東亞前海證券有限責任公司
East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.

高端产品持续放量，再生铝业务行业领先

——明泰铝业（601677.SH）首次覆盖报告

核心观点

公司是国内铝延压加工龙头企业，2021年业绩水平增长显著。公司行业地位显著，通过高端化升级、再生铝资源综合利用，全面构建了明泰特色新型铝产业循环生态圈。公司产品应用领域覆盖面广，主要涉及食品、药品、交通、电子、建筑、模具以及包装等领域。受益于公司持续的高端化转型以及产品放量，公司业绩持续上涨。2021年实现营业收入246.1亿元，同比增长50.7%；实现归母净利润18.5亿，同比增加73.1%。

国内高端铝材仍需进口，下游持续增长推动铝材需求放量。从供给端来看，近年来我国铝材产量持续提升，2021年我国铝材产量达6105.2万吨，同比增加5.64%。另一方面，我国高端铝材领域供给仍稍显不足，2021年我国铝板带、铝箔出口量分别为295.8、20.3万吨，远高于进口数量。但铝箔出口单价低于进口单价，高端产品存在缺口。根据Wind数据，2017-2021年期间我国有衬背铝箔进口平均单价为12.83美元/千克，高于出口平均单价3.12美元/千克。**从需求端来看，**2021年我国铝板带箔表观消费量达763.17万吨，同比提升14.78%。伴随下游主要需求地产与交通领域的持续放量，未来国内铝材需求或将持续提升。

研发投入驱动高端转型，公司再生铝业务规模持续提升。公司研发投入处于行业领先水平，2021年全年，公司研发费用投入达9.5亿元，同比提升83.98%。在持续高研发投入的驱动之下，公司高端铝材产能持续释放，未来或将为公司带来更为广阔的盈利空间；此外，公司积极进行再生铝业务布局，目前拥有年处理废铝规模68万吨以及12万吨铝灰渣综合利用产能，未来规划建设70万吨再生铝及绿色新型铝合金材料产能，公司在再生铝领域的龙头优势正在不断扩大。

投资建议

伴随产品量价齐升，公司未来业绩将持续放量。我们预期2022/2023/2024年公司归母净利润分别为25.66/35.31/40.47亿元，对应的EPS分别为3.76/5.17/5.93元。以2022年6月10日收盘价23.36元为基准，对应PE分别6.21/4.52/3.94倍。结合行业景气度，看好公司发展。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示

新冠疫情反复风险、新建项目进度不及预期风险、环保政策变动风险。

盈利预测

项目(单位：百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	24612.62	31017.34	38239.05	46714.44
增长率（%）	50.69	26.02	23.28	22.16
归母净利润	1852.01	2565.90	3531.33	4046.88
增长率（%）	73.08	38.55	37.63	14.60
EPS（元/股）	2.77	3.76	5.17	5.93
市盈率（P/E）	15.92	6.21	4.52	3.94
市净率（P/B）	2.82	1.20	0.95	0.77

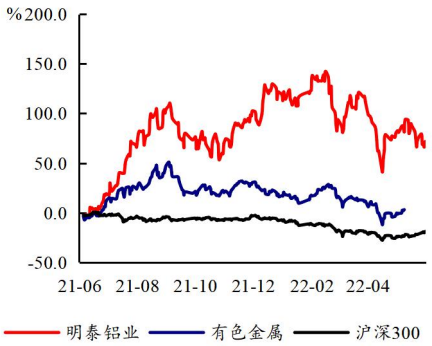
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所预测，股价基准为2022年6月10日收盘价23.36元

评级 推荐（首次覆盖）

报告作者

作者姓名	李子卓
资格证书	S1710521020003
电子邮箱	lizz@easec.com.cn
联系人	高嘉麒
电子邮箱	gaojq700@easec.com.cn
联系人	丁俊波
电子邮箱	dingjb@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	682.56
流通A股/B股(百万股)	682.56/0.00
资产负债率(%)	42.28
每股净资产(元)	13.79
市净率(倍)	1.69
净资产收益率(加权)	9.21
12个月内最高/最低价	46.51/18.30

相关研究

正文目录

1. 生产聚焦再生铝业务，业绩稳步上升.....4
1.1. 公司业务逐步转型，聚焦再生铝市场.....4
1.2. 项目产能不断释放，产销规模持续扩大.....5
1.3. 降本控费效果明显，利润水平持续增长.....7
2. 终端需求持续增长，高端铝材仍待放量.....9
2.1. 概述：铝材加工处于产业链中游环节.....9
2.2. 供给：中国铝材产量领先，高端产品仍有缺口.....10
2.2.1. 铝板带箔产量持续增长，产能集中度有望进一步提升.....10
2.2.2. 铝板带箔出口规模较大，但高端产品仍需进口.....11
2.3. 需求：下游增长明确，铝材需求持续放量.....11
2.3.1. 建筑：铝材应用逐步拓宽，竣工面积回升带动用量增长.....12
2.3.2. 汽车：单车用铝提升，汽车轻量化打开需求空间.....14
3. 研发投入驱动高端转型，再生铝规模持续提升.....16
3.1. 公司研发投入行业领先，高端铝材产能持续释放.....16
3.2. 再生铝行业空间广阔，公司实现率先布局.....17
4. 盈利预测.....20
5. 风险提示.....20

图表目录

图表 1. 公司铝材产业链业务布局.....4
图表 2. 明泰铝业历史沿革.....5
图表 3. 董事长马廷义为公司最大股东，持股占比 15.52%.....5
图表 4. 公司主要产品及其应用领域.....6
图表 5. 公司铝板带箔产量持续增长.....7
图表 6. 公司铝板带箔销量持续增长.....7
图表 7. 2021 年营业收入大幅增长.....7
图表 8. 2021 年公司铝板带业务收入占比为 78.13%.....7
图表 9. 2021 年公司毛利润增长迅猛.....8
图表 10. 2021 年公司毛利率持续攀升.....8
图表 11. 2021 年公司费用总额持续上升.....8
图表 12. 2021 年公司费用率持续下行.....8
图表 13. 2021 年公司归母净利润显著增长.....9
图表 14. 2021 年公司归母净利率持续上行.....9
图表 15. 铝加工产业链.....9
图表 16. 我国铝材产量逐渐上涨.....10
图表 17. 2021 年铝挤压材为主要铝材分类.....10
图表 18. 2021 年我国铝材企业产能 CR5 为 27.4%.....10
图表 19. 2017-2021 年我国铝板带进出口情况.....11
图表 20. 2017-2021 年我国铝箔进出口情况.....11
图表 21. 铝箔进口平均单价高于出口平均单价.....11
图表 22. 铝板带箔表观消费量持续提升.....12
图表 23. 2021 年铝板下游消费结构.....12
图表 24. 2021 年竣工面积有所增加.....12
图表 25. 房屋竣工每平米铝材消耗持续增加.....12
图表 26. 铝在建筑领域的应用逐步拓展.....13
图表 27. 房屋竣工面积存在提升预期.....13

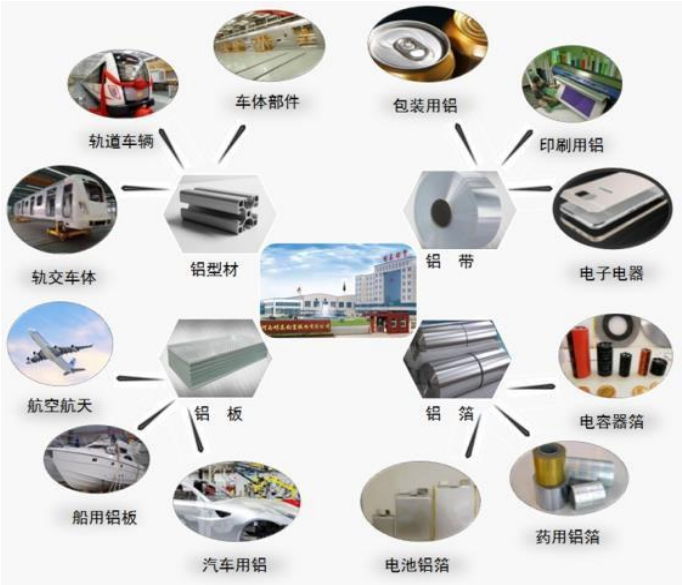
图表 28. 2021 年汽车销量同比增长 3.8%.....14
图表 29. 汽车用铝量逐年增加.....14
图表 30. 新能源车政策一览.....14
图表 31. 新能源汽车产销持续放量.....15
图表 32. 2021 年新能源汽车渗透率达 13.4%.....15
图表 33. 2020 年纯电动汽车用铝量大于非纯电动汽车.....15
图表 34. 我国汽车轻量化将持续推进.....16
图表 35. 公司研发投入持续提升.....16
图表 36. 公司研发人员数量持续提升.....16
图表 37. 明泰铝业研发投入居行业领先地位.....17
图表 38. 明泰铝业研发费用率排名靠前.....17
图表 39. 公司目前在建扩建项目包含多种高端铝材.....17
图表 40. 单吨电解铝温室气体排放远低于氧化铝和电解铝.....18
图表 41. 再生铝产量呈上升趋势.....18
图表 42. 2019 年中国再生铝产量占比最多.....19
图表 43. 2019 年再生铝产量尚存提升空间.....19
图表 44. 再生铝相关政策.....19
图表 45. 公司铝回收相关项目梳理.....20
图表 46. 主要业务板块业绩情况预测.....20

1. 生产聚焦再生铝业务，业绩稳步上升

1.1. 公司业务逐步转型，聚焦再生铝市场

公司是国内铝压延加工龙头企业。主营业务方面，公司主要经营铝板带箔、铝型材、再生资源综合利用等业务。其子公司郑州明泰主要从事铝板带箔的生产和销售等业务；子公司明泰交通新材料主要从事轨道交通用铝型材、轨道交通用车体及大部件等业务；此外，公司也通过控股子公司明泰科技布局资源综合回收利用行业，主营废旧金属回收利用业务。从公司业务布局来看，公司逐步向高端化、智能化、低碳绿色转型升级，率先发展再生铝资源综合利用，全面构建了具有“明泰特色”的新型铝产业循环生态圈。

图表 1. 公司铝材产业链业务布局



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

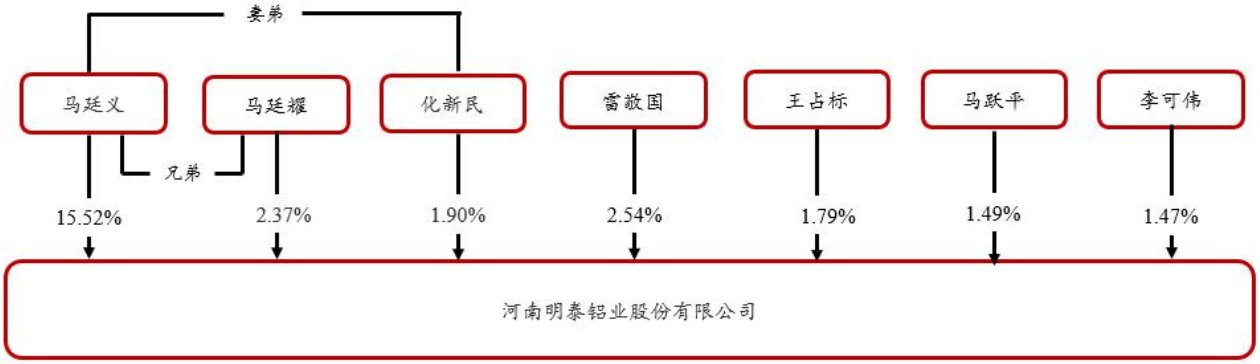
公司起始于 1997 年，当前正着力聚焦再生铝业务。2003 年公司自主研发出国内首个“1+4”热连轧生产线，2011 年公司在上海证券交易所挂牌上市。自上市以来，公司通过控股子公司来扩张业务版图，产品广泛应用于多个领域。2021 年公司通过义瑞新材项目，新增 70 万吨再生铝及绿色新型铝合金材料产能，构建了具有“明泰特色”的新型铝产业循环生态圈，整体业务架构逐步向再生铝聚焦。

图表 2. 明泰铝业历史沿革

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

股权结构相对分散，股权激励促进企业凝聚力。从 2021 年公司股东情况来看，现任河南明泰铝业股份有限公司董事长马廷义持股 15.52%，为最大股东。此外，其兄长马廷耀以及其妻弟化新民分别持股 2.37%和 1.90%，同时化新民为现任河南明泰铝业股份有限公司副董事长。2019 年公司董事会通过了股权激励计划，进一步激发了企业凝聚力。

图表 3. 董事长马廷义为公司最大股东，持股占比 15.52%



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

1.2. 项目产能不断释放，产销规模持续扩大

公司产品应用领域广泛，以销定产应对铝锭价格波动。公司产品主要为铝板带箔，应用领域众多，铝板多用于食品、药品、交通、电子、建筑、模具以及包装等领域；铝卷多用于食品、电子、交通、模具以及包装等领域；铝箔多用于食品、电子、药品以及建筑等领域。公司还有一些专用铝板，产品覆盖面广。公司产品销售主要采取“铝锭价格+加工费”的定价原则，对于国内以及出口销售产品，主要采用“上海和伦敦铝价+加工费”的定价方式。公司主要原材料为铝锭，铝锭价格波动大，为应对价格波动，公司采用以销定产的方式来应对价格波动。

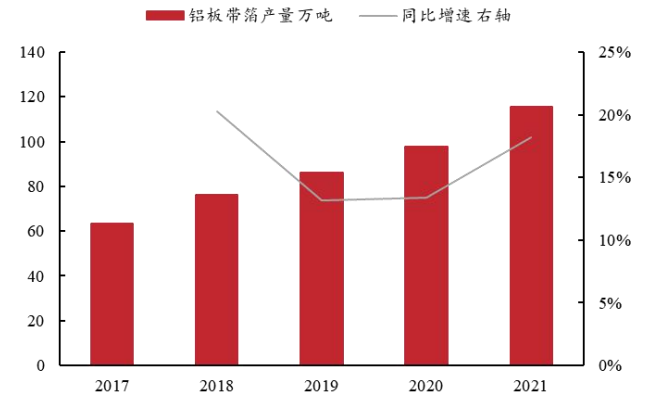
图表 4. 公司主要产品及其应用领域

产品	子产品	用途
铝板	3105、5005、1100、1050、3004、3003 铝板	食品包装
	6101、5A02、3104、5252、1070、1100、1050、3004、3003、1060、7075、6063、5083、5052 铝板	电子电器
	3003 铝板	药品包装
	5059、6005A、6060、6101、6005、5A05、5086、5A02、5005、5A06、2A12、5182、5454、6082、5754、6063、5083、5052、6061 铝板	船用铝板
	5059、6005A、6060、6101、6005、5A05、5086、5A03、5A06、2A14、5182、5454、6082、5754、6063、5083、5052、6061、7050、2014、2017、5252、1060、7075 铝板	汽车用铝
	5052B、6005A、6060、5A05、2A14、7A04、7A09、7050、5086、2A11、5A02、7005、2017、5005、5A06、2A12、2024、5454、6082、5754、7075、6063、5083、5052、6061 铝板	模具用铝
	6005A、5454、5A03、5754、5083、5052、6061 铝板	罐车用铝
	3104、3004、5052 铝板	易拉罐铝板
	2A14、7A04、7A09、5086、2A11、2014、7005、3104、5A06、2A12、2024、7075、6061 铝板	瓶盖用铝
	5052A、5052B、2A14、7A09、3005、5A02、3A21、3104、5252、1070、3105、5005、1050、3004、5152、5A03、1060、5083、5052 铝板	建筑装饰
铝卷	1050、1060 铝卷	食品包装
	1050、1060、6061、3003、5052 铝卷	电子电器
	5083、6061、5052 铝卷	船用铝板
	5083、6061、5754、5052 铝卷	汽车用铝
	1050、3003、5052 铝卷	模具用铝
	5083、5052、5754 铝卷	罐车用铝
	3104、3004、3003、5052 铝卷	易拉罐铝板
	3105、3104、3004 铝卷	瓶盖用铝
铝箔	5052、3004、8006、1100、1070、1060、8021、8079、3003、8011 铝箔	食品包装
	1100、1070、1060、8021、8079、1235、3003 铝箔	电子电器
	1100、1070、1060、8021、8079、8011 铝箔	药品包装
	3003 铝箔	建筑装饰

资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

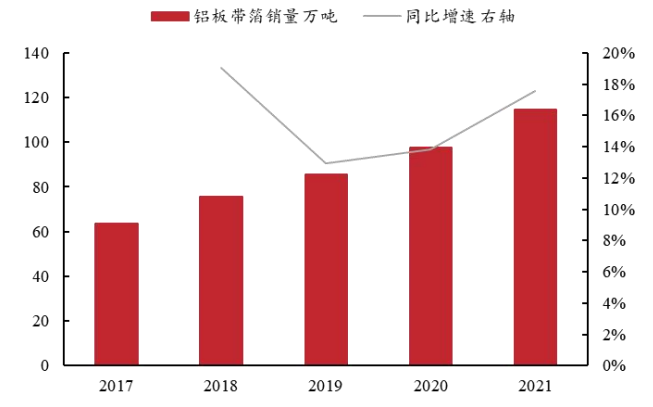
铝板带箔产销量持续增长，创新动力不断涌现。产量方面，2021 年公司铝板带箔产量达到 115.7 万吨，同比增长 18.2%；销量方面，2021 年公司铝板带箔销量为 114.5 万吨，同比增长 17.5%。公司战略清晰，稳步实现规模化扩张，不断优化产品结构，不断革新成本管控，改进装备设施，加大前沿技术开发，为公司带来源源不断的创新动力。

图表 5. 公司铝板带箔产量持续增长



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 6. 公司铝板带箔销量持续增长

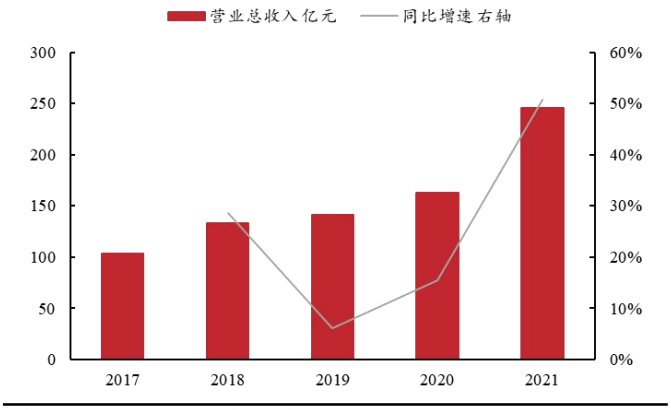


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

1.3. 降本控费效果明显，利润水平持续增长

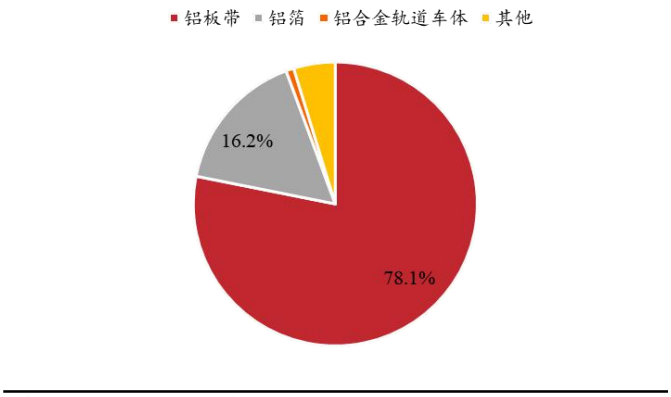
公司收入持续提高，铝板带箔为主要产品。营业收入方面，2021 年公司实现营业收入 246.1 亿元，同比增长 50.7%。2017-2020 年的营业收入分别为 103.7 亿、133.2 亿、141.5 亿和 163.3 亿，同比增长分别为 38.6%、28.5%、6.18%和 15.5%，营业收入呈持续增长趋势。营收结构方面，公司营收主要来源为铝板带、铝箔，其中铝板带业务营收占比最高为 78.1%，铝箔业务占比 16.2%。

图表 7. 2021 年营业收入大幅增长



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

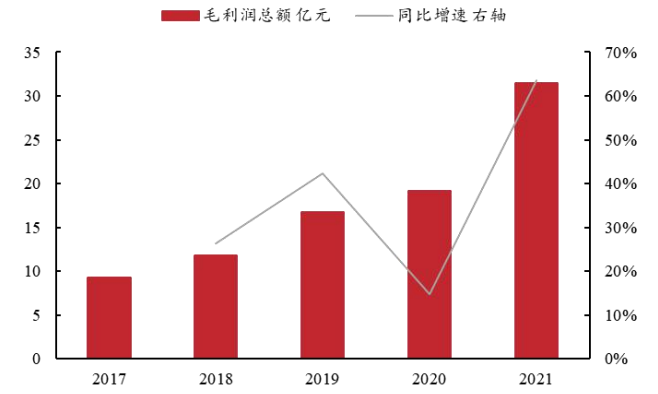
图表 8. 2021 年公司铝板带业务收入占比为 78.13%



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

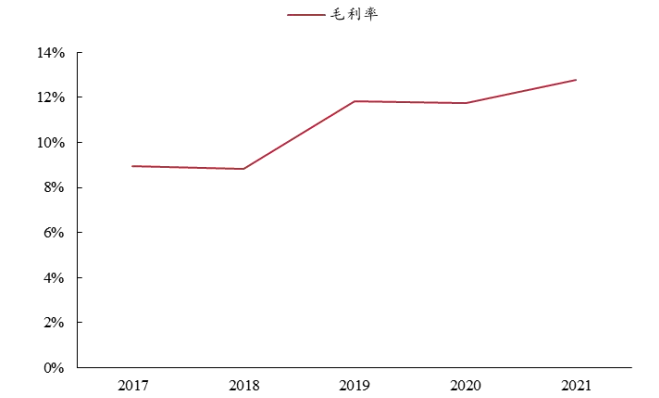
2021 年毛利润保持高速增长，毛利率不断攀升。毛利润方面，2021 年公司实现毛利润 31.4 亿，同比增长 63.6%。2017 至 2020 年公司毛利润逐年上涨，五年 CAGR 为 27.56%。毛利率方面，2021 年毛利率为 12.8%，较去年同期小幅增长。公司毛利率的提升主要由于公司高端产品逐步投产所致。2017-2020 年公司毛利率分别为 8.96%、8.81%、11.84%和 11.76%，自 2017 年以来公司毛利率呈波动上升趋势。

图表 9. 2021 年公司毛利润增长迅猛



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

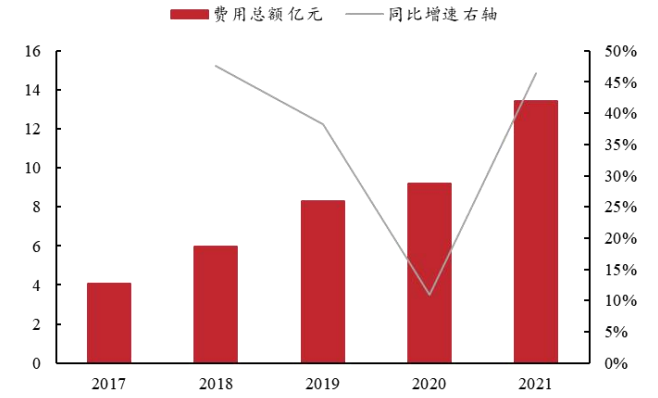
图表 10. 2021 年公司毛利率持续攀升



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

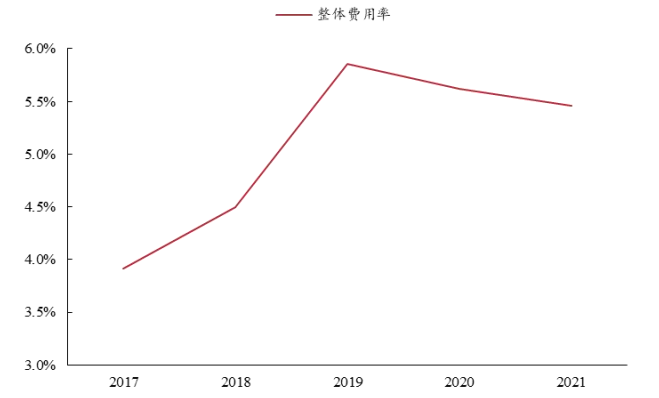
公司费用总额持续上升，费用率持续下行。从费用的绝对规模来看，2021 年公司费用总额为 13.45 亿，同比增长 46.7%。公司费用整体规模的增长主要由规模扩大、研发投入加大所致。从费用率的变动情况来看，2021 年费用率为 5.46%，较 2019 年的 5.85%有明显下降，说明近年来公司降本控费措施实施效果明显。

图表 11. 2021 年公司费用总额持续上升



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

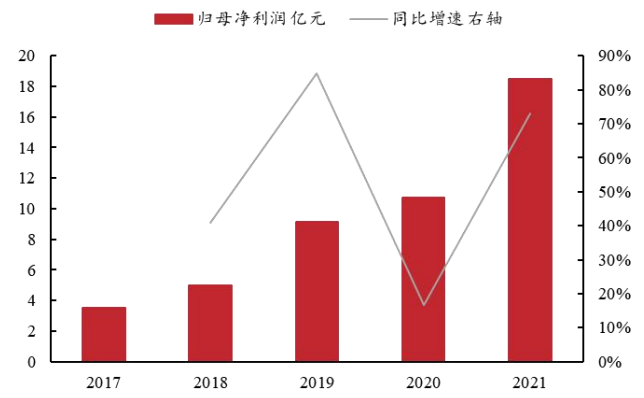
图表 12. 2021 年公司费用率持续下行



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

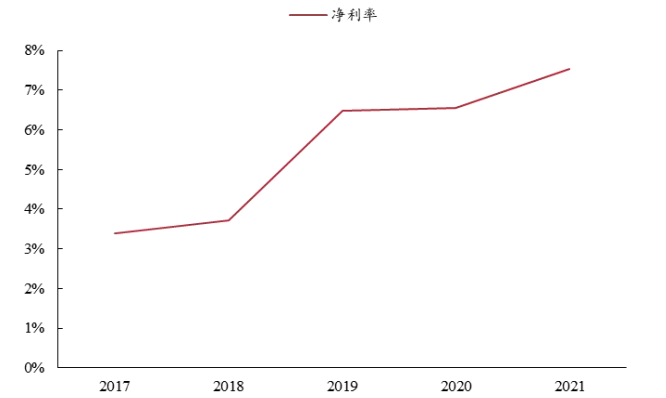
归母净利润显著增长，净利率持续上行。归母净利润总额方面，2021 年公司实现归母净利润 18.52 亿，同比增加 73.1%。2020 年公司归母净利润为 10.70 亿，同比增长 16.7%。净利率方面，2021 年公司净利率为 7.5%，净利率水平近 5 年来持续走高。预期随着公司不断优化产品结构，公司净利率水平仍有望持续增长。

图表 13. 2021 年公司归母净利润显著增长



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 14. 2021 年公司归母净利率持续上行



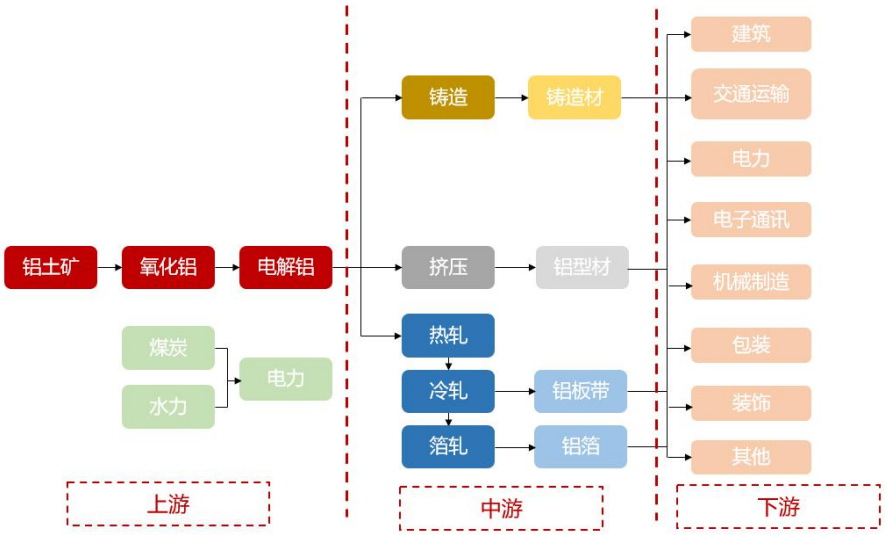
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2. 终端需求持续增长，高端铝材仍待放量

2.1. 概述：铝材加工处于产业链中游环节

铝材加工处于铝产业链中游环节，下游对口应用领域较为广泛。从产业链来看，铝加工产业链的上游为电解铝和再生铝行业；中游为铝加工产品的生产过程，产品主要为铝板带箔和铝型材；下游为铝加工制品的应用，应用领域较为多样化，包括建筑、交通运输、电力、电子通讯、机械制造等领域。

图表 15. 铝加工产业链



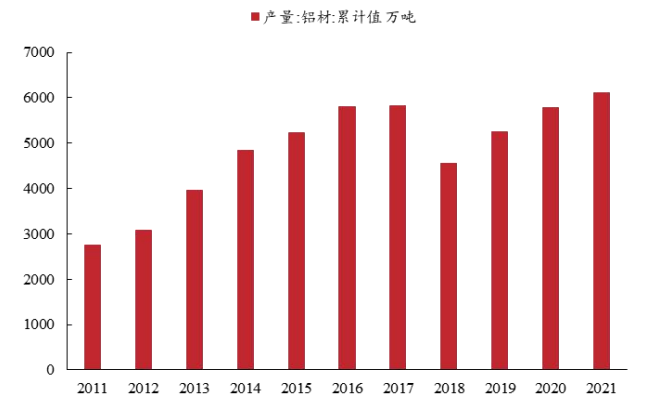
资料来源：东亚前海证券研究所

2.2. 供给：中国铝材产量领先，高端产品仍有缺口

2.2.1. 铝板带箔产量持续增长，产能集中度有望进一步提升

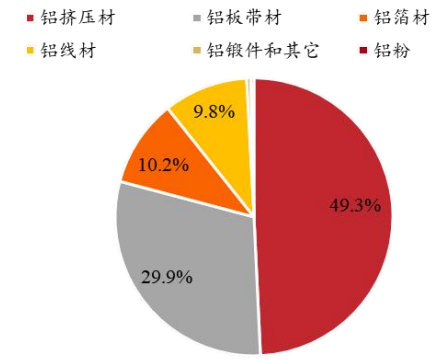
铝材产量逐渐增长，铝板带材产量提升较为明显。铝材产量方面，2021 年我国铝材产量为 6105.2 万吨，同比增长 5.64%，2020 年我国铝材产量为 5779.3 万吨，同比增长 10.04%。铝材产量占比方面，铝材分为铝板带材、铝箔材、铝挤压材、铝线材、铝粉以、铝锻件和其他。其中铝挤压材占 49%，铝板带箔总体占比 40%，产品种类集中度较高。此外，在各类铝材中，铝板带箔产量增幅最大，2021 年我国铝板带产量增幅为 12.70%，铝箔产量增幅为 9.60%，均高于其他产品。

图表 16. 我国铝材产量逐渐上涨



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

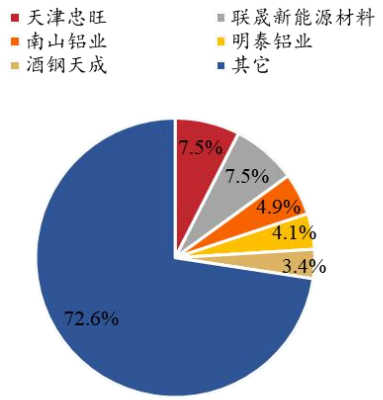
图表 17. 2021 年铝挤压材为主要铝材分类



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

铝板产能分散，集中度有望进一步提升。根据百川盈孚数据，国内铝板产能排名前 5 位企业占据全市场总产能的 27.4%，天津忠旺和联晟新能源材料均占全市场产能的 7.51%。随着铝加工行业逐步向高端化、高附加值转型，市占率大的企业较一般企业在产线升级、设备配套等方面更加具有优势，龙头企业市占率或将进一步扩大。

图表 18. 2021 年我国铝材企业产能 CR5 为 27.4%

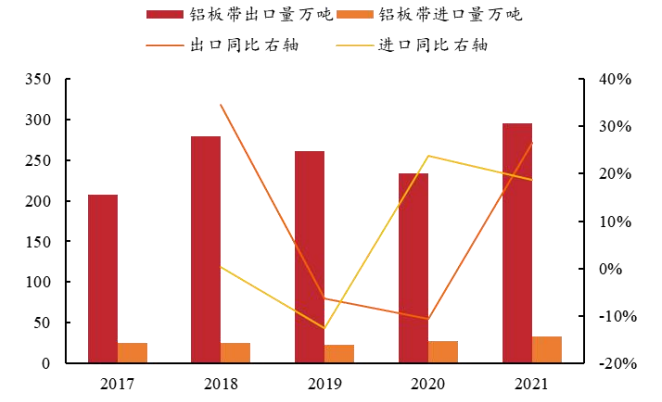


资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

2.2.2. 铝板带箔出口规模较大，但高端产品仍需进口

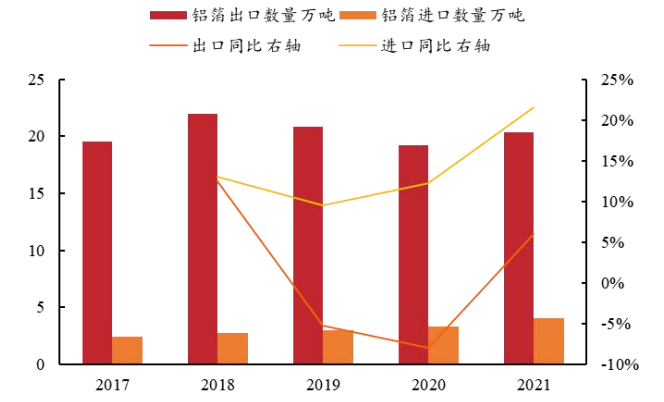
我国铝板带箔出口水平高于进口水平。根据 Wind 数据，2021 年我国铝板带、铝箔出口量分别为 295.8、20.3 万吨，铝板带、铝箔进口量分别 32.9、4.0 万吨。我国是铝材生产大国，从数据来看，2017-2021 年国内铝板带和铝箔的年出口量远大于进口量。

图表 19. 2017-2021 年我国铝板带进出口情况



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

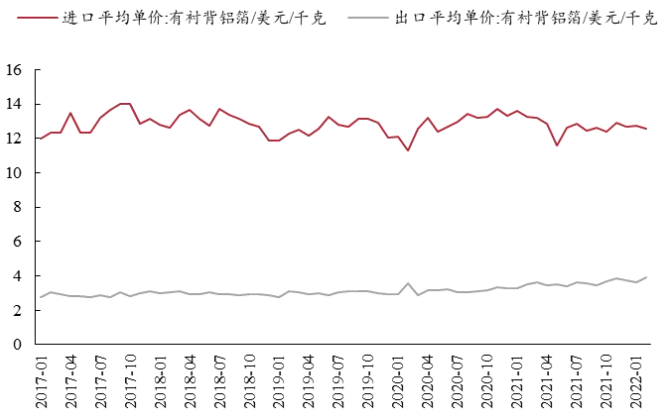
图表 20. 2017-2021 年我国铝箔进出口情况



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

铝箔出口单价低于进口单价，高端产品存在缺口。根据 Wind 数据，2017-2021 年期间我国有衬背铝箔进口平均单价为 12.83 美元/千克，远高于出口平均单价 3.12 美元/千克。出口平均单价低于进口平均单价的主要原因是我国铝材出口以中低端产品为主，而进口多为高端产品。该现象说明国内高端铝板带箔等产品仍部分依赖进口。

图表 21. 铝箔进口平均单价高于出口平均单价



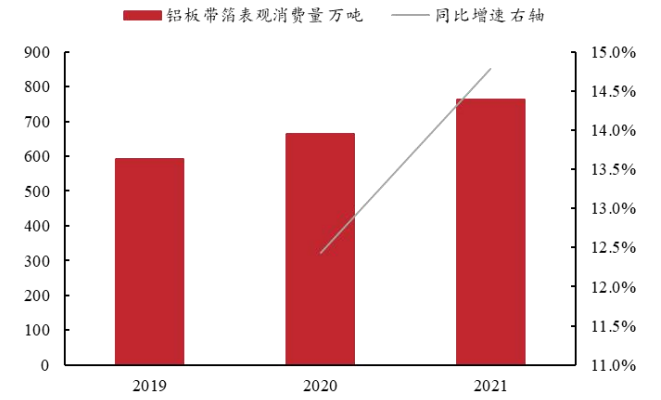
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2.3. 需求：下游增长明确，铝材需求持续放量

铝板带箔消费量总体提升，建材为主要消费领域。根据百川盈孚，近三年来国内铝板带箔表观消费量总体提升，2021 年我国铝板带箔表观消费

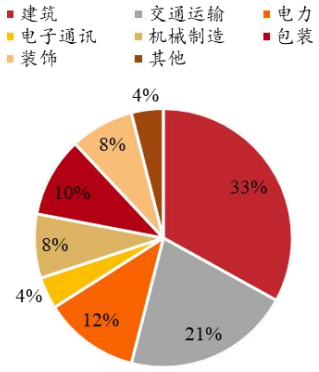
量达 763.17 万吨，同比提升 14.78%。从下游消费结构来看，铝板的下游应用领域中，占比最大的前两大领域分别是建筑行业与交通运输行业。建筑行业对铝板的需求量占 33%，交通运输基础设施等占 21%。随着建筑与交通运输行业需求的持续增长，未来铝板带箔需求量或将持续提升。

图表 22. 铝板带箔表观消费量持续提升



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

图表 23. 2021 年铝板下游消费结构

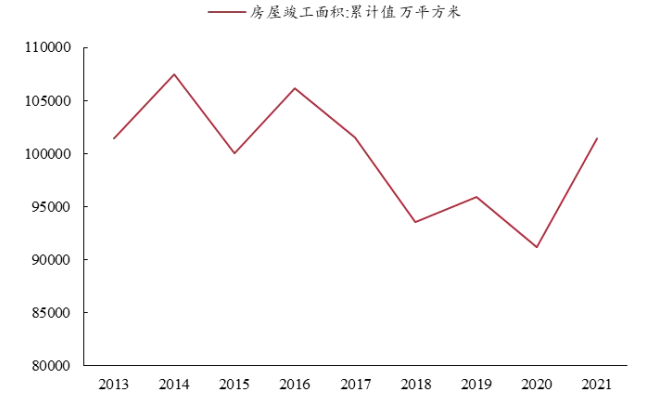


资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

2.3.1. 建筑：铝材应用逐步拓宽，竣工面积回升带动用量增长

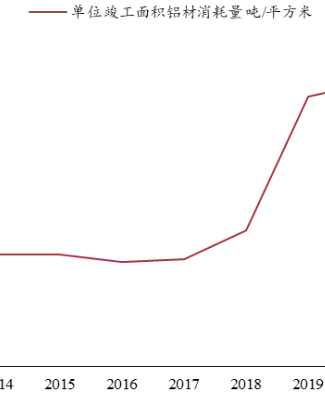
建筑业铝用量受单位面积铝材消耗提升带动明显。国内建筑企业铝材消耗量经历了两个显著的平台期，若假设 2019 年后国内的建筑企业铝材消耗量重新进入平台期，即 2020、2021 年建筑业铝材用量维持 12987 万吨不变，以竣工面积计算，在 2019 年、2020 年、2021 年的单位面积铝材消耗分别为 0.14 吨/平方米、0.14 吨/平方米以及 0.13 吨/平方米，较 2013-2018 年以前平均 0.06 吨/平方米有明显提升。

图表 24. 2021 年竣工面积有所增加



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 25. 房屋竣工每平米铝材消耗持续增加

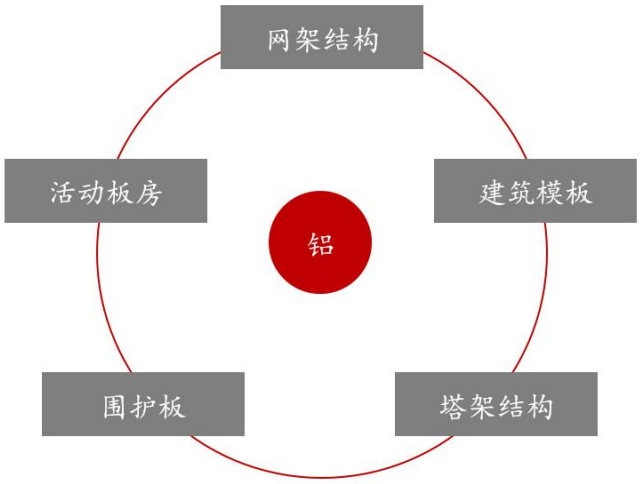


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

铝材性能优异，预期在建筑领域中的应用程度将逐步加深。铝材在建筑领域的用途来看，最初铝材在建筑中的使用多为门窗、墙面、屋面等，而随着国内建筑标准的逐步提升，铝材更为轻量化、易于缩短工期的特点

逐步被建筑业所发掘，铝材的用途逐步扩展至活动板房、网架结构、建筑模板等多项领域。此外，在我国《有色金属行业“十四五”发展规划》中明确指出将进一步提升我国高强铝合金等材料竞争力。预期未来我国建筑业用铝将进一步扩大。

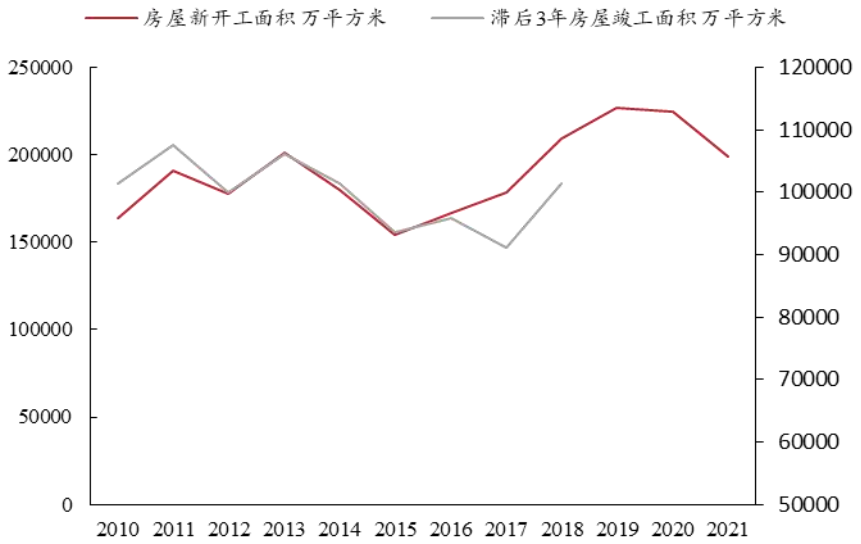
图表 26. 铝在建筑领域的应用逐步拓展



资料来源：东亚前海证券研究所

房地产竣工高峰将至，竣工面积扩大将带动建筑用铝提升。从房屋新开工以及竣工面积的趋势来看，房屋竣工面积相对房屋新开工面积具有 3 年左右的滞后期。自 2015 年开始，国内的房屋新开工面积连续四年增长，从 2015 年的 15.45 亿平方米提升至 2019 年的 19.89 亿平方米，期间增幅达 28.8%。而 2020 年我国房地产竣工端受疫情影响在竣工面积上出现了一定的下滑，因此预期未来 1-2 年内国内房地产竣工面积仍将保持较高的增速。

图表 27. 房屋竣工面积存在提升预期



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

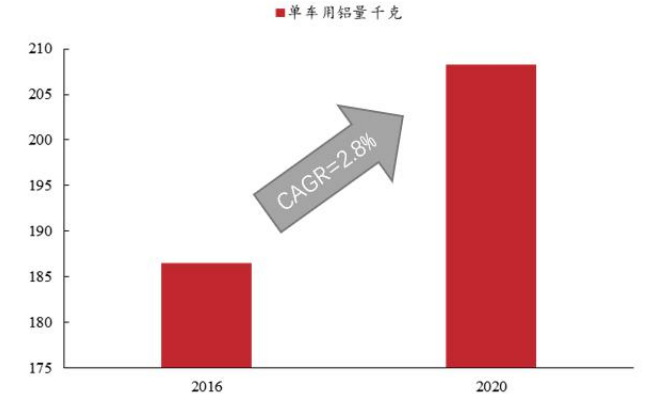
2.3.2.汽车：单车用铝提升，汽车轻量化打开需求空间

单车用铝量提升推动交通业铝消费量增长。从我国的汽车销量来看，近年来国内汽车销量进入了一定的平台期,2021 年汽车销量为 2627.5 万辆，较上年小幅增长 3.8%。从汽车用铝情况来看，汽车的发动机、轮胎、换热器、车架等多个组件中均含有铝，在持续性的汽车轻量化进程中，当前单车用铝量正在持续提升，以美国为例，2020 年美国单车用铝量已达 208.2 千克，较 2016 年提高约 11.7%，CAGR 约 2.8%。在我国汽车销量增速放缓的当下，预期轻量化所带来的单车用铝量提升为国内交运行业铝需求增长的主要原因。

图表 28. 2021 年汽车销量同比增长 3.8%

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 29. 汽车用铝量逐年增加



资料来源：DuckerFrontier，东亚前海证券研究所

政策支持下，新能源汽车开启蓬勃发展。当前中央和各级地方政府正在大力推广新能源汽车。2020 年 11 月国务院在《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》中指出，到 2025 年新能源车渗透率应达 20%，到 2035 年，公共领域用车全部电动化，纯电动汽车成为新销售车辆的主流。在政策的大力推动下，我国及全球新能源汽车产业正在高速发展。

图表 30. 新能源车政策一览

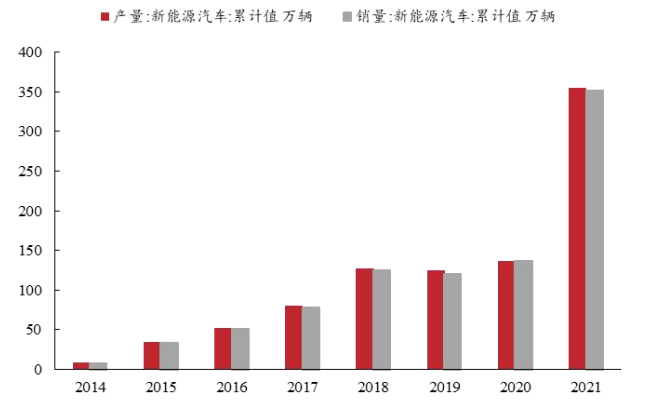
日期	发布机构	政策类别	具体政策
2020-06	财政部等五部委	推广政策	2021-2023 年新能源汽车积分比例分别为 14%、16%、18%
2020-11	国务院	推广政策	到 2025 年，纯电动乘用车新车平均电耗降至 12.0kWh/百公里，新能源车渗透率达 20%
2021-06	发改委	推广政策	推动公共机构带头使用新能源汽车，新增及更新车辆中新能源汽车比例原则上不低于 30%；更新用于机要通信和相对固定路线的执法执勤、通勤等车辆时，原则上配备新能源汽车。

资料来源：电车资源，东亚前海证券研究所

新能源汽车持续放量，2021 年渗透率已达 13.4%。在政策带动下，我国新能源汽车产销规模高速增长。2021 年全年我国累计生产新能源汽车

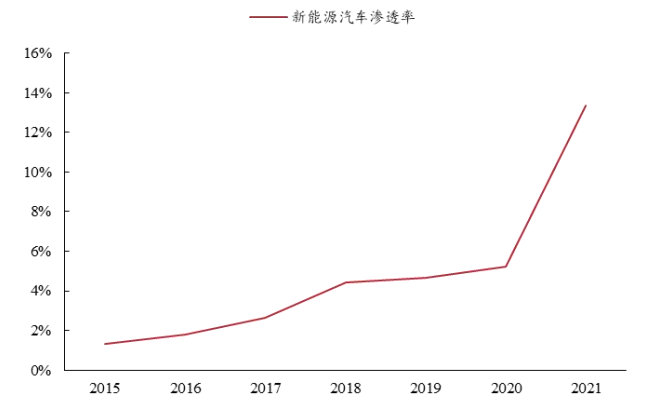
354.5 万辆，销售量达 352.1 万辆，分别同比增加 159.5%和 157.5%。从新能源汽车渗透来看，我国新能源汽车占汽车销量的比率逐年提升，2021 年达 13.4%。

图表 31. 新能源汽车产销持续放量



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

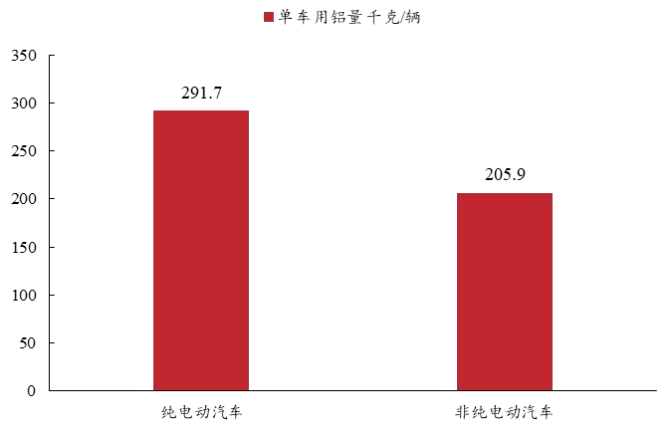
图表 32. 2021 年新能源汽车渗透率达 13.4%



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

电动汽车自重高于传统燃油车，带动单车用铝量提升。对于纯电动汽车，其额外增加的三电系统使得电动车相比于燃油车大幅增重，从而影响其续航里程，因此实现电动汽车轻量化极为重要。因此，成本适中、性能优异的铝材成为了电动车轻量化的首选材料。从单车用铝量来看，2020 年纯电动汽车的单车用铝量约为 291.7Kg，高于非纯电动汽车的 205.9Kg。

图表 33. 2020 年纯电动汽车用铝量大于非纯电动汽车



资料来源：DuckerFrontier，东亚前海证券研究所

政策推动下电动车用铝量将持续提高。在我国汽车轻量化实施目标上，将单车用铝量列为减重指标。从 2016 年编制的《节能与新能源汽车技术路线图 1.0》来看，目标期间单车用铝量将持续提升，预计 2026 年到 2030 年，单车用铝量达 350 千克/辆，车体总减重 30%。随后在 2020 年编制的《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》中，细化不同车型减重目标，规划纯电动乘用车在 2030 年到 2035 年轻量化系数降低 35%。电动汽车轻量化需求的提高，将推动未来铝需求的增长。

图表 34. 我国汽车轻量化将持续推进

政策	期间	单车用铝量 千克/辆	汽车总体减重
节能与新能源汽车技术路线图 1.0	2016-2020	190	10%
	2021-2025	250	20%
	2026-2030	350	30%
政策	**期间**	**纯电动乘用车整车轻量化系数目标**	
节能与新能源汽车技术路线图 2.0	2020-2025	降低 15%	
	2025-2030	降低 25%	
	2030-2035	降低 35%	

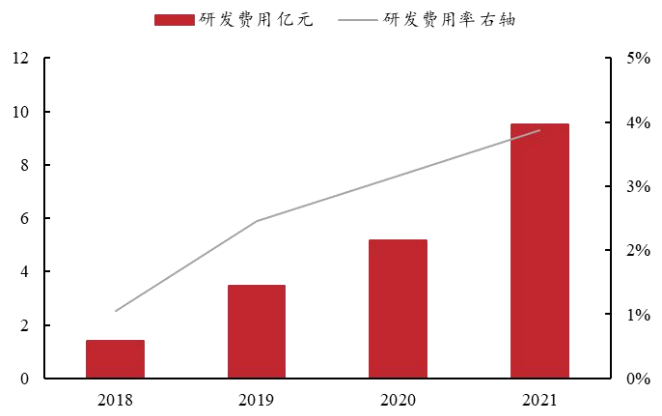
资料来源：中国汽车工程学会，东亚前海证券研究所

3. 研发投入驱动高端转型，再生铝规模持续提升

3.1. 公司研发投入行业领先，高端铝材产能持续释放

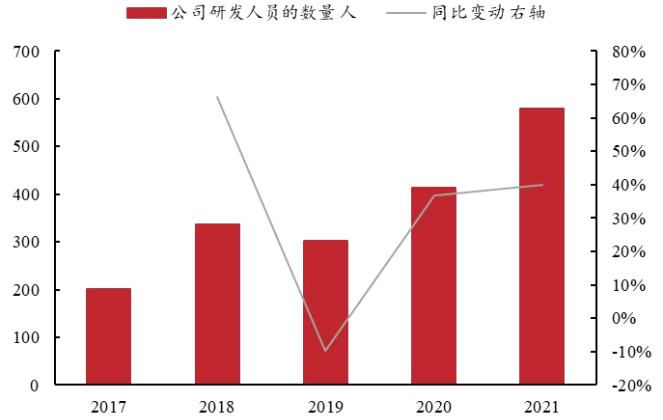
公司研发投入持续加大，研发人员数量持续提升。从研发费用的角度来看，近年来公司的研发费用水平持续提升。截至 2021 年，公司的研发费用已达 9.53 亿元，同比提升约 84.0%；从研发人员的数量来看，公司 2021 年的研发人员数量已达 580 人，较去年提升约 40.1%。随着公司研发投入以及人员数量的持续提升，公司的研发能力正在不断增强。

图表 35. 公司研发投入持续提升



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

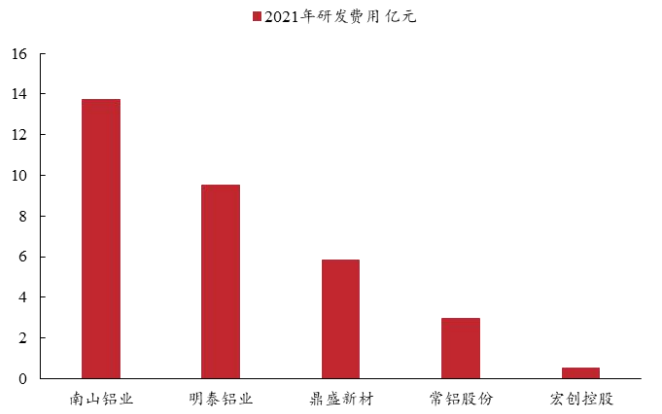
图表 36. 公司研发人员数量持续提升



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

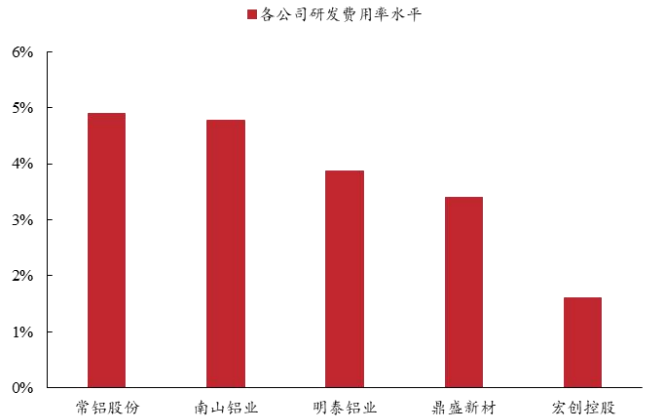
公司研发投入行业领先，研发费用率排名靠前。从研发投入的绝对值来看，公司的研发投入在行业中处于领先地位。2021 年全年，公司研发费用投入达 9.5 亿元，同比提升 83.98%。同时，从研发费用率来看，公司研发费用率在行业中排名靠前。2021 年全年，公司研发费用率为 3.9%，在同行业公司处于较为靠前的水平，且连续三年保持增长。相比同行业其他竞争对手，公司对研发能力尤为重视，随着公司继续加大研发投入，公司的技术优势将逐渐显现。

图表 37. 明泰铝业研发投入居行业领先地位



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 38. 明泰铝业研发费用率排名靠前



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

公司高端产品在建扩建项目规划较多，盈利空间有望持续提升。公司目前扩建项目有子公司光阳铝业 12 万吨产能、义瑞新材 70 万吨新型铝合金材料、明晟新材 30 万吨产能、年产 12.5 万吨车用铝合金板项目以及明泰科技的“电子材料产业园”项目。在建扩建项目主要以生产铝板带箔等高端铝材为主，目前国内高端铝材仍多依赖进口，且相关产品利润空间更为广阔，公司相关项目的持续落地或将打开公司盈利空间。

图表 39. 公司目前在建扩建项目包含多种高端铝材

项目/单位	项目简介
光阳铝业	公司在建韩国光阳铝业项目，新增产能 12 万吨。
义瑞新材	新建 70 万吨新型铝合金材料，包括锂电池用铝材、汽车用板带材等。
明晟新材	新增产能 30 万吨，历经 7 个月的建设，建成光伏绿色工业标准化厂房，第一条生产线于 2021 年 5 月顺利投产
年产 12.5 万吨车用铝合金板项目	投资约 6.6 亿元，主要生产车用铝合金板。
明泰科技	扩大公司铝箔生产能力，培育扶植当地企业进行电子电器新材料产品的深加工，实现铝箔产品的就地加工、销售，最终带动和形成“电子材料产业园”。

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

3.2. 再生铝行业空间广阔，公司实现率先布局

再生铝碳排放优势明显，碳中和背景下或有较大发展空间。从各类铝制品的温室其他排放潜力来看，再生铝的潜在二氧化碳排放远小于氧化铝和电解铝。单吨再生铝的全球变暖潜能值为 684.93 千克，而氧化铝和电解铝全球变暖潜能值分别为 14479.89 千克和 12269.4 千克。因此在未来国内双碳政策的推进下，再生铝行业或将持续迎来政策驱动。

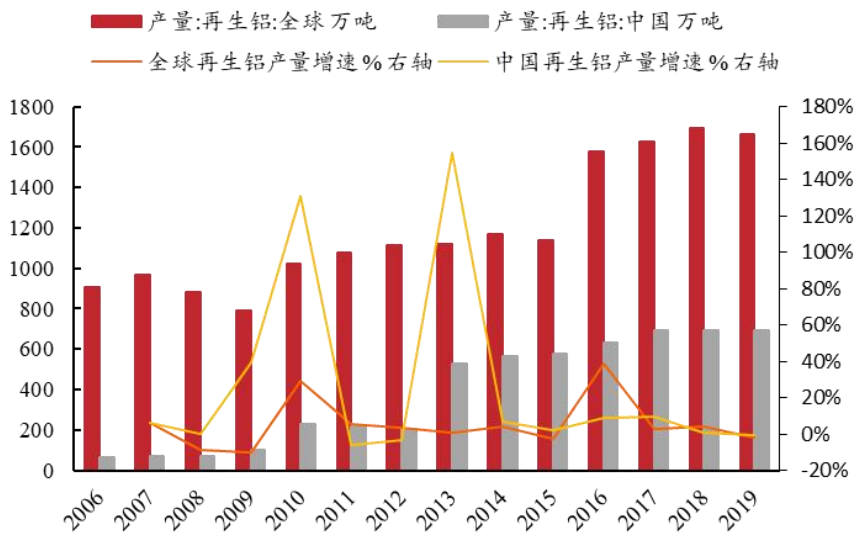
图表 40. 单吨电解铝温室气体排放远低于氧化铝和电解铝

温室气体	全球变暖潜能值/(kg CO_2, eq)		
	氧化铝	再生铝	电解铝
CO_2	13647.79	680.17	11569.87
CH_4	8.49	1. .62	7.39
N_2O	64. 96	3.14	55.05
CF_4	630.54	0	529.51
C_2F_6	128.11	0	107.58
Total	14479.89	684.93	12269.40

资料来源：《基于目标情景的中国铝生产碳减排与碳达峰分析》（李明阳），东亚前海证券研究所

全球和中国的再生铝产量持续增长。全球范围来看，2006 年至 2019 年，全球再生铝产量整体呈现上升趋势，从 909.2 万吨提升至 1666.3 万吨。总体增速较为平缓，2006 年至 2019 年全球再生铝产量 CAGR 约 4.77%。国内再生铝产量亦呈现上涨趋势，2006 年至 2019 年，国内再生铝产量从 66.5 万吨提升至 690.4 万吨，总体增速快于全球，2006 年至 2019 年中国再生铝产量 CAGR 约 19.72%。

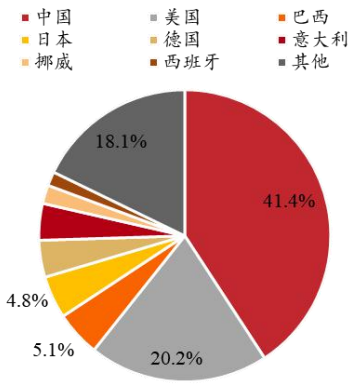
图表 41. 再生铝产量呈上升趋势



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

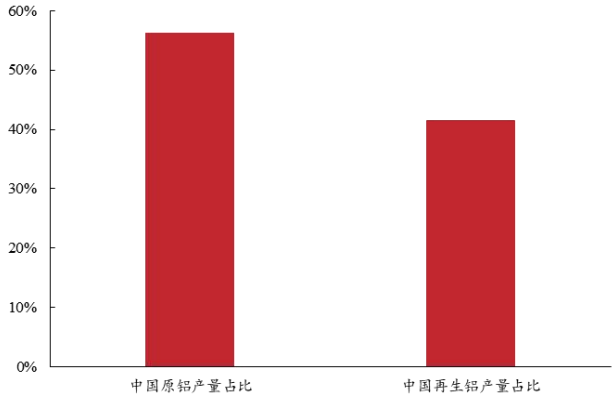
我国再生铝产量位居世界首位，但铝产量结构有望提升。从产量规模来看，2019 年我国再生铝产量占世界总产量的 41.4%，占比最大。但从铝产量结构来看，目前我国仍以电解铝为主，2019 年同期我国原铝的产量在全球占比约为 56.2%，较再生铝产量占比高出 14.8 个 pct。随着未来国内铝金属生产结构的持续优化，预期我国再生铝行业仍具有较大的成长空间。

图表 42. 2019 年中国再生铝产量占比最多



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 43. 2019 年再生铝产量尚存提升空间



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

环保政策趋严，加速铝灰渣资源化利用。2020 年起，铝灰渣被认定为危险废物，需由具备专门处置能力的企业进行处置。2020 年至 2021 年，工信部、生态环境部、各省市生态环境厅局共发布 6 条铝灰渣相关政策，旨在加强铝灰渣的处置管理工作以及督促相关化工厂的安全生产。在行业政策整体趋严的背景下，再生铝行业或将迎来新一轮的洗牌。

图表 44. 再生铝相关政策

文件名称	时间	发布部门	内容
《工业绿色发展规划(2016-2020 年)》	2016-06	工信部	围绕废钢铁、废有色金属等主要再生资源，加快先进回收利用技术和装备推广应用；鼓励再生资源利用企业与互联网回收企业建立战略联盟。
《铝行业规范条件》	2020-02	工信部	从布局与规模、产品质量、能源消耗等方面规定了再生铝企业应该具备的基本条件，促进再生铝行业规模化、集约化、现代化发展。
《国家危险废物名录》	2021-07	生态环境等五部委	铝行业中电解铝及再生铝行业的铝灰渣被列入名录。
《”十四五“循环经济发展规划》	2021-12	发改委	到 2025 年，再生有色金属产量达到 2000 万吨，其中再生铝产量达到 1150 万吨的发展目标，原铝的产能将受到限制，再生铝行业成为国家未来政策大力扶持方向。
《”十四五“原材料工业发展规划》	2021-12	工信部、科技部、自然资源部	支持优势企业建立大型再生铝回收基地和产业集聚区，推进再生金属回收、拆解、加工、分类、配送一体化发展。

资料来源：中国政府网，国务院新闻办公室，国家发改委，东亚前海证券研究所

提前布局铝资源循环利用产业链，再生铝规模逐步扩大。公司重视再生资源产业链布局，具有国际先进的再生资源综合利用生产线，国内第一条铝渣绿色生态资源化利用生产线。公司目前拥有年处理废铝规模 68 万吨以及 12 万吨铝灰渣综合利用产能，未来规划建设 70 万吨再生铝及绿色新型铝合金材料产能。公司在国内变形铝保级利用领域具有较大的规模与工艺优势，提升了公司在国内外市场的综合竞争力。

图表 45. 公司铝回收相关项目梳理

项目名称	预算数（亿元）	工程累计投入占预算比例(%)	工程进度
铝灰资源综合利用	1.5	74.0%	95.0%
铝资源循环保级利用项目	7.9	5.0%	60.0%
年产 70 万吨绿色新型合金材料项目	28.6	3.0%	30.0%
合计	75.2		

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

4. 盈利预测

在当前国内铝板带箔价格持续强势，公司光阳、义瑞、铭晟等相关产能逐步落地的背景下，预期公司业绩水平将持续上行。我们假设：（1）公司铝板带箔产品 2022 年价格基本与当前均价持平；（2）后续年度公司铝板带箔价格稳中有升；（3）公司新增铝板带箔产能逐步投放。则公司 2022 年铝板带、铝箔两大主要业务板块的毛利水平将分别为 30.1 亿元、6.3 亿元。

图表 46. 主要业务板块业绩情况预测

	单位：亿元	2021A	2022E	2023E	2024E
铝板带	营业收入	192.3	251.6	318.0	387.2
	毛利	24.2	30.1	43.1	49.7
铝箔	营业收入	39.9	43.4	47.6	61.5
	毛利	5.9	6.3	7.0	8.7

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所预测

伴随产品量价齐升，公司未来业绩将持续放量。我们预期 2022/2023/2024 年公司归母净利润分别为 25.66/35.31/40.47 亿元，对应的 EPS 分别为 3.76/5.17/5.93 元。以 2022 年 6 月 10 日收盘价 23.36 元为基准，对应 PE 分别 6.21/4.52/3.94 倍。结合行业景气度，看好公司发展。首次覆盖，给予“推荐”评级。

5. 风险提示

新冠疫情反复风险、新建项目进度不及预期风险、环保政策变动风险。

新冠疫情反复风险：新冠疫情反复或将对公司产品生产以及下游需求造成一定影响，影响公司业绩。

新建项目进度不及预期风险：若未来公司在建产能投产不及预期，则或将对公司业绩带来一定影响。

环保政策变动风险：环保政策大幅变动或将对公司的生产经营带来一定影响。

利润表（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	**24613**	**31017**	**38239**	**46714**
%同比增速	51%	26%	23%	22%
营业成本	21469	27150	32978	40603
毛利	3144	3868	5261	6111
%营业收入	13%	12%	14%	13%
税金及附加	111	138	172	207
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	74	86	103	123
%营业收入	0%	0%	0%	0%
管理费用	236	265	298	339
%营业收入	1%	1%	1%	1%
研发费用	953	983	1298	1619
%营业收入	4%	3%	3%	3%
财务费用	81	59	59	59
%营业收入	0%	0%	0%	0%
资产减值损失	-13	0	0	0
信用减值损失	44	0	0	0
其他收益	413	536	708	819
投资收益	51	100	131	136
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	-6	0	0	0
资产处置收益	-6	181	68	115
营业利润	**2173**	**3152**	**4236**	**4833**
%营业收入	9%	10%	11%	10%
营业外收支	-31	0	0	0
利润总额	**2142**	**3152**	**4236**	**4833**
%营业收入	9%	10%	11%	10%
所得税费用	251	491	613	673
净利润	1890	2662	3623	4160
%营业收入	8%	9%	9%	9%
归属于母公司的净利润	**1852**	**2566**	**3531**	**4047**
%同比增速	73%	39%	38%	15%
少数股东损益	38	96	92	113
EPS（元/股）	2.77	3.76	5.17	5.93

资产负债表（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2909	3888	6163	8711
交易性金融资产	2144	2144	2144	2144
应收账款及应收票据	2779	2324	3022	4156
存货	3724	4525	5541	6878
预付账款	662	956	1054	1327
其他流动资产	554	1710	1744	1748
流动资产合计	12771	15547	19668	24962
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	3686	4336	4874	5421
无形资产	442	534	658	756
商誉	7	7	7	7
递延所得税资产	102	102	102	102
其他非流动资产	1920	1678	1559	1555
资产总计	18929	22203	26868	32803
短期借款	376	376	376	376
应付票据及应付账款	**3683**	**3833**	**4690**	**6158**
预收账款	0	60	25	40
应付职工薪酬	100	150	179	211
应交税费	202	372	412	482
其他流动负债	2113	2295	2447	2636
流动负债合计	6474	7087	8129	9904
长期借款	0	0	0	0
应付债券	1050	1050	1050	1050
递延所得税负债	101	101	101	101
其他非流动负债	236	236	236	236
负债合计	7860	8473	9515	11290
归属于母公司的所有者权益	10674	13240	16771	20818
少数股东权益	**394**	**490**	**582**	**695**
股东权益	11068	13730	17353	21514
负债及股东权益	18929	22203	26868	32803

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	2.77	3.76	5.17	5.93
BVPS	15.64	19.40	24.57	30.50
PE	15.92	6.21	4.52	3.94
PEG	0.22	0.16	0.12	0.27
PB	2.82	1.20	0.95	0.77
EV/EBITDA	10.81	4.55	2.78	1.91
ROE	17%	19%	21%	19%
ROIC	16%	13%	15%	14%

现金流量表（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	**2067**	**1824**	**3322**	**3702**
投资	-728	0	0	0
资本性支出	-399	-886	-1118	-1231
其他	-505	100	131	136
投资活动现金流净额	**-1632**	**-786**	**-987**	**-1095**
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加（减少）	0	0	0	0
筹资成本	-148	-59	-59	-59
其他	1	0	0	0
筹资活动现金流净额	**-147**	**-59**	**-59**	**-59**
现金净流量	**277**	**979**	**2276**	**2547**

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

李子卓，东亚前海证券研究所高端制造首席分析师。北京航空航天大学，材料科学与工程专业硕士。2021 年加入东亚前海证券，曾任新财富第一团队成员，五年高端制造行研经验。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来 6—12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来 6—12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来 6—12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%—20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 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。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司　研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 A 座二层　　邮编：100086
上海地区：上海市浦东新区世纪大道 1788 号陆家嘴金控广场 1 号 27 楼　　邮编：200120
广深地区：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场第一座第 23 层　　邮编：518046

公司网址：http://www.easec.com.cn/