



金属, 采矿, 制品/原材料

明泰铝业 (601677)

业绩超预期, 持续高增长

-公司 2019Q3 点评

	刘华峰 (分析师)	汤龔 (分析师)	鄢华宇 (分析师)
	0755-23976751	0755-23976656	021-38674938
	liuhuafeng@gtjas.com	tangyan@gtjas.com	wuhuayu@gtjas.com
证书编号	S0880515060003	S0880519010001	S0880518100005

本报告导读:

铝材产销扩张及非经常损益助力 2019 前三季度业绩高增长, 后续轨交型材、车用铝板、高端铝箔等陆续放量及热电热力有望持续增厚业绩。

投资要点:

维持增持评级。公司 2019 前三季度业绩表现超预期, 主要受益于产销明显扩张、高端产品放量及非经常损益可观。预计后续高附加值产品持续放量将成为内生盈利增长点。受非经常性损益影响, 上调 2019 年 EPS 预测至 1.41 元 (原 1.03 元), 维持 2020/2021 年 EPS 预测 1.34/1.53 元, 维持目标价 14.52 元, 维持增持评级。

产销规模扩大, 业绩表现符合预期。公司公告 2019 前三季度营收/归母净利润 104.7/7.0 亿元, 分别同比+6.6%/+77.9%, 扣非归母净利 4.6 亿元 (+46.3%), 表现超预期, 主要源于: ①铝板带箔产销明显扩张, 上半年产销已超 41 万吨, 推测 Q3 继续放量, 预计全年产销将超 80 万吨; ②深加工产品逐渐放量: 如 2 万吨轨交型材已正式投产, 上半年交付车体 94 节, 全年预计将超 200 节 (2018 年约 140 节)。③前三季度非经常性损益约 2.4 亿元 (其中非流动资产处置约 2.6 亿, 政府补助 1.1 亿) 亦对业绩产生正向贡献。

高端产品放量将打开未来盈利空间。我们认为公司后续盈利增长将主要来自: ①2 万吨轨交型材项目随着交付车体增多, 规模优势将逐步凸显, 盈利水平提升; ②12.5 万吨车用铝合金板项目 2018 年已正式投产, 最终有望形成利润规模约 1-1.5 亿元; ③铝箔高端产品电池箔及电子箔目前占比已超 20%, 未来受益于新能源市场快速发展高端产品占比有望进一步攀升; ④热电热力蒸汽业务 2019 年有望贡献利润增量 5000 万且往后有望持续。

催化剂: 深加工产品加速放量

风险提示: 对外贸易大幅下滑的风险

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	10,366	13,325	15,252	17,434	19,438
(+/-)%	39%	29%	14%	14%	11%
经营利润 (EBIT)	511	603	843	1,073	1,273
(+/-)%	60%	18%	40%	27%	19%
净利润 (归母)	352	496	866	821	943
(+/-)%	31%	41%	75%	-5%	15%
每股净收益 (元)	0.57	0.81	1.41	1.34	1.53
每股股利 (元)	0.10	0.10	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	4.9%	4.5%	5.5%	6.2%	6.5%
净资产收益率 (%)	6.6%	8.4%	12.7%	10.8%	11.0%
投入资本回报率 (%)	8.4%	9.2%	11.3%	12.6%	13.0%
EV/EBITDA	9.66	5.39	7.10	5.56	4.74
市盈率	19.82	14.08	8.06	8.50	7.40
股息率 (%)	0.9%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 14.52

上次预测: 14.52

当前价格: 11.12

2019.10.25

交易数据

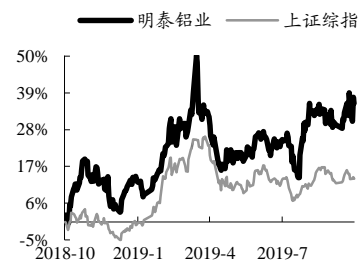
52 周内股价区间 (元)	8.27-12.80
总市值 (百万元)	6,836
总股本/流通 A 股 (百万股)	615/575
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	93%
日均成交量 (百万股)	3.30
日均成交值 (百万元)	35.45

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	7,030
每股净资产	11.44
市净率	1.0
净负债率	17.22%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.21	0.24
Q2	0.20	0.32
Q3	0.23	0.60
Q4	0.17	0.25
全年	0.81	1.41

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	1%	8%	35%
相对指数	2%	7%	22%

相关报告

《产品持续放量, 业绩稳步增长》2019.08.19

《产销扩张助力业绩增长, 后看高端产品放量》2019.05.07

《业绩符合预期, 后看轨交、汽车板放量》2018.08.15

《业绩稳步高增长, 全年 4 亿料将无忧》2017.10.26

模型更新时间: 2019.10.25

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: **14.52**

上次预测: 14.52

当前价格: 11.12

公司网址

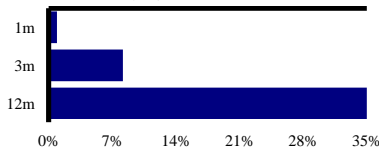
www.hngymt.com

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,是中国知名的民营铝板带箔加工生产企业。

目前,公司产品涵盖1系、2系、3系、4系、5系、6系、7系、8系铝合金等8个规格系列,主要产品有CTP/PS版基、电解电容器用铝箔、单零箔、双零箔坯料、电子箔、合金料、深冲料、钎焊板、中厚板。

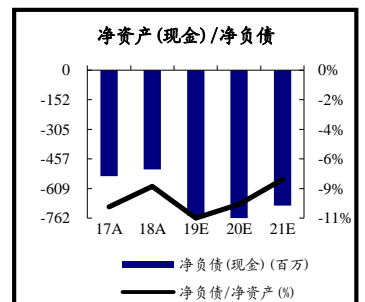
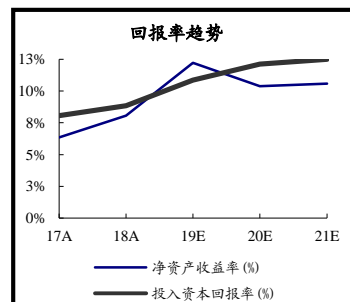
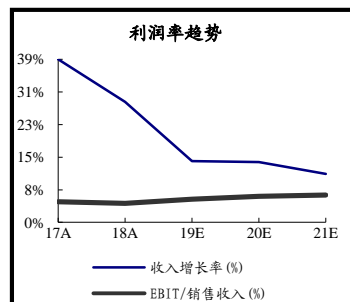
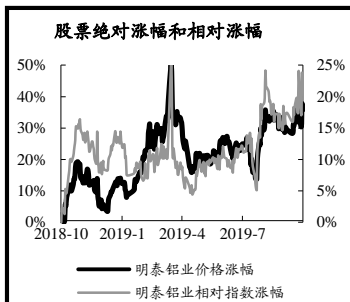
绝对价格回报 (%)



52周价格范围: 8.27-12.80
市值 (百万): 6,836

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	10,366	13,325	15,252	17,434	19,438
营业成本	9,435	12,147	13,752	15,628	17,358
税金及附加	29	37	42	48	54
销售费用	198	249	285	325	363
管理费用	132	148	169	193	215
EBIT	511	603	843	1,073	1,273
公允价值变动收益	-4	8	0	0	0
投资收益	-5	36	0	0	0
财务费用	14	61	63	74	96
营业利润	486	648	780	999	1,178
所得税	108	126	226	214	246
少数股东损益	16	32	38	34	39
归母净利润	352	496	866	821	943
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	1,181	1,254	1,539	1,666	1,823
其他流动资产	3,963	4,365	4,678	5,236	5,750
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	1,856	2,277	2,277	2,277	2,277
无形及其他资产	1,642	1,439	1,439	1,439	1,439
资产合计	8,642	9,336	9,933	10,618	11,290
流动负债	3,103	2,874	3,081	3,538	4,070
非流动负债	20	369	369	369	369
股东权益	5,519	6,093	6,997	7,852	8,834
投入资本(IC)	4,686	5,290	5,966	6,808	7,849
现金流量表					
NOPLAT	395	487	674	859	1019
折旧与摊销	230	269	0	0	0
流动资金增量	242	834	163	215	198
资本支出	-406	-322	350	70	50
自由现金流	460	1,268	1,187	1,144	1,266
经营现金流	-281	30	453	644	830
投资现金流	-923	196	350	70	50
融资现金流	1,385	-290	-519	-587	-723
现金流净增加额	181	-64	285	127	157
财务指标					
成长性					
收入增长率	38.6%	28.5%	14.5%	14.3%	11.5%
EBIT 增长率	59.6%	18.1%	39.7%	27.4%	18.6%
净利润增长率	30.8%	40.8%	74.7%	-5.2%	14.8%
利润率					
毛利率	9.0%	8.8%	9.8%	10.4%	10.7%
EBIT 率	4.9%	4.5%	5.5%	6.2%	6.5%
归母净利润率	3.4%	3.7%	5.7%	4.7%	4.9%
收益率					
净资产收益率(ROE)	6.6%	8.4%	12.7%	10.8%	11.0%
总资产收益率(ROA)	4.1%	5.3%	8.7%	7.7%	8.4%
投入资本回报率(ROIC)	8.4%	9.2%	11.3%	12.6%	13.0%
运营能力					
存货周转天数	43	39	39	39	39
应收账款周转天数	38	36	36	36	36
总资产周转天数	257	246	231	215	206
净利润现金含量	-79.7%	6.1%	52.4%	78.5%	88.0%
资本支出/收入	3.9%	2.4%	-2.3%	-0.4%	-0.3%
偿债能力					
资产负债率	36.1%	34.7%	34.7%	36.8%	39.3%
净负债率	-9.9%	-8.4%	-10.7%	-9.7%	-7.9%
估值比率					
PE(现价)	19.82	14.08	8.06	8.50	7.40
PB	1.50	0.91	1.03	0.92	0.81
EV/EBITDA	9.66	5.39	7.10	5.56	4.74
P/S	0.65	0.50	0.44	0.38	0.34
股息率	0.9%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%



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

	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。	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
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。	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

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 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甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		