

新疆众和（600888）：2009年盈利大幅好转，2010年稳步增长可期

有色行业/铝

增持(维持)

当前股价: 17.88 元

报告日期: 2010 年 2 月 9 日

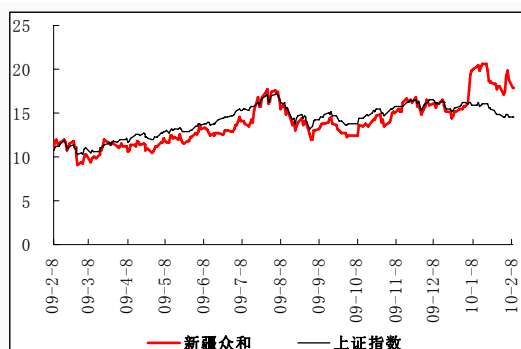
主要财务指标（单位：百万元）

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	974	1059	1202	1325
(+/-)	-7.9%	8.8%	13.4%	10.3%
营业利润	121	193	254	305
(+/-)	-18.6%	59.8%	31.4%	20.5%
归属于母公司的净利润	100	182	224	272
(+/-)	-16.7%	82.0%	22.8%	21.3%
每股收益(元)	0.28	0.52	0.64	0.77
市盈率(倍)	53	34	28	23

公司基本情况（2009 年 12 月 31 日）

总股本/已流通股（万股）	35,206/34,206
流通市值（亿元）	53.77
每股净资产（元）	5.38
资产负债率（%）	29.38

股价表现（最近一年）



天相钢铁有色组

联系人: 闫磊

电话: 010-66045581

邮箱: yanl@txsec.com

服务热线: 010-66045555

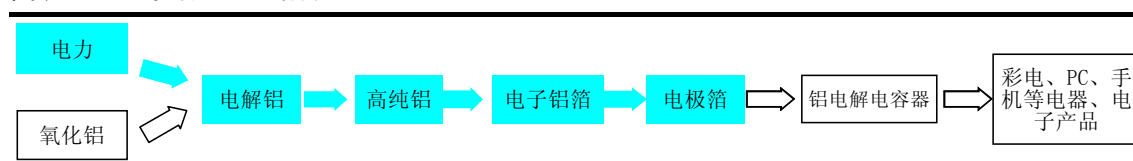
服务邮箱: service@txsec.com

- 2009 年公司实现营业收入 10.59 亿元，同比增长 8.8%；营业利润 1.93 亿元，同比增长 59.8%；归属于母公司所有者净利润 1.82 亿元，同比增长 82.0%；实现基本 EPS 为 0.52 元，扣除非经常性损益后的基本 EPS 为 0.47 元；年度分红方案为每 10 股拟派发现金股息 0.6 元（含税）。2009 年第四季度实现营业收入 3.60 亿元，同比增长 183.1%；实现归属于母公司所有者净利润 5769 万元；单季度实现 EPS 为 0.16 元。
- 盈利能力大幅好转。**公司的主打产品包括高纯铝和电子铝箔，在国内该领域中具有较强的垄断优势。2009 年以来，随着下游彩电、PC、手机等行业的稳步复苏，公司订单充足，产销两旺，这是公司 2009 年收入利润双双增长的首要原因。除此之外，使公司净利润同比大幅增长 82.0% 的原因还包括：1) 由于 2008 年四季度铝价暴跌，公司当年计提了 5079 万元的资产减值损失，严重削弱了 2008 年的盈利水平；2) 由于收到的存款利息增加等原因，2009 年公司财务费用为 801 万元，同比下降 66.6%；3) 对无锡众和子公司的股权清算，2009 年投资收益为 1303 万元，而 2008 年为 -17 万元；4) 确认政府补助款，2009 年公司营业外收入 2039 万元，同比增长 203.6%。
- 2009 年毛利率有所下降，但长期仍看好。公司在国内高纯铝及电子铝箔领域具有垄断优势，目前分别具有高纯铝和电子铝箔产能 3.5 万吨/年和 2 万吨/年，国内市场占有率高达 70% 和 60%，且得益于公司完整的产业链条和疆内廉价的电力价格，公司长期享有较高的毛利率，2007 年和 2008 年的毛利率分别为 32.4% 和 30.7%。随着市场进入者的增加和下游电子铝箔厂商需求的减少，2009 年公司高纯铝业务毛利率下降幅度很大，导致 2009 年公司综合毛利率为 27.0%，较前两年有较大幅度的下滑，但我们认为公司未来公司毛利率将稳步回升：1) 下游需求的持续复苏；2) 公司于 2008 年非公开发行的募投项目陆续投产，公司电子铝箔、高纯铝杆铝丝产能逐步释放，将减少高纯铝的外销量；3) 公司正在兴建配套热电厂，电力自给率不断提升，从而降低生产成本。
- 电铝深加工一体化仍是主要看点。**公司的主营业务是高纯铝、电子铝箔、电极箔的生产和销售，同时自产电解铝并有自备电厂，目前自备电厂能够满足公司 50% 左右的用电需求，

公司具有“电力-电解铝-高纯铝-电子铝箔-电极箔”完整的产业链。目前正在建设 2×150 兆瓦热电联产机组及相关配套设施，投资期限定为 17 个月，该项目建成投产后，预计年平均节约成本 1.54 亿元，公司可基本实现电力全部自给，预计到 2011 年该项目会对公司盈利产生实质性影响。

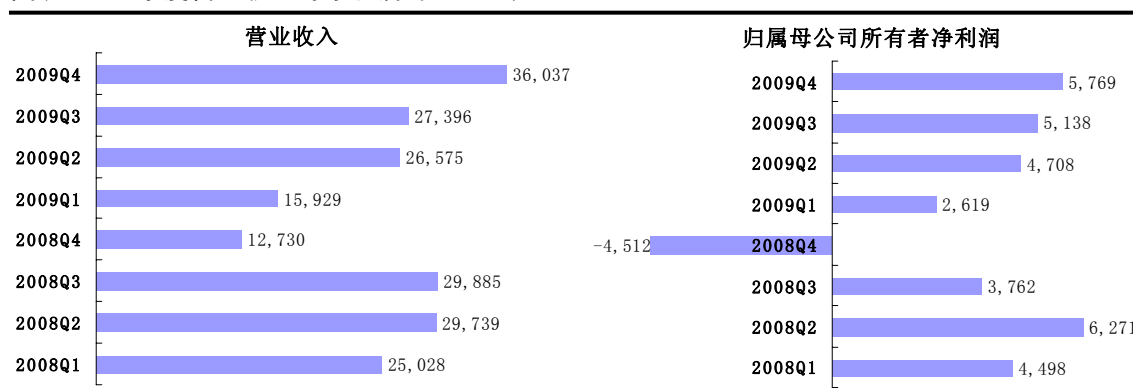
- **盈利预测：**预计公司 2010 年实现归属于母公司所有者净利润 2.24 亿元，同比增长 22.8%，给予 2010 年和 2011 年公司实现 EPS 分别为 0.64 元和 0.77 元的盈利预测，按照 2 月 8 日 17.88 元的收盘价测算，对应的动态 P/E 分别为 28 倍和 23 倍，维持公司“增持”的投资评级。
- **风险提示：**1) 铝价大幅波动风险；2) 热电厂项目变化风险。

图表 1：公司的产业链结构



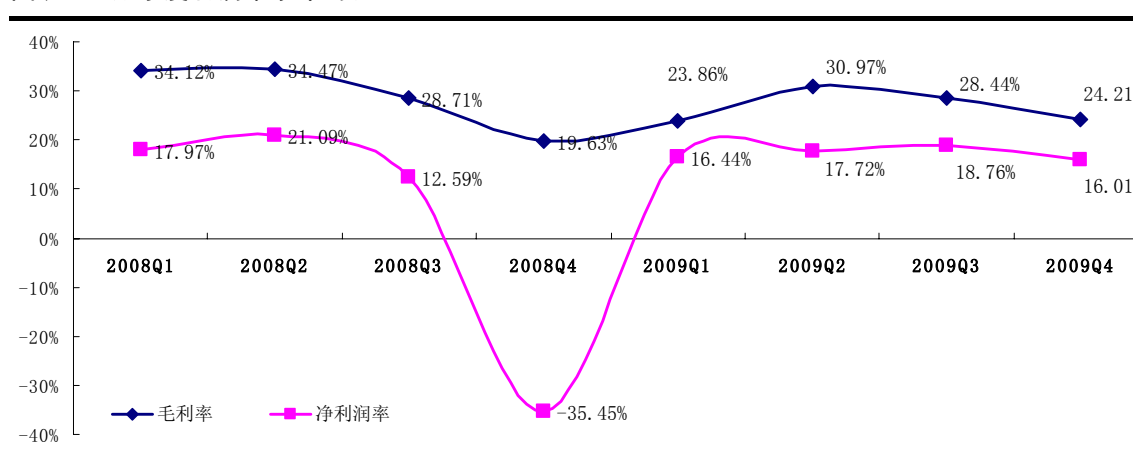
资料来源：天相投顾

图表 2：分季度营业收入与净利润对比（万元）



资料来源：天相投顾

图表 3：分季度利润率水平对比



资料来源：天相投顾

图表 4：新疆众和盈利预测（万元）

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	97,383	105,938	120,150	132,500
增长率 (%)	15.04%	8.79%	13.42%	10.28%
减：营业成本	67,512	77,393	82,300	88,510
毛利率 (%)	30.67%	26.95%	31.50%	33.20%
营业税金及附加	580	609	750	850
销售费用	2,750	3,146	3,250	3,500
管理费用	6,975	6,547	6,600	6,800
财务费用	2,398	801	2,000	2,500
费用合计	12,122	10,495	11,850	12,800
期间费用率 (%)	12.45%	9.91%	9.86%	9.66%
资产减值损失	5,079	-552	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-17	1,303	100	200
营业利润	12,074	19,297	25,350	30,540
增长率 (%)	-28.81%	59.83%	31.37%	20.47%
营业利润率 (%)	12.40%	18.22%	21.10%	23.05%
加：营业外收入	672	2,039	1,000	1,500
减：营业外支出	222	211	400	500
利润总额	12,523	21,125	25,950	31,540
增长率 (%)	-26.92%	68.69%	22.84%	21.54%
利润率 (%)	12.86%	19.94%	21.60%	23.80%
减：所得税费用	2,521	2,896	3,500	4,300
所得税率 (%)	20.13%	13.71%	13.49%	13.63%
净利润	10,002	18,229	22,450	27,240
增长率 (%)	-31.08%	82.25%	23.16%	21.34%
净利润率 (%)	10.29%	17.21%	18.64%	20.50%
归属于母公司所有者的净利润	10,019	18,234	22,390	27,160
增长率 (%)	-31.05%	81.99%	22.79%	21.30%
少数股东损益	-17	-6	60	80
摊薄每股收益(元)	0.28	0.52	0.64	0.77

资料来源：天相投顾

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路 1825 号嘉恒商务大厦 A 座 1005 室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100