

明泰铝业 (601677.SH)

下游市场复苏，销量稳中有增

买入

核心观点

2023年公司归母净利润同比下降16%。2023年实现营业收入264.4亿元(-4.8%)，归母净利润13.5亿元(-15.7%)，扣非归母净利润10.5亿元(-16.3%)，经营性净现金流6.7亿元。其中2024Q1营业收入71.9亿元(同比+17.9%，环比+2.8%)，归母净利润3.6亿元(同比+2.3%，环比+94%)，扣非归母净利润2.7亿元(同比-3.4%，环比+125%)。

明泰铝业板带箔产销量创新高。2023年公司铝板带箔销量125万吨，同比增加8万吨。2024年以来随着义瑞新材投产放量，以及下游需求弱复苏，公司产销量创新高，2024年3月单月销量超过12万吨。单位盈利方面，2023年公司铝板带箔毛利1713元/吨，铝箔毛利2543元/吨。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，2024Q1反弹到1065元/吨。

资产负债表方面，截至2024Q1末公司资产负债率24.7%，较2022年末33.3%的水平有明显下降。应收账款和应收票据43.6亿元，比2022年末增加11.4亿元，主要是销量增加，延长部分客户账期；存货45.8亿元，比2022年末增加7亿元。负债方面，截至2024Q1末应付账款和应付票据33.3亿元，比2022年末增加7亿元。

重点项目方面，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，助力公司早日实现铝板带箔产销量200万吨，再生铝140万吨的目标。

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：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，预计2024/2025/2026年公司的营业收入分别为313/345/378亿元，同比增速18.4%/10.3%/9.3%，归母净利润分别为14.99/16.52/18.15亿元，同比增速11.3%/10.2%/9.9%，EPS分别为1.21/1.33/1.46元，当前股价对应PE倍数分别为11.1/10.1/9.1。近几年铝板带箔行业产能扩张较多，加工费承压，今年以来需求弱复苏，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

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	27,781	26,442	31,319	34,532	37,759
(+/-%)	12.9%	-4.8%	18.4%	10.3%	9.3%
净利润(百万元)	1599	1347	1499	1652	1815
(+/-%)	-13.7%	-15.7%	11.3%	10.2%	9.9%
每股收益(元)	1.65	1.13	1.21	1.33	1.46
EBIT Margin	4.5%	3.5%	3.4%	3.6%	3.7%
净资产收益率(ROE)	13.1%	8.6%	9.0%	9.3%	9.5%
市盈率(PE)	8.1	11.8	11.1	10.1	9.1
EV/EBITDA	10.8	13.3	15.0	14.2	13.6
市净率(PB)	1.06	1.02	0.99	0.93	0.87

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	合理估值	买入(维持)
收盘价		13.35元
总市值/流通市值		16603/15920百万元
52周最高价/最低价		15.95/8.33元
近3个月日均成交额		316.35百万元

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)-销量稳中有增，单位盈利逐季反弹》——2023-08-31
- 《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

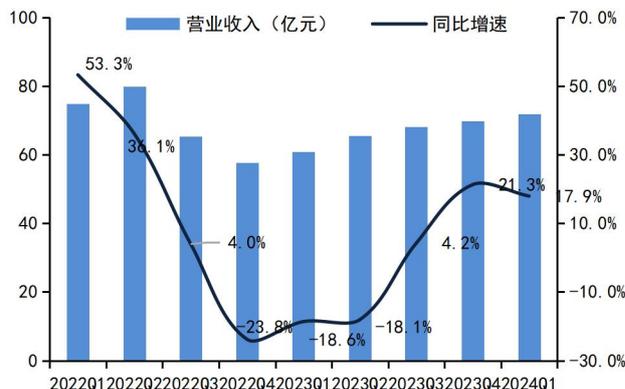
2023 年公司归母净利润同比下降 16%。2023 年实现营收 264.4 亿元（-4.8%），归母净利润 13.5 亿元（-15.7%），扣非归母净利润 10.5 亿元（-16.3%），经营性净现金流 6.7 亿元。其中 2024Q1 营业收入 71.9 亿元（同比+17.9%，环比+2.8%），归母净利润 3.6 亿元（同比+2.3%，环比+94%），扣非归母净利润 2.7 亿元（同比-3.4%，环比+125%）。

图1：明泰铝业营业收入及增速（单位：亿元、%）



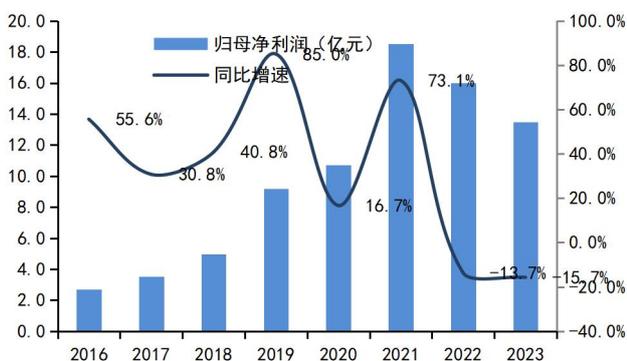
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：明泰铝业单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



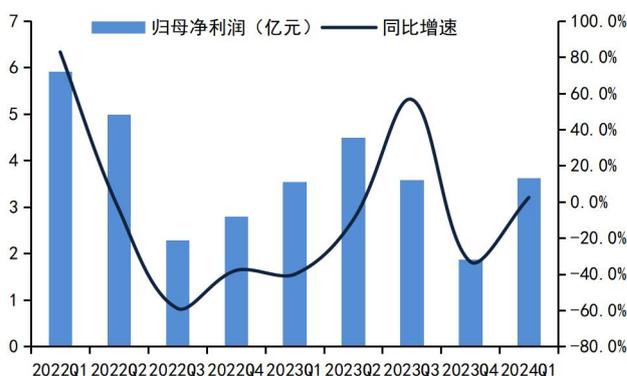
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

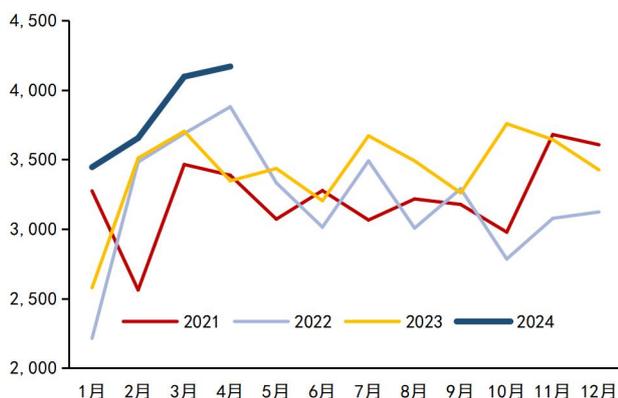
图4：明泰铝业单季归母净利润（单位：亿元）



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创新高。2023 年公司铝板带箔销量 125 万吨，同比增加 8 万吨。2024 年以来随着义瑞新材投产放量，以及下游需求弱复苏，公司产销量创新高，2024 年 3 月单月销量超过 12 万吨。单位盈利方面，2023 年公司铝板带毛利润 1713 元/吨，铝箔毛利润 2543 元/吨。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，2024Q1 反弹到 1065 元/吨。

图5: 明泰铝业板带箔销量 (吨/天)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 明泰铝业板带箔单吨净利润 (元/吨)



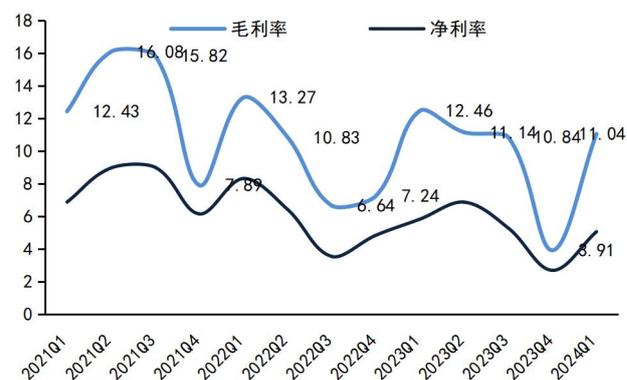
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 明泰铝业毛利率、净利率变化情况



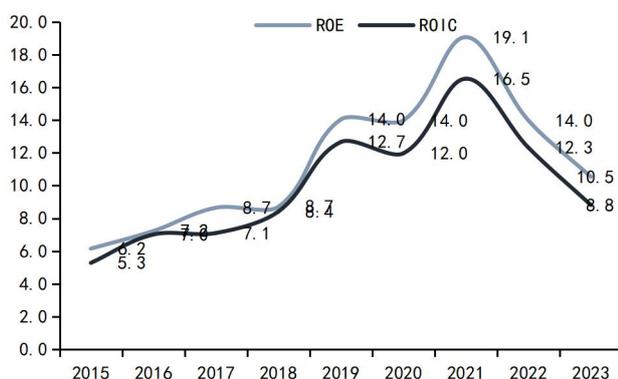
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 明泰铝业单季度毛利率、净利率变化情况 (%)



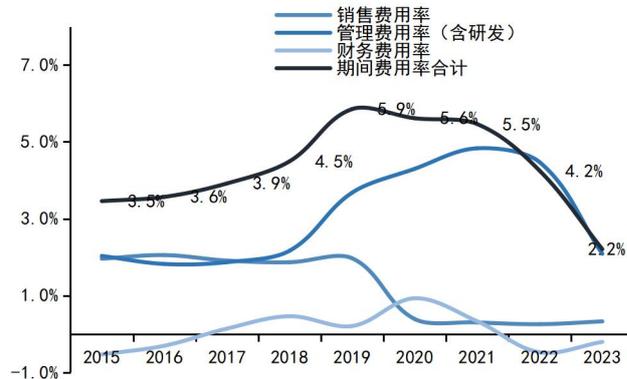
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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 (%)

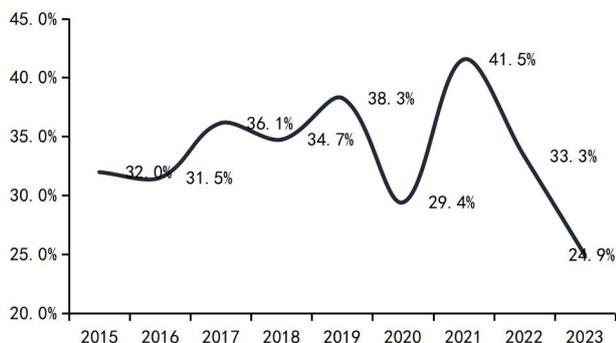


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资产负债表, 截至 2024Q1 末公司资产负债率 24.7%, 较 2022 年末 33.3% 的水平有明显下降。应收账款和应收票据 43.6 亿元, 比 2022 年末增加 11.4 亿元, 主要是

销量增加，延长部分客户账期；存货 45.8 亿元，比 2022 年末增加 7 亿元。负债方面，截至 2024Q1 末应付账款和应付票据 33.3 亿元，比 2022 年末增加 7 亿元。

图11: 明泰铝业资产负债率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

投资建议：参照年初以来板带箔国内外需求情况及加工费，预计 2024/2025/2026 年公司的营业收入分别为 313/345/378 亿元，同比增速 18.4/10.3/9.3%，归母净利润分别为 14.99/16.52/18.15 亿元，同比增速 11.3/10.2/9.9%，EPS 分别为 1.21/1.33/1.46 元，当前股价对应 PE 倍数分别为 11.1/10.1/9.1。近几年铝板带箔行业产能扩张较多，加工费承压，今年以来需求弱复苏，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)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1876	3073	3073	3073	3073	营业收入	27781	26442	31319	34532	37759
应收款项	3240	3239	4290	5676	7241	营业成本	25071	23942	28388	31244	34104
存货净额	3867	4140	5377	6344	7395	营业税金及附加	140	161	191	210	230
其他流动资产	1090	1659	3132	3798	4531	销售费用	71	86	102	113	123
流动资产合计	11737	13236	16997	20017	23365	管理费用	247	239	300	330	359
固定资产	5715	5840	5498	5121	4727	研发费用	995	1084	1284	1416	1548
无形资产及其他	432	421	404	388	371	财务费用	(133)	(55)	(50)	(50)	(50)
投资性房地产	1070	1745	1745	1745	1745	投资收益	48	21	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	24	0	0	0	0
资产总计	18955	21243	24645	27271	30208	其他收入	491	455	517	517	517
短期借款及交易性金融负债	291	451	2619	3619	4812	营业利润	1954	1460	1621	1786	1962
应付款项	2645	3146	3073	3384	3697	营业外净收支	(4)	(1)	0	0	0
其他流动负债	2033	1343	1606	1769	1933	利润总额	1950	1459	1621	1786	1962
流动负债合计	4969	4940	7297	8771	10442	所得税费用	308	110	122	134	147
长期借款及应付债券	985	0	0	0	0	少数股东损益	44	2	0	0	0
其他长期负债	363	359	355	350	346	归属于母公司净利润	1599	1347	1499	1652	1815
长期负债合计	1348	359	355	350	346	现金流量表 (百万元)					
负债合计	6317	5299	7652	9121	10788	净利润	1599	1347	1499	1652	1815
少数股东权益	435	299	299	299	299	资产减值准备	12	(16)	1	(1)	(1)
股东权益	12202	15645	16694	17850	19121	折旧摊销	532	661	558	595	612
负债和股东权益总计	18955	21243	24645	27271	30208	公允价值变动损失	(24)	(0)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(133)	(55)	(50)	(50)	(50)
每股收益	1.65	1.13	1.21	1.33	1.46	营运资本变动	(1983)	(1726)	(3576)	(2551)	(2875)
每股红利	0.21	0.16	0.36	0.40	0.44	其它	26	17	(1)	1	1
每股净资产	12.58	13.12	13.42	14.35	15.37	经营活动现金流	161	284	(1518)	(304)	(448)
ROIC	10%	7%	6%	6%	6%	资本开支	0	(759)	(200)	(200)	(200)
ROE	13%	9%	9%	9%	9%	其它投资现金流	479	540	0	0	0
毛利率	10%	9%	9%	10%	10%	投资活动现金流	479	(219)	(200)	(200)	(200)
EBIT Margin	5%	4%	3%	4%	4%	权益性融资	0	1270	0	0	0
EBITDA Margin	6%	6%	5%	5%	5%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	13%	-5%	18%	10%	9%	支付股利、利息	(206)	(192)	(450)	(496)	(545)
净利润增长率	-14%	-16%	11%	10%	10%	其它融资现金流	(1260)	246	2168	1000	1193
资产负债率	36%	26%	32%	35%	37%	融资活动现金流	(1672)	1131	1718	504	648
息率	1.3%	1.2%	2.8%	3.1%	3.4%	现金净变动	(1032)	1197	0	0	0
P/E	8.1	11.8	11.1	10.1	9.1	货币资金的期初余额	2909	1876	3073	3073	3073
P/B	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9	货币资金的期末余额	1876	3073	3073	3073	3073
EV/EBITDA	10.8	13.3	15.0	14.2	13.6	企业自由现金流	0	(964)	(2227)	(1013)	(1157)
						权益自由现金流	0	(718)	(52)	(72)	(69)

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提及的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