



买入 (维持)

所属行业: 有色金属/工业金属
当前价格(元): 12.75

证券分析师

翟堃

资格编号: S0120523050002

邮箱: zhaikun@tebon.com.cn

张崇欣

资格编号: S0120522100003

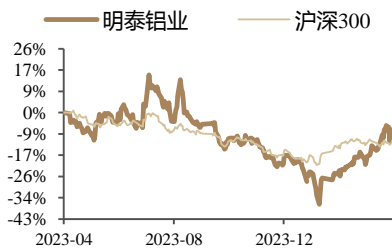
邮箱: zhangcx@tebon.com.cn

研究助理

谷瑜

邮箱: guyu5@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	17.73	21.54	22.36
相对涨幅(%)	15.40	18.98	14.85

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

1.《明泰铝业(601677.SH): Q3业绩受加工费下行影响, 环比走弱》, 2023.10.27

明泰铝业 (601677.SH): 23&24Q1 以量补价, 义瑞新材 项目推进

投资要点

- 事件: 公司发布2023年报及2024年一季报。**公司2023年全年实现营收264亿元, 同比-4.82%, 实现归母净利润13.5亿元, 同比-15.71%, 实现扣非归母净利润10.5亿元, 同比-16.31%, 销售毛利率9.46%, 净利率5.10%, 均较2022年小幅下降。公司2024Q1单季度实现营收71.9亿元, 环比+2.85%, 同比+17.92%, 实现归母净利润3.6亿元, 环比+93.86%, 同比+2.35%, 同环比均有所改善。公司拟派发现金红利人民币1.62亿元(含税), 股利支付率12%。
- 价跌量升, 2023年铝板带箔盈利有所下降。**产量方面, 2023年全年公司生产铝板带101.57万吨, 同比增加6.70%, 生产铝箔22.87万吨, 同比增加8.65%, 义瑞新材年产70万吨绿色新型铝合金材料项目完成1+4热连轧精轧机、1850冷轧机等机列建设工作。价格方面, 2023年公司铝板带实现营收199.7亿元, 营业成本182.5亿元, 实现毛利17.2亿元, 同比下降14.0%。我们计算铝板带箔平均销售价格为19858元/吨, 较2022年的22353元/吨下降11.2%; 单位毛利1713元/吨, 较2022年的2092元/吨下降18.1%。2023年公司铝箔实现营收48.9亿元, 营业成本43.0亿元, 实现毛利5.8亿元, 同比下降6.6%。我们计算铝箔平均销售价格为21297元/吨, 较2022年的23211元/吨下降8.2%; 单位毛利2543元/吨, 较2022年的2995元/吨下降15.1%。
- 2024Q1产销实现增长, 加工费位于底部, 盈利或进入改善通道。**据公司经营快报, 2023年1-3月累计实现铝板带箔销量33.99万吨, 同比增加16.0%, 实现铝型材销量0.41万吨, 同比增加5.1%。2024Q1季度1060压花板(河南)平均加工费报650元/吨, 同比大幅下降43.5%, 环比持平; 2024Q1季度8011食品箔坯料(河南)平均加工费报700元/吨, 同比大幅下降48.1%, 环比持平。公司产品销售采取“铝锭价格+加工费”的定价原则, 利润主要来源于加工费, 2024Q1公司以量补价, 业绩实现同环比改善。
- 盈利预测。**根据加工费以及公司远期产销量目标, 我们预计公司2024-2026年营收分别为339/383/385亿元, 归母净利润分别为14.7/16.5/16.7亿元, 对应EPS为1.18/1.32/1.34元, 2024年4月26日收盘价对应PE分别为10.80x/9.63x/9.52x, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 在建项目进展不及预期; 下游需求不及预期; 铝加工费大幅下降。

股票数据

总股本(百万股):	1,243.70
流通A股(百万股):	1092.49
52周内股价区间(元):	11.55-21.38
总市值(百万元):	14,238.35
总资产(百万元):	20,568.28
每股净资产(元):	13.24

资料来源: 公司公告

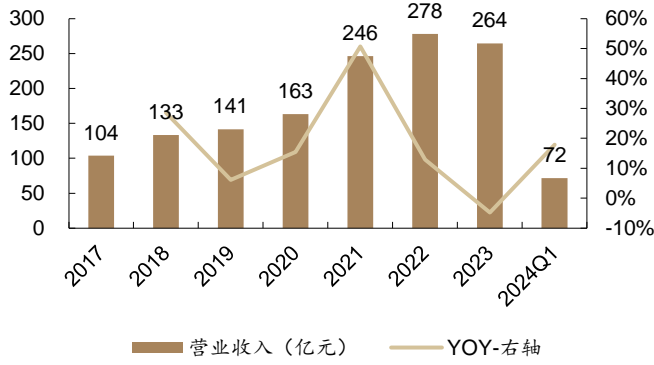
主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	27,781	26,442	33,894	38,311	38,502
(+/-)YOY(%)	12.9%	-4.8%	28.2%	13.0%	0.5%
净利润(百万元)	1,599	1,347	1,468	1,647	1,666
(+/-)YOY(%)	-13.7%	-15.7%	8.9%	12.2%	1.2%
全面摊薄EPS(元)	1.29	1.08	1.18	1.32	1.34
毛利率(%)	9.8%	9.5%	8.5%	8.5%	8.5%
净资产收益率(%)	13.1%	8.6%	8.7%	9.1%	8.6%

资料来源: 公司年报(2022-2023), 德邦研究所

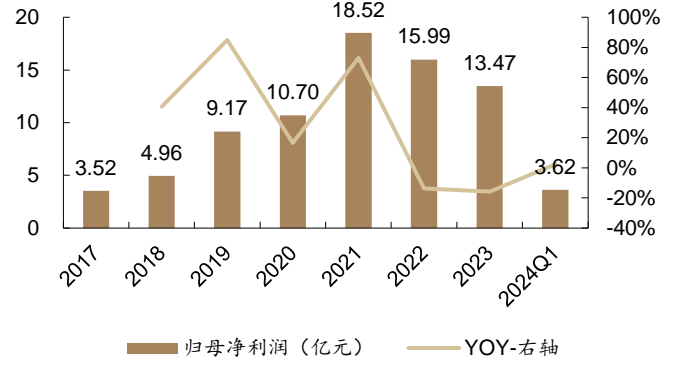
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

图 1: 公司营业收入和增速



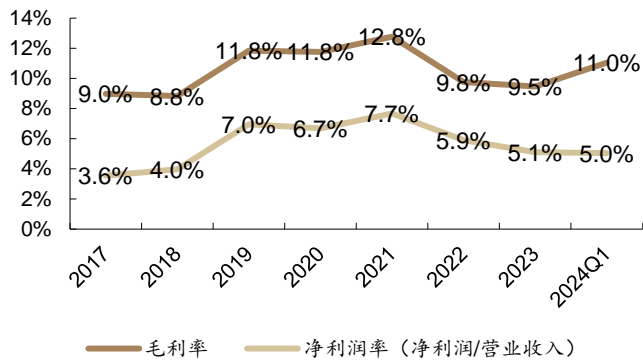
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 2: 公司归母净利润和增速



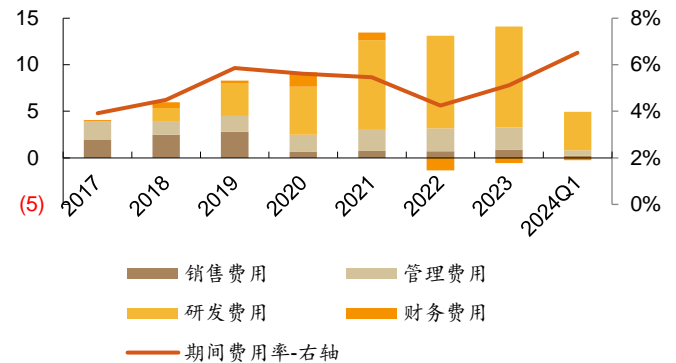
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 3: 公司毛利率和净利率



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

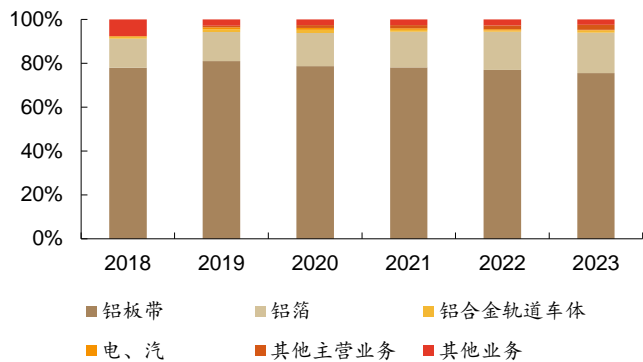
图 4: 公司期间费用 (单位: 亿元) 及期间费用率



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

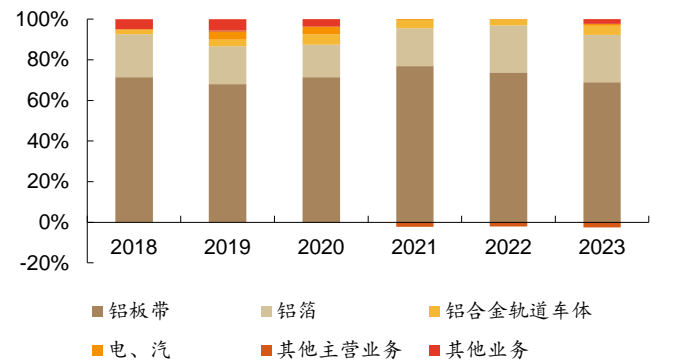
注: 由于会计准则的变化, 2018 年之前的研发费用体现在管理费用中

图 5: 公司营业收入结构



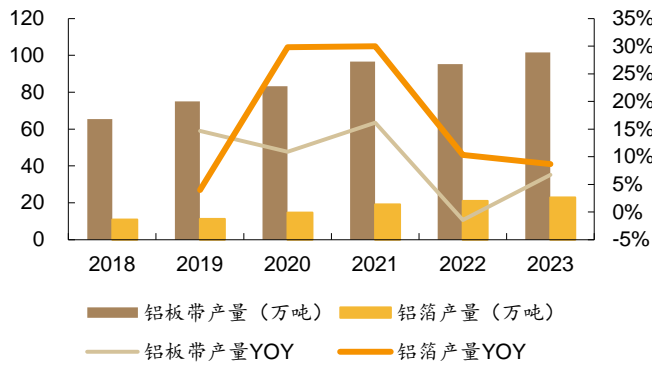
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 6: 公司毛利结构



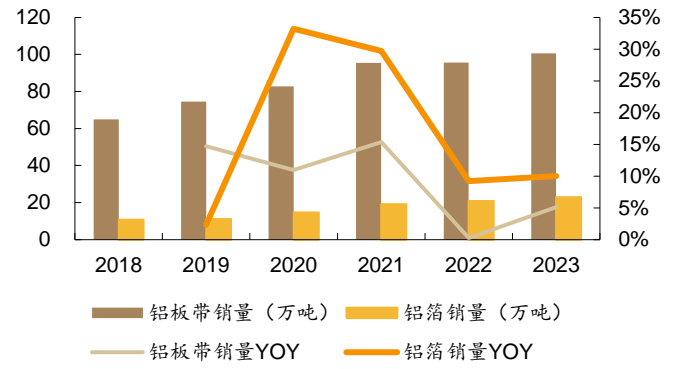
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 7: 公司铝板带箔产量



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 8: 公司铝板带箔销量



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	1.31	1.18	1.32	1.34
每股净资产	13.12	13.51	14.53	15.52
每股经营现金流	0.56	1.55	0.52	3.00
每股股利	0.13	0.25	0.30	0.35
价值评估(倍)				
P/E	8.66	10.80	9.63	9.52
P/B	0.86	0.94	0.88	0.82
P/S	0.58	0.45	0.40	0.39
EV/EBITDA	5.29	5.84	5.43	4.10
股息率%	1.1%	2.0%	2.4%	2.7%
盈利能力指标(%)				
毛利率	9.5%	8.5%	8.5%	8.5%
净利润率	5.1%	4.4%	4.3%	4.4%
净资产收益率	8.6%	8.7%	9.1%	8.6%
资产回报率	6.3%	6.4%	6.9%	6.6%
投资回报率	7.9%	8.2%	8.5%	8.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-4.8%	28.2%	13.0%	0.5%
EBIT 增长率	-21.3%	17.6%	8.1%	2.8%
净利润增长率	-15.7%	8.9%	12.2%	1.2%
偿债能力指标				
资产负债率	24.9%	25.2%	22.5%	22.2%
流动比率	2.7	2.7	3.1	3.3
速动比率	1.7	1.7	2.0	2.4
现金比率	0.6	0.8	0.8	1.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	14.2	15.0	15.0	15.0
存货周转天数	60.2	50.0	48.0	45.0
总资产周转率	1.2	1.5	1.6	1.5
固定资产周转率	5.2	6.6	7.3	7.4

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,347	1,468	1,647	1,666
少数股东损益	2	21	13	18
非现金支出	681	448	515	516
非经营收益	-16	-21	-14	-17
营运资金变动	-1,349	18	-1,510	1,552
经营活动现金流	666	1,933	650	3,736
资产	-213	-509	-532	-521
投资	-405	0	0	0
其他	32	43	40	44
投资活动现金流	-586	-466	-492	-476
债权募资	161	37	99	68
股权募资	1,270	0	0	0
其他	-340	-325	-389	-454
融资活动现金流	1,091	-288	-291	-386
现金净流量	1,194	1,180	-133	2,873

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 26 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	26,442	33,894	38,311	38,502
营业成本	23,942	31,001	35,053	35,220
毛利率%	9.5%	8.5%	8.5%	8.5%
营业税金及附加	161	188	223	219
营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	86	98	118	115
营业费用率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	239	304	345	346
管理费用率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
研发费用	1,084	1,302	1,521	1,503
研发费用率%	4.1%	3.8%	4.0%	3.9%
EBIT	1,398	1,643	1,777	1,826
财务费用	-55	-47	-69	-64
财务费用率%	-0.2%	-0.1%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	-10	-1	-1	-1
投资收益	21	43	40	44
营业利润	1,460	1,690	1,840	1,889
营业外收支	-1	-5	-5	-5
利润总额	1,459	1,685	1,835	1,884
EBITDA	2,059	2,070	2,271	2,321
所得税	110	196	176	200
有效所得税率%	7.5%	11.6%	9.6%	10.6%
少数股东损益	2	21	13	18
归属母公司所有者净利润	1,347	1,468	1,647	1,666

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,073	4,253	4,120	6,993
应收账款及应收票据	3,230	3,341	3,643	3,376
存货	4,140	4,470	4,875	3,928
其它流动资产	2,793	2,752	3,016	2,846
流动资产合计	13,236	14,816	15,654	17,143
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	5,134	5,154	5,220	5,229
在建工程	706	770	744	762
无形资产	421	411	400	390
非流动资产合计	8,007	8,081	8,110	8,126
资产总计	21,243	22,897	23,764	25,269
短期借款	451	488	587	655
应付票据及应付账款	3,146	3,398	2,833	3,037
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,343	1,531	1,577	1,562
流动负债合计	4,940	5,417	4,997	5,254
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	359	359	359	359
非流动负债合计	359	359	359	359
负债总计	5,299	5,776	5,356	5,613
实收资本	1,192	1,192	1,192	1,192
普通股股东权益	15,645	16,801	18,075	19,306
少数股东权益	299	320	333	351
负债和所有者权益合计	21,243	22,897	23,764	25,269

信息披露

分析师与研究助理简介

翟堃，所长助理，能源开采&有色金属行业首席分析师，中国人民大学金融硕士，天津大学工学学士，8年证券研究经验，2022年上海证券报能源行业第二名，2021年新财富能源开采行业入围，2020年机构投资者(II)钢铁、煤炭和铁行业第二名，2019年机构投资者(II)金属与采矿行业第三名。研究基础扎实，产业、政府资源丰富，擅长从库存周期角度把握周期节奏，深挖优质弹性标的。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。