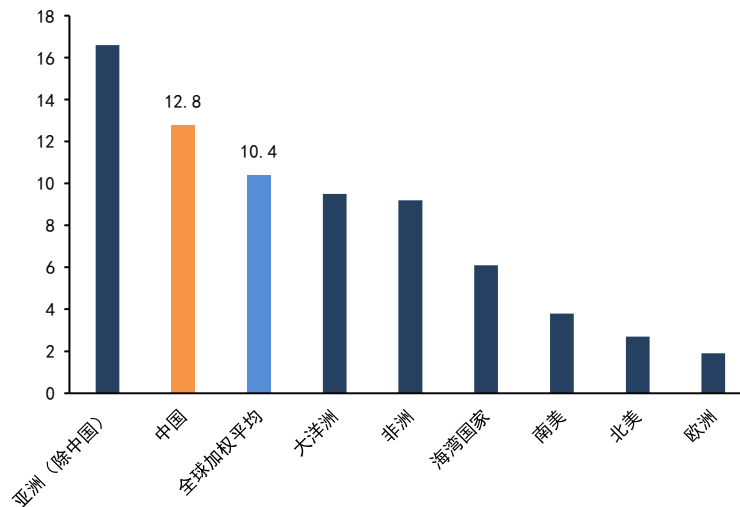
- ◆ 我国加大再生铝使用更迫切。根据国际铝协数据，2019年全球电解铝能源结构中，煤电占60%，水电站24.8%。我国能源禀赋决定了我国铝工业用电以火电为主，我国电解铝行业中煤电占比高达88%，远高于全球平均水平，导致我国电解铝单位排放量偏高，具有更大的减排压力。
- ◆ 扩大再生铝应用是全球趋势。全球铝压延材龙头企业诺贝丽斯，是全球最大的再生铝回收利用企业，2020-2021财年诺贝丽斯采购原铝137.8万吨，采购再生铝达220.3万吨。其产品中的再生铝用量，从2011财年的33%，提高到2021财年的61%。诺贝丽斯全球33座工厂中有15座可以回收处理再生铝，每年回收铝易拉罐超过740亿个。挪威铝业公司海德鲁单独推出CIRCAL品牌，保证其中至少75%是回收的旧废铝，并力求该产品产量从2020年1.6万吨提升至2021年5万吨，以帮助公司实现到2030年降低碳排放30%的目标。美国铝业公司推出再生铝品牌EcoDura，保证其中50%是再生铝。美国铝业公司也不断增加其铝加工产品中的再生铝使用比例，2020年旗下Warrick工厂的平轧材产品使用了38.3%再生铝，比2019年提高2.8个百分点。
- ◆ 明泰铝业将凭借低碳铝加工产品，在高端产品和海外客户开拓方面形成优势。2022年公司再生铝占原材料比例超过50%，比肩国外铝板带箔龙头。近年来不少国家尝试对中国产的铝产品征收碳排放税，国内铝加工企业降碳压力较大。低碳铝加工产品将具备核心竞争力。

图：全球电解铝用电结构对比



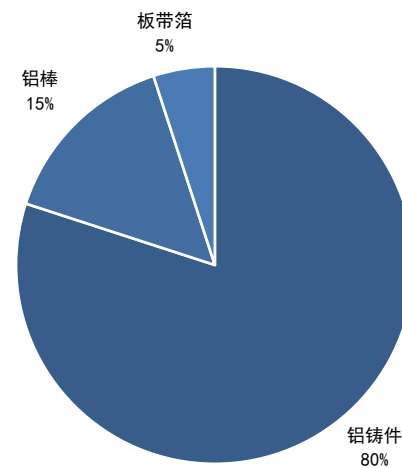
资料来源：国际铝业协会，国信证券经济研究所整理

图：2019年全球主要地区铝电解环节碳排放对比 (t-CO₂)



资料来源：国际铝业协会，国信证券经济研究所整理

图：我国废铝使用流向



资料来源：上海有色网，国信证券经济研究所整理

降本措施②：再生铝助力公司低碳发展

- ◆ 公司积极践行绿色发展理念。公司从产业发展和能源利用两个方面，布局多个再生资源综合利用项目及屋顶光伏项目，在提高企业经济效益的同时，实现了降低产业能耗，绿色低碳发展。**延链减碳：**公司向上游布局再生铝综合利用项目，充分利用废铝资源，采用高效破碎分选技术，经无害化脱漆，熔炼铸造成高性能铝合金坯料，实现铝合金材料的循环保级利用。**绿色用能：**公司积极开发绿色用能，优化能源结构，子公司明晟新材料投建5.65兆瓦分布式屋顶光伏项目，明泰科技投建8.55兆瓦光伏发电项目，合计预计年度发电量约1400万度，可节约标准煤3500余吨，减排二氧化碳12000余吨。
- ◆ 公司多款产品获碳足迹认证。2022年10月，公司发布公告，公司多项绿色再生产品碳足迹计算及报告经SGS核查，符合ISO14040:2006环境管理-生命周期评价-原则和框架、ISO14044:2006环境管理-生命周期评价-要求和指南、ISO14067:2018温室气体排放-产品碳足迹-量化和交流的要求与指南。
- ◆ 低碳产品获工信部“制造业单项冠军”。2022年11月，工业和信息化部和中国工业经济联合会完成了第七批制造业单项冠军企业（产品）的评审工作，明泰铝业凭借在再生平轧铝合金材领域的先进技术、品牌产品、市场服务等综合优势，荣获“制造业单项冠军示范企业”称号。

图：明晟新材光伏项目



资料来源：公司公众号，国信证券经济研究所整理

表：公司获得碳足迹认证的产品

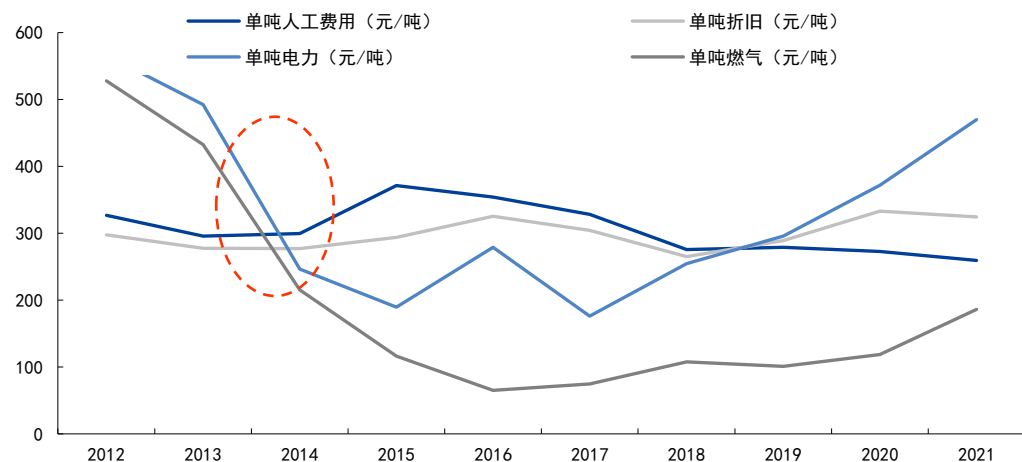
产品	优点	用途
3003 铝带产品	成形性好、耐腐蚀、可焊性好	手机电池壳、动力电池壳等
3004 铝板产品	良好的拉伸性能和可塑性能，氧化着色效果好	汽车板、氧化料等
3004 铝箔产品	质量轻、硬度高、耐腐蚀、耐高温、冲压性能好	容器箔、食品包装箔等
3104 铝板产品	成形性能好、强度高、耐腐蚀、耐高温、附着性能好	易拉罐盖料市场
5083 铝带产品	抗腐蚀性强、可焊性好、强度高	汽车板、船用板等交通运输 领域
5182 铝带产品	高强度、抗蚀性强、可焊性好	汽车车身板、加强件等
6061 中厚板产品	强度高、可焊性与抗蚀性高	工业结构件、模具用材等

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

降本措施③：制造环节降本

- ◆ **公司在制造环节多方面实施成本管控。**公司生产成本主要包括制造费用，直接材料和人工费用，其中直接材料占据了公司成本的主要部分，占比常年在80%以上，人工成本占比常年保持稳定。制造费用中又包括折旧、电力、燃气和物料消耗，其中物料消耗占据了主要部分。公司从多方面进行成本管控。
- ◆ **能源方面：**2014年收购河南巩电热力，同年新建燃气改造工程，有效降低了生产中的电力燃气成本。2019年公司建成余热回收系统提高了能源利用率。子公司明泰科技等新建项目陆续在厂房屋顶架设光伏板，采用自发自用模式，有效提高公司绿电占比，降低了碳排放。
- ◆ **人工费用方面：**2018年，公司建成统一的网络管理数据中心，采购平台和协同办公平台，以及统一的人力资源管理系统、资金管理系统和供应链系统，公司在管理信息化、数字化、智能化方面取得重大进展。2020年公司全面推广一卡通，对人流实行电子化管理。
- ◆ **智慧工厂方面：**公司提出以3座“智能工厂”为核心，以人力资源、生产制造、产品销售、采购供应、物资消耗、经营成本6项数据系统为支撑的“3+6工业大脑”实施方案。公司持续加大对主要产品生产线自动化、信息化改造，配套智能化仓储系统和产供销财一体化软件系统的智能物流圈。

图：公司从多方面实施成本管控



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：公司通过煤制气、自备电厂节约能源费用

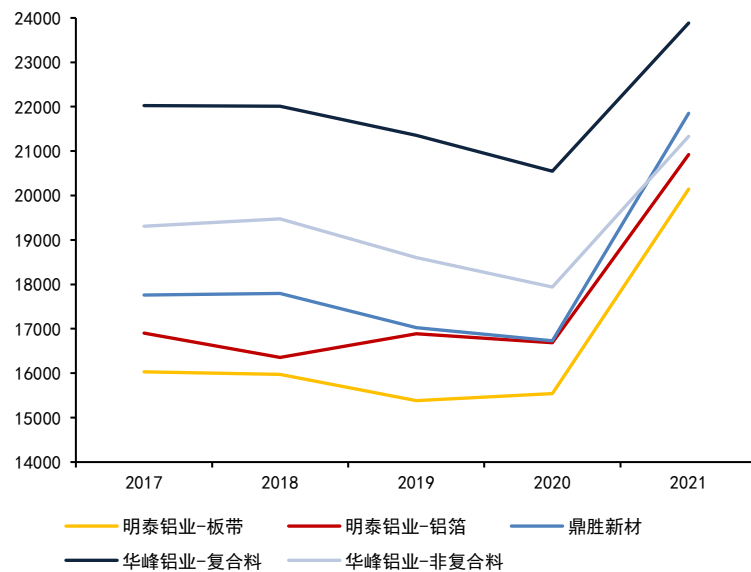
项目	单吨用量	明泰铝业能源价格	降本措施	市场价格	降本（元/吨）
天然气	158立方	<2元/立方	自制煤气替代天然气	3元/方	158
电	840度电	0.5元/度	自备电厂，低于国网电价	0.65元/度	126

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

全方位降本带来的成本竞争优势

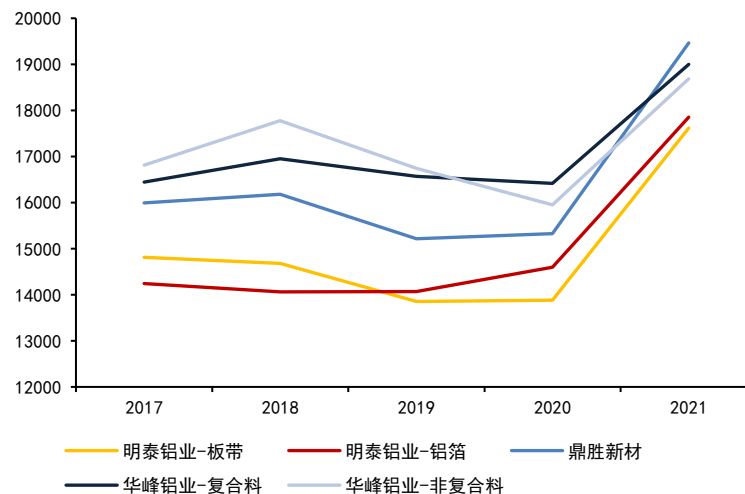
- ◆ 公司主攻中端市场，得益于成本控制能力，产品盈利能力突出。明泰铝业主要产品是普通铝板带，从产品售价可以看出，公司产品附加值在A股铝板带箔上市公司当中并不突出。但得益于公司在设备折旧、再生铝使用、制造成本控制等方面优势，公司产品生产成本同样显著低于同行业上市公司，因此公司产品的单位毛利润在业内处于中等偏高水平，并且呈逐年上升态势。

图：公司产品售价与同行业公司对比（元/吨）



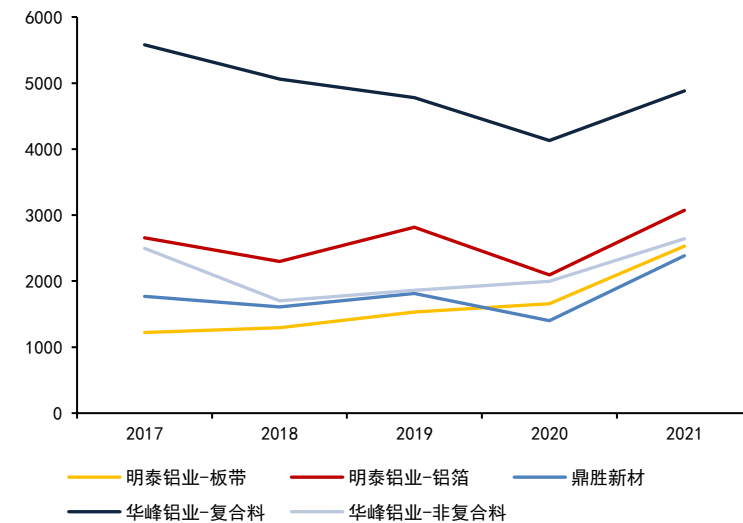
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司产品销售成本与同行业公司对比（元/吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司产品单位毛利润与同行业公司对比（元/吨）

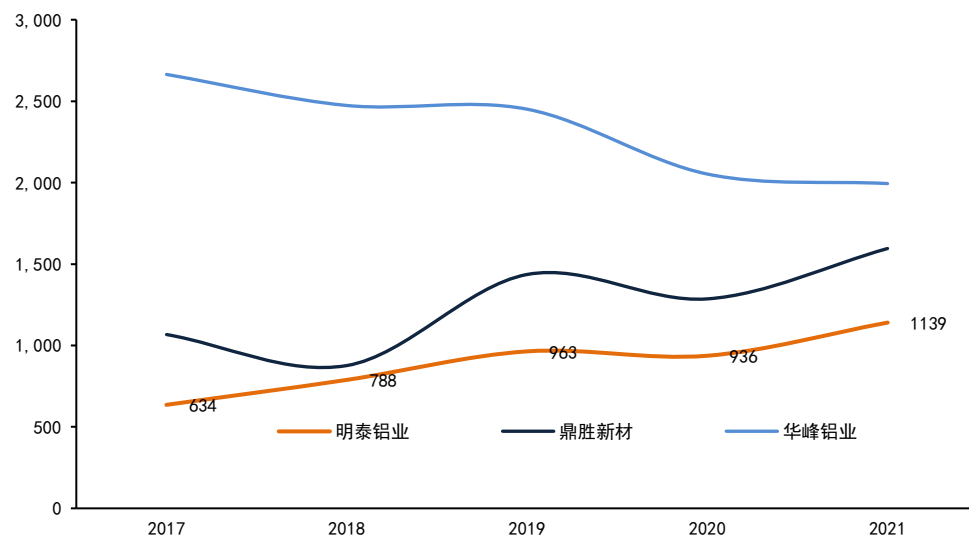


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

全方位降本带来的成本竞争优势

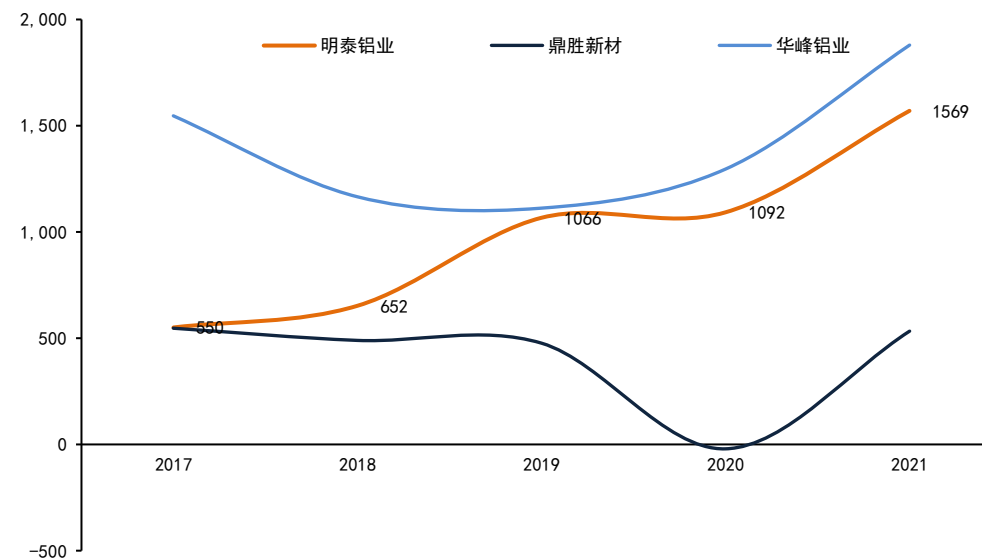
- ◆ 得益于公司极强的成本控制能力及高周转，产品产销量大且快进快出，摊薄了期间费用，公司产品的单吨期间费用明显低于同行业可比公司，因而公司产品的单吨净利润可以接近华峰铝业等产品定位偏高端的铝加工企业。

图：公司产品单吨期间费用与同行业公司对比（元/吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司产品单位净利润与同行业公司对比（元/吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

三、公司发展方向：高端产能陆续落地



国信证券
GUOSEN SECURITIES

◆ 高端产品产能陆续落地，产能规模持续扩大。在面对行业竞争激烈的背景下，公司逐步聚焦高附加值产品与高景气赛道，先后落地了多个项目，持续提升公司核心竞争力。

- 2015年建设了3300mm宽幅“1+1”热连轧生产线，可用于生产集装箱板、车厢厢体板、C80运煤敞车用中厚板、船用中厚板等高端产品；
- 2017年建设“年产12.5万吨车用铝合金板项目”，引进了西马克CVC六辊冷轧机，所生产产品具有宽幅、板型厚度公差小、板面光亮细腻等优点，可用于汽车制造、航空等领域；
- 2019年发行可转债建设“铝板带生产线升级改造项目”，使用进口设备建设“1+4”热连轧生产线；
- 2022年定增项目“年产25万吨新能源电池材料项目”将瞄准新能源汽车电池用铝箔市场，引进箔轧机、铝箔分卷机、宽幅冷轧机等设备，产品质量和尺寸精度持续提升。

表：公司产品逐步迈向高端化

序号	项目名称	开工时间	投产时间	总投资额（亿元）	资金来源	实施主体	主要设备	主要产品
1	高精度交通用铝板带项目	2014年6月	2015年6月	6.46	IPO募集资金变更+自有资金	母公司	在新厂区新建（1+1）热连轧生产线	中厚板、热轧卷材
2	年产2万吨交通用铝型材项目	2015年10月	焊合生产线于2017年8月投产；挤压生产线于2019年下半年投产； 预计2023-2024年可满产	8.28	定向增发	明泰新材料	在全资子公司明泰新材料厂区建设轨道列车车体及大部件车间、铝型材挤压车间	轨道列车车体大部件、铝型材
3	年产12.5万吨车用铝合金板项目	2017年2月	2018年6月汽车内板产能投产；外板产能预计2023-2024年投产	13.59	定向增发	母公司	改造老厂区（1+4）热连轧生产线，在新厂区建设国际领先的CVC六辊冷轧机组、气垫式连续热处理机组	轿车车身外板用铝合金带材、轿车车身内板用铝合金冷轧卷
4	铝板带生产线升级改造项目	2019年5月	已变更为年产70万吨绿色新型铝合金材料项目	28	可转债	泰鸿新材	将新厂区（1+1）热连轧生产线升级为（1+4）热连轧生产线，在老厂区新增2800mm冷轧机组	航空航天、交通运输用中厚板、热轧卷，普通轧卷、中厚板
5	明晟新材料50万吨项目	2020年10月	2021年5月一期30万吨投产	45	自有资金	明晟新材料	旧设备搬迁、升级	汽车用铝、超硬3C材料、军工、航空航天等高附加值产品
6	年产70万吨绿色新型铝合金材料项目	2021年7月	1+4热连轧粗轧生产线、六辊冷轧机等设备预计将于2022年6月份前建设完成； 预计2023年底全部建成	44.73	自有资金+可转债募集资金变更	义瑞新材料	外购2400mm（1+1）热轧机并升级改造为（1+4）热连轧生产线	锂电池用铝板带材、汽车轻量化用铝板带材、易拉罐用罐体罐盖料及其他铝合金板带材
7	年产25万吨新能源电池材料项目	-	预计2024年投产	40.35	定向增发	义瑞新材料	采用国内采购和引进相结合的方式	锂电池用铝箔、铝塑膜、电池pack包用铝材、电池水冷板

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

“高精度交通用铝板带项目”：卡位交通用铝的关键布局

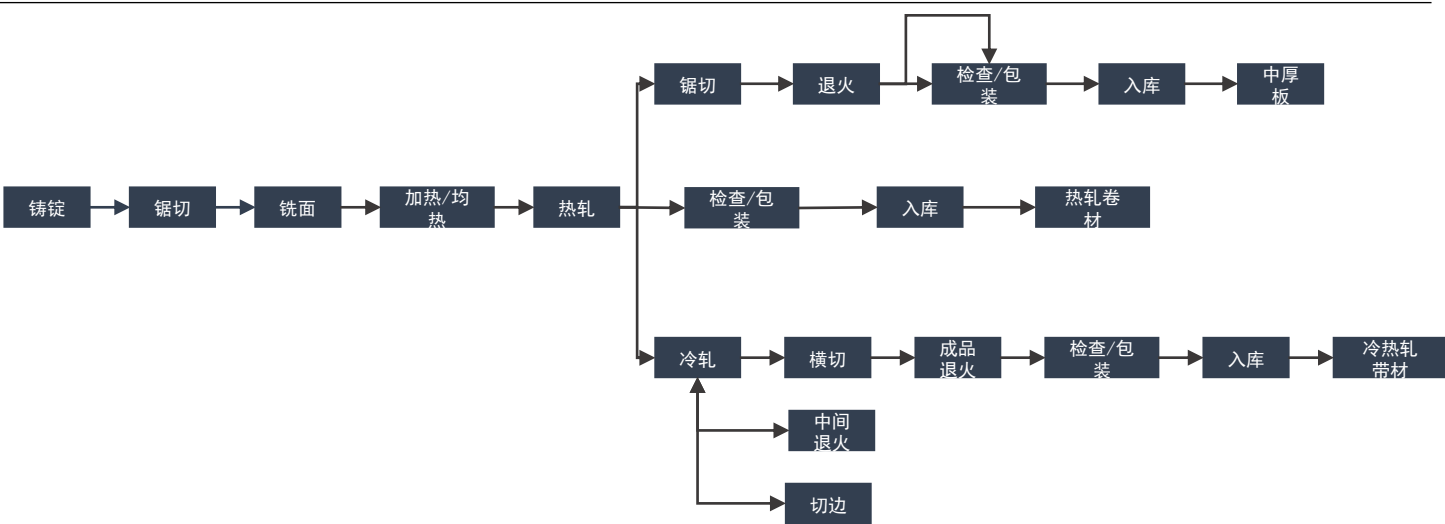
- ◆ 为了提高公司高精度、高性能宽幅板材、卷材及中厚板等产品技术指标，优化产品结构，2014年7月公司变更原“铝板带箔生产线技术改造项目”为“高精度交通用铝板带项目”，项目投入资金6.46亿元，其中上市募集资金5.09亿元，其余来自公司自有资金。该项目产品主要为6系汽车铝合金板、2系铝合金、7系铝合金等，可用于生产集装箱板、车厢厢体板、C80运煤敞车用中厚板、船用中厚板等高端产品，市场前景广阔，同时也可弥补公司（1+4）热连轧设备供应的缺口。项目新增产能20万吨，其中中厚板5万吨，热轧卷材10万吨，冷轧带材2.5万吨，冷轧板材2.5万吨。2015年该项目建成投产，2016年开始产生效益。
- ◆ 项目核心生产设备为3300mm热粗轧+2800mm单机架热精轧机组，国内早已有先例，均有成熟的生产经验可借鉴，并且该项目使用的设备均为国产设备，成本相对较低，同时该项目在单机架双卷取热精轧前预留3个机架的位置，也为日后扩产奠定了基础。
- ◆ 该项目的生产工艺具备如下特点：1）采用大规模厚铸锭轧制，可保证硬质铝合金中厚板的要求，同时也满足铝带材产品大规模、连续化生产的要求。2）冷轧机组采用大卷重、宽幅轧制，有效提高了生产效率和生产能力，减少了轧制过程中的几何废料量，降低了生产成本。3）装备有完善的厚度和凸度自动控制系统，采用了高精度轧辊修磨技术。

表：项目新增产能20万吨

产品名称	细分类别	产能（万吨）
中厚板	铁道货车用铝板	1.3
	槽罐料	1.1
	合金板	2.6
热轧带材	合金带材用热轧卷	4
	轿车车身内板用热轧卷	2
	轿车车身外板用热轧卷	1
	罐盖料用热轧卷	3
冷轧带材	装饰带材	2.5
冷轧板材	集装箱用铝板	2
	车厢箱体用铝板	0.5
合计		20

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：项目生产工艺



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

“年产70万吨绿色新型铝合金材料项目”：加大再生铝布局



- ◆ 2021年公司发布公告，拟将原“铝板带生产线升级改造项目”变更为“年产70万吨绿色新型铝合金材料项目”，计划投入资金44.73亿元，资金全部来自原有募投资金。该项目定位于国家急需的战略性新兴铝合金材料、废旧资源高值保级利用两个重点领域，主要产品包括动力电池料、汽车板、易拉罐罐料等。同时项目配套建设70万吨再生铝产能，进一步降低公司生产成本。该项目建设周期为两年，建成投产后，将进一步提升公司新能源铝材占比，大幅改善公司产品结构。
- ◆ 该项目的设备采用外购加搬迁改造升级相结合的方式。公司将外购一台2400mm（1+1）热轧机，之后将其改造成（1+4）热轧机组。对公司原有部分冷轧机、拉弯桥、分切机、飞剪等进行搬迁改造和升级。
- ◆ 目前该项目再生铝生产线2台瓦格斯塔夫铝合金扁锭铸造机建成投产，（1+4）热连轧生产线建成投产单机架双卷取热粗轧、六辊冷轧机建成投产，2022年规划铝合金扁锭铸锭量约22万吨，热轧坯料产量约11.5万吨，外销产成品约5万吨。

表：项目新增70万吨产能

产品名称	产能（吨）
动力电池料	100000
电池铝箔坯料	100000
铝塑膜坯料	50000
汽车板坯料	100000
罐盖料	50000
罐体料	200000
5052氧化带	50000
5052板材	50000
合计	700000

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：项目预计投入资金和收入

指标	数值	备注
工程费用（万元）	231749	
工程建设其它费用（万元）	23792	
基本预备费（万元）	30203	
铺底流动资金（万元）	447314	
预计营业收入（万元）	1472984	运营期平均
预计净利润（万元）	70515	运营期平均
项目投资财务内部收益率（%）	18.30%	税后
项目投资回收期（年）	7.3	税后，含建设期

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

最新定增项目 “年产25万吨新能源电池材料项目”

- ◆ 2022年8月，公司发布公告拟以非公开发行股票的方式募集资金建设“年产25万吨新能源电池材料项目”。项目总投资金额40.35亿元，其中来自募集资金投入20亿元。该项目主要生产锂电池用铝箔、铝塑膜、电池pack包用铝材、电池水冷板等产品，主要应用于新能源汽车动力电池、消费电子产品电池、储能用电池等领域。本项目的实施能够提升公司高附加值产品的产能和市场占有率，提升企业综合盈利能力。
- ◆ 本项目由子公司义瑞新材承建，在原有土地的基础上进行建设，项目建设周期为2年。项目达产后，平均净利润为6.1亿元，项目投资内部收益率（所得税后）为17.80%，项目投资回收期（所得税后）为7.2年，具有良好的经济效益。
- ◆ 本项目将新建冷轧车间、铝箔车间，设备采用国内采购和引进相结合的方式，引进铝箔精轧机、铝箔分卷机等主要关键设备，提升公司的装备技术水平，使得公司具备生产高附加值产品的加工能力。

图：项目主要产品为电池箔、铝塑膜、动力电池壳、水冷板材料



铝塑膜



电池箔



动力电池壳



水冷板

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

行业分析

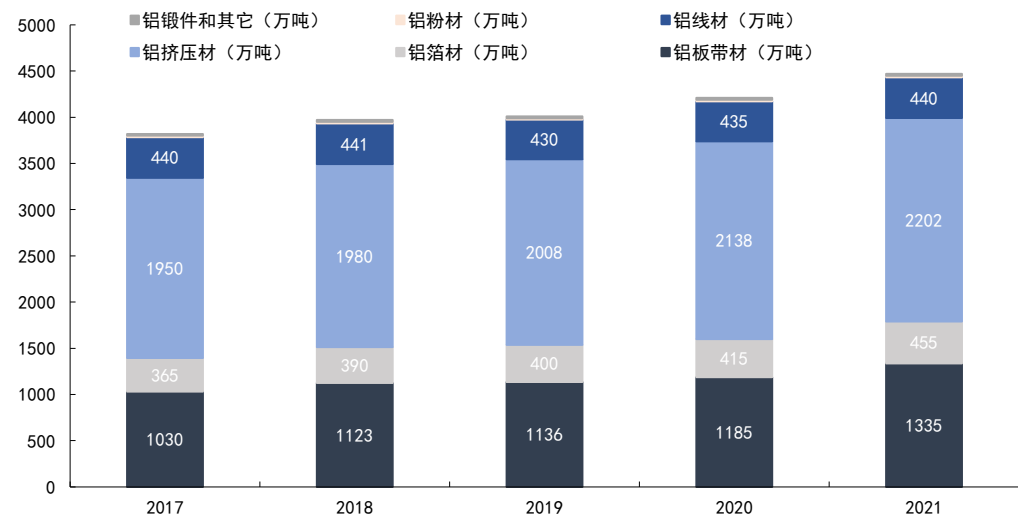
新能源拉动铝材需求，低碳铝材成为发展方向

- **铝板带箔是我国优势产业。**我国铝板带热轧、冷轧产能占全球60%以上。根据有色金属加工工业协会数据，截至2019年，我国拥有超过200条铸锭热轧生产线，产能约2000万吨/年，拥有800多条双辊铸轧生产线，产能超过850万吨/年，铝热轧、冷轧产能占全球60%以上，铸轧、箔轧产能占全球70%以上。我国拥有全球数量最多的先进热轧、冷轧、箔轧设备：截至2019年，我国引进先进的CVC-6冷轧机45台，比其他国家总和还多62%；拥有全球先进的2000mm级箔轧机68台，占全球总台数的82%；其中进口52台，占总数77%。其中建成的1850mm以上的阿申巴赫箔轧机53，国外仅30台。
- **铝的轻量化优势使汽车用铝需求空间广阔。**铝的密度仅为钢的1/3左右，汽车用铝量提升主要是为了实现轻量化。汽车轻量化不但可以实现有效减排、还能提升车辆加速性、制动性、操稳性等诸多性能。单车用铝量提升空间大：根据国际铝业协会数据，2020年我国乘用车单车用铝量约140kg，而根据2017年发布的汽车工业轻量化技术路线，到2025年单车用铝量超过250kg，到2030年单车用铝量超过350kg，汽车用铝增长空间广阔。
- **虽然铝作为一种轻量化材料需求前景广阔，但原铝的高碳排放可能限制铝的应用，再生铝的优势将凸显。**我国电解铝碳排放总体高于全球平均水平，欧美国家屡次尝试对中国铝加工产品征收碳排放税。我国铝加工产品降碳需求将更加迫切，具有低碳铝加工产品生产能力的企业将具备长期竞争力。

挤压材占比最大，板带箔材需求增速最高

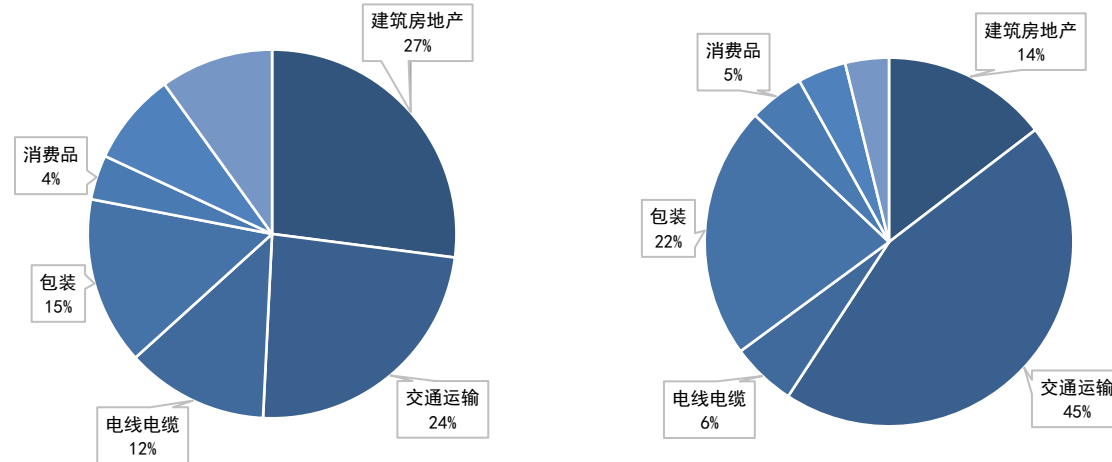
- ◆ 我国铝加工材产量稳步上升，其中铝挤压材占比较高。根据有色金属工业协会数据显示，我国近五年来铝材总体产量稳步增长，从2017年的3820万吨增长到2021年的4470万吨，年均复合增速为3.19%。从结构来看，铝挤压材产量常年占据铝材产量的50%左右，是所有铝材中占比最大的类别；其次是铝板带材和铝箔材、铝线材。从增长速度来看，铝板带材增长速度最快，2017-2021年年均复合增速5.32%，超过铝材产量增速，其次是铝箔材，年均复合增速约4.51%。
- ◆ 铝需求结构与经济发展阶段有关。过去很长时间，我国城镇化建设催生了对建筑铝型材的需求，因而铝型材在我国铝材产品类型中占比最大，但近年来占比呈下滑趋势。参照美国铝需求结构，更多用于交通运输和食品饮料包装等领域。近年来我国铝需求结构变化的趋势也是在向交通运输和食品饮料包装领域倾斜。新能源汽车渗透率迅速提高，加速了这种趋势。而汽车轻量化以及食品饮料包装领域对铝板带箔的需求量大，因而近年来我国铝板带箔产销增速最快。

图：我国铝材产量及增速



资料来源：安泰科，中国有色金属工业协会，国信证券经济研究所整理

图：中国（左）与美国（右）铝需求领域对比

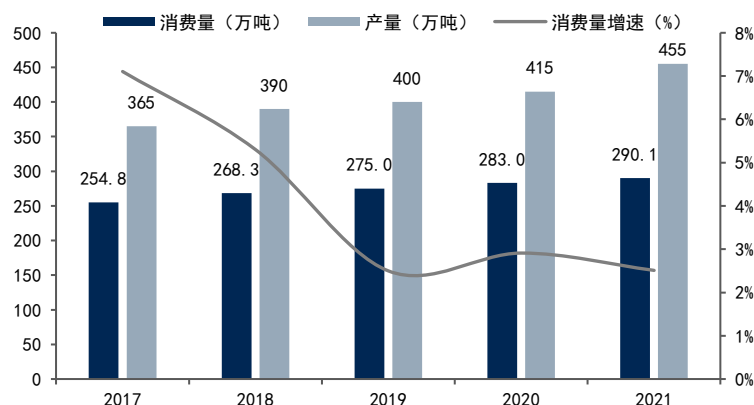


资料来源：Wood Mackenzie，国信证券经济研究所整理

铝板带箔是我国优势产业，产品大量出口

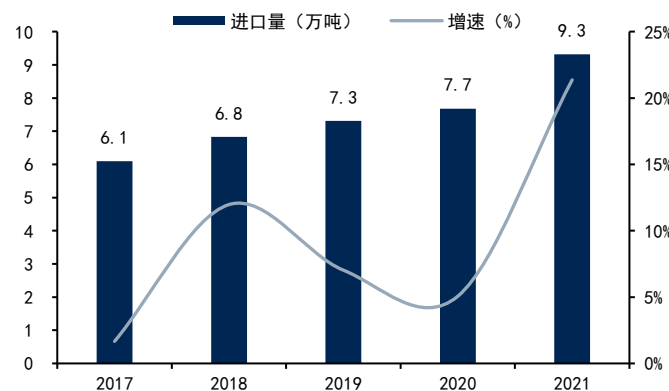
- ◆ 我国铝板带热轧、冷轧产能占全球60%以上。根据有色金属加工工业协会数据，截至2019年，我国拥有超过200条铸锭热轧生产线，产能约2000万吨/年，拥有800多条双辊铸轧生产线，产能超过850万吨/年，铝热轧、冷轧产能占全球60%以上，铸轧、箔轧产能占全球70%以上。
- ◆ 我国拥有全球数量最多的先进热轧、冷轧、箔轧设备：截至2019年，我国引进先进的CVC-6冷轧机45台，比其他国家总和还多62%；拥有全球先进的2000mm级箔轧机68台，占全球总台数的82%；其中进口52台，占总数77%。其中建成的1850mm以上的阿申巴赫箔轧机53，国外仅30台。
- ◆ 出口量占我国铝板带箔产量的30%以上。以铝箔为例，2021年我国铝箔产量455万吨，另外进口9.3万吨；2021年国内铝箔消费量290.1万吨，出口量133.5万吨，出口同比增加8.3%。我国铝箔出口依赖性较强，出口量占铝箔产量30%。

图：中国铝箔消费量及同比（单位：万吨，%）



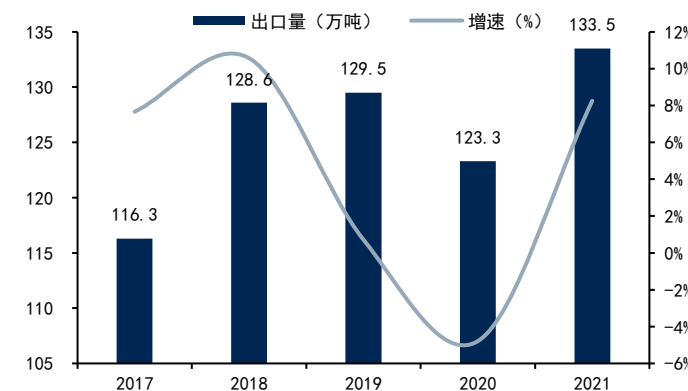
资料来源：中国有色金属加工工业协会，国信证券经济研究所整理

图：中国铝箔进口量及同比（单位：万吨，%）



资料来源：中国海关总署，国信证券经济研究所整理

图：中国铝箔出口量及同比（单位：万吨，%）



资料来源：中国海关总署，国信证券经济研究所整理

铝合金性能均衡，在新能源领域应用空间广阔



- ◆ **铝是优良的汽车轻量化材料：**铝的密度为2.7g/cm³，仅为钢密度的34%，铜密度的30%。纯铝硬度较软，但添加合金元素后强度大幅提高，且塑形优良，可加工成复杂性质，是一种优良的汽车轻量化材料。如下表所示，对比几种材料，铝合金是车辆轻量化减排的最优选择。
- ◆ **铝是热的良导体，在汽车热管理领域应用广泛：**导热系数纯铝237W/m.K，纯铜398W/m.K，纯银411W/m.K，铁73W/m.K，铝的导热能力不及银和铜，远高于铁，性价比凸显。
- ◆ **铝的轻量化优势使汽车用铝需求空间广阔。**铝的密度仅为钢的1/3左右，汽车用铝量提升主要是为了实现轻量化。根据2020年中国汽车工程学会牵头编制的《节能与新能源汽车技术路线图2.0》，汽车轻量化是节能汽车、新能源汽车和智能网联汽车的共性基础技术，不但可以实现有效减排、还能提升车辆加速性、制动性、操稳性等诸多性能。**单车用铝量提升空间大：**根据国际铝业协会数据，2020年我国乘用车单车用铝量约140kg，而根据2017年发布的汽车工业轻量化技术路线，到2025年单车用铝量超过250kg，到2030年单车用铝量超过350kg，汽车用铝增长空间广阔。

表：四种材料生命周期各阶段温室气体排放及比较结果（kg CO2）

产品生命周期	用量减重kg	零部件生产及组装	车辆使用	生产与使用阶段合计	零部件再生循环的减排潜力	总计
普通车用钢	70	293	3795	4088	-113	3975
镁	30	1324	1667	2991	-149	2842
镁vs普通车用钢	-40	1031	-2128	-1097	-36	-1133
铝	46	647	2531	3178	-412	2766
铝vs普通车用钢	-24	354	-1264	-910	-299	-1209
AHHS	56	234	3063	3297	-90	3207
AHHS vs普通车用钢	-14	-59	-732	-791	23	-768

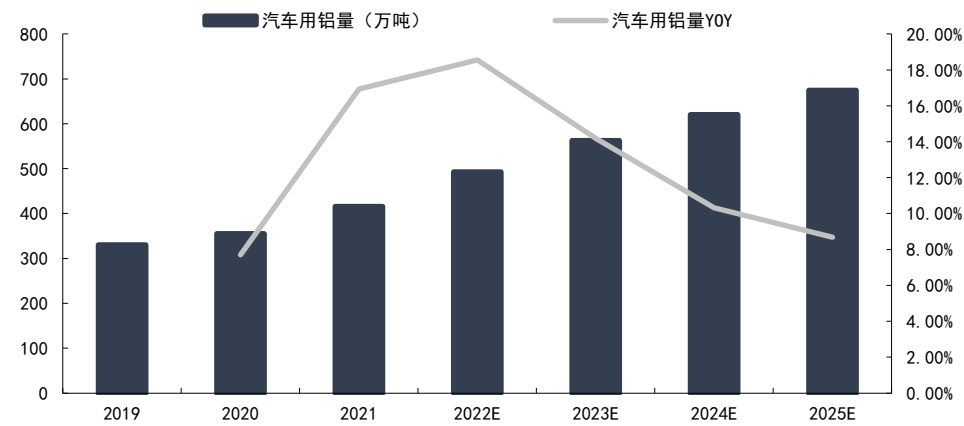
资料来源：安泰科，国信证券经济研究所整理

新能源需求引领铝板带箔行业扩张



◆ 行业产能扩张均瞄准新能源相关领域。近年来铝材的增量需求主要来自光伏、新能源汽车及传统车轻量化等领域，因此铝加工头部公司产能扩张也主要瞄准这些领域的产品。例如自2021年以来新能源汽车渗透率迅速提升，用于动力电池集流体的铝箔需求旺盛，吸引了鼎胜新材、万顺新材、神火股份、天山铝业、华北铝业等公司扩产动力电池铝箔产能；新能源汽车产销高增长同样带动电池热管理材料即水冷板需求猛增，华峰铝业、银邦股份均计划扩张铝钎焊复合材料产能；明泰铝业25万吨定增项目瞄准的也是动力电池用的铝塑膜、集流体铝箔，以及散热用的铝热传输材料等。

图：国内汽车用铝量展望



资料来源：国际铝协，汽车工业协会，国信证券经济研究所整理

表：头部企业扩产项目都是新能源车用铝材

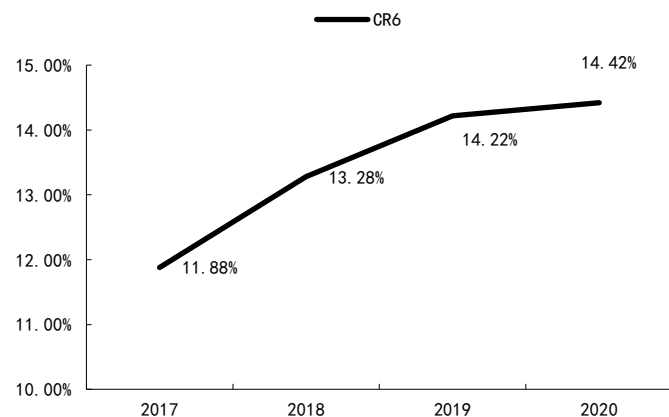
公司名称	扩产项目	产能（万吨）	投资金额（亿元）
天山铝业	年产30万吨电池铝箔坯料生产线	30	8
	年产20万吨电池铝箔精轧涂炭及分切生产线	20	20
	年产2万吨电池铝箔技改项目	2	1
	新疆天展新材超高纯铝一期项目	10	5
鼎胜新材	年产5万吨动力电池电极用铝合金箔项目	5	6.1
	年产80万吨电池箔及配套坯料项目	80	30
华峰铝业	年产15万吨新能源汽车用高端铝板带箔项目	15	19.8
	年产20万吨铝板带箔项目	20	19.9
南山铝业	高性能高端铝箔生产线项目	2.1	4.5
	汽车轻量化铝板带生产线技术改造项目	10	15.6
	汽车轻量化铝板带生产线项目	20	20
万顺新材	年产7.2万吨高精度电子铝箔生产项目	7.2	14.2
	年产13万吨高精铝板带项目	13	12
	年产10万吨动力及储能电池箔项目	10	20.8
	年产5万吨新能源涂碳箔项目	5	5.2

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

铝板带箔行业集中度在提升

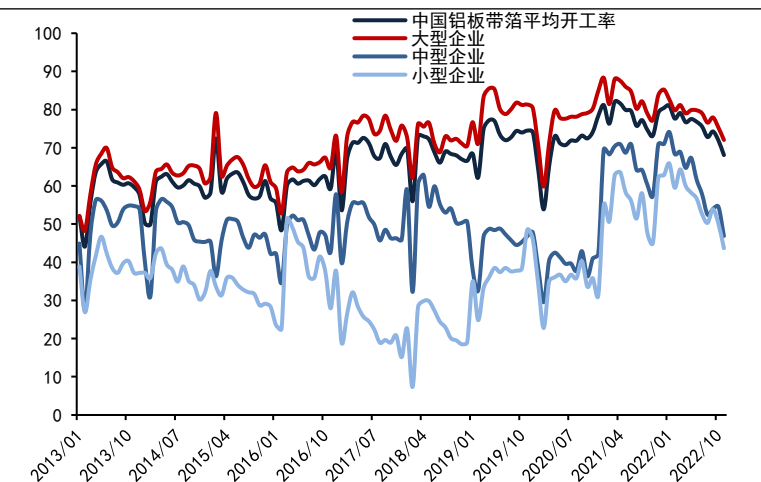
- ◆ 头部企业开工率高，中小型企业开工率波动很大。对比不同不同规模的铝板带箔加工企业，近年来大型企业的开工率在稳步提升，基本维持在80%以上。中小型企业开工率波动极大，在下游需求低迷的时候开工率低至40%以下，在下游需求旺盛的时候开工率可达到70%。
- ◆ 行业集中度总体在提升。近年来行业提升度提升，一个重要原因是铝价剧烈波动，对营运资金需求提高，许多中小企业迫于资金压力无法接订单，订单向大型企业集中；大型企业依靠融资渠道和融资成本等优势，进一步扩大产能，挤占中小企业市场空间，因此近几年铝加工头部企业的产销量增速远超行业平均增速。

图：铝加工行业集中度稳步提升



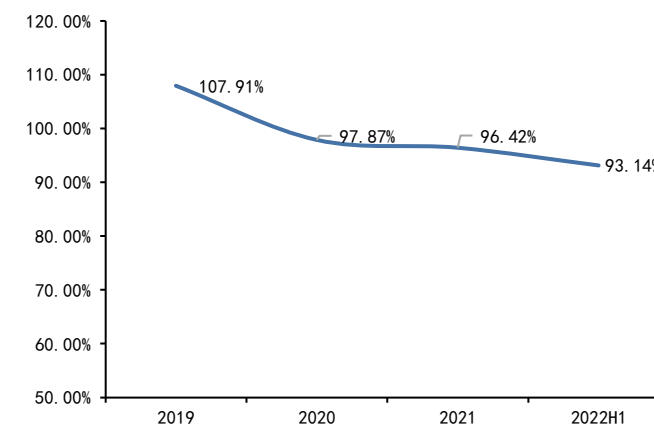
资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

图：不同规模铝板带箔企业开工率对比



资料来源：上海有色网，国信证券经济研究所整理

图：明泰铝业铝板带箔开工率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

低碳铝/再生铝将成为发展趋势

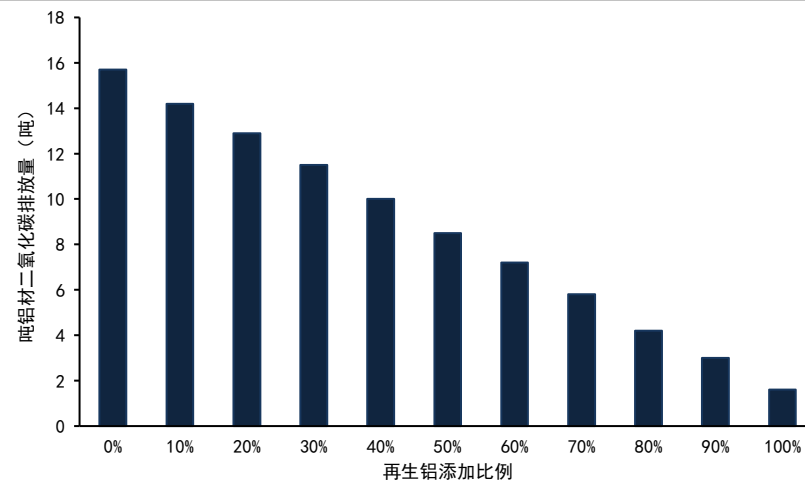
- ◆ 虽然铝作为一种轻量化材料需求前景广阔，但原铝的高碳排放可能限制铝的应用，再生铝的优势将凸显。以近两年关注度较高的铝合金一体化压铸为例，根据工程院院士孙逢春，生产一辆燃油乘用车产生的碳排放是9.2吨二氧化碳当量，而生产一辆三元动力电池乘用车产生的碳排放为14.6吨，磷酸铁锂电池乘用车则达14.7吨。如果一体化压铸替换的是钢材，则碳排放增量1吨，占整车碳排放6.8%。如果一体化压铸替换的是再生铝铸件，则碳排放增量1.7吨，占整车碳排放达11.6%。
- ◆ 下游用户对低碳铝的需求增加，倒逼铝加工企业使用低碳铝/再生铝，例如
 - 苹果公司计划到2030年实现全球供应链碳中和，将在产品中持续增加低碳和可再生材料的用量。2021年苹果所有产品使用的全部铝金属材料中，有59%来自再生资源，许多产品的外壳完全由100%再生铝金属打造。
 - 奥迪供应链为了大幅减少供应链中原铝的使用，引入了“铝闭环”项目，其目的是确保高质量的铝废料得以重新利用。在冲压车间，供应商将多余的铝废料进行回收并作为再生铝利用，回收率几乎达到100%。与使用原铝相比，这一项目使得铝生产所需的能源减少了95%。得益于“铝闭环”回收项目，奥迪在2021年减少了超过19.5万吨碳排放，与上一年相比多减排了约3万吨。
 - 雀巢Nespresso推崇的新型咖啡胶囊中，再生铝含量达80%，到2021年底，Nespresso目标是将多系列咖啡胶囊全部采用再生铝制成。
- ◆ 部分国家多次考虑对中国生产的钢铁和铝征收碳排放税，拥有低碳铝加工产品生产能力的企业，开拓全球市场的竞争力将凸显。

表：不同材料碳排放试算

材料	碳排放 (t-CO2/t)	后底板+电池托盘+前机舱重量 (kg)	后底板+电池托盘+前机舱碳排放量 (t-CO2)
原铝	12	150	1.8
再生铝	0.6	150	0.09
钢铁	1.8	450	0.81

资料来源：国信证券经济研究所测算

图：再生铝比例越高，铝材碳足迹越低



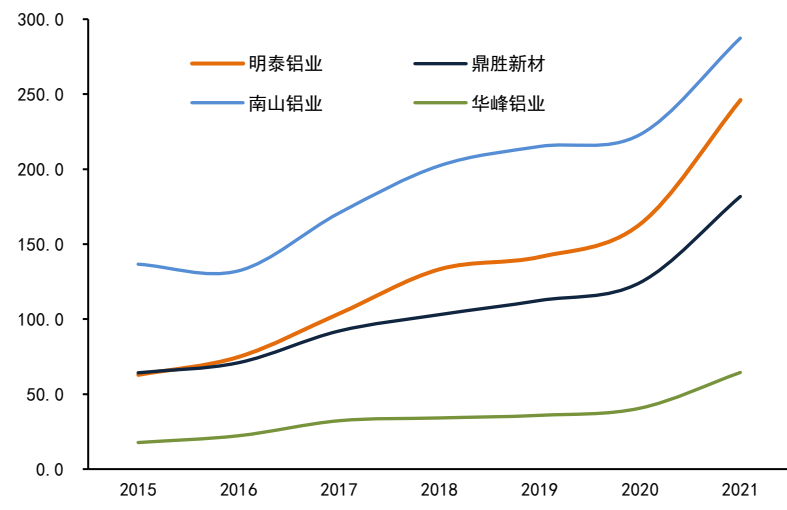
资料来源：安泰科，国信证券经济研究所整理

财务分析

- 公司营运效率处于行业领先水平。公司产品定位是市场需求量最大的中端普通铝合金板带箔产品，市场空间大，客户群体和产品销路广泛，产品流通性好。另外公司严控账期和存货，因此如下图所示，明泰铝业应收账款周转率和存货周转率均高于同行业公司，高周转不仅显著提升了公司的净资产收益率，还能降低铝价剧烈波动带来的风险。
- 明泰铝业的产品多为普通铝合金板带，产品附加值在业内并不算高，毛利率低于同行业可比公司；但是得益于公司极强的成本控制能力及高周转，产品产销量大且快进快出，摊薄了期间费用，公司期间费用率明显低于同行业可比公司，因而公司产品净利率能与行业内中高端产品齐平。
- 截至2022年9月末，公司的资产负债率为37%，在同行业可比公司中处于中等偏低水平。近两年来随着铝价大幅上涨以及公司不断扩张产能，对营运资金需求提高，部分偿债能力指标有所下降，但在行业内仍处于较好水平。

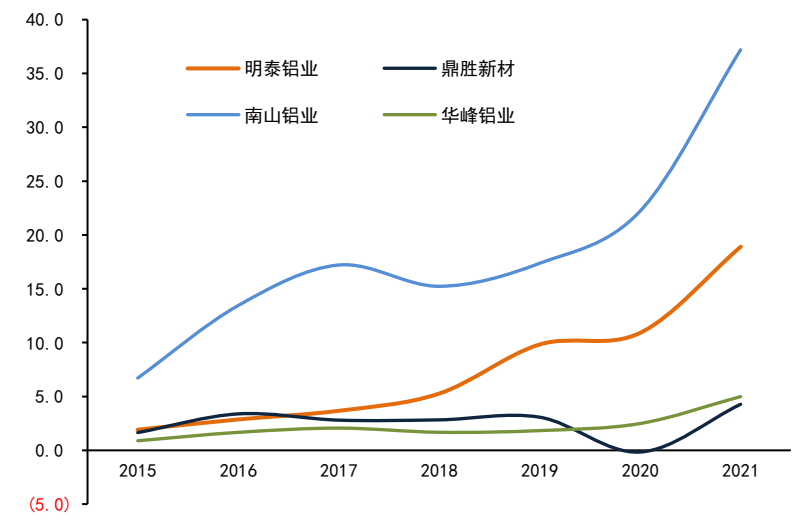
- 明泰铝业的主营业务为铝板带箔加工业务和再生铝业务，我们选取A股主营铝板带箔的南山铝业、鼎胜新材、华峰铝业三家公司作为可比公司进行对比，分析公司在行业内的财务水平和运营状况。
- 鼎胜新材是全球最大铝箔生产商，拥有铝箔全系列产品，2021年公司铝箔产量超过81万吨，国内铝箔市占率超18%，主要产品为空调箔、单零箔、双零箔、铝板带、新能源电池箔等，产品广泛应用于绿色包装、家用、家电、锂电池、交通运输、建筑装饰等多个领域。
- 南山铝业形成从热电-氧化铝-电解铝-熔铸-（铝型材/热轧-冷轧-箔轧/锻压）完整的铝产业链生产线。公司重点发展以汽车铝板、航空铝板、动力电池铝箔等为代表的高附加值产品，2021年销售铝箔6万吨，热轧卷板113万吨，冷轧卷板90万吨，铝型材19万吨。
- 华峰铝业主要从事铝板带箔的研发、生产和销售，生产的铝板带箔按用途主要分为铝热传输材料和新能源汽车用电池料。公司成立至今快速发展，成立之初上海工厂产能8万吨，后扩产至13万吨，目前上海工厂实际产能14-15万吨。2017年公司开始布局重庆生产基地，目前重庆基地具备20万吨产能。截至目前，公司拥有上海、重庆两大生产基地，铝板带箔产能约35万吨。

图：可比公司营业收入（亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：可比公司归母净利润（亿元）

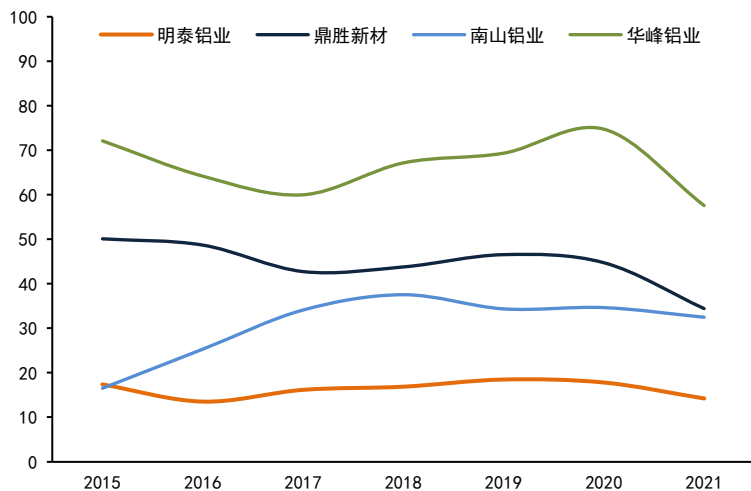


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

营运能力分析-高周转

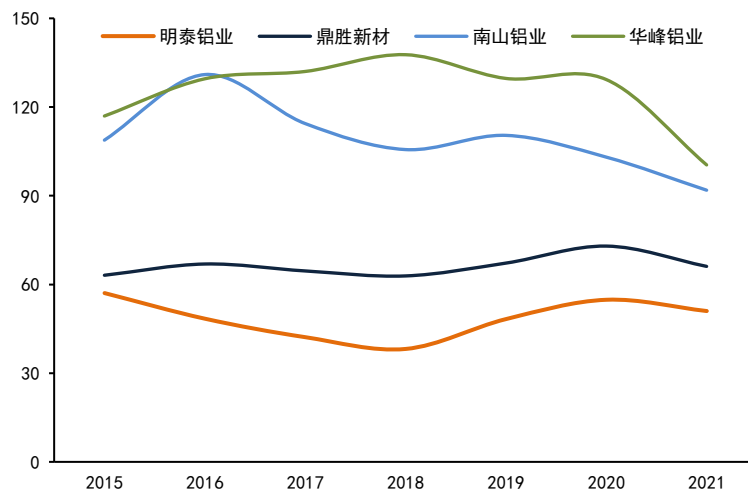
- 公司营运效率处于行业领先水平。公司产品定位是市场需求量最大的中端普通铝合金板带箔产品，市场空间大，客户群体和产品销路广泛。另外公司严控账期和存货，因此如下图所示，明泰铝业应收账款周转率和存货周转率均高于同行业公司，高周转不仅显著提升了公司的净资产收益率，还能降低铝价剧烈波动带来的风险。
- 同行业可比公司当中，应收账款周转天数较高的企业，主因其客户绝大部分来自汽车产业链，账期较长。南山铝业存货较多，主因公司从事铝全产业链经营，需要囤积铝土矿和煤炭等大宗原材料。

图：可比公司应收账款周转天数



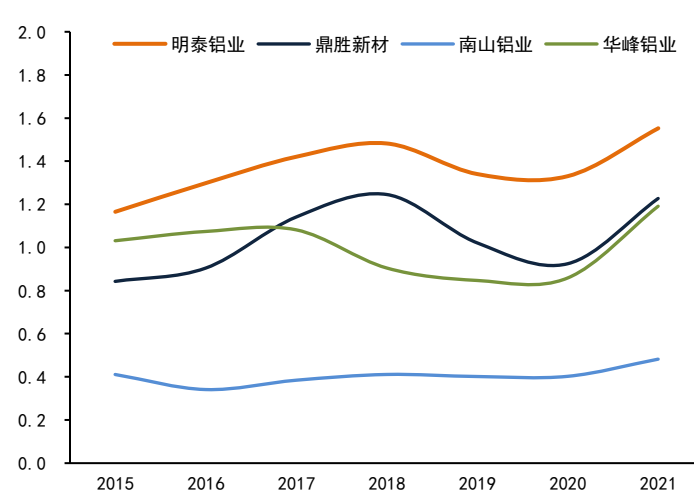
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：可比公司存货周转天数



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：可比公司总资产周转率

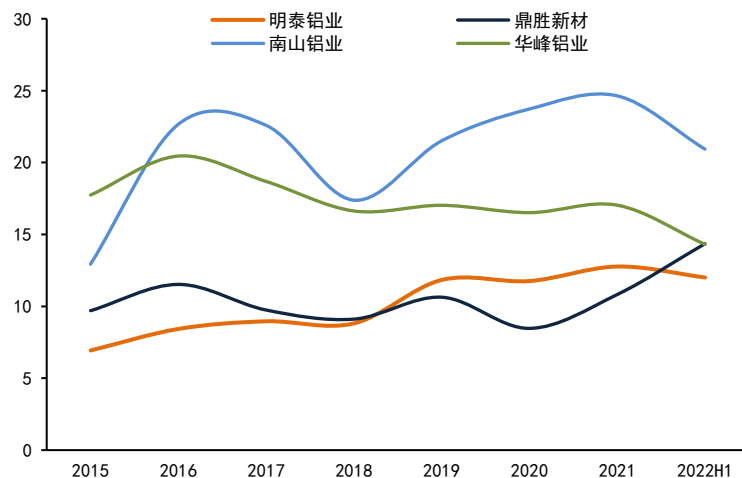


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

盈利能力分析

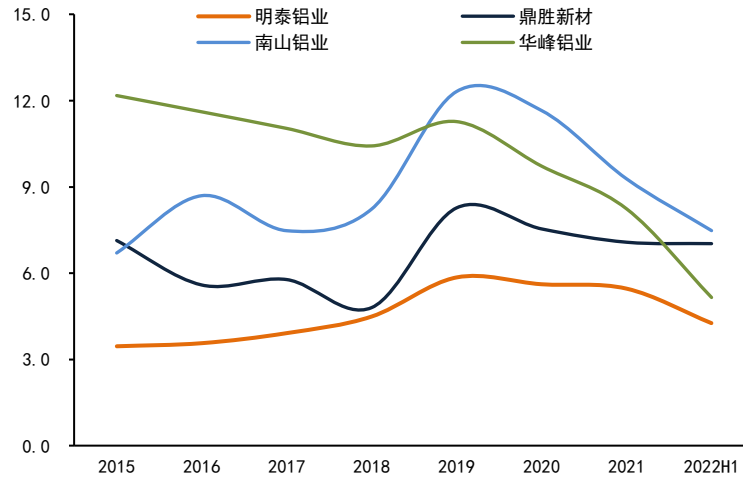
- 由于产品结构的原因，公司毛利率低于可比公司。明泰铝业的产品多为普通铝合金板带，产品附加值在几家可比公司当中并不突出；华峰铝业主营定制化程度较高的钎焊复合材料，毛利率较高；鼎胜新材主营各类铝箔材料，近两年凭借动力电池铝箔毛利率大幅提升；南山铝业除了主营高端铝加工业务外，还拥有上游的氧化铝、电解铝业务，抬高了公司总体销售毛利率。
- 得益于公司极强的成本控制能力及高周转，产品产销量大且快进快出，摊薄了期间费用，公司期间费用率明显低于同行业可比公司，因而公司产品净利率能与行业内中高端产品齐平。

图：可比公司毛利率（%）



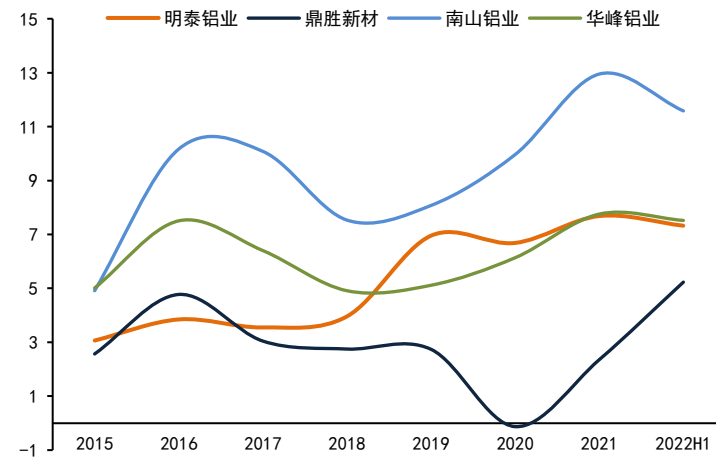
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：可比公司期间费用率（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：可比公司净利率（%）

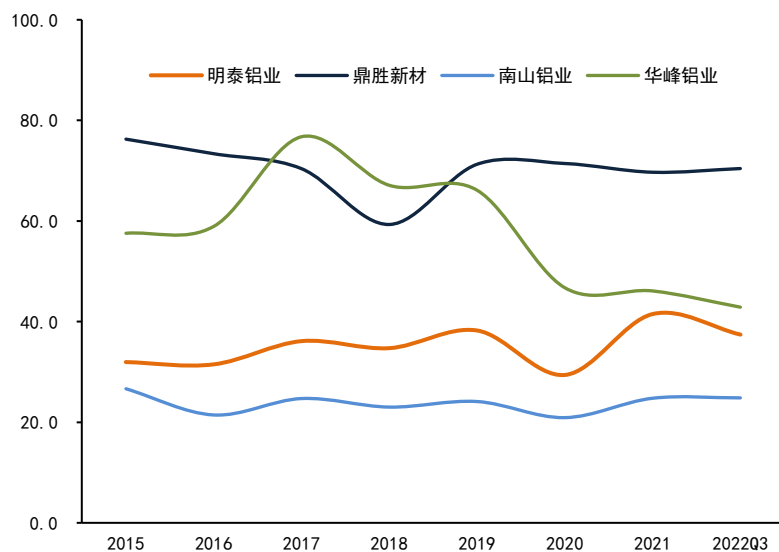


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

偿债能力

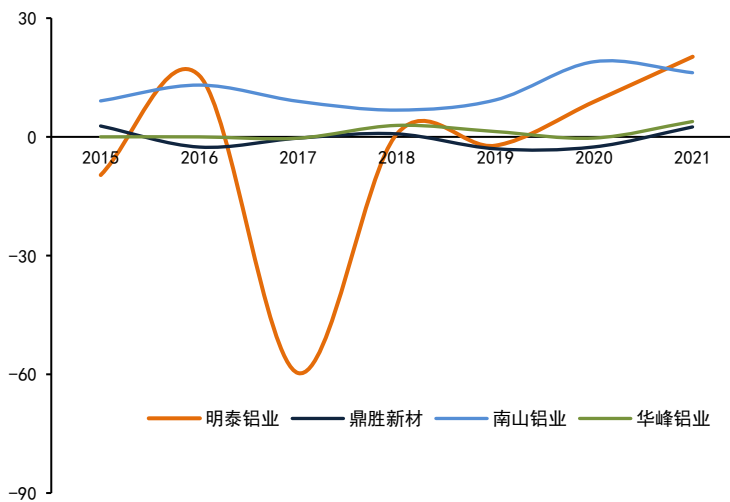
- 截至2022年9月末，公司的资产负债率为37%，在同行业可比公司中处于中等偏低水平。近两年来随着铝价大幅上涨以及公司不断扩张产能，对营运资金需求提高，部分偿债能力指标有所下降，但在行业内仍处于较好水平。另外公司作为上市公司，具备的再融资渠道。

图：可比公司资产负债率（%）



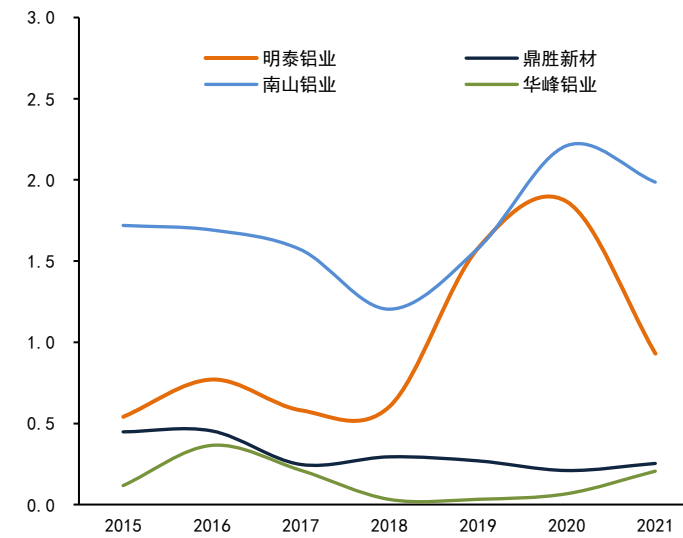
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：EBITDA/带息债务



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：货币资金/短期债务



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

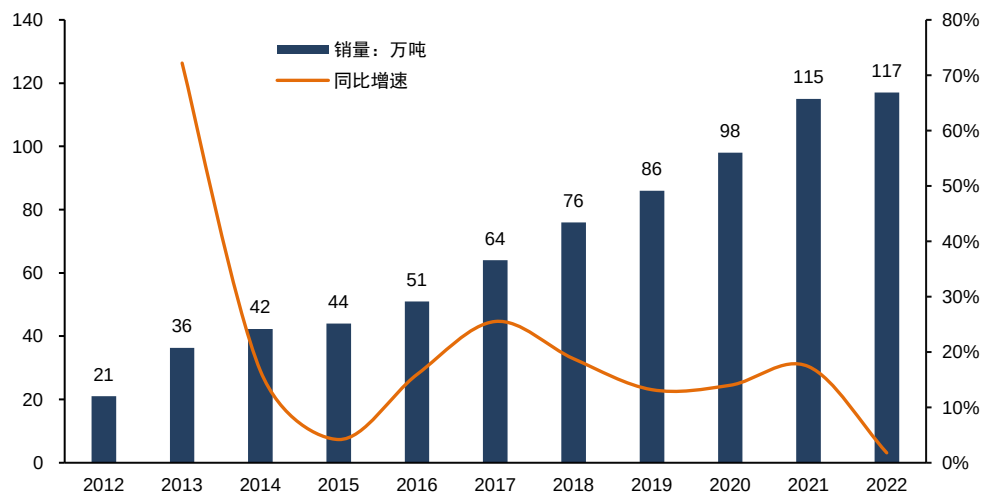
盈利预测与投资建议

- 我们看好2023年国内经济恢复对公司产销量的推动作用。初步预计2023年公司铝板带箔产销量130万吨，比2022年增加13万吨或11.1%；2024年公司铝板带箔产销量150万吨，比2023年增加20万吨或15.4%。
- 2023年单位盈利能力恢复。由于经济不景气及竞争加剧，2022年公司产品单位盈利逐季度下滑。从前三季度数据推断，2022年公司单位毛利润比2021年下降300元/吨。假设2023年国内经济复苏，公司产品单位盈利能力恢复到2021年水平。
- 明泰铝业成本控制能力强，正借助高端设备升级产品，近年来构筑了再生铝保级利用优势，在铝加工产品降碳的大趋势下优势凸显，市场空间广阔。预计2022/2023/2024年公司的归母净利润分别为16.91/20.07/24.77亿元，EPS分别为1.74/2.07/2.55元。我们认为股票价值在20.7-24.8元之间，相对于公司目前股价有23%-47.5%的溢价空间，首次覆盖给予“买入”评级。

公司产销量假设

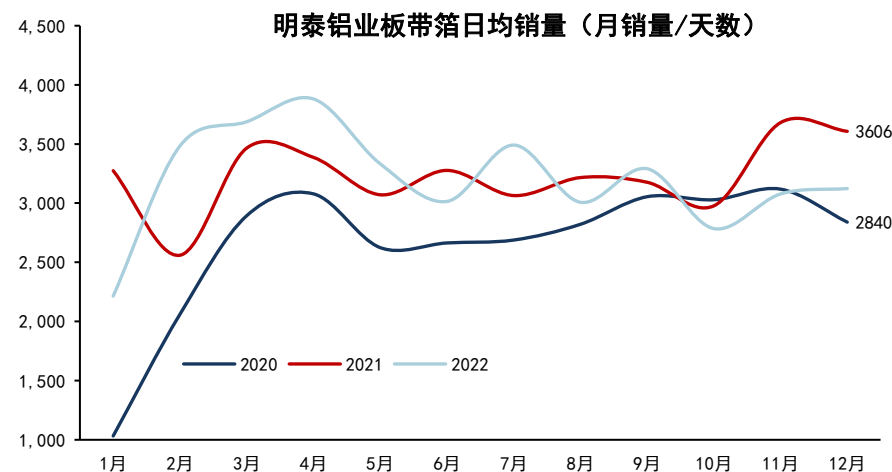
- 公司自上市以来铝板带箔销量年均增速达15%。从绝对量来看，近几年每年增加10万吨左右。2021年经济景气度高，叠加公司重要的竞争对手出现债务危机，订单向公司集中，销量增加了20万吨，高于上市以来的年平均增量。
- 从公司产能储备来看，公司原有3条热连轧生产线，产能132万吨；2022年年中义瑞新材热连轧生产线投产，预计产能可达到70万吨，因此公司总共具备200万吨热轧卷生产能力。
- 2023年产销量取决于市场需求情况。公司产品结构偏向传统行业，其中建材及工业耗材（铝塑板基、幕墙板、装饰铝箔、百叶窗、CTP版基、PS版、机械制造、模具加工）占比35%，汽车及交通运输行业占比19%。**我们看好2023年国内经济恢复对公司产销量的推动作用。**初步预计2023年公司铝板带箔产销量130万吨，比2022年增加13万吨或11.1%；2024年公司铝板带箔产销量150万吨，比2023年增加20万吨或15.4%。

图：上市以来产销量年均复合增速15%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：明泰铝业板带箔日均销量（吨/天）

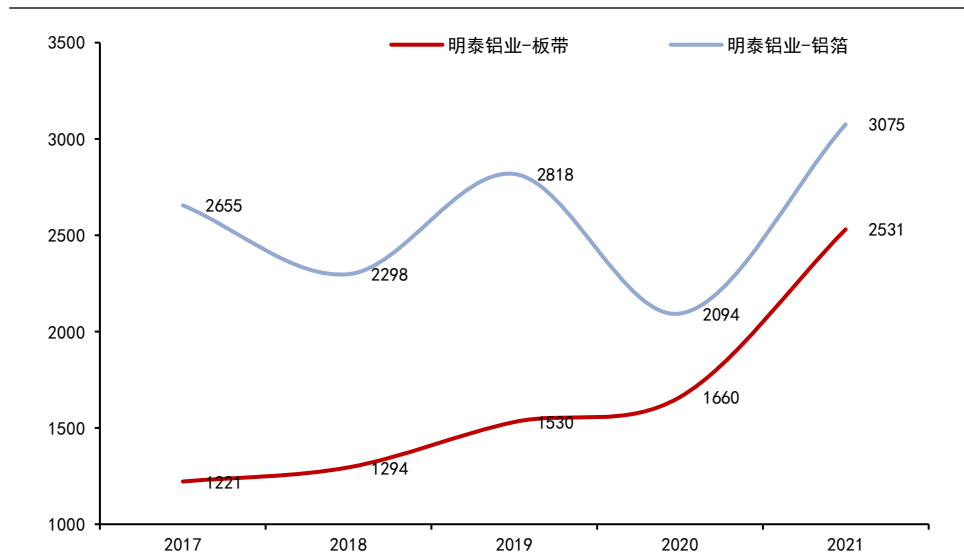


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司盈利能力假设

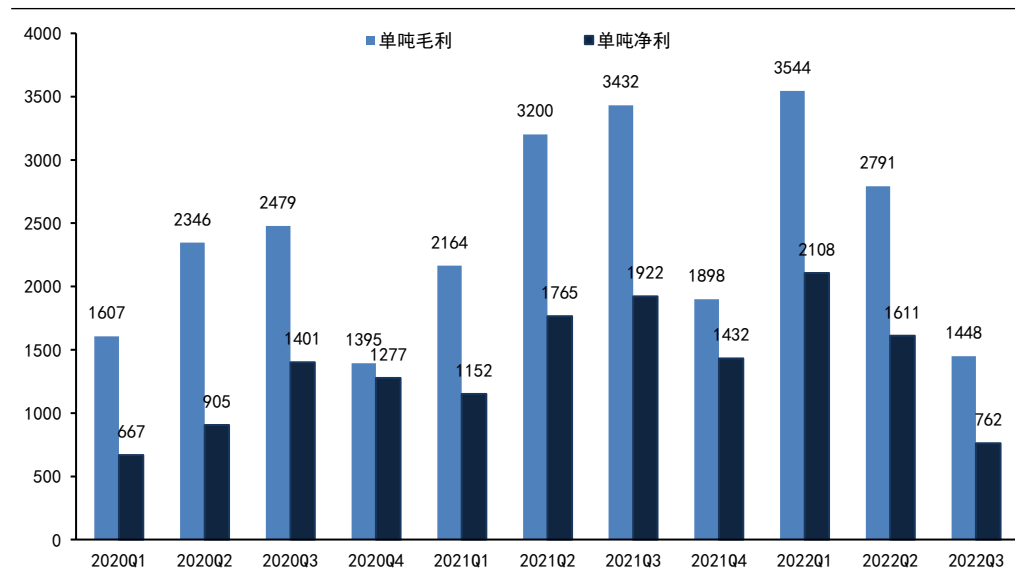
- 近年来公司的铝板带产品单位毛利润增幅非常明显，从2017年的1221元/吨增加到2021年2531元/吨。公司单位毛利润增加主要来自两个方面，一是产品升级，二是使用再生铝降本，三是2021年市场供需格局好，加工费提升。
- 再生铝的降本作用：**公司自2017年前后开始使用再生铝，到2022年再生铝占原料比例超过50%。一般使用一吨再生铝可降本1000元/吨，那么近5年来再生铝带来的降本效果为500元/吨。预测2023年再生铝使用量90万吨，占原料比例69%。
- 加工费的假设。**由于经济不景气及竞争加剧，2022年公司产品单位盈利逐季度下滑。从前三季度数据推断，2022年公司单位毛利润比2021年下降300元/吨。假设2023年国内经济复苏，公司产品单位盈利能力恢复到2021年水平，即我们假设公司2023年铝板带加工费恢复到2021年3420元/吨，铝箔加工费恢复到4200元/吨；2024年公司再生铝使用比例提高，公司产品结构进一步调整，假设铝板带和铝箔加工费比2023年增加200元/吨，即铝板带加工费3620元/吨，铝箔加工费4400元/吨。此处所说的加工费是根据公司产品售价及原铝价格倒推出的加工费，并非公司真实加工费，但不影响盈利预测。

图：公司板带箔产品单位毛利润（元/吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司板带箔产品分季度单位盈利（元/吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测



◆ 我们的盈利预测基于以下假设条件：

铝板带箔

- ◆ **销售量：**公司拥有超过130万吨热轧、冷轧产能，随着义瑞新材70万吨热连轧在2022年年中投产，公司热轧产能将达到200万吨。2022年公司铝板带箔销量116.6万吨，预期受益于国内经济复苏及公司新能源领域订单开拓，2023年和2024年公司铝板带箔销量分别达到130万吨和150万吨。
- ◆ **单位售价或盈利：**2022Q1之后受经济下行影响，公司产品单位毛利润出现下滑，我们认为随着2023年疫后经济复苏，公司产品单位毛利润有望修复，伴随着公司设备升级带来的产品升级，盈利能力也会提升。预计2021-2024年公司铝板带单位毛利润分别为2531/2231/2531/2731元/吨，2021-2024年公司铝箔单位毛利润分别为3075/2775/3075/3275元/吨。

铝型材

- ◆ **销售量：**公司铝型材产品主要用于轨道交通车体，产销量较为稳定，预计2021-2024年公司铝型材销量分别为1.5/2.0/2.0/2.0万吨。
- ◆ **单位售价或盈利：**预计2021-2024年公司铝型材产品单位毛利润均为8566元/吨。

◆ 根据上述假设条件，我们得到公司2022/2023/2024年营收分别为263/295/341亿元，归母净利润分别为16.9/20.1/24.8亿元，每股收益分别为1.74/2.07/2.55元。

表：明泰铝业业务假设

产品	单位	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
销量							
铝板带	万吨	74.55	82.73	95.45	95.69	105.30	120.00
铝箔	万吨	11.05	14.72	19.09	21.00	24.70	30.00
铝型材	万吨	—	0.86	1.50	2.08	2.08	2.08
销售价格							
铝板带	元/吨	15,381	15,541	20,147	20,861	21,161	21,361
铝箔	元/吨	16,886	16,689	20,926	21,639	21,939	22,139
铝型材	元/吨	—	28,573	14,754	30,931	30,931	30,931
单位毛利润							
铝板带	元/吨	1530	1660	2531	2231	2531	2731
铝箔	元/吨	2818	2094	3075	2775	3075	3275
铝型材	元/吨	—	11388	8566	8566	8566	8566
营业收入							
铝板带	百万元	11,467	12,857	19,231	19,961	22,283	25,633
铝箔	百万元	1,866	2,457	3,995	4,545	5,419	6,642
铝型材	百万元	179	246	221	643	643	643
其他业务	百万元	503	639	997	997	997	997
毛利润							
铝板带	百万元	1141	1373	2416	2135	2665	3277
铝箔	百万元	311	308	587	583	760	982
铝型材	百万元	56	98	128	178	178	178
其他业务	百万元	104	72	-30	-30	-30	-30

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表：未来3年盈利预测表

	单位	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	百万元	24,613	26,316	29,511	34,084
营业成本	百万元	21,469	23,407	25,896	29,634
销售费用	百万元	74	64	71	82
管理费用	百万元	236	263	292	335
研发费用	百万元	953	1096	1121	1295
财务费用	百万元	81	(228)	71	82
营业利润	百万元	2173	2144	2473	3050
利润总额	百万元	2142	2140	2473	3050
归属于母公司净利润	百万元	1852	1691	2007	2475
EPS		2.71	1.74	2.07	2.55
ROE		17.4%	13.8%	14.3%	15.1%

资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

盈利预测的敏感性分析

◆ 敏感性分析1-产销量变动

- 公司铝板带箔产品采用“铝价+加工费”定价模式，单位盈利能力相对稳定，对公司业绩产生影响的主要因素为产销量。由于公司已公告2022年产销量，我们仅对2023年和2024年产销量做假设，乐观预测是未来2年产销量比基本假设高10%，悲观预测是未来2年产销量比基本假设低10%，对公司业绩影响如下表所示。

◆ 敏感性分析2-加工费变动

- 加工费是影响公司盈利能力的重要因素，加工费受产品供需及市场竞争情况影响而波动。公司铝板带箔产销量大，公司业绩对加工费变化特别敏感。下表列示的加工费是根据公司产品售价及原铝价格倒推出的加工费，并非公司真实加工费，但不影响盈利预测。右表中列举铝板带和铝箔在不同加工费水平下，公司2023年归母净利润的变化情况。

表：盈利敏感性分析-产销量上下浮动10%

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
乐观预测（销量上浮10%）					
营业收入(百万元)	16,333	24,613	26,316	32,281	37,312
(+/-%)	15.4%	50.7%	6.9%	22.7%	15.6%
净利润(百万元)	1070	1852	1691	2158	2674
(+/-%)	16.7%	73.1%	-8.7%	27.6%	23.9%
摊薄EPS	1.62	2.71	1.74	2.23	2.76
中性预测					
营业收入(百万元)	16,333	24,613	26,316	29,511	34,085
(+/-%)	15.4%	50.7%	6.9%	12.1%	15.5%
净利润(百万元)	1070	1852	1691	2007	2476
(+/-%)	16.7%	73.1%	-8.7%	18.7%	23.4%
摊薄EPS(元)	1.62	2.71	1.74	2.07	2.55
悲观预测（销量下浮10%）					
营业收入(百万元)	16,333	24,613	26,316	26,741	30,857
(+/-%)	15.4%	50.7%	6.9%	1.6%	15.4%
净利润(百万元)	1070	1852	1691	1856	2277
(+/-%)	16.7%	73.1%	-8.7%	9.7%	22.7%
摊薄EPS	1.62	2.71	1.74	1.91	2.35
总股本（百万股）	16,333	24,613	26,316	26,741	30,857
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测					

表：盈利敏感性分析-不同加工费水平下公司的归母净利润（百万元）

		铝箔加工费（元/吨）				
		3802	4002	4202	4402	4602
铝板带加工费（元/吨）	2823	1,447	1,485	1,523	1,561	1,598
	3023	1,608	1,646	1,684	1,722	1,760
	3423	1,931	1,969	2,007	2,044	2,082
	3623	2,092	2,130	2,168	2,206	2,244
	3823	2,254	2,291	2,329	2,367	2,405
资料来源：国信证券经济研究所整理						

估值与投资建议-绝对估值



◆ 绝对估值：18.3-25.6元

- 无杠杆beta系数采用申万二级行业“工业金属”板块过去5年的剔除财务杠杆beta算数平均值（1.02x）；股票风险溢价率采用6.50%；由此计算出WACC为8.4%。
- 根据以上主要假设条件，采用FCFF估值方法，得到公司的合理价值区间为18.3-25.6元。该绝对估值相对于WACC和永续增长率较为敏感，下表为公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表：资本成本假设

无杠杆Beta	1.02	T	18.85%
无风险利率	1.71%	Ka	8.34%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆Beta	1.23
公司股价（元）	16.68	Ke	9.70%
发行在外股数（百万）	970	E/（D+E）	79.77%
股票市值（E，百万元）	16176	D/（D+E）	20.23%
债务总额（D，百万元）	4102	WACC	8.40%
Kd	4.00%	永续增长率（10年后）	1%
资料来源：国信证券经济研究所假设			

表：公司盈利预测假设条件

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	15.4%	50.7%	6.9%	12.1%	15.5%	15.0%	5.0%	3.0%
营业成本/营业收入	88.2%	87.2%	88.9%	87.7%	86.9%	86.9%	86.9%	86.9%
管理费用/营业收入	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.6%	0.6%	0.6%
研发费用/营业收入	3.2%	3.9%	4.2%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%
销售费用/销售收入	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业税及附加/营业收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
所得税税率	16.1%	11.7%	18.8%	18.8%	18.8%	18.8%	18.8%	18.8%
股利分配比率	6.7%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

	WACC变化					
		7.4%	7.9%	8.40%	8.9%	9.4%
永续增长率 变化	2.5%	34.22	29.90	26.33	23.33	20.79
	2.0%	31.30	27.57	24.44	21.79	19.51
	1.5%	28.87	25.61	22.83	20.45	18.39
	1.0%	26.82	23.93	21.44	19.28	17.40
	0.5%	25.07	22.47	20.22	18.25	16.52
	0.0%	23.55	21.20	19.15	17.34	15.74
	-0.5%	22.23	20.09	18.20	16.53	15.04

资料来源：国信证券经济研究所分析

◆ 相对估值

明泰铝业的主营业务为铝板带箔加工业务和再生铝业务，我们选取A股主营铝板带箔的南山铝业、鼎胜新材、华峰铝业三家公司作为可比公司进行对比。

- **鼎胜新材**是全球最大铝箔生产商，拥有铝箔全系列产品，2021年公司铝箔产量超过81万吨，国内铝箔市占率超18%，主要产品为空调箔、单零箔、双零箔、铝板带、新能源电池箔等，产品广泛应用于绿色包装、家用、家电、锂电池、交通运输、建筑装饰等多个领域。
- **南山铝业**形成从热电-氧化铝-电解铝-熔铸-（铝型材/热轧-冷轧-箔轧/锻压）完整的铝产业链生产线。公司重点发展以汽车铝板、航空铝板、动力电池铝箔等为代表的高附加值产品，2021年销售铝箔6万吨，热轧卷板113万吨，冷轧卷板90万吨，铝型材19万吨。
- **华峰铝业**主要从事铝板带箔的研发、生产和销售，生产的铝板带箔按用途主要分为铝热传输材料和新能源汽车用电池料。公司成立至今快速发展，成立之初上海工厂产能8万吨，后扩产至13万吨，目前上海工厂实际产能14-15万吨。2017年公司开始布局重庆生产基地，目前重庆基地具备20万吨产能。截至目前，公司拥有上海、重庆两大生产基地，铝板带箔产能约35万吨。
- 如下表所示。鼎胜新材受益于电池铝箔业务迅猛增长，公司利润增长较快；华峰铝业业务稳健，增长确定性高；南山铝业包含上游氧化铝和电解铝业务，因而估值比纯铝加工企业略低。同行业可比公司2023年PE平均倍数为12.5倍，明泰铝业当前PE倍数为8.1倍。明泰铝业成本控制能力强，正借助高端设备升级产品，近年来构筑了再生铝保级利用优势，在铝加工产品降碳的大趋势下优势凸显，市场空间广阔。我们认为明泰铝业2023年PE倍数在10-12倍是合理的，对应股价20.7-24.8元。

◆ 投资建议

- 综合上述几个方面的估值，我们认为股票价值在20.7-24.8元之间，相对于公司目前股价有23%-48%的溢价空间，首次覆盖给予“买入”评级。

表：铝板带箔行业可比公司										
	简称	股价 (1月6日)	总市值（亿元）	EPS			PE			PB (2022Q3)
				2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
603876.SH	鼎胜新材	46.53	228.2	0.88	2.99	3.98	52.9	15.6	11.7	3.9
601702.SH	华峰铝业	15.60	155.8	0.5	0.76	0.94	31.2	20.5	16.6	4.3
600219.SH	南山铝业	3.33	389.9	0.29	0.32	0.36	11.5	10.4	9.3	0.9
	平均值						31.9	15.5	12.5	3.0
601677.SH	明泰铝业	16.68	161.8	2.71	1.74	2.07	6.1	9.6	8.1	1.4
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 备注：华峰铝业、南山铝业盈利预测均来自Wind一致预期										

◆ 估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在20.7-24.8元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来10年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算WACC时假设无风险利率为1.7%、风险溢价6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来10年后公司TV增长率为1%，公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值方面，我们选取了与公司业务相近或下游应用行业类似的企业进行比较，选取了可比公司2023年平均PE做为相对估值的参考，同时考虑公司的行业地位和成长性，给予公司2023年10-12倍PE估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

◆ 盈利预测的风险

我们在预测公司业绩的时候，设定了很多假设条件和参数，这些假设条件和参数的设置加入了很多个人判断：

- 我们假设公司在建项目按期顺利投产并贡献利润，但存在因政府审批、疫情等因素导致建设进度低于预期，从而使公司产销量和盈利状况低于预测值的风险；
- 我们基于国家产业政策、新能源汽车等领域的发展趋势，判断公司产品下游应用领域迎来高速成长，公司产品销售顺畅。但不排除国家产业政策变动、下游各领域发展弱于预期，造成公司产品市场需求增长不及预期，由此带来公司产销量低于假设的风险；
- 我们假设公司的铝板带和铝箔产品加工费将在2023年反弹，但不排除由于市场竞争加剧、下游需求偏弱、人工及能源成本上升等原因，导致公司铝板带箔产品单位盈利能力下滑的风险。

◆ 经营风险

- 公司采用以销定产、以产定购以及套期保值等方式来锁定铝价，较为有效地规避了铝价波动给公司经营业绩带来的风险，但若铝价在短期内剧烈波动特别是大幅下跌时，公司产品销售价格的下降幅度可能大幅高于原材料库存加权平均价格的下降幅度，从而挤压公司盈利空间。

◆ 安全生产风险

- 公司生产过程中涉及熔铸、压延、挤压等工序，员工操作不当或设备及工艺不完善等可能会导致意外甚至安全生产事故。

◆ 财务风险

- 营运资金：近年来公司一方面大规模扩产，另一方面随着铝价上涨和产销量增加，经营环节资金占用显著增加，流动资产中，应收类款项和存货规模较大，对营运资金形成一定占用。

◆ 技术风险

- 由于技术产业化与市场化存在着不确定性，且研发项目需要一定的开发周期，开发过程中可能出现市场发展趋势变化等不确定因素，造成技术研发偏离市场需求，或新开发技术无法规模化运用等问题，将可能对公司的市场份额、经济效益及发展前景造成不利影响。

◆ 政策风险

- 公司所处有色金属加工行业一定程度上受到国家政策的影响，可能由于税收优惠政策、节能环保政策等变化，给公司经营带来不确定风险。

附表：财务预测与估值



资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2073	2909	3500	4000	4500	营业收入	16333	24613	26316	29511	34084
应收款项	832	2794	3605	4851	6537	营业成本	14412	21469	23407	25896	29634
存货净额	2362	3724	4431	5250	6418	营业税金及附加	78	111	110	123	142
其他流动资产	1540	1201	2632	3246	4090	销售费用	64	74	64	71	82
流动资产合计	8339	12771	16311	19491	23688	管理费用	184	236	263	292	335
固定资产	3400	4771	4734	4565	4371	研发费用	518	953	1096	1121	1295
无形资产及其他	363	442	424	407	389	财务费用	152	81	(228)	71	82
投资性房地产	671	944	944	944	944	投资收益	81	51	21	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	57	8	(21)	0	0
资产总计	12773	18929	22414	25406	29392	其他收入	240	425	538	537	537
短期借款及交易性金融负债	0	377	3052	3506	4235	营业利润	1304	2173	2144	2473	3050
应付款项	1641	3683	2532	2800	3209	营业外净收支	(3)	(31)	(4)	0	0
其他流动负债	707	2414	2634	2913	3339	利润总额	1301	2142	2140	2473	3050
流动负债合计	2348	6474	8217	9219	10783	所得税费用	210	251	403	466	575
长期借款及应付债券	1216	1050	1050	1050	1050	少数股东损益	22	38	45	0	0
其他长期负债	192	336	481	626	770	归属于母公司净利润	1070	1852	1691	2007	2475
长期负债合计	1408	1386	1531	1676	1820	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	3756	7860	9748	10894	12603	净利润	1070	1852	1691	2007	2475
少数股东权益	360	394	436	436	436	资产减值准备	(1)	(33)	3	(0)	(1)
股东权益	8658	10674	12230	14076	16354	折旧摊销	389	433	431	487	512
负债和股东权益总计	12773	18929	22414	25406	29392	公允价值变动损失	(57)	(8)	21	0	0
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	152	81	(228)	71	82
						营运资本变动	(348)	602	(3732)	(1988)	(2719)
每股收益	1.62	2.71	1.74	2.07	2.55	其它	21	69	38	0	1
每股红利	0.11	0.22	0.14	0.17	0.20	经营活动现金流	1074	2914	(1548)	506	269
每股净资产	13.09	15.64	12.61	14.51	16.86	资本开支	0	(1768)	(400)	(300)	(300)
ROIC	9.19%	15.74%	11%	10%	11%	其它投资现金流	(713)	(611)	0	0	0
ROE	12.36%	17.35%	14%	14%	15%	投资活动现金流	(713)	(2379)	(400)	(300)	(300)
毛利率	12%	13%	11%	12%	13%	权益性融资	(11)	0	0	0	0
EBIT Margin	7%	7%	5%	7%	8%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	9%	9%	7%	8%	9%	支付股利、利息	(72)	(148)	(135)	(160)	(198)
收入增长	15%	51%	7%	12%	15%	其它融资现金流	(535)	597	2674	454	729
净利润增长率	17%	73%	-9%	19%	23%	融资活动现金流	(689)	301	2539	294	531
资产负债率	32%	44%	45%	45%	44%	现金净变动	(328)	836	591	500	500
股息率	0.6%	1.3%	1.2%	1.4%	1.7%	货币资金的期初余额	2401	2073	2909	3500	4000
P/E	10.3	6.1	9.6	8.1	6.5	货币资金的期末余额	2073	2909	3500	4000	4500
P/B	1.3	1.1	1.3	1.1	1.0	企业自由现金流	0	829	(2570)	(157)	(385)
EV/EBITDA	10.1	8.7	14.3	10.9	9.3	权益自由现金流	0	1426	77	223	258

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

免责声明



国信证券投资评级		
类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ， 本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。 未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032