

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: 22.00 元

当前股价: 17.60 元

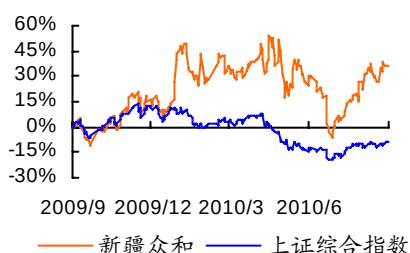
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2656.35
总股本(百万)	352
流通股本(百万)	342
流通市值(亿)	65
EPS (E)	0.66
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	7.61	4.87	1.99
上证综合指数	-0.61	2.81	-13.45



相关报告

产能扩张、结构优化、需求逐步恢复、业绩有望回升 2009-7-20

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

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 2010-07-23

新疆众和

600888

推荐

低成本的产能扩张、产业链完善及产品结构优化保障公司持续稳定发展

新疆众和今日公告非公开发行股票预案,公司拟发行不超过1.23亿股、发行底价16.25元/股,拟以募集资金投入电子材料循环经济产业化项目(一期),该项目包括建设本项目在新疆乌鲁木齐国家级高新技术产业开发区甘泉堡工业园实施,建设内容主要包括年产1200万平方米高压电极箔生产线、年产2万吨环保型电子铝箔生产设备、年产2万吨高纯铝生产线,配套2*150MW热电联产机组以及部分公用设施等。公司本次非公开发行股票募集资金运用与我们之前对公司未来发展的判断非常一致,本次项目建成后,公司在甘泉堡工业园进一步完善了产业链、扩大的产能,且产品结构明显向高端加工领域倾斜,我们认为,公司项目的建成进一步提升公司盈利能力。

投资要点:

- 本次项目的建设使公司未来产业链进一步完善、扩张和结构进一步优化。公司目前在建项目以及本次募集资金完成后,公司煤-电-铝-铝深加工产业链的关键环节产能将得到明显的扩张,且产品结构明显向高端化发展,公司未来将形成年发电能力 22 亿度、电解铝 2.5 万吨、高纯铝 5.5 万吨、电子铝箔 4.7 万吨、电极箔 5300 吨的产能,且公司高端产品电极箔和电子铝箔的扩张速度更快。我们认为,本次项目建成后,公司未来盈利能力有望得到进一步提升、业绩增长也更进一步得到了保障。
- 新发电机组的建成使公司未来用电成本大幅下降,使公司产品维持明显的成本优势,也是公司产能扩张和产能充分释放的有力保障。公司 2*15 万 KW 发电机组预计 11 年下半年建成,电厂投产正常运转后,公司自身发电完全可以满足自用,目前公司拥有的 10 万 KW 的发电机组发电成本 0.20 元/度左右,而公司网电用电成本在 0.42 元/度左右,从目前的情况来看,公司新的发电机组建成正常运转后,公司用电成本明显下降,也是公司新增产能释放的有力保障,使公司产品保持了较大的成本优势。
- 维持推荐的投资评级。考虑到公司目前建设项目 24 个月的建设周期,我们维持公司 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 22 元。
- 风险提示: 非公开发行审批风险; 下游电子产品市场需求大幅萎缩。

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	36.57	28.09	23.75	15.45
P/B	3.52	3.16	2.79	2.36
EV/EBITDA	21.29	16.18	12.77	8.74

资料来源: 中投证券研究所

表 1 新疆众和本次非公开发行基本情况

发行方式	非公开发行
发行数量	不超过 1.23 亿股
公司大股东特变电工承诺认购量	10%-15%的总发行量
发行价格	不低于 16.25 元/股
认购方式	全部现金认购
限售期	特变电工限售 36 个月；其余限售 12 个月
募集资金总额	不超过 20 亿元
募集资金投向	电子材料循环经济产业化项目（一期）
其他	本次发行尚需公司股东大会表决批准，并需经证监会核准；特变电工认购公司本次非公开发行股份事项获得特变电工董事会审议通过

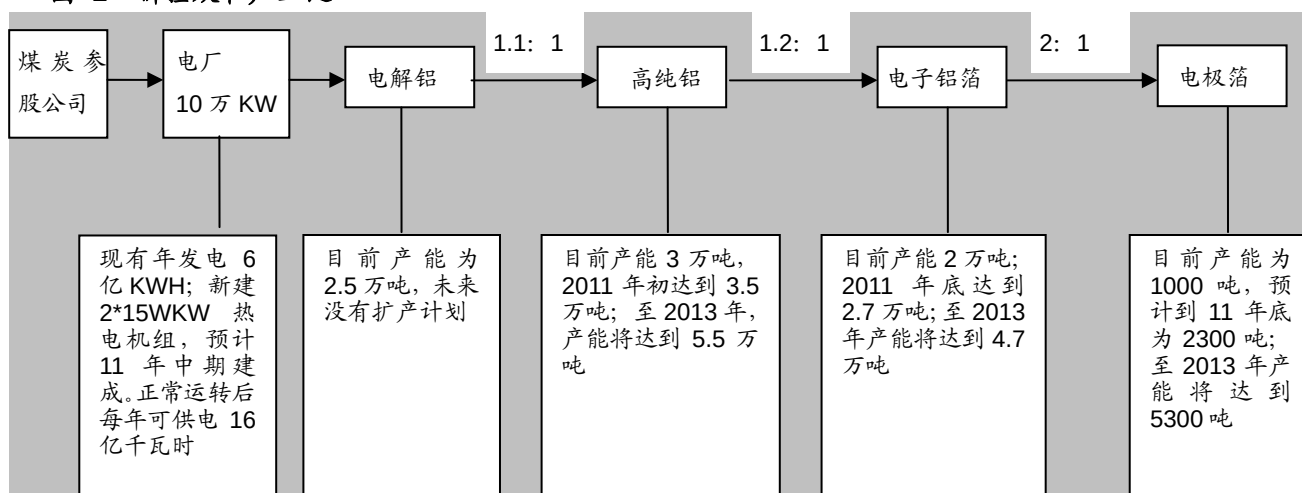
资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 2 本次募集资金建设项目情况

项目名称	电子材料循环经济产业化项目（一期）
预计总投资	270850 万元
拟以募集资金投入	不超过 2 亿元
项目建设内容	1、年产 1200 万平米高压电极箔生产线 2、年产 2 万吨环保型电子铝箔生产设备 3、奶奶缠万吨高纯铝生产线
项目建设期	24 个月
项目批文	经新疆维吾尔自治区发展和改革委员会 20071028 号文备案；环评报告经国家环保部以“环审[2009]58 号”文批复同意。
项目预计年实现营业收入	178926 万元
年实现利润总额	36811 万元
项目内壁收益率	15.3%（税后）
投资回收期	6.87 年（含 2 年项目建设期）
项目资本金财务内部收益率	17.49%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 1 新疆众和产业链



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 2010 年 6 月 31 日前 10 大股东持股情况

股东名称	股东性质	持股比例 (%)	持股总数	报告期内增 减	持有有限售条 件股份数量	质押或冻结的股 份数量
特变电工股份有限公司	境内非国有法人	30.34	106,815,880	0	10,000,000	无
云南博闻科技实业股份有限公司	境内非国有法人	17.50	61,599,240	-2,140,000		质押 10,000,000
中国工商银行—广发聚丰股票型证券投资基金	其他	1.83	6,440,500	-3,759,500		无
新疆宏联创业投资有限公司	境内非国有法人	1.82	6,423,735	-200,000		无
新疆新能投资担保有限公司	其他	1.42	5,000,000	0		无
新疆凯迪投资有限责任公司	其他	1.42	5,000,000	0		无
西藏林芝福源投资有限公司	其他	1.28	4,516,171	0		无
中国工商银行—诺安股票证券投资基金	其他	1.17	4,103,883	2,894,080		无
交通银行—易方达科讯股票型证券投资基金	其他	1.02	3,600,654	3,600,654		无
华凌畜牧产业开发有限公司	其他	1.01	3,566,400	-1,433,600		无

资料来源：公司公告

表 3 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 4 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 (万元)	实际投入 (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 3 2007 年非公开发行认购情况

序号	发行对象名称	认购数量 (万股)	认购金额 (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

表 5 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 6 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 7 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	2010	2011	2012
流动资产	1637.	1443.	1594.	2112.	营业收入	1059.	1969.	2198.	2924.
现金	789.9	393.8	439.7	584.9	营业成本	773.9	1498.	1643.	2115.
应收账款	86.94	165.0	177.6	252.8	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	291.3	149.8	164.3	211.6	管理费用	65.47	118.1	131.9	175.5
存货	305.5	374.0	410.2	528.0	财务费用	8.01	4.07	15.84	23.43
其他	157.2	295.3	329.8	438.7	资产减值损失	-5.52	0.00	0.00	0.00
非流动资产	1045.	1317.	1570.	1791.	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	843.5	1173.	1449.	1678.	营业利润	192.9	279.2	330.2	507.7
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
资产总计	2682.	2760.	3164.	3904.	利润总额	211.2	279.2	330.2	507.7
流动负债	416.6	407.7	531.7	839.5	所得税	28.96	41.89	49.54	76.15
短期借款	95.00	120.8	215.9	430.1	净利润	182.2	237.3	280.7	431.5
应付账款	119.4	224.8	246.5	317.3	少数股东损益	-0.06	0.00	0.00	0.00
其他	202.1	62.07	69.25	91.98	归属于母公司净利润	182.3	237.3	280.7	431.5
非流动负债	371.5	242.0	242.0	242.0	EBITDA	290.3	381.9	483.9	707.0
长期借款	242.0	242.0	242.0	242.0	EPS (元)	0.52	0.67	0.80	1.23
其他	129.5	0.00	0.00	0.00	主要财务比率				
负债合计	788.1	649.7	773.7	1081.	会计年度	2009	2010	2011	2012
少数股东权益	-0.49	-0.49	-0.49	-0.49	成长能力				
股本	352.0	352.0	352.0	352.0	营业收入	8.79	85.89	11.66	33.02
资本公积	1037.	1037.	1037.	1037.	营业利润	59.83	44.71	18.27	53.72
留存收益	505.4	721.7	1002.	1433.	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	1894.	2110.	2391.	2823.	获利能力				
负债和股东权益	2682.	2760.	3164.	3904.	毛利率	26.95	23.89	25.24	27.66
现金流量表					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
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	13.29	14.10	14.79	18.73
经营活动现金流	17.63	25.15	361.5	354.8	偿债能力				
净利润	182.2	237.3	280.7	431.5	资产负债率	29.38	23.54	24.45	27.70
折旧摊销	89.36	98.63	137.8	175.8	净负债比率	-23.9	-13.8	-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	-244.0	-305.7	-106.7	-340.3	营运能力				
其它	-4.91	-9.13	33.86	64.38	总资产周转率	0.42	0.72	0.74	0.83
投资活动现金流	-132.4	-398.5	-394.8	-400.4	应收账款周转率	8.22	8.53	6.59	7.14
资本支出	138.7	400.0	400.0	400.0	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	每股指标 (元)				
其他	6.33	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.52	0.67	0.80	1.23
筹资活动现金流	-44.06	-22.73	79.20	190.8	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	214.2	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	估值比率				
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	36.57	28.09	23.75	15.45
资本公积增加	4.90	0.00	0.00	0.00	P/B	3.52	3.16	2.79	2.36
其他	-28.97	-48.61	-15.84	-23.43	EV/EBITDA	21.29	16.18	12.77	8.74
现金净增加额	-158.8	-396.1	45.91	145.2					

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 邮编: 518000 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 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434