

公司研究

铝价下行以及国内外价差导致 Q3 业绩环比下滑，Q3 单季销量创年内新高——明泰铝业（601677.SH）2024 年三季报点评

要点

事件:公司发布 2024 年三季报，公司 2024 年前三季度实现营业收入 236.55 亿元，同比增加 21.59%；前三季度实现归母净利润 14.11 亿元，同比增加 21.58%。公司 Q3 实现营业收入 83.41 亿元，同比增加 22.37%；归母净利润 3.41 亿元，同比-4.65%。

点评: Q3 业绩环比下滑主要系铝价下行以及铝国内外价差导致，但 Q3 销量为年内新高。2024 年 Q3 公司实现铝板带箔+铝型材销量 38.22 万吨，环比增加 2.8%，为年内单季最高值。公司 Q3 归母净利润 3.41 亿元，环比-51.77%，系（1）铝价下行与成本错配，根据 Wind 数据，Q3 电解铝均价为 1.96 万元/吨，环比 Q2 均价下滑 4.7%；（2）公司外贸产品以 LME 为基准进行结算，而原料采购参考国内铝价，若伦铝价格低于国内铝价将影响公司外贸利润，根据我们测算，2024 年 Q2 和 Q3 伦铝和沪铝价差均值分别为+57.3 元/吨和-125.3 元/吨。

变形废铝进口政策放开，丰富公司再生铝来源。近期，中国海关为推动再生金属产业高质量发展，明确符合要求的再生铜铝原料不属于固体废物，可自由进口。变形废铝进口放宽，丰富和拓展公司再生铝保级应用废铝来源，进一步促进公司再生铝保级业务发展。

电解铝纳入全国碳市场渐行渐近，再生铝受益明显。2024 年 3 月 15 日，生态环境部就铝冶炼行业的《企业温室气体排放核算与报告指南》和《企业温室气体排放核算技术指南》公开征求社会意见。我们认为电解铝排放核算指南的推出意味着国内电解铝行业距离纳入全国碳交易市场的时间趋近。IAI 统计，生产 1t 再生铝的二氧化碳排放量仅为 0.2t（而火电铝为 13 吨）。按照 2024 年 10 月 25 日上海碳排放权配额成交均价 72 元/吨计算，每吨再生铝将节约碳税 921.6 元。

产能扩张进行时，新产品开发不断充实客户群体。截至 2023 年末，公司拥有年处理废铝规模 100 余万吨、12 万吨铝灰渣综合利用产能。未来公司目标实现铝板带箔年产销量 200 万吨，再生铝 140 万吨，即原材料来源中再生铝占比约 70%。公司正在光伏逆变器、汽车大屏幕液晶背板、卫星零部件材料等领域开发和储备客户。

盈利预测、估值与评级:考虑 2024 年铝价强势表现以及后续公司规模持续提升，我们上调盈利预测，预计 2024/2025/2026 年归母净利润为 18.0/20.2/22.5 亿元（较前次预测上调 11.8%/10.4%/9.8%），对应当前股价的 PE 估值分别为 9/8/7X，维持对公司的“增持”评级。

风险提示: 铝价大幅波动风险；公司在建项目产能释放不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	27,781	26,442	32,039	35,466	39,341
营业收入增长率	12.87%	-4.82%	21.17%	10.69%	10.93%
净利润（百万元）	1,599	1,347	1,804	2,015	2,247
净利润增长率	-13.68%	-15.71%	33.89%	11.70%	11.51%
EPS（元）	1.65	1.13	1.45	1.62	1.81
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.10%	8.61%	10.43%	10.55%	10.64%
P/E	8	12	9	8	7
P/B	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2024-10-30 (2022 年-2024 年公司股本为 9.7/11.9/12.4 亿股)

增持（维持）

当前价: 13.01 元

作者

分析师: 王招华

执业证书编号: S0930515050001

021-52523811

wangzh@ebsecn.com

分析师: 马俊

执业证书编号: S0930523070008

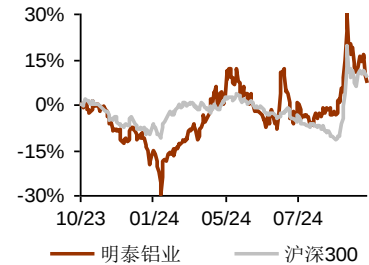
021-52523809

majun@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	12.44
总市值(亿元):	161.81
一年最低/最高(元):	8.24/16.52
近 3 月换手率:	104.13%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-10.19	-6.53	-1.67
绝对	-13.38	6.46	7.20

资料来源: Wind

表 1：公司单季度主要财务指标

单位：亿元	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
主营业务收入	75.63	74.89	79.90	65.41	57.61	60.93	65.46	68.16	69.86	71.85	81.29	83.41
同比增长率	173.70%	134.50%	107%	87%	-24%	-19%	-18%	4%	21%	18%	24%	22%
毛利	5.97	9.94	8.65	4.35	4.17	7.59	7.29	7.39	2.73	7.93	11.07	7.84
毛利率	7.89%	13.27%	10.83%	6.64%	7.24%	12.46%	11.14%	10.84%	3.91%	11.04%	13.61%	9.39%
销售费用	0.32	0.19	0.09	0.18	0.24	0.23	0.06	0.28	0.29	0.22	0.25	0.25
财务费用	0.40	0.18	-1.06	-0.73	0.29	0.25	-0.67	-0.04	-0.10	-0.26	-0.55	0.09
管理费用	0.62	0.70	0.59	0.61	0.57	0.56	0.57	0.56	0.71	0.58	0.71	0.69
研发费用	2.38	2.90	3.00	2.80	1.25	3.13	3.30	3.51	0.90	4.15	3.94	4.61
期间费用率	4.93%	5.30%	3.29%	4.36%	4.07%	6.85%	4.99%	6.32%	2.58%	6.52%	5.36%	6.77%
税前利润	2.67	7.53	6.72	2.50	2.75	4.13	4.99	3.96	1.51	4.00	7.97	3.70
归属母公司净利润	4.50	5.91	5.00	2.29	2.79	3.54	4.49	3.58	1.87	3.62	7.08	3.41
净利率	5.96%	7.89%	6.25%	3.50%	4.85%	5.80%	6.86%	5.25%	2.67%	5.04%	8.71%	4.09%
同比增长率	245%	376%	260%	124%	-38%	-40%	-10%	57%	-33%	2%	58%	-5%
扣非净利润	3.96	4.85	4.48	1.41	1.80	2.77	3.63	2.91	1.19	2.67	6.31	2.64
期末净资产	111	118	121	123	126	128	131	150	159	166	172	175
年化 ROE	16.28%	20.12%	16.55%	7.45%	8.84%	11.02%	13.68%	9.52%	4.68%	8.73%	16.51%	7.79%
存货/销售收入	12.31%	15.08%	12.29%	13.45%	16.78%	17.55%	16.04%	16.40%	14.81%	15.95%	15.67%	14.99%
带息负债	14.3	14.1	11.2	12.4	12.8	11.9	12.4	11.3	4.5	3.3	5.0	2.6
货币资金	29.1	26.0	43.5	45.1	18.8	16.2	26.3	31.6	30.7	17.7	13.5	8.3
资产负债率	41.53%	42.28%	39.70%	37.43%	33.33%	30.33%	34.62%	26.88%	24.95%	24.71%	26.27%	25.17%
存货金额	37.2	45.2	39.3	35.2	38.7	42.8	42.0	44.7	41.4	45.8	50.9	50.0
自由现金流	6.2	0.9	3.8	(0.1)	(15.0)	(6.3)	16.5	(9.3)	3.5	(6.6)	9.8	(6.9)
最新总股本(亿股)	12.44	12.44	12.44	12.44	12.44	12.44	12.44	12.44	12.44	12.44	12.44	12.44
摊薄 EPS (元/股)	0.362	0.475	0.402	0.184	0.225	0.284	0.361	0.288	0.150	0.291	0.569	0.275

资料来源：Wind，光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	27,781	26,442	32,039	35,466	39,341
营业成本	25,071	23,942	28,748	31,823	35,300
折旧和摊销	532	661	625	649	672
税金及附加	140	161	195	216	240
销售费用	71	86	106	117	130
管理费用	247	239	292	323	358
研发费用	995	1,084	1,314	1,454	1,613
财务费用	-133	-55	-53	-71	-91
投资收益	48	21	20	20	20
营业利润	1,954	1,460	2,018	2,258	2,521
利润总额	1,950	1,459	2,016	2,256	2,519
所得税	308	110	202	226	252
净利润	1,642	1,349	1,814	2,030	2,267
少数股东损益	44	2	10	15	20
归属母公司净利润	1,599	1,347	1,804	2,015	2,247
EPS (元)	1.65	1.13	1.45	1.62	1.81

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-856	666	2,149	2,078	2,243
净利润	1,599	1,347	1,804	2,015	2,247
折旧摊销	532	661	625	649	672
净营运资金增加	2,544	699	782	863	977
其他	-5,531	-2,042	-1,062	-1,449	-1,653
投资活动产生现金流	601	-586	-392	-355	-330
净资本支出	-167	-213	-350	-350	-350
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	768	-373	-42	-5	20
融资活动现金流	-210	1,091	-181	-198	-170
股本变化	287	223	51	0	0
债务净变化	-151	-825	-135	-95	-66
无息负债变化	-1,392	-193	255	231	356
净现金流	-466	1,194	1,576	1,525	1,743

主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	9.8%	9.5%	10.3%	10.3%	10.3%
EBITDA 率	8.4%	7.9%	8.2%	8.0%	7.9%
EBIT 率	6.5%	5.4%	6.2%	6.2%	6.2%
税前净利润率	7.0%	5.5%	6.3%	6.4%	6.4%
归母净利润率	5.8%	5.1%	5.6%	5.7%	5.7%
ROA	8.7%	6.4%	7.9%	8.1%	8.3%
ROE (摊薄)	13.1%	8.6%	10.4%	10.6%	10.6%
经营性 ROIC	11.6%	9.1%	11.9%	12.8%	13.6%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	33%	25%	24%	22%	21%
流动比率	2.36	2.68	2.86	3.10	3.33
速动比率	1.58	1.84	2.03	2.23	2.43
归母权益/有息债务	9.56	34.70	54.80	86.47	136.57
有形资产/有息债务	14.44	45.98	71.20	110.42	172.53

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	18,955	21,243	23,022	24,979	27,303
货币资金	1,876	3,073	4,333	5,637	7,226
交易性金融资产	1,385	1,044	1,044	1,039	1,034
应收账款	800	1,279	1,269	1,404	1,558
应收票据	2,424	1,950	2,243	2,483	2,754
其他应收款 (合计)	16	9	11	13	14
存货	3,867	4,140	4,446	4,913	5,442
其他流动资产	525	1,060	1,088	1,106	1,125
流动资产合计	11,737	13,236	15,234	17,471	20,116
其他权益工具	422	422	422	422	422
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	5,018	5,134	4,851	4,529	4,174
在建工程	692	704	640	593	557
无形资产	432	421	462	498	537
商誉	7	7	7	7	7
其他非流动资产	559	1,233	1,289	1,289	1,289
非流动资产合计	7,217	8,007	7,788	7,509	7,187
总负债	6,317	5,299	5,419	5,555	5,845
短期借款	291	451	316	221	155
应付账款	992	854	1,026	1,136	1,260
应付票据	1,653	2,292	2,587	2,864	3,177
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	1,430	832	832	832	832
流动负债合计	4,969	4,940	5,320	5,643	6,048
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	985	0	0	0	0
其他非流动负债	233	265	321	355	394
非流动负债合计	1,348	359	415	449	488
股东权益	12,637	15,943	17,603	19,424	21,458
股本	970	1,192	1,244	1,244	1,244
公积金	4,539	6,747	6,876	6,946	6,946
未分配利润	6,552	7,719	9,188	10,924	12,938
归属母公司权益	12,202	15,645	17,294	19,100	21,114
少数股东权益	435	299	309	324	344

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	0.25%	0.33%	0.33%	0.33%	0.33%
管理费用率	0.89%	0.91%	0.91%	0.91%	0.91%
财务费用率	-0.48%	-0.21%	-0.17%	-0.20%	-0.23%
研发费用率	3.58%	4.10%	4.10%	4.10%	4.10%
所得税率	16%	8%	10%	10%	10%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利	0.17	0.13	0.17	0.19	0.21
每股经营现金流	-0.88	0.56	1.73	1.67	1.80
每股净资产	12.58	13.12	13.91	15.36	16.98
每股销售收入	28.65	22.17	25.76	28.52	31.63

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	8	12	9	8	7
PB	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	6.1	7.2	5.7	4.9	4.1
股息率	1.3%	1.0%	1.3%	1.4%	1.6%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP