

建议询价区间：21.50-25.80 元

明泰铝业（601677）

2011 年 9 月 5 日

国内铝板带箔龙头企业

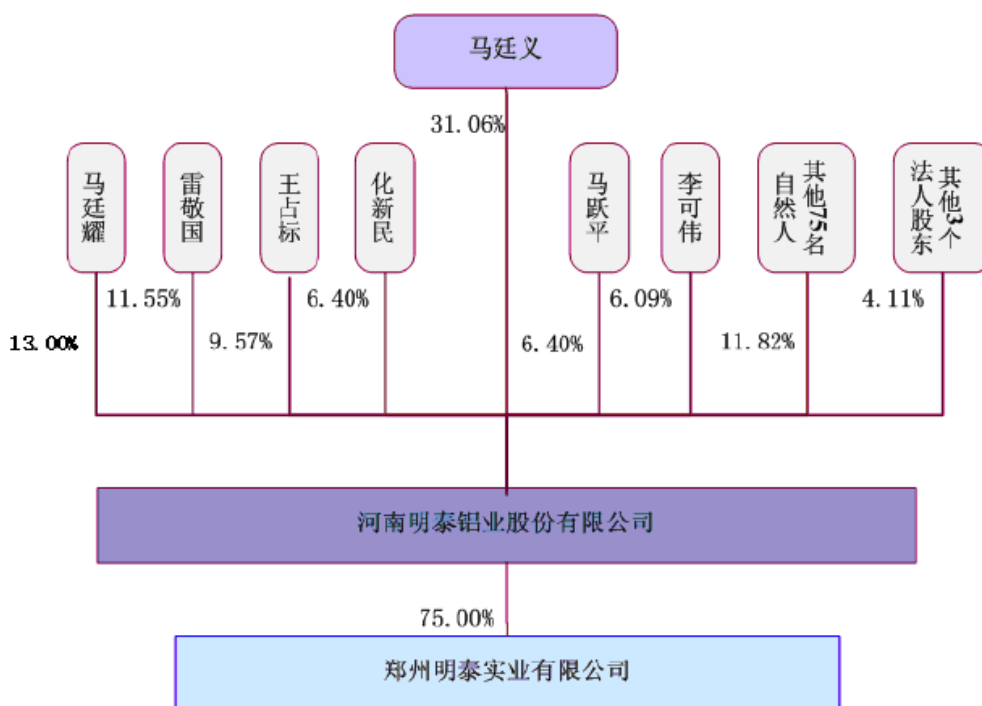
钢铁行业高级分析师：刘彦奇
SAC 执业证书编号：S0850207120452
liuyq@htsec.com
021-23219391
联系人：刘博
Liub5226@htsec.com
021-23219401

公司作为铝加工企业，从事铝板带箔产品的生产和销售业务，主要产品包括印刷铝版基（CTP 版基、PS 版基）、合金板类、复合铝板带箔（钎焊料）、电子箔、包装箔及其他铝板带箔材等。公司产品广泛用于印刷制版、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，产量超过 28 万吨/年。近年来，公司一直位居中国铝板带箔行业前 3 强，是国内铝轧制行业的龙头企业之一。

1. 管理层对公司控制力较强

公司本次发行前的总股本为 34100 万股，本次拟发行不超过 6000 万股人民币普通股，本次发行的股份占发行后总股本的比例为 14.96%。公司控股股东及实际控制人为马廷义先生。发行前，马廷义先生持有公司 10591.68 万股股份，占总股本的 31.06%，发行后占公司总股本的 26.41%。公司拥有的唯一一家控股子公司郑州明泰（75%）主要从事铝箔、合金板、印刷用 PS 版的生产、销售及技术服务。

图 1 公司发行前股权结构图



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

2. 我国铝板带箔生产能力增长迅速，但规模优势并不明显

我国铝板带箔生产情况呈现出总产能在世界范围内占比高，但企业平均产能低，规模优势不明显的特征。截至 2010 年，我国铝板带产能和产量分别为 725 万吨和 630 万吨，产能和产量分别约占全球的 27.4%和 25.4%；铝箔产能和产量分别达到 213 万吨和 190 万吨，产能和产量分别约占全球的 37%和 43%；全国 240 家铝板带轧制企业平均产能仅为 2.63 万吨，143 家铝箔企业平均产能仅为 1.33 万吨。可见，我国铝轧制企业生产规模明显低于全球平均水平，更低于工业发达国家。

表 1 2001-2010 年我国铝板带和铝箔产能、产量迅速增长（万吨）

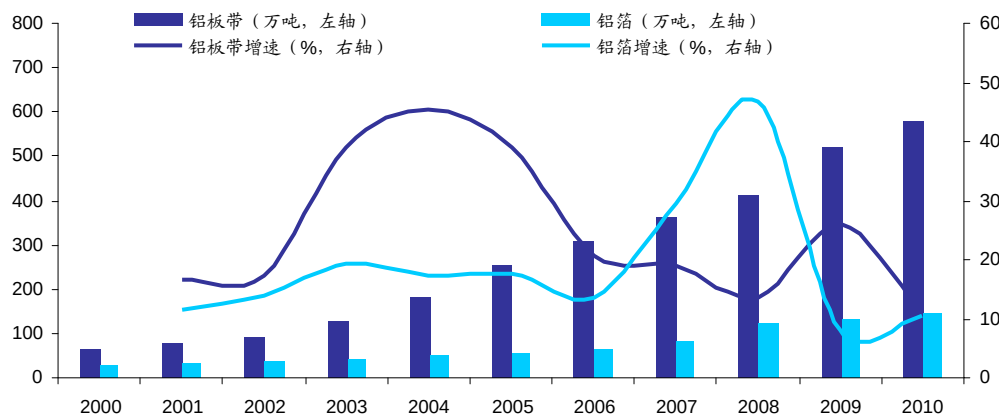
年份	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
铝板带	产能	170	200	250	320	430	500	544	625	725
	产量	52	60.9	91.9	145	222	283	451	525	630
	产能率用率（%）	30.59	30.45	36.76	45.31	51.63	62.89	72.00	84.00	86.90
铝箔	产能	36	45	50	68.5	93.6	115	130	178.3	213
	产量	28.1	32.5	39.5	49	62.5	76	109.8	162	190
	产能率用率（%）	78.06	72.22	79.00	71.53	66.77	66.09	84.46	87.57	89.20

资料来源：尚轻时代，招股说明书，海通证券研究所

3. 国内铝板带箔消费旺盛

从消费量来看，随着国内建筑、交通、包装、机械、电子、电器等下游行业的需求旺盛以及各种采用铝板带箔制作的制品出口的大幅增长，铝板带箔的消费持续增加。据统计，2010 年，我国铝板带、铝箔消费量分别达到 577 万吨、145.5 万吨，2001-2010 年均增长率分别为 25.2%和 19.2%。

图 2 2000-2010 年我国铝板带箔消费旺盛



资料来源：尚轻时代，招股说明书，海通证券研究所

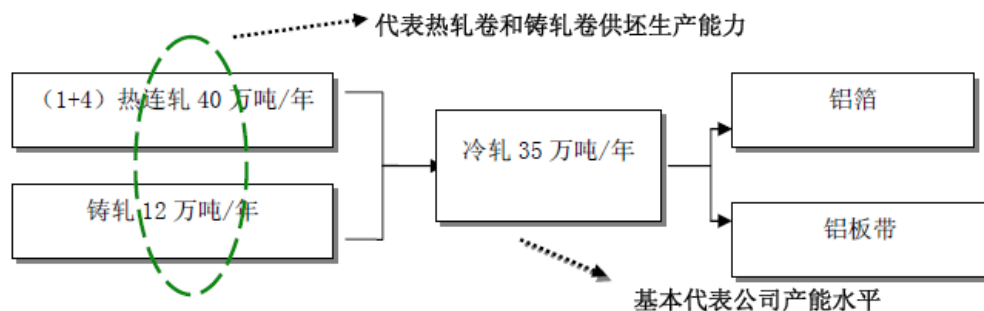
在铝板带的消费结构方面，普通的传统应用领域，如五金铝制品、耐用消费品、建筑装饰以及铝箔坯料合计占据其总消费量的近一半。随着铝轧制技术装备水平的提升，高精铝板带国产化进程的加快和高端应用市场的开发，以汽车为代表的交通运输业、以 CTP 版基为代表的印刷版基和以易拉罐为代表的包装容器用铝板带消费比例开始有所提升。

在铝箔的消费结构方面，其主要消费领域为热传输产业、包装行业、电力电子行业等。从中国铝箔消费发展趋势看，随着下游产业消费材料升级换代和铝箔质量提升与生产成本降低，铝箔在包装业、电力电子、家用箔制品的比例仍将继续上升。

4. 公司加速向高附加值的产品发展

近年来，公司不断加大设备优化和技术研发投入力度，致力于高附加值、高精度、高成长性、高性能产品的研发与生产。公司新增产品包含 CTP 版基、电子箔、复合铝板带箔等几种代表铝轧制行业尖端技术的产品。报告期内，公司技术含量高、附加值大、竞争力强的高精产品比例不断提高。

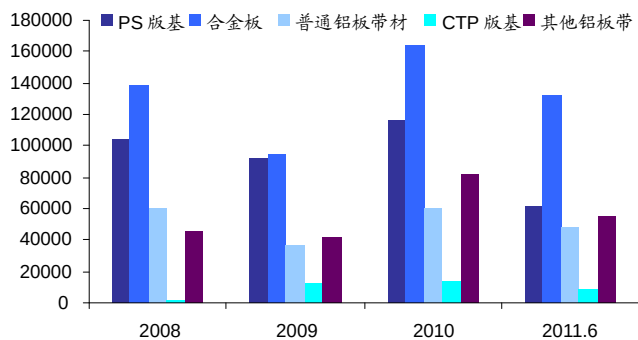
图 3 公司各工序生产能力分布



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

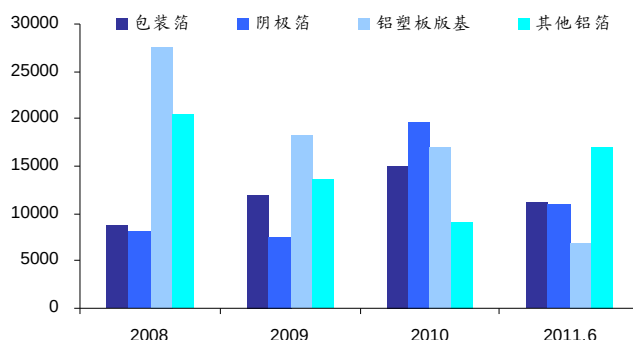
从主营业务收入来源看，公司收入主要集中在 PS 版基、合金板等高精产品。从主营业务收入构成变化趋势来看，PS 版基、合金板等高精产品在主营业务收入构成中所占比例有明显提高。公司不断开发附加值更高、市场前景广阔的新产品如 CTP 版基、复合铝板带箔、电子箔、包装箔等。普通铝板带材、铝塑板板基及低档次的其他部分铝箔等低端产品在主营业务收入构成中所占比例则有明显降低。

图 4 2008-2011.6 铝板带营收结构（万元）



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

图 5 2008-2011.6 铝箔营收结构（万元）



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

同行业上市公司中与公司业务类似的企业包括宁波富邦、栋梁新材、常铝股份和鲁丰股份。宁波富邦主要生产铝板带产品，栋梁新材除了生产铝板带产品，也生产铝型材、从事铝锭贸易业务。从下表可以看出，公司铝板带产品毛利率与同行业上市公司基本相当。

表 2 同行业上市公司铝板带产品毛利率比较（%）

公司名称	2008 年	2009 年	2010 年
宁波富邦	0.81	9.43	5.67
栋梁新材	8.64	10.79	9.28
明泰铝业	4.76	9.62	9.80

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

常铝股份和鲁丰股份主要生产铝箔。与这两家上市公司相比，公司毛利率略低，主要原因是公司采取薄利多销、规模效率型的经营策略，以规模优势降低单位产品成本，提高资产使用效率。因此，虽然毛利率水平略低，但是综合盈利能力超过同行可比公司。

表3 同行业上市公司铝箔产品毛利率比较（%）

公司名称	2008 年	2009 年	2010 年
常铝股份	9.86	10.01	9.96
鲁丰股份	14.16	16.53	13.74
明泰铝业	3.55	8.11	9.91

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

5. 公司募投项目分析

本次募集资金投资项目是铝板带箔生产线技术改造项目，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。本次募集资金项目是围绕公司的主营业务进行，用于扩大公司 CTP 版基等高附加值、高精铝板带箔的生产规模。

表4 募投项目产品方案

序号	产品	合金牌号	规格范围	产能 (吨)	技术条件	备注
1	铝板材	1,3,5 系,F,H,O	0.3-40*1000- 1600*2000-12000	20,000	-	-
1.1	合金板	3003,F	-	8,000	GB/T3880-2006	-
1.2	合金板	5052,F	-	4,000	GB/T3880-2006	-
1.3	合金板	5052,H24	-	8,000	GB/T3880-2006	-
2	铝带材	1,3,5 系,434,H,O	0.3-2.0*50-1600	55,000	-	-
2.1	CTP 版基	1060,H18	-	30,000	YS/T421-2007	结构调整
2.2	CTP 版基	1060,H18	-	20,000	YS/T421-2007	产品升级
2.3	复合带	434,O	-	5,000	企业标准	-
3	铝箔	1,3 系,434,H,O	0.02-0.2*15-1500	25,000	-	-
3.1	复合箔	434,H14	-	5,000	YS/T446-2002	-
3.2	阴极箔	1070A,H19	-	4,000	GB/T3615-2007	-
3.3	阳极箔	1A99,O	-	6,000	GB/T3615-2007	-
3.4	药用铝箔	1060,O	-	4,000	GB/T3198-2003	-
3.5	家用铝箔	1235,O	-	6,000	GB/T3198-2003	-
合计				100,000	-	-

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

本次募集资金投资项目建设期 1.5 年，预计投产后第三年完全达产。项目投产后，公司将抢占市场先机，占领铝深加工的制高点，伴随着毛利高的 CTP 版基高附加值、高精铝板带箔产品的批量生产，公司综合毛利率将明显提升，盈利能力将明显增强。

6. 盈利预测

我们预测2011-2013年，公司EPS分别为0.86元、1.17元和1.61元，结合同行业的估值水平，我们给予公司2011年25-30倍的PE，对应的价值区间为21.50-25.80元。

7. 风险提示

原材料价格波动风险；募投项目能否按时达产的风险；税收政策变化风险；汇率风险。

信息披露

分析师声明

刘彦奇：钢铁行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：宝钢股份（600019.SH）、鞍钢股份（000898.SZ）、武钢股份（600005.SH）、河北钢铁（000709.SZ）、太钢不锈（000825.SZ）、八一钢铁（600581.SH）、酒钢宏兴（600307）、杭钢股份（600126.SH）、重庆钢铁（601005.SZ）、安阳钢铁（600569）、凌钢股份（600231）、黄河旋风（600172.SH）、豫金刚石（300064.SZ）、四方达（300179.SZ）。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;	类别	评级	说明
	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上; 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
		中性	
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。