明泰铝业（601677.SH）

优于大市

铝价波动影响业绩，产销量创新高

核心观点

2024Q1-Q3 公司归母净利润同比增加 22%。2024Q1-Q3 实现营收 236.6 亿元（+21.6%），归母净利润 14.1 亿元（+21.6%），扣非归母净利润 11.6 亿元（+24.8%），经营性净现金流 0.51 亿元。其中 2024Q3 营业收入 83.4 亿元（同比+22.4%，环比+2.6%），归母净利润 3.4 亿元（同比-4.6%，环比-51.8%），扣非归母净利润 2.6 亿元（同比-9.2%，环比-58.1%）。

2024Q3 业绩环比下滑主因铝价下跌及汇兑损失。2024Q3 铝锭均价 19550 元/吨，环比二季度下滑 1000 元/吨，公司产品定价采取出厂当天或当周铝锭均价+加工费的计价模式，这种计价模式下，铝价上涨过程对公司更有利，今年二季度铝价大幅上涨，公司二季度业绩表现较好，三季度铝价走势则相反，是个下跌过程。另外公司有较大体量出口业务，出口营收占比 20%-30%，三季度国内外铝锭价差环比二季度收窄，且人民币升值，公司出口业务利润环比下滑，且产生汇兑损失。

明泰铝业板带箔产销量创新高。2024Q3 公司铝板带箔销量 37.9 万吨，同比增加 6 万吨。2024 年以来随着义瑞新材投产放量，以及下游需求弱复苏，公司产销量创新高。单位盈利方面，2024Q3 公司铝板带箔毛利润 2067 元/吨，净利润 901 元/吨。

风险提示：铝价大幅波动风险，市场竞争加剧风险。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。

参照年初以来板带箔国内外需求情况及加工费，预计 2024/2025/2026 年公司的营业收入分别为 324/345/378 亿元，同比增速 22.4/6.7/9.3%，归母净利润分别为 19.04/20.13/21.96 亿元（前值 14.99/16.52/18.15 亿元），同比增速 41.3/5.7/9.1%，EPS 分别为 1.53/1.62/1.77 元，当前股价对应 PE 倍数分别为 8.4/8.0/7.3。近几年铝板带箔行业产能扩张较多，加工费承压，今年以来需求弱复苏，明泰铝业成本控制能力强，能在保证销量的情况下维持较高盈利水平。近年来构筑了再生铝保级利用优势，在铝加工产品降碳的大趋势下优势凸显，市场空间广阔，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	27,781	26,442	32,364	34,532	37,759
(+/-%)	12.9%	-4.8%	22.4%	6.7%	9.3%
净利润(百万元)	1599	1347	1904	2013	2196
(+/-%)	-13.7%	-15.7%	41.3%	5.7%	9.1%
每股收益（元）	1.65	1.13	1.53	1.62	1.77
EBIT Margin	4.5%	3.5%	4.8%	4.9%	5.1%
净资产收益率（ROE）	13.1%	8.6%	11.2%	10.9%	11.0%
市盈率（PE）	7.8	11.4	8.4	8.0	7.3
EV/EBITDA	10.5	13.0	11.4	10.8	10.3
市净率（PB）	1.03	0.99	0.95	0.87	0.81

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究・财报点评

有色金属・工业金属

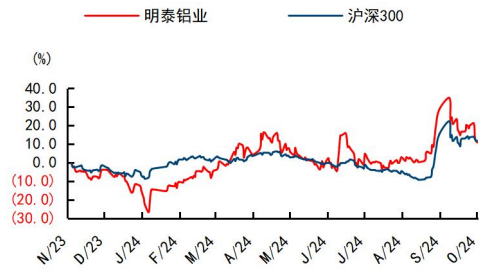
证券分析师：刘孟峦
010-88005312
liumengluan@guosen.com.cn
S0980520040001

证券分析师：焦方冉
021-60933177
jiaofangran@guosen.com.cn
S0980522080003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	12.93 元
总市值/流通市值	16081/15419 百万元
52 周最高价/最低价	16.52/8.33 元
近 3 个月日均成交额	288.10 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

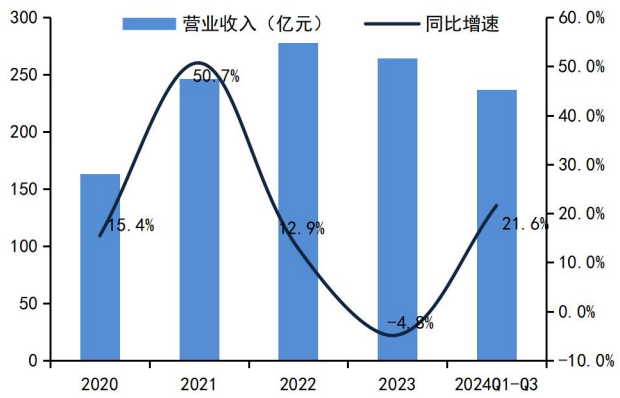
《明泰铝业（601677.SH）-下游市场复苏，销量稳中有增》——2024-05-15
《明泰铝业（601677.SH）-销量稳中有增，单位盈利逐季反弹》——2023-08-31
《明泰铝业（601677.SH）-产品盈利持续反弹，铝材低碳优势逐渐凸显》——2023-04-24
《明泰铝业（601677.SH）-低成本构筑竞争优势，产品加速升级》——2023-01-10

2024Q1-Q3 公司归母净利润同比增加 22%。2024Q1-Q3 实现营收 236.6 亿元（+21.6%），归母净利润 14.1 亿元（+21.6%），扣非归母净利润 11.6 亿元（+24.8%），经营性净现金流 0.51 亿元。其中 2024Q3 营业收入 83.4 亿元（同比+22.4%，环比+2.6%），归母净利润 3.4 亿元（同比-4.6%，环比-51.8%），扣非归母净利润 2.6 亿元（同比-9.2%，环比-58.1%）。

2024Q3 业绩环比下滑主因铝价下跌及汇兑损失。2024Q3 铝锭均价 19550 元/吨，环比二季度下滑 1000 元/吨，公司产品定价采取出厂当天或当周铝锭均价+加工费的计价模式，这种计价模式下，铝价上涨过程对公司更有利，今年二季度铝价大幅上涨，公司二季度业绩表现较好，三季度铝价走势则相反，是个下跌过程。另外公司有较大体量出口业务，出口营收占比 20%-30%，三季度国内外铝锭价差环比二季度收窄，且人民币升值，公司出口业务利润环比下滑，且产生汇兑损失。

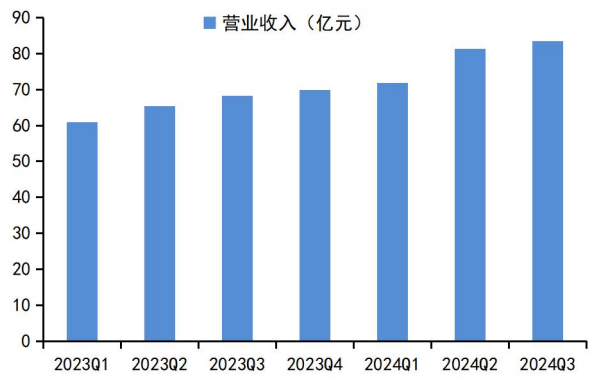
明泰铝业板带箔产销量创新高。2024Q3 公司铝板带箔销量 37.9 万吨，同比增加 6 万吨。2024 年以来随着义瑞新材投产放量，以及下游需求弱复苏，公司产销量创新高。单位盈利方面，2024Q3 公司铝板带箔毛利润 2067 元/吨，净利润 901 元/吨。

图1：明泰铝业营业收入及增速（单位：亿元、%）



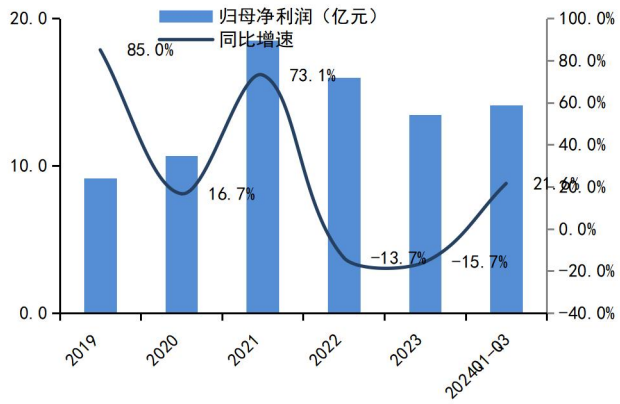
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：明泰铝业单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



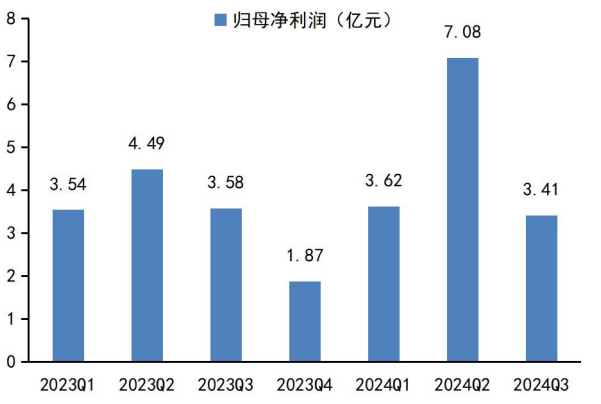
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：明泰铝业归母净利润及增速（单位：亿元、%）



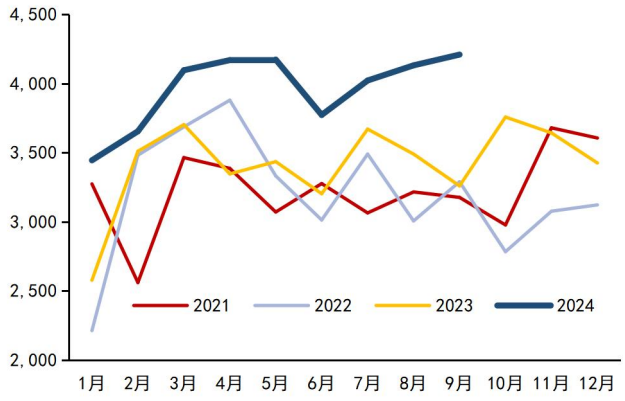
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：明泰铝业单季归母净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：明泰铝业板带箔销量（吨/天）

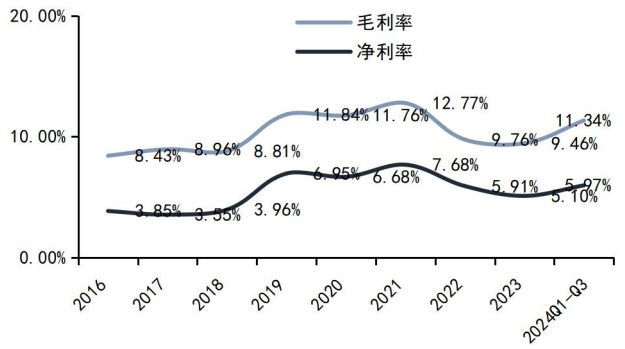


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：明泰铝业板带箔单吨净利润（元/吨）

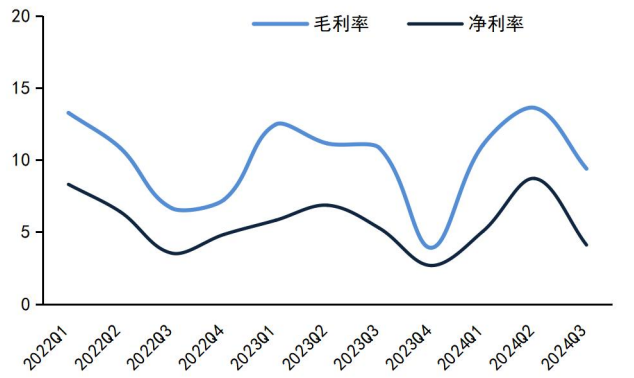
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：明泰铝业毛利率、净利率变化情况



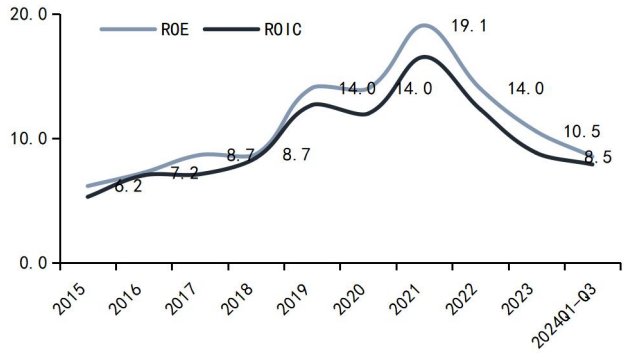
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：明泰铝业单季度毛利率、净利率变化情况（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：明泰铝业 ROE、ROIC 变化情况（%）

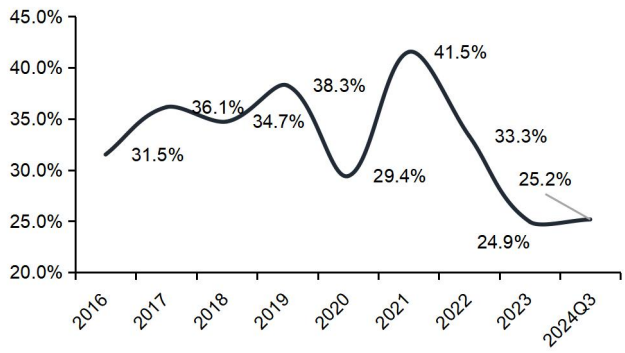


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：明泰铝业板带箔单位毛利润（元/吨）

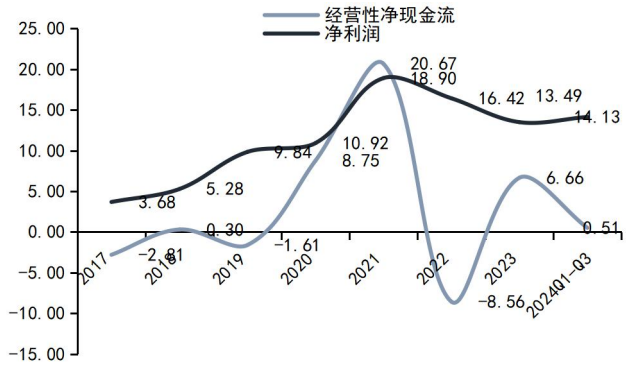
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11：明泰铝业资产负债率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12：明泰铝业经营性净现金流（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：参照年初以来板带箔国内外需求情况及加工费，预计 2024/2025/2026 年公司的营业收入分别为 324/345/378 亿元，同比增速 22.4/6.7/9.3%，归母净利润分别为 19.04/20.13/21.96 亿元（前值 14.99/16.52/18.15 亿元），同比增速 41.3/5.7/9.1%，EPS 分别为 1.53/1.62/1.77 元，当前股价对应 PE 倍数分别为 8.4/8.0/7.3。近几年铝板带箔行业产能扩张较多，加工费承压，今年以来需求弱复苏，明泰铝业成本控制能力强，能在保证销量的情况下维持较高盈利水平。近年来构筑了再生铝保级利用优势，在铝加工产品降碳的大趋势下优势凸显，市场空间广阔，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1876	3073	3073	3073	3073
应收款项	3240	3239	4433	5676	7241
存货净额	3867	4140	5476	6249	7284
其他流动资产	1090	1659	3236	3798	4531
流动资产合计	**11737**	**13236**	**17343**	**19922**	**23254**
固定资产	5715	5840	5498	5121	4727
无形资产及其他	432	421	404	388	371
投资性房地产	1070	1745	1745	1745	1745
长期股权投资	0	0	0	0	0
资产总计	**18955**	**21243**	**24992**	**27176**	**30097**
短期借款及交易性金融负债	291	451	2595	3064	3982
应付款项	2645	3146	3129	3333	3642
其他流动负债	2033	1343	1636	1743	1904
流动负债合计	**4969**	**4940**	**7361**	**8140**	**9528**
长期借款及应付债券	985	0	0	0	0
其他长期负债	363	359	355	350	346
长期负债合计	**1348**	**359**	**355**	**350**	**346**
负债合计	**6317**	**5299**	**7715**	**8490**	**9874**
少数股东权益	435	299	299	299	299
股东权益	12202	15645	16978	18387	19923
负债和股东权益总计	**18955**	**21243**	**24992**	**27176**	**30097**

关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股收益	1.65	1.13	1.53	1.62	1.77
每股红利	0.21	0.16	0.46	0.49	0.53
每股净资产	12.58	13.12	13.65	14.78	16.02
ROIC	10%	7%	8%	8%	8%
ROE	13%	9%	11%	11%	11%
毛利率	10%	9%	11%	11%	11%
EBIT Margin	5%	4%	5%	5%	5%
EBITDA Margin	6%	6%	6%	7%	7%
收入增长	13%	-5%	22%	7%	9%
净利润增长率	-14%	-16%	41%	6%	9%
资产负债率	36%	26%	32%	32%	34%
股息率	1.3%	1.2%	3.7%	3.9%	4.3%
P/E	7.8	11.4	8.4	8.0	7.3
P/B	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	10.5	13.0	11.4	10.8	10.3

利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	**27781**	**26442**	**32364**	**34532**	**37759**
营业成本	25071	23942	28899	30781	33598
营业税金及附加	140	161	197	210	230
销售费用	71	86	106	113	123
管理费用	247	239	310	330	359
研发费用	995	1084	1327	1416	1548
财务费用	(133)	(55)	(16)	23	44
投资收益	48	21	0	0	0
资产减值及公允价值变动	24	0	0	0	0
其他收入	491	455	517	517	517
营业利润	1954	1460	2059	2176	2374
营业外净收支	(4)	(1)	0	0	0
利润总额	**1950**	**1459**	**2059**	**2176**	**2374**
所得税费用	308	110	155	163	178
少数股东损益	44	2	0	0	0
归属于母公司净利润	**1599**	**1347**	**1904**	**2013**	**2196**

现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1599	1347	1904	2013	2196
资产减值准备	12	(16)	1	(1)	(1)
折旧摊销	532	661	558	595	612
公允价值变动损失	(24)	(0)	0	0	0
财务费用	(133)	(55)	(16)	23	44
营运资本变动	(1983)	(1726)	(3836)	(2273)	(2867)
其它	26	17	(1)	1	1
经营活动现金流	**161**	**284**	**(1373)**	**335**	**(59)**
资本开支	0	(759)	(200)	(200)	(200)
其它投资现金流	479	540	0	0	0
投资活动现金流	**479**	**(219)**	**(200)**	**(200)**	**(200)**
权益性融资	0	1270	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0	0
支付股利、利息	(206)	(192)	(571)	(604)	(659)
其它融资现金流	(1260)	246	2145	469	918
融资活动现金流	**(1672)**	**1131**	**1573**	**(135)**	**259**
现金净变动	**(1032)**	**1197**	**0**	**0**	**0**
货币资金的期初余额	2909	1876	3073	3073	3073
货币资金的期末余额	1876	3073	3073	3073	3073
企业自由现金流	0	(964)	(2050)	(306)	(681)
权益自由现金流	0	(718)	109	141	196

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数(HSI.HI)作为基准；美国市场以标普500指数(SPX.GI)或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032