

何卫江

执业证书编号: S0730511050001

021-50588666-8036

hewj@ccnew.com

出口损害盈利能力

——明泰铝业(601677)点评报告

证券研究报告-公司点评

增持(首次)

发布日期: 2012年4月20日

报告关键要素:

2011年海外市场拓展以消化产能,但是外部经济低迷,内外铝价倒挂,出口损害了整理盈利能力。当前国内市场相对稳定,加工费平稳,随着加大国内市场销售,整体盈利水平有望逐步提高。

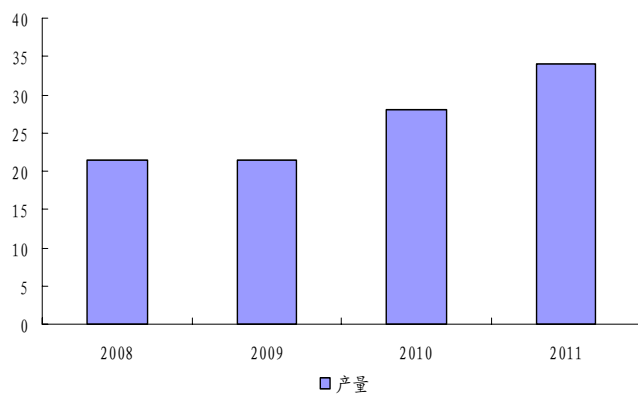
事件:

- 明泰铝业(601677)公布2011年报及2012年一季度。

点评:

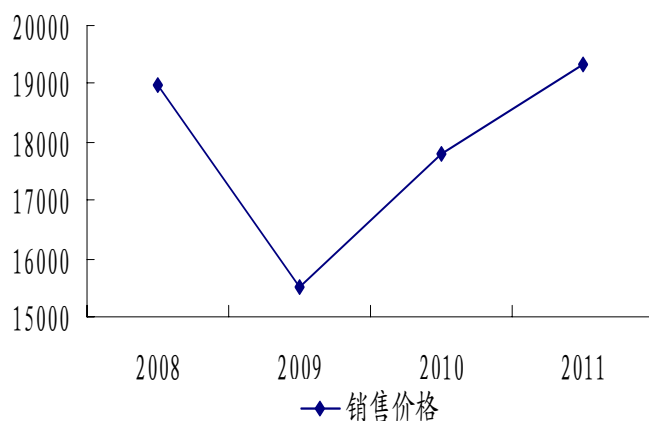
- **产量上升推动收入增长。**2011年公司实现营业收入65.73亿元,同比增长31.74%,归属上市公司股东净利润2.56亿元,同比增长6.36%,基本每股收益0.71元。推动收入增长主要原因是公司产量上升,2011年产品产量34万吨,同比增长23%;2011年产品平均销售价格为19333元/吨,同比上涨8.54%。2012年一季度实现营业收入12.77亿元,同比下降16.68%,净利润1655万元,同比下降72%。通常一季度是销售的淡季,此外一季度中国GDP增长8.1%,经济明显放缓也影响了下游需求。

图1: 产品产量 单位: 万吨



资料来源:公司公告

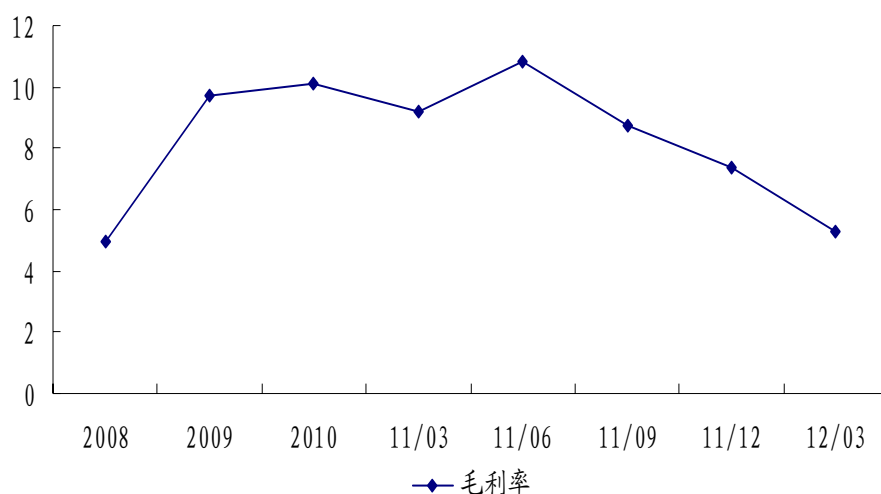
图2: 平均销售价格 单位: 元/吨



资料来源:公司公告

- **出口业务导致盈利能力下降。**公司经营模式是铝价+加工费,2011年公司综合毛利率为8.65%,下降1.16个百分点,按季度来看,毛利率逐季下滑,从2011年二季度的10.85%,单边下降到2012年一季度5.28%。毛利率的快速下滑,严重削弱了公司净利润增速,2011年如果保持2010年毛利率水平,净利润增加0.57亿元,增速29.87%,与收入增速基本匹配。

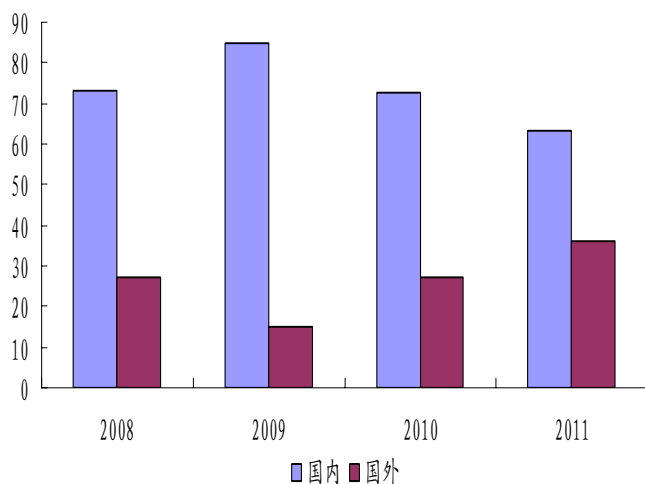
图3: 综合毛利率 单位: %



资料来源: 公司公告

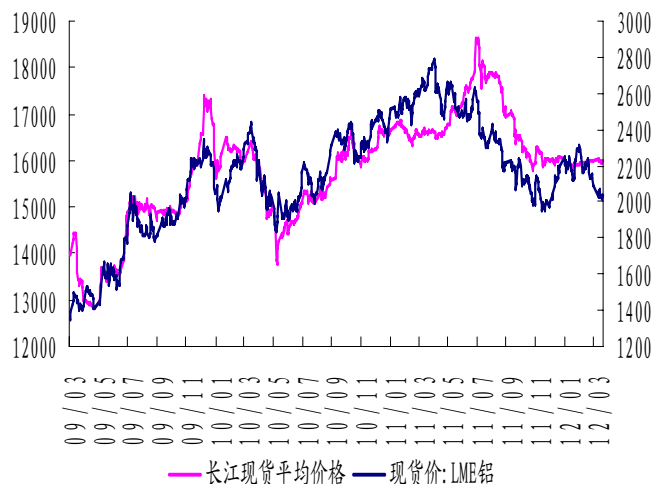
出口盈利能力下降是毛利率下滑的主要原因。随着产能扩张,公司加大了海外市场的开拓,2011年出口海外23.76亿元,同比涨74.76%,出口比例36.13%,较2010年提高8.88个百分点。海外业务模式是国内采购铝锭,按照长江现货铝计价,出口销售铝产品价格按照伦铝现货价格+加工费。2011年以来欧洲债务危机、美国经济疲软和中国需求放缓,导致伦铝现货价格疲软,内外铝价倒挂,出口铝产品盈利能力下降。

图4: 内外市场份额 单位: %



资料来源: 公司公告

图5: 长江和伦敦现货铝价格 单位: 元/吨, 美元/吨



资料来源: wind资讯

- **三项费用基本合理。**2011年三项费用合计2.24亿元,同比增长29.47%。其中管理费用0.89亿元,同比增长37.99%,主要是薪酬增加50%,上市费用600万元。销售费用0.99亿元,同比增长39.74%,财务费用0.36亿元,同比减少5.26%。
- **募投项目有望2012年底完成。**募投项目包括新增产能5万吨,升级换代产能2万吨,结构调整替代品产能3万吨,总投资7.03亿元,建设周期1.5年,投产后三年达产,2011年末项目进度30%。

- **给予增持评级。**2011年公司产能释放伴随着外部市场低迷，内外铝价倒挂，导致出口业务损害了公司整理盈利能力，与此同时国内铝加工市场相对稳定，加工费平稳，二季度公司将采取措施减少出口，加大国内市场销售，以提高整体盈利水平。预计2季度开始公司整体盈利水平逐季回升，2013年募投项目逐步释放产量，2012-2013年每股收益0.56元、0.80元，按照最新收盘价对应PE为24倍和17倍，估值基本合理，给予“增持”评级。
- **风险提示：**国内铝加工市场竞争激烈，加工费下滑。

盈利预测

	2010	2011	2012E	2013E
营业收入（亿元）	49.90	65.73	67.66	74.00
增长比率（%）	51.67	31.72	2.93	9.37
净利润（亿元）	2.41	2.56	2.02	2.88
增长比率（%）	69.72	6.22	-21.09	42.57
每股收益（元）	0.69	0.71	0.56	0.80
市盈率（倍）	19.42	18.87	23.92	16.75

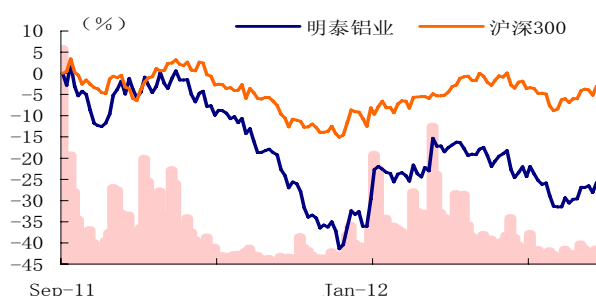
市场数据（2012年04月19日）

收盘价（元）	13.40
一年内最高/最低（元）	19.48/10.52
沪深300指数	2596.06
市净率（倍）	2.15
流通市值（亿元）	8.04

基础数据（2012年03月31日）

每股净资产（元）	6.24
每股经营现金流（元）	(.2)
毛利率（%）	5.27
净资产收益率（%）	0.66
资产负债率（%）	19.53
总股本/流通股（万股）	40,100/6,000
B股/H股（万股）	/

个股相对沪深300指数走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司(以下简称公司)所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。