

明泰铝业 (601677.SH)

销量稳中有增，单位盈利逐季反弹

买入

核心观点

2023H1 公司归母净利润同比下降 26.4%。2023H1 实现营收 126.4 亿元（-18.3%），归母净利润 8.03 亿元（-26.4%），扣非归母净利润 6.40 亿元（-31.5%），经营性净现金流 10.64 亿元（+42.04%）。其中 2023Q2 营业收入 65.46 亿元（-18.1%），归母净利润 4.49 亿元（-10.1%），扣非归母净利润 3.63 亿元（-19.0%）。今年上半年公司盈利同比下滑主因去年高基数，以及下游需求尤其是出口订单偏弱。

明泰铝业板带箔产销量稳中有增。上半年完成铝板带箔销量 59.6 万吨，同比增速 0.9%，7 月份销量 11.38 万吨，同比增速 5.18%。产品认证方面，上半年公司完成水冷板、汽车板、储能材料、新能源材料等产品的认证工作。新建产能方面，义瑞新材年产 70 万吨项目继熔铸生产线、1+4 热粗轧投产后，秉承效率最高、成本最低原则完成 1850 冷轧机等机列建设工作，1+4 热连轧精轧项目也力争早日投产。

单位盈利方面，以季度归母净利润除以季度板带箔销量，简单测算板带箔吨盈利，二季度反弹到了近 1500 元/吨，自去年三季度以来，一直呈反弹趋势。二季度公司财务费用为-0.67 亿元，而一季度为 0.25 亿元，主因上半年汇兑收益 4541 万元及利息收入 2875 万元。

风险提示：市场竞争激烈或需求低迷导致加工费下滑、销量不及预期风险。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。

参照年初以来板带箔国内外需求情况及加工费，我们小幅下调了公司出货量及加工费假设，预计 2023/2024/2025 年公司的营业收入分别为 284/316/349 亿元，同比增速 2.1/11.5/10.4%，归母净利润分别为 17.60/19.86/22.28 亿元（前值 19.14/22.60/26.38 亿元），同比增速 10.1/12.8/12.2%，EPS 分别为 1.81/2.05/2.30 元，当前股价对应 PE 倍数分别为 7.8/6.9/6.2。铝板带箔需求短期承压，但明泰铝业成本控制能力强，能在保证销量的情况下维持较高盈利水平。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，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	24,613	27,781	28,375	31,627	34,902
(+/-%)	50.7%	12.9%	2.1%	11.5%	10.4%
净利润(百万元)	1852	1599	1760	1986	2228
(+/-%)	73.1%	-13.7%	10.1%	12.8%	12.2%
每股收益(元)	2.71	1.65	1.81	2.05	2.30
EBIT Margin	7.2%	4.5%	6.1%	6.3%	6.6%
净资产收益率 (ROE)	17.4%	13.1%	12.8%	12.8%	12.8%
市盈率 (PE)	5.1	8.4	7.8	6.9	6.2
EV/EBITDA	7.9	11.0	9.6	8.7	8.0
市净率 (PB)	0.89	1.10	1.00	0.89	0.79

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

有色金属·工业金属

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

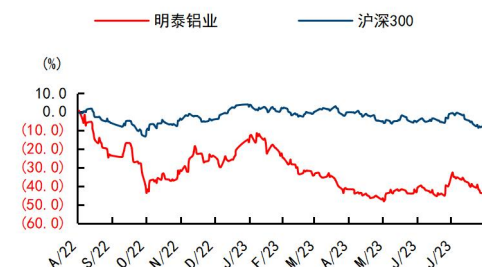
jiaofangran@guosen.com.cn

S0980522080003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	13.85 元
总市值/流通市值	14817/13432 百万元
52 周最高价/最低价	24.52/12.18 元
近 3 个月日均成交额	331.49 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

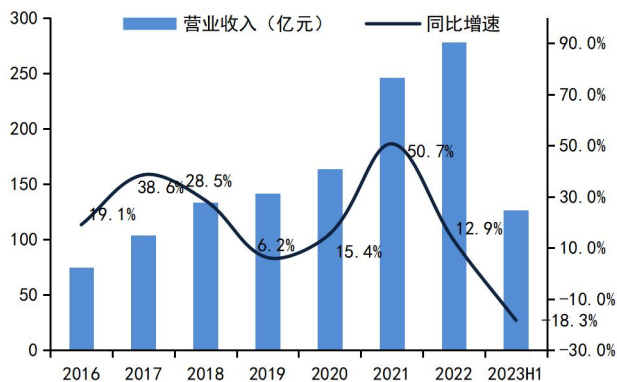
相关研究报告

《明泰铝业 (601677.SH) - 产品盈利持续反弹，铝材低碳优势逐渐凸显》——2023-04-24

《明泰铝业 (601677.SH) - 低成本构筑竞争优势，产品加速升级》——2023-01-10

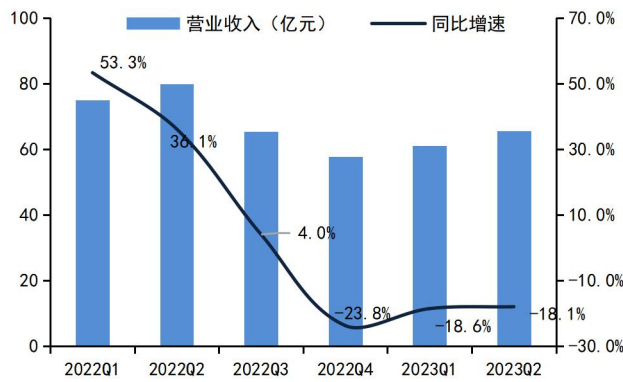
2023H1 公司归母净利润同比下降 26.4%。2023H1 实现营收 126.4 亿元（-18.3%），归母净利润 8.03 亿元（-26.4%），扣非归母净利润 6.40 亿元（-31.5%），经营性净现金流 10.64 亿元（+42.04%）。其中 2023Q2 营业收入 65.46 亿元（-18.1%），归母净利润 4.49 亿元（-10.1%），扣非归母净利润 3.63 亿元（-19.0%）。今年上半年公司盈利同比下滑主因去年高基数，以及下游需求尤其是出口订单偏弱。

图1：明泰铝业营业收入及增速（单位：亿元、%）



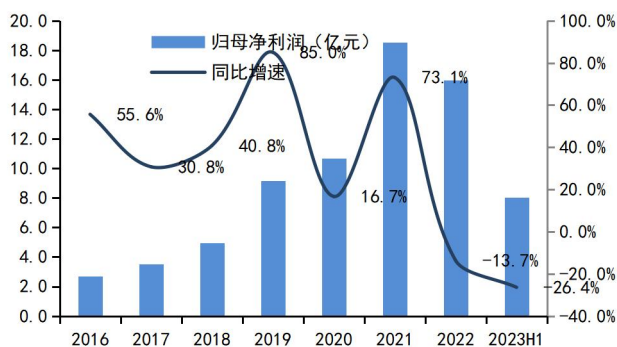
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：明泰铝业单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



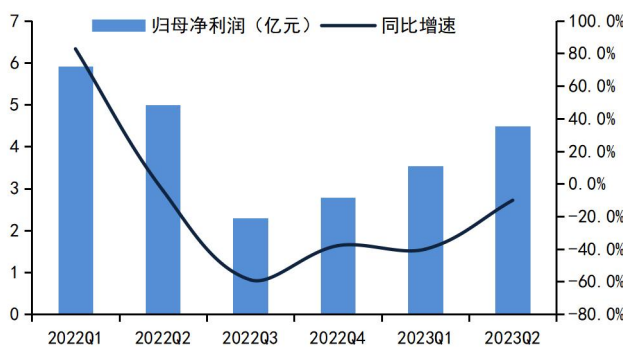
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：明泰铝业归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：明泰铝业单季归母净利润（单位：亿元）



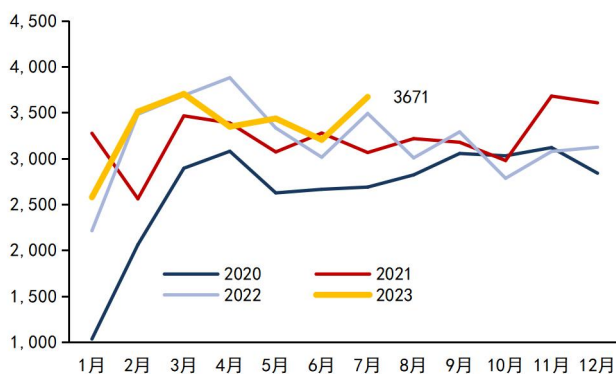
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

明泰铝业板带箔产销量稳中有增。上半年完成铝板带箔销量 59.6 万吨，同比增速 0.9%，7 月份销量 11.38 万吨，同比增速 5.18%。产品认证方面，上半年公司完成水冷板、汽车板、储能材料、新能源材料等产品的认证工作。新建产能方面，义瑞新材年产 70 万吨项目继熔铸生产线、1+4 热粗轧投产后，秉承效率最高、成本最低原则完成 1850 冷轧机等机列建设工作，1+4 热连轧精轧项目也力争早日投产。

单位盈利方面，以季度归母净利润除以季度板带箔销量，简单测算板带箔吨盈利，二季度反弹到了近 1500 元/吨，自去年三季度以来，一直呈反弹趋势。二季度公司财务费用为-0.67 亿元，而一季度为 0.25 亿元，主因上半年汇兑收益 4541 万元及利息收入 2875 万元。

图5：明泰铝业板带箔销量（吨/天）

图6：明泰铝业板带箔单吨净利润（元/吨）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



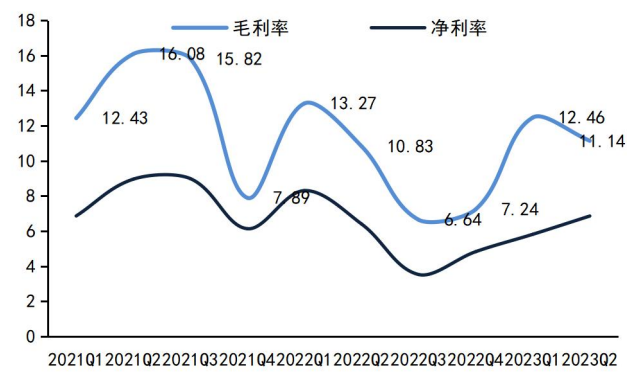
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 明泰铝业毛利率、净利率变化情况



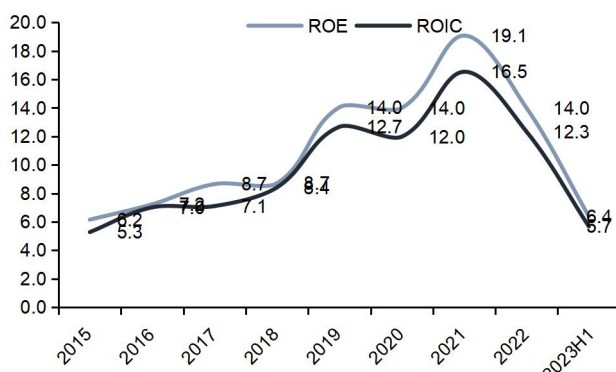
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 明泰铝业单季度毛利率、净利率变化情况 (%)



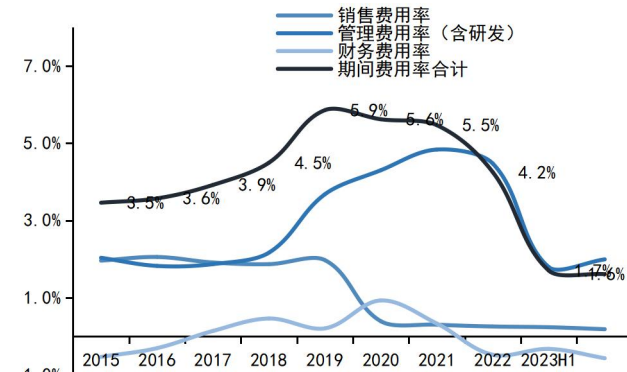
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 明泰铝业ROE、ROIC变化情况 (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 明泰铝业期间费用率变化 (%)

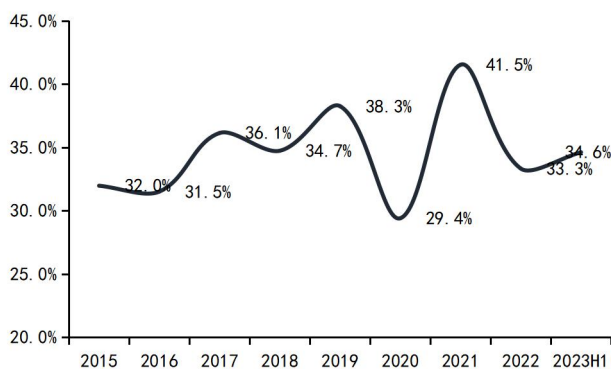


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

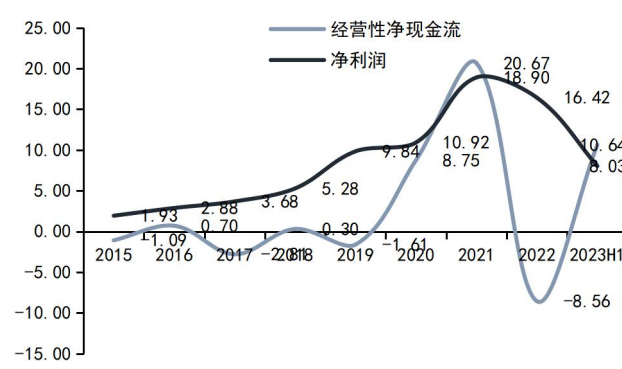
资产负债表，对比一季度末，应收票据及应收账款、预付款、存货都没有明显变动；应付票据增加15亿元。二季度经营性净现金流16.3亿元，环比Q1大幅改善，主因原辅材料价格下降，购买商品接受劳务支付的现金减少。

图11: 明泰铝业资产负债率

图12: 明泰铝业经营性净现金流 (亿元)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

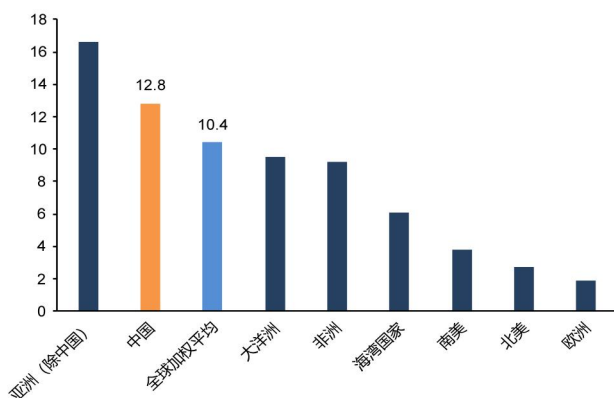
欧洲碳边境税政策将提升公司低碳铝竞争优势

生产 1 吨再生铝的能耗仅为原铝的 5%，可节约 3.4 吨标准煤，节水 14 立方米，减少固体废物排放 20 吨。公司于 2017 年前瞻性布局再生铝领域，开发再生铝保级利用技术。提高再生铝对原铝的替代使用，降低碳排放量，实现资源循环利用。同时公司开展碳足迹认证工作，目前 3003 铝带产品、3004 铝板产品、3004 铝箔产品、3104 铝板产品、5083 铝带产品、5182 铝带产品、6061 中厚板产品顺利获得 SGS 碳足迹认证证书。

今年 8 月 17 日，欧盟委员会对外公布了碳边境调节机制过渡期实施细则，该细则从 10 月 1 日起生效，一直持续到 2025 年底。并于 2026 年正式起征，将成为世界上第一个征收“碳关税”的经济体。

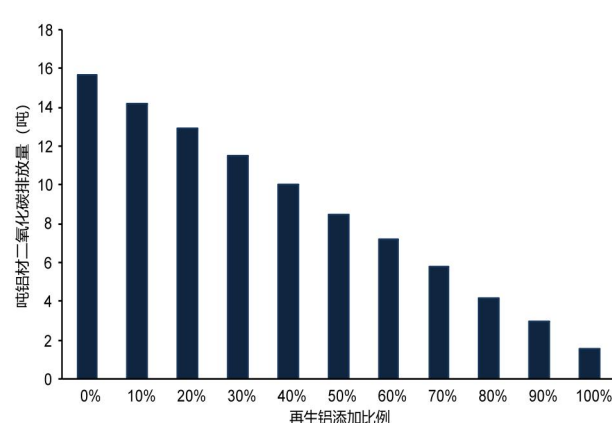
我国能源禀赋决定了我国铝工业用电以火电为主，我国电解铝行业中煤电占比高达 88%，远高于全球平均水平，导致我国电解铝单位排放量偏高，具有更大的减排压力，如图 13 所示。明泰铝业产品中的再生铝含量超过 1/3，碳排放比煤电铝产品减少约 5 吨二氧化碳当量。欧洲最新二氧化碳交易价格突破 100 欧元/吨。因此产品的低碳优势助力明泰铝业开拓国外市场。

图13：2019 年全球主要地区铝电解环节碳排放对比（t-CO₂）



资料来源：国际铝协、国信证券经济研究所整理

图14：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

投资建议：参照年初以来板带箔国内外需求情况及加工费，我们小幅下调了公司出货量及加工费假设，预计 2023/2024/2025 年公司的营业收入分别为 284/316/349 亿元，同比增速 2.1/11.5/10.4%，归母净利润分别为

17.60/19.86/22.28 亿元（前值 19.14/22.60/26.38 亿元），同比增速 10.1%/12.8%/12.2%，EPS 分别为 1.81/2.05/2.30 元，当前股价对应 PE 倍数分别为 7.8/6.9/6.2。铝板带箔需求短期承压，但明泰铝业成本控制能力强，能在保证销量的情况下维持较高盈利水平。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，维持“买入”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2909	1876	1876	1876	1876	营业收入	24613	27781	28375	31627	34902
应收款项	2794	3240	3887	5199	6694	营业成本	21469	25071	25168	27967	30766
存货净额	3724	3867	4751	5660	6649	营业税金及附加	111	140	143	159	176
其他流动资产	1201	1090	2837	3479	4188	销售费用	74	71	72	80	89
流动资产合计	12771	11737	15016	17879	21072	管理费用	236	247	269	298	327
固定资产	4771	5715	5576	5295	4992	研发费用	953	995	1016	1132	1250
无形资产及其他	442	432	415	398	380	财务费用	81	(133)	142	158	175
投资性房地产	944	1070	1070	1070	1070	投资收益	51	48	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	8	24	0	0	0
资产总计	18929	18955	22077	24642	27514	其他收入	425	491	525	525	525
短期借款及交易性金融负债	377	291	1776	2052	2420	营业利润	2173	1954	2090	2357	2645
应付款项	3683	2645	2715	3019	3325	营业外净收支	(31)	(4)	0	0	0
其他流动负债	2414	2033	2042	2270	2500	利润总额	2142	1950	2090	2357	2645
流动负债合计	6474	4969	6532	7340	8245	所得税费用	251	308	330	372	417
长期借款及应付债券	1050	985	985	985	985	少数股东损益	38	44	0	0	0
其他长期负债	336	363	390	416	443	归属于母公司净利润	1852	1599	1760	1986	2228
长期负债合计	1386	1348	1375	1401	1428	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	7860	6317	7907	8742	9673	净利润	1852	1599	1760	1986	2228
少数股东权益	394	435	435	435	435	资产减值准备	(33)	12	2	(1)	(1)
股东权益	10674	12202	13735	15465	17405	折旧摊销	433	532	554	599	622
负债和股东权益总计	18929	18955	22077	24642	27514	公允价值变动损失	(8)	(24)	0	0	0
						财务费用	81	(133)	142	158	175
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	602	(1983)	(3172)	(2305)	(2632)
每股收益	2.71	1.65	1.81	2.05	2.30	其它	69	26	(2)	1	1
每股红利	0.22	0.21	0.23	0.26	0.30	经营活动现金流	2914	161	(858)	280	219
每股净资产	15.64	12.58	14.16	15.95	17.95	资本开支	0	(1501)	(400)	(300)	(300)
ROIC	16%	10%	11%	11%	11%	其它投资现金流	(611)	479	0	0	0
ROE	17%	13%	13%	13%	13%	投资活动现金流	(611)	(1022)	(400)	(300)	(300)
毛利率	13%	10%	11%	12%	12%	权益性融资	(10)	0	0	0	0
EBIT Margin	7%	5%	6%	6%	7%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	9%	6%	8%	8%	8%	支付股利、利息	(148)	(206)	(227)	(256)	(287)
收入增长	51%	13%	2%	11%	10%	其它融资现金流	(1161)	241	1485	276	368
净利润增长率	73%	-14%	10%	13%	12%	融资活动现金流	(1467)	(172)	1258	20	81
资产负债率	44%	36%	38%	37%	37%	现金净变动	836	(1032)	0	0	0
息率	1.1%	1.5%	1.7%	1.9%	2.1%	货币资金的期初余额	2073	2909	1876	1876	1876
P/E	5.1	8.4	7.8	6.9	6.2	货币资金的期末余额	2909	1876	1876	1876	1876
P/B	0.9	1.1	1.0	0.9	0.8	企业自由现金流	0	(1892)	(1687)	(413)	(437)
EV/EBITDA	7.9	11.0	9.6	8.7	8.0	权益自由现金流	0	(1652)	(88)	(64)	(14)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

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。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

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。本报告仅供我公司客户使用，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中所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 层

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