

弱化短期博弈、聚焦中期发展、穿越周期可期

——明泰铝业半年报业绩预增点评

核心观点

- 公司预计 2022H1 归母净利润 10.5-11.5 亿元，yoy+24%-36%；扣非归母净利 9-10 亿元，yoy+24-38%。对应 2022Q2 归母净利润为 4.6-5.6 亿，yoy-12%-7%，环比-22%(-5)%；扣非归母净利为 4.1-5.1 亿元，yoy-7-15%，环比-14-6%。
- 克服疫情不利影响，产销规模持续提升。22Q2 公司铝板带箔产量达 31.4 万吨，同比+3.7%，环比+5.6%，销量达 31.0 万吨，同比+2.3%，环比+10.6%。下半年随着义瑞新材和光阳铝业的投产及爬坡，公司全年有效产能可达 140 万吨，产销规模持续增长。
- 二季度铝价下跌 31.2%，单吨净利同比基本持平。22 年 Q2LME 铝价由 3483\$/t 下跌至季末的 23974\$/t，跌幅高达 31.2%，而 22Q1 和 21Q2 铝价均呈单边上行趋势，区间涨幅分别为 24.8%、14.0%，这或导致 22Q2 库存收益大幅萎缩。尽管如此，22Q2 单吨净利仍达 1456-1773 元/吨，与 21 年同期 1693 元/吨净利基本持平，但较上一季度 2067 元/吨净利明显下滑。
- 新能源用铝需求旺盛，产品结构不断优化。公司业绩预告披露锂电铝箔、电池壳等新能源及汽车轻量化领域用铝需求旺盛，公司借此持续优化产品结构，高端产品如电池箔已获得部分下游客户认证，后期将随新产能的释放逐渐放量。另外义瑞新材新建项目业主要应用于锂电、汽车、易拉罐等领域。随着高附加值产品占比的扩大，盈利能力后期有望持续提升。
- 再生铝规模扩张与工艺改进，成本优势进一步巩固。公司再生铝产能 22 年 Q2 新建成 30 余万吨，预计全年再生铝自用量可达 80 万吨。再生铝产能的释放和工艺的优化，有利于公司进一步降低生产成本，增厚利润空间。

盈利预测与投资建议

- 由于可转债转股后财务费用将有所下降，预计公司 2022-2024 年归母净利为 27.3、31.9、39.8 亿元（原 2022-2024 为 26.9、31.2、39.3 亿元）。根据可比公司 2022 年 12X PE 的估值，维持买入评级，目标价 33.84 元。

风险提示

募投项目进度不及预期风险、产品升级不及预期风险、宏观经济增速放缓、全球疫情反复风险。

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	16,333	24,613	31,689	36,617	41,517
同比增长(%)	15.4%	50.7%	28.7%	15.6%	13.4%
营业利润(百万元)	1,304	2,173	3,207	3,752	4,676
同比增长(%)	7.5%	66.6%	47.6%	17.0%	24.6%
归属母公司净利润(百万元)	1,070	1,852	2,727	3,191	3,977
同比增长(%)	16.7%	73.1%	47.3%	17.0%	24.7%
每股收益(元)	1.11	1.92	2.82	3.30	4.12
毛利率(%)	11.8%	12.8%	13.9%	13.8%	14.8%
净利率(%)	6.6%	7.5%	8.6%	8.7%	9.6%
净资产收益率(%)	13.6%	19.2%	20.4%	18.2%	19.0%
市盈率	19.6	11.3	7.7	6.6	5.3
市净率	2.4	2.0	1.3	1.1	0.9

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2022年07月13日）	23.25 元
目标价格	33.84 元
52 周最高价/最低价	33.83/15.9 元
总股本/流通 A 股（万股）	96,582/96,582
A 股市值（百万元）	22,455
国家/地区	中国
行业	有色金属
报告发布日期	2022 年 07 月 14 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	8.14	2.33	-13.21	31.66
相对表现	11.79	3.61	-10.51	57.28
沪深 300	-3.65	-1.28	-2.7	-25.62



证券分析师

刘洋 021-63325888*6084
liuyang3@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520010002

相关报告

业绩历史最佳，产能持续提升，市场地位巩固：——明泰铝业 2021 年报点评	2022-03-20
业绩符合预期，单吨盈利有望重返上行期	2022-01-18
业绩超预期，再生铝优势放大：——2021 年三季度业绩预告点评	2021-10-12

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格（元）	每股收益（元）				市盈率			
		2022/7/13	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
南山铝业	600219	3.45	0.29	0.36	0.42	0.49	12.09	9.58	8.13	6.97
鼎胜新材	603876	50.26	0.88	1.87	2.83	3.72	57.24	26.85	17.73	13.49
亚太科技	002540	6.07	0.36	0.43	0.52	0.65	16.84	14.23	11.67	9.34
新疆众和	600888	9.23	0.63	1.02	1.13	1.37	14.58	9.05	8.17	6.74
	调整后 平均							12.00	10.00	8.00

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,073	2,909	5,074	5,523	8,515	营业收入	16,333	24,613	31,689	36,617	41,517
应收票据、账款及款项融资	1,714	3,003	3,866	4,468	5,066	营业成本	14,412	21,469	27,298	31,547	35,380
预付账款	430	662	852	985	1,116	营业税金及附加	78	111	142	164	186
存货	2,362	3,724	4,735	5,472	6,137	销售费用	64	74	86	95	103
其他	1,760	2,474	2,426	2,429	2,432	管理费用及研发费用	702	1,189	1,510	1,725	1,940
流动资产合计	8,339	12,771	16,954	18,877	23,266	财务费用	152	81	(22)	(48)	(70)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	60	(31)	25	18	17
固定资产	2,945	3,686	4,402	6,410	6,956	公允价值变动收益	11	(6)	0	0	0
在建工程	439	1,072	1,584	475	160	投资净收益	81	51	51	51	51
无形资产	363	442	432	421	410	其他	346	408	507	586	664
其他	686	957	24	24	24	营业利润	1,304	2,173	3,207	3,752	4,676
非流动资产合计	4,434	6,157	6,442	7,330	7,551	营业外收入	1	2	1	1	1
资产总计	12,773	18,929	23,396	26,207	30,817	营业外支出	4	32	3	3	3
短期借款	0	376	0	0	0	利润总额	1,301	2,142	3,205	3,750	4,674
应付票据及应付账款	1,641	3,683	4,683	5,413	6,070	所得税	210	251	376	440	549
其他	707	2,415	1,016	1,136	1,257	净利润	1,092	1,890	2,829	3,310	4,126
流动负债合计	2,348	6,474	5,699	6,549	7,327	少数股东损益	22	38	102	119	148
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1,070	1,852	2,727	3,191	3,977
应付债券	1,216	1,050	1,097	0	0	每股收益(元)	1.11	1.92	2.82	3.30	4.12
其他	192	336	3	3	3						
非流动负债合计	1,408	1,386	1,100	3	3	主要财务比率					
负债合计	3,756	7,860	6,799	6,552	7,330		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	360	394	496	615	764	成长能力					
实收资本(或股本)	661	682	966	966	966	营业收入	15.4%	50.7%	28.7%	15.6%	13.4%
资本公积	4,004	4,346	7,100	7,100	7,100	营业利润	7.5%	66.6%	47.6%	17.0%	24.6%
留存收益	3,783	5,499	8,035	10,974	14,657	归属于母公司净利润	16.7%	73.1%	47.3%	17.0%	24.7%
其他	209	147	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	9,017	11,068	16,597	19,655	23,487	毛利率	11.8%	12.8%	13.9%	13.8%	14.8%
负债和股东权益总计	12,773	18,929	23,396	26,207	30,817	净利率	6.6%	7.5%	8.6%	8.7%	9.6%
						ROE	13.6%	19.2%	20.4%	18.2%	19.0%
						ROIC	12.6%	17.5%	18.6%	17.5%	18.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	29.4%	41.5%	29.1%	25.0%	23.8%
净利润	1,092	1,890	2,829	3,310	4,126	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	374	332	436	624	823	流动比率	3.55	1.97	2.97	2.88	3.18
财务费用	152	81	(22)	(48)	(70)	速动比率	2.53	1.40	2.14	2.04	2.33
投资损失	(81)	(51)	(51)	(51)	(51)	营运能力					
营运资金变动	(264)	794	(2,440)	(642)	(637)	应收账款周转率	19.3	24.4	23.4	22.2	22.0
其它	(397)	(980)	648	18	17	存货周转率	6.5	7.0	6.4	6.2	6.1
经营活动现金流	875	2,067	1,400	3,211	4,209	总资产周转率	1.3	1.6	1.5	1.5	1.5
资本支出	(695)	(1,771)	(1,654)	(1,512)	(1,044)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	1.11	1.92	2.82	3.30	4.12
其他	1,290	139	(119)	51	51	每股经营现金流	1.32	3.03	1.45	3.32	4.36
投资活动现金流	596	(1,632)	(1,773)	(1,461)	(993)	每股净资产	8.96	11.05	16.67	19.71	23.53
债权融资	(377)	(167)	46	(1,097)	0	估值比率					
股权融资	681	363	3,038	0	0	市盈率	19.6	11.3	7.7	6.6	5.3
其他	(419)	(343)	(545)	(204)	(224)	市净率	2.4	2.0	1.3	1.1	0.9
筹资活动现金流	(115)	(147)	2,538	(1,301)	(224)	EV/EBITDA	9.5	6.7	4.8	4.0	3.2
汇率变动影响	(11)	(10)	-0	-0	-0	EV/EBIT	11.9	7.7	5.4	4.7	3.8
现金净增加额	1,345	277	2,166	449	2,991						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn