

公司研究

单季度利润历史新高，继续看好再生铝和高端产品放量

——明泰铝业（601677.SH）一季报点评

要点

事件：公司4月18日盘后发布2022年一季报，实现营收74.89亿元，同比增长53%；归属于上市公司股东净利润5.90亿元，同比增长83%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为4.85亿元，同比增长76%。

点评：

加工费上涨、外贸占比提升，单季度净利润创历史新高。公司2022Q1业绩大增主要源于：1) 铝产品加工费上涨；2) 外贸产品占比增大，而海外铝产品较国内溢价；3) 再生铝产量提升和保级利用的增加。2022Q1单季度ROE（摊薄）5.37%，环比2021Q4提升1.06个百分点，同比提升1.73个百分点。经营性现金流净额2亿元，同比下降29%，主要系应收账款增加所致，2022Q1应收账款17.9亿元较2021年年末增加6.5亿元。

2022Q1产量同比增长6%，疫情影响发运销量同比持平。一季度铝板带材产量29.7万吨，同比增长6%，铝型材0.54万吨，同比增54%；铝板带材销量28万吨，同比持平，铝型材销量0.55万吨，同比增长120%，Q1单季产量与销量差值1.7万吨，或主要系疫情对产品运输的影响所致。

年产70万吨绿色铝项目投产顺利，再生铝产量规划增加22万吨。公司3月15日公告，年产70万吨绿色新型铝合金材料项目中再生铝生产线2台瓦格斯塔夫铝合金扁锭铸造机已建成投产；1+4热连轧粗轧生产线、六辊冷轧机等设备预计将于二季度之前建设完成。该项目全年规划铝合金扁锭铸锭产量约22万吨，热轧坯料产量约11.5万吨，外销产成品约5万吨。

盈利预测、估值与评级：基于铝产品加工费上涨，公司高端产品的占比不断提升以及再生铝继续扩产之后带来成本端的改善，看好公司业绩继续维持高速增长。我们维持前期盈利预测，预计2022-2024年归母净利润为28.7/38.1/45.3亿元，同比增长55.1%/32.5%/19.1%，对应当前股价的PE估值分别为9/7/5X，维持“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；应收账款大幅增长风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	16,333	24,613	34,517	39,260	43,149
营业收入增长率	15.45%	50.69%	40.24%	13.74%	9.90%
净利润（百万元）	1,070	1,852	2,873	3,805	4,530
净利润增长率	16.69%	73.08%	55.14%	32.45%	19.05%
EPS（元）	1.62	2.71	4.17	5.52	6.58
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.36%	17.35%	21.40%	22.47%	21.50%
P/E	22	13	9	7	5
P/B	2.7	2.3	1.8	1.5	1.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-04-18

增持（维持）

当前价：35.92元

作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

021-52523811

wangzh@ebsecn.com

分析师：方驭涛

执业证书编号：S0930521070003

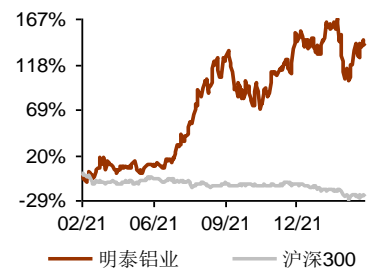
021-52523823

fangyutao@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	6.89
总市值(亿元):	247.42
一年最低/最高(元):	17.25/47.75
近3月换手率:	74.95%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.39	-2.89	107.65
绝对	-4.72	-16.33	91.70

资料来源：Wind

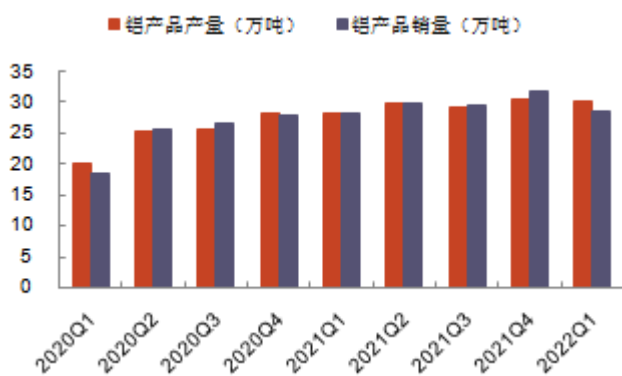
相关研报

ROE创上市以来新高，2022年业绩有望继续高速增长——明泰铝业（601677.SH）2021年年报点评（2022-03-20）

存货减值拖累2021Q4利润，全年业绩延续高速增长——明泰铝业（601677.SH）公告点评（2022-01-18）

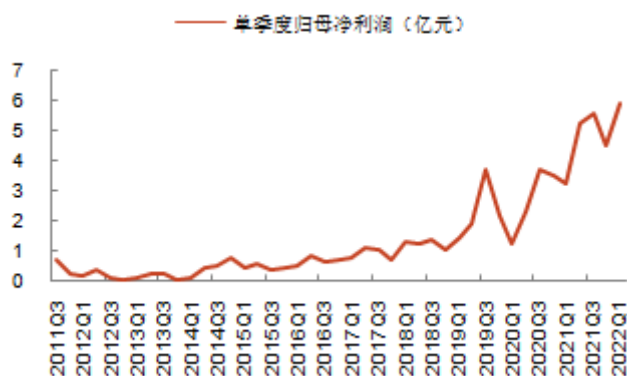
加工费上调和再生铝产能投产，单吨净利润再创历史新高——明泰铝业（601677.SH）2021年三季度预告点评（2021-10-12）

图 1: 公司各季度铝产品产销量 (万吨)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 2: 公司单季度归母净利润创历史新高 (亿元)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

表 1: 公司单季度主要财务指标

单位: 亿元	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
主营业务收入	30.36	41.18	43.71	48.09	48.87	58.72	62.91	75.63	74.89
同比增长率	-21%	18%	22%	31%	61%	43%	44%	57%	53%
毛利	2.92	5.95	6.51	3.84	6.07	9.44	9.95	5.97	9.94
毛利率	9.61%	14.45%	14.89%	7.99%	12.43%	16.08%	15.82%	7.89%	13.27%
销售费用	0.34	0.94	0.65	-1.29	0.14	0.12	0.16	0.32	0.19
财务费用	0.17	0.24	0.51	0.60	0.09	0.25	0.07	0.40	0.18
管理费用	0.36	0.30	0.44	0.75	0.47	0.56	0.70	0.62	0.70
研发费用	0.96	1.23	1.41	1.57	2.07	2.53	2.56	2.38	2.90
期间费用率	6.01%	6.59%	6.86%	3.40%	5.67%	5.89%	5.55%	4.93%	5.30%
资产减值损失	-0.04	-0.03	0.00	-0.39	0.00	0.04	0.00	-0.18	0.00
投资净收益	0.07	-0.04	0.07	0.71	0.10	0.11	0.04	0.26	0.13
营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00
营业外支出	0.01	0.02	0.02	-0.01	0.01	0.01	0.15	0.15	0.00
税前利润	1.58	3.18	4.66	3.59	3.89	7.13	7.72	2.67	7.53
归属母公司净利润	1.21	2.30	3.68	3.52	3.23	5.21	5.57	4.50	5.91
净利率	3.99%	5.58%	8.41%	7.31%	6.62%	8.87%	8.86%	5.96%	7.89%
同比增长率	-13%	125%	-1%	62%	167%	127%	52%	28%	83%
扣非净利润	0.86	3.04	5.92	8.09	2.76	7.24	11.95	15.91	4.85
期末净资产	74	76	81	90	95	100	106	111	118
ROE (摊薄)	1.70%	3.16%	4.85%	4.27%	3.64%	5.57%	5.63%	4.31%	5.37%
存货/销售收入	16.17%	11.67%	11.96%	12.28%	12.87%	13.82%	14.73%	12.31%	15.08%
带息负债	17.3	16.4	16.6	12.2	10.9	10.3	11.8	14.3	14.1
货币资金	24.9	35.7	33.2	20.7	19.1	21.8	21.2	29.1	26.0
资产负债率	35.29%	35.95%	36.34%	29.40%	29.01%	33.30%	35.95%	41.53%	42.28%
存货金额	19.6	19.2	20.9	23.6	25.2	32.5	37.1	37.2	45.2
自由现金流	2.8	10.1	(3.4)	(4.3)	0.9	4.4	5.1	6.2	0.9
最新总股本(亿股)	6.89	6.89	6.89	6.89	6.89	6.89	6.89	6.89	6.89
摊薄 EPS (元/股)	0.176	0.333	0.534	0.511	0.469	0.756	0.809	0.654	0.858

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)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	16,333	24,613	34,517	39,260	43,149
营业成本	14,412	21,469	29,706	33,260	36,181
折旧和摊销	389	433	382	444	500
税金及附加	78	111	155	177	194
销售费用	64	74	104	118	129
管理费用	184	236	345	393	431
研发费用	518	953	1,381	1,570	1,726
财务费用	152	81	48	21	-10
投资收益	81	51	40	50	50
营业利润	1,304	2,173	3,378	4,441	5,287
利润总额	1,301	2,142	3,350	4,413	5,259
所得税	210	251	402	530	631
净利润	1,092	1,890	2,948	3,883	4,628
少数股东损益	22	38	75	78	98
归属母公司净利润	1,070	1,852	2,873	3,805	4,530
EPS (元)	1.62	2.71	4.17	5.52	6.58

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	875	2,067	3,551	4,491	5,235
净利润	1,070	1,852	2,873	3,805	4,530
折旧摊销	389	433	382	444	500
净营运资金增加	507	311	1,023	423	333
其他	-1,091	-529	-727	-182	-128
投资活动产生现金流	596	-1,632	-1,304	-1,025	-800
净资本支出	-355	-399	-1,250	-1,050	-850
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	950	-1,233	-54	25	50
融资活动现金流	-115	-147	-465	-248	-323
股本变化	45	21	6	0	0
债务净变化	-689	211	-446	-1	0
无息负债变化	-57	3,894	3,554	1,606	1,332
净现金流	1,345	277	1,782	3,217	4,112

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	11.8%	12.8%	13.9%	15.3%	16.1%
EBITDA 率	11.4%	10.7%	11.0%	12.4%	13.3%
EBIT 率	9.0%	8.9%	9.9%	11.3%	12.1%
税前净利润率	8.0%	8.7%	9.7%	11.2%	12.2%
归母净利润率	6.6%	7.5%	8.3%	9.7%	10.5%
ROA	8.5%	10.0%	11.9%	12.9%	13.0%
ROE (摊薄)	12.4%	17.4%	21.4%	22.5%	21.5%
经营性 ROIC	14.4%	19.1%	24.8%	29.8%	33.6%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	29%	42%	44%	42%	39%
流动比率	3.55	1.97	1.85	2.00	2.22
速动比率	2.55	1.40	1.29	1.47	1.70
归母权益/有息债务	7.12	7.48	13.68	17.28	21.50
有形资产/有息债务	10.13	12.88	24.74	30.03	35.67

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	12,773	18,929	24,864	30,053	35,621
货币资金	2,073	2,909	4,691	7,908	12,020
交易性金融资产	1,533	2,144	2,144	2,150	2,156
应收账款	797	1,146	1,691	1,924	2,114
应收票据	7	1,633	2,416	2,748	3,020
其他应收款 (合计)	29	15	21	24	26
存货	2,362	3,724	5,324	5,964	6,490
其他流动资产	1,057	487	536	560	579
流动资产合计	8,339	12,771	17,739	22,302	27,521
其他权益工具	105	419	419	419	419
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2,945	3,686	4,212	4,617	4,876
在建工程	439	1,072	1,254	1,315	1,286
无形资产	363	442	483	518	557
商誉	7	7	7	7	7
其他非流动资产	475	417	516	516	516
非流动资产合计	4,434	6,157	7,125	7,751	8,101
总负债	3,756	7,860	10,968	12,573	13,905
短期借款	0	376	0	0	0
应付账款	532	933	1,291	1,445	1,572
应付票据	1,110	2,751	3,862	4,324	4,704
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	18	1,565	3,415	4,301	5,027
流动负债合计	2,348	6,474	9,600	11,133	12,406
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	1,216	1,050	980	980	980
其他非流动负债	110	236	386	458	517
非流动负债合计	1,408	1,386	1,368	1,440	1,499
股东权益	9,017	11,068	13,895	17,481	21,716
股本	661	682	689	689	689
公积金	4,340	4,659	4,754	4,754	4,754
未分配利润	3,550	5,185	7,836	11,344	15,481
归属母公司权益	8,658	10,674	13,426	16,933	21,071
少数股东权益	360	394	469	547	645

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	0.39%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%
管理费用率	1.13%	0.96%	1.00%	1.00%	1.00%
财务费用率	0.93%	0.33%	0.14%	0.05%	-0.02%
研发费用率	3.17%	3.87%	4.00%	4.00%	4.00%
所得税率	16%	12%	12%	12%	12%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.20	0.28	0.43	0.57	0.68
每股经营现金流	1.32	3.03	5.15	6.52	7.60
每股净资产	13.09	15.64	19.49	24.58	30.59
每股销售收入	24.70	36.07	50.11	57.00	62.64

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	22	13	9	7	5
PB	2.7	2.3	1.8	1.5	1.2
EV/EBITDA	13.0	9.5	6.4	4.5	3.2
股息率	0.6%	0.8%	1.2%	1.6%	1.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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与、不与，也将不会与本报告中的具体的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”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。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

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

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
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE