

明泰铝业 股票代码：601677.SH

高端铝材+轨交双轮驱动，业务放量前景可期

独到见解：

公司两次定增高精度交通用铝材项目，未来将受益高精度铝板带材千亿级别的市场空间。此外，公司与南车四方合作，进军轨交领域。预计到2020年，轨交铝型材市场空间可达100万吨，公司将充分受益广阔市场空间。

投资要点

1. 定增高精度交通用和车用铝合金板项目，坚定转型高端铝材制造商

国内高端铝加工业有较大供给缺口，其中高端铝板带材进口量持续增加，高度依赖进口。根据对高端铝板带项目各产品细分市场空间预测，预计国内高精度铝板带材消费量将至少需要300万吨。

公司定增“高精度交通用铝板带”项目，达产后年产品产量达20万吨，生产期平均不含税营业收入为28.21亿元。今年该项目已经投产并带来一定的利润贡献。

2. 汽车轻量化带来的千亿市场，定增车用铝合金板项目转型步伐加大

节能减排和新能源汽车的高速发展都加大了对汽车用铝合金板材的需求，预计2020年两者分别产生500万吨和100万吨的市场需求。按汽车用铝合金市场均价17920元/吨来算，未来汽车用铝合金市场空间达1075亿。

公司募资用于“年产12.5万吨车用铝合金板项目”，项目的产品为轿车车身用铝合金带材。项目规划产能为12.5万吨，项目达产后，预计实现收入22.4亿元，实现净利润1.4亿元。

3. 与南车四方合作，深入铝型材和轨交后市场

轨交行业高速发展，预计到2020年，轨交铝型材市场空间达100万吨。基于此，公司定增2万吨铝型材项目，积极向轨道车辆领域拓展。项目达产后实现2万吨铝型材产量，年均净利润为1.88亿元。

同时，公司与南车青岛四方机车车辆建立了战略合作关系，南车四方将为公司提供技术支持合作，南车承诺将公司培育成为南车郑州基地的车用零件主要供应商，公司铝型材需求具有充分的市场保障。此外，公司合资成立郑州中车四方，布局轨交维修后市场。公司轨交领域业务多样化发展。

目标价：7.25-10.5RMB

当前股价：15.96RMB

投资评级 推荐
评级变动 首次评级

证券分析师


证券分析师：李佳

 执业编号：S0360514110001
 电话：021-31758488
 邮箱：lijia@hcyjs.com

证券分析师：鲁佩

 执业编号：S0360516080001
 电话：021-20572553
 邮箱：lupei@hcyjs.com

联系人：赵志铭

 电话：021-20572567
 邮箱：zhaozhiming@hcyjs.com

联系人：胡刚

 电话：021-20572567
 邮箱：hugang@hcyjs.com

联系人：娄湘虹

 电话：021-20572567
 邮箱：louxianghong@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	48,276
流通A股/B股(万股)	40,770/-
资产负债率(%)	32.2
每股净资产(元)	7.7
市盈率(倍)	36.04
市净率(倍)	2.13
12个月内最高/最低价	17.97/9.2

4. 盈利预测:

预计 2016-2018 明泰铝业实现净利润 2.74 亿、4.18 亿、4.92 亿，对应 EPS 为 0.57、0.87、1.02，对应 PE 为 29X、19X、16X，给予推荐评级。

5. 风险提示:

交通用铝板材市场发展不及预期。

主要财务指标

	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万)	6,282	6,847	7,874	8,740
同比增速(%)	-3.2%	9.0%	15.0%	11.0%
净利润(百万)	173	274	418	492
同比增速(%)	-2.5%	58.5%	52.4%	17.7%
每股盈利(元)	0.36	0.57	0.87	1.02
市盈率(倍)	46	29	19	16

资料来源: 公司报表、华创证券

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

目 录

一、传统铝板带箔业内领先，行业转型公司顺势而为.....	5
（一）公司主营铝板带箔，在行业内具有领先优势	5
（二）低端铝产能过剩产业转型是方向，公司顺势而为.....	7
二、两次定增高精度交通用铝材项目，坚定转型高端铝加工制造商.....	8
（一）高端铝板材供给缺口大，公司项目已开始投产.....	8
1、高端铝板材供给缺口大，预计至少需要 300 万吨.....	8
2、公司定增高精度交通用铝材项目，转型高端铝加工制造商.....	9
（二）汽车轻量化需求日益显著，推动车用铝合金材快速发展.....	9
1、减能节排促汽车用铝合金板材发展，预计 2020 年市场需求将近 500 万吨.....	9
2、新能源汽车高速发展加大对汽车用铝合金板材需求，预计 2020 年需求将超过 100 万吨.....	11
3、募资用于车用铝合金板项目，预计实现净利润 1.4 亿元.....	11
三、与南车四方合作，进军轨交领域.....	12
（一）与南车四方合作布局轨交铝型材，未来市场获充分保障.....	12
1、轨交快速发展，预计到 2020 年轨交铝型材市场空间达 100 万吨.....	12
2、定增交通用铝型材项目布局轨交，与南车合作产品有市场保障.....	13
（二）合资成立郑州中车四方，深入轨交维修后市场.....	14
1、轨交维修后市场空间广阔，预计年均市场规模达 17 亿.....	14
2、投资成立郑州中车四方，布局轨交维修后市场.....	14
四、盈利预测与估值.....	15

图表目录

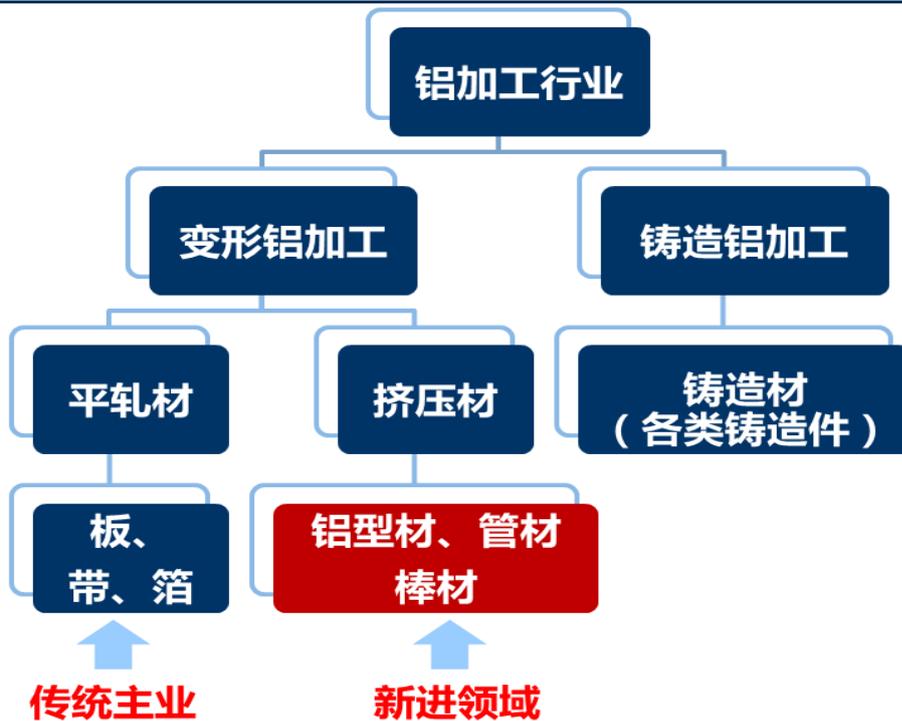
图表 1	铝加工行业分类及公司所处的细分行业	5
图表 2	公司传统主业的核心竞争力分析	5
图表 3	公司股权结构及子公司示意图	6
图表 4	公司主要子公司及其主营方向	7
图表 5	公司历年营业收入（亿元）	7
图表 6	公司历年归母净利润（亿元）	7
图表 7	细分行业市场空间预测	8
图表 8	高精度交通用铝板带项目产品	9
图表 9	各国政府对乘用车燃油消耗标准的规定	9
图表 10	我国汽车轻量化相关政策	10
图表 11	欧洲汽车单车用铝量变化（单位 kg）	10
图表 12	中国乘用车销量	10
图表 13	新能源汽车有望实现 50%的复合增长率	11
图表 14	车用铝合金板项目产品方案	12
图表 15	快速铁路累计通车里程及增速	12
图表 16	高速货运列车累计通车里程预计及增速	12
图表 17	全国地铁年新增通车里程	13
图表 18	全国地铁累计通车里程	13
图表 19	铝型材市场空间预测	13
图表 20	募投项目产品	14
图表 21	高铁累计通车里程	14
图表 22	城际累计通车里程	14
图表 23	郑州中车四方公司股权结构	15
图表 24	明泰铝业收入成本预测	16
图表 25	可比公司估值水平列表	17

一、传统铝板带箔业内领先，行业转型公司顺势而为

（一）公司主营铝板带箔，在行业内具有领先优势

铝加工行业按加工工艺和成型方法分类，可以分为变形铝加工行业和铸造加工行业。变形铝加工包括挤压材和平轧材，挤压材主要指铝型材以及极少部分的管材、棒材等，平轧材主要包括板、带、箔等。铸造加工主要为铸造材，包括各类铸造件等。

图表 1 铝加工行业分类及公司所处的细分行业



资料来源：华创证券

公司作为老牌铝加工企业，传统主业平轧材（铝板带箔）行业领先。公司自设立以来一直专注于平轧材（铝板带箔）的产销业务。铝板带箔，可细分为印刷铝版基、合金板、复合铝板带箔、电子箔、包装箔、其他板带箔材等，广泛用于印刷制版、电子家电、电力设施、建筑装饰、交通运输、食品和医药包装、汽车制造等领域。

近年来，公司产销量始终居行业前列，是国内铝加工行业尤其是铝板带箔子行业的领先企业。公司 2006 年就跻身世界铝板带箔生产企业第 23 位，国内第 3 位，2015 年公司实际产销量达到 44 余万吨。这主要有赖于，公司积累的大量生产和销售经验和地缘优势。河南省铝资源丰富，同时政府也重点扶持铝工业。

图表 2 公司传统主业的核心竞争力分析

序号	核心竞争力	介绍
1	政府政策支持	公司所在的河南省，铝资源丰富，多年来一直是全国铝锭产量较高的省份之一，也是我国电解铝的生产大省。铝工业为河南省的重点支柱产业，也是政府重点扶持的产业，拥有良好的政策环境。
2	原材料和产业集聚效应带来的生产成本优势	公司的主要原材料是铝锭，在公司 200 公里范围内，铝锭供应商更是在 10 家以上，优越的地理位置减少了铝锭采购的运输费用，河南省发展铝工业的天然优势以及产业集聚效应为公司带来了明显的成本优势。

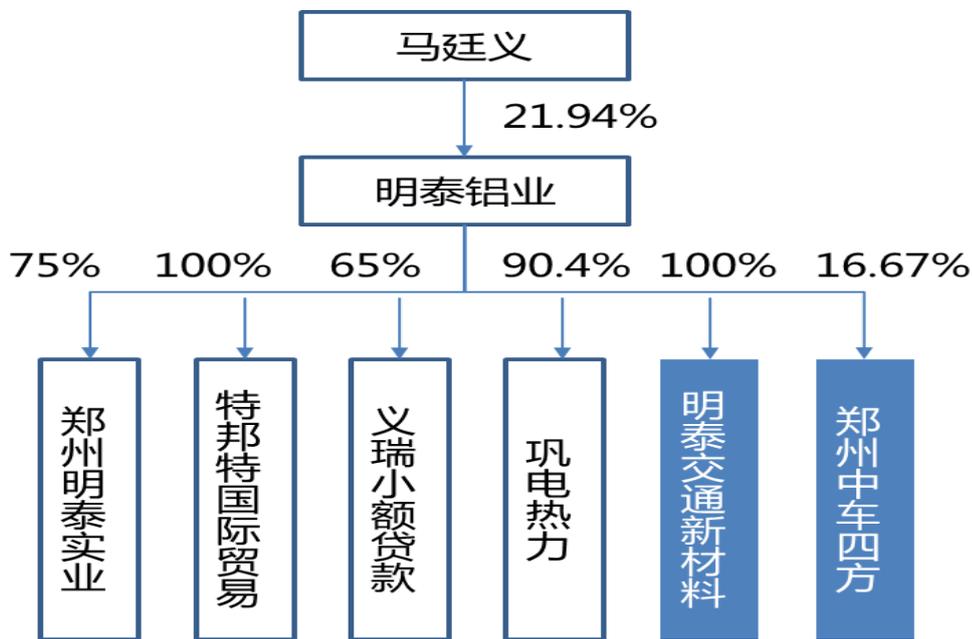
序号	核心竞争力	介绍
3	丰富的生产经验和技術优势	公司从事铝板带箔加工已有十多年的历史，拥有一批高素质、高技能的员工队伍，积累了丰富的专业生产经验及研发和生产技术优势，为公司参与市场竞争提供了强有力的保障。

资料来源：公司公告，华创证券

公司目前总股本为 4.8 亿股，公司实际控制人为第一大股东马廷义，持股数量 1.06 亿股，占总股本比例 21.94%。

公司主要子公司有郑州明泰实业、特邦特国际贸易、义瑞小额贷款、巩电热力和明泰交通新材料五家，还有一家联营公司郑州中车四方。

图表 3 公司股权结构及子公司示意图



资料来源：公司年报，华创证券

郑州明泰实业是所有子公司中净利润贡献的“顶梁柱”。郑州明泰实业主营铝制品的生产和销售，是公司主营业务的实施主体，也是公司目前净利润的主要贡献者。

明泰交通新材料主营业务为交通用铝材加工。目前，公司正积极转型高端铝材制造商，进军交通用铝材市场。公司为实现转型成立了明泰交通新材料子公司。

公司投资设立了郑州中车四方，占其 16.67% 的股权。郑州中车四方主营业务是轨道交通车辆生产与制造，轨道交通车辆及高速动车组的检修等。

图表 4 公司主要子公司及其主营方向



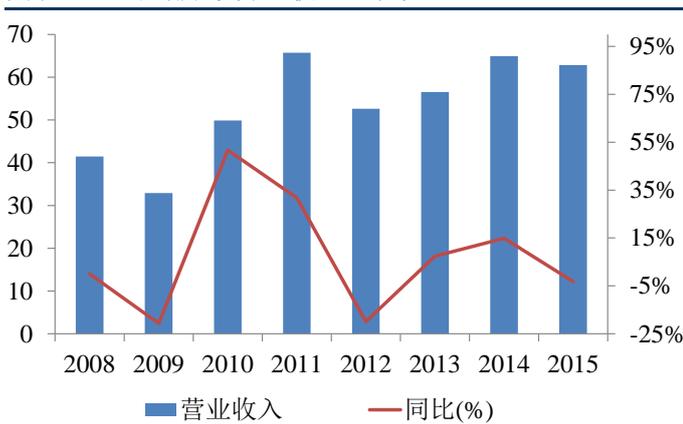
资料来源：华创证券

(二) 低端铝产能过剩产业转型是方向，公司顺势而为

国内铝材产量不断增长，低端铝加工业产能过剩市场饱和。2015年，我国铝材生产量达5236万吨年，过去五年复合增长率高达18%。目前低端铝加工材生产能力过剩，产品同质化明显，市场处于饱和，竞争异常激烈，利润空间不断减小。

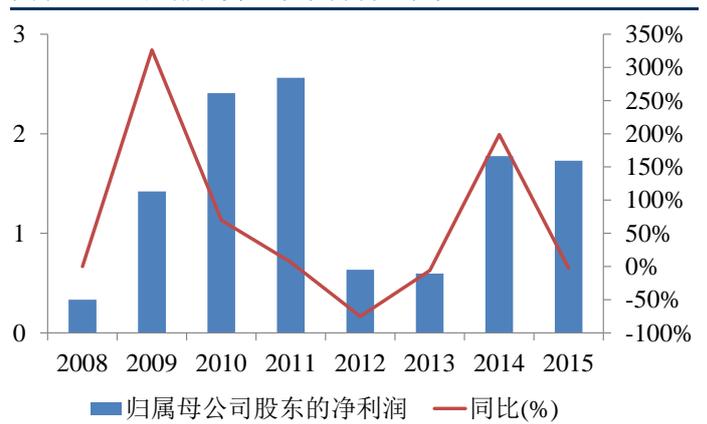
受行业影响，公司传统主业平轧材业务增长放缓。公司传统主业主要是低端平轧材板带箔的生产和销售，自11年以来，公司营收增速明显放缓，并且12年和15年出现了较大的下滑。净利润也出现明显回落，没有再回到过顶峰时期的水平。

图表 5 公司历年营业收入（亿元）



资料来源：wind，华创证券

图表 6 公司历年归母净利润（亿元）



资料来源：wind，华创证券

而端铝加工材如航天铝板、汽车铝板等产品基本依赖进口，价格昂贵，产能结构和市场需求存在错位，整个行业面临转型与升级转变。很多铝加工公司，包括南山铝业、云铝股份以及利源精制，目前都在积极寻求转型高端铝材制造商。公司也顺应行业发展趋势积极向高端铝加工业转型，先后定增了高精度交通用铝材、交通用铝型材和车用铝合金板三个项。

二、两次定增高精度交通用铝材项目，坚定转型高端铝加工制造商

（一）高端铝板材供给缺口大，公司项目已开始投产

1、高端铝板材供给缺口大，预计至少需要 300 万吨

国内高端铝加工业有较大供给缺口，其中高端铝板带材进口量持续增加。高端铝加工材主要应用于交通用铝板材、航天用铝板等领域。相比于低端铝加工材产能过剩，高端铝加工材由于资金和技术等原因，国内高端铝加工材的制造商稀少，生产能力不足，品种规格偏少，满足不了国内市场需要。我国每年仍需进口高端铝板带且数量不断增加，高端铝板带净进口量从 2003 年的 33 万吨到 2015 年的 155 万吨。

根据对高端铝板带项目各产品细分市场空间预测，预计到 2020 年国内高精度铝板带材消费量至少需要 300 万吨。其中交通用铝板材是高端铝加工业的一块“黑土地”。交通用铝板材包括车厢箱体铝板、轿车车身内外板，铁道货车用铝板等产品。我国交通运输用铝板带相对比例与发达国家相比较低，北美铝板带消费中包装交通占比达 58%，而我国仅占 20% 左右，轨道交通、汽车、船舶等运输领域用铝材的消费未来可能出现爆发性增长。

图表 7 细分行业市场空间预测

产品	应用领域	市场空间
铝板材	集装箱板	1TEU 铝板材耗用量 200kg 左右，2012 年铝制集装箱产量在 30 万 TEU 左右，铝板材耗量 6 万吨左右。随着国际物流业集装箱化程度的不断提高，铝板材的需求量将越来越大，预计年均增长率 10% 左右， 2020 年铝制集装箱铝板材耗量 13 万吨左右 ；
	车厢箱体板	我国目前汽车铝化率较低，汽车的平均用铝量仅相当于发达国家的 2/3 左右，特别是厢式汽车的用铝量比发达国家低的多，美国 95% 以上的厢式汽车的箱体已铝材化，而国内厢式货车铝化率仅 20% 左右。可见我国汽车铝材化率有很大的发展潜力。 目前这部分需求应在 2 万吨以上。
铝卷带材	汽车板用热轧卷材	中国目前用于制造乘用车的车门、行李舱门、车身的铝板带材使用量约 4 万吨左右，若未来 5 年内国内铝板带材在汽车车身上的平均用量达到 10kg/辆，中国汽车车身用铝板带材年用量将达到 20 万吨左右，按 80% 成品率计算， 热轧卷需求 25 万吨左右。
	罐盖用热轧卷材	目前国内易拉罐总生产能力在 200 亿只/年以上，易拉铝盖生产能力超过 500 亿只/年，每年消耗涂层铝罐盖料约 15~16 万吨。预测 2020 年涂层铝罐盖料需求量将达到 30 万吨以上，按 80% 成品率计算， 热轧卷需求 38 万吨左右。
	建筑用带材	铝合金板带在建筑行业用量较大，2012 年我国建筑装饰用铝板带材消费量在 100 万吨以上， 预计 2020 年建筑装饰用铝板带需求在 180 万吨以上。
中厚板	航空工业	未来 20 年中国对新飞机的需求将接近 4000 架，“支线飞机+干线飞机+大型运输机”市场容量约 7000 亿元， 未来我国飞机制造业市场发展空间巨大，预计到 2020 年中国需求量在 100 万吨左右。
	船舶工业	用于制作船底外板、甲板、舷墙等主要部件，目前年用量在 10 万吨左右。我国现已成为世界第三贸易大国和第二造船大国，未来增长点主要是大型船舶、军用舰船领域。 预计到 2020 年中国需求量在 25 万吨左右。
	铁路运输	我国现有 65 万节货车车厢，若其中 20% 以铝代钢，需要约 25 万吨以上铝合金板材，市场潜力十分巨大， 考虑到车厢增长率预计 2020 年需要约 150 万吨以上铝合金板材。

资料来源：华创证券

2、公司定增高精度交通用铝材项目，转型高端铝加工制造商

基于交通用铝板材市场空间巨大，公司于 2014 年 7 月将原本募投的“铝板带箔生产线技术改造项目”变更为“高精度交通用铝板带项目”。项目主要选择发展前景看好、国家鼓励发展的 6 系汽车铝合金板、2 系铝合金、7 系列铝合金产品等。公司拟投入 6.46 亿元，今年上半年已经达产。项目达产后年产品产量达 20 万吨，投资财务内部收益率 18.6%，生产期平均不含税营业收入为 28.21 亿元，投资回收期约为 6.7 年。

公司变更后的首发募集资金投资项目“高精度交通用铝板带项目”已逐步投产，今年上半年已经开始贡献利润，预计公司今年业绩将会受益于该项目的放量。

图表 8 高精度交通用铝板带项目产品

产品	产能	细分产品	产能	产能合计
中厚板	5 万吨	铁道货车用铝板	1.3 万吨	20 万吨
		槽罐料	1.1 万吨	
		合金板	2.6 万吨	
热轧卷	10 万吨	合金带材用热轧卷	4 万吨	
		轿车车身内板用热轧卷	2 万吨	
		轿车车身外板用热轧卷	1 万吨	
		罐盖料用热轧卷	3 万吨	
冷轧带	2.5 万吨	装饰带材	2.5 万吨	
冷轧板	2.5 万吨	集装箱用铝板	2 万吨	
		车厢厢体用铝板	2.5 万吨	

资料来源：华创证券

（二）汽车轻量化需求日益显著，推动车用铝合金材快速发展

1、减能节排促汽车用铝合金板材发展，预计 2020 年市场需求将近 500 万吨

为防止全球气候变暖导致环境恶化，各国政府与组织频频采取措施控制温室气体排放。汽车尾气是温室气体的主要来源，人们对于汽车节能减排的要求与日俱增。各国政府除了推动汽车节能技术的发展，还相继推出到 2015-2025 年间每五年需达到的乘用车燃料消耗量指标，要求届时汽车生产商生产的汽车平均燃料消耗量必须达到指标。我国也推出了相关规定和指标，工信部和汽标委共同发布的乘用车燃料消耗量第三、第四阶段标准中规定，到 2015 年我国乘用车平均燃料消耗量要降低至 6.9L/100km，2020 年我国乘用车平均燃料消耗量要求降至 5.0L/(100km)。

图表 9 各国政府对乘用车燃油消耗标准的规定

年份	2015 年	2020 年	2025 年
国际单位	L/100km	L/100km	L/100km
欧盟	4.5	3.8	3.0
美国	7.6	6.0	4.5
日本	5.5	4.9	4.9
中国	6.9	5.0	——

资料来源：工信部，华创证券

汽车轻量化成为节能减排的重要手段，铝合金是首选材料。要实现汽车节能减排，在减少车辆油耗方面，短时间内很难有技术上的突破。研究表明，若汽车整车重量降低 10%，燃油效率可提高 6%-8%；而车身重量每减少 100kg，燃料消耗量可减少 0.3-0.6L/100km，效果十分显著。因此汽车轻量化成为节能减排的重要手段，全球汽车制造业为降低油耗纷纷追求汽车轻量化，而铝合金是汽车轻量化的首选材料。国外汽车自身质量同过去相比，已减轻 20%-26%。预计在未来的 10 年内，轿车自身的重量还将继续减轻 20%。我国要在 2020 年实现乘用车平均燃料消耗量低至 5.0L/(100km)，要求平均每年需降低 0.6L/km，年均降幅需达 9.8%，未来对铝合金材的需求将非常大。

同时我国也出台了一系列政策以推进汽车轻量化的进程来实现降低油耗达到节能减排的目的。

图表 10 我国汽车轻量化相关政策

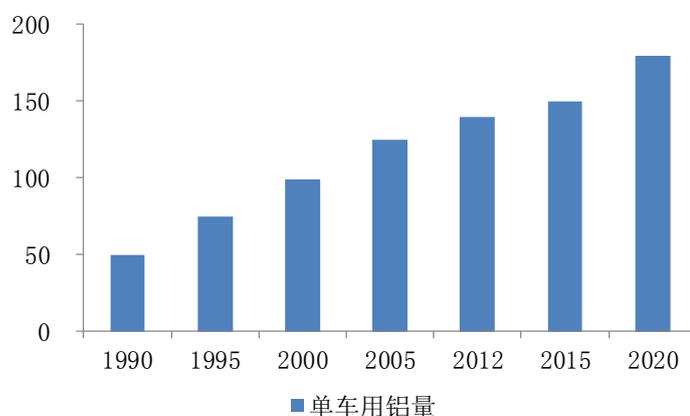
时间	相关政策
2013 年 2 月	国家发改委颁布实施修改后的《产业结构调整指导目录（2011 年本）（修正）》，把交通运输、高端制造及其他领域有色金属新材料生产，及汽车行业用轻量化铝镁合金材料列为鼓励类项目。
2014 年 10 月	国家发改委、财政部、工信部颁布实施的《关键材料升级换代工程实施方案》提出“支持高品质铝合金汽车板产业化”。
2015 年 5 月	，国务院发布的《中国制造 2025》提出“掌握汽车低碳化、轻量化材料、智能控制等核心技术的工程化和产业化能力，形成从关键零部件到整车的完整工业体系和创新体系，推动自主品牌节能与新能源汽车同国际先进水平接轨。”
2016 年 6 月	国务院办公厅发布的《国务院办公厅关于营造良好市场环境促进有色金属工业调结构促转型增效益的指导意见》（国办发[2016]42 号）提出“着力发展乘用车铝合金板”。

资料来源：公司公告，华创证券

预计中国到 2020 年单车铝合金使用量将达 160kg。根据欧洲铝业协会与 Ducker Worldwide 的统计，欧洲汽车市场中自 1990 年到 2012 年，单车铝合金的使用量从 50kg 增长到了 140kg，到 2020 年单车铝合金使用量将达到 180kg。其中，高端汽车中的 A8、捷豹 XJ 和路虎等品牌的单车用铝量已经达到 500kg。根据中铝研究，2014 年中国汽车单车平均用铝量达到 92kg，与国外相比差距仍然显著，预计到 2020 年可达 160kg，差距逐步缩小。这预示着未来几年中国车用铝合金市场将快速发展。

假设中国汽车产量未来 5 年增速平稳在 6% 左右，那么到 2020 年将达到 2800 万辆左右，单车平均用铝量 160kg，那么铝的总需求量将达到 477 万吨（这仅计算了乘用车部分，没有考虑商用车等其他车种）。

图表 11 欧洲汽车单车用铝量变化（单位 kg）



资料来源：Ducker Worldwide，华创证券

图表 12 中国乘用车销量



资料来源：wind，华创证券

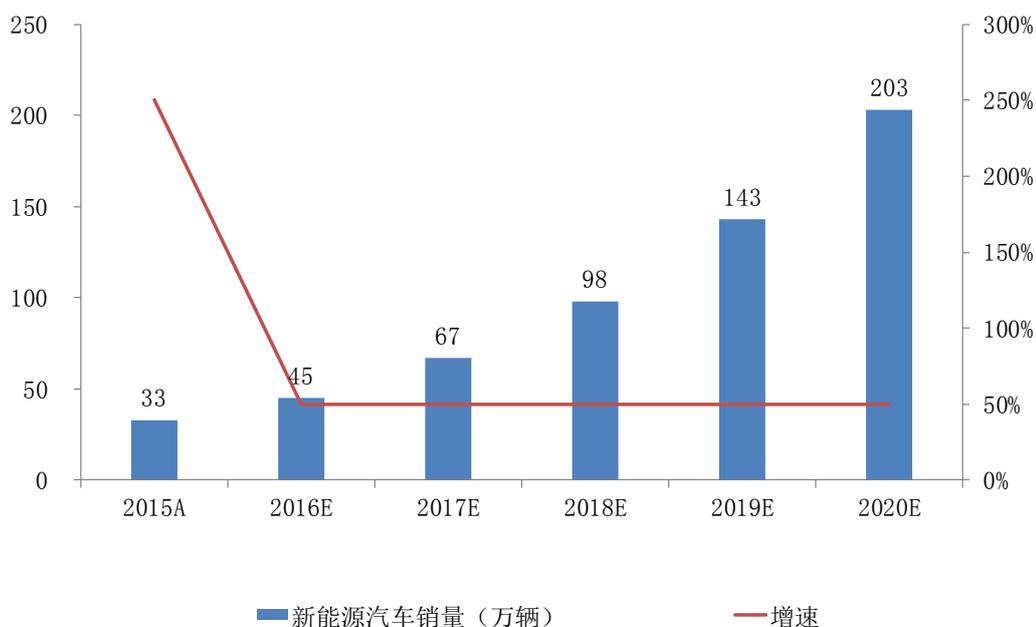
2、新能源汽车高速发展加大对汽车用铝合金板材需求，预计 2020 年需求将超过 100 万吨

新能源汽车由于续航问题，对轻量化的需求更加迫切。目前新能源电动车发展的最大瓶颈在于续航里程不够，无法满足远距离行驶的要求，而减轻车身重量可以大大减少能源消耗从而提高续航里程。因此从新能源汽车对铝合金材替代钢材的需求更加迫切。

我国大力支持新能源汽车的发展。根据工信部的数据显示，2015 年新能源汽车生产 34.0 万辆，销售 33.1 万辆，同比分别增长 3.3 倍和 3.4 倍。其中纯电动汽车产销分别完成 25.5 万辆和 24.7 万辆，同比分别增长 4.2 倍和 4.5 倍；插电式混合动力汽车产销分别完成 8.6 万辆和 8.4 万辆，同比增长 1.9 倍和 1.8 倍。2016 年上半年，新能源汽车的产销为 17.7 万辆和 17.0 万辆，比上年同期分别增长 125.0%和 126.9%。环境压力和政策支持等因素刺激着新能源汽车产业持续快速发展，产销也将持续放量，行业将迎来发展高峰期，预计 2020 年产量达到 203 万辆，年均复合增长率 50%。高速发展的新能源汽车将带来对铝合金材更大的需求。

2015 年新能源汽车销量约 33 万辆，预计到 2020 年新能源汽车年销量达到 200 万辆。假设新能源汽车平均单车用铝量达到 250kg，则对铝合金需求量大概为 100 万吨。

图表 13 新能源汽车有望实现 50%的复合增长率



资料来源：华创证券

3、募资用于车用铝合金板项目，预计实现净利润 1.4 亿元

节能减排和新能源汽车的高速发展都加大了对汽车用铝合金板材的需求，预计 2020 年两者分别产生 500 万吨和 100 万吨的市场需求。按汽车用铝合金市场均价 17920 元/吨来算，未来汽车用铝合金市场空间达 1075 亿。基于庞大的市场空间，公司募集资金用于“年产 12.5 万吨车用铝合金板项目”，项目的产品为轿车车身用铝合金带材。目前市场需求量较大，对生产技术有较高要求，项目规划产能为 12.5 万吨，其中轿车车身用铝合金外板 8 万吨，内板为 4.5 万吨，建设期为 2 年，项目达产后，预计实现收入 22.4 亿元，实现净利润 1.4 亿元。

图表 14 车用铝合金板项目产品方案

序号	产品名称	合金牌号及产品状态	规格范围 mm	年产量 t
	冷轧带材	1系-8系 T、H、O	0.2-4.0X1000-2250	
1	轿车车身外板用铝合金带材	6016-T61		80000
2	轿车车身内板用铝合金冷轧卷	5754-H18		45000
	合计			125000

资料来源：华创证券

三、与南车四方合作，进军轨交领域

（一）与南车四方合作布局轨交铝型材，未来市场获充分保障

1、轨交快速发展，预计到 2020 年轨交铝型材市场空间达 100 万吨

铝质车体是高速列车、城市轨交列车车体的主流。近年来随着中国经济快速发展，我国高速铁路建设步入高速增长期，同时各地纷纷开始筹建本地区的轨道交通，国内轨道交通客运专线和各大城市的城市轨道交通建设开始进入快速稳定的发展阶段。目前中国城市轨道交通、高速列车（包括动车、高铁）主要采用铝合金车体。截至 2015 年底，国内动车组保有量达 2206 标列，其中 86% 以上的车体采用铝制材料，铝制车体将成为未来轨道车辆车体主要配置选择。

高速客运列车预计到 2020 年净需铝型材约 31 万吨。铁路“十二五”尾声 2015 年铁路投资 8238 亿元超预期，15 年新增新线 9000 余公里。“十二五”期间，铁路固定资产投资完成 3.58 万亿元，新线投产 3.05 万公里，铁路运营里程 12 万公里，高铁营业里程 1.9 万公里。15 年目标以及“十二五”规划均全面完成。我们预计，到 2020 年，高铁通车里程将达到 3 万公里，现有高铁通车里程 1.9 万公里，新增 1.1 万公里。根据我们轨交数据库对现有规划中线路的统计，“十三五”期间快速铁路（包含高速铁路和城际铁路）新增通车里程有望接近 2 万公里。据此，预计到 2020 年，国内客运专线约需高速列车 28000 辆，每辆车约需铝型材 11t，净需铝型材约 31 万吨。

高速货运列车预计到 2020 年净需铝型材约 18 万吨。中国自主研发的货运拉煤车 C80 型铝合金运煤敞车主要运行在大秦铁路，目前共需要约 1.5 万多辆，还有神黄铁路、侯月铁路等几条运煤专线，预计全部换做铝合金车体约需要 4 万辆，需铝型材 18 万吨。

图表 15 快速铁路累计通车里程及增速


资料来源：华创证券

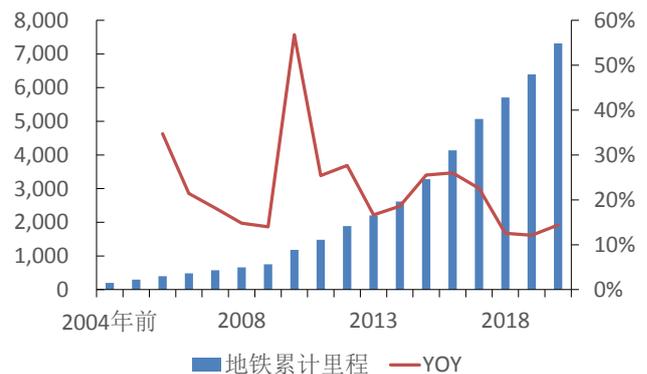
图表 16 高速货运列车累计通车里程预计及增速


资料来源：华创证券

城轨列车预计到 2020 年净需铝型材约 51 万吨。我国城市轨道交通建设非常迅速，仅用 20 年的时间，地铁里程就已经排名世界第一位。截至 2014 年底，我国已经累计城市轨道交通 3000 余公里。2000-2005 年，我国城轨通车里程每年新增约 80 公里；2006-2010 年，每年新增约 180 公里；2011 年新增 283 公里；2012 年新增 321 公里；2013 年新增 525 公里；预计“十三五”期间每年通车里程将达到 500-800 公里。据此，我们判断到 2020 年城轨车辆相比目前将增加 64000 辆，每辆车约需铝型材 8t，铝型材约需 51 万吨。

图表 17 全国地铁年新增通车里程


资料来源：华创证券

图表 18 全国地铁累计通车里程


资料来源：华创证券

综上所述，预计到 2020 年高速客运、货运列车以及城市轨交列车净需铝型材约 100 万吨。

图表 19 铝型材市场空间预测

领域	所需车体 (万辆)	铝型材市场空间 (万吨)
快速铁路	2.8	31
城市轨道交通	6.4	51
货运列车	4	18
合计		100

资料来源：华创证券

2、定增交通用铝型材项目布局轨交，与南车合作产品有市场保障

定增 2 万吨铝型材项目，积极向轨道车辆领域拓展。近年来，随着我国高铁系统的建设和城市轨道交通系统的发展，轨道客车领域展现出广阔的市场前景。铝合金车体在轨道车辆领域得到了广泛的应用，铝型材和铝板材成为轨道车辆车体的主体材料，该领域对产品的技术要求高，设备投入大，产品的附加值较高，是铝加工行业重点的发展方向，也是铝加工行业工业增加值最高的市场之一。公司作为铝加工行业骨干企业之一，也在积极向轨道车辆领域拓展，进而实现覆盖全方位的铝加工产品，延长产业链。2015 年，公司非公开发行股票募集资金 7.5 亿元，总共投资 8.29 亿元用于“年产两万吨交通用铝型材项目”的建设。项目建设期两年，达产后实现 2 万吨铝型材产量，年均净利润为 1.88 亿元，总投资收益率为 30.3%，投资回收期为 6.1 年。

与南车合作，产品有市场保障。公司与南车青岛四方机车车辆建立了战略合作关系，南车四方将为公司提供技术支持合作，南车承诺将公司培育成为南车郑州基地的车用零件主要供应商，公司铝型材需求具有充分的市场保障。

图表 20 募投项目产品

产品	产能	产能合计	资金投入
车体大部件	400 辆（共 4000 吨）	2 万吨	7.23 亿元
轨道交通型材	5000 吨		
散热器型材	3000 吨		
交通运输型材	3000 吨		
建筑模板型材	2000 吨		
挤压棒材	2000 吨		
挤制无缝管材	1000 吨		

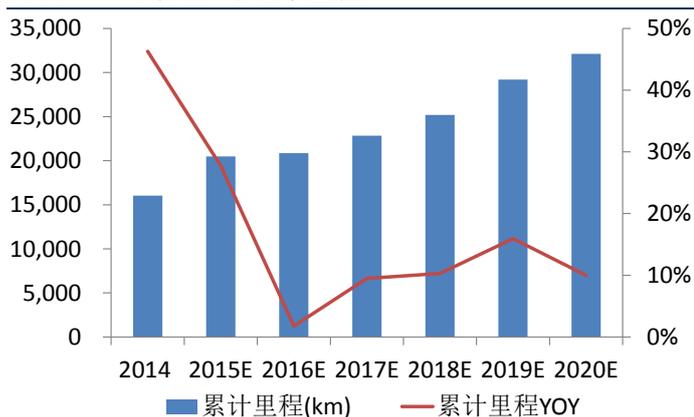
资料来源：华创证券

（二）合资成立郑州中车四方，深入轨交维修后市场

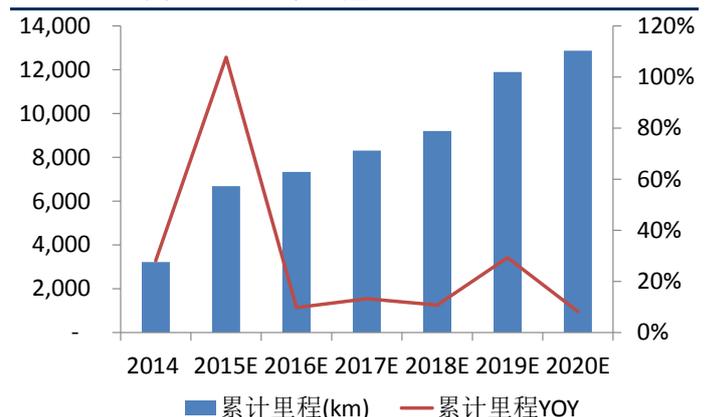
1、轨交维修后市场空间广阔

广义轨交后市场是指轨道交通车辆从售出以后，围绕轨交车辆使用过程中，所需的各种服务。具体来看轨交后市场可以分为 2 大类：轨交车辆维修与配件，轨交运营安全、维护。

“十三五”期间，由于动车和城规地铁车辆庞大的保有量，后市场空间巨大。按照现在的高铁在建和规划情况，“十三五”期间我国轨道交通仍将处于高速建设阶段，高铁通车总里程达 6318 公里，车辆投资总额达 8592 亿元，对运营安全与维护系统化解解决方案和数据服务的需求大量增加。2006 年至 2011 年，城市轨道交通累计投产车辆段 35 个，对检修系统及设备的累计投入约为 38.50 亿元，每个车辆段耗资在 1.1 亿元左右。预计 2016-2020 年，年均均有 15 条城市轨道交通线路建成通车，按每条线路建设一个车辆段计算，对应的年均运营安全、维护需求规模约为 17 亿元。

图表 21 高铁累计通车里程


资料来源：华创证券

图表 22 城际累计通车里程


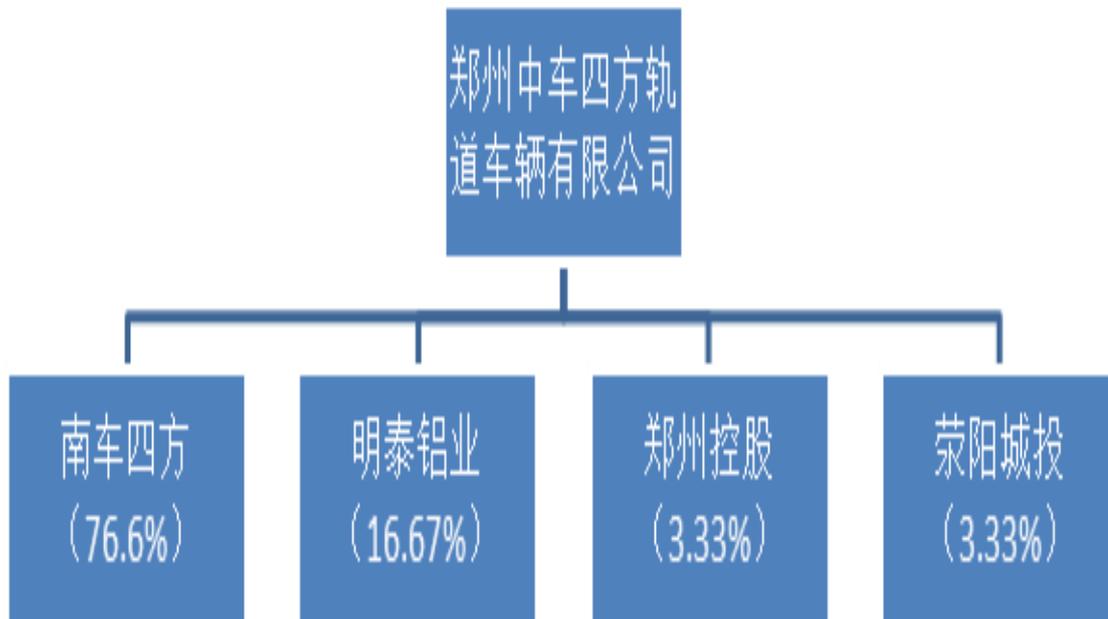
资料来源：华创证券

2、投资成立郑州中车四方，拓展轨交业务领域

公司于 2014 年 4 月与南车青岛四方机车车辆股份有限公司、郑州投资控股有限公司、荥阳市城市投资开发有限责任公司签署了《郑州南车轨道交通装备有限公司合资合同》，公司拟以货币出资人民币 1 亿元，与另外三者共同出资设立郑州南车轨道交通装备有限公司（现已更名为郑州中车四方轨道车辆有限公司）。本次投资由南车四方股份公司主导发起，本公司作为第二大股东参股，持有其 16.67% 的股权。

合资公司主要业务包括：轨道交通车辆生产制造和检修服务业务；高速动车组检修服务业务；轨道交通项目总包、机电总包业务；轨道交通装备相关其他产业：技术服务、售后服务、配件销售等业务。公司的这一布局将很好的切入轨交后市场，未来有望持续享受投资收益。

图表 23 郑州中车四方公司股权结构



资料来源：华创证券

四、盈利预测与估值

产能提高是公司业绩增长的重要动力。公司未来业绩增长的主要动力来自于：

1、20万吨高精度交通用铝板带项目投产。20万吨高精度交通用铝板带项目生产线已与2015年7月开始试生产，考虑到设备调试和下游市场开发的时间，我们认为产能将逐渐释放，2015-2017年的预计销量分别为5、10、20万吨。

2、年产2万吨交通用铝型材项目投产。年产2万吨交通用铝型材项目对应的是年产400套轨交车体，产线将于2016年底建成，我们认为这部分产能将从2017年开始逐渐释放，预计2017年可以销售150节高铁车厢大车体和100节地铁车厢大车体。

3、年产12.5万吨车用铝合金板项目投产。项目规划产能为12.5万吨，其中轿车车身用铝合金外板8万吨，内板为4.5万吨。建设期为2年，预计到2017年项目建成，2020年能达产。项目达产后，预计实现收入22.4亿元，实现净利润1.4亿元。

总的来说，2015-2018年公司的产能将从原先的年产40万吨铝板材逐步提高到年产近64万吨铝板材+2万吨铝型材。到2020年，年产12.5万吨车用铝合金板项目达产，公司产能年产近72.5万吨铝板材+2万吨铝型材。

公司主要产品价格预测：

- 根据公司 2015 年年报，公司传统铝产品价格均值约为 13513 元/吨。但随着传统铝加工行业产能过剩，竞争日益剧烈，且过去三年传统铝产品价格不断下降，我们认为 2016-2018 年传统铝产品价格仍呈下降趋势。预计 2016-2018 年，公司传统铝产品价格为 12000 元/吨，11000 元/吨，10000 元/吨。
- 根据公司 2015 年年报，高精度铝合金板带均价约为 17920 元/吨，高于传统铝产品价格。由于高精度铝合金板带市场需求较大而供给不足，未来仍有较大发展空间，我们预测其价格在 2016-2018 年可以维持 17920 元/吨。
- 汽车铝合金板带是高精度铝合金板带的一种类型，因此我们按高精度铝合金板带 17920 元/吨的均价作为汽车铝合金板带的预测价格。
- 轨交铝型材目前仍是新兴市场，随着国内轨交高速发展，未来市场空间巨大。根据国内外相关资料，按照每节车厢为单位，我们预计轨交铝型材价格为 100-120 万/节。
- 我们预计公司电业务未来仍保持平稳。2015 年公司电收入 0.2 亿元，2016 年上半年公司电业务收入达到 0.18 亿元，同比增长 83%，预计 2016 年电业务收入可达 0.4 亿元。未来公司转型高端铝材制造商，电业务并非公司主要发展方向，因此我们预测未来电业务收入维持 0.4 亿元/年。

基于公司传统主业上三大定增项目带来的增长，给予公司 2016-2018 年收入成本预测如下：

图表 24 明泰铝业收入成本预测

核心假设	2015A	2016E	2017E	2018E
传统铝产品价格（元/吨）	13513	12000	11000	10000
传统铝产品销量（万吨）	40	42	40	38
收入（亿元）	54.05	50.40	44.00	38.00
成本（亿元）	50.27	46.37	40.48	34.20
毛利率	7.00%	8.00%	8.00%	10.00%
汽车铝合金（元/吨）				17920
高精度铝板带价格(元/吨)	17920	17920	17920	17920
高精度铝板带(万吨)	5	10	18	20
收入（亿元）	8.96	17.92	32.26	35.84
成本（亿元）	7.53	15.05	27.10	30.11
毛利率	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%
汽车铝合金（元/吨）	17920	17920	17920	17920
汽车铝合金（万吨）				6
收入（亿元）				10.75
成本（亿元）				9.03
毛利率				16.00%
轨交铝型材价格（万元/节）			104	120
轨交铝型材销量				
高铁车厢销量（节）			150	170
地铁车厢销量（节）			100	120
收入（亿元）			2.6	3

核心假设	2015A	2016E	2017E	2018E
成本（亿元）			1.95	2.25
电				
收入（亿元）	0.20	0.4	0.4	0.4
成本（亿元）	0.10	0.24	0.24	0.24
毛利率	48%	40%	40%	40%
总收入	63.0	68.3	78.9	87.6
总成本	58.47	61.4	69.5	75.6
综合毛利率	8.28%	10.10%	11.83%	13.71%

资料来源：华创证券

中国铝业作为中国最大的原铝生产商，是铝加工企业的下游企业，2016年 PE 预测值为 235。主要原因是 2016 年铝原料价格下降，公司目前估值过高。除去中国铝业，铝加工企业平均 PE 值为 27。

图表 25 可比公司估值水平列表

股票代码	股票简称	PE (2016)
600219.SH	南山铝业	24
000807.SZ	云铝股份	24
002501.SZ	利源精制	20
002160.SZ	常铝股份	39
601600.SH	中国铝业	235

资料来源：wind，华创证券

预计 2016-2018 明泰铝业实现净利润 2.74 亿、4.18 亿、4.92 亿，对应 EPS 为 0.57、0.87、1.02，对应 PE 为 29X、19X、16X，给予推荐评级。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2015E	2016E	2017E	2018E
货币资金	681	1,236	1,503	1,766
应收票据	325	407	367	366
应收账款	246	318	370	386
预付账款	409	359	499	503
存货	892	932	1,071	1,153
其他流动资产	1,064	624	750	813
流动资产合计	3,617	3,876	4,560	4,986
其他长期投资	105	37	49	64
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,247	1,297	1,401	1,537
在建工程	263	220	240	241
无形资产	70	78	76	75
其他非流动资产	268	234	251	251
非流动资产合计	1,954	1,866	2,016	2,167
资产合计	5,570	5,742	6,576	7,154
短期借款	230	272	263	255
应付票据	1,027	899	1,149	1,025
应付账款	214	193	236	256
预收款项	54	45	59	66
其他应付款	153	102	119	125
一年内到期的非流动负债	1	1	1	1
其他流动负债	89	87	99	92
流动负债合计	1,768	1,599	1,925	1,819
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	13	11	11	12
非流动负债合计	13	11	11	12
负债合计	1,781	1,610	1,936	1,831
归属母公司所有者权益	3,609	3,883	4,301	4,793
少数股东权益	180	249	339	530
所有者权益合计	3,789	4,132	4,640	5,323
负债和股东权益	5,570	5,742	6,576	7,154

现金流量表

单位：百万元	2015E	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	-345	604	613	616
现金收益	274	528	705	887
存货影响	70	-40	-138	-82
经营性应收影响	271	-118	-166	-31
经营性应付影响	-430	-209	324	-91
其他影响	-529	442	-111	-66
投资活动现金流	-508	-88	-338	-346
资本支出	-413	-207	-330	-351
股权投资	22	17	21	20
其他长期资产变化	-117	102	-29	-15
融资活动现金流	658	39	-9	-7
借款增加	-56	42	-9	-8
财务费用	48	0	0	0
股东融资	661	0	0	0
其他长期负债变化	5	-2	0	1

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	6,282	6,847	7,874	8,740
营业成本	5,847	6,162	6,929	7,542
营业税金及附加	6	7	8	9
销售费用	123	125	151	166
管理费用	128	119	143	163
财务费用	-48	0	0	0
资产减值损失	10	14	13	12
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	22	17	21	20
营业利润	238	438	651	869
营业外收入	5	5	5	5
营业外支出	1	2	2	2
利润总额	242	442	654	872
所得税	49	99	146	189
净利润	193	343	508	683
少数股东损益	20	69	90	191
归属母公司净利润	173	274	418	492
NOPLAT	138	337	499	674
EPS(摊薄)(元)	0.36	0.57	0.87	1.02

主要财务比率

	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入增长率	-3.2%	9.0%	15.0%	11.0%
EBIT 增长率	-18.5%	143.6%	48.1%	33.9%
归母净利润增长率	-2.5%	58.5%	52.4%	17.7%
获利能力				
毛利率	6.9%	10.0%	12.0%	13.7%
净利率	3.1%	5.0%	6.4%	7.8%
ROE	4.8%	7.1%	9.7%	10.3%
ROIC	3.8%	8.1%	10.8%	12.8%
偿债能力				
资产负债率	32.0%	28.0%	29.4%	25.6%
债务权益比	6.4%	6.9%	5.9%	5.0%
流动比率	204.6%	242.4%	236.8%	274.1%
速动比率	154.1%	184.1%	181.2%	210.7%
营运能力				
总资产周转率	1.1	1.2	1.2	1.2
应收帐款周转天数	14	17	17	16
应付帐款周转天数	13	11	12	12
存货周转天数	55	54	56	55
每股指标(元)				
每股收益	0.36	0.57	0.87	1.02
每股经营现金流	-0.71	1.25	1.27	1.28
每股净资产	7.48	8.04	8.91	9.93
估值比率				
P/E	46	29	19	16
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	25	13	10	8

机械组分析师介绍

华创证券首席分析师：李佳

伯明翰大学经济学硕士。2014 年加入华创证券研究所。2012 年新财富最佳分析师第六名，水晶球卖方分析师第五名，金牛分析师第五名，2013 年新财富最佳分析师第四名，水晶球卖方分析师第三名，金牛分析师第三名。

华创证券分析师：鲁佩

伦敦政治经济学院经济学硕士。2014 年加入华创证券研究所。

华创证券助理分析师：赵志铭

瑞典哥德堡大学交通管理学硕士。2015 年加入华创证券研究所。

华创证券助理分析师：娄湘虹

上海交通大学工学硕士。2016 年加入华创证券研究所。

华创证券助理分析师：胡刚

复旦大学工学硕士。2016 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	崔文涛	销售副总监	010-66500827	cuiwentao@hcyjs.com
	翁波	销售经理	010-66500810	wengbo@hcyjs.com
	温雪姣	销售经理	010-66500852	wenxuejiao@hcyjs.com
	黄旭东	销售助理	010-66500801	huangxudong@hcyjs.com
	郭赛赛	销售助理	010-63214683	guosaisai@hcyjs.com
	杜飞	销售助理	010-66500827	dufei@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	郭佳	高级销售经理	0755-82871425	guojia@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	陈艺珺	销售助理	0755-83024576	chenyijun@hcyjs.com
	罗颖茵	销售经理	0755 83479862	luoyingyin@hcyjs.com
上海机构销售部	简佳	销售副总监	021-20572586	jianjia@hcyjs.com
	李茵茵	高级销售经理	021-20572582	liyinyin@hcyjs.com
	杜婵媛	高级销售经理	021-20572583	duchanyuan@hcyjs.com
	沈晓瑜	高级销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	范婕	销售助理	021-20572587	fanjie@hcyjs.com
	张敏敏	销售助理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
非公募业务发展部	石露	副总监	021-20572595	shilu@hcyjs.com
	陈红宇	销售经理	021-20572593	chenhongyu@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售助理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	陈晨	销售经理	021-20572597	chenchen@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

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:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;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;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址:北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址:深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址:上海浦东银城中路 200 号 3402 室 华创证券
邮编:100033	邮编:518034	邮编:200120
传真:010-66500801	传真:0755-82027731	传真:021-50581170
会议室:010-66500900	会议室:0755-82828562	会议室:021-20572500