



金属, 采矿, 制品/原材料

新疆众和 (600888)

业绩稳健增长, 股票估值安全

	桑永亮	蔡鼎尧
	021-38676052	021-38674743
	sangyongliang@gtjas.com	caidingyao008733@gtjas.com
	S0880109054282	S0880110090104

本报告导读:

新疆众和作为一个有成本和技术优势的企业, 2011 年目标价 31.9 元, 对应 2010-2012 年 PE 为 40.9、32.5、25.1 倍, 相比现在股价还有 28% 上升空间, 增持评级。

投资要点:

稳步增长中的电子铝箔、电极箔生产企业。新疆众和是新疆维吾尔自治区第一家上市的工业企业, 已形成以“高纯铝、电子铝箔、电极箔”为主导产品的“能源—高纯铝—电子铝箔—电极箔”资源优势转化链, 产品工艺技术和质量均达到世界先进水平。

公司优势在于低能源成本及国内领先的电子铝箔技术。电作为铝箔产业链最主要的成本构成, 使新疆众和相对于其他企业节省了巨大的能源成本。依托新疆丰富的煤炭资源、低廉的煤价以及公司自有电厂, 新疆众和生产的上网电费 0.2 元/度左右, 而作为对比, 全国其他地区的电费普遍在 0.4-0.6 元/度。待此次募投项目建成, 公司电力将可以完全自给, 这可进一步降低公司生产成本。公司产品技术水平国内领先。尤其在电子铝箔方面, 公司产品由于性能及质量优异, 毛利率高出国内其他同行 5%-8%。

利润增长点在于不断提升的产能和技术。电厂扩建, 公司电力自给率提升, 生产成本进一步下降。高端产品产能迅速放大。募投资金更多的投入到建设高端产能上。产品结构优化将进一步提升公司业绩。在日本电极箔产业向中国转移的过程中, 公司也会从中受益, 进一步提升技术水平。

有色板块中有业绩估值安全的股票——2011 年合理价格 31.9 元, 增持评级。新疆众和作为一个有成本和技术优势的企业, 市盈率介于 30-35 倍之间比较合理, 对应 2011 年股价介于 29.4 到 34.4 元之间, 股价中值为 31.9 元, 对应 2010-2012 年 PE 为 40.9、32.5、25.1 倍, 相比现在股价还有 28% 上升空间, 给予增持评级。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	974	1,059	1,580	1,959	2,449
(+/-)%	-8%	9%	49%	24%	25%
经营利润 (EBIT)	196	182	280	355	461
(+/-)%	-24%	-7%	54%	27%	30%
净利润	100	182	276	345	447
(+/-)%	-17%	82%	51%	25%	29%
每股净收益 (元)	0.28	0.52	0.78	0.98	1.27
每股股利 (元)	0.05	0.06	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	20.1%	17.2%	17.7%	18.1%	18.8%
净资产收益率 (%)	5.8%	9.6%	12.7%	13.7%	15.1%
投入资本回报率 (%)	14.1%	11.2%	15.1%	18.1%	22.1%
EV/EBITDA	30.4	30.7	22.7	18.4	14.3
市盈率	87.7	48.2	31.8	25.5	19.7
股息率 (%)	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 31.90

上次预测: 30.00

当前价格: 24.96

2010.11.08

交易数据

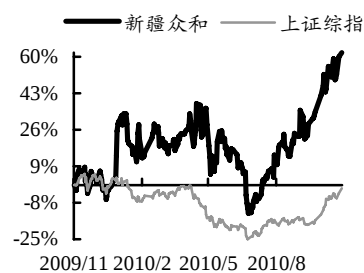
52 周内股价区间 (元)	12.53-26.10
总市值 (百万元)	8,787
总股本/流通 A 股 (百万股)	352/342
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	97%
日均成交量 (百万股)	10
日均成交值 (百万元)	200

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,072
每股净资产	5.89
市净率	4.2
净负债率	44%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.07	0.13
Q2	0.13	0.22
Q3	0.15	0.21
Q4	0.16	0.22
全年	0.52	0.78

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	21%	56%	66%
相对指数	3%	37%	67%

相关报告

《新疆众和公司 2010-10-27 调研提纲》	2010.10.25
《电极箔盈利提升, 海外市场拓展加快》	2008.02.24
《沉疴尽去 业绩成长更为明晰》	2007.10.24
《增发助推公司未来业绩火箭增长》	2007.03.29
《电极箔业务盈利开始步入正轨》	2006.10.27

模型更新时间: 2010.11.07

股票研究

原材料
金属, 采矿, 制品

新疆众和 (600888)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 31.90

上次预测: 30.00

当前价格: 24.96

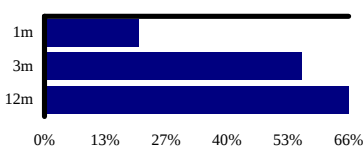
公司网址

www.joinworld.com

公司简介

公司是全国最大的高纯铝和铝电解电容器用光箔生产企业之一、全球最大的高纯铝研发和生产企业之一, 产品工艺技术和质量均达到世界先进水平。目前, 公司已形成以“高纯铝、电子铝箔、电极箔”为主导产品的“高纯铝—电子铝箔—电极箔”产业链。其中高纯铝、电子铝箔产品在国内市场的份额处于领先地位。公司产品畅销国内并远销欧美、日本、韩国等国家和地区, 广泛用于航空、航天、信息设备等领域。公司计划发展以高纯金属为基础(包括高纯铝和新疆稀有金属)的新材料产业及后续深加工产业, 为“上、中、下”产业链上

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

12.53-26.10

市值 (百万)

8,787

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

EV/EBITDA

P/S

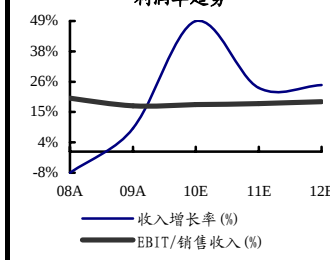
股息率

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	974	1,059	1,580	1,959	2,449
营业成本	675	774	1,150	1,410	1,750
税金及附加	6	6	10	12	15
销售费用	27	31	45	56	71
管理费用	70	65	95	127	152
EBIT	196	182	280	355	461
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	13	13	13	13
财务费用	24	8	-8	-14	-25
营业利润	121	193	301	381	499
所得税	25	29	44	55	71
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	100	182	276	345	447
货币资金、交易性金融资产	949	790	967	1,018	1,354
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	59	54	54	54	54
固定资产合计	933	914	811	712	616
无形及其他资产	62	63	63	64	65
资产合计	2,420	2,682	3,108	3,284	3,937
流动负债	322	417	695	524	728
非流动负债	360	372	243	245	248
股东权益	1,738	1,895	2,171	2,516	2,962
投入资本(IC)	1,107	1,408	1,601	1,689	1,802
NOPLAT	156	157	242	306	398
折旧与摊销	75	89	84	81	77
流动资金增量	-3	-341	-178	-186	-209
资本支出	-218	-133	36	36	36
自由现金流	10	-227	185	237	303
经营现金流	231	18	174	215	284
投资现金流	-152	-132	49	49	49
融资现金流	791	-44	-46	-214	3
现金流净增加额	871	-159	177	51	336
收入增长率	-7.9%	8.8%	49.1%	24.0%	25.0%
EBIT 增长率	-23.7%	-6.8%	53.6%	26.6%	30.0%
净利润增长率	-16.7%	82.0%	51.4%	25.0%	29.4%
利润率					
毛利率	30.7%	26.9%	27.2%	28.0%	28.5%
EBIT 率	20.1%	17.2%	17.7%	18.1%	18.8%
净利率	10.3%	17.2%	17.5%	17.6%	18.2%
净资产收益率(ROE)	5.8%	9.6%	12.7%	13.7%	15.1%
总资产收益率(ROA)	4.1%	6.8%	8.9%	10.5%	11.3%
投入资本回报率(ROIC)	14.1%	11.2%	15.1%	18.1%	22.1%
存货周转天数	88	114	114	114	114
应收账款周转天数	24	23	23	23	23
总资产周转天数	729	879	669	16	49
净利润现金含量	2.31	0.10	0.63	0.62	0.63
资本支出/收入	22%	13%	-2%	-2%	-1%
资产负债率	28.2%	29.4%	30.2%	23.4%	24.8%
净负债率	-32.9%	-22.9%	-23.7%	-30.7%	-37.3%
PE	87.7	48.2	31.8	25.5	19.7
PB	5.1	4.6	4.0	3.5	3.0
EV/EBITDA	30.4	30.7	22.7	18.4	14.3
P/S	9.0	8.3	5.6	4.5	3.6
股息率	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%

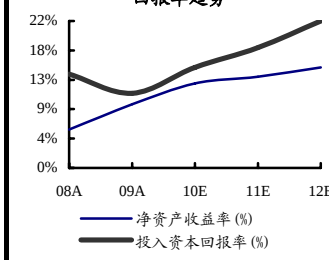
股票绝对涨幅和相对涨幅



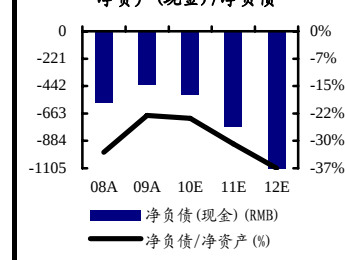
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



1. 稳步增长中的电子铝箔、电极箔生产企业

新疆众和是新疆维吾尔自治区第一家上市的工业企业，已形成以“高纯铝、电子铝箔、电极箔”为主导产品的“能源—高纯铝—电子铝箔—电极箔”资源优势转化链，产品工艺技术和质量均达到世界先进水平。

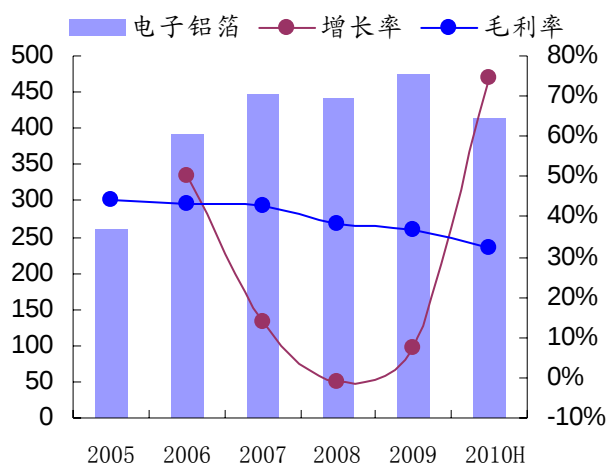
公司通过二级市场融资不断扩建产能，并与日本厂商合作，不断提升技术水平。我们可以看到，公司的产能结构已经逐步向高端产品领域倾斜（图1）。目前公司已同成为国内电子铝箔、电极箔生产技术最领先的少数企业之一。

图1 新疆众和产能建设规划



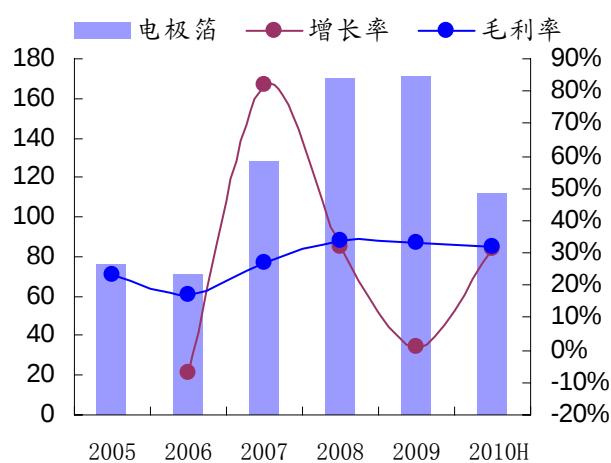
资料来源：公司公告、国泰君安证券

图2 公司电子铝箔盈利及增长情况



资料来源：公司公告、国泰君安证券

图3 公司电极箔盈利及增长情况



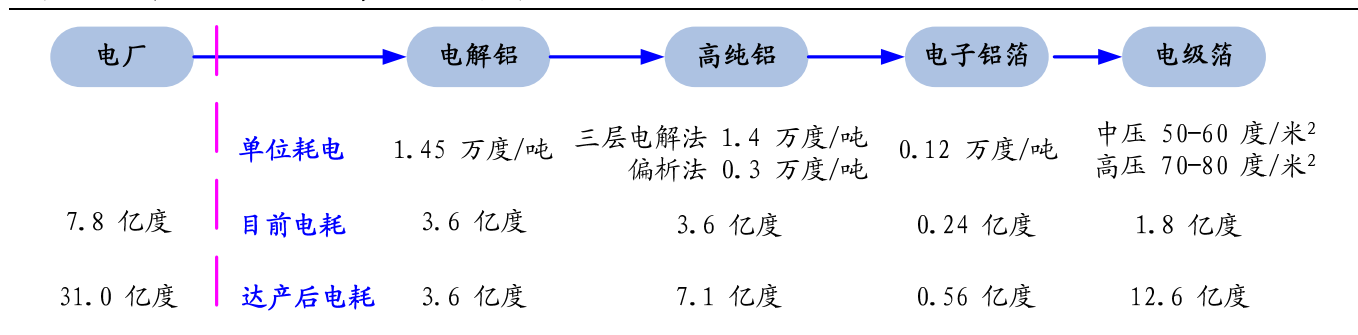
资料来源：公司公告、国泰君安证券

2. 优势在于低能源成本及国内领先的电子铝箔技术

电作为铝箔产业链最主要的成本构成，使新疆众和相对于其他企业节省了巨大的能源成本。

- 依托新疆丰富的煤炭资源、低廉的煤价以及公司自有电厂，新疆众和生产的上网电费 0.2 元/度左右，而作为对比，全国其他地区的电费普遍在 0.4-0.6 元/度。
- 待此次募投项目建成，公司电力将可以完全自给（图 4），这可以进一步降低公司生产成本。

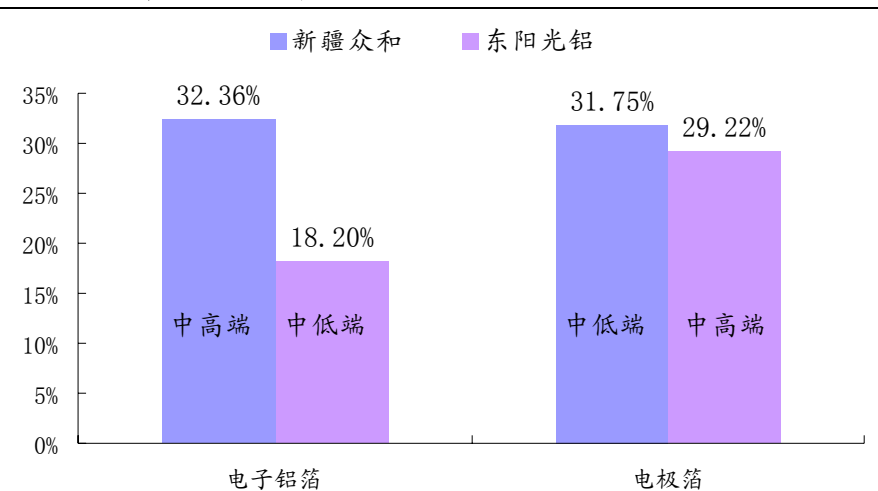
图 4 公司电厂发电及铝箔产业链电耗对比



资料来源：公司公告、国泰君安证券

公司产品技术水平国内领先。尤其在电子铝箔方面，公司产品由于性能及质量优异，毛利率高出国内其他同行 5%-8%。

图 5 公司产品技术水平与东阳光铝的比较



资料来源：公司公告、国泰君安证券

3. 利润增长点在于不断提升的产能和技术

公司未来利润增长点在于：

- 电厂扩建，公司电力自给率提升，生产成本进一步下降。
- 高端产品产能迅速放大。募投资金更多的投入到建设高端产能上。

产品结构优化将进一步提升公司业绩。

- 在日本电极箔产业向中国转移的过程中, 公司也会从中受益, 进一步提升技术水平。

表 1 2010 年 9 月定向增发项目建设规划

项目	产能
热电联产机组以及部分公用设施	2*150 MW
高纯铝生产线	2 万吨/年
环保型电子铝箔	2 万吨/年
高压电极箔生产线	1200 万平方米/年

资料来源: 公司公告

4. 有色板块中有业绩估值安全的股票——2011 年合理价格 31.9 元, 增持评级

采用表 2 的假设, 我们预测新疆众和 2010-2012 年 EPS 为 0.78、0.98、1.27 元。按目前股价, 新疆众和 2010 年 PE 为 32 倍, 但 A 股其他铝材、铜材企业的市盈率, 2010 年平均值为 40.8 倍。我们认为其中有些企业由于有注入预期及炒作因素等, 股价可能略有高估。

新疆众和作为一个有成本和技术优势的企业, 市盈率介于 30-35 倍之间比较合理, 对应 2011 年股价介于 29.4 到 34.4 元之间, 股价中值为 31.9 元, 对应 2010-2012 年 PE 为 40.9、32.5、25.1 倍, 相比现在股价还有 28%上升空间, 给予增持评级。

表 2 公司产品销量预测

	2010E	2011	1012
高纯铝 (吨)	7000	8000	8000
电子铝箔 (吨)	16000	20000	23000
电极箔 (万平米)	300	500	1000

资料来源: 国泰君安证券

表 3 A 股可比公司估值情况

	最新股价 (元)	最新市值 (亿元)	EPS			PE			PB
			2009	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	
栋梁新材	14.42	33.87	0.50	0.63	0.77	28.8	22.9	18.7	3.86
罗普斯金	17.52	44.18	0.40	0.35	0.40	43.8	50.1	43.8	3.78
南山铝业	11.73	226.88	0.37	0.43	0.57	31.7	27.3	20.6	1.58
常铝股份	15.39	26.09	0.03	0.34	0.50	513.0	45.3	30.8	4.05
东阳光铝	20.15	166.73	0.09	0.35	0.50	223.9	57.6	40.3	7.88
鲁丰股份	40.35	31.44	0.55	1.00	1.69	73.4	40.4	23.9	3.68
海亮股份	19.81	79.98	0.44	0.40	0.49	45.0	49.5	40.4	5.42
精艺股份	19.78	27.93	0.43	0.60	0.84	46.0	33.0	23.5	3.30
平均						44.8	40.8	30.3	4.2

资料来源: 国泰君安证券

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		