

金属, 采矿, 制品/原材料

明泰铝业 (601677)

## 产能升级, 穿越周期

### ——公司更新报告

刘华峰 (分析师) 徐明德 (研究助理)  
 0755-23976751 021-38676053  
 liuhuafeng@gtjas.com xumingde@gtjas.com  
 证书编号 S0880515060003 s0880115080222

#### 本报告导读:

扩产有望大幅提升公司在汽车轻量化领域产能布局, 提升产品结构和未来盈利性, 维持增持评级。

#### 投资要点:

**维持增持评级。**公司拟扩产车身内外用铝合金板 12.5 万吨, 将继续优化公司铝加工材下游结构, 提升盈利水平, 当下 2014 年定增项目交通用铝继续推进, 成长空间有望进一步打开。维持 2016-2018 年 EPS 预测 0.57/0.81/1.06 元, 维持目标价 20.3 元, 对应 2017 年 PE 25x, 空间 27%。

**扩产汽车轻量化加工材, 优化产品结构。**公司公告拟募资 12.2 亿元投产 12.5 万吨车身用内外铝合金板, 发行价格不低于 14.16 元/股, 股本稀释约 22%。建设期 2 年, 项目达产后有望实现 22 亿年收入, 净利润 1.4 亿元/年。本次投产后产能将在原有 45 万吨/年冷轧基础上增长 28%, 同时我们测算加工费有望达到 7000 元/吨以上, 较此前公司产品大多为 4000 元/吨加工费有较大幅度的提升, 产品结构持续优化。

**打造新增长点, 期待内生到外延。**5 月 24 日首次覆盖深度报告《轨交投资有望加速, 交通用铝恰逢其时》中我们指出: 轨交放量, 公司未来三年业绩高成长超预期。轨交项目建设进展顺利, 市场开始逐渐认识到公司业绩的兑现。随着新能源汽车对节能减排需求的提升, 轻量化浪潮有望继续加速, 公司此前已经配套相关的有限产能, 本次募投将保障公司在轻量化领域的布局继续升级, 打造公司新的下游盈利增长点。同时结合公司在下游领域的布局基本完善, 我们认为公司在材料端的布局也有望从内生性逐步迈向外延式发展。

风险提示: 募投项目进展低于预期的风险。

财务摘要 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	6,518	6,296	6,163	7,176	7,774
(+/-)%	15%	-3%	-2%	16%	8%
经营利润 (EBIT)	244	193	385	526	679
(+/-)%	106%	-21%	100%	37%	29%
净利润	177	173	275	389	510
(+/-)%	199%	-3%	59%	42%	31%
每股净收益 (元)	0.37	0.36	0.57	0.81	1.06
每股股利 (元)	0.10	0.10	0.11	0.11	0.11

利润率和估值指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营利润率 (%)	3.8%	3.1%	6.2%	7.3%	8.7%
净资产收益率 (%)	6.4%	4.7%	7.1%	9.2%	10.9%
投入资本回报率 (%)	7.9%	4.7%	8.1%	11.3%	15.9%
EV/EBITDA	11.4	15.5	9.1	6.3	4.3
市盈率	32.0	32.9	20.6	14.6	11.1
股息率 (%)	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **20.30**

上次预测: 20.30

当前价格: 15.96

2016.09.05

#### 交易数据

52 周内股价区间 (元)	9.28-17.97
总市值 (百万元)	7,705
总股本/流通 A 股 (百万股)	483/408
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	84%
日均成交量 (百万股)	485.21
日均成交值 (百万元)	75.52

#### 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	3,701
每股净资产	7.67
市净率	2.1
净负债率	-13.64%

EPS (元)	2015A	2016E
Q1	0.09	0.10
Q2	0.11	0.18
Q3	0.07	0.09
Q4	0.09	0.20
全年	0.36	0.57

#### 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	6%	22%	55%
相对指数	3%	18%	56%

#### 相关报告

《主业受益铝价企稳, 轨交项目稳步推进》  
2016.08.11

《轨交投资有望加速, 交通用铝恰逢其时》  
2016.05.24

模型更新时间: 2016.09.05

**股票研究**

原材料  
金属, 采矿, 制品

**明泰铝业 (601677)**

**评级:** **增持**

上次评级: 增持

**目标价格:** **20.30**

上次预测: 20.30

**当前价格:** 15.96

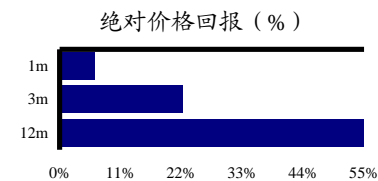
公司网址

www.hngymt.com

**公司简介**

公司是一家集科研、加工、制造为一体的大型现代化铝加工企业, 主要从事铝板带箔的生产和销售。

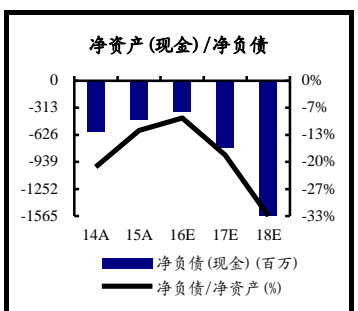
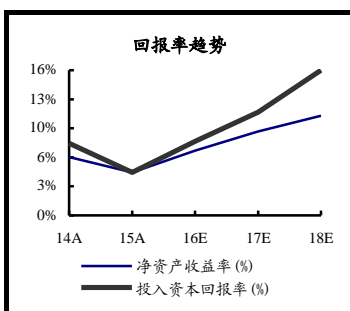
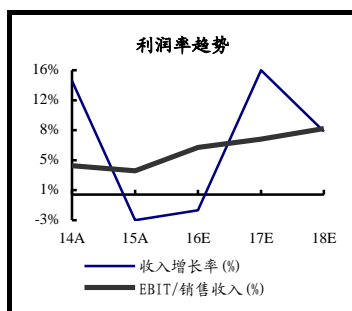
公司拥有两大生产基地, 分别位于河南省巩义市和郑州市高新技术开发区, 拥有半连续铸造生产线6条、连铸连轧生产线10条、其他大型加工设备44台, 年产量达到45万吨。



52 周价格范围 9.28-17.97  
市值 (百万) 7,705

**财务预测 (单位: 百万元)**

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>损益表</b>					
营业总收入	6,518	6,296	6,163	7,176	7,774
营业成本	6,030	5,847	5,527	6,358	6,777
税金及附加	8	6	6	7	7
销售费用	127	123	121	141	152
管理费用	108	128	125	145	158
EBIT	244	193	385	526	679
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	24	22	17	21	20
财务费用	9	-34	6	-2	-24
营业利润	243	238	396	549	724
所得税	62	49	95	127	162
少数股东损益	13	20	33	40	57
净利润	177	173	275	389	510
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	876	681	778	781	1,574
其他流动资产	533	1,052	792	922	857
长期投资	5	105	105	105	105
固定资产合计	1,233	1,510	2,028	1,740	1,601
无形及其他资产	299	308	291	291	282
资产合计	5,228	5,570	5,966	6,203	6,755
流动负债	2,284	1,768	1,911	1,768	1,802
非流动负债	8	13	12	15	17
股东权益	2,767	3,668	3,890	4,227	4,686
投入资本(IC)	2,345	3,301	3,646	3,604	3,329
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	185	154	294	406	528
折旧与摊销	136	145	199	254	278
流动资金增量	954	-93	-155	-116	62
资本支出	-6	-101	-693	40	-123
自由现金流	1,269	104	-355	584	745
经营现金流	813	-109	606	425	946
投资现金流	-280	-711	-675	61	-103
融资现金流	-601	894	167	-483	-51
现金流净增加额	-68	74	97	3	793
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	15.0%	-3.4%	-2.1%	16.4%	8.3%
EBIT 增长率	105.8%	-21.2%	99.5%	36.8%	29.2%
净利润增长率	198.6%	-2.5%	59.1%	41.5%	31.0%
利润率					
毛利率	7.5%	7.1%	10.3%	11.4%	12.8%
EBIT 率	3.8%	3.1%	6.2%	7.3%	8.7%
净利润率	2.7%	2.7%	4.5%	5.4%	6.6%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	6.4%	4.7%	7.1%	9.2%	10.9%
总资产收益率(ROA)	3.4%	3.1%	4.6%	6.3%	7.6%
投入资本回报率(ROIC)	7.9%	4.7%	8.1%	11.3%	15.9%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	52	58	58	58	58
应收账款周转天数	17	18	18	18	18
总资产周转天数	241	313	342	309	304
净利润现金含量	4.58	-0.63	2.20	1.09	1.85
资本支出/收入	0%	2%	11%	-1%	2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	43.8%	32.0%	32.2%	28.7%	26.9%
净负债率	-21.3%	-12.3%	-9.2%	-18.4%	-33.4%
<b>估值比率</b>					
PE	32.0	32.9	20.6	14.6	11.1
PB	1.8	1.5	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	11.4	15.5	9.1	6.3	4.3
P/S	0.8	0.9	0.9	0.8	0.7
股息率	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%



**表 1: 本次募投项目基本情况**

项目	具体
预案时间	2016 年 9 月 6 日
发行对象	不超过 10 名的特定投资者
发行价格	不低于 14.16 元/股
发行数量	不超过 10,500 万股
募集资金	不超过 121,516 万元
对原有股权稀释	21.75%
锁定期	12 个月

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

**表 2: 12.5 万吨/年铝合金板项目建设为 2 年**

生产规模	125,000t/a
建设期	2 年
建设投资	128,176 万元 (含外汇 8,476 万欧元)
铺底流动资金	7,692 万元
合计总投资	135,868 万元 (含外汇 8,476 万欧元)
拟使用募集资金	不超过 121,516 万元

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

**表 3: 项目达产后有望贡献 1.4 亿元/年**

指标	单位	数值	备注
营业收入	万元/年	223292	生产期平均
净利润	万元/年	13962	生产期平均
项目财务内部收益率		12.0%	税后
项目投资回收期	年	8.7	含建设期
总投资收益率		12.1%	
资本金净利润率		9.1%	
盈亏平衡点		51.3%	

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者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，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

#### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		