

2018年10月09日

投资评级：增持(首次)
明泰铝业(601677)
目标价：元
明见万里，中原铝业龙头悄然崛起
市场数据 2018-10-09

收盘价(元)	10.36
一年内最低/最高(元)	9.48/14.28
市盈率	14.3
市净率	1.07

基础数据

净资产收益率(%)	8.65
资产负债率(%)	36.1
总股本(亿股)	5.9

最近12月股价走势

联系信息

李帅华	分析师
SAC 证书编号: S0160518030001	
lishuaihua@ctsec.com	
郝思行	联系人
haosx@ctsec.com	021-68592511

相关报告

- **中美贸易战打响，公司迅速反应，成功转销。**公司每年向美国出口铝材8万吨，体量较大，2017年下半年公司前瞻性的看到了中美贸易战的可能，为此做了积极的布局和准备，2018年公司出口美国的铝材成功转销欧洲、墨西哥、马来西亚和澳大利亚等国，从2018年上半年的情况来看，公司出口铝材不降反升。
- **背靠青岛四方及温世贸易，2万吨轨交铝材及20万吨板带材订单充足。**2014年，公司(16.67%)与青岛四方等3家公司合资设立郑州中车，进军轨交市场，轨交市场的壁垒在于进入国企供应链体系，公司通过与青岛四方的合作，切入中车供应链体系，未来订单有充足的保障。目前公司接到青岛四方委托的198辆订单，预期净利润总额为2000万元。此外，公司还与韩国温世贸易合作，合资设立明泰实业，使之成为韩国三星的铝材供应商。
- **布局汽车轻量化市场，年产12.5万吨车用铝合金板项目将成新增长点。**汽车轻量化乃大势所趋，且发展空间广阔。2016年公司非公开发行股份募投“12.5万吨车用铝合金板项目”，进军汽车用铝合金板市场，项目达产后预期实现营业收入22.33亿元。2018H1主要设备CVC六辊冷轧机已安装投入生产。随着项目推进，公司产品结构将得到优化，盈利能力将进一步提升。
- **稳扎稳打步步为营，动荡经济下公司优势凸显。**公司一直坚持稳扎稳打步步为营的风格，具有低资本支出、低负债率、低融资成本等特点，在宏观经济环境动荡的情形下，公司经营风格优势凸显。此外公司选择的定增机构为无收益率要求的战略投资者从而规避了熊市股价下跌带来的赔付补偿风险。
- **盈利预测与估值。**中美贸易战打响，公司迅速调整成功转销，与此同时公司背靠青岛四方及温世贸易，订单充足，最为重要的是公司稳扎稳打步步为营的经营风格在动荡的经济环境下优势凸显。随着公司重点项目的推进，公司产品结构将得到升级，公司业绩有望受益于量价齐升，继续向好发展，我们给予“增持评级”。预计2018-2020年的EPS分别为0.92元，1.13元，1.43元，对应当前股价的PE分别为11.6倍，9.4倍，7.4倍。

风险提示:宏观经济下滑，交通用铝不及预期，项目进展不及预期。

表 1: 公司财务及预测数据摘要

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	7,481	10,366	13,219	14,823	16,628
增长率	18.8%	38.6%	27.5%	12.1%	12.2%
归属母公司股东净利润(百万)	269	352	540	669	842
增长率	55.6%	30.8%	53.5%	23.8%	25.9%
每股收益(元)	0.46	0.60	0.92	1.13	1.43
市盈率(倍)	23.3	17.8	11.6	9.4	7.4

内容目录

1、 公司简介：铝加工行业龙头	4
1.1 发展历程：自主创新优势突出，转型升级成效初显	4
1.2 股权结构：实际控制人不变，依托子公司布局交通用铝市场	6
1.3 经营状况：盈利能力提升，成本控制加强	7
2、 铝板带箔业务升级	11
2.1 传统铝板带箔业务	11
2.2 年产 20 万吨高精度交通用铝板带项目进展	12
3、 轨交用铝业务逐步放量	12
3.1 我国轨交用铝市场发展空间广阔	12
3.2 河南轨交用铝需求旺盛	13
3.3 携手青岛四方，抢占河南轨交市场	15
3.4 年产 2 万吨交通用铝型材项目进展	15
4、 汽车轻量化市场未来可期	16
4.1 汽车轻量化是产业发展大势所趋	16
4.2 汽车轻量化用铝市场空间广阔	17
4.3 年产 12.5 万吨车用铝合金板项目进展	18
5、 稳扎稳打步步为营，动荡经济下公司优势凸显	19
6、 盈利预测	20
7、 风险提示	22

图表目录

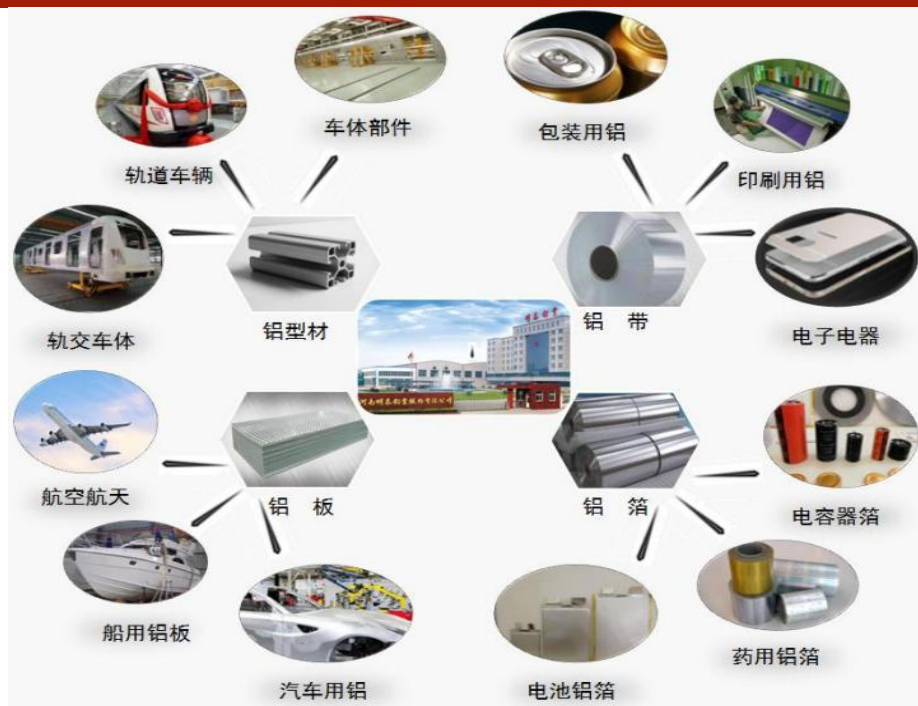
图 1：公司主要产品类别及应用领域	4
图 2：(1+4) 热连轧生产线的投产显著提高了固定资产投资效能	5
图 3：公司发展里程碑	5
图 4：国内市场	6
图 5：海外市场	6
图 6：公司前十大股东明细	6
图 7：2018H1 公司主营收入结构	7
图 8：铝板带箔产量加速增长（单位：万吨）	8
图 9：铝板带箔销量加速增长（单位：万吨）	8
图 10：公司外销收入增速（单位：亿元）	8
图 11：公司外销收入占比下降	8
图 12：公司各类产品毛利率逐年递增	9
图 13：2018H1 公司各类产品毛利率	9
图 14：公司铝箔收入占比提升	9
图 15：销售毛利率和销售净利率均稳步提升	9
图 16：公司成本收入比稳步下降	10
图 17：公司历年营业收入（单位：亿元）	11
图 18：公司历年归母净利润（单位：亿元）	11
图 19：2014 年传统产能基本匹配	11
图 20：传统主业营业收入增长乏力（单位：亿元）	12
图 21：项目投产拉升业绩（单位：亿元）	12
图 22：郑州中车股权结构图	15
图 23：2000-2017 中国汽车产量 CAGR 为 16.67%	17
图 24：我国汽车保有量远低于美日（单位：辆）	17

图 25: 北美轻型汽车单车用铝量 (单位: kg)	18
图 26: 我国单车用铝量发展规划 (单位: kg)	18
图 27: 铝材龙头企业资本支出对比 (单位: 亿元)	19
图 28: 铝材龙头企业负债率对比	19
表 1: 公司财务及预测数据摘要	1
表 2: 2018H1 公司参控股公司明细	7
表 3: 高精度交通用铝板带项目概况	12
表 4: 新增高铁用铝量测算	13
表 5: 河南省轨交建设相关政策文件	14
表 6: 年产 2 万吨交通用铝型材项目概况	16
表 7: 汽车轻量化相关产业政策	16
表 8: 年产 12.5 万吨车用铝合金板项目概况	19
表 9: 盈利预测	21

1、公司简介：铝加工行业龙头

公司概况。明泰铝业是一家集科研、加工、制造为一体的大型现代化铝加工民营企业，由成立于1997年的“河南明泰铝业有限公司”整体变更而来，于2011年9月在上交所上市。公司的实际控制人始终为马廷义先生，当前持股17.95%。公司产品涵盖铝板带箔和铝型材两大门类，广泛应用于印刷制版、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、轨道车体和新能源电池等领域。自成立以来，公司始终专注于铝加工行业，经过二十年精耕细作，2017年度实际产销量已突破63万吨，多种产品国内市场份额稳居行业前列。

图 1：公司主要产品类别及应用领域

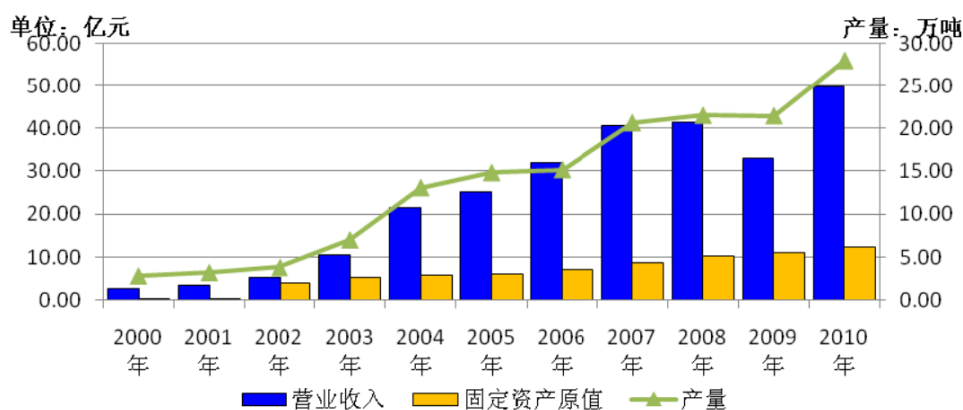


数据来源：公司公告，财通证券研究所

1.1 发展历程：自主创新优势突出，转型升级成效初显

1997年-2011年：自主创新提升核心竞争力。2002年以前，公司一直采用铸轧坯料生产普通铝板带产品，产品品种较为单一，经济附加值低，市场竞争激烈。2002年，公司自主研发建设的我国铝加工行业首条（1+4）热连轧生产线开始投产，受益于显著的技术优势和此后不断的升级改造，公司核心竞争力显著增强，发展进入快车道。2002年至2010年，公司铝轧制材产量从3.8万吨上升至28万吨，跃居全国第二，其中印刷铝版基等产品国内市场份额位居第一；营业收入的年均复合增长率达32.17%，固定资产投资效能明显提高。在这一阶段，（1+4）热连轧生产线的研发和升级对公司快速发展起到了决定性的作用。

图2：(1+4)热连轧生产线的投产显著提高了固定资产投资效能

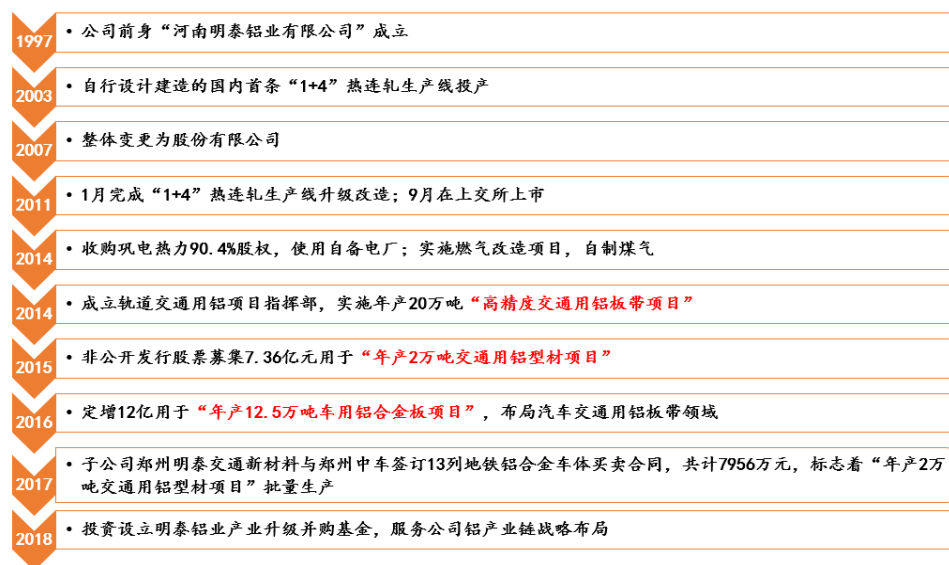


数据来源：招股说明书，财通证券研究所

2011年-2014年：登陆资本市场平台，积极完善产业链布局。2011年9月，公司在上海证券交易所上市，成为河南首家上市民营铝加工企业，募集资金用于“铝板带箔生产线技术改造项目”，继续提升技术优势和生产实力。2014年初，公司出资2880万元收购巩电热力90.4%股权，实施燃气改造项目自制煤气，控制加工成本的同时完善产业链布局。

2014年-2018年：从传统加工企业向高端装备制造企业转型升级。2014年以来，公司重点布局交通运输用铝、汽车轻量化用铝等高附加值领域，重点实施了“年产20万吨高精度交通用铝板带项目”、“年产2万吨交通用铝型材项目”和“年产12.5万吨车用铝合金板项目”。截至目前，全资子公司郑州明泰交通新材料生产的地铁铝合金车体已配套供应郑州中车，抢占了河南轨道交通市场先机；公司生产的商用车铝合金板已向宇通、中集、比亚迪等车企供货，增大了高附加值产品比例，提升了公司在交通运输轻量化领域的品牌竞争力。

图3：公司发展里程碑



数据来源：公司公告，财通证券研究所

以优质产品吸引客户，海内外市场认可度较高。公司产品品类丰富，涵盖了1系至8系、厚度0.008mm到300mm等多品种、多规格的铝板带箔，能够满足不同行业、不同客户的多元化需求。同时，公司拥有严格的质量控制体系，并不断加大设备优化和技术研发投入力度。优质且丰富的产品为公司赢得了海内外客户的一致认可，公司印刷铝板基、PS版基/CTP版基、电子箔、药用铝箔等多种产品国内市场份额稳居行业前列，铝板带材出口量连续多年位居全国前五，澳洲市场占有率高达40%以上。

图4：国内市场

- 1 印刷铝板基等产品占据了国内40%以上的市场份额。
- 2 PS板/CTP板、电池软包铝箔、药用铝箔等产品国内市场占有率较高。
- 3 汽车、船舶、高铁、罐车、手机等高端用铝领域客户认可度高。
- 4 电池软包铝箔、药用铝箔、蜂窝铝箔业内市场占有率较高。
- 5 建筑、电子电器、包装、印刷、标牌等快消品行业大众品牌。

数据来源：公司官网，财通证券研究所

图5：海外市场

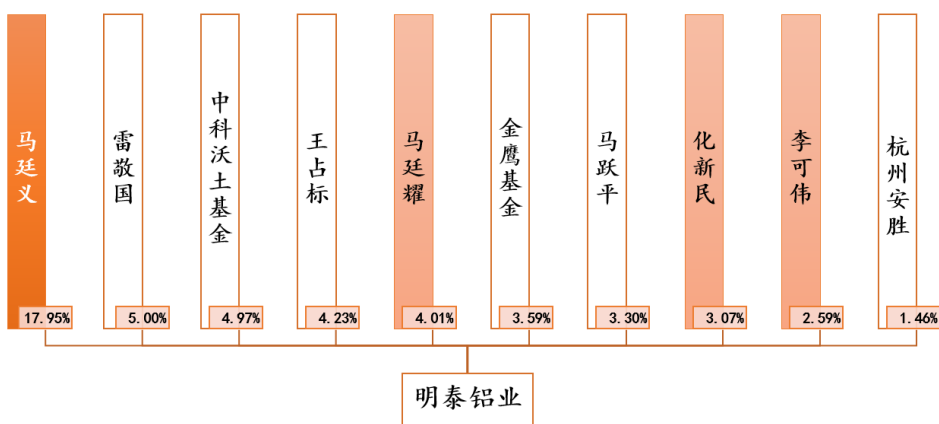


数据来源：公司官网，财通证券研究所

1.2 股权结构：实际控制人不变，依托子公司布局交通用铝市场

股权结构稳定，实际控制人不变。自公司成立以来，马廷义先生始终为公司的第一大股东和实际控制人，当前持股比例约为17.95%。前十大股东共计持股50.17%，其中马廷耀先生、化新民先生和李可伟先生分别为实际控制人的兄弟、妻舅和外甥，一致行动人共计持股27.62%。

图6：公司前十大股东明细



数据来源：公司公告，财通证券研究所

依托参控股子公司布局交通用铝市场。截至目前，公司下属参控股子公司共10

家。其中，控股子公司郑州明泰实业为中外合资企业，公司通过与韩国温世贸易合作，成功切入韩国三星供应链，三星是明泰实业最大的客户，明泰实业主营业务为生产和销售铝板带箔，是子公司中营业收入和净利润的主要来源；全资子公司明泰科技主营业务为铝制品深加工，其设立意图为扩大公司铝箔产能，提升高附加值产品比重；全资子公司明泰交通新材料主营业务为交通用铝材加工，是公司进军交通用铝市场的重要平台；联营企业郑州中车是公司青与青岛四方合作的重要纽带，也是公司布局轨道交通领域、进军车用铝合金板市场的重要平台。

表 2：2018H1 公司参控股公司明细

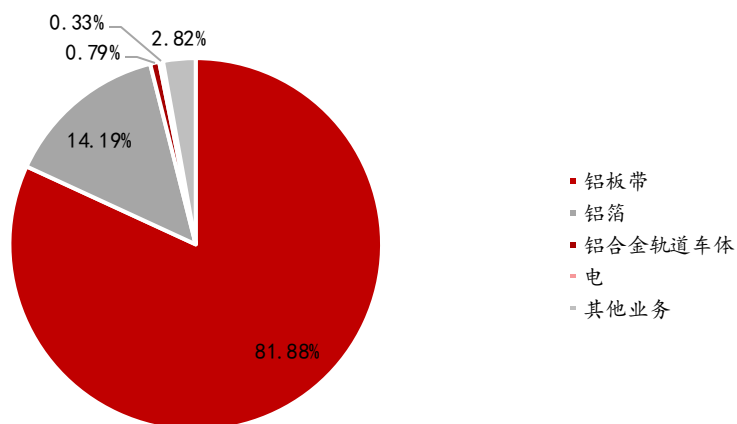
序号	被参控股公司	参控关系	直接持股比例	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	主要产品或服务
1	郑州明泰实业有限公司	子公司	80.56%	24.13	0.86	铝制品加工
2	河南明泰科技发展有限公司	子公司	100.00%	5.83	0.38	铝制品加工
3	郑州明泰交通新材料有限公司	子公司	100.00%	0.92	0.03	交通用材加工
4	巩义市明泰售电有限公司	子公司	100.00%		0	售电服务
5	巩义市义瑞小额贷款有限公司	子公司	35.00%	0.03	0	办理小额贷款及相关咨询服务
6	河南特邦特国际贸易有限公司	子公司	100.00%	0.54	0	贸易
7	泰鸿铝业（东莞）有限公司	子公司	100.00%	1.67	-0.01	铝制品加工
8	昆山明泰铝业有限公司	子公司	100.00%	2.88	-0.01	铝制品加工
9	河南巩电热力股份有限公司	子公司	90.40%	0.52	-0.02	电力发电
10	郑州中车四方轨道车辆有限公司	联营企业	16.67%	3.02	-0.04	轨道交通车辆生产制造及高速动车组检修

数据来源：公司公告，财通证券研究所

1.3 经营状况：盈利能力提升，成本控制加强

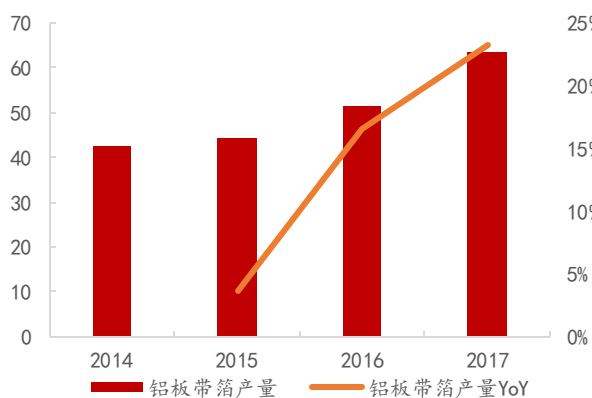
公司产品以铝板带箔为主，产销量快速增加。公司主要经营铝板带箔业务，2018H1，铝板带收入约占主营业务收入的 81.88%，铝箔收入占比约 14.19%，二者合计占比高达 96.07%。近年来，受益于“高精度交通用铝板带项目”产能持续释放、“年产 12.5 万吨车用铝合金板项目”和“年产 12.5 万吨车用铝合金板项目”陆续投产、以及设备更新换代提升效率，铝板带箔产销量加速上升。2015 年至 2017 年，铝板带箔产量同比增速分别为 3.56%、16.47%和 23.30%，销量同比增速分别为 4.57%、15.66%和 24.60%。当前实际年产销量已突破 63 万吨，产销量规模扩大成为收入和业绩增长的主要原因。

图 7：2018H1 公司主营收入结构



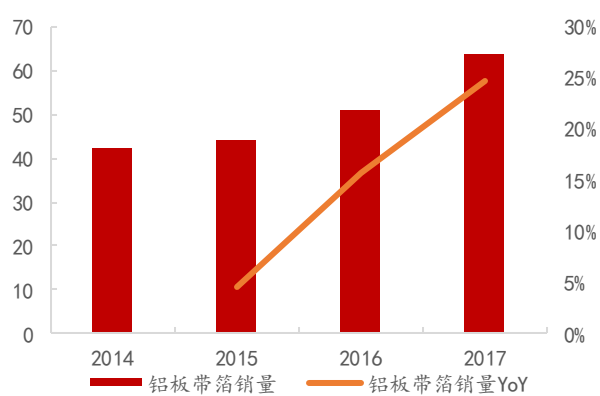
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图 8: 铝板带箔产量加速增长 (单位: 万吨)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图 9: 铝板带箔销量加速增长 (单位: 万吨)

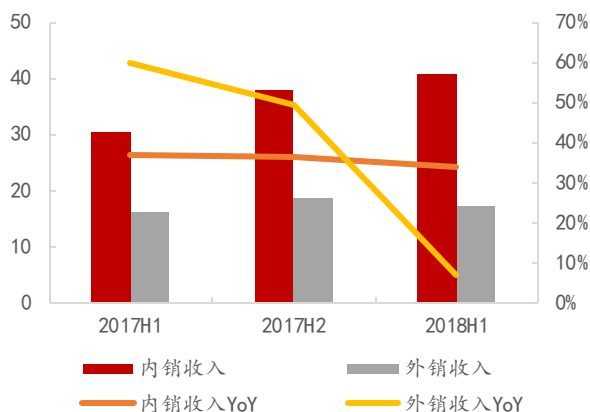


数据来源: Wind, 财通证券研究所

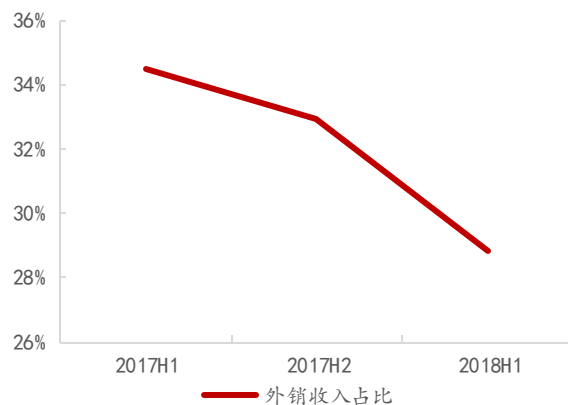
销售策略迅速调整, 成功转销对美出口铝材。美国对从我国进口的铝产品开展“双反”调查, 并自 2018 年 3 月 23 日起加征 10% 关税。面对中美贸易摩擦不断加剧, 公司迅速调整销售策略, 产品销售转向欧盟、东南亚等国并向国内倾斜, 以尽量降低外部因素的不利影响。2018H1, 公司出口量保持正增长, 外销收入同比增长 6.83%; 外销收入占比环比下降 4.06pct 至 28.86%。

图 10: 公司外销收入增速 (单位: 亿元)

图 11: 公司外销收入占比下降



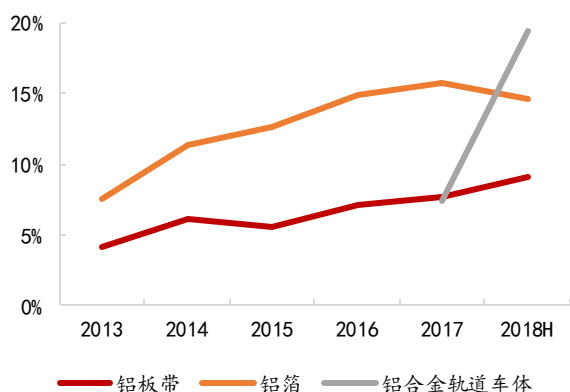
数据来源: Wind, 财通证券研究所



数据来源: Wind, 财通证券研究所

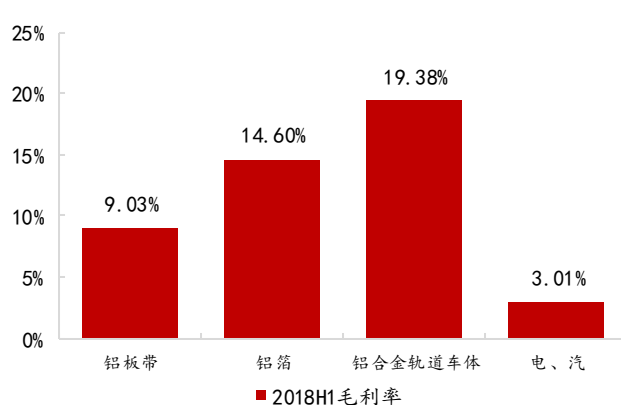
产品结构改善, 利润率稳步增长。公司致力于向高端装备制造企业转型升级, 通过以下三个途径提升盈利能力: 1) 持续推进设备更新换代, 提高设备运行效率和深加工能力, 增加原有各类产品的毛利率; 2) 设立全资子公司明泰科技, 扩大附加值较高的铝箔生产能力; 3) 积极进军轨道交通市场和汽车轻量化市场, 丰富高附加值产品品类, 创造新的利润增长点。2018H1, 公司销售毛利率为 9.69%, 同比增加 0.19pct; 销售净利率为 4.55%, 同比增加 0.45pct。

图 12: 公司各类产品毛利率逐年递增



数据来源: Wind, 财通证券研究所

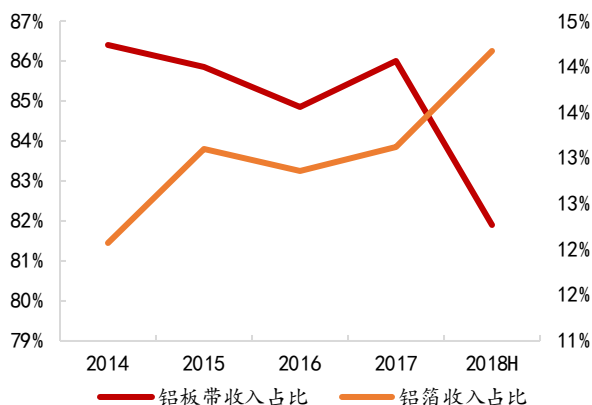
图 13: 2018H1 公司各类产品毛利率



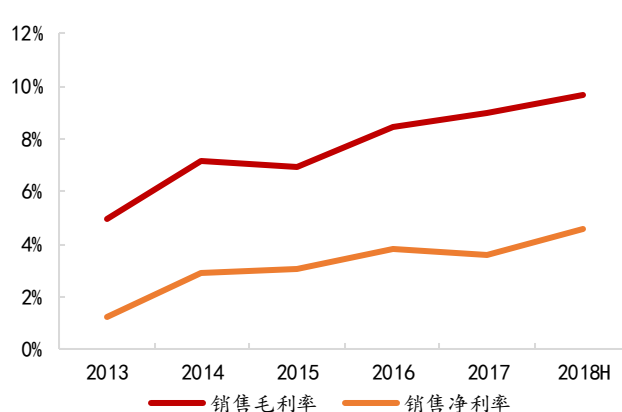
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图 14: 公司铝箔收入占比提升

图 15: 销售毛利率和销售净利率均稳步提升



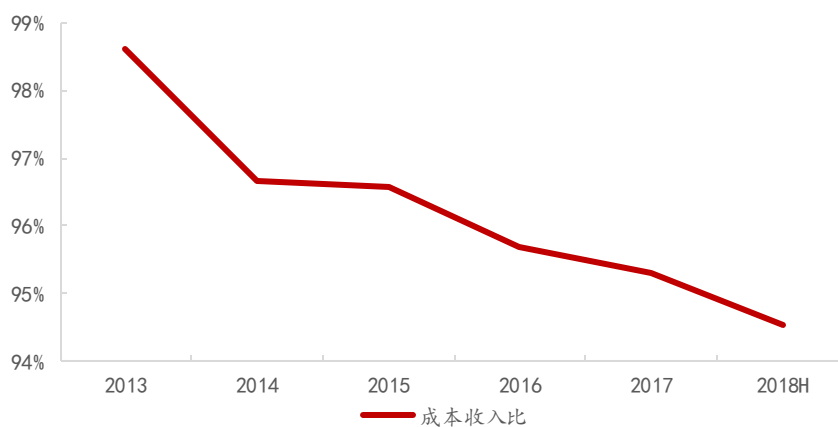
数据来源: Wind, 财通证券研究所



数据来源: Wind, 财通证券研究所

双重成本控制，成本收入比逐年下降。铝制品成本主要由原材料成本(87.06%)、人工费(2.15%)和制造费用(10.79%)组成。公司成本控制能力突出，主要因为 1) 区位优势。公司位于铝锭供应充足的河南省，运输成本和库存需求较低，产业集聚效应为公司带来原材料成本优势。2) 自备电和自制煤气优势。公司于 2014 年收购巩电热力 90.4% 股权，并于同年完成燃气改造项目，随着低成本的自备电和自制煤气增加，公司的制造费用得到有效控制。

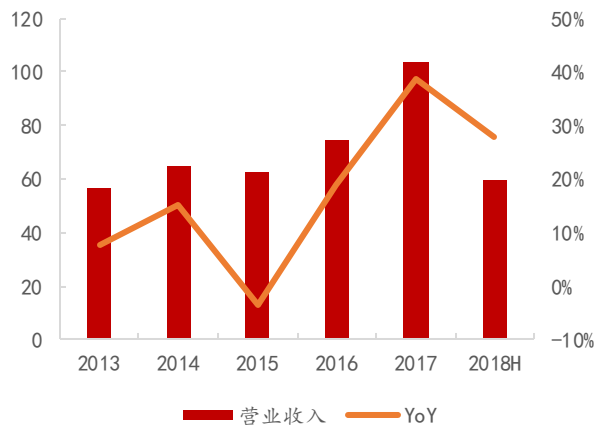
图 16: 公司成本收入比稳步下降



数据来源: Wind, 财通证券研究所

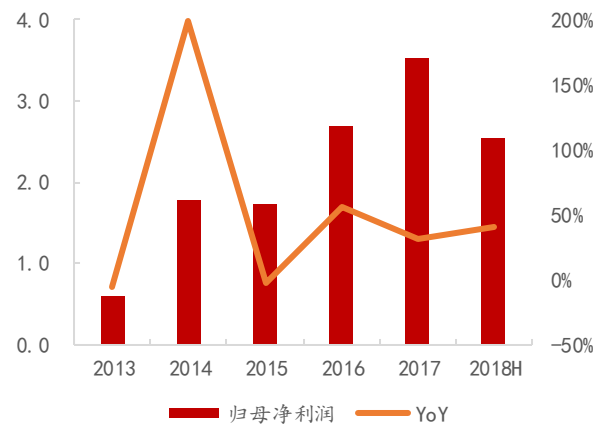
营业收入稳步增加，经营业绩持续改善。得益于产品产销量和高附加值产品占比稳步提升、成本控制能力日益加强，自 2015 年以来，公司业绩稳步提升。2018H1，公司实现营业收入 59.60 亿元，同比增长 26.67%；实现归母净利润 2.55 亿元，同比增长 41.26%；实现扣非归母净利润 2.06 亿元，同比增长 4.59%。

图 17：公司历年营业收入（单位：亿元）



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 18：公司历年归母净利润（单位：亿元）



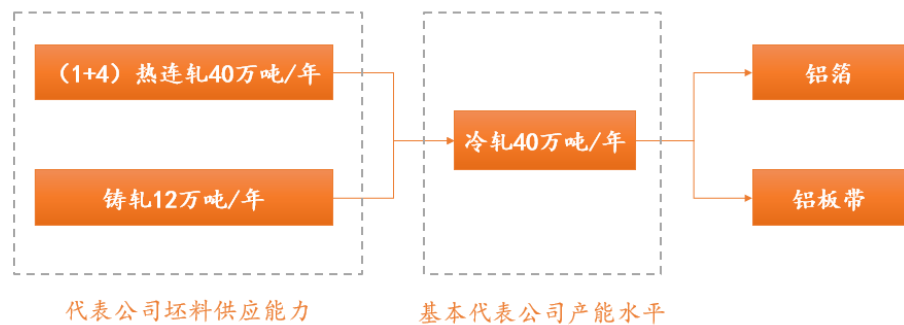
数据来源：Wind，财通证券研究所

2、铝板带箔业务升级

2.1 传统铝板带箔业务

2014 年传统产能基本匹配，规模扩张遭遇瓶颈。截至 2014 年，公司共拥有坯料产能合计 52 万吨（其中，热轧年产能 40 万吨，铸轧年产能 12 万吨），冷轧产能 40 万吨。在部分热轧坯料外购的情况下，产能基本匹配，然而，坯料供应能力不足成为制约公司扩大生产规模的瓶颈。

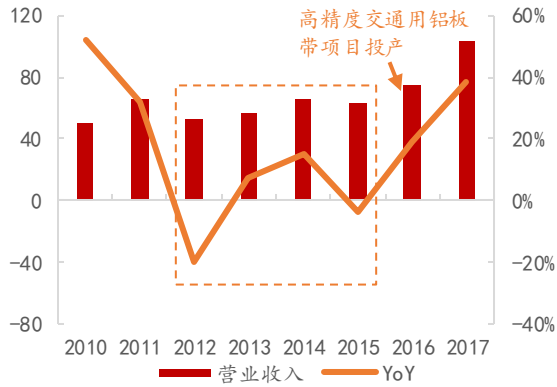
图 19：2014 年传统产能基本匹配



数据来源：公司公告，财通证券研究所

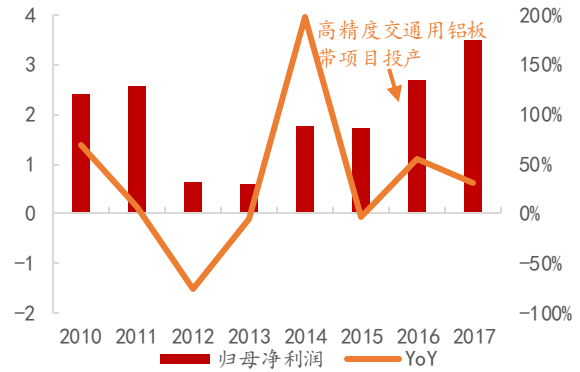
传统主业增长乏力，生产线改造拉升业绩。公司的传统主业为低端铝板带箔产品的生产和销售，主要依托于国内首条“1+4”热轧生产线。因行业产能过剩、竞争加剧，自 2012 年起，公司营收增速显著下滑。此后，公司通过调整销售策略扩大产销规模，但营业收入增长仍旧乏力。2014 年公司变更首发募投资金 5.09 亿元投资“高精度交通用铝板带项目”，用于生产高端铝材产品。随着 2016 年主要设备投产，产品结构得到优化，产销规模逐步扩大，营收和业绩均快速提升。

图 20：传统主业营业收入增长乏力（单位：亿元）



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 21：项目投产拉升业绩（单位：亿元）



数据来源：Wind，财通证券研究所

2.2 年产 20 万吨高精度交通用铝板带项目进展

高精度交通用铝板带项目进展顺利，产能持续释放。为应对宏观环境和市场需求变化，2014 年 7 月，公司终止原“铝板带箔生产线技术改造项目”，将首发募集资金改投“高精度交通用铝板带项目”。项目总投资 6.46 亿元，年产能 20 万吨，建设期为 1.5 年，计划建成后第一年达产 50%，第二年达产 70%，第三年达产 100%，生产期平均不含税营业收入预期为 28.21 亿元。项目核心生产设备 3300mm 热粗轧+2800mm 单机架热精轧机组（简称“1+1”热连轧生产线）已于 2015 年完成安装调试投产运行，于 2016 年达到预期目标并产生效益 4103.30 万元。生产的交通用铝板已于 2017 年向宇通、中集、比亚迪等车企供货。

表 3：高精度交通用铝板带项目概况

产品名称	年产能	细分产品	年产能
中厚板	5 万吨	铁道货车用铝板	1.3 万吨
		槽罐料	1.1 万吨
		合金板	2.6 万吨
热轧卷材	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
热轧带材	2.5 万吨	装饰带材	2.5 万吨
冷轧带材	2.5 万吨	集装箱用铝板	2 万吨
		车厢厢体用铝板	0.5 万吨
合计	20 万吨		

数据来源：公司公告，财通证券研究所

3、轨交用铝业务逐步放量

3.1 我国轨交用铝市场发展空间广阔

交通运输用铝已成为国内铝型材消费最重要的增长点之一。近年随着中国经济快速发展，交通运输业已成为仅次于建筑业的第二大铝型材应用领域。目前使用铝合金车体的轨道车辆类型主要有：城市轨道交通(包括地铁、城市轻轨、磁悬浮列车等)、城际高铁(包括高铁动车组等)、客运专线上的列车、以及 C80 运煤车。

铁路网络高速发展，截至 2025 年高铁用铝材需求预期新增 152 万吨。根据铁路总局 2018 年初工作会议，铁路中长期里程目标维持《中长期铁路网规划(2016)》不变：到 2020 年，铁路网规模达到 15 万公里，其中高速铁路 3 万公里，到 2025 年，铁路网规模达到 17.5 万公里左右，其中高速铁路 3.8 万公里左右。截至 2017 年底，我国铁路营业里程达到 12.7 万公里，其中高速铁路 2.5 万公里。2018 年目标投产新线 4000 公里，其中高铁计划新投产 3500 公里。因此，预计较 2018 年，2020 年铁路营业里程新增 1.9 万公里，其中高速铁路新增 1500 公里；2025 年铁路营业里程新增 4.4 万公里，其中高速铁路新增 9500 公里。

由于我国动车组最早投入运营的年份是 2007 年，至今尚未到其设计寿命 20 年，动车组需求主要来源于新增。按照我国高铁动车组保有量密度 1 辆/公里估算，预计 2019-2020 年高铁新增需求为 1500 辆，2019-2025 年新增需求为 9500 辆。以 CRH6 型城际动车组为例，车身采用全铝合金结构，每节车厢用铝 10 吨，每辆车用铝 160 吨，则较 2018 年，2020 高铁用铝材需求预期新增 24 万吨；2025 高铁用铝材需求预期新增 152 万吨。

表 4：新增高铁用铝量测算

年份	高铁运营里程(万公里)	新增基准	新增量(万公里)	新增车厢用铝量(万吨)
2017	2.5			
2018	2.85	较 2017 年	0.35	
2020E	3	较 2018 年	0.15	24
2025E	3.8	较 2018 年	0.95	152

数据来源：《中长期铁路网规划(2016)》，财通证券研究所

“十三五”城市轨道交通建设预计带来 18 万吨轨交用铝需求。2016 年 12 月发布的《中国交通运输发展白皮书》指出，“十三五”规划期间我国城市轨道交通建成投运里程超过 3000 公里，预计投资规模将达 1.7-2 万亿元。若按照每公里配备 6 节车厢、每节车厢用铝 10 吨计算，则在不考虑存量替换的情况下，“十三五”期间将新增铝材需求量 18 万吨。

3.2 河南轨交用铝需求旺盛

截至 2020 年，河南省高铁建设共创造 33.04 万吨轨交用铝需求。其中，十三五期间，新增 19.2 万吨轨交用铝材需求。河南省近年来，河南省陆续出台多项轨道交通政策。根据 2017 年《河南省“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》，到“十二五”末，全省铁路营业里程达到 5118 公里，其中高速铁路 865 公里、城际铁路 171 公里，十三五期间，全省新增高速铁路营业里程约 1200 公里，则截

至 2020 年全省高速铁路营业里程约 2065 公里。若按照我国高铁动车组保有量密度 1 辆/公里，每辆车用铝 160 吨（以 CRH6 型城际动车组为例）估计，十三五期间，河南省新增高铁需求 1200 辆，创造轨交用铝合金需求 19.2 万吨；截至 2020 年，河南省高铁建设共创造 33.04 万吨轨交用铝需求。

截至 2020 年河南城轨建设共创造约 3.43 万吨轨交用铝材需求。截至 2017 年底，河南省共郑州和洛阳两座城市获批完成城轨线网规划。根据《郑州市城市轨道交通线网规划修编》，截至 2020 年郑州市城轨总里程为 301.2 公里；《关于印发洛阳市城市轨道交通第一期建设规划（2016-2020 年）的通知》，截至 2020 年洛阳市地铁线路将建成 41.3 公里。若按照地铁保有量密度 6 节车厢/公里、每节车厢用铝 10 吨估算，截至 2020 年河南省城轨线路建设共创造 3.43 万吨轨交用铝材需求。

表 5：河南省轨交建设相关政策文件

地点	日期	文件名称	机构	相关内容
河南省	2009/11/26	《中原经济区城际轨道交通规划（2009-2020）》	国家发改委、交通运输部	河南在 2020 年前将建设 496 公里城际轨交
	2016/5/9	《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》	国家发改委、交通运输部	2016-2018 投资 1274 亿建设河南 1053 公里高速铁路网
	2017/3/6	《河南省“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》	河南省政府办公厅	十三五期间，全省新增高速铁路营业里程约 1200 公里，高速铁路总里程突破 2000 公里，约 2065 公里
郑州市	2018/7/13	《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》	国务院办公厅	申报建设地铁城市要求，郑州市和洛阳市属于已批复 43 个城市范围
	2007/12/28	《郑州市城市轨道交通线网规划》	郑州市城乡规划局	轨道交通线网由 6 条轨道交通线路组成，全长 202.53 公里
	2012/6/1	《郑州市城市轨道交通线网规划修编》	郑州市城乡规划局	至 2020 年郑州市城轨总里程为 301.2 公里；到 2040 年，城轨总里程有望达到 970 公里
	2014/4/20	《郑州市城市轨道交通近期建设规划（2014-2020 年）》	国家发改委	郑州市中心城区轨交规划总长 277.1 公里，到 2020 年，形成 5 条运营线路、总长 166.9 公里的轨道交通网络。
	2016/3/8	《郑州市轨道交通线网规划修编（2015-2050）》	郑州市城乡规划局	至 2050 年，郑州市轨道交通网络由 21 条线路组成，总规模 945.2 公里
	2017/8/21	《郑东新区龙湖地区控制性详细规划部分地块修改必要性论证报告》	郑州市城乡规划局	规划新增轨道交通 22 号线
洛阳市	2016/8/9	《关于印发洛阳市城市轨道交通第一期建设规划（2016-2020 年）的通知》	国家发改委	洛阳市城轨规划总长 102.6 公里，至 2020 年，建成 1 号线工程和 2 号线一期工程，长约 41.3 公里
焦作市	2015/7/21	2015 焦作市十大战略项目	焦作市政府	利用焦作市中心城区 70 公里既有轨道，建设城市轻轨，规划线路 5 条
新乡市	2017/5/6	《新乡市城市轨道交通线网规划》	新乡市政府	制定线路规划，预留线路
南阳市	2017/1/22	《南阳市人民政府关于加快推进新型城镇化建设的实施意见》	南阳市政府	南阳市初步规划将建设 5 条地铁线，线路规划总长 133 公里。预计其地铁 1 号线 2020 年开工 2023 年竣工

数据来源：政府机构官网，财通证券研究所

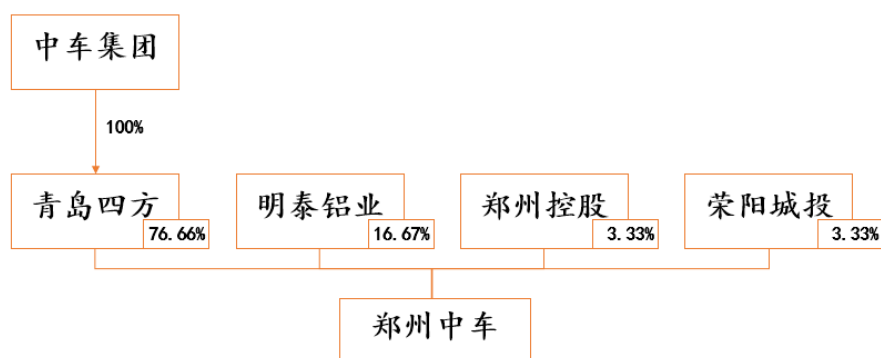
3.3 携手青岛四方，抢占河南轨交市场

结盟青岛四方，技术支持及铝型材订单有保障。中国中车集团由 2014 年中国南车和中国北车合并而成，是目前国内轨道车辆主要生产企业。公司与中车集团在高速动车组车体用铝型材等方面开展深度合作，为进军轨交用铝市场提供助力：

1) 2013 年 11 月，公司与中车集团青岛四方机车车辆股份有限公司签署战略合作协议，协议约定，拥有完整轨交车厢生产技术的青岛四方为公司提供高速动车组车体用铝型材焊接、加工等技术支持，将公司培育成合格的车体用铝型材供应商。

2) 2014 年 4 月，公司出资 1 亿元（持股 16.67%）与青岛四方等 3 家公司共同设立“郑州南车”（后改名“郑州中车”），拟建设 500 节的轨道车辆年产能。根据合资协议，河南省政府、郑州市政府及荥阳市政府优先将河南省轨道交通车辆市场订单交给南车四方，南车四方将所获订单优先委托给郑州南车，郑州南车采购铝型材及铝板带材优先考虑明泰铝业及其子公司。公司将作为郑州中车的发起股东和主要经营合作方，共同开拓中原地区市场，抢占了河南轨交市场先机。

图 22：郑州中车股权结构图



数据来源：公司公告，财通证券研究所

3) 2014 年 7 月，公司在荥阳市设立全资子公司“郑州明泰交通新材料”作为郑州中车的对口供应商，实施“年产两万吨交通用铝型材项目”。因在同等条件下，南车四方优先采购公司产品，且河南省轨交用铝需求旺盛，公司订单有保障，产能将完全释放。

3.4 年产 2 万吨交通用铝型材项目进展

引入先进设备，涉足轨交板块。2015 年 10 月经证监会核准，公司非公开发行股份募投“年产 2 万吨交通用铝型材项目”，拟引进奥地利、德国制造的生产设备，形成国际领先的轨道车体深加工能力。项目总投资 8.29 亿元，建设期两年，建设投产后将形成 400 套轨道车体大部件年产能。生产期预计实现年均营业收入 7.94 亿元；年均利润总额 2.51 亿元；年均净利润 1.88 亿元。

订单充足，轨交用铝业务放量。2017年8月，全资子公司郑州明泰交通新材料与郑州中车签订13列共计7956万元的地铁铝合金车体买卖合同，标志着公司“年产2万吨交通用铝型材项目”的批量生产。同年10月，公司公告青岛四方拟将中标的郑州市南四环至郑州南站城郊铁路工程车辆项目采购的铝合金车辆共计33列198辆所需铝合金车体全部委托郑州明泰交通新材料进行生产。经财务部门初步测算，该笔订单预计交易总金额约为2亿元，该订单将在2018年完成交付。由于公司大型挤压机尚未到位，目前公司的轨交用挤压型材采用外购模式，公司主要对其进行焊接，受此影响，198辆车体的订单预计能实现净利润2000万元，而未来随着大型挤压机完成安装调试，净利润可翻一倍至4000万元。

表6：年产2万吨交通用铝型材项目概况

产品名称	年产能	细分产品	年产能
车体大部件	4000吨（400辆）		
轨道交通型材	5000吨		
		散热器型材	3000吨
其他工业型材	8000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		
合计	2万吨		

数据来源：公司公告，财通证券研究所

4、汽车轻量化市场未来可期

4.1 汽车轻量化是产业发展大势所趋

轻量化是汽车节能减排的主要方式之一。自20世纪末以来，随着全球变暖现象日益突出，各国政府和组织陆续提高温室气体的排放标准，汽车尾气排放约束日趋严格。实验证明，传统燃油汽车油耗约75%与整车质量相关，且汽车整车质量每减少100公斤，每百公里油耗可降低0.3-0.6升；若汽车整车质量降低10%，则燃油效率可提高6%-8%。因此，在保证汽车各项性能的基础上，尽可能降低整车质量，减少油耗，成为汽车行业发展的必然趋势。

汽车轻量化符合我国产业政策鼓励发展方向。2012年国务院发布《节能与新能源汽车产业发展规划（2010-2020）》，指出“到2020年当年生产的乘用车平均燃料消耗量降至5.0L/100km”。此后，在强调乘用车油耗限值的同时，我国将汽车轻量化铝镁合金材料列为鼓励类项目，提出支持高品质铝合金汽车板产业化，并针对新能源汽车与燃油汽车的油耗限制采用双积分并行管理办法。一系列产业指导政策陆续出台，推动了我国汽车轻量化发展。

表7：汽车轻量化相关产业政策

时间	文件	部门	相关内容
----	----	----	------

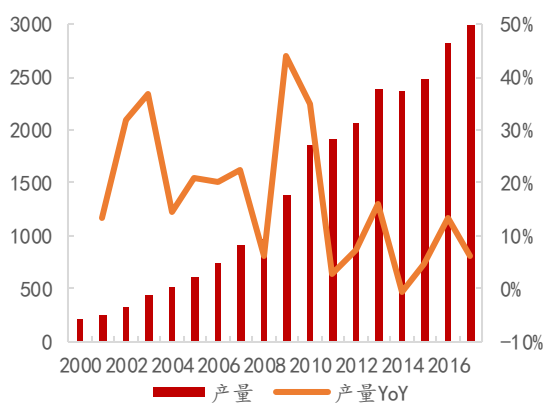
2012年1月	《有色金属工业“十二五”发展规划》	工信部	鼓励发展铝镁硅(铜)合金汽车车身板
2012年7月	《关于印发节能与新能源汽车产业发展规划(2012—2020年)》	国家发改委	提出到2020年当年生产的乘用车平均燃料消耗量需降至5.0L/100km
2013年2月	《产业结构调整指导目录(2011年本)(修正)》	国家发改委	将汽车轻量化铝镁合金材料列为鼓励类项目
2014年10月	《关键材料升级换代工程实施方案》	国家发改委、财政部、工信部	支持高品质铝合金汽车板产业化
2014年12月	《乘用车燃料消耗量限值》、《乘用车燃料消耗量评价方法及指标》	工信部	强调到2020年当年生产的乘用车平均燃料消耗量需降至5.0L/100km
2015年5月	《中国制造2025》	国务院	提出通过应用高强度钢、铝镁合金等复合材料,到2020年需实现平均整车减重5%-20%
2016年6月	《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》	国务院	提出着力发展乘用车铝合金板
2016年9月	《有色金属工业发展规划(2016-2020年)》	工信部	提出推广铝合金在货运挂车及罐车、铁路货运列车、乘用车、高铁、液化天然气海洋船舶等领域的应用
2017年9月	《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》	工信部等	再次强调乘用车油耗限定,并针对新能源汽车与燃油汽车的油耗限制采用双积分并行管理办法

数据来源: 政府机构官网, 财通证券研究所

4.2 汽车轻量化用铝市场空间广阔

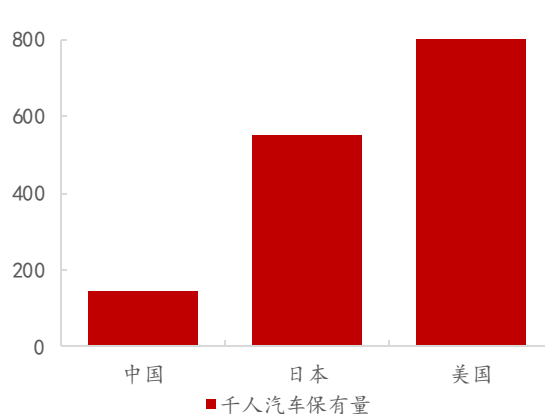
我国是全球最大汽车产销国, 发展潜力巨大。2000年以来我国汽车市场呈现高速增长的态势, 至今产销量已连续九年蝉联全球第一。截至2017年, 我国汽车产销量分别达到2994.20万辆和2887.89万辆, 同比分别增长6.20%和3.04%。尽管产销量因基数变大而增速放缓, 但我国人均汽车保有量与发达国家(如美国、日本)仍存在较大差距, 发展潜力依旧巨大。

图 23: 2000-2017 中国汽车产量 CAGR 为 16.67%



数据来源: 中国汽车业协会, 财通证券研究所

图 24: 我国汽车保有量远低于美日 (单位: 辆)



数据来源: 智联咨询, 财通证券研究所

铝合金是当前用量最大、应用最广泛的汽车轻量化材料。铝合金具备密度低、强度高、抗蚀性强、可回收率高、资源丰富等优势, 是最先被采用的轻量化材料, 目前已成为汽车制造中用量仅次于钢材和铸铁的材料。理论上, 铝制汽车相较钢

制汽车可减重达 30%-50%，其中铝质发动机和汽车铝轮毂可减重 30%，全铝车身可减重 40%以上。同时，与镁合金、碳纤维等材料相比，铝合金价格适中，工艺成熟，生产效率高，且更容易适应汽车结构件对性能等方面的要求。因此，铝合金材料是汽车轻量化最理想的材料之一。

我国已将提升单车用铝量纳入规划。单车用铝量是衡量汽车轻量化程度的一个重要指标。截至 2015 年，我国平均单车用铝量约 115kg，与北美 180kg 尚有较大差距。2016 年 10 月，我国发布了《节能与新能源汽车技术路线图》，明确了汽车轻量化技术路径和发展重点，将目标设定为“2020 年/2025 年/2030 年整车质量较 2015 年分别减少 10%/20%/30%，单车用铝量分别达到 190kg/250kg/350kg”。

图 25：北美轻型汽车单车用铝量（单位：kg）

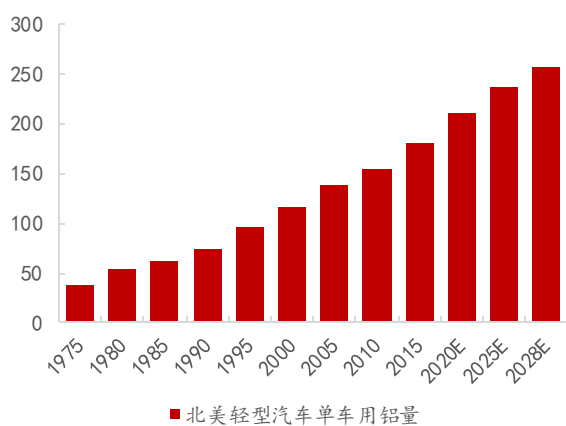
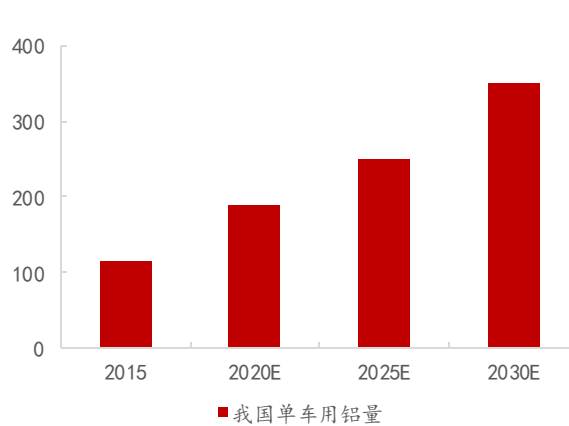


图 26：我国单车用铝量发展规划（单位：kg）



数据来源：中国产业信息网，财通证券研究所

数据来源：《节能与新能源汽车技术路线图》，财通证券研究所

进口替代将为汽车用铝材创造需求。目前，我国汽车用铝板生产相对发达国家比较落后，尚不能满足国内市场需求，主要依赖进口。但随着国家产业政策支持、汽车节能减排的发展大趋势以及相关技术的不断成熟，未来我国车用铝合金板带将逐步实现进口替代。

汽车用铝材将共享新能源汽车发展红利。我国高度重视新能源汽车产业发展，并将其列为国家战略性新兴产业及“中国制造 2025”重点领域之一，密集出台扶持政策。近年来，我国新能源汽车销量呈现井喷式增长，占汽车总销量的比例由 2011 年的 0.04% 提升至 2015 年的 1.35%。铝合金是满足新能源汽车对减重和续航要求的首选材料，未来将共享新能源汽车行业发展红利。

4.3 年产 12.5 万吨车用铝合金板项目进展

项目主要设备已投产。为布局汽车轻量化市场，2016 年公司非公开发行股份募投“12.5 万吨车用铝合金板项目”，拟对已有生产线进行升级改造，并进军汽车用铝合金板领域，生产轿车车身用铝合金外板 8 万吨，内板 4.5 万吨。项目建设期为 2 年，达产后预期实现营业收入 22.33 亿元，实现净利润 1.40 亿元。2017 年 2 月项目获得证监会审核批准，12 月募集资金到位（募集资金净额为 10.71

亿元), 2018H1 主要设备 CVC 六辊冷轧机完成安装投入生产。

表 8: 年产 12.5 万吨车用铝合金板项目概况

产品名称	合金牌号及产品状态	规格范围 mm	年产能
冷轧带材	1 系-8 系 T、H、O	0.2-4.0×1000-2550	
轿车车身外板用铝合金带材	6016-T61		8 万吨
轿车车身内板用铝合金冷轧卷	5754-H18		4.5 万吨
合计			12.5 万吨

数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

项目将优化产品结构并提升公司盈利能力。项目主要产品轿车车身用铝合金较传统铝板带箔产品在质量、性能和尺寸精度等方面均有较大幅度提升, 将提升高附加值产品比重, 优化产品结构。此外, 根据预期营业收入和净利润测算, 项目净利润率为 6.27%, 高于 2018H1 销售净利润率 4.55%, 故而项目达产将有效提升公司的盈利能力。

5、稳扎稳打步步为营, 动荡经济下公司优势凸显

明泰铝业在行业内一直坚持稳扎稳打步步为营的风格, 具有低资本支出、低负债率、低融资成本等特点, 此外公司选择的定增机构均为无具体收益率要求的战略投资者从而规避了熊市股价下跌带来的赔付补偿风险。

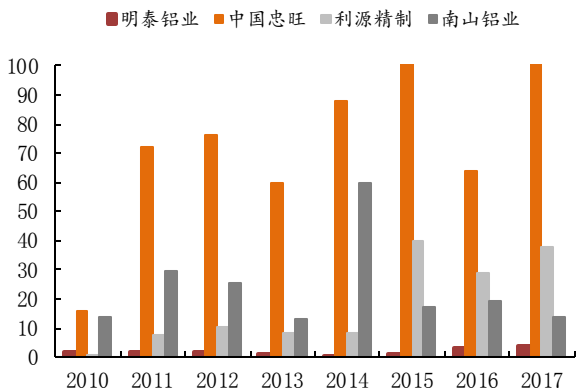
低资本支出。对比明泰铝业、中国忠旺、利源精制和南山铝业国内四家铝材加工龙头企业, 明泰铝业的资本支出最低, 虽然明泰的体量规模也是四家中最小的, 但差异极大的资本支出依然凸显了明泰审慎的经营风格。明泰铝业坚持每年的资本支出低于净利润或与净利润保持相对一致, 进而规避大规模资本支出带来的财务负担, 控制风险。

低负债率、低融资成本。对比明泰铝业、中国忠旺、利源精制和南山铝业国内四家铝材加工龙头企业, 明泰铝业的负债率仅略高于南山铝业, 处于安全可控的水平, 同时在 2018 年国内金融去杠杆、流动性大幅收紧的背景下, 公司融资成本保持在 4.3%上浮 10%的水平, 而同时期部分企业的融资成本上浮 30%。

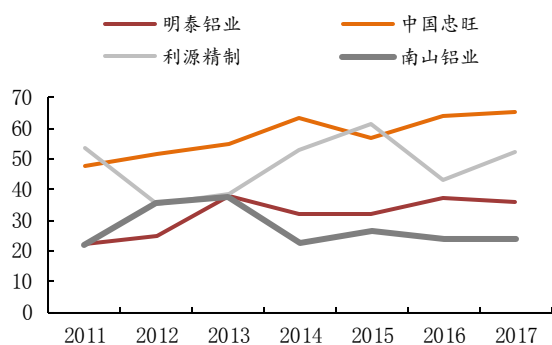
公司审慎选择定增对象, 成功规避赔付补偿风险。2018 年在国内经济羸弱, 中美贸易战愈演愈烈的背景下, 股指大幅下滑, 受此影响, 公司股价也随之大幅回落, 公司高瞻远瞩, 没有选择有条件的财务投资者, 坚持选择无条件(无收益率要求)的战略投资者, 从而规避了熊市股价下跌带来的赔付补偿风险。

图 27: 铝材龙头企业资本支出对比(单位: 亿元)

图 28: 铝材龙头企业负债率对比



数据来源: Wind, 财通证券研究所



数据来源: Wind, 财通证券研究所

6、盈利预测

根据公司重点项目的实施进度，我们对公司未来的盈利情况做出如下预测：

铝板带业务：随着传统铝加工行业产能过剩、竞争加剧，低端铝板带产品价格将持续承压。但受益于“年产 20 万吨高精度交通用铝板带项目”产能持续释放，高附加值产品比重进一步提升，产品结构优化将带来毛利率增长。此外，随着 2019 年专用设备气垫式加热炉等其余设备的逐步到位，2020 年“年产 12.5 万吨车用铝合金板项目”将落地投产，进军汽车轻量化用铝市场将为公司业绩打开新的增长点。我们认为，铝板带业务将量价齐升。

铝箔业务：2017 年全资子公司河南明泰科技实现 6 万吨产销量，2018 年上半年明泰科技铝箔销量达 5.08 万吨，预计全年将实现 10 万吨产能的满产满销。明泰科技产品广泛应用于新能源电池、电子电器、药品食品包装等行业，其中电池箔和电子箔材占比约 20%（2 万吨），该部分加工费和毛利率水平更高。我们认为，未来随着新能源市场需求的扩大，公司铝箔产品的产销量及毛利率有望继续提升。

铝合金轨道车体业务：“年产两万吨交通用铝型材项目”已于 2017 年度开始批量生产，2017 年 10 月青岛四方拟委托 33 列 198 辆订单，2018 年完成交付。公司当前的利润来源是挤压型材的焊接，单节车厢净利润在 10 万元左右，随着公司大型挤压机的到位，未来单节车厢净利润将达到 20 万元。假设 2018 年全部订单为 198 节车厢（0.16 吨），2019 年 400 节车厢订单（0.32 吨），2020 年新增 1 万吨挤压型材订单。

电力和其他业务：预期保持稳定。

综上所述，中美贸易战打响，公司迅速调整成功转销，与此同时公司背靠青岛四方及温世贸易，订单充足，最为重要的是公司稳扎稳打步步为营的经营风格在动荡的经济环境下优势凸显。随着公司重点项目的推进，公司产品结构将得到升级，

公司业绩有望受益于量价齐升，继续向好发展，我们给予“增持评级”。预计2018-2020年的EPS分别为0.92元，1.13元，1.43元，对应当前股价的PE分别为11.6倍，9.4倍，7.4倍。

表 9：盈利预测

	2018E	2019E	2020E
本部			
产销量 (万吨)	32	40	40
加工费 (元/吨)	4000	4000	4000
加工成本 (元/吨)	2500	2500	2500
收入 (百万元)	5280	6600	6600
成本 (百万元)	4800	6000	6000
毛利 (百万元)	480	600	600
毛利率	9%	9%	9%
明泰实业 (80.56%)			
产销量 (万吨)	25	25	25
加工费 (元/吨)	4000	4000	4000
加工成本 (元/吨)	2500	2500	2500
收入 (百万元)	4125	4125	4125
成本 (百万元)	3750	3750	3750
毛利 (百万元)	375	375	375
毛利率	9%	9%	9%
明泰科技			
产销量 (万吨)	10	10	10
加工费 (元/吨)	6000	6000	6000
加工成本 (元/吨)	3500	3500	3500
收入 (百万元)	1850	1850	1850
成本 (百万元)	1600	1600	1600
毛利 (百万元)	250	250	250
毛利率	14%	14%	14%
20万吨铝板带材项目			
产销量 (万吨)	10	10	10
加工费 (元/吨)	4701	4701	4701
加工成本 (元/吨)	2700	2700	2700
收入 (百万元)	1720	1720	1720
成本 (百万元)	1520	1520	1520
毛利 (百万元)	200	200	200
毛利率	12%	12%	12%
2万吨轨交项目			
产销量 (万吨)	0.16	0.32	1.32
加工费 (元/吨)	140000	152500	43030.303

加工成本（元/吨）	127500	127500	33939.3939
收入（百万元）	244	528	733
成本（百万元）	224	448	613
毛利（百万元）	20	80	120
毛利率	8%	15%	16%
12.5万吨车用铝合金项目			
产销量（万吨）	0	0	6.5
加工费（元/吨）			12115
加工成本（元/吨）			8240
收入（百万元）			1600
成本（百万元）			1348
毛利（百万元）			252
毛利率			16%
总计			
总产销（万吨）	77.16	85.32	92.82
总收入（亿元）	13219	14823	16628
总成本（亿元）	11894	13318	14831
总毛利（亿元）	1325	1505	1797

数据来源：财通证券研究所

7、风险提示

- (1) 宏观经济持续下滑风险；
- (2) 交通用铝需求不及预期；
- (3) 项目进展不及预期。

公司财务报表及指标预测

公司财务报表及指标预测						公司财务报表及指标预测					
利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	7,481	10,366	13,219	14,823	16,628	成长性					
减:营业成本	6,849	9,435	11,894	13,318	14,831	营业收入增长率	18.8%	38.6%	27.5%	12.1%	12.2%
营业税费	23	29	40	45	50	营业利润增长率	52.2%	34.1%	57.1%	22.5%	24.7%
销售费用	154	198	222	245	267	净利润增长率	55.6%	30.8%	53.5%	23.8%	25.9%
管理费用	136	194	250	280	314	EBITDA 增长率	50.0%	38.0%	44.8%	15.4%	21.3%
财务费用	-23	14	50	-	-	EBIT 增长率	65.9%	45.3%	64.9%	14.9%	24.7%
资产减值损失	19	9	-	-	-	NOPLAT 增长率	63.5%	45.0%	57.8%	14.9%	24.7%
加:公允价值变动收益	4	-4	-	-	-	投资资本增长率	-4.8%	44.4%	3.8%	-2.0%	6.6%
投资和汇兑收益	35	-5	-	-	-	净资产增长率	7.5%	35.5%	10.7%	9.6%	10.7%
营业利润	362	486	763	934	1,165	利润率					
加:营业外净收支	5	-9	-	-	-	毛利率	8.5%	9.0%	10.0%	10.2%	10.8%
利润总额	367	477	763	934	1,165	营业利润率	4.8%	4.7%	5.8%	6.3%	7.0%
减:所得税	79	108	191	234	291	净利润率	3.6%	3.4%	4.1%	4.5%	5.1%
净利润	269	352	540	669	842	EBITDA/营业收入	7.0%	7.0%	7.9%	8.1%	8.8%
资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	4.5%	4.8%	6.2%	6.3%	7.0%
货币资金	751	1,181	2,888	3,078	2,931	运营效率					
交易性金融资产	25	-	-	-	-	固定资产周转天数	66	58	50	44	38
应收帐款	335	624	587	715	792	流动营业资本周转天数	57	43	42	36	34
应收票据	664	568	1,025	811	1,202	流动资产周转天数	172	151	181	187	177
预付帐款	99	455	708	316	838	应收帐款周转天数	14	17	16	16	16
存货	951	1,261	1,993	1,457	2,335	存货周转天数	44	38	44	42	41
其他流动资产	719	1,056	942	906	968	总资产周转天数	277	253	271	268	252
可供出售金融资产	105	305	305	305	305	投资资本周转天数	140	120	113	102	93
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	74	156	252	ROE	6.9%	6.6%	9.2%	10.4%	11.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	4.8%	4.3%	5.1%	6.5%	7.0%
固定资产	1,500	1,856	1,807	1,816	1,695	ROIC	9.0%	13.7%	14.9%	16.5%	21.0%
在建工程	254	561	761	861	961	费用率					
无形资产	142	171	166	161	157	销售费用率	2.1%	1.9%	1.7%	1.7%	1.6%
其他非流动资产	404	605	12	208	100	管理费用率	1.8%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
资产总额	5,949	8,642	11,268	10,790	12,535	财务费用率	-0.3%	0.1%	0.4%	0.0%	0.0%
短期债务	30	650	1,102	651	-	三费/营业收入	3.6%	3.9%	3.9%	3.5%	3.5%
应付帐款	660	799	866	1,107	1,082	偿债能力					
应付票据	942	1,379	2,464	1,339	2,886	资产负债率	31.5%	36.1%	45.8%	37.9%	40.9%
其他流动负债	218	274	347	362	451	负债权益比	46.0%	56.6%	84.4%	61.1%	69.1%
长期借款	-	-	300	-	-	流动比率	1.92	1.66	1.70	2.11	2.05
其他非流动负债	24	20	78	635	702	速动比率	1.40	1.25	1.29	1.68	1.52
负债总额	1,874	3,123	5,157	4,094	5,122	利息保障倍数	-14.82	34.18	16.26		
少数股东权益	196	182	214	246	278	分红指标					
股本	511	590	590	590	590	DPS(元)	0.09	0.10	0.20	0.22	0.28
留存收益	3,623	5,018	5,307	5,860	6,546	分红比率	19.0%	16.8%	22.1%	19.3%	19.4%
股东权益	4,074	5,519	6,111	6,696	7,413	股息收益率	0.8%	0.9%	1.9%	2.1%	2.6%
现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	288	368	540	669	842	EPS(元)	0.46	0.60	0.92	1.13	1.43
加:折旧和摊销	184	230	233	273	300	BVPS(元)	6.57	9.05	10.00	10.93	12.10
资产减值准备	19	9	21	22	26	PE(X)	23.3	17.8	11.6	9.4	7.4
公允价值变动损失	-4	4	-	-	-	PB(X)	1.6	1.2	1.1	1.0	0.9
财务费用	4	-3	50	-	-	P/FCF	29.4	-21.9	5.5	11.4	-178.1
投资收益	-35	5	-	-	-	P/S	0.8	0.6	0.5	0.4	0.4
少数股东损益	19	16	32	32	32	EV/EBITDA	8.4	6.9	4.4	3.3	2.4
营运资金的变动	-110	-1,465	512	-90	-290	CAGR(%)	34.5%	33.4%	43.7%	34.5%	33.4%
经营活动产生现金流量	70	-281	1,389	906	910	PEG	0.7	0.5	0.3	0.3	0.2
投资活动产生现金流量	-35	-923	-400	-400	-300	ROIC/WACC	1.0	1.6	1.7	1.9	2.4
融资活动产生现金流量	10	1,385	719	-317	-756	REP	1.5	0.8	0.6	0.5	0.3

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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。

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，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，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，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。