

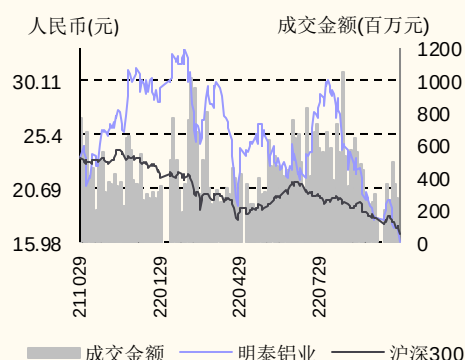
明泰铝业 (601677.SH) 增持 (下调评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 15.98 元

铝价致盈利承压, 静待业绩修复**市场数据 (人民币)**

总股本(亿股)	9.66
已上市流通 A 股(亿股)	9.66
总市值(亿元)	154.34
年内股价最高最低(元)	32.95/15.98
沪深 300 指数	3541
上证指数	2916

**公司基本情况 (人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	16,333	24,613	28,190	33,535	38,540
营业收入增长率	15.45%	50.69%	14.54%	18.96%	14.93%
归母净利润(百万元)	1,070	1,852	1,748	2,380	3,012
归母净利润增长率	16.69%	73.08%	-5.63%	36.17%	26.54%
摊薄每股收益(元)	1.618	2.713	1.810	2.464	3.118
每股经营性现金流净额	1.32	3.03	1.36	2.40	3.24
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.36%	17.35%	14.28%	16.55%	17.62%
P/E	8.74	16.25	8.83	6.48	5.12
P/B	1.08	2.82	1.26	1.07	0.90

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简述

- 10 月 28 日公司发布三季报, 前三季度公司实现归母净利润 13.2 亿元, 同比-5.9%。Q3 单季实现归母净利润 2.3 亿元, 同比-59.0%, 环比-54.2%。

经营分析

- **铝价下跌及沪伦比值回升双重原因拖累业绩。**
 - ✓ 量: Q3 公司铝板带箔销量 30 万吨, 同比+5.1%, 环比-3.2%。7-8 月为行业淡季, 且下游传统行业需求未有明显恢复, 公司出货量环比持平略降。
 - ✓ 利: 测算得 Q3 单吨净利润 762 元, 较 Q2 的 1611 元/吨有明显下行, 主要受到两方面因素拖累: 1) 铝价下跌: Q3 A00 铝锭含税均价 1.84 万元/吨, 较 Q2 的均价 2.07 万元/吨环比下降约 2300 元/吨。公司有一定原料及在产品库存, 国内产品销售时以发货时铝价作为基准进行结算, 因发货时铝价低于库存成本, 公司盈利有所收窄。2) 海外盈利: 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。上半年沪伦比值位于历史低位, 出口部分赚取较多伦铝溢价带来收益, Q3 沪伦比值回升后出口利润明显下滑。此外 Q3 因外贸盈利能力降低, 公司外贸产品占比环比有所降低, 对利润也有所拖累。
 - ✓ 其他: Q3 美元进一步升值, 测算得公司汇兑损益约 4500 万元; 此外 Q2 部分政府补助于 Q3 落地, 其他收益环比增加约 4200 万元至 1.38 亿。
- **铝价持稳, 盈利存修复空间。**Q4 供应端因云南限产, 国内电解铝产量环比下滑, 需求端传统行业存改善预期, 供需弱平衡下预计电解铝价格中枢环比持稳。Q3 铝价带来的负面因素消除叠加公司再生铝产量环比提升, Q4 公司业绩环比存在改善空间。中长期看铝价波动仅对公司短期业绩形成扰动, 不改中长期盈利中枢。

盈利预测和投资建议

- 考虑到 Q3 铝价对业绩的影响以及 Q4 疫情影响部分出货, 下调 22-24 年归母净利润至 17.5/23.8/30.1 亿元, 同比-5.6%/+36.2%/+26.5%, 实现 EPS 1.81/2.46/3.12 元, 对应 PE 9/6/5 倍, 下调至“增持”评级。

风险提示

- 铝价波动、需求不及预期、项目建设不及预期、汇率波动。

相关报告

1. 《业绩符合预期, 新能源扩产加码-明泰铝业》, 2022.8.23
2. 《业绩符合预期, 下半年迎更高弹性-明泰铝业中报预增点评》, 2022.7.12
3. 《短期需求扰动, 中期趋势不改-明泰铝业 5 月经营数据点评》, 2022.6.2
4. 《产品升级+降本持续, 高成长可期-明泰铝业首次覆盖》, 2022.5.22

苏晨

分析师 SAC 执业编号: S1130522010001
suchen@gjzq.com.cn

陈凯丽

联系人
chenkaili@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	14,148	16,333	24,613	28,190	33,535	38,540
增长率		15.4%	50.7%	14.5%	19.0%	14.9%
主营业务成本	-12,472	-14,412	-21,469	-24,571	-28,774	-32,615
%销售收入	88.2%	88.2%	87.2%	87.2%	85.8%	84.6%
毛利	1,675	1,921	3,144	3,620	4,761	5,926
%销售收入	11.8%	11.8%	12.8%	12.8%	14.2%	15.4%
营业税金及附加	-62	-78	-111	-141	-168	-193
%销售收入	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-279	-64	-74	-85	-101	-116
%销售收入	1.97%	0.39%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%
管理费用	-173	-184	-236	-282	-335	-385
%销售收入	1.22%	1.13%	0.96%	1.00%	1.00%	1.00%
研发费用	-347	-518	-953	-1,099	-1,308	-1,503
%销售收入	2.45%	3.17%	3.87%	3.90%	3.90%	3.90%
息税前利润 (EBIT)	815	1,078	1,770	2,013	2,849	3,729
%销售收入	5.8%	6.6%	7.2%	7.1%	8.5%	9.7%
财务费用	-29	-152	-81	-79	-238	-376
%销售收入	0.2%	0.9%	0.3%	0.3%	0.7%	1.0%
资产减值损失	-47	-60	31	-81	-14	-13
公允价值变动收益	-8	11	-6	0	0	0
投资收益	37	81	51	50	50	50
%税前利润	3.0%	6.2%	2.4%	2.4%	1.8%	1.4%
营业利润	1,214	1,304	2,173	2,103	2,847	3,590
营业利润率	8.6%	8.0%	8.8%	7.5%	8.5%	9.3%
营业外收支	-2	-3	-31	0	0	0
税前利润	1,212	1,301	2,142	2,103	2,847	3,590
利润率	8.6%	8.0%	8.7%	7.5%	8.5%	9.3%
所得税	-228	-210	-251	-315	-427	-539
所得税率	18.8%	16.1%	11.7%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	984	1,092	1,890	1,788	2,420	3,052
少数股东损益	67	22	38	40	40	40
归属于母公司的净利润	917	1,070	1,852	1,748	2,380	3,012
净利率	6.5%	6.6%	7.5%	6.2%	7.1%	7.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	984	1,092	1,890	1,788	2,420	3,052
少数股东损益	67	22	38	40	40	40
非现金支出	357	450	403	559	553	613
非经营收益	-222	37	47	17	39	105
营运资金变动	-1,280	-704	-274	-1,049	-690	-640
经营活动现金净流	-161	875	2,067	1,315	2,322	3,130
资本开支	129	-355	-399	-1,188	-900	-900
投资	-1,893	943	-728	0	-1,600	-2,500
其他	67	7	-505	50	50	50
投资活动现金净流	-1,696	596	-1,632	-1,138	-2,450	-3,350
股权募资	2,032	126	0	-11	0	0
债权募资	-447	-300	0	-232	911	1,094
其他	427	59	-147	-240	-327	-456
筹资活动现金净流	2,011	-115	-147	-484	584	638
现金净流量	161	1,345	277	-307	456	418

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,401	2,073	2,909	2,601	3,057	3,475
应收款项	1,844	1,742	3,018	3,688	4,387	5,042
存货	2,029	2,362	3,724	3,958	4,635	5,254
其他流动资产	1,551	2,162	3,120	3,058	4,763	7,359
流动资产	7,824	8,339	12,771	13,305	16,843	21,130
%总资产	66.5%	65.3%	67.5%	66.0%	70.0%	73.7%
长期投资	105	105	419	419	419	419
固定资产	3,269	3,400	4,771	5,299	5,566	5,774
%总资产	27.8%	26.6%	25.2%	26.3%	23.1%	20.2%
无形资产	172	371	449	543	636	728
非流动资产	3,944	4,434	6,157	6,864	7,225	7,524
%总资产	33.5%	34.7%	32.5%	34.0%	30.0%	26.3%
资产总计	11,768	12,773	18,929	20,170	24,067	28,654
短期借款	310	0	377	178	1,089	2,183
应付款项	2,062	1,902	3,887	3,920	4,591	5,205
其他流动负债	378	446	2,210	2,049	2,183	2,312
流动负债	2,749	2,348	6,474	6,147	7,863	9,700
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	1,753	1,408	1,386	1,352	1,351	1,351
负债	4,502	3,756	7,860	7,499	9,215	11,051
普通股股东权益	7,042	8,658	10,674	12,236	14,378	17,089
其中：股本	616	661	682	966	966	966
未分配利润	2,574	3,550	5,185	6,758	8,900	11,610
少数股东权益	224	360	394	434	474	514
负债股东权益合计	11,768	12,773	18,929	20,170	24,067	28,654

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.488	1.618	2.713	1.810	2.464	3.118
每股净资产	11.427	13.091	15.638	12.669	14.887	17.693
每股经营现金净流	-0.261	1.323	3.028	1.361	2.404	3.241
每股股利	0.100	0.200	0.280	0.181	0.246	0.312
回报率						
净资产收益率	13.02%	12.36%	17.35%	14.28%	16.55%	17.62%
总资产收益率	7.79%	8.38%	9.78%	8.67%	9.89%	10.51%
投入资本收益率	7.18%	8.77%	12.40%	12.22%	14.17%	15.14%
增长率						
主营业务收入增长率	6.18%	15.45%	50.69%	14.54%	18.96%	14.93%
EBIT增长率	35.06%	32.30%	64.21%	13.70%	41.57%	30.87%
净利润增长率	85.02%	16.69%	73.08%	-5.63%	36.17%	26.54%
总资产增长率	26.05%	8.54%	48.19%	6.56%	19.32%	19.06%
资产管理能力						
应收账款周转天数	18.8	18.1	14.4	22.0	22.0	22.0
存货周转天数	49.0	55.6	51.7	60.0	60.0	60.0
应付账款周转天数	14.2	13.2	12.4	14.0	14.0	14.0
固定资产周转天数	70.1	65.8	54.7	48.1	40.1	34.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-18.10%	-26.49%	-32.75%	-27.76%	-20.62%	-13.55%
EBIT利息保障倍数	28.0	7.1	21.8	25.6	12.0	9.9
资产负债率	38.26%	29.40%	41.53%	37.18%	38.29%	38.57%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	4	14
增持	0	0	1	8	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	2.00	1.67	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-05-22	买入	26.37	33.21 ~ 33.21
2	2022-06-02	买入	22.63	N/A
3	2022-07-12	买入	21.86	N/A
4	2022-08-23	买入	27.25	N/A

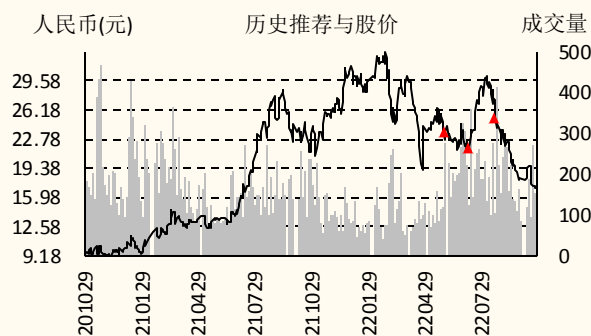
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；

中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402