

明泰铝业 (601677.SH)

产品升级提升盈利能力

新股上市简报

◆主营铝板带箔生产，产能巨大（目前产能 35 万吨）

公司主营铝板带箔生产，产品包括印刷铝版基（CTP 版基、PS 版基）、合金板、复合铝板带箔、电子箔、包装箔等。目前总产能为 35 万吨：其中铝板带产能占 85%，剩余为铝箔产能。产品用于印刷制版、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。

◆产品加工费集中在 2000-5000 元/吨，盈利较强产品的产量占比较少

公司外购铝锭加工，赚取加工费盈利。其中钎焊料以及阳极箔的加工费较高（2010 年分别达到 9590 元/吨和 18160 元/吨），其余产品加工费仅在 2000-5000 元/吨的水平。目前两者合计产量占总量比例不足 1%，因此对于整体盈利贡献有限。

◆募投项目对于产能增厚有限，主要意义在于产品升级

此次募投资金预计 7 亿元，用于投资铝板带箔生产线技术改造项目。项目建设规模为年产能 10 万吨，其中新增年产能 5 万吨，升级换代产品年产能 2 万吨，结构调整替代产品年产能 3 万吨。项目建设期为 1.5 年，预计投产后第三年达到设计生产规模。

目前，本项目处于前期建设阶段，本公司计划在募集资金到位后实施本项目，项目建设期为 1.5 年，建设投资在第一年（半年）投入 40%，第二年投入 60%。流动资金根据生产需要投入使用。

项目本身对于产能增厚有限，主要意义在于提升产品结构，最终反映在产品加工费提升以及综合毛利率的提高。

◆预计 2011 年 EPS 为 0.91 元，未来三年复合增速为 36%

未来产能扩张集中在募投项目以及自身生产线的扩建，预计 2011-2013 年的产能分别为 38、41 和 45 万吨。另外，此次募投项目投产将促进公司产品升级，我们假设公司未来三年的平均吨产毛利分别为 1984、2324 和 2992 元/吨（2011 年 H 为 1942 元/吨）。对应三年业绩分别为 0.91 元、1.18 元和 1.79 元。给予公司 2011 年 EPS20-25 倍市盈率（行业平均市盈率），对应目标价为 18.2-22.75 元。

◆风险提示：

1、铝价波动风险；2、行业产能的过度扩张将影响产品加工费。3、汇率影响出口部分盈利能力（公司出口业务大致占总量的 25%）

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	3,290	4,990	7,241	8,196	9,296
营业收入增长率	-20.66%	51.68%	45.12%	13.19%	13.42%
净利润（百万元）	142	241	364	475	719
净利润增长率	326.36%	69.56%	51.14%	30.46%	51.51%
EPS（元）	0.35	0.60	0.91	1.18	1.79
ROE（归属母公司） （摊薄）	14.96%	20.74%	13.36%	14.84%	18.35%

（新股）

合理申购价格：18.2-22.75 元

预计上市价格：20 元

分析师

汪前明（执业证书编号：S0930510120001）

021-22169122

wangqm@ebsecn.com

联系人

施毅

021-22169126

shiyi@ebsecn.com

发行数据

发行价格：-

发行规模：60(百万股)

发行后总股本：341(百万股)

发行方式：网下询价,上网定价

发行日期：2011-09-07

主承销商：平安证券有限责任公司

主要股东：马廷义

收益表现

募股资金投向

项目名称	金额（百万元）
铝板带箔生产线技术改造项目	700
总金额	700

民营企业，实际控制人为马廷义家族

发行前，公司总股本为 3.4 亿股。此次发行 6000 万股，发行后总股本达到 4 亿股。

实际控制人为马廷义家族，其与哥哥马廷耀分别持有公司 1.06 和 0.44 亿股，占发行后总股份的 37.5%。

表 1：发行前后股东结构变化

此次非公开发行 6000 万股

股东名称	公开发行前		公开发行后	
	持股量（百万）	比例（%）	持股量（百万）	比例（%）
马廷义	105.9	31.10%	105.9	26.40%
马廷耀	44.3	13.00%	44.3	11.10%
雷敬国	39.4	11.60%	39.4	9.80%
王占标	32.6	9.60%	32.6	8.10%
化新民	21.8	6.40%	21.8	5.40%
马跃平	21.8	6.40%	21.8	5.40%
李可伟	20.8	6.10%	20.8	5.20%
张卫冬	8.9	2.60%	8.9	2.20%
上海恒锐创业投资有限公司	5	1.50%	5	1.20%
郑州百瑞创新资本创业投资有限公司	5	1.50%	5	1.20%
江苏艾利克斯投资有限公司	4	1.20%	4	1.00%
其他 75 名自然人	40.3	11.80%	40.3	10.00%
公众股			60	15.00%
合计	341		401	

资料来源：公司公告，光大证券研究所

公司产能达到 35 万吨，属于大型铝加工企业

铝板带箔生产企业的生产能力是指冷轧板带箔的生产能力，目前实际产能为 35 万吨。

表 2：2008-2011H 公司产能情况

目前铝加工产能为 35 万吨

项目	2011 年 H	2010	2009	2008
冷轧机产能（吨）	350,000	262,500	250,000	250,000
产品产量（吨）	186,281	280,132	214,865	215,286
产能利用率（%）	106	107	86	86

资料来源：公司公告，光大证券研究所

平均加工费 5000 元/吨，高毛利产品占比少导致其盈利贡献有限

公司产品众多，主要分为铝板带和铝箔。加工费大多在 2000-5000 元/吨范围。

其中钎焊料以及阳极箔的加工费最高，2010 年两者加工费分别达到 9590 元/吨和 1816 元/吨。但是由于两者产量占比较少（2010 年产量仅为总量的 1%以内），故对于

公司盈利贡献有限。

表 3: 公司各产品加工费

加工费集中在 2000-5000 元/吨

	产品		2008	2009	2010
铝板带	1、PS 版基	加工费	3,872	3,403	4,216
		成本	2,999	1,891	2,685
	2、合金板	加工费	5,529	4,221	5,159
		成本	4,234	2,441	3,066
	3、铝垫片	加工费	2,525	2,389	2,449
		成本	1,897	2,010	2,116
	4、普通铝板带材	加工费	3,218	2,672	3,448
		成本	2,813	2,225	2,879
	5、瓶盖料	加工费	3,746	3,431	3,641
		成本	3,399	1,858	1,843
	6、钎焊料	加工费	-	8,867	9,590
		成本	-	4,960	5,052
	7、CTP 版基	加工费	2,813	8,223	5,480
		成本	1,225	3,394	568
	8、手机电池壳料	加工费	2,027	3,648	4,030
		成本	1,340	1,844	2,010
	9、花纹板	加工费	6,243	4,317	6,034
		成本	4,944	2,434	2,778
铝箔	1、包装箔	加工费	6,199	5,696	5,077
		成本	4,262	3,120	3,309
	2、阴极箔	加工费	7,227	7,302	7,903
		成本	4,967	3,005	3,803
	3、阳极箔	加工费	-	-	18,160
		成本			4,611
	4、铝塑板板基	加工费	2,652	1,855	2,780
		成本	2,390	1,557	2,400
	5、其他铝箔	加工费	2,614	2,428	2,747
		成本	2,399	2,088	2,442

资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 4: 各产品产量

盈利能力强的产品产量占比低

	2010		2011H		2011 年产品销量占比
	产量	销量	产量	销量	
一、铝板带	246,392	245,508	161,473	158,363	86.5%
1、PS 版基	65,534	66,132	33,689	33,531	18.3%
2、合金板	90,034	89,041	67,984	65,604	35.8%
3、铝垫片	16,892	16,908	9,288	9,464	5.2%
4、普通铝板带材	36,007	35,995	26,283	26,216	14.3%
5、瓶盖料	14,317	13,859	8,696	8,593	4.7%
6、复合铝板带箔	1,778	1,782	654	645	0.4%
7、CTP 版基	7,520	7,360	4,216	3,765	2.1%
8、手机电池壳料	2,275	2,474	858	903	0.5%
9、花纹板	11,860	11,801	9,769	9,590	5.2%

10、镜面板	174	156	36	53	0.0%
二、铝箔	33,740	33,568	24,808	24,665	13.5%
1、包装箔	8,019	8,149	6,030	5,813	3.2%
2、阴极箔	9,278	9,301	5,172	4,955	2.7%
3、阳极箔	142	159	51	34	0.0%
4、铝塑板基板	10,768	10,544	3,688	4,082	2.2%
5、其他铝箔	5,535	5,415	9,866	9,781	5.3%
总计	280,132	279,076	186,281	183,027	100.0%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

募投项目促进产品结构升级

本项目建设规模为年产能 10 万吨，其中新增年产能 5 万吨，升级换代产品年产能 2 万吨，结构调整替代产品年产能 3 万吨。

目前处于前期建设阶段，项目建设期为 1.5 年，建设投资在第一年（半年）投入 40%，第二年投入 60%；之后主要是流动资金投入。

项目本身对于产能增量影响不大，主要意义在于提升产品结构，最终反映在综合毛利率的提升。

表 5：募投项目计划进展

募投项目进展快，基本到第二年就能够投产

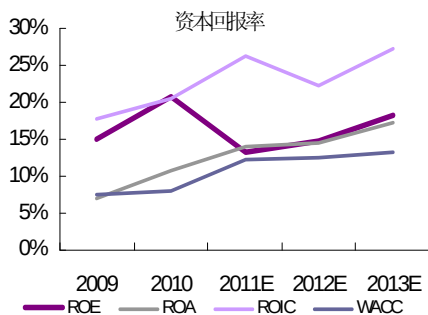
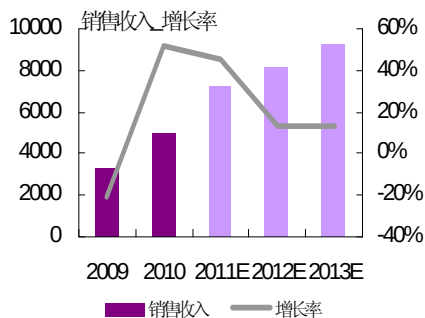
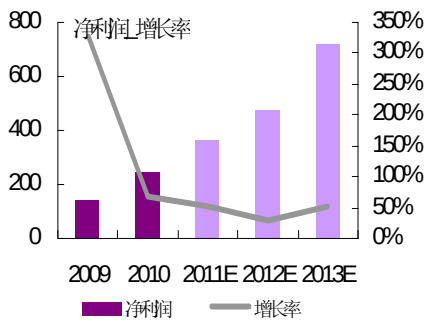
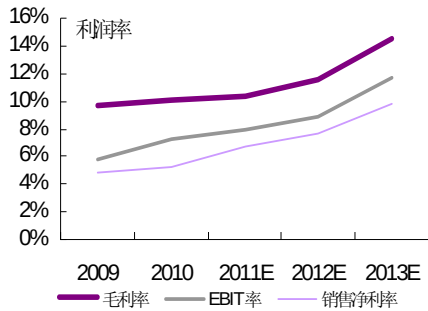
(万元)	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年	备注
资金投入	23,784	35,676	6,710	2,100	2,020	目前处于前期建设阶段，项目建设期为 1.5 年，建设投资在第一年（半年）投入 40%，第二年投入 60%；之后主要是流动资金投入
进度	33.84%	50.76%	9.55%	2.99%	2.87%	

资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 6：基本假设

	2011	2012	2013
产量 (吨)	380,000	410,000	450,000
铝价 (元/吨)	17,000	17,500	18,000
加工费 (元/吨)	5,294	5,889	6,169
单位毛利 (元/吨)	1,984	2,324	2,992
产品均价 (元/吨)	22,294	23,389	24,169
营业收入 (万元)	724,085	819,611	929,582
营业成本 (万元)	648,700	724,315	794,926
营业毛利 (万元)	75,385	95,296	134,656

资料来源：光大证券研究所



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3,290	4,990	7,241	8,196	9,296
营业成本	2,970	4,485	6,487	7,243	7,949
折旧和摊销	99	107	134	184	231
营业税费	3	5	7	8	9
销售费用	54	71	103	116	132
管理费用	54	64	94	106	120
财务费用	26	38	29	46	78
公允价值变动损益	2	-2	0	0	0
投资收益	9	4	1	1	1
营业利润	174	326	546	678	1,009
利润总额	180	327	601	773	1,136
少数股东损益	15	24	122	150	198
归属母公司净利润	142.04	240.85	364.01	474.89	719.50

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	2,212	2,488	3,468	4,297	5,330
流动资产	1,490	1,696	1,856	1,869	2,333
货币资金	548	349	1,564	1,542	1,973
交易型金融资产	5	0	0	0	0
应收账款	267	321	4	5	6
应收票据	56	183	1	2	2
其他应收款	18	24	36	41	46
存货	503	646	120	134	147
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	612	643	1,311	1,982	2,469
无形资产	55	53	43	40	38
总负债	1,210	1,253	547	752	868
无息负债	784	778	247	252	268
有息负债	426	475	300	500	600
股东权益	1,002	1,235	2,921	3,545	4,463
股本	341	341	401	401	401
公积金	327	345	1,522	1,569	1,641
未分配利润	281	475	803	1,230	1,878
少数股东权益	53	73	195	345	543

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	30	53	1,218	824	1,207
净利润	142	241	364	475	719
折旧摊销	99	107	134	184	231
净营运资金增加	358	436	-500	44	34
其他	-569	-731	1,220	122	223
投资活动产生现金流	-63	-140	-999	-999	-799
净资本支出	69	146	1,000	1,000	800
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-133	-286	-1,999	-1,999	-1,599
融资活动现金流	160	-9	996	154	22
股本变化	26	0	60	0	0
债务净变化	101	49	-175	200	100
无息负债变化	-130	-6	-531	5	16
净现金流	125	-106	1,215	-21	430

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-20.66%	51.68%	45.12%	13.19%	13.42%
净利润增长率	326.36%	69.56%	51.14%	30.46%	51.51%
EBITDA 增长率	67.52%	63.24%	51.01%	28.05%	45.18%
EBIT 增长率	117.09%	92.04%	58.42%	25.96%	50.17%
盈利能力 (%)					
毛利率	9.70%	10.12%	10.41%	11.63%	14.49%
EBITDA 率	8.73%	9.40%	9.78%	11.06%	14.16%
EBIT 率	5.74%	7.26%	7.93%	8.82%	11.68%
税前净利润率	5.48%	6.56%	8.30%	9.43%	12.22%
税后净利润率 (归属母公	4.32%	4.83%	5.03%	5.79%	7.74%
ROA	7.11%	10.63%	14.01%	14.53%	17.21%
ROE (归属母公司) (摊	14.96%	20.74%	13.36%	14.84%	18.35%
经营性 ROIC	17.81%	20.39%	26.27%	22.25%	27.17%
偿债能力					
流动比率	1.25	1.37	7.57	7.46	8.77
速动比率	0.83	0.85	7.08	6.93	8.21
归属母公司权益/有息债务	2.23	2.45	9.09	6.40	6.53
有形资产/有息债务	5.03	5.09	11.42	8.51	8.82
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.35	0.60	0.91	1.18	1.79
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.08	0.13	3.04	2.05	3.01
每股自由现金流(FCFF)	-0.36	-0.45	0.19	-0.69	0.68
每股净资产	2.37	2.90	6.80	7.98	9.78
每股销售收入	8.20	12.44	18.06	20.44	23.18

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

汪前明，复旦大学世界经济专业博士、南京大学数量经济学本科。1997 年进入证券行业，已有十年以上证券研究经验。曾在南方证券从事钢铁、有色金属行业研究，在中信证券从事有色金属行业研究，2006 年获《新财富》最佳分析师第四名。其后任职于香港 Marcopolo 资产管理公司研究总监。目前在光大证券研究所负责有色金属行业研究。熟悉上市公司：山东黄金、中金黄金、铜陵有色、江西铜业等资源类公司。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
深圳	黄鹏华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com