

**铝**

杨国萍

执业证书编号: S0960209060280

0755-82026714

yangguoping@cjis.cn

张镭

执业证书编号: S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

**6-12 个月目标价:** 20.00 元

当前股价: 15.82 元

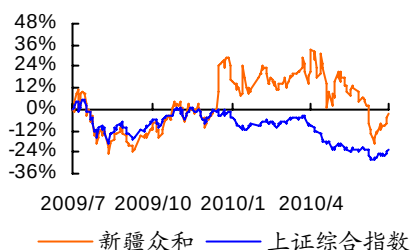
评级调整: 维持

**基本资料**

|          |         |
|----------|---------|
| 上证综合指数   | 2562.41 |
| 总股本(百万)  | 352     |
| 流通股本(百万) | 342     |
| 流通市值(亿)  | 54      |
| EPS (E)  | 0.58    |
| 每股净资产(元) | 5.38    |
| 资产负债率    | 29.4%   |

**股价表现**

| (%)    | 1M    | 3M     | 6M     |
|--------|-------|--------|--------|
| 新疆众和   | -7.16 | -18.33 | -14.03 |
| 上证综合指数 | -1.02 | -14.57 | -18.10 |



**相关报告**

新疆众和-产能扩张、结构优化、需求逐步恢复、业绩有望回升 2009-7-20

新疆众和-下游需求进一步恢复、募投项目进展顺利, 未来两年业绩将稳定增长

2010-1-07

新疆众和 09 年业绩符合预期 未来两年业绩存在超预期的可能 2010-2-09

**新疆众和**

**600888**

**推荐**

**产能扩张、结构优化以及成本进一步降低, 公司发展步伐加快**

新疆众和今日公告了 07 年非公开发行募集资金项目实施进展及进一步明确了节余募集资金的用途, 至此, 公司 07 年募集资金运用全部确定。本次涉及项目主要包括以下 3 个:

- 1、募投项目 1.5 万吨/年的电子铝箔项目二期 7000 吨实施地点变更至 2\*150 兆瓦热点联产发电机组所在的甘泉堡新材料工业园区内;
- 2、以募投项目节余资金 8842 万元在甘泉堡新建 500 万平米高压电极箔产能, 该项目所需资金不足部分 4083 万元由公司自筹;
- 3、调减高纯铝板锭铸造及技术改造项目资金额 5472 万元投入新材料技术中心项目。

随着公司项目建设加快、产能进一步扩张、产品结构进一步高端化, 以及发电机组的建设有望全面降低公司整个产业链的生产成本, 我们认为, 公司进入更快的发展时期, 未来盈利能力将明显提升、业绩将快速增长。

**投资要点:**

- 电子铝箔二期 7000 吨产能实施地点进一步明确表明该项目的建设进度将加快。公司 1.5 万吨/年电子铝箔一期 8000 吨产能已经于 09 年建成投产, 受金融危机影响, 二期产能建设进度有所放缓, 目前公司所处环境恢复良好, 公司上半年产能慢负荷运转。我们认为, 公司此次进一步明确建设地点表明项目建设进程加快, 预计 11 年年末建成投产。同时, 公司高纯铝二期 5000 吨的产能有望 10 年年内建成投产。
- 电极箔产能扩张将进一步提升公司的盈利能力。公司电极箔产品本身盈利能力非常强, 该项目预计 11 年底建成, 届时, 公司电极箔产能将有目前的 1000 吨扩张到 2300 吨左右, 该项目的实施将会明显提升公司业绩水平。
- 不排除公司在甘泉堡工业园内继续完善和做大产业链, 发电机组的建成也将使公司整个产业链成本明显下降。公司目前用电 1/3 左右来源于网电, 含税价格 0.42 元/kwh, 其余为自备电, 发电完全成本 0.20 元/kwh 左右。新的发电机组的建成将会进一步降低生产成本, 使得公司产品更具有竞争优势。我们推测, 公司未来很有可能在甘泉堡工业园内进一步完善能源-高纯铝-电子铝箔-电极箔的产业链。
- 给予公司推荐的投资评级。我们预测公司 10-12 年 EPS 为 0.67、0.80、EPS1.23 元, 给予公司推荐的投资评级, 未来 6-12 个月目标 20 元。

**主要财务指标**

| 单位: 百万元       | 2009    | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 1059.38 | 1969.23 | 2198.80 | 2924.96 |
| 同比(%)         | 8.79%   | 85.89%  | 11.66%  | 33.02%  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 182.34  | 237.36  | 280.73  | 431.54  |
| 同比(%)         | 81.99%  | 30.17%  | 18.27%  | 53.72%  |
| 毛利率(%)        | 26.95%  | 23.89%  | 25.24%  | 27.66%  |
| ROE(%)        | 9.62%   | 11.24%  | 11.74%  | 15.29%  |
| 每股收益(元)       | 0.52    | 0.67    | 0.80    | 1.23    |
| P/E           | 30.54   | 23.46   | 19.84   | 12.91   |
| P/B           | 2.94    | 2.64    | 2.33    | 1.97    |
| EV/EBITDA     | 17.51   | 13.31   | 10.50   | 7.19    |

资料来源: 中投证券研究所

**表 1 2007 年非公开发行基本情况**

|        |            |
|--------|------------|
| 发行时间   | 2008 年 1 月 |
| 发行数量   | 5400 万股    |
| 发行价格   | 19.50 元    |
| 募集资金总额 | 105300 万元  |
| 募集资金净额 | 102408 万元  |

资料来源：公司公告、中投证券研究所

**表 2 调整后 2007 年非公开发行募集资金运用**

| 序号 | 项目                       | 拟投入资金<br>(万元) | 实际投入<br>(万元) | 备注                                  |
|----|--------------------------|---------------|--------------|-------------------------------------|
| 1  | 年产 1.5 万吨联合法生产高品质高纯铝项目   | 24800         | 15958        | 节余 8842 万元，投入电极箔                    |
| 2  | 高纯铝板锭及制品技术改造项目           | 12431         | 6959         | 节余 5472 万元，投入材料技术中心                 |
| 3  | 电子铝箔生产线精整技术改造项目          | 10220         | -            | -                                   |
| 4  | 年产 1.5 万吨非铬酸电子铝箔高技术产业化项目 | 47000         | -            | -                                   |
| 5  | 电子新材料技术中心                | 10100         | -            | 项目 2 节余 5472 万元投入该项目，不足部分 128 万自筹   |
| 6  | 500 万平米电极箔               | 12925         | -            | 项目 1 节余 8842 万元投入此项目，不足部分 4083 万元自筹 |

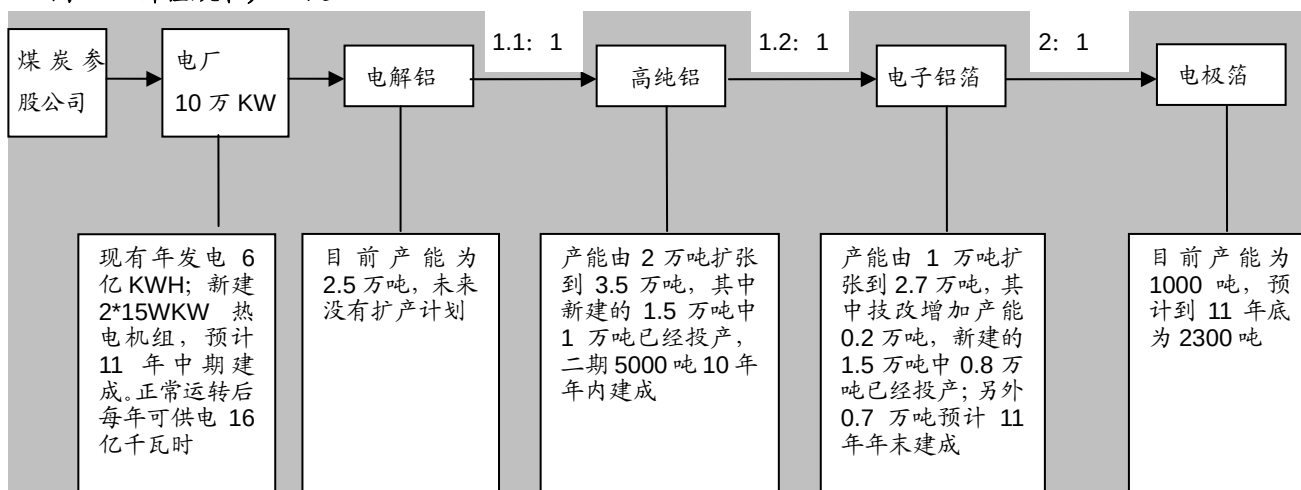
资料来源：公司公告、中投证券研究所

**图 1 2007 年非公开发行认购情况**

| 序号 | 发行对象名称           | 认购数量<br>(万股) | 认购金额<br>(万元) | 限售期限  |
|----|------------------|--------------|--------------|-------|
| 1  | 特变电工股份有限公司       | 1,000        | 19,500       | 36 个月 |
| 2  | 北京新世界数字多媒体技术有限公司 | 800          | 15,600       | 12 个月 |
| 3  | 鹏华基金管理有限公司       | 600          | 11,700       | 12 个月 |
| 4  | 新疆新能担保有限责任公司     | 500          | 9,750        | 12 个月 |
| 5  | 新疆凯迪投资有限责任公司     | 500          | 9,750        | 12 个月 |
| 6  | 华凌畜牧产业开发有限公司     | 500          | 9,750        | 12 个月 |
| 7  | 北京怡广投资管理有限公司     | 500          | 9,750        | 12 个月 |
| 8  | 上海宏联创业投资有限公司     | 500          | 9,750        | 12 个月 |
| 9  | 广发基金管理有限公司       | 500          | 9,750        | 12 个月 |
| 合计 |                  | 5,400        | 105,300      |       |

资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 新疆众和产业链



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 3 新疆众和高纯铝产量及外销量预测 (万吨)

|       | 2008 年 | 2009 年 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 高纯铝产能 | 2      | 3      | 3.5   | 3.5   | 3.5   |
| 高纯铝产量 | 2      | 2.6    | 3.2   | 3.5   | 3.5   |

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 4 新疆众和电子铝箔产量预测 (万吨)

|        | 2008 年 | 2009 年 | 2010E | 2011E | 2012E |
|--------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 电子铝箔产能 | 1      | 2      | 2     | 2.7   | 2.7   |
| 电子铝箔产量 | 1      | 1.6    | 2.2   | 2.5   | 2.7   |
| 其中: 高压 | 0.55   | 0.8    | 1.2   | 1.4   | 1.6   |
| 低压     | 0.45   | 0.8    | 1     | 1.1   | 1.1   |

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 5 新疆众和电极箔产量预测 (万吨)

|       | 2008 年 | 2009E | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 电极箔产能 | 0.1    | 0.1   | 0.1   | 0.23  | 0.23  |
| 电极箔产量 | 0.05   | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.23  |

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表

| 资产负债表          |             |              |              |              | 利润表              |             |              |              |              |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 会计年度           | 2009        | 2010E        | 2011E        | 2012E        | 会计年度             | 2009        | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
| <b>流动资产</b>    | 1637.0      | 1443.1       | 1594.3       | 2112.7       | <b>营业收入</b>      | 1059.3      | 1969.2       | 2198.8       | 2924.9       |
| 现金             | 789.99      | 393.85       | 439.76       | 584.99       | 营业成本             | 773.93      | 1498.8       | 1643.8       | 2115.9       |
| 应收账款           | 86.94       | 165.04       | 177.65       | 252.82       | 营业税金及附加          | 6.09        | 9.85         | 10.99        | 14.62        |
| 其它应收款          | 5.95        | 64.98        | 72.56        | 96.52        | 营业费用             | 31.46       | 59.08        | 65.96        | 87.75        |
| 预付账款           | 291.36      | 149.88       | 164.38       | 211.60       | 管理费用             | 65.47       | 118.15       | 131.93       | 175.50       |
| 存货             | 305.54      | 374.03       | 410.21       | 528.04       | 财务费用             | 8.01        | 4.07         | 15.84        | 23.43        |
| 其他             | 157.22      | 295.38       | 329.82       | 438.74       | 资产减值损失           | -5.52       | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| <b>非流动资产</b>   | 1045.3      | 1317.0       | 1570.4       | 1791.4       | 公允价值变动收益         | 0.00        | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 长期投资           | 39.24       | 45.20        | 40.75        | 41.11        | 投资净收益            | 13.03       | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 固定资产           | 843.56      | 1173.6       | 1449.2       | 1678.7       | <b>营业利润</b>      | 192.97      | 279.25       | 330.28       | 507.70       |
| 无形资产           | 62.79       | 62.79        | 62.79        | 62.79        | 营业外收入            | 20.39       | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 其他             | 99.75       | 35.37        | 17.69        | 8.84         | 营业外支出            | 2.11        | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| <b>资产总计</b>    | 2682.3      | 2760.1       | 3164.8       | 3904.2       | <b>利润总额</b>      | 211.25      | 279.25       | 330.28       | 507.70       |
| <b>流动负债</b>    | 416.63      | 407.77       | 531.74       | 839.53       | 所得税              | 28.96       | 41.89        | 49.54        | 76.15        |
| 短期借款           | 95.00       | 120.87       | 215.92       | 430.16       | <b>净利润</b>       | 182.29      | 237.36       | 280.73       | 431.54       |
| 应付账款           | 119.49      | 224.82       | 246.57       | 317.39       | 少数股东损益           | -0.06       | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 其他             | 202.13      | 62.07        | 69.25        | 91.98        | <b>归属于母公司净利润</b> | 182.34      | 237.36       | 280.73       | 431.54       |
| <b>非流动负债</b>   | 371.54      | 242.00       | 242.00       | 242.00       | EBITDA           | 290.34      | 381.96       | 483.97       | 707.00       |
| 长期借款           | 242.00      | 242.00       | 242.00       | 242.00       | EPS (元)          | 0.52        | 0.67         | 0.80         | 1.23         |
| 其他             | 129.54      | 0.00         | 0.00         | 0.00         | <b>主要财务比率</b>    |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 788.17      | 649.77       | 773.74       | 1081.5       | <b>会计年度</b>      | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> |
| 少数股东权益         | -0.49       | -0.49        | -0.49        | -0.49        | <b>成长能力</b>      |             |              |              |              |
| 股本             | 352.06      | 352.06       | 352.06       | 352.06       | 营业收入             | 8.79%       | 85.89%       | 11.66        | 33.02%       |
| 资本公积           | 1037.1      | 1037.1       | 1037.1       | 1037.1       | 营业利润             | 59.83       | 44.71%       | 18.27        | 53.72%       |
| 留存收益           | 505.47      | 721.71       | 1002.4       | 1433.9       | 归属于母公司净利润        | 81.99       | 30.17%       | 18.27        | 53.72%       |
| 归属母公司股东权益合计    | 1894.6      | 2110.8       | 2391.6       | 2823.1       | <b>获利能力</b>      |             |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b> | 2682.3      | 2760.1       | 3164.8       | 3904.2       | 毛利率              | 26.95       | 23.89%       | 25.24        | 27.66%       |
| <b>现金流量表</b>   |             |              |              |              | 净利率              | 17.21       | 12.05%       | 12.77        | 14.75%       |
| 单位:百万元         |             |              |              |              | ROE              | 9.62%       | 11.24%       | 11.74        | 15.29%       |
| <b>会计年度</b>    | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | ROIC             | 13.29       | 14.10%       | 14.79        | 18.73%       |
| <b>经营活动现金流</b> | 17.63       | 25.15        | 361.53       | 354.84       | <b>偿债能力</b>      |             |              |              |              |
| 净利润            | 182.29      | 237.36       | 280.73       | 431.54       | 资产负债率            | 29.38       | 23.54%       | 24.45        | 27.70%       |
| 折旧摊销           | 89.36       | 98.63        | 137.86       | 175.87       | 净负债比率            | -23.91      | -19.03       | -1.47%       | 0.76%        |
| 财务费用           | 8.01        | 4.07         | 15.84        | 23.43        | 流动比率             | 3.93        | 3.54         | 3.00         | 2.52         |
| 投资损失           | -13.03      | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 速动比率             | 3.19        | 2.62         | 2.23         | 1.89         |
| 营运资金变动         | -244.08     | -305.79      | -106.76      | -340.38      | <b>营运能力</b>      |             |              |              |              |
| 其它             | -4.91       | -9.13        | 33.86        | 64.38        | 总资产周转率           | 0.42        | 0.72         | 0.74         | 0.83         |
| <b>投资活动现金流</b> | -132.45     | -398.56      | -394.82      | -400.42      | 应收账款周转率          | 8.22        | 8.53         | 6.59         | 7.14         |
| 资本支出           | 138.78      | 400.00       | 400.00       | 400.00       | 应付账款周转率          | 6.78        | 8.71         | 6.97         | 7.50         |
| 长期投资           | 0.00        | -1.44        | -5.18        | 0.42         | <b>每股指标 (元)</b>  |             |              |              |              |
| 其他             | 6.33        | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 每股收益             | 0.52        | 0.67         | 0.80         | 1.23         |
| <b>筹资活动现金流</b> | -44.06      | -22.73       | 79.20        | 190.81       | 每股经营现金流          | 0.05        | 0.07         | 1.03         | 1.01         |
| 短期借款           | -15.00      | 25.87        | 95.04        | 214.24       | 每股净资产            | 5.38        | 6.00         | 6.79         | 8.02         |
| 长期借款           | -5.00       | 0.00         | 0.00         | 0.00         | <b>估值比率</b>      |             |              |              |              |
| 普通股增加          | 0.00        | 0.00         | 0.00         | 0.00         | P/E              | 30.54       | 23.46        | 19.84        | 12.91        |
| 资本公积增加         | 4.90        | 0.00         | 0.00         | 0.00         | P/B              | 2.94        | 2.64         | 2.33         | 1.97         |
| 其他             | -28.97      | -48.61       | -15.84       | -23.43       | EV/EBITDA        | 17.51       | 13.31        | 10.50        | 7.19         |
| <b>现金净增加额</b>  | -158.88     | -396.14      | 45.91        | 145.23       |                  |             |              |              |              |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %  
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在  $\pm 10\%$  以内  
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师简介

张 镭, 中投证券研究所有色金属行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA, 连续三年荣获新财富有色金属行业最佳分析师。

杨国萍, 中投证券研究所有色金属行业分析师。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

| 深圳                                                                   | 北京                                                                 | 上海                                                            |
|----------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|
| 深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼<br>邮编: 518000<br>传真: (0755) 82026711 | 北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层<br>邮编: 100031<br>传真: (010) 66276939 | 上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼<br>邮编: 200041<br>传真: (021) 62171434 |