



买入（维持）

所属行业：有色金属/工业金属
当前价格(元)：13.25

证券分析师

翟堃

资格编号：S0120523050002

邮箱：zhaikun@tebon.com.cn

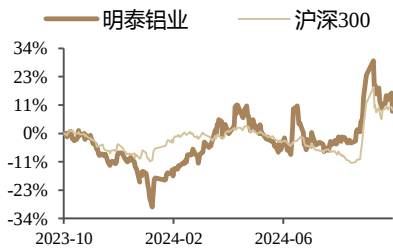
谷瑜

资格编号：S0120524080002

邮箱：guyu5@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-4.68	13.73	11.53
相对涨幅(%)	-10.64	-5.68	-3.58

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《明泰铝业(601677.SH)：产销规模提升，铝内外价差扭转，24H1 归母同比增加 33.3%》，2024.8.19
- 《明泰铝业(601677.SH)：发布 6 月经营快报，24H1 预告业绩大增》，2024.7.10
- 《明泰铝业(601677.SH)：发布 5 月经营快报，铝板带箔产销创单月新高》，2024.6.4
- 《明泰铝业(601677.SH)：23&24Q1 以量补价，义瑞新材项目推进》，2024.4.28

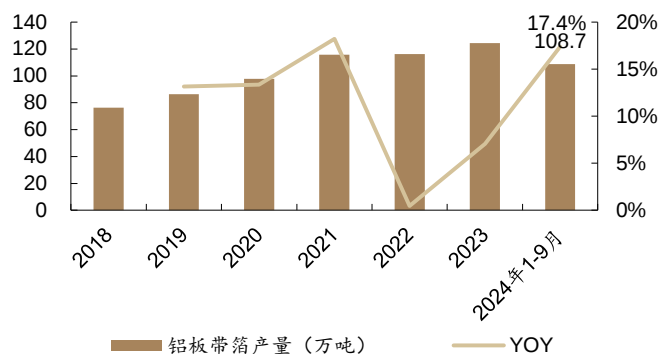
明泰铝业（601677.SH）：产销同比增长，累计归母净利增 22%

投资要点

- 事件：公司发布 2024 年三季度报告。**公司 2024 前三季度实现营业收入 236.6 亿元，同比+21.59%；实现归母净利 14.1 亿元，同比+21.58%；实现扣非归母净利 11.6 亿元，同比+24.85%。营收及净利同比大幅增长主要系产销规模稳步提升，**2024 前三季度铝板带箔销量 108.7 万吨，同比增长 17.4%。**2024Q3 单季度实现营业收入 83.4 亿元，同比+22.4%，环比+2.6%；实现归母净利 3.4 亿元，同比-4.6%，环比-51.8%。此外，公司拟向全体股份每 10 股派发现金红利 0.5 元，合计拟派发现金红利人民币 0.62 亿元。
- 公司发布 2024 年 9 月经营快报，铝板带箔产销累计同比维持高增速。产量方面。**
①单月：公司 2024 年 9 月生产铝板带箔 12.48 万吨，同比增加 17.8%；生产铝型材 0.12 万吨，同比减少 20.0%。**②累计：**公司 2024 年 1-9 月累计生产铝板带箔 108.73 万吨，同比增加 17.4%；累计生产铝型材 1.31 万吨，同比减少 0.8%。
销量方面。①单月：公司 2024 年 9 月销售铝板带箔 12.63 万吨，同比增加 29.1%；销售铝型材 0.11 万吨，同比持平。**②累计：**公司 2024 年 1-9 月累计销售铝板带箔 108.66 万吨，同比增加 18.7%；累计销售铝型材 1.12 万吨，同比增加 7.7%。
- 24H1 铝价震荡走高，24Q3 铝探底回升，公司受益于国内外铝价价差较年初缩小。**根据长江有色金属网数据，2024Q3 现货铝均价达到 19561 元/吨，较 2024Q2 环比下降 4.7%，而 2024Q2 现货铝均价为 20533 元/吨，较 2024Q1 环比增加 7.8%。2024H1 海外局势严峻，推涨外盘铝价，叠加国家不断发布宏观政策提振消费，现货铝价继续上行；Q3 铝价受到降息预期、能源价格等影响先跌后涨。今年以来伦铝价格低于国内铝价的情况逐步扭转，公司外贸售价采用伦铝价+加工费的模式，伦铝价格若持续高于国内铝价将增厚公司外贸销售利润。据我们测算，2024Q1-Q3 国内外铝价差分别为 922 元/吨、-51 元/吨、111 元/吨。
- 长期规划产销规模达 200 万吨，再生铝保级应用持续增加。**公司下辖 9 家全资子公司、2 家控股子公司、2 家全资孙公司，3 家参股公司，现拥有巩义、郑州、蒙阳、东莞、昆山、韩国光阳等生产基地，铝板带箔销量由 2012 年的 31 万吨，迅速扩大至 2023 年的 125 万吨，公司再生铝保级应用产能已达 100 万吨。随着在建义瑞新材项目新增 70 万吨绿色新型铝合金材料产能逐步投产，公司产销规模可达 200 万吨，再生铝保级应用产能将达 140 万吨。
- 盈利预测。**2024 年前三季度产销实现大幅增长，伦铝价格低于国内铝价的情况逐步缓解增厚外贸销售利润，我们预计 2024-2026 年营收分别为 336/379/400 亿元，归母净利分别为 19.3/21.9/23.1 亿元，对应 EPS 为 1.55/1.76/1.86 元，2024 年 10 月 29 日收盘价对应 PE 分别为 8.5x/7.5x/7.1x，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。

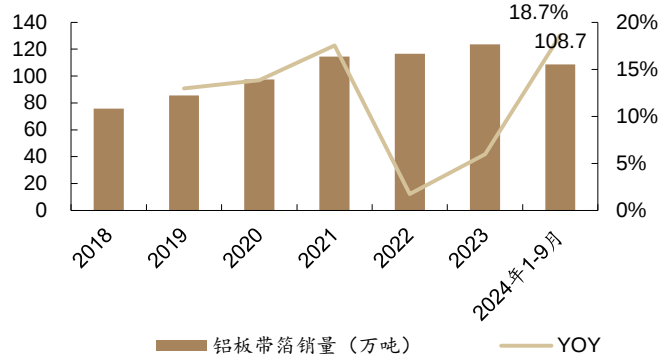
股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	1,243.70		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	1,192.49	营业收入(百万元)	27,781	26,442	33,589	37,855	40,014
52 周内股价区间(元):	11.55-21.38	(+/-)YOY(%)	12.9%	-4.8%	27.0%	12.7%	5.7%
总市值(百万元):	14,091.17	净利润(百万元)	1,599	1,347	1,929	2,188	2,309
总资产(百万元):	23,430.56	(+/-)YOY(%)	-13.7%	-15.7%	43.2%	13.4%	5.5%
每股净资产(元):	13.86	全面摊薄 EPS(元)	1.29	1.08	1.55	1.76	1.86
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	9.8%	9.5%	10.2%	10.2%	10.1%
		净资产收益率(%)	13.1%	8.6%	11.1%	11.4%	11.0%
		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：公司铝板带箔产量



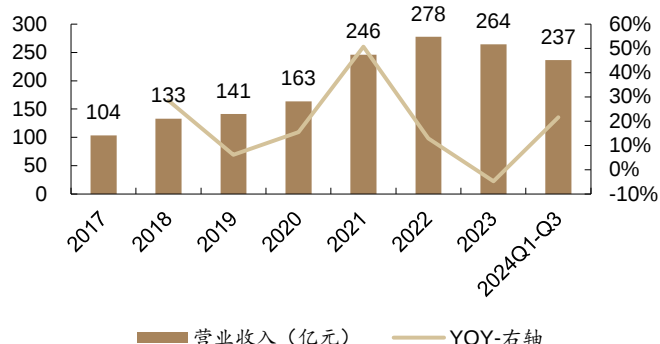
资料来源：公司月度经营快报等公司公告，德邦研究所

图 2：公司铝板带箔销量



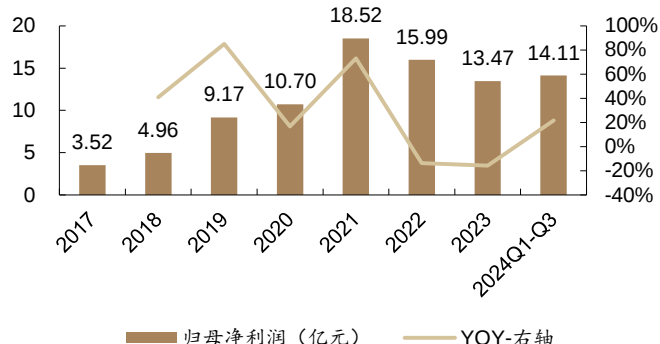
资料来源：公司月度经营快报等公司公告，德邦研究所

图 3：公司营业收入和增速



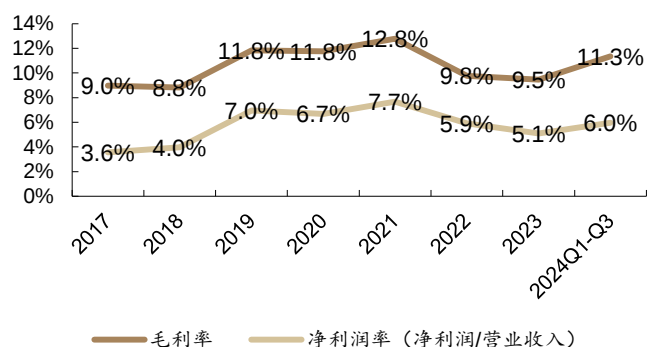
资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

图 4：公司归母净利润和增速



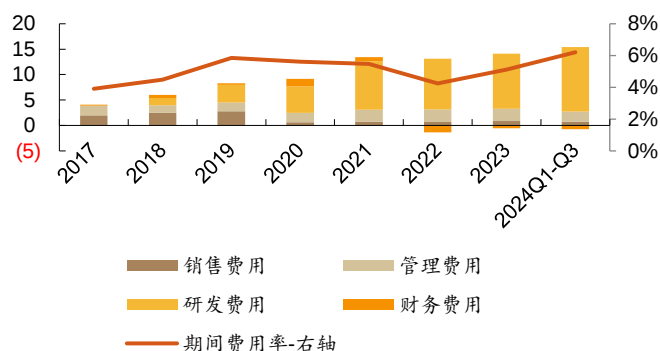
资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

图 5：公司毛利率和净利率



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

图 6：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

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	1.55	1.76	1.86
每股净资产	13.12	13.92	15.38	16.89
每股经营现金流	0.56	1.88	0.92	3.12
每股股利	0.13	0.25	0.30	0.35
价值评估(倍)				
P/E	8.66	8.54	7.53	7.14
P/B	0.86	0.95	0.86	0.78
P/S	0.60	0.49	0.44	0.41
EV/EBITDA	5.29	4.87	4.31	3.11
股息率%	1.1%	1.9%	2.3%	2.6%
盈利能力指标(%)				
毛利率	9.5%	10.2%	10.2%	10.1%
净利润率	5.1%	5.8%	5.8%	5.8%
净资产收益率	8.6%	11.1%	11.4%	11.0%
资产回报率	6.3%	8.3%	8.8%	8.5%
投资回报率	7.9%	10.6%	10.7%	10.3%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-4.8%	27.0%	12.7%	5.7%
EBIT 增长率	-21.3%	55.5%	9.5%	6.8%
净利润增长率	-15.7%	43.2%	13.4%	5.5%
偿债能力指标				
资产负债率	24.9%	24.4%	21.8%	21.5%
流动比率	2.7	2.9	3.3	3.5
速动比率	1.7	1.8	2.1	2.5
现金比率	0.6	0.8	0.9	1.4
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	1.4	1.5	1.5
固定资产周转率	5.2	6.5	7.3	7.7

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,347	1,929	2,188	2,309
少数股东损益	2	27	17	25
非现金支出	681	448	515	516
非经营收益	-16	-21	-14	-18
营运资金变动	-1,349	-50	-1,559	1,048
经营活动现金流	666	2,334	1,148	3,880
资产	-213	-509	-532	-521
投资	-405	-400	0	0
其他	32	42	39	46
投资活动现金流	-586	-866	-493	-475
债权募资	161	37	99	68
股权募资	1,270	51	0	0
其他	-340	-325	-389	-454
融资活动现金流	1,091	-236	-291	-386
现金净流量	1,194	1,231	364	3,019

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 29 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	33,589	37,855	40,014
营业成本	23,942	30,177	34,012	35,960
毛利率%	9.5%	10.2%	10.2%	10.1%
营业税金及附加	161	187	220	228
营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	86	98	117	120
营业费用率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	239	301	341	360
管理费用率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
研发费用	1,084	1,290	1,503	1,563
研发费用率%	4.1%	3.8%	4.0%	3.9%
EBIT	1,398	2,174	2,380	2,541
财务费用	-55	-47	-70	-75
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	42	39	46
营业利润	1,460	2,220	2,443	2,616
营业外收支	-1	-5	-5	-5
利润总额	1,459	2,215	2,438	2,611
EBITDA	2,059	2,601	2,874	3,036
所得税	110	258	233	277
有效所得税率%	7.5%	11.6%	9.6%	10.6%
少数股东损益	2	27	17	25
归属母公司所有者净利润	1,347	1,929	2,188	2,309

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,073	4,304	4,668	7,687
应收账款及应收票据	3,230	3,281	3,619	3,677
存货	4,140	4,242	4,826	4,162
其它流动资产	2,793	3,419	3,676	3,585
流动资产合计	13,236	15,246	16,789	19,111
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	23,327	24,898	27,237
短期借款	451	488	587	655
应付票据及应付账款	3,146	3,224	2,822	3,171
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,343	1,615	1,658	1,681
流动负债合计	4,940	5,328	5,067	5,507
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	5,686	5,426	5,866
实收资本	1,192	1,244	1,244	1,244
普通股股东权益	15,645	17,314	19,129	21,003
少数股东权益	299	326	343	369
负债和所有者权益合计	21,243	23,327	24,898	27,237

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

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。	类 别	评 级	说 明
	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经营范围包括证券投资咨询业务。