

明泰铝业 (601677.SH)

盈利增强&杠杆回升兑现 ROE 上行, 景气加持下业绩高增有望持续

事件: 2022年3月19日, 公司发布2021年报, 2021实现营收246.1亿元, 同增50.7%, 归母净利润18.5亿元, 同增73.1%, 扣非归母净利润实现15.9亿元, 同增96.7%, 经营性现金流净额20.7亿元; 单季度看, 2021Q4实现收入75.6亿元, 环增20.23%, 同增57.3%, 归母净利润4.5亿元, 环降19.2%, 同增28.1%, 经营性现金流净额5.53亿元, 环降20.0%。

营收高增下毛利率再度提升, 净资产收益率再创佳绩。 公司2021毛利润增速录得63.3%高于营收增速, 佐证铝板带箔业务毛利增量高于铝价上行对收入增长影响。成本拆分上, 受益于规模效应, 人工成本、物料成本等因素占加工费比例持续降低, 公司提质增效成本显著。ROE上, 2021年公司实现17.1%, 同比大增4.97pcts主因为净利率自6.7%升至7.7%以及权益乘数由1.42升至1.71。

流动性资产与流动性负债同水平提升带动财务杠杆合理化回升。 2021年公司资产负债率由29%回升至42%, 负债率提升主因为流动性资产与流动性负债同步大幅提升44.32亿元/41.26亿元至127.71亿元/64.74亿元, 其中货币资产、应收票据及账款以及存货上行为流动性资产增长主因。应收票据与账款增加由于外贸客户应收款增加及已背书或贴现未到期的银行承兑汇票仍以金融资产确认, 预计后续对流动资产侵占有望下降。此外, 存货周转率再度提升证明公司营运资本管理仍在优化。

铝加工赛道高景气延续&再生铝“保级利用”先入优势巩固公司业绩高增趋势。 铝加工赛道经历供给侧改革后规模化优势显著, 龙头效应与新增需求高端化趋势下赛道订单向头部公司倾斜, 行业开工率分化明显。与此同时, 公司率先布局“保级利用”赛道并为国内率先实现规模化生产企业, 上下游供需搭配与生产设备know-how工艺树立赛道壁垒, 对应“保级利用”高盈利有望维持。

投资建议: 我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为**26.43、34.19、38.84亿元**, 对应**PE分别为10.5、8.1、7.1倍**, **PB分别为2.1、1.7、1.4倍**。公司作为国内铝加工行业龙头, 在营运成本上已构筑核心竞争优势, 通过研发驱动+先进设备投入跻身精深加工领域, 实现产品产线对接高增速市场空间, 单吨加工费与产能利用率提升有望带来业绩稳健增长。此外, 公司为国内领先再生铝“保级利用”企业, 先入优势加持下公司再生铝业务有望维持高利润水平。考虑到公司现有产线与管理优势, 我们预计公司未来将维持高速率成长水平。横向比较看当前估值水平位于行业均值位置, 更强劲业绩成长预期有望显著降低公司相对估值水平, 维持“买入”评级。

风险提示: 原材料价格波动风险、市场恶性竞争风险、现金流超预期波动风险等。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	16,333	24,613	32,055	33,938	40,431
增长率 yoy (%)	15.4	50.7	30.2	5.9	19.1
归母净利润(百万元)	1,070	1,852	2,643	3,419	3,884
增长率 yoy (%)	16.7	73.1	42.7	29.4	13.6
EPS 最新摊薄(元/股)	1.57	2.71	3.87	5.01	5.69
净资产收益率(%)	12.1	17.1	19.6	20.3	18.8
P/E(倍)	25.8	14.9	10.5	8.1	7.1
P/B(倍)	3.3	2.6	2.1	1.7	1.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2022年3月21日收盘价

买入(维持)

股票信息

行业	工业金属
前次评级	买入
3月21日收盘价(元)	40.49
总市值(百万元)	27,637.76
总股本(百万股)	682.58
其中自由流通股(%)	99.98
30日日均成交量(百万股)	11.21

股价走势



作者

分析师 王琪

执业证书编号: S0680521030003

邮箱: wangqi3538@gszq.com

相关研究

- 1、《明泰铝业(601677.SH): 四季度单吨净利延续高位, 铝加工&再生铝优势护航价值成长》2022-01-18
- 2、《明泰铝业(601677.SH): 70万吨铝合金材料项目可研正式落地, 高品质产能保障业绩增长》2021-12-19
- 3、《明泰铝业(601677.SH): 三季度单吨净利再度提升, 产能扩建加速推进》2021-10-26



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	8339	12771	14633	18623	23152
现金	2073	2909	5866	8671	12389
应收票据及应收账款	804	2779	1357	2782	1839
其他应收款	29	15	42	18	53
预付账款	430	662	674	684	871
存货	2362	3724	4012	3786	5318
其他流动资产	2642	2682	2682	2682	2682
非流动资产	4434	6157	6950	6784	7148
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2945	3686	4597	4622	4969
无形资产	363	442	490	543	607
其他非流动资产	1125	2029	1863	1620	1572
资产总计	12773	18929	21583	25408	30300
流动负债	2348	6474	6517	7214	8377
短期借款	0	376	489	636	826
应付票据及应付账款	1641	3683	3224	3932	4648
其他流动负债	707	2415	2805	2646	2903
非流动负债	1408	1386	1297	1019	854
长期借款	1216	1050	961	683	517
其他非流动负债	192	336	336	336	336
负债合计	3756	7860	7815	8233	9230
少数股东权益	360	394	451	524	608
股本	661	682	683	683	683
资本公积	4107	4346	4346	4346	4346
留存收益	3783	5499	7909	11141	14805
归属母公司股东权益	8658	10674	13317	16650	20462
负债和股东权益	12773	18929	21583	25408	30300

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	875	2067	3914	3298	4552
净利润	1092	1890	2700	3492	3967
折旧摊销	390	433	454	553	632
财务费用	152	81	24	-55	-131
投资损失	-81	-51	-51	-55	-60
营运资金变动	-730	-279	787	-636	143
其他经营现金流	53	-8	0	0	0
投资活动现金流	596	-1632	-1196	-332	-936
资本支出	357	410	793	-166	364
长期投资	943	-728	0	0	0
其他投资现金流	1895	-1950	-403	-498	-572
筹资活动现金流	-115	-147	239	-162	102
短期借款	-310	376	113	147	191
长期借款	-379	-167	-89	-278	-165
普通股增加	45	21	0	0	0
资本公积增加	525	239	0	0	0
其他筹资现金流	3	-617	215	-30	77
现金净增加额	1345	277	2957	2805	3718

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	16333	24613	32055	33938	40431
营业成本	14412	21469	27851	28853	34594
营业税金及附加	78	111	138	146	174
营业费用	64	74	90	92	105
管理费用	184	236	305	316	368
研发费用	518	953	1058	1120	1334
财务费用	152	81	24	-55	-131
资产减值损失	-47	-13	0	0	0
其他收益	351	413	420	430	440
公允价值变动收益	11	-6	0	0	0
投资净收益	81	51	51	55	60
资产处置收益	-5	-6	0	0	0
营业利润	1304	2173	3062	3952	4486
营业外收入	1	2	2	2	2
营业外支出	4	32	30	30	30
利润总额	1301	2142	3033	3924	4458
所得税	210	251	334	432	490
净利润	1092	1890	2700	3492	3967
少数股东损益	22	38	57	73	83
归属母公司净利润	1070	1852	2643	3419	3884
EBITDA	1710	2580	3415	4319	4838
EPS (元)	1.57	2.71	3.87	5.01	5.69

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	15.4	50.7	30.2	5.9	19.1
营业利润(%)	7.5	66.6	40.9	29.1	13.5
归属于母公司净利润(%)	16.7	73.1	42.7	29.4	13.6
获利能力					
毛利率(%)	11.8	12.8	13.1	15.0	14.4
净利率(%)	6.6	7.5	8.2	10.1	9.6
ROE(%)	12.1	17.1	19.6	20.3	18.8
ROIC(%)	11.1	15.4	17.3	18.2	16.8
偿债能力					
资产负债率(%)	29.4	41.5	36.2	32.4	30.5
净负债比率(%)	-8.3	-11.3	-28.6	-40.0	-50.1
流动比率	3.6	2.0	2.2	2.6	2.8
速动比率	1.9	1.2	1.4	1.9	2.0
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.6	1.6	1.4	1.5
应收账款周转率	19.3	13.7	15.5	16.4	17.5
应付账款周转率	8.6	8.1	8.1	8.1	8.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.57	2.71	3.87	5.01	5.69
每股经营现金流(最新摊薄)	1.28	3.03	5.73	4.83	6.67
每股净资产(最新摊薄)	12.38	15.39	19.26	24.14	29.73
估值比率					
P/E	25.8	14.9	10.5	8.1	7.1
P/B	3.3	2.6	2.1	1.7	1.4
EV/EBITDA	15.0	9.6	6.4	4.4	3.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 3 月 21 日收盘价

内容目录

一、盈利质量&现金流水平双提升，外延辅助产业提升主营实力	5
量增价涨与产品类别升级实现毛利率再度提升	5
三费水平再度下降，研发费用明显上涨	8
毛利水平增长与研发费用抬升为影响归母净利润主因	10
流动资产与流动负债抬升带动负债率合理抬升	13
ROE 抬升主因为盈利水平改善与负债率合理抬升	16
经营性现金流再度改善，投资支出增加	16
二、铝加工赛道龙头化趋势显著，行业景气助力公司快速成长	17
三、再生铝“保级利用”赛道坡长雪厚	19
四、投资建议	20
风险提示	21

图表目录

图表 1: 2021 营业收入同比大增 50.7% (百万元)	5
图表 2: 铝板带箔业务为公司收入提升主因 (百万元)	5
图表 3: 毛利增速超越收入端实现 63.6%	5
图表 4: 铝板带业务毛利显著抬升 (百万元)	5
图表 5: 铝板带箔毛利率整体抬升带动总毛利率上涨	6
图表 6: 2021 年公司收入增长因素分解 (百万元)	6
图表 7: 2021 年毛利增长因素分解 (百万元)	6
图表 8: 2021Q4 铝板带箔及型材销量首次突破 30 万吨	7
图表 9: 产品种类提升下主营产品单位成本边际上行 (百万元)	7
图表 10: 剔除非工业成本影响后 2021 年加工毛利润显著上行 (百万元)	8
图表 11: 2021 年公司三费合计同比下滑 2.1% (百万元)	8
图表 12: 2021 年期间费用率进一步降低至 1.6%	8
图表 13: 2021 研发费用率显著提升至 3.87%	9
图表 14: 物料消耗提升为研发费用增长核心因素	9
图表 15: 期间费用率横向比较	10
图表 16: 研发费用率横向比较	10
图表 17: 2021 年净利同比提升主要受毛利增加与研发费用上涨影响 (百万元)	10
图表 18: 2021Q4 归母净利润同比变动因素拆分 (百万元)	11
图表 19: 2021Q4 归母净利润环比变动因素拆分 (百万元)	11
图表 20: 公司资产&信用减值损失变动情况 (百万元)	11
图表 21: 公司资产处置收益变动情况 (百万元)	11
图表 22: 公司营业外收支变动情况 (百万元)	12
图表 23: 公司所得税及所得税率变动情况 (百万元)	12
图表 24: 少数股东损益及净利润占比变动情况 (百万元)	12
图表 25: 2021Q4 归母净利率小幅下滑至 6.0% (百万元)	12
图表 26: 2021Q4 净利润同增 28.1%至 4.50 亿元	13
图表 27: 2021 年流动负债明显提升导致负债率由 29%提升至 42%	13
图表 28: 公司总资产结构变动情况 (百万元)	14
图表 29: 公司总负债结构变动情况 (百万元)	14

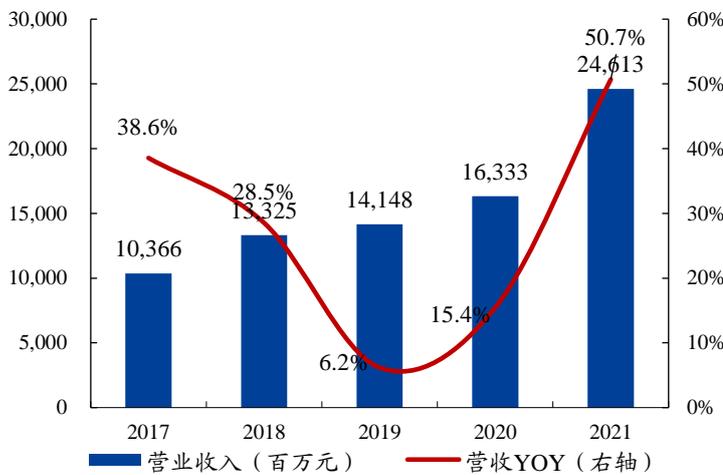
图表 30: 货币资金&交易性金融资产变动情况 (百万元)	14
图表 31: 公司存货周转率再度提升至 7.05.....	14
图表 32: 应收账款周转率由 20.3 大幅下降值 8.9.....	15
图表 33: 应付票据及账款周转率大幅下降.....	15
图表 34: 2021 年公司加大在建工程投入力度 (百万元)	15
图表 35: 2021 年报表数据测算下公司融资成本再度下移至 4.57% (百万元)	16
图表 36: 2021 年 ROE 明显提升主因为净利率上行与杠杆率有效提升.....	16
图表 37: 2021 年经营性现金流大幅改善.....	17
图表 38: 产品销售回款水平再度提升.....	17
图表 39: 2021 年公司加大投资支出.....	17
图表 40: 2021 年固定资产投资占当期净利比重下降至 22.1%	17
图表 41: 2017-2020 年铝型材企业平均开工率仅为 50.39%	18
图表 42: 2017-2020 年铝板带箔企业平均开工率仅为 64.55%	18
图表 43: 铝加工行业集中度较低, 但头部企业正处扩张期.....	18
图表 44: 铝加工行业集中度 CR6 至 2020 年已实现 14.42%.....	18
图表 45: 公司在扩建 70 万吨产能基地, 产品结构显著升级.....	19
图表 46: 当前主流再生铝公司中仅明泰铝业实现“保级利用”.....	20
图表 47: 明泰铝业再生铝相关产能.....	20
图表 48: 可比公司估值表	21

一、盈利质量&现金流水平双提升，外延辅助产业提升主营实力

量增价涨与产品类别升级实现毛利率再度提升

营收水平大幅提升同时毛利率延续上行。2021 公司实现收入 246.13 亿元，同比提升 50.7% 并实现 2010 年以来最大涨幅，其中铝板带、铝箔业务分别贡献收入提升占比 77.0%、18.6%。毛利方面，2021 年毛利实现 31.44 亿元，同增 63.6%，增速高于收入端证明毛利率在营收高增下再度提升。铝板带及铝箔毛利分别增长 10.43 亿元/2.79 亿元至 24.16 亿元/5.87 亿元，分别贡献毛利增量 85.3%、22.8%。

图表 1: 2021 营业收入同比大增 50.7% (百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 2: 铝板带箔业务为公司收入提升主因 (百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 3: 毛利增速超越收入端实现 63.6%



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 4: 铝板带业务毛利显著抬升 (百万元)

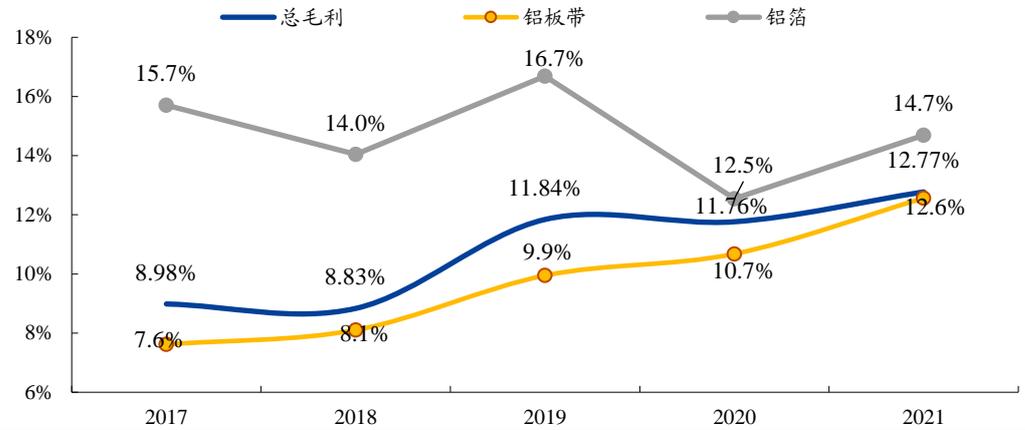


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

整体毛利率再度提升至 12.77%，铝板带箔板块贡献主要上行动力。2021 年公司毛利率同增 1.01pcts 至 12.77%，延续 2017 年以来上行趋势。分产品上，铝板带业务毛利率同增 1.9pcts 至 12.6%，铝箔毛利率同增 2.2% 至 14.7%。铝板带毛利率自 2017 年以

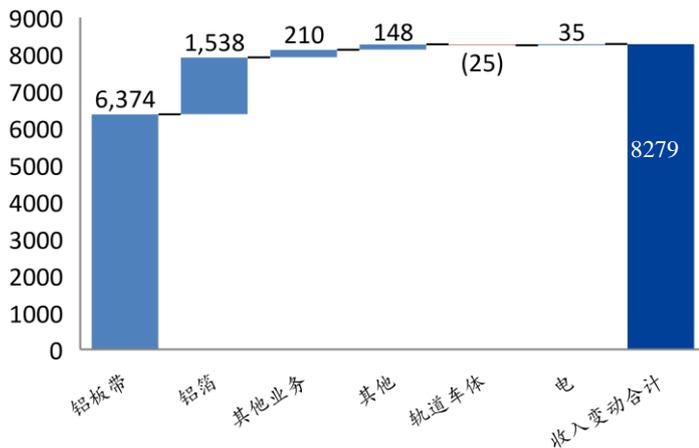
来持续上行并逐步趋近于铝箔产品,铝箔毛利率虽从2017年15.7%降至2020年12.5%,但2021年重新回升。

图表5: 铝板带箔毛利率整体抬升带动总毛利率上涨



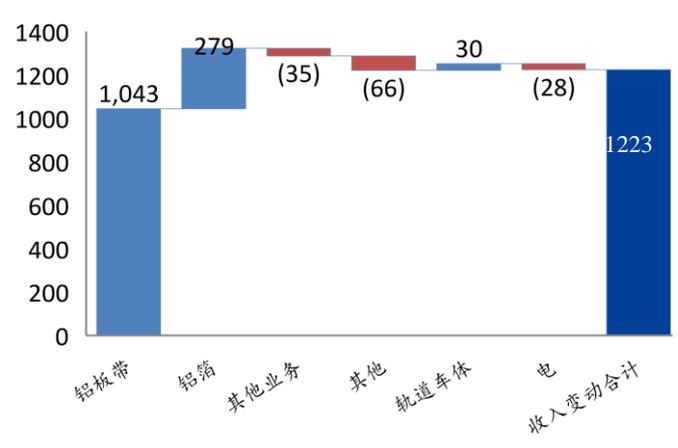
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表6: 2021年公司收入增长因素分解(百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表7: 2021年毛利增长因素分解(百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

分季度看,2021年铝板带箔销量整体呈大幅上行趋势,四季度铝板带箔销量实现31.5万吨,为公司首次销量突破30万吨,同比增幅62.0%。营业收入与营业成本同比分别提升57.3%、57.4%,对应毛利润同增55.4%至5.97亿元。此外,2020年以来公司毛利呈现显著季节性走势,其中二、三季度为铝加工产业旺季,对应公司毛利普遍高于一、四季度。

图表 8: 2021Q4 铝板带箔及型材销量首次突破 30 万吨

分季度毛利	单位	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4
销量小计	万吨	18.3	25.6	26.5	27.8	28.3	29.9	29.4	31.9
铝板带箔	万吨	18.1	25.4	26.2	27.5	28.1	29.5	29.0	31.5
销量同增	%	-	-	-	-	54.6%	16.3%	10.5%	14.2%
铝型材	万吨	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
销量同增	%	-	-	-	-	78.2%	71.0%	90.3%	62.0%
营业收入	百万元	3035.6	4117.8	4370.6	4809.4	4887.0	5871.7	6290.8	7563.1
收入同比	%	-10.8%	18.3%	22.0%	30.7%	61.0%	42.6%	43.9%	57.3%
营业成本	百万元	2744.1	3522.7	3720.0	4425.2	4279.6	4927.4	5295.5	6966.1
成本同比	%	-9.5%	15.1%	19.1%	35.8%	56.0%	39.9%	42.4%	57.4%
毛利润	百万元	291.6	595.0	650.6	384.2	607.4	944.4	995.3	597.0
毛利同比	%	-21.8%	41.5%	41.3%	-8.9%	108.3%	58.7%	53.0%	55.4%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2021 单位加工成本大幅上移主因公司延伸再生铝、铝灰等辅助性产业, 剔除非工业成本后加工成本小幅上移。以公司铝板带箔及型材产能作为总生产数量, 单吨成本构成上, 人工成本受益于规模效应与数字化提升持续下移, 自 2017 年 332 元/吨逐步降至 260 元/吨。单吨制造费用由 2017 年 1100 元/吨略有上行至 1192 元/吨, 成本上移主因 2021 电力及燃气成本上涨, 2022 年有望重新回落。非工业成本 2021 年大幅增长, 我们预测主因公司再生铝、铝灰等产业快速成长导致。剔除直接材料与非工业成本后单吨成本为 2436 元/吨, 环比小幅上涨 139 元/吨。

图表 9: 产品种类提升下主营产品单位成本边际上行 (百万元)

明泰铝业	2017	2018	2019	2020	2021
直接材料	13399	13367	12064	13576	12234
其中: 铝锭	12899	12948	11629	12704	11210
合金	475	332	246	285	535
铝型材	26	86	190	587	490
直接人工	332	275	278	273	260
制造费用	1660	1607	1688	2024	2176
其中: 折旧	307	264	288	333	326
电力	178	254	294	371	472
燃气	75	107	100	119	187
物资消耗及其他	1100	982	1006	1202	1192
非工业成本	-415	735	473	-1167	4073
单位成本合计	14976	15983	14503	14706	18743
单位毛利	1478	1549	1948	1961	2745
剔除直接材料后成本	1577	2617	2438	1130	6509
剔除非工业成本	1992	1882	1965	2297	2436

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

受益于辅助产业加持, 铝加工实际盈利能力显著提升。以营业收入与营业成本分别剔除直接材料成本作为加工费收入与成本, 对应加工毛利率由 2020 年 63.4% 大幅下滑至 29.7%, 下滑因素主因铝灰、再生铝等辅助产业盈利能力较弱于铝加工业务。考虑到铝加工仍为公司最核心产业模块, 将非工业板块剔除后 (加工费收入与成本分别减去非工业成本), 2021 年加工毛利率同比提升 6.9pcts 至 53.0%, 盈利能力再度提升。

图表 10: 剔除非工业成本影响后 2021 年加工毛利润显著上行 (百万元)

明泰铝业	2017	2018	2019	2020	2021
加工费收入	1925	3166	3772	3029	10600
加工总成本	993	1989	2097	1107	7456
加工毛利润	931	1177	1675	1921	3144
加工毛利率	48.4%	37.2%	44.4%	63.4%	29.7%
剔除非工业业务影响	2017	2018	2019	2020	2021
加工费收入	2186	2607	3366	4173	5935
加工费成本	1255	1430	1690	2251	2791
加工毛利润	931	1177	1675	1921	3144
加工毛利率	42.6%	45.1%	49.8%	46.1%	53.0%
加工成本构成	2017	2018	2019	2020	2021
直接人工	9.55%	8.01%	7.09%	6.40%	5.02%
制造费用	47.8%	46.8%	43.1%	47.5%	42.0%
其中: 折旧	8.9%	7.7%	7.4%	7.8%	6.3%
电力	5.1%	7.4%	7.5%	8.7%	9.1%
燃气	2.2%	3.1%	2.6%	2.8%	3.6%
物资消耗及其他	31.7%	28.6%	25.7%	28.2%	23.0%
合计	57.4%	54.9%	50.2%	53.9%	47.0%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

三费水平再度下降, 研发费用明显上涨

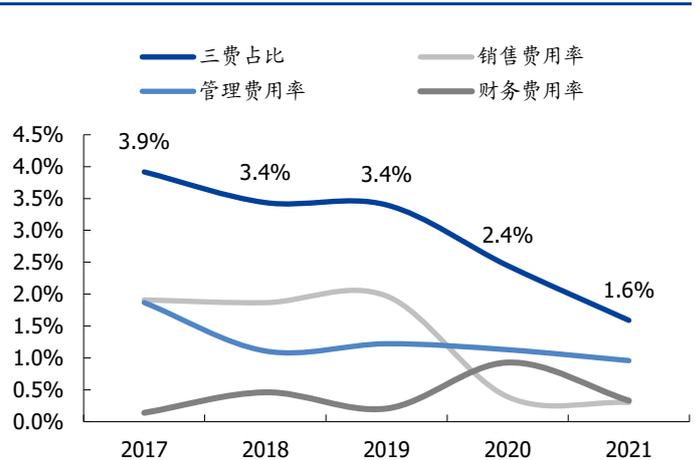
期间费用同比基本下滑 2.1% 至 3.91 亿元, 降资控费成效显著。2021 年公司销售、管理及财务费用分别为 0.74、2.36 及 0.81 亿元, 同比分别变动 16.5%、27.9% 及 -46.4%, 期间费用率显著下滑 0.8pct 至 1.6%。在产销水平大幅提升及新厂区扩建下, 公司三费绝对量呈下滑态势, 佐证公司降资控费成效明显, 管理效率再度提升。

图表 11: 2021 年公司三费合计同比下滑 2.1% (百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 2020 销售费用大幅下降主因新收入准则将“运输费”、“自营出口费用”重分类至“营业成本”

图表 12: 2021 年期间费用率进一步降低至 1.6%

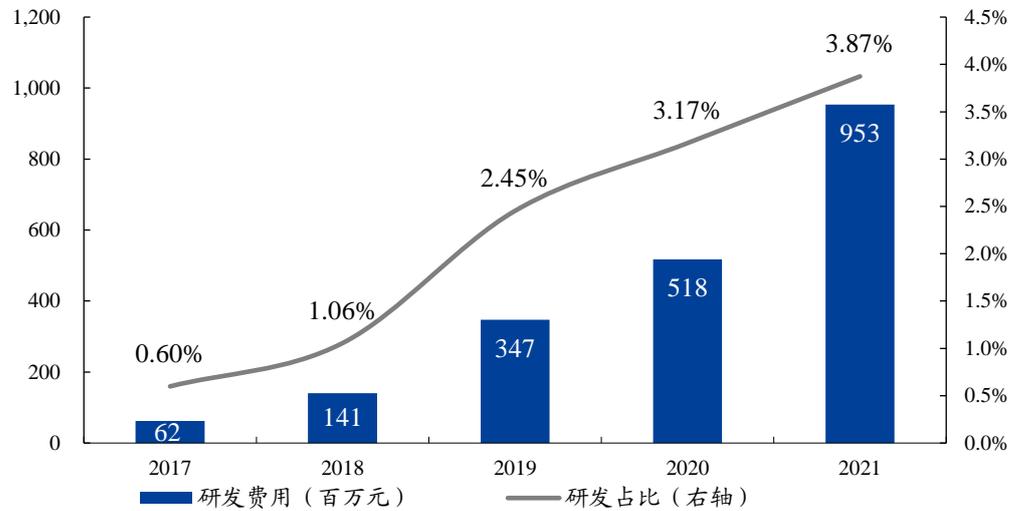


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 2020 销售费用率大幅下降主因新收入准则将“运输费”、“自营出口费用”重分类至“营业成本”

研发费用大幅上涨, 主因研发推进高端化产品项目。2021 年公司研发费用大幅提升 4.35 亿元至 9.53 亿元, 在收入同比显著上涨下研发费用率再度上行 0.70pct 至 3.87%。研发

费用大幅增加主因公司加大高端阳极氧化用铝合金坯料、电池箔、动力电池、新能源汽车结构件、电池托盘用铝、轨道交通用铝、船隔板、车用全铝罐车材料等研究项目投入，以确保公司高端化新产能顺利对接下游客户。

图表 13: 2021 研发费用率显著提升至 3.87%



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

研发费用变动上, 费用增长核心因素为物料消耗。2021 年研发费用中, 物料消耗占比 91.1% 达 8.68 亿元, 同比增加 4.05 亿元, 占 2021 年研发费用增量 92.9%。

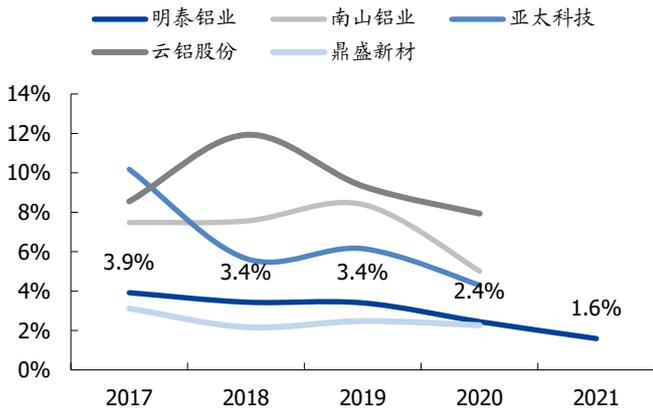
图表 14: 物料消耗提升为研发费用增长核心因素

研发费用	2017	2018	2019	2020	2021
物料消耗	45.38	117.03	313.75	463.43	868.43
职工薪酬	11.00	15.78	22.81	30.64	49.28
折旧摊销	4.73	5.24	6.14	7.45	9.76
其他	0.96	2.64	4.40	16.09	26.01
合计	62.08	140.70	347.09	517.61	953.48

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

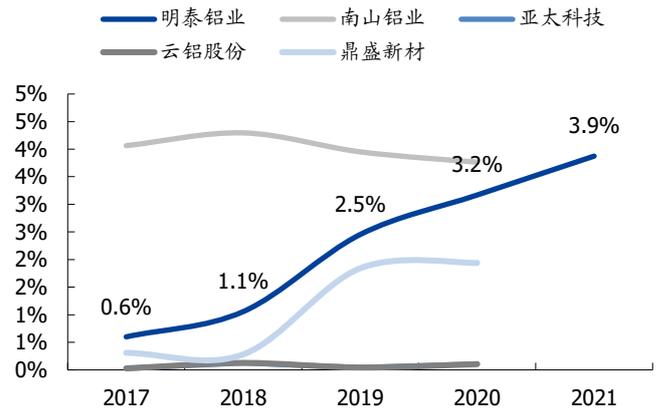
横向比较看, 公司期间费用具备显著优势, 研发费用率已超越多数可比公司。公司期间费用率自 2017 年 3.9% 逐步降至 2021 年 1.6%, 明显优于同业可比公司。研发费用率上, 公司大幅抬升至 3.9%, 已高于多数可比公司。

图表 15: 期间费用率横向比较



资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

图表 16: 研发费用率横向比较

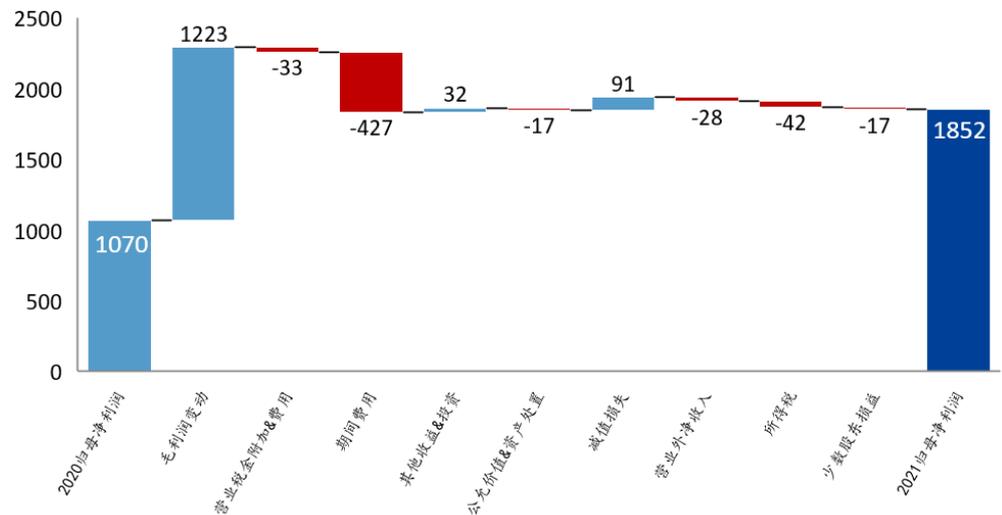


资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

毛利水平增长与研发费用抬升为影响归母净利润主因

研发费增长略拖累净利水平, 盈利水平提升为净利增长因素。2021 年公司净利同增 7.82 亿元至 18.52 亿元, 其中毛利润提升 12.23 亿元为净利增长因素, 研发费用大幅上移导致期间费用同增 4.27 亿元, 其他因素变动较少未对整体净利形成较大变动。

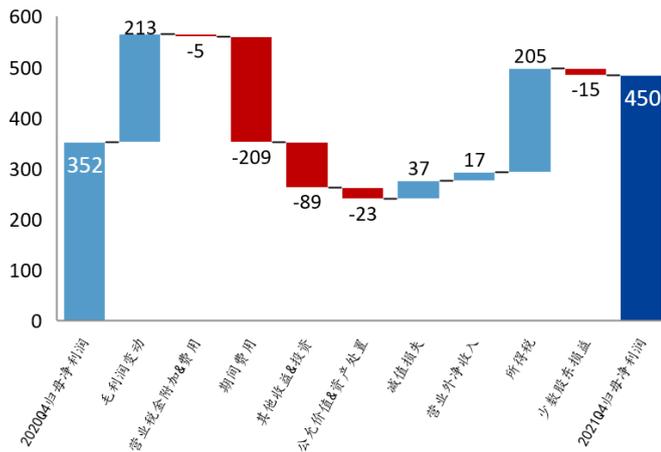
图表 17: 2021 年净利同比提升主要受毛利增加与研发费用上涨影响 (百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

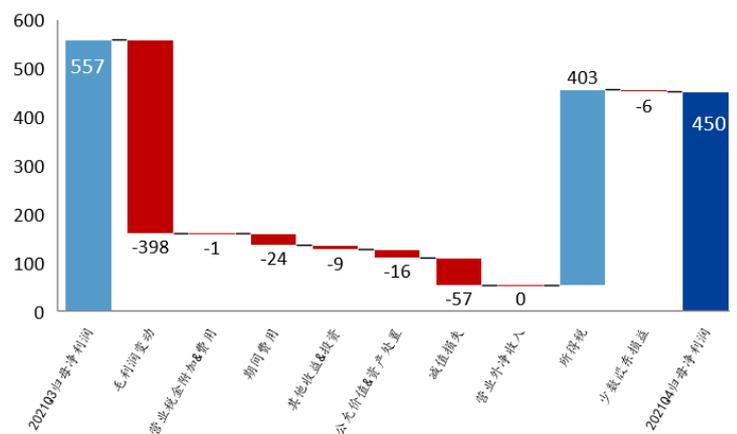
2021Q4 毛利润环比下滑, 所得税费明显提升, 或因季节性原因导致, 净利润水平未发生大幅变动。

图表 18: 2021Q4 归母净利润同比变动因素拆分 (百万元)



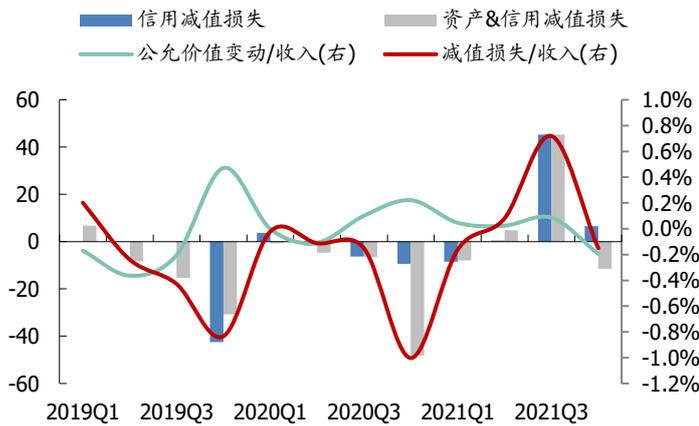
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 19: 2021Q4 归母净利润环比变动因素拆分 (百万元)



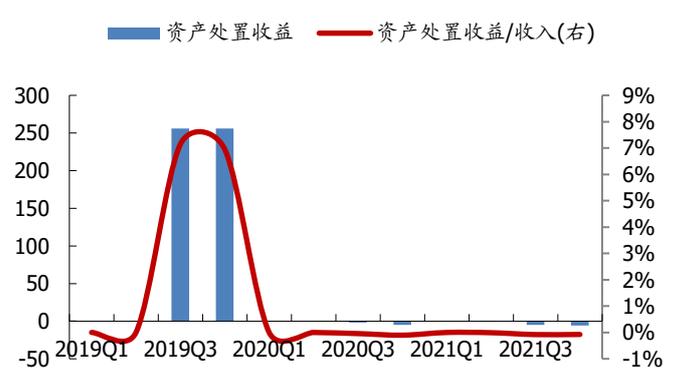
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 20: 公司资产&信用减值损失变动情况 (百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

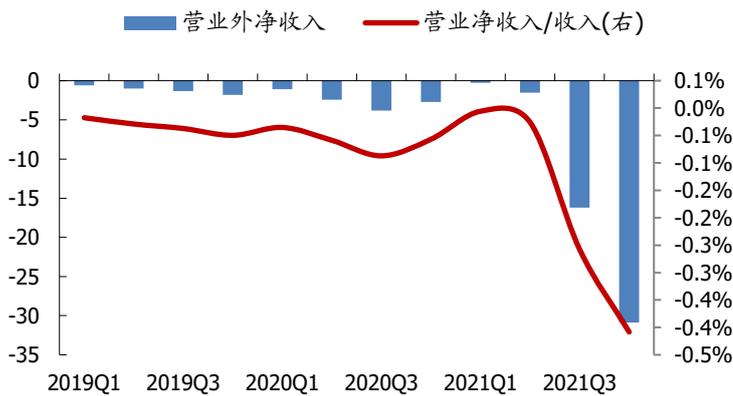
图表 21: 公司资产处置收益变动情况 (百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

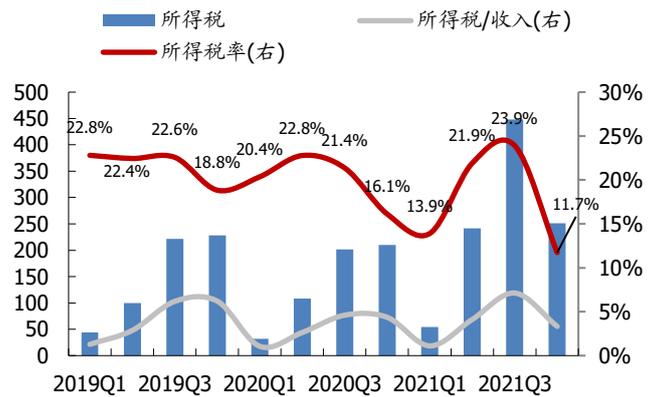
营业外净收入持续下移, 但对公司利润影响较弱; 所得税率四季度明显下移, 主因河南明泰科技于 2021 年 10 月被评为高新技术企业, 并于 2021-2023 年度享受 15% 所得税优惠税率。

图表 22: 公司营业外收支变动情况 (百万元)



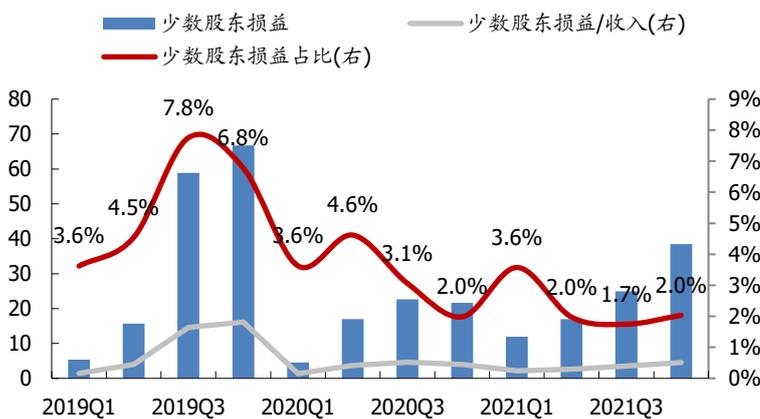
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 营业外支出提高主因对外捐赠增加

图表 23: 公司所得税及所得税率变动情况 (百万元)



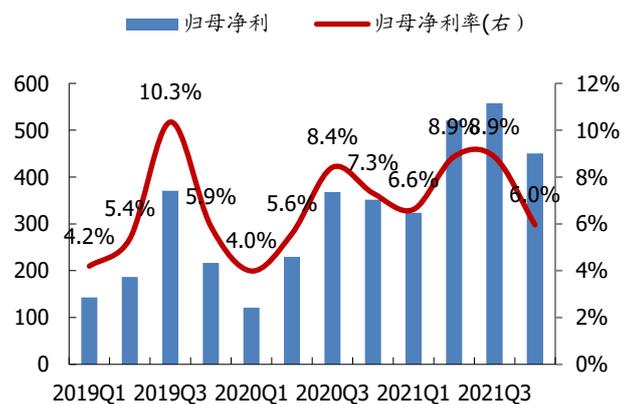
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 24: 少数股东损益及净利润占比变动情况 (百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

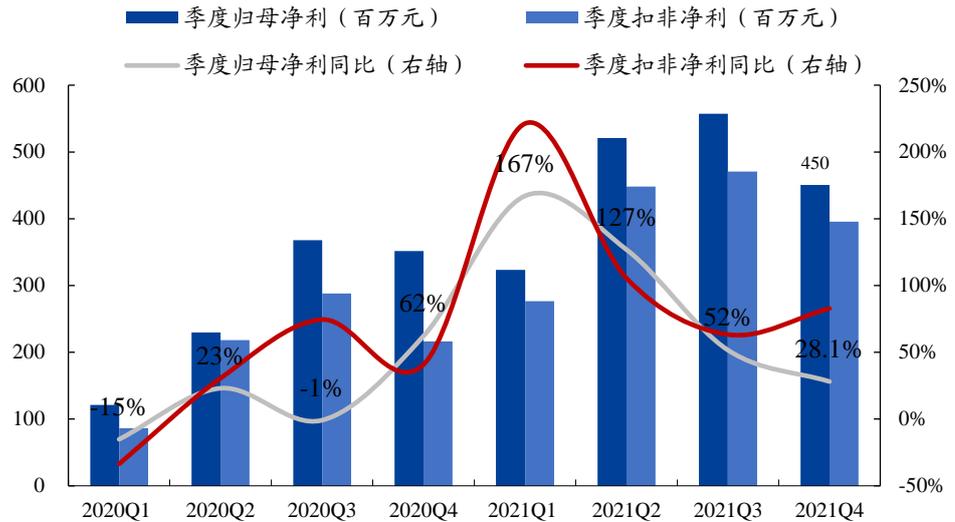
图表 25: 2021Q4 归母净利率小幅下滑至 6.0% (百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2021Q4 归母净利实现 4.50 亿元, 同比上涨 28.1%, 环比下滑 19.2%, 扣非归母净利实现 3.96 亿元, 同比上涨 82.8%, 环比下滑 16%。从公司历史业绩看, 四季度业绩环比普遍下滑, 或因季节性因素。十月后为铝加工传统淡季, 对应公司净利略有下滑。

图表 26: 2021Q4 净利润同增 28.1%至 4.50 亿元

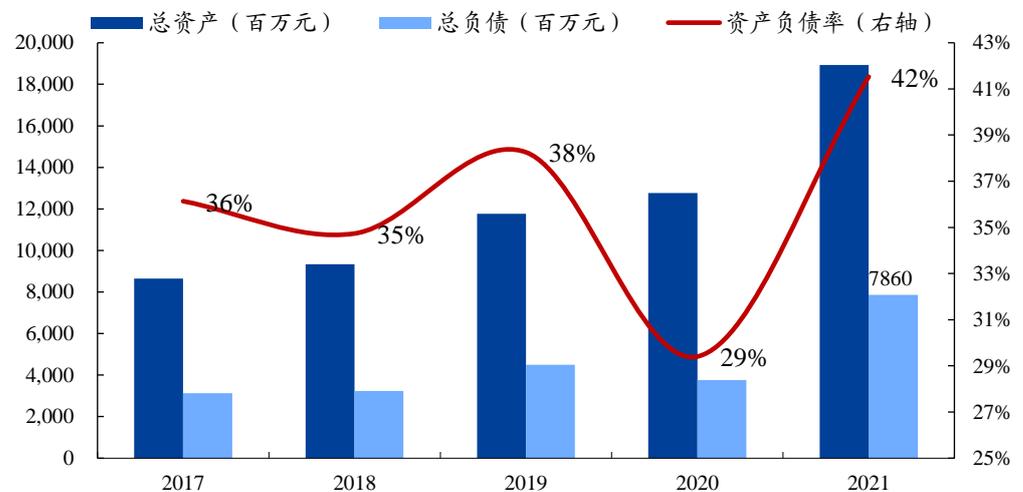


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

流动资产与流动负债抬升带动负债率合理抬升

2021 年资产负债率自 29% 显著提升至 42%，主因流动负债大幅提升。资产结构上，2021 年公司流动资产显著增加 44.32 亿元至 127.71 亿元，其中货币资金&交易性金融资产增加 14.47 亿元至 50.52 亿元，存货增加 13.62 亿元至 37.24 亿元，增幅与收入涨幅基本一致；应收票据及应收账款大幅增加 19.76 亿元，主因为外贸客户应收款增加及已背书或贴现未到期的银行承兑汇票仍以金融资产确认；非流动资产同比增加 14.47 亿元至 61.57 亿元，流动资产占总资产比例由 2017 年 59.5% 逐步提升至 2021 年 67.5%。负债结构上，2021 流动负债同比大增 41.26 亿元，绝对增量与流动资产基本对应，其中应付票据与应付账款同增 20.42 亿元至 36.83 亿元；非流动负债同比减少 0.21 亿元至 13.86 亿元，流动负债占比由 62.5% 提升至 82.4%。

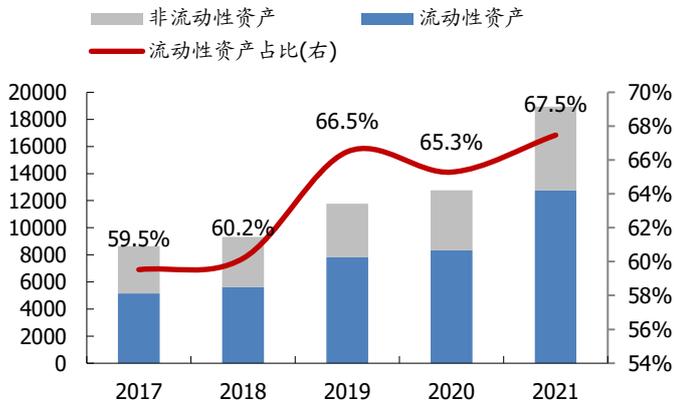
图表 27: 2021 年流动负债明显提升导致负债率由 29% 提升至 42%



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

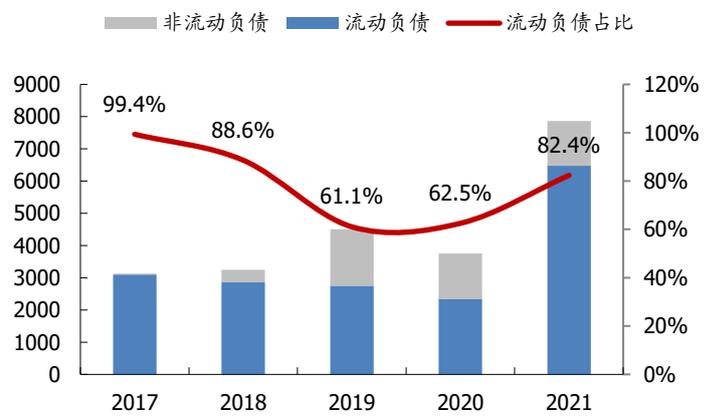
资本结构看，流动资产与流动负债均大幅提升，绝对增量基本一致，核心因素为 2021 年受铝加工品量价齐升效应，公司经营性资产体量增加所致。

图表 28: 公司总资产结构变动情况 (百万元)



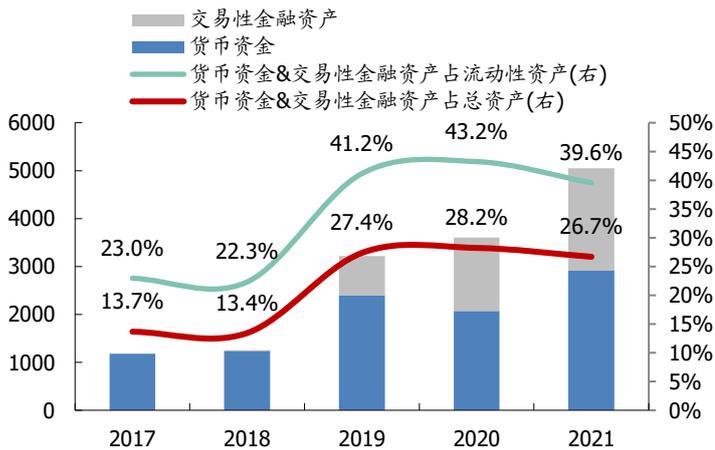
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 29: 公司总负债结构变动情况 (百万元)



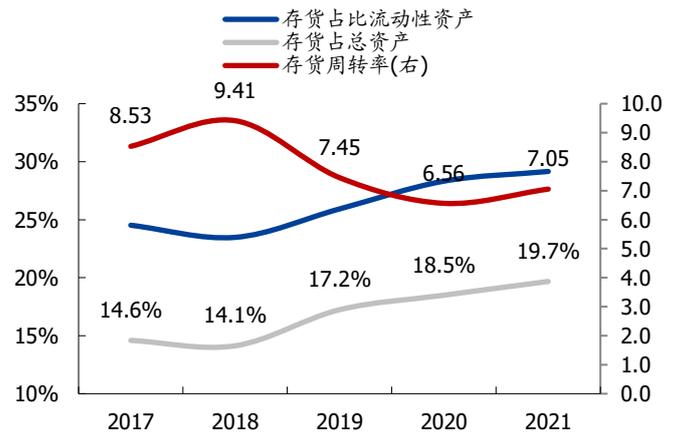
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 30: 货币资金&交易性金融资产变动情况 (百万元)



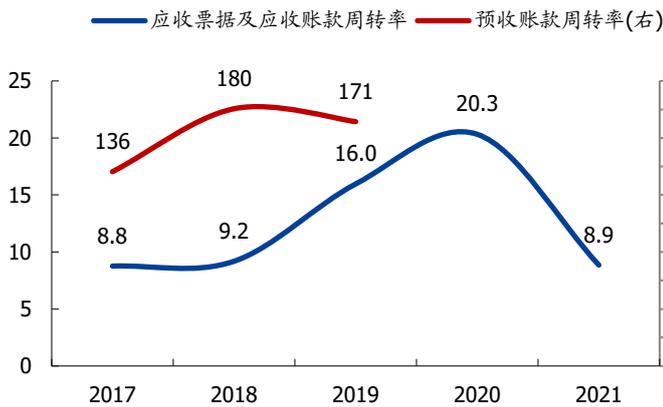
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 31: 公司存货周转率再度提升至 7.05



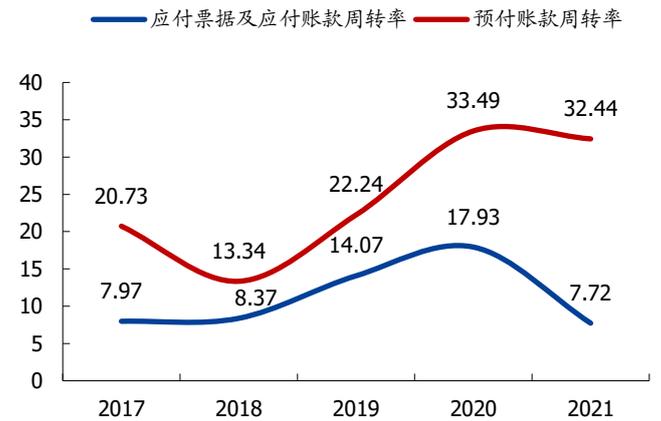
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 32: 应收账款周转率由 20.3 大幅下降值 8.9



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

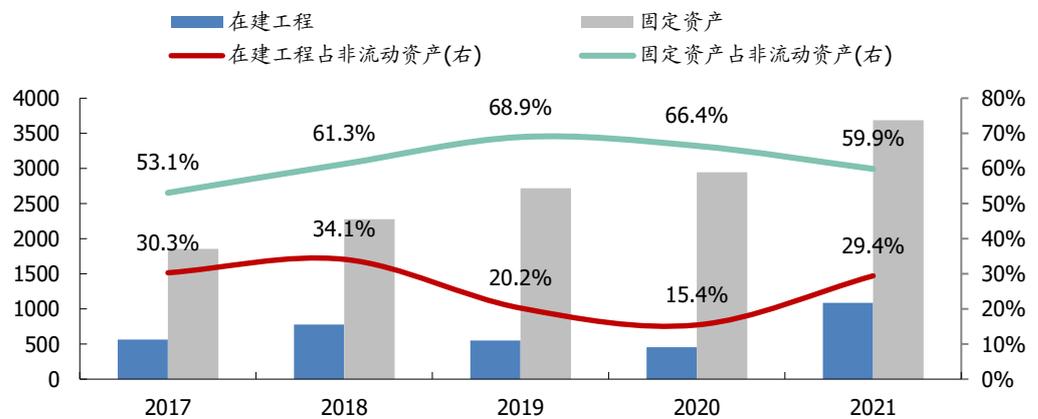
图表 33: 应付票据及账款周转率大幅下降



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

在建工程显著提升, 固定资产加快上行。2021 年 在建工程与固定资产分别同比增加 6.30 亿元、7.41 亿元至 10.85 亿元、36.86 亿元, 增幅分别为 138.7%、25.2%, 其中在建工程占非流动资产比例自 15.4% 提升至 29.4%, 对应公司现有大规模在建项目持续推进; 固定资产占比由 66.4% 下滑至 59.9%, 主要受在建工程带来非流动资产体量增加。

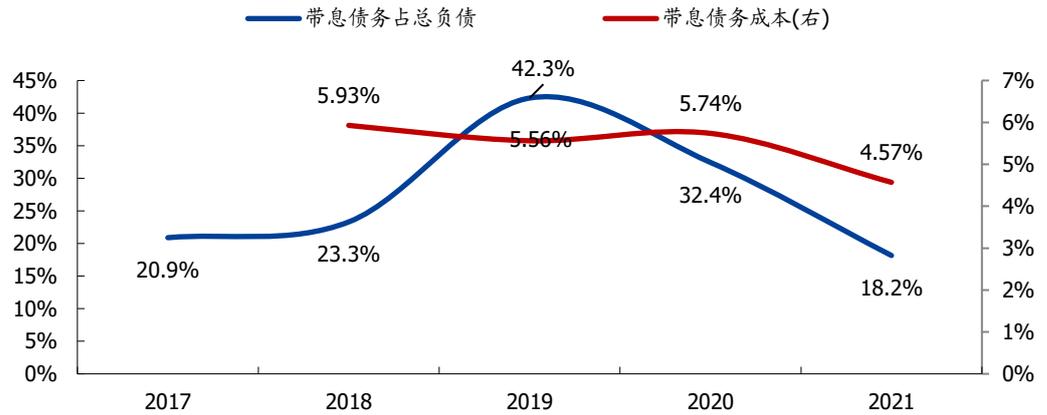
图表 34: 2021 年公司加大在建工程投入力度 (百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

负债方面, 带息负债占总负债比例再度下滑至 18.2%, 报表数据计算下带息债务成本由 5.74% 下滑至 4.57%。带息债务占比大幅下滑主因公司营收规模快速上行下, 应付账款及应付票据快速上行导致, 同时盈利水平改善下公司债务融资诉求较低, 对应带息债务同比仅上行 17.2% 至 14.27 亿元。

图表 35: 2021 年报表数据测算下公司融资成本再度下移至 4.57% (百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

ROE 抬升主因为盈利水平改善与负债率合理抬升

毛利率与净利率明显改善, 负债水平合理上行带动净资产收益率大幅提升。2021 年在量价齐升下, 公司通过产品结构升级与降本增效带动毛利率提升 1pct 至 12.8%, 同时净利率同增 1pct 至 7.7%。总资产周转率略提升至 1.30 后 ROA 实现 9.99%, 同增 1.44pcts。此外, 在流动性负债提升下, 公司负债率合理化提升, 对应权益乘数由 1.42 提升至 1.71, ROE 同比大幅增长 4.97pcts 至 17.08%。

图表 36: 2021 年 ROE 明显提升主因为净利率上行与杠杆率有效提升

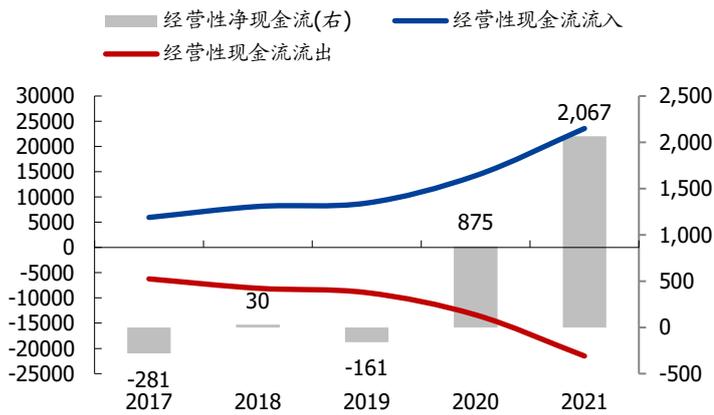
明泰铝业	2017	2018	2019	2020	2021	2021Q3	2021Q4	2020Q3	2020Q4
毛利率	9.0%	8.8%	11.8%	11.8%	12.8%	15.82%	7.89%	14.89%	7.99%
净利率	3.6%	4.0%	7.0%	6.7%	7.7%	8.86%	5.96%	8.41%	7.31%
总资产周转率	1.20	1.43	1.20	1.28	1.30	0.38	0.40	0.34	0.38
ROA	4.26%	5.65%	8.36%	8.55%	9.99%	3.36%	2.38%	2.90%	2.75%
权益乘数	1.57	1.53	1.62	1.42	1.71	1.56	1.71	1.57	1.42
ROE	6.67%	8.66%	13.54%	12.11%	17.08%	5.25%	4.07%	4.56%	3.90%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

经营性现金流再度改善, 投资支出增加

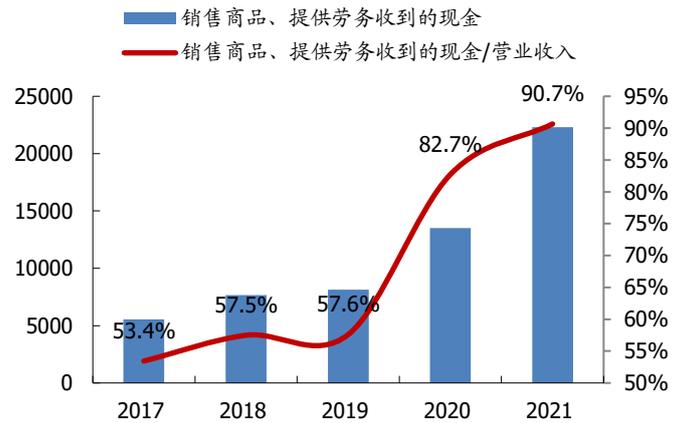
经营性现金流显著改善, 企业回款大幅好转。公司经营性现金流近两年持续好转, 以销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入代指当期销售回款质量, 指标由 2019 年 57.6% 大幅提升至 2021 年 90.7%, 同时 2021 年经营性现金流净额达 20.67 亿元, 高于当期归母净利润。

图表 37: 2021 年经营性现金流大幅改善



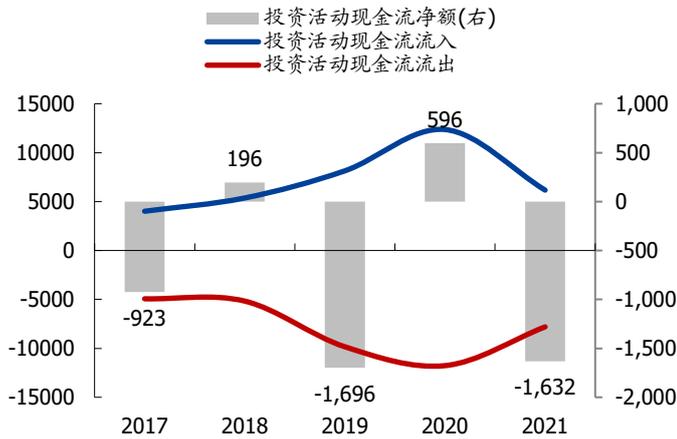
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 38: 产品销售回款水平再度提升



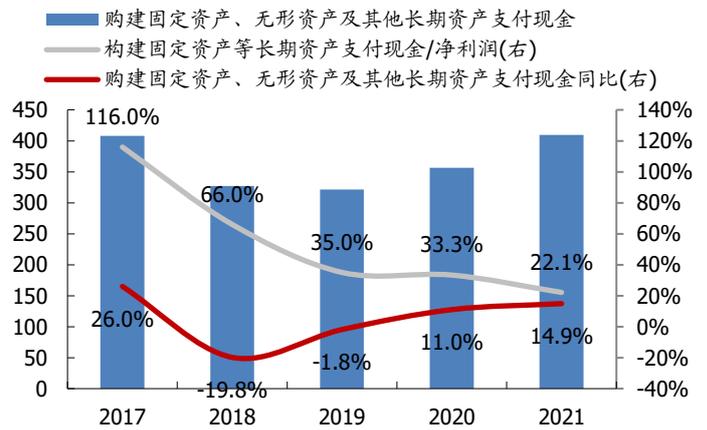
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 39: 2021 年公司加大投资支出



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 40: 2021 年固定资产投资占当期净利比重下降至 22.1%

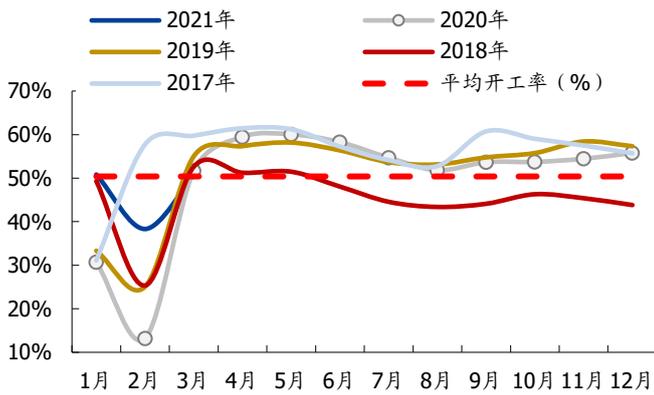


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

二、铝加工赛道龙头化趋势显著, 行业景气助力公司快速成长

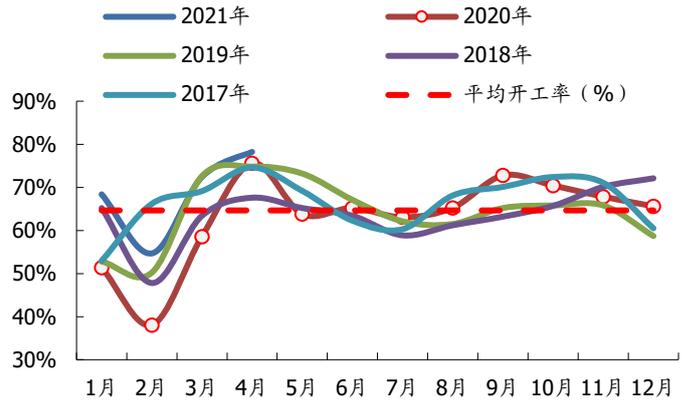
铝加工行业产能过剩明显, 企业开工率维持低位。铝加工赛道经历供给侧改革后规模化优势显著, 龙头效应与新增需求高端化趋势下赛道订单向头部公司倾斜, 行业开工率分化明显。铝型材与铝板带箔企业平均开工率仅为 50.39%与 64.55%。2020 上半年受疫情影响, 2 月开工率创近五年同期低位。而二季度国内开始布局逆周期调节政策以及一季度订单后移, 铝板带箔开工率迅速回升。

图表 41: 2017-2020 年铝型材企业平均开工率仅为 50.39%



资料来源: Mysteel, 国盛证券研究所

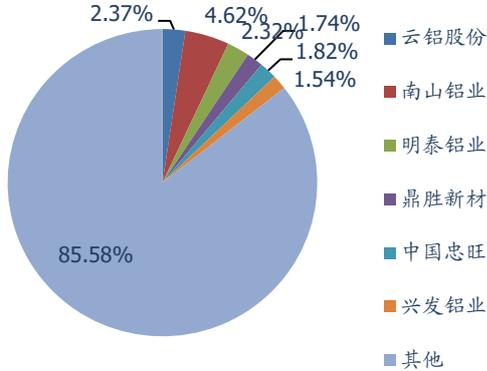
图表 42: 2017-2020 年铝板带箔企业平均开工率仅为 64.55%



资料来源: Mysteel, 国盛证券研究所

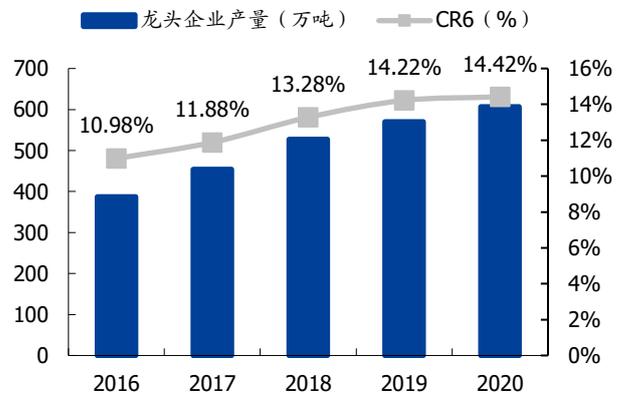
铝加工行业产能分散, 转型升级推动行业集中度提升。铝加工行业集中度由 2016 年的 10.98% 提升至 2020 年 14.42%。行业集中度走高主要原因有二: 一是规模效应, 龙头企业通过原材料议价与规模化生产提高利润率水平, 同时融资成本更低, 能以更低成本收购、新建产能, 从而使行业产能集中; 二是铝加工行业需求增量向高端化、高附加值转型, 企业在追随行业发展节奏推动产品结构转型时, 需要进行配套研发、产线升级等方面投资, 具有一定准入门槛, 龙头企业则在转型方面更具优势。

图表 43: 铝加工行业集中度较低, 但头部企业正处扩张期



资料来源: Mysteel, 国盛证券研究所

图表 44: 铝加工行业集中度 CR6 至 2020 年已实现 14.42%



资料来源: Mysteel, 国盛证券研究所

公司再扩建 70 万吨产能基地, 产品结构升级彰显公司实力。公司于 2021 年 12 月 18 日发布年产 70 万吨绿色新型铝合金材料项目可行性研究报告, 项目投资周期为两年, 建设环节涵盖热轧机组、冷轧机及后续工艺设备, 并同步再建 70 万吨再生铝“保级利用”产线。项目投产后将显著提升公司产品结构并大幅提升整体产能水平, 预计项目完全投产后公司铝板带箔合计产能将突破 200 万吨。

图表 45: 公司在扩建 70 万吨产能基地, 产品结构显著升级

70万吨绿色新型铝合金材料项目	产能 (万吨)	项目简介	至2022年3月进度
合计产能	70.0	项目计划年产70万吨新型铝合金材料, 包括锂电池用铝材、汽车用板带材、罐体罐盖料等。项目建设期为2年, 总投资为447,314万元, 项目达产后, 运营期平均净利润为70,515万元。拟采用的工艺流程为: 半连续铸造扁锭—热轧—冷轧—精整—检查包装入库	项目中再生铝产线2台瓦格斯塔夫铝合金扁锭铸造机已建成, 1+4热连粗轧生产线、六辊冷轧机等设备预计将于2022年6月前建成
其中: 动力电池料	10.0		
电池铝箔坯料	10.0		
铝塑膜坯料	5.0		
汽车板坯料	10.0		
罐体料	20.0		
罐盖料	5.0		
5052氧化带	5.0		
5052板材	5.0		

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

三、再生铝“保级利用”赛道坡长雪厚

以诺贝丽丝为例, 实现保级利用需具备一体化铝再生链条: (1) 实现保级利用需企业具备规模化铝加工产线, 以匹配“保级利用”出的再生合金锭; (2) 保准化、规范化废铝回收渠道为实现保级利用产业来料关键, 明泰铝业自 2017 年开始打造自备废铝回收标准, 显著领先同行; (3) 过去电解铝产能无序扩张与废铝降级利用效益性遏制产业向“保级利用”转型, 导致国内这一赛道基本为空白期; (4) “保级利用”设备依赖于海外进口, know-how 模式下先入优势显著, 设备自研能力与熟练工积淀为赛道分水岭。

图表: 提高收得率需在整个产业链环节实现搭建重塑



资料来源: 欧洲铝业协会, 诺贝丽丝官网, 国盛证券研究所

国内再生铝龙头间存业务模式差异, 主流企业仍以重熔合金锭并制造铸造产品为核心路

径。国内现有龙头企业中，明泰铝业为实现保级利用为主，其他企业均以废铝回收—再生合金锭—熔铸及铸造件—汽车、新能源车、摩托车等应用场景为产业路线。

图表 46: 当前主流再生铝公司中仅明泰铝业实现“保级利用”

公司名称	现有产能(万吨)	在建产能(万吨)	项目说明
明泰铝业	68	70	现有产能已实现保级利用，规划至2025实现年处理废铝体量140万吨
立中集团	46.2(2020年产量)	-	公司再生铝产品为铸造铝合金，下游主要应用于汽车零部件。当前公司在天津、河北、吉林、山东、广东等省份建有铸造铝合金材料生产基地，并在多地扩建新产能。
怡球资源	55	65	公司回收各类废旧铝资源，并生产再生铝合金锭，公司不具备后续加工产能
顺博合金	37(2020年产量)	约30	公司主要产品为各型号再生铝合金锭(液)，作为铸造铝合金产业链原材料供应商，终端产品应用于汽车、通讯设备等场景。
新格集团	超一百万吨	-	公司铝合金锭(液)产能合计已超百万吨，为国内再生铝企业龙头。公司产品为铝合金锭(液)，对应终端应用涵盖汽车、摩托车零配件、家电等应用领域。

资料来源: 各公司公告, 公司官网, 国盛证券研究所

明泰铝业大力布局再生铝，现有产线已实现保级利用&收率提升。明泰铝业自 2017 年就已布局再生铝行业，深耕再生铝加工技术。截止目前，公司已落地建成 68 万吨再生铝产能并实现保级利用，后续规划再扩产 70 万吨再生铝及高端铝产品加工线，再生铝总体规模将达 140 万吨，按照公司 200 万吨产能规划测算，未来再生铝供应将占公司铝产品加工总量约 70%。

图表 47: 明泰铝业再生铝相关产能

子公司名称	所在地	现有产能(万吨)	在建产能(万吨)	项目说明
义瑞新材	河南巩义	-	70	再生铝
明泰科技	河南巩义	68	-	再生铝
明泰科技	河南巩义	12	-	铝灰渣

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

四、投资建议

我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 26.43、34.19、38.84 亿元，对应 PE 分别为 10.5、8.1、7.1 倍，PB 分别为 2.1、1.7、1.4 倍。公司作为国内铝加工行业龙头，在营运成本上已构筑核心竞争优势，通过研发驱动+先进设备投入跻身精深加工领域，实现产品产线对接高增速市场空间，单吨加工费与产能利用率提升有望带来业绩稳健增长。此外，公司为国内领先再生铝“保级利用”企业，先入优势加持下公司再生铝业务有望维持高利润水平。考虑到公司现有产线与管理优势，我们预计公司未来将维持高速率成长水平。横向比较看当前估值水平位于行业均值位置，更强劲业绩成长预期有望显著降低公司相对估值水平，维持“买入”评级。

图表 48: 可比公司估值表

代码	简称	股价	EPS			PE		
		20220321	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
600219.SH	南山铝业	4.13	0.30	0.38	0.43	13.77	10.87	9.60
002540.SZ	亚太科技	5.44	0.33	0.43	0.54	16.48	12.65	10.07
002203.SZ	海亮股份	10.85	0.67	0.96	1.30	16.19	11.30	8.35
000807.SZ	云铝股份	13.82	0.96	1.39	1.58	14.40	9.94	8.75
平均值						15.21	11.19	9.19
601677.SH	明泰铝业	40.49	2.71	3.87	5.01	14.94	10.46	8.08

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期 明泰铝业 2021 年数据为公告公布值

风险提示

原材料价格波动风险

公司所需主要原材料为铝锭，铝锭成本占公司生产成本的比重超过 80%。目前国内铝加工企业普遍采用“铝锭价格+加工费”的定价模式，加工费根据产品要求、市场供求等因素由企业和客户协商确定。由于产品加工需要一定周期，铝锭采购日至产成品发货日的铝锭跌价波动会对公司经营和业绩造成一定的影响。

市场恶性竞争风险

我国是全球最大的铝工业国，包括氧化铝、电解铝和铝材加工行业在内的铝工业整体规模多年来稳居世界首位。我国铝加工企业众多，市场集中度低，未来发展的趋势是单体公司和单体项目的规模不断扩大，产业集中度提高。未来铝加工产品向高性能、高精度、节能环保方向发展。在这一背景下，公司如不能持续增强竞争能力，在日益激烈的市场环境下，将面临一定的风险。

现金流超预期波动风险

公司 2015-2019 年净现金流分别为-1.09, 0.70, -2.8, 0.3, -1.6 亿元，与之相对应的是应收账款规模保持高位，应收账款周转率维持在 20 左右。2020 及 2021 年公司加大现金流管控，现金流状况显著好转。后续应继续关注公司现金流、存货与应收账款情况。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com