

铝加工龙头，看好再生铝业务赋能

华泰研究

2021年8月01日 | 中国内地

首次覆盖

基础材料/有色金属

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

39.61

研究员

SAC No. S0570517050001
SFC No. BPN269

李斌

libin@htsc.com

联系人

SAC No. S0570119090058
SFC No. BQQ813

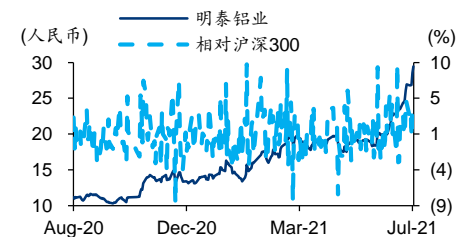
龚润华

gongrunhua@htsc.com

基本数据

目标价(人民币)	39.61
收盘价(人民币 截至7月30日)	29.44
市值(人民币百万)	20,094
6个月平均日成交额(人民币百万)	275.85
52周价格范围(人民币)	10.28-29.44
BVPS(人民币)	13.37

股价走势图



资料来源: Wind

产能扩张叠加再生铝卡位优势，首次覆盖“买入”评级

公司是铝板带箔加工行业龙头之一，我们看好公司主要基于三点：一是赚取稳定加工费的盈利模式，受原料价格波动影响小；二是公司持续扩张产能，且在下游汽车、轨道交通等需求旺盛行业，推进产品结构升级，市场地位或进一步巩固；三是公司再生铝、铝灰渣等项目进展顺利，在双碳政策背景下或可发挥卡位优势。我们预计公司 21-23 年 EPS 为 2.33/2.90/3.36 元，可比公司 PE (2021E) 均值 16.36 倍，考虑公司未来产能扩张以及结构升级，给予公司 17.00 倍 PE (2021E)，EPS (2021E) 为 2.33 元，目标价 39.61 元，首次覆盖给予“买入”评级。

稳健盈利模式下产能持续扩张，看好汽车等领域需求

公司采取“铝锭价格+加工费”的定价原则，即赚取较为稳定的加工费，铝锭价格波动对盈利影响有限。公司近年来持续通过新建、技改方式扩张产能，均带动公司业绩持续扩张；另外，公司仍有较多在建项目，未来或将持续带来规模扩张空间。铝板带箔加工市场较为分散，但公司市占率从 17 年 6.5% 提升至 20 年 8.7%；上游电解铝产能受 4500 万吨天花板限制，增量已有限；下游看好消费升级趋势，看好汽车轻量化等领域，据 IAI，20-30 年汽车用铝消费年均复合增速或可达 8.9%。

双碳政策下，看好公司再生铝、铝灰渣项目带来的卡位优势

碳达峰、碳中和背景下，电解铝作为高能耗行业之一，预计供给侧或受到较大影响，电解铝成本曲线或被抬升；水电铝虽然碳排放水平低，但受限于区域位置；而再生铝吨铝碳排放较火电铝低 84%，且不受区位限制，预计未来发展潜力较大。公司现有再生铝产能规划 136 万吨，目前正在陆续释放当中；另外，铝灰渣处理仍是行业难题，公司成功抢占铝灰渣处理赛道，21 年 3 月，第一条铝渣转化盐渣绿色生态化处置利用生产线正式投产，未来或可为公司进一步带来盈利空间。因此，在原料供给趋紧和全球 ESG 背景下，公司提前卡位废铝回收，或可持续保障低碳铝原料供给。

双轮驱动下稳健成长，首次覆盖给予“买入”评级

公司是铝板带箔加工行业龙头之一，近年来盈利稳健成长，未来随着新建项目陆续投放，产能仍有增长空间；另外，在双碳背景下再生铝的低排放、不受区位限制的优势或将凸显，以及公司的铝灰渣处理项目，或均将给公司带来提前卡位优势。预计公司 21-23 年 EPS 为 2.33/2.90/3.36 元，给予公司 17.00 倍 PE (2021E)，EPS (2021E) 为 2.33 元，对应目标价 39.61 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：项目进度不及预期；行业格局恶化；宏观经济不及预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(人民币百万)	14,148	16,333	23,842	24,627	27,582
+/-%	6.20	15.45	45.97	3.29	12.00
归属母公司净利润(人民币百万)	917.00	1,070	1,594	1,977	2,294
+/-%	85.02	16.69	48.93	24.03	16.04
EPS(人民币, 最新摊薄)	1.34	1.57	2.33	2.90	3.36
ROE (%)	13.54	12.11	15.11	16.43	16.65
PE (倍)	21.91	18.78	12.61	10.17	8.76
PB (倍)	2.97	2.38	1.98	1.73	1.51
EV EBITDA (倍)	12.43	10.79	7.56	5.77	5.08

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

正文目录

投资要点	3
投资逻辑.....	3
不同于市场观点.....	3
铝加工龙头企业，产能扩张叠加再生铝增效	4
赚取加工费模式，未来看产能扩张及再生铝.....	5
业绩跟随产能扩张，20年经营现金流情况转好.....	7
铝板带箔材领域集中度较低，中高端市场有发展前景	10
铝板带箔行业市场较为分散，大型企业优势明显.....	10
供给端增量有限，需求侧转型升级趋势明显.....	10
双碳政策下，铝资源回收业务或为公司带来优势	13
中国再生铝行业仍有较大发展空间.....	13
碳中和背景下，电解铝行业受限或较为明显.....	14
铝灰渣综合利用，或进一步打开铝资源循环空间.....	15
预测及估值：盈利稳健增长，给予“买入”评级	16
盈利预测.....	16
估值：首次覆盖给予“买入”评级.....	17
风险提示.....	18

投资要点

投资逻辑

公司是铝板带箔加工行业龙头之一，20 年产能 100 万吨。公司业务模式为加工属性，即赚取较为稳定加工费，定价采用“铝锭价格+加工费”的原则，因此原料铝锭的价格波动，对于公司的盈利影响有限。我们认为目前公司的盈利点可拆分为两大部分：

一是既有的铝材加工，即购买原料后进行加工出售，赚取较为稳定的加工费，因此该部分业务盈利增长主要集中在两点，一是公司产能规模的持续扩张，回顾历史，公司盈利基本跟随产品规模增长；二是产品的结构升级，即加工费提价，这里即包括市场环境变化带来的提价和公司自身产品升级带来的提价。公司目前仍有较多在建项目，虽然部分项目具体的规模和投产时间节点未有公开信息可以进行明确，但预期向好，随着相关项目陆续投放，预计可为公司带来持续的规模扩张和结构升级，成长属性较为明确。

二是近年来开始产出的再生铝以及铝灰渣项目，在双碳背景下，再生铝优势或将逐步明确，且随着火电铝因双碳政策推高行业整体成本曲线，再生铝盈利优势或进一步凸显。公司现有再生铝产能规划 136 万吨，且 21 年 3 月，公司的铝灰渣项目取得进展，第一条铝渣转化盐渣绿色生态化处置利用生产线正式投产，因此未来公司的再生铝、铝灰渣业务布局，或将在双碳政策背景下，在行业中体现出提前卡位的优势。

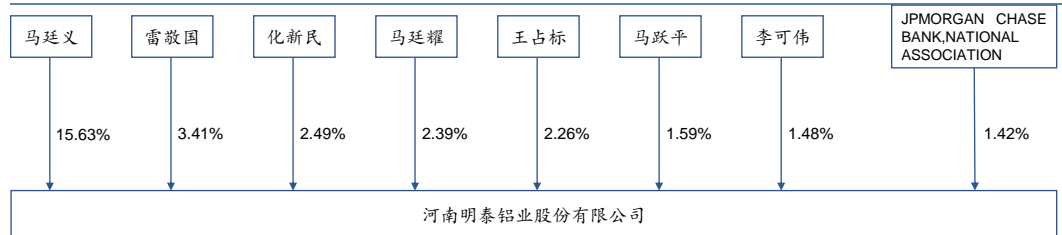
不同于市场观点

不同于市场认知，我们认为目前应该逐步重视公司在再生铝、铝灰渣等资源回收利用领域的业务布局。目前双碳政策的重要性不言而喻，而电解铝行业已与钢铁、水泥等高能耗行业一起被明确将作为第二批行业实行碳交易市场（第一批为电力），因此相关的碳达峰、碳中和政策，或同样将在各行业中，相对较早出台。在双碳政策下，火电铝的自备电厂优势被弱化，且由于火电铝仍占主导地位，预期未来电解铝行业成本曲线或被抬升，而再生铝、水电铝等可享受更高的盈利空间，但水电铝一定程度上受到区域位置限制，因此再生铝或行业格局更优。另外，公司在铝灰渣领域的布局，也在 21 年 3 月取得进展，因此我们认为公司在再生铝、铝灰渣领域的业务布局，不仅可为公司带来持续的盈利增长，且会在下一阶段以双碳政策为大背景的电解铝行业中占据先发优势，不容忽视。

铝加工龙头企业，产能扩张叠加再生铝增效

河南明泰铝业股份有限公司（下文简称“明泰铝业”、“公司”）成立于 1997 年，由马廷义、马廷耀、化新民三位自然人出资成立，为国内首家民营铝加工企业，深耕铝加工 23 余年，产品涵盖 1-8 系铝合金等 8 个规格系列，由最初的铝板带箔领域，扩展为铝板带箔及铝型材两大门类，涵盖了铝加工的两大主要领域。公司于 2011 年在上交所上市，截至 2021 年 7 月 30 日，公司总股本 6.83 亿股，其中流通股 6.82 亿股。公司控股股东及实控人为马廷义，持股比例为 15.63%（截至 21Q1 末）。

图表1：股权结构图



注：截至 21Q1 末

资料来源：公司公告，华泰研究

公司产品主要为铝板带、铝箔和铝合金轨道车体三大类，其中铝板带贡献主要营收、毛利。铝板带、铝箔下游行业分布较为广泛，包括印刷、电力、交通、包装、家电等领域，近年来交通运输用铝、汽车轻量化用铝、新能源、新消费用铝等高附加值产品占比逐步提高；铝合金轨道车体产品主要由产能逐步释放的“年产两万吨交通用铝型材项目”生产。

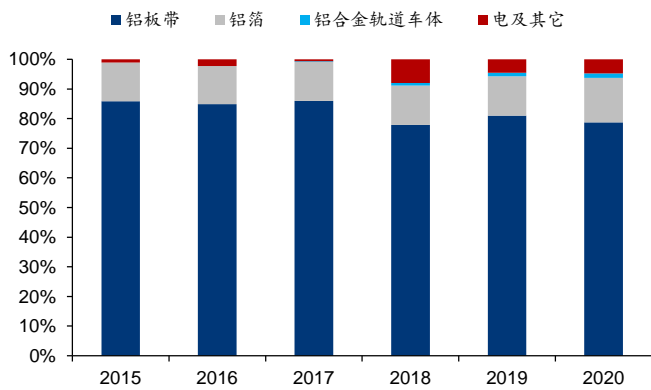
分产品看，铝板带贡献主要的营收、毛利，20 年占比分别为 79%、71%，铝箔分别为 15%、16%。分领域看（20H1，最新），建材及工业耗材营收占比为 43%，其次为新能源及电子家电（20%）、汽车与交通（18%）和药品食品包装（13%）等；分区域看，近年来公司产品内销比例提高，20 年营收占比达到 73%。

图表2：公司主要产品的下游应用领域

产品分类	下游行业	应用示例
铝板带	印刷行业	PS 版基和 CTP 版基等
	电力行业	电子垫片、电子元器件外壳、电缆包覆材料、线路板等
	交通运输	汽车热交换器、汽车车身板、汽车内外装饰材料、船舶甲板、飞机机身铝板、其他零配件板材等
	包装行业	易拉罐料、容器盖材、铝桶等各种包装容器
	建筑行业	内外装饰板、墙壁挂板、屋面板、隔断板等各种建筑材料
	家电行业	冰箱冷柜用氧化板，手机、电视、电脑外壳等
	家用	家用装饰、容器等
	其他	耐用品、五金制品等
铝箔	电力行业	电缆箔、电子垫片、电解电容器、电力电容器、新能源锂电池等
	交通运输	复合箔，汽车、火车、飞机等装饰材料，飞机蜂窝材料等
	包装行业	食品、烟草、医药、化妆品、瓶罐等包装
	建筑行业	铝塑管、装饰板、绝缘隔热材料
	家电行业	空调箔、中央空调通风管道
	家用	家用食品、礼品等包装、器皿
其他	工业绝缘屏蔽材料、航空航天铝箔制品、磁性材料、通讯电缆保护套及各种复合材料等	
铝合金轨道车体	交通运输	下游列车企业生产的轨道列车

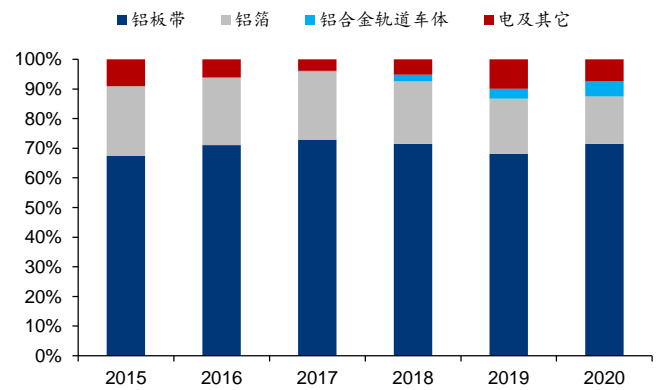
资料来源：公司公告，华泰研究

图表3: 铝板带贡献主要营收, 20年占比达79%



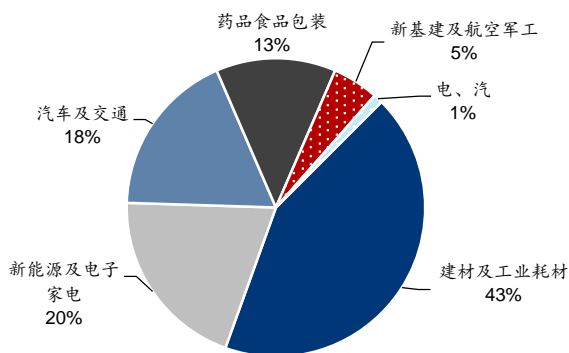
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表4: 铝板带贡献主要毛利, 20年占比达71%



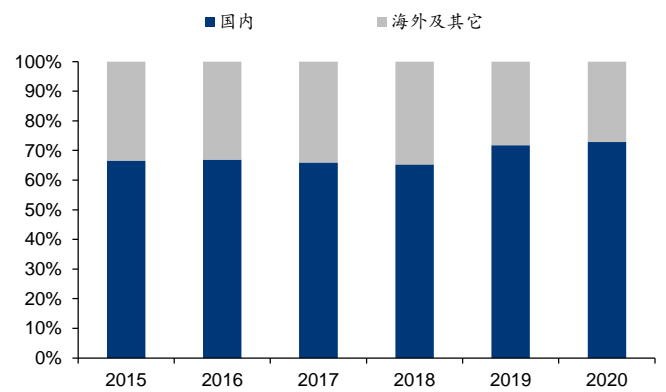
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表5: 下游以建材及工业耗材、新能源及电子家电等为主 (20H1)



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表6: 公司以内销为主, 20年营收占比达73%

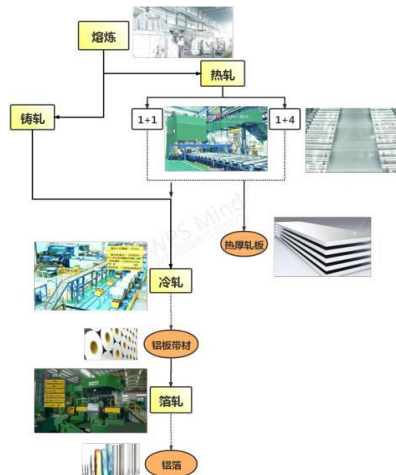


资料来源: 公司公告, 华泰研究

赚取加工费模式, 未来看产能扩张及再生铝

以销定产, 主要赚取较为稳定的加工费。据公司可转债(“明泰转债”)2021年评级报告, 公司拥有中国首条自行设计的(1+4)热轧生产线及3300mm宽幅(1+1)热连轧生产线。截至20年底公司已具备14万吨铸轧、110万吨热轧和110万吨冷轧的深加工能力, 前后工序产能高度匹配; 产品层面, 20年铝板带箔产能达到100万吨。实际产销方面, 公司以销定产, 15-20年产销率基本均在100%左右。

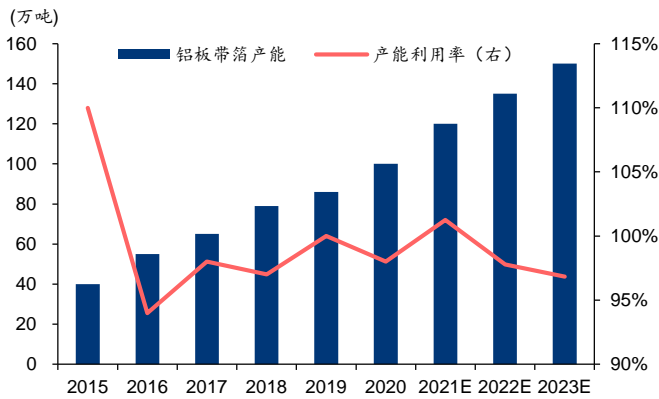
图表7: 公司产品简要生产流程



资料来源: 公司公告, 华泰研究

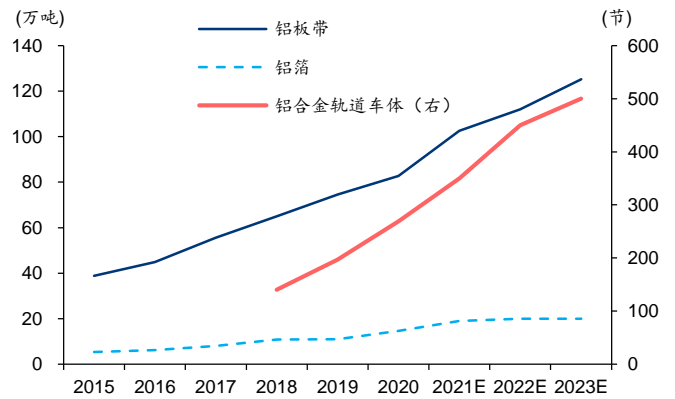
定价模式上,公司采用“铝锭价格+加工费”的定价原则,国内主要采用“发货当天上海长江现货铝平均价格+加工费”确定,出口主要采用“发货日前一个月的伦敦金属交易所市场现货铝平均价+加工费”确定。公司主要产品平均加工周期在 20-30 天内,因此公司盈利模式主要为赚取较为稳定的加工费,原料价格波动风险影响有限,从生产周期看,仅承担 20-30 天生产周期内的原料价格涨跌风险。从公司成本构成中可以看出,铝锭占据主要部分,20 年占比达 80%,且公司主要产品铝板带箔价格与铝锭价格走势基本一致。另外,从业务分布看,主要集中在郑州明泰、明泰科技、明泰交通新材料三家子公司中。

图表8: 公司铝板带箔产能逐年攀升,产能利用率维持在 100%附近



资料来源:公司公告,华泰研究

图表9: 公司主要产品销量均逐年攀升



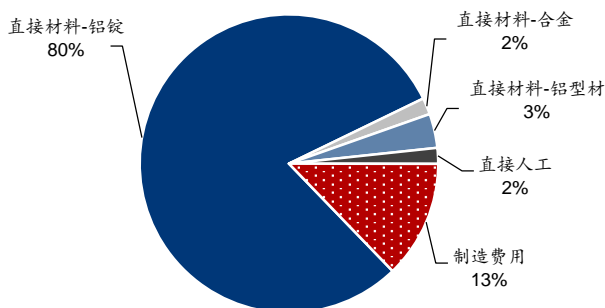
资料来源:公司公告,华泰研究

图表10: 公司产品产能及产销量

单位: 万吨, 节	品种	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
产能	铝板带 (箔)	40.00	55.00	65.00	79.00	86.00	100.00	120.00	135.00	150.00
产量	铝板带	38.77	45.32	55.29	65.42	75.02	83.19	102.50	112.00	125.25
	铝箔	5.42	6.15	8.17	10.88	11.31	14.68	19.00	20.00	20.00
销量	铝板带	38.79	44.93	55.62	64.98	74.55	82.73	102.50	112.00	125.25
	铝箔	5.39	6.17	8.05	10.80	11.05	14.72	19.00	20.00	20.00
	铝合金轨道车体				140	197	269	350	350	350
产能利用率	铝板带 (箔)	110%	94%	98%	97%	100%	98%	101%	98%	97%
产销率	铝板带	100%	99%	101%	99%	99%	99%	100%	100%	100%
	铝箔	99%	100%	99%	99%	98%	100%	100%	100%	100%

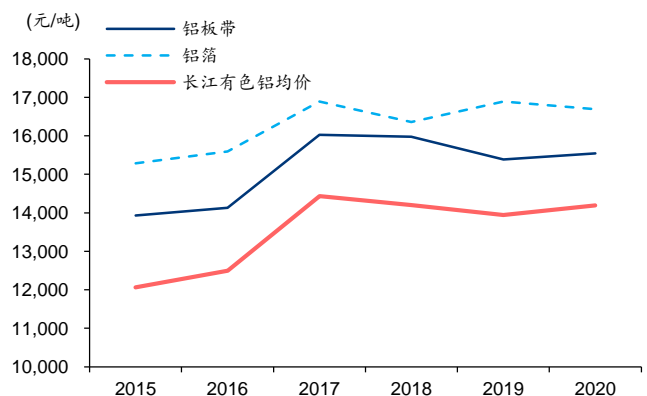
资料来源:公司公告,华泰研究

图表11: 公司成本构成中,铝锭占主要部分,20 年占比达 80%



资料来源:公司公告,华泰研究

图表12: 公司铝板带箔价格与铝锭价格走势基本一致



资料来源:公司公告,华泰研究

公司积极进行产能扩张、结构升级。未来仍将继续释放产能、结构升级的主要项目如下：

图表13： 公司主要在建、待建项目

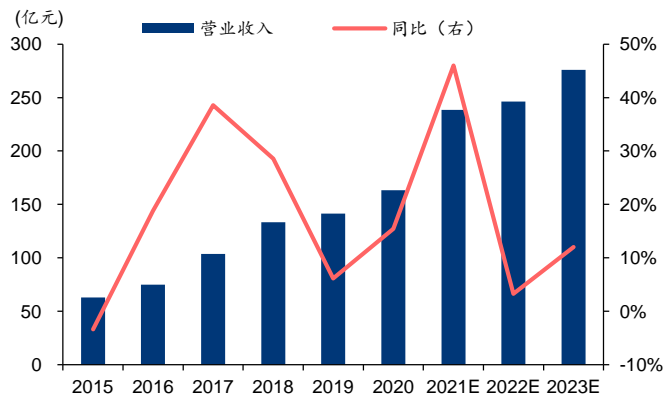
项目名称	情况	产能释放情况
2万吨交通用铝型材项目	新增2万吨/年专用铝型材产品，可以形成400套/年轨道车体大部件产品	据公司年报，该项目于2016年已形成轨道车体大部件加工能力，20年期未建设进度已达100%，2020年实现铝合金轨道车体销售269节，铝型材对外销售8643吨，基于项目产能设计，我们预计未来仍将有进一步产能释放空间
12.5万吨车用铝合金板项目	拟对老厂区(1+4)热轧机组进行设备升级改造，对新厂区现有厂房设施改扩建；改扩建板带车间生产规模为12.5万吨，其中轿车车身外板用铝合金带材8万吨，轿车车身内板用铝合金冷轧卷4.5万吨	据公司年报，18年该项目主要设备2800mmCVC六辊冷轧机及立体化智能管理仓库安装完成投入运营，20年期末该项目工程进度为84%，预计未来将继续释放产能
铝板带生产线升级改造项目	对现有生产线进行升级改造，在产品质量、性能、尺寸、精度等方面提升档次，合理利用资源，满足市场对高精铝板带卷材10万吨，冷轧带材8.5万吨，冷轧板材4万吨的需求	该项目产能规模25万吨，其中中厚板2.5万吨(原产品升级换代)，热轧度等方面提升档次，合理利用资源，满足市场对高精铝板带卷材10万吨，冷轧带材8.5万吨，冷轧板材4万吨。该项目于2019年5月开工建设，预计建设期为2年
明晟新材料50万吨项目	2019年，公司新成立全资子公司明晟新材料，积极开发汽车用铝，超硬3C材料、军工、航空航天等高附加值产品，优化产品结构	据公司2020年年报，该项目产能50万吨，新增产能20-30万吨(或因部用铝，超硬3C材料、军工、航空航天等高附加值产品，优化产品结构)
光阳铝业公司建设项目	拓展新的海外市场，进一步提高市场占有率，同时能更好地服务现有国外客户，缩短供货周期，提高客户满意度；另万吨产能，还可充分利用韩国光阳湾经济自由区关税免征等优惠政策	据公司2020年年报，公司全资子公司光阳铝业(位于韩国)，将新增10万吨产能，预计2021年下半年试生产
再生铝项目	在碳达峰、碳中和背景下，再生铝优势明显，公司抢占赛道实现卡位发展，未来或可持续为公司带来相对竞争优势	据公司2020年年报，公司已建成投产年处理20万吨废铝(一期工程)、废铝综合利用项目(扩建后处理废铝达30万吨)；另外新建36万吨再生铝合金扁锭、12万吨铝灰渣项目。另外，据公司公告(临2021-065)，公司拟投资36亿元建设70万吨再生铝生产线及高性能铝材项目，即进一步新增70万吨再生铝产能

资料来源：公司公告，华泰研究

业绩跟随产能扩张，20年经营现金流情况转好

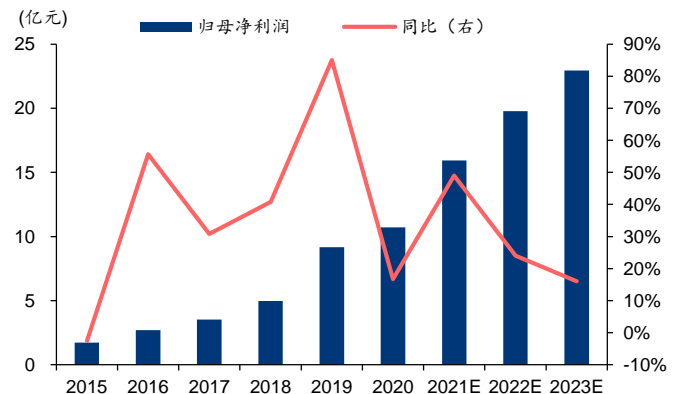
2015年以来，营收、业绩跟随产品规模快速扩张。据公司官网，2014年起公司开启扩张步伐，近年来包括“高精度交通用铝板带”、“2万吨交通用铝型材”等项目逐步释放产能，公司15-20年铝板带箔销量CAGR达17%，同期公司营收、归母净利润跟随同步上行，期间CAGR分别为21%、44%。其中，19年公司归母净利润增速明显快于营收，主要因当期有较多新型设备和产能投产，例如年产12.5万吨车用铝合金板项目，以及铝箔方面新增4台箔轧机等等，另外或部分因公司积极调整下游订单分布，据公司19年年报，当期大新能源、通信、航空航天、军工领域的产品开发。

图表14： 15-20年营收稳步增长，期间CAGR达21%



资料来源：公司公告，华泰研究

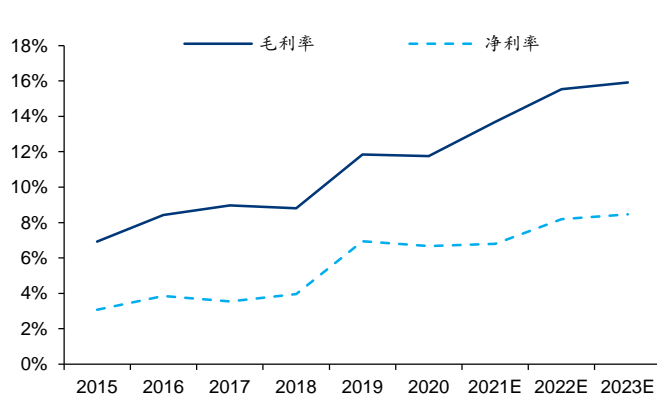
图表15： 15-20年归母净利润快速增长，期间CAGR达44%



资料来源：公司公告，华泰研究

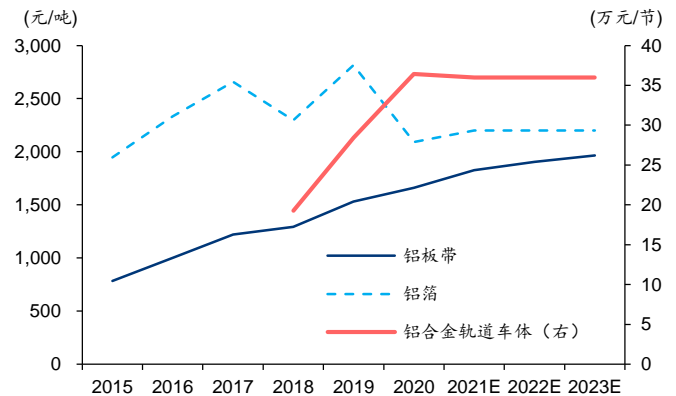
铝板带吨毛利呈现稳步上行趋势，预计未来或可持续。由于公司属于来料加工模式，主要赚取较为稳定加工费，盈利空间采用吨毛利指标更为合适。从 15-20 年公司主要三项产品的吨毛利趋势看，毛利规模占比最大的铝板带吨毛利呈现稳步上行趋势，从 15 年的 784 元/吨，上行至 1660 元/吨，增幅超 100%，主要因公司通过持续的新建、技改实现产能扩张的同时，也持续推进产品的结构升级，品牌效应逐渐显现；而目前公司仍在持续推进产品结构升级，市场地位稳固，预计未来吨毛利或仍有上行空间。毛利率、净利率层面，虽有波动，但 15-20 年呈现上行趋势。

图表16： 15-20年毛利率、净利率呈现上行趋势



资料来源：公司公告，华泰研究

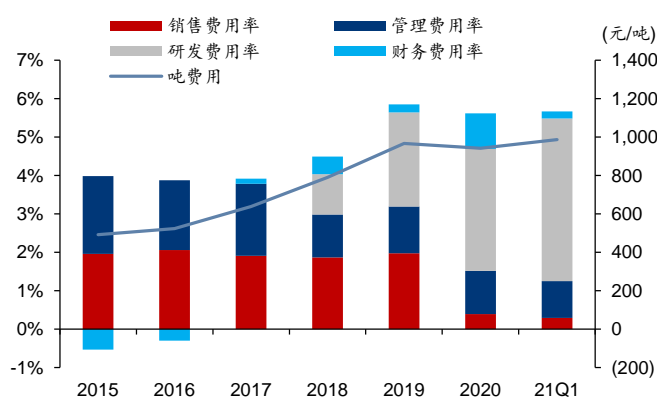
图表17： 15-20年铝板带吨毛利稳步上行，期间增幅达100%



资料来源：公司公告，华泰研究

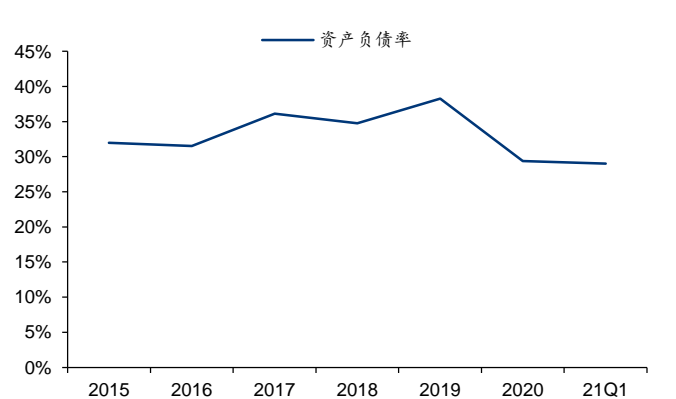
20年以来经营现金流改善明显。费用方面，销售、管理费用率表现相对稳定，18年以来研发费用投入增加，研发费用率从18年的1.1%增加至20年3.2%，主要因公司近年来积极进行产品的结构升级中。公司资产负债率相对较低，15年以来均未高于40%，21Q1末为29%。现金流方面，15-19年公司经营现金流净额波动较大，20年大幅转正、开始有所改善，21Q1继续维持正经营现金流净额，且20年、21Q1经营现金流净额占净利润比例均维持在80%以上，经营现金流的改善，或主要因公司积极对回款进行管理。

图表18： 公司持续加大研发投入，20年研发费用率达3.2%



注：20年因会计政策调整，销售费用中部分科目调整至营业成本中
资料来源：公司公告，华泰研究

图表19： 资产负债率较低，21Q1末为29%



资料来源：公司公告，华泰研究

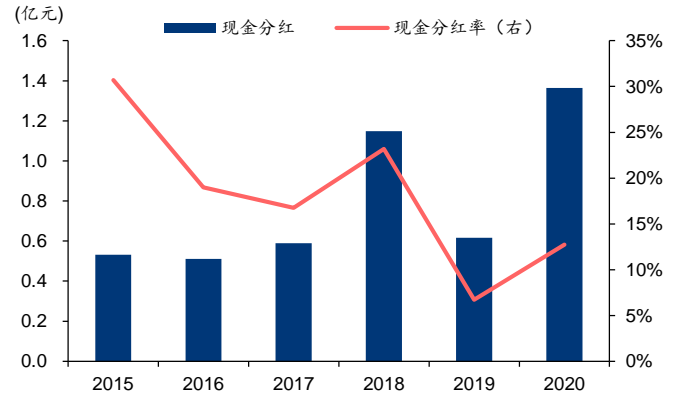
分红方面，15-20 年现金分红率基本维持在 10-30% 区间内，分红率相对不高或主要因公司自 14 年以来持续投入到产能扩张、结构升级当中，相应资金需求量较大。根据公司《股东未来分红回报规划（2018 年-2020 年）》规定，要求每年现金分红比例不低于 10%，另外暂无新一轮股东回报规划出台。

图表20： 20 年、21Q1 经营现金流转好



资料来源：公司公告，华泰研究

图表21： 现金分红率基本在 10-30% 区间内



资料来源：公司公告，华泰研究

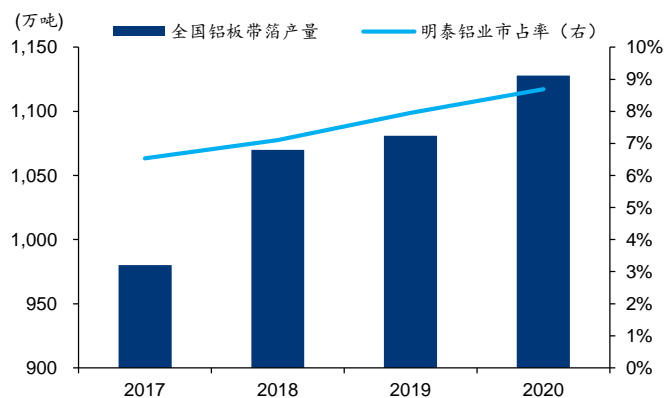
铝板带箔材领域集中度较低，中高端市场有发展前景

铝板带箔行业市场较为分散，大型企业优势明显

铝板带箔加工行业较为分散，小型企业竞争力较差，产业转型升级空间较大。据 SMM 及 Wind，20 年国内铝板带箔材产量为 1128 万吨（不含铝箔毛料），且市场较为分散，CR5 仅为 33%；另外，公司近年来规模扩张较快，市占率从 17 年 6.5% 提升至 20 年 8.7%。

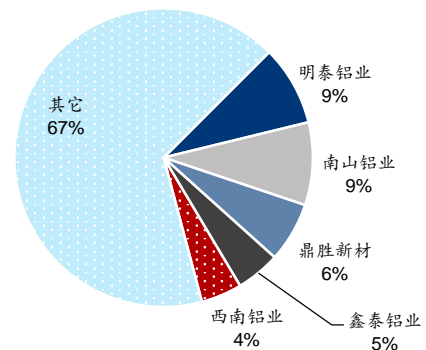
据 SMM 及 Wind，从市场层次看（2020 年），铝板带箔市场分化较明显，约 50% 为低端市场，且多采用普通的铸轧工艺，产品精细程度不高，竞争较为激烈，多靠价格抢夺市场；腰部市场占比约为 42%，公司主要位于该部分，折算市占率约为 20%；头部市场占比约为 8%，部分高端铸皮能依赖进口，未来存在一定的进口替代空间。而从规模角度看，行业中中、小规模企业开工率明显低于大型企业，大型企业的规模优势、市场地位更加突出。

图表22：17-20 年明泰铝业市占率逐步提升



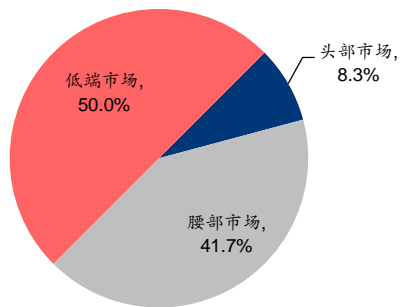
资料来源：公司公告，Wind，SMM，华泰研究

图表23：铝板带箔行业集中度较低，20 年 CR5 为 33%



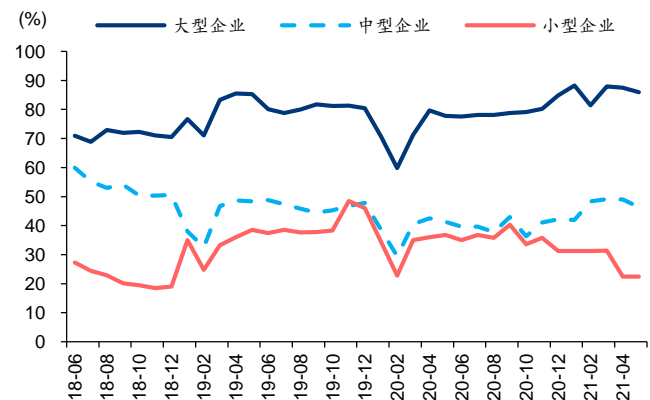
注：南山铝业（600291 CH），鼎胜新材（603876 CH），其余两家未上市
资料来源：公司公告，Wind，SMM，华泰研究

图表24：铝板带箔市场约 50% 为低端市场



资料来源：Wind，SMM，华泰研究

图表25：铝板带箔行业分化较为严重，小型企业开工率较低

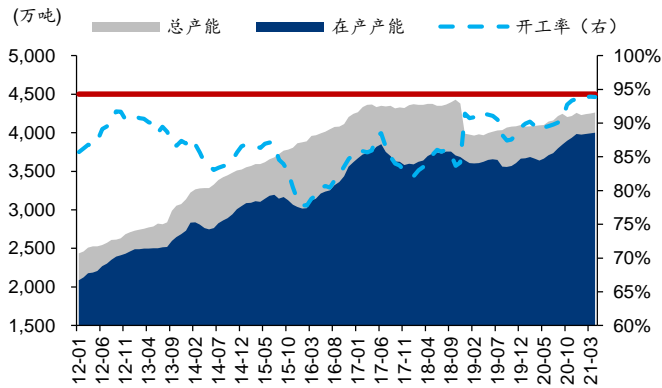


资料来源：SMM，华泰研究

供给端增量有限，需求侧转型升级趋势明显

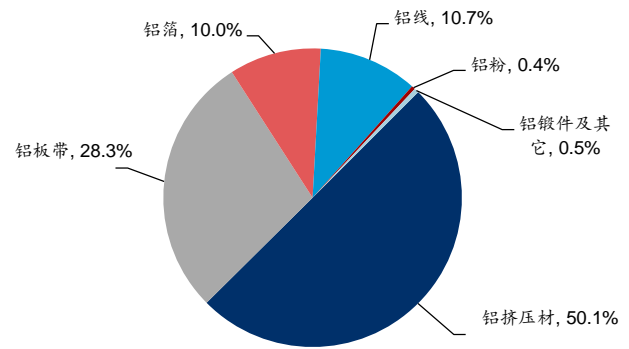
供给侧，受限于电解铝产能天花板限制，增量有限。据 ALD，截至 21 年 4 月，我国电解铝产能达 4362 万吨（在产达 4001 万吨）；20 年 8 月以来，开工率均在 90% 以上，21 年 4 月达到 93.9%。产能已接近 4500 万吨产能上限，且开工率持续高位，电解铝层面供给增量有限。而在铝材层面，据中国有色工业协会及安泰科联合统计（2019 年，最新），我国半数铝材集中在挤压材中，铝板带及铝箔合计占比在 38.3%。其中，挤压材主要应用领域为建筑（铝合金门、窗、幕墙等）和工业（交通运输、机电设备、耐用品、电子电器），相对其余铝材品种而言，加工制造技术含量偏低，市场竞争较为激烈，而板带箔材领域下游需求分布则更为广泛，且消费属性更强。

图表26: 电解铝产能接近 4500 万吨天花板



资料来源: Wind, ALD, 华泰研究

图表27: 半数铝材集中在挤压材中, 未来存在结构调整空间

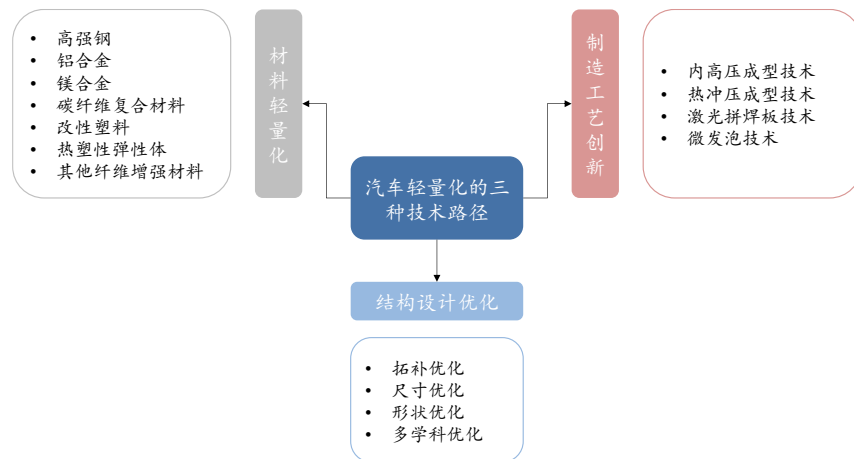


资料来源: 有色工业协会, 安泰科, 华泰研究; 图中为 2019 年数据 (最新)

下游行业消费升级趋势明显, 关注汽车轻量化、轨道交通等领域。铝板带箔材下游分布较为广泛, 且下游行业消费属性较强, 伴随国内经济快速发展, 铝板带箔在消费领域的耗材属性, 或使其面临转型升级机遇, 短期可关注汽车轻量化和轨道交通等领域。

汽车轻量化的节能降耗效果显著, 采用铝合金实现材料轻量化是重要路径之一。汽车轻量化、动力总成、空气阻力、滚动阻力均可影响汽车能耗, 在以上四种降耗方式中, 新材料开发及对应的轻量化方案, 周期最短、性价比最高, 而在材料轻量化当中, 目前以高强钢、铝合金的应用为主, 镁合金、碳纤维等因为造价等多方面问题, 应用相对较少。在实现汽车轻量化的同时, 汽车厂商还将兼顾 NVH、碰撞安全、耐久性、制动性和经济性等。另外, 新能源车普遍存在重量超重、续航里程短等问题, 车身轻量化是提升续航里程的有效途径之一。铝合金、镁合金、碳纤维材料密度更低, 成为实现新能源车轻量化的重要选择。

图表28: 汽车轻量化的三种技术路径



资料来源: 新材料在线, 华泰研究

对比钢、铝两种材料的特点, 从材料强度看, 铝合金会略逊于钢板, 但低密度让铝合金有更大优势, 同等强度钢板和铝合金, 厚度比为 1:1.4, 而重量比仅 1:0.5, 即铝合金仅需一半的重量便能达到同等强度; 另外, 一般全铝车身用的铝合金板件要比普通低碳钢厚 0.2-0.5mm, 通过增加厚度能实现比高强钢更高的车身刚度和抗扭性能。但同时也需要注意到, 高强钢和铝合金的技术同时均在进步, 呈现出此消彼长的趋势, 因此铝合金完全替代钢材在汽车当中的应用或较难, 短期内钢铝混合或是趋势, 但铝合金的轻量化优势, 或使其在新能源车中的推广应用更为迅速。

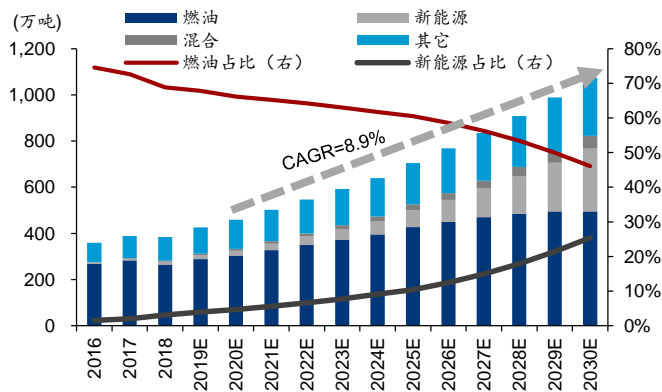
图表29: 钢、铝材料特点对比

	钢	铝
密度	密度高(7.8)于铝, 同等体积下重量大	密度低(2.7), 同等体积下重量小
强度	碳使钢坚硬, 且碳含量越高越硬	弱于钢
延展性和可塑性	低, 碳含量越高延展性越低	高延展性
腐蚀性	易腐蚀, 利用喷漆或粉末涂层防腐	高氧化性, 氧化形成钝化层使其具有高度耐腐蚀性
导热性能	导热性不佳, 但熔点高, 可在更宽温度范围内使用	导热性好, 但熔点低于钢

资料来源: 新材料在线, 华泰研究

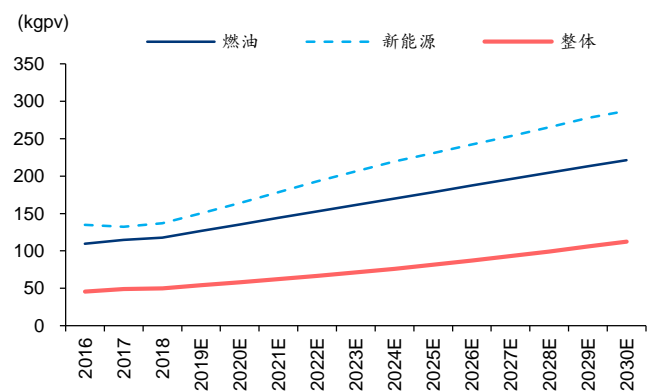
汽车用铝未来增速可观, IAI 预计 20-30 年汽车用铝消费年均复合增速达 8.9%。根据国际铝业协会于 2019 年发布的《中国汽车工业用铝量评估报告(2016—2030)》, 20-30 年汽车用铝消费年均复合增速将达 8.9%, 其中燃油车部分将达 5.0%, 新能源车部分将达 28.9%。具体到单位用铝层面, 整体的单位消费量年均复合增速将达 6.9%, 其中燃油车部分将达 5.0%, 新能源车部分将达 5.8%。因此, 新能源车用铝将是未来汽车用铝增量的重要贡献部分之一, 预计 2020 年新能源车用铝占比仅为 5%, 预计 2030 年占比将提升至 25%, 增量可观。

图表30: 2020-2030 年汽车用铝消费量 CAGR 达 8.9%



注: 其它中包括卡车以及其它车型
资料来源: IAI, 华泰研究

图表31: 新能源车单位用铝量持续上行



资料来源: IAI, 华泰研究

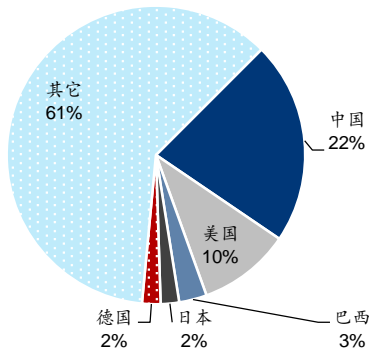
轨道交通领域, 铝合金制轨交车辆涵盖了地铁、高铁、轻轨、磁悬浮等多种领域和车型, 铝合金的轻量化, 以及成本低、零部件维修简单、废件回收率高等优势较为明显, 未来全铝车辆或具备发展潜力。此外, 多项顶层规划文件助推轨道交通发展, 19 年 9 月国务院印发《交通强国建设纲要》, 提出到 2035 年基本建成交通强国, 基本形成“全国 123 出行交通圈”(都市区 1 小时通勤、城市群 2 小时通达、全国主要城市 3 小时覆盖); 21 年 3 月, 十四五规划以及 2035 年远景目标纲要中同样提及, 其中针对城市群和都市圈轨道交通, 提出新增城际铁路和市域(郊)铁路运营里程 3000 公里, 基本建成京津冀、长三角、粤港澳大湾区轨道交通网, 以及新增城市轨道交通运营里程 3000 公里。

双碳政策下，铝资源回收业务或为公司带来优势

中国再生铝行业仍有较大发展空间

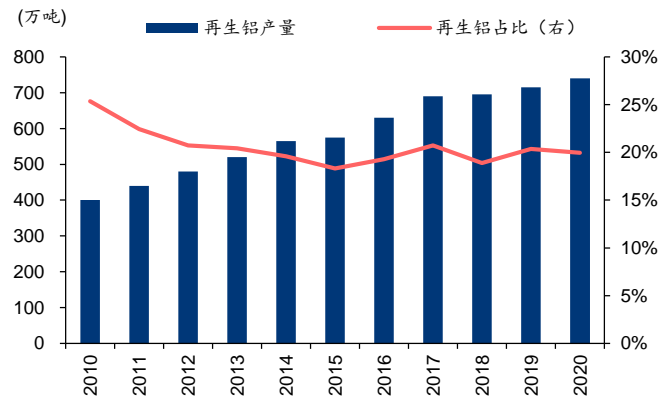
中国再生铝占比在 20%左右，仍有较大提升空间。据 IAI，分国别看，中国已是全球第一大再生铝生产国，2020 年产量达到 740 万吨，全球占比在 22%；从再生铝产量在整个铝产量中占比情况看，2020 年全球水平达 33%，中国为 20%，而发达国家美国在 80%以上、日本接近 100%，因此中国再生铝发展空间仍较大。

图表32： 中国是全球最大再生铝生产国，20 年产量占比达 22%



资料来源：IAI，华泰研究

图表33： 20 年中国再生铝产量在整个铝产量占比在 20%左右



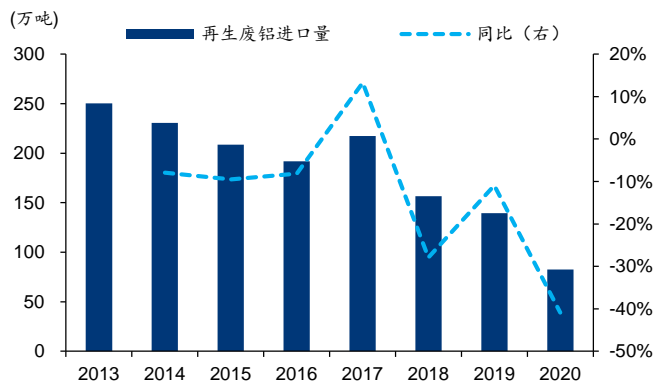
资料来源：CMRA，华泰研究

政策上支持循环经济发展，21-25 年再生铝产量年化增速或达 9%。从政策层面看，国家对循环经济持鼓励态度，2021 年 7 月，国家发改委发布《“十四五”循环经济发展规划》，其中明确提出，“到 2025 年，主要资源产出率比 2020 年提高约 20%，单位 GDP 能源消耗、用水量比 2020 年分别降低 13.5%、16%左右，……再生有色金属产量达到 2000 万吨，其中再生铜、再生铝和再生铅产量分别达到 400 万吨、1150 万吨、290 万吨……”，25 年 1150 万吨再生铝产量目标，较 20 年 740 万吨实际产量，21-25 年年化增速将达 9%，高于十三五期间 5%的年化增速水平。

再生铝原料进口有望进一步规范，进口量有望回升。进口方面，2013 年以来废铝进口量呈现下行趋势，2020 年进口 82 万吨，同比下降 41%，而近年来废铝进口量的下降，主要因为国家对于固废进口的趋严政策。2017 年 4 月，《关于禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》中明确提出将一步步有序的限制废物的进口；2019 年 7 月起，废钢铁、铜废杂料、铝废杂料等 8 个品种固体废物，从《非限制进口类可用作原料的固体废物目录》调入《限制进口类可用作原料的固体废物目录》，废铝进口进一步受到限制。

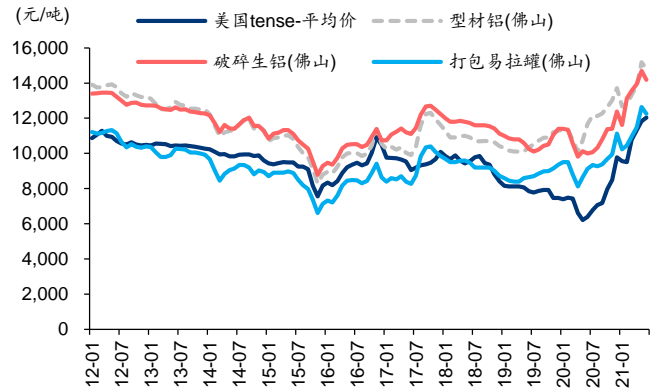
后出于对国内金属废料资源供给不足的问题，2020 年 11 月开始实施的《关于规范再生黄铜原料、再生铜原料和再生铸造铝合金原料进口管理有关事项的公告》中提出，符合《再生铸造铝合金原料 (GB/T 38472-2019)》标准的再生铸造铝合金原料不属于固体废物，可自由进口；而再生纯铝、再生变形铝原料目前暂无相关标准，无法进口。据 SMM 报道 (2020 年 10 月)，《再生变形铝合金原料》、《再生纯铝原料》、《回收铝》、《铝及铝合金术语第 4 部分：回收铝》四项标准的编制正当其时，再生铝全方位的原料标准体系正在构建。随着再生铝相关品种标准的进一步完善，废铝进口品种范围有望进一步扩大，进口量或将回升。

图表34: 2013年以来废铝进口呈现下行趋势



资料来源: Wind, 华泰研究

图表35: 进口废铝价格与国内价格走势基本一致

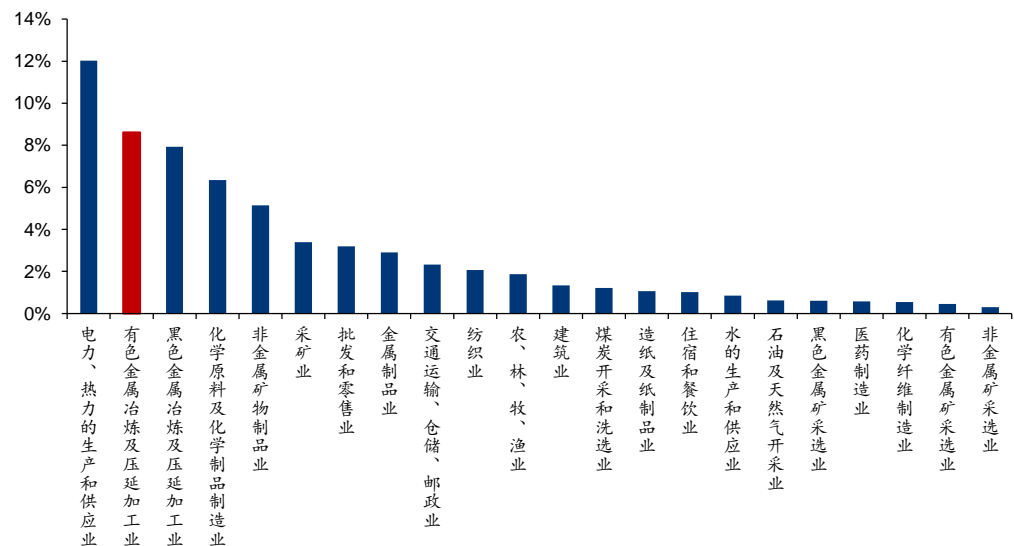


资料来源: SMM, 华泰研究

碳中和背景下, 电解铝行业受限或较为明显

据 Wind, 2020 年有色金属冶炼及压延加工业用电量在全国占比为 8.6%, 其中铝冶炼占比约 80%; 据 SMM, 2019 年(最新)国内电解铝能源结构中, 火电占比合计约 86%, 水电等占比仅 14%, 且在电解铝冶炼中, 用火电生产 1 吨铝电力环节排放 CO₂ 约 11.2t, 用水电生产吨铝几乎不排放 CO₂, 因此电解铝在有色行业碳排放中占比最大。另外, 碳交易所披露数据表明, 2020 年国内电解铝行业 CO₂ 总排放量约为 4.26 亿吨, 约占全社会 CO₂ 排放总量的 5%。因此, 在“2030 年碳达峰, 2060 年碳中和”的政策背景下, 电解铝行业或面临供给受限、成本抬升的发展趋势。

图表36: 2020年主要行业用电量占比, 有色行业排第二



资料来源: Wind, SMM, 华泰研究

自备电厂优势或逐步被消除, 火电铝或抬升行业成本曲线。火电铝电力来源分为自备电厂和外购电, 其中自备电厂的电费低于外购电。据北极星网, 燃煤自备电厂关停或转公用是适应供给侧结构性改革、防治大气污染的举措之一。2020 年 12 月 16 日, 苏州市发改委发布《关于江苏东方盛虹股份有限公司自备热电厂转为公用电厂的函》, 正式批准江苏东方盛虹股份有限公司(000301 CH)盛泽热电厂转公用。我们认为未来自备电厂将面临日趋严格的环保核查和高效产出比等指标限制, 存在被关停和逐步国有化的可能。此外, 参考内蒙规定, 自备电厂需按自发自用电量缴纳政策性交叉补贴, 我们认为未来自备电厂优势或逐步被消除, 部分低成本火电铝将受到负面影响。

再生铝碳排放优势明显，吨铝碳排放较火电铝低 84%，且不受区位限制。据 SMM 及中国有色金属工业协会再生金属协会，横向对比看，火电铝吨铝碳排放约为 13.0t，其中电力环节占主要部分，达 11.2t；水电铝方面，电力环节碳排放可视为 0，但考虑到水电资源分布以及所在地区的电力供需关系，国内仅西南地区较为适合发展水电铝；再生铝方面，吨铝碳排放仅为 2.1t，较火电铝低 10.9t，排放水平与水电铝基本相当，且未来发展不受限于区域位置。因此，由于碳排放较低而且不受区域限制的优势，再生铝在双碳政策背景下或将是未来铝行业转型发展的重点。

铝灰渣综合利用，或进一步打开铝资源循环空间

铝灰渣及相关产品的处理是目前的行业难题。据 SMM，铝灰渣是电解铝或再生铝熔炼时的必然产物，它是由氧化铝、氯化铝、其他氧化物、氯化物及铝构成，年产量在 200 万吨以上（2019 年数据）。刚从熔炉内取出的铝灰渣中含铝量为 45%~75%，为提高回收率，一般铝企均会加装炒灰机对废铝进行一次处理，使得铝灰中的铝屑含量降至 5%附近，此时一次铝灰依旧具有经济价值，通常会进行一次转卖提取；经过提取后的二次铝灰通常主要成分为氧化铝，其含量多在 40%~60%，其处理则需经过有资质的企业进行无害化处理。国内外对于铝灰处理工艺科将铝灰处理的一些产品：净水剂、耐火材料、化学级氧化铝、水泥等等，然而这些处理工艺中或多或少因铝灰中成分问题，而未能大规模应用。

铝灰渣和二次铝灰相关标准规范正在编制当中。根据《国家危险废物名录（2021 年版）》豁免管理清单，对铝灰渣和二次铝灰在回收金属铝利用环节给予豁免，但由于相应技术规范尚未出台。使用危废加工成的任何产品仍是危废，需要经过鉴别认证才能销售。据中国有色金属工业协会再生金属分会，目前《铝灰渣和二次铝灰污染控制技术规范》正在编制当中，未来推出后将作为铝灰渣和二次铝灰处理行业提供标准规范，进而助力行业走向正轨。

公司抢占铝灰渣处理赛道，我国第一条铝渣转化盐渣绿色生态化处置利用生产线已投产。据公司 2020 年年报，公司新建 12 万吨铝灰渣项目；据铝云汇报道（2021 年 3 月 23 日），公司第一条铝渣转化盐渣绿色生态化处置利用生产线已正式投产。

根据巩义市政府官网公布的《河南明泰科技发展有限公司铝灰渣综合利用项目环境影响评价公众参与第二次公示》，项目分为两期建设（单期 6 万吨），通过破碎、碾磨、筛分、溶解、浸出、提盐、提氮、烘干等工艺将铝灰渣中金属铝（1.2 万吨）、盐、氮等充分提取，同时将剩余物质生产成惰性氧化物产品。

图表 37：公司铝灰渣项目工程产品方案一览表

产品种类	产能 (t/a)		总体	主要成分	用途
	一期	二期			
金属铝	6000	6000	12000	铝	作为原料回用于厂区熔铝工程
其他金属	600	600	1200	主要为铁	作为产品外售
盐	13350	13350	26700	NaCl 和 KCl 混合盐	作为覆盖剂回用于厂区熔炉工程
氨水	1326.8	1326.8	2653.6	18%浓度氨水	定期外售河南徐庆新能源有限公司综合利用
惰性氧化物	42052.5	42052.5	84105	主要为 Al ₂ O ₃ 、MgO、SiO ₂ 、CaO、氯化物及水分	可作为氧化铝或铝矾土替代品定期外售

资料来源：《河南明泰科技发展有限公司铝灰渣综合利用项目环境影响评价公众参与第二次公示》，华泰研究

预测及估值：盈利稳健增长，给予“买入”评级

盈利预测

销量方面，2020年公司铝板带箔合计销量为98万吨（其中铝板带82.73万吨，铝箔11.05万吨），铝合金轨道车体销量为269节。考虑公司目前在建项目的投产进度，且公司重点在建项目均瞄准下游汽车、轨道交通等需求较为旺盛行业，且基于公司在铝板带箔领域的龙头地位，我们认为公司逐步新增的产能或均可被下游消化，我们预计21-23年铝板带销量为102.50、112.00、125.25万吨，铝箔销量为19.00、20.00、20.00万吨，铝合金轨道车体销量为350、450、500节。

单位毛利方面，由于公司是较为稳定的加工费模式，且公司持续推进产品结构的升级，而下游行业中，汽车、轨道交通、电子、新能源等行业均景气度较高，有充分市场空间容纳公司新增产能，因此我们预计公司产品的单吨毛利或可维持相对稳定。我们假设21-23年公司铝板带产品单位毛利分别为0.18、0.19、0.20万元/吨，铝箔产品单位毛利均为0.22万元/吨（19年偏高或因当期下游分布出现边际变化，21-23年预测中保守以20年为基准），铝合金轨道车体单位毛利均为36万元/节（18-19年稳步上行或主要因产能逐步释放，前期试生产等因素的影响逐步减弱）。

成本方面，公司目前主要原料为原铝或以废铝进而生产再生铝，但均与原铝价格挂钩，据我们中期策略报告《数说有色行业景气》（2021.5.27），我们认为21-23年铝行业或均处供给偏紧格局，铝价或有望持续维持高位；同时，考虑到21年受疫情影响，全球通胀部分推高大宗商品价格，随着22年疫情对经济影响逐渐消退，铝价或将小幅回落、但仍能维持相对高位，故我们假设21-23年原铝价格分别为1.75、1.63、1.65万元/吨。

费用方面，目前公司生产经营已相对稳定，在国内铝加工市场占据头部地位，考虑管理费用率边际小幅下行，假设21-23年均为1.0%，销售费用由于20年运费归集调整至成本中，剩余部分相对平稳，假设维持与20年持平水平；研发方面，考虑公司未来随着产能规模扩大，研发费用率边际下行，假设21-23年研发费用率均为3.0%；财务费用率通过公司的现金、债务等进行勾稽计算。

图表38: 公司关键业务指标及预测

		单位	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
产能	铝板带(箔)	万吨	79.00	86.00	100.00	120.00	135.00	150.00
	产量							
产量	铝板带	万吨	65.42	75.02	83.19	102.50	112.00	125.25
	铝箔	万吨	10.88	11.31	14.68	19.00	20.00	20.00
	铝板带+铝箔	万吨	76.30	86.33	97.87	121.50	132.00	145.25
	铝合金轨道车体	节				350.00	450.00	500.00
销量	铝板带	万吨	64.98	74.55	82.73	102.50	112.00	125.25
	铝箔	万吨	10.80	11.05	14.72	19.00	20.00	20.00
	铝板带+铝箔	万吨	75.78	85.60	97.45	121.50	132.00	145.25
	铝合金轨道车体	节	142	197	269	350	450	500
销量-同比增速	铝板带			14.7%	11.0%	23.9%	9.3%	11.8%
	铝箔			2.3%	33.2%	29.1%	5.3%	0.0%
	铝板带+铝箔			13.0%	13.8%	24.7%	8.6%	10.0%
	铝合金轨道车体			38.7%	36.5%	30.1%	28.6%	11.1%
单位毛利	铝板带	万元/吨	0.13	0.15	0.17	0.18	0.19	0.20
	铝箔	万元/吨	0.23	0.28	0.21	0.22	0.22	0.22
	铝合金轨道车体	万元/节	19.01	28.43	36.43	36.00	36.00	36.00
主要成本	原铝	万元/吨	1.42	1.40	1.42	1.75	1.63	1.65
费用率	销售费用率	%	1.9%	2.0%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
	管理费用率	%	1.1%	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
	研发费用率	%	1.1%	2.5%	3.2%	3.0%	3.0%	3.0%
	财务费用率	%	0.5%	0.2%	0.9%	0.4%	0.2%	0.0%

资料来源: 公司公告, 华泰研究

估值: 首次覆盖给予“买入”评级

公司为铝加工企业, 赚取较为稳定的加工费, 我们从业务模式角度出发, 选择亚太科技、南山铝业和海亮股份作为可比公司, 其中亚太科技主营铝挤压材, 南山铝业主营铝板带材, 且具备完整产业链, 海亮股份主营铜材、铜铝复合材等, 三家可比公司的主营业务模式均与明泰铝业较为类似。三家可比公司 PE (2021E) 均值为 16.36 倍, 考虑公司未来持续有产能释放和结构升级, 故给予公司 17.00 倍 PE (2021E) 估值, EPS (2021E) 为 2.33 元, 故对应目标价为 39.61 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

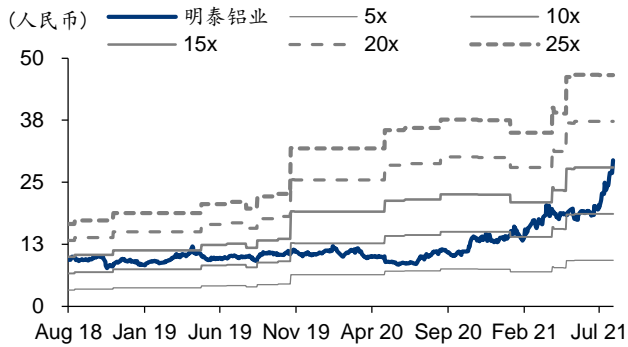
图表39: 可比公司估值 (截至 2021.7.30)

彭博代码	公司简称	市值 (亿元)	PE			PEG	业绩 CAGR 2021E-2023E
			2021E	2022E	2023E		
002540 CH	亚太科技	60.1	14.27	12.55		0.80	
600219 CH	南山铝业	611.9	18.02	14.16	12.53	0.27	32%
002203 CH	海亮股份	223.6	16.78	12.39	9.98	0.17	48%
	可比公司均值		16.36	13.03			
601677 CH	明泰铝业	200.9	14.72	11.95	10.28	0.53	29%

注: 亚太科技缺失 2023 年 PE 及 21-23 年业绩 CAGR; 明泰铝业 21-23 年业绩 CAGR 为华泰预测

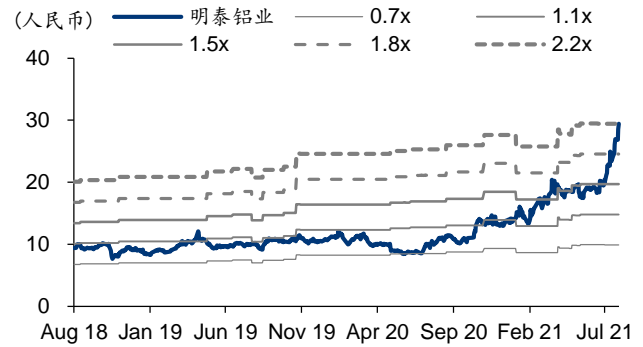
资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰研究

图表40: 明泰铝业 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表41: 明泰铝业 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

风险提示

新建项目进度不及预期

若公司诸多新建项目建设进度、投产进度不及预期,则公司规模扩张、结构升级将受到影响,公司业绩或将不及预期。

行业格局超预期恶化

如果铝加工行业竞争格局出现恶化,竞争对手间差距缩小或新进入者过多,则加工费中枢或出现下移,则公司盈利水平或受到影响。

宏观经济不及预期

若宏观经济不及预期,则铝材下游需求或走弱,对公司规模扩张以及加工费或均带来影响。

盈利预测

资产负债表

会计年度(人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	7,824	8,339	12,055	8,863	13,650
现金	2,401	2,073	2,384	2,463	2,758
应收账款	820.14	796.77	1,563	874.48	1,856
其他应收账款	34.88	28.55	64.04	31.60	75.52
预付账款	560.90	430.31	1,394	412.90	1,569
存货	2,029	2,362	3,908	2,429	4,637
其他流动资产	1,979	2,649	2,742	2,652	2,755
非流动资产	3,944	4,434	5,889	7,268	7,953
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	2,719	2,945	3,303	3,802	4,187
无形资产	163.09	363.32	354.92	346.52	338.12
其他非流动资产	1,062	1,125	2,231	3,119	3,428
资产总计	11,768	12,773	17,944	16,131	21,603
流动负债	2,749	2,348	6,039	2,929	6,903
短期借款	310.00	0.00	1,164	385.66	1,294
应付账款	512.07	531.65	958.77	547.57	1,132
其他流动负债	1,927	1,816	3,916	1,996	4,478
非流动负债	1,753	1,408	1,165	921.51	678.23
长期借款	1,595	1,216	973.12	729.84	486.56
其他非流动负债	157.56	191.68	191.68	191.68	191.68
负债合计	4,502	3,756	7,203	3,851	7,582
少数股东权益	223.71	359.66	388.48	429.09	470.32
股本	616.30	661.36	682.56	682.56	682.56
资本公积	3,582	4,107	4,319	4,319	4,319
留存公积	2,775	3,783	4,919	6,331	7,965
归属母公司股东权益	7,042	8,658	10,352	11,851	13,551
负债和股东权益	11,768	12,773	17,944	16,131	21,603

现金流量表

会计年度(人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金	(160.91)	875.29	880.47	3,408	1,448
净利润	983.70	1,092	1,622	2,017	2,335
折旧摊销	309.55	390.30	341.60	422.78	513.98
财务费用	29.14	151.54	74.03	69.80	64.19
投资损失	(36.90)	(81.00)	(40.00)	(40.00)	(40.00)
营运资金变动	(1,299)	(729.89)	(1,121)	939.88	(1,426)
其他经营现金	(146.93)	52.64	3.62	(1.21)	0.40
投资活动现金	(1,696)	595.50	(1,760)	(1,760)	(1,160)
资本支出	321.27	356.61	1,800	1,800	1,200
长期投资	(1,893)	943.35	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	518.13	8.76	40.00	40.00	40.00
筹资活动现金	2,011	(114.97)	26.90	(791.16)	(900.42)
短期借款	(145.87)	(310.00)	1,164	(778.54)	907.97
长期借款	1,295	(378.62)	(243.28)	(243.28)	(243.28)
普通股增加	26.42	45.06	21.20	0.00	0.00
资本公积增加	84.90	525.09	212.00	0.00	0.00
其他筹资现金	750.75	3.49	(1,127)	230.65	(1,565)
现金净增加额	161.39	1,345	(852.75)	857.04	(612.50)

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度(人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	14,148	16,333	23,842	24,627	27,582
营业成本	12,472	14,412	20,580	20,800	23,192
营业税金及附加	61.70	77.85	102.42	109.92	122.96
营业费用	278.77	63.64	95.37	98.51	110.33
管理费用	172.96	184.34	238.42	246.27	275.82
财务费用	29.14	151.54	74.03	69.80	64.19
资产减值损失	(5.01)	(46.55)	(11.92)	(12.31)	(13.79)
公允价值变动收益	(8.42)	10.66	0.00	0.00	0.00
投资净收益	36.90	81.00	40.00	40.00	40.00
营业利润	1,214	1,304	2,164	2,691	3,115
营业外收入	0.76	0.82	1.84	1.32	1.41
营业外支出	2.58	3.54	2.84	3.03	3.05
利润总额	1,212	1,301	2,163	2,689	3,113
所得税	228.21	209.78	540.81	672.37	778.27
净利润	983.70	1,092	1,622	2,017	2,335
少数股东损益	66.69	21.65	28.82	40.60	41.23
归属母公司净利润	917.00	1,070	1,594	1,977	2,294
EBITDA	1,538	1,684	2,519	3,120	3,622
EPS(人民币, 基本)	1.34	1.57	2.33	2.90	3.36

主要财务比率

会计年度(%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	6.20	15.45	45.97	3.29	12.00
营业利润	87.18	7.45	65.94	24.35	15.74
归属母公司净利润	85.02	16.69	48.93	24.03	16.04
获利能力(%)					
毛利率	11.84	11.76	13.68	15.54	15.91
净利率	6.95	6.68	6.80	8.19	8.47
ROE	13.54	12.11	15.11	16.43	16.65
ROIC	18.44	18.72	19.57	23.14	21.56
偿债能力					
资产负债率(%)	38.26	29.40	40.14	23.87	35.09
净负债比率(%)	(5.29)	(8.28)	0.99	(8.09)	(4.46)
流动比率	2.85	3.55	2.00	3.03	1.98
速动比率	1.51	1.89	0.93	1.68	0.92
营运能力					
总资产周转率	1.34	1.33	1.55	1.45	1.46
应收账款周转率	12.11	19.33	19.33	19.33	19.33
应付账款周转率	6.60	8.57	7.55	7.73	7.81
每股指标(人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.34	1.57	2.33	2.90	3.36
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.24)	1.28	1.29	4.99	2.12
每股净资产(最新摊薄)	9.90	12.38	14.86	17.06	19.55
估值比率					
PE(倍)	21.91	18.78	12.61	10.17	8.76
PB(倍)	2.97	2.38	1.98	1.73	1.51
EV EBITDA(倍)	12.43	10.79	7.56	5.77	5.08

免责声明

分析师声明

本人, 李斌, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 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。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股(香港)有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券(美国)有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券(美国)有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。对于其在美国分发的研究报告,华泰证券(美国)有限公司根据《1934年证券交易法》(修订版)第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释,对本研究报告内容负责。华泰证券(美国)有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管(FINRA)分析师的注册资格,可能不属于华泰证券(美国)有限公司的关联人员,因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券(美国)有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司,后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券(美国)有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士,应通过华泰证券(美国)有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师李斌本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬,包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司,及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具,包括股票及债券(包括衍生品)华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具,包括股票及债券(包括衍生品)。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司,及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券(或任何相关投资)头寸,并可能不时进行增持或减持该证券(或投资)。因此,投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力(含此期间的股息回报)相对基准表现的预期

(A股市场基准为沪深300指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普500指数),具体如下:

行业评级

- 增持:** 预计行业股票指数超越基准
- 中性:** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持:** 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入:** 预计股价超越基准15%以上
- 增持:** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有:** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出:** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级:** 已暂停评级、目标价及预测,以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级:** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话：+852-3658-6000/传真：+852-2169-0770

电子邮件：research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼（纽约 10001）

电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有 2021 年华泰证券股份有限公司