

有色金属冶炼 II

新疆众和 (600888. SH) / 21.42 元
全面加强产业链优势，步伐或超预期

事项

1 月 21 日，我们去新疆众和进行了调研。就公司生产经营情况作了深入交流。

主要观点

1. 公司是国内电子铝箔行业的龙头企业，拥有“**能源-电解铝-高纯铝-电子铝箔-电极箔**”全套产业链。其中，高纯铝和电子铝箔是公司的传统优势业务，国内市场份额分别为 80% 和 50%。随着公司的规模扩张和技术进步，能源和电极箔两个环节也将成为新的看点。
2. **能源成本优势：**公司产业链的各个环节均需消耗大量电能。2010 年公司自备电厂年发电 6 亿度，自发电成本为 0.25 元/度，2010 年用电自给率约 55%。新疆地区煤炭资源非常丰富，发电成本优势明显，公司购买煤炭的到厂价仅为 150 元/吨。为保障公司发电所需的煤炭资源供应，公司参股 14.2%，与母公司特变电工共同组建了新疆天池能源和特变电工能源两家公司。两家公司共拥有煤炭资源储量约 100 亿吨，丰富的资源优势保证了公司电力成本的稳定性。
3. **世界领先的高纯铝生产工艺：**公司是国内老牌的高纯铝生产企业，其高纯铝产品在纯度和稳定性上均处于世界领先水平。2010 年底，公司又建成了 2008 年高纯铝募投项目，新增偏析法产能 0.5 万吨，公司因此成为国内唯一能用偏析法稳定量产高纯铝的企业。2010 年公司国内市场份额约 80%，预计 2011 年公司高纯铝产量为 3.3 万吨，市场份额将进一步提升。
4. **电子铝箔产品符合环保要求，有望实现进口替代：**电子铝箔是公司另一大传统优势业务，占国内市场份额约 50%。近年来，随着全球环保意识的不断增强，越来越多的国家开始限制铬酸系电子产品的进口。受此影响，中国生产电容器所需的电子铝箔大量依赖于进口。公司 2008 年定向增发募投了 1.5 万吨/年非铬酸系精箔生产项目。该项目一期 0.8 万吨的产能 2010 年已经达产，二期 0.7 万吨项目将于 2011 年底建成。公司因此成为国内唯一一家拥有非铬酸系电子铝箔销售能力的企业，有望实现进口替代。预计 2011 年公司电子铝箔的产能仍为 2 万吨，2012 年则增加为 2.7 万吨。
5. **电极箔业务快速扩张：**电极箔业务以前是公司的薄弱环节，2009 年以前公司仅有 300 万平米/年的产能，主要以低压电极箔为主。近年来，公司加快中高压化成技术的研发和引进，到 2010 年产能已达到 400 万平米/年，且产品结构升级为中高压电极箔为主，附加值得到提升。2009 年底，公司又通过 2008 年募投项目节余资金开始新建 500 万平米中高压化成箔生产线，预计 2011 年 4 季度投产。
6. **预募投项目进度有超预期的可能：**2010 年 9 月，公司通过了定向增发预

证券分析师：高利

执业编号：S0360209120018

联系人：张雪川 何杰

Tel: 0755-82027732

Email: hejie@hczq.com

投资评级

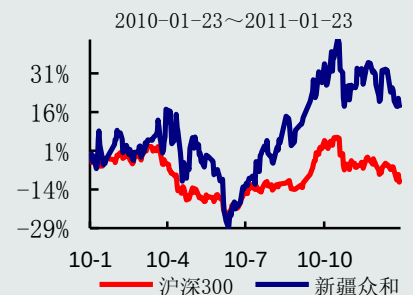
投资评级：推荐

评级变动：首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	35206
流通 A 股/B 股(万股)	34206/0
资产负债率(%)	0.00
每股净资产(元)	5.38
市盈率(倍)	41.36
市净率(倍)	3.98
12 个月内最高/最低价	27.64/12.53

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

案，拟建设电子材料循环经济产业化项目（一期）。项目建设周期为 24 个月，达产后将为公司每年新增 1,200 万平方米高压电极箔、2 万吨环保型电子铝箔、2 万吨高纯铝生产能力以及 16.2 亿度/年的供电能力。虽然公司的增发预案尚需证监会的审批，但获批为大概率事件。实际上为了尽快完成建设，适应市场需求，公司已自筹资金先行启动了部分项目的建设。预计整体项目在 2012 年中期建成投产是大概率事件，进度超出市场预期。

表格 1 新疆众和募投项目影响

	发电量（亿度）	高纯铝（万吨）	精箔（万吨）	化成箔（万平米）
募投前产能 e	6	3.3	2.7	900
定增募投项目增加	16.2	2	2	1200
达产后产能 e	22.2	5.3	4.7	2100

资料来源：公司资料

- 下游需求旺盛保证产品价格稳定：**电极箔是生产铝电解电容器的主要原材料，占其总成本的一半。铝电解电容器需求的传统领域是手机、家电、电脑等消费电子类产品；而新兴领域，如工业变频、智能电网、风力和太阳能发电等领域的需求也在快速崛起。我们认为：未来消费电子产品的升级换代和新兴领域的快速发展，为电极箔产品带来的大量需求，完全可以消化掉公司未来产能扩张的影响，公司产品价格将保持稳定。
- 预计 10-12 年 EPS 分别为 0.74 元，0.94 元，1.68 元，对应 PE 分别为 28，22，12 倍。鉴于公司正处于快速增长阶段，且未来看点多多，首次关注并给予推荐评级。

风险提示

- 虽然公司增发项目获批概率很大，但能否顺利获批和具体时间仍具有不确定性。
- 由于在建项目种类多、增量较大，对公司未来的管理水平将提出新的考验；另外，项目达产后公司产品质量能否保证稳定性也具有不确定性。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1637	1759	2376	3507
现金	790	956	1386	1933
应收账款	87	106	117	197
其它应收款	6	11	15	20
预付账款	291	137	180	314
存货	306	332	422	651
其他	157	215	255	392
非流动资产	1045	1002	930	865
长期投资	39	58	48	48
固定资产	844	764	685	607
无形资产	63	79	96	109
其他	100	102	102	101
资产总计	2682	2761	3306	4372
流动负债	417	354	656	1234
短期借款	95	0	256	643
应付账款	119	175	202	295
其他	202	179	198	296
非流动负债	372	273	221	164
长期借款	242	174	107	50
其他	130	99	114	114
负债合计	788	627	877	1399
少数股东权益	-0	-2	-2	-4
股本	352	352	352	352
资本公积金	1037	1037	1037	1037
留存收益	505	746	1043	1588
归属母公司股东权益	1895	2135	2432	2978
负债和股东权益	2682	2761	3306	4372

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	18	392	261	268
净利润	182	261	330	591
折旧摊销	89	80	80	80
财务费用	8	-2	-9	-5
投资损失	-13	-4	-6	-8
营运资金变动	-244	72	-150	-385
其它	-5	-14	15	-5
投资活动现金流	-132	-37	1	-8
资本支出	139	0	0	0
长期投资	0	24	-13	1
其他	6	-14	-12	-7
筹资活动现金流	-44	-189	167	288
短期借款	-15	-95	256	387
长期借款	-5	-68	-67	-57
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	5	0	0	0
其他	-29	-25	-21	-43
现金净增加额	-159	166	430	547

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1059	1554	1794	2741
营业成本	774	1124	1287	1896
营业税金及附加	6	10	11	16
营业费用	31	44	52	79
管理费用	65	64	66	65
财务费用	8	-2	-9	-5
资产减值损失	-6	13	7	9
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	13	4	6	8
营业利润	193	305	386	687
营业外收入	20	10	12	14
营业外支出	2	6	4	4
利润总额	211	309	395	698
所得税	29	48	65	106
净利润	182	261	330	591
少数股东损益	-0	-1	-1	-1
归属母公司净利润	182	262	331	593
EBITDA	290	383	458	763
EPS（元）	0.52	0.74	0.94	1.68

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	8.8%	46.7%	15.4%	52.8%
营业利润	59.8%	58.1%	26.7%	77.9%
归属母公司净利润	82.0%	43.6%	26.3%	79.1%
获利能力				
毛利率	26.9%	27.7%	28.3%	30.8%
净利率	17.2%	16.9%	18.4%	21.6%
ROE	9.6%	12.3%	13.6%	19.9%
ROIC	11.5%	18.8%	21.8%	32.6%
偿债能力				
资产负债率	29.4%	22.7%	26.5%	32.0%
净负债比率	45.29%	29.81%	43.38%	50.75%
流动比率	3.93	4.96	3.62	2.84
速动比率	3.19	3.99	2.95	2.30
营运能力				
总资产周转率	0.42	0.57	0.59	0.71
应收帐款周转率	16	16	16	17
应付帐款周转率	6.78	7.63	6.82	7.62
每股指标(元)				
每股收益	0.52	0.74	0.94	1.68
每股经营现金	0.05	1.11	0.74	0.76
每股净资产	5.38	6.07	6.91	8.46
估值比率				
P/E	44.08	28	22	12
P/B	4.24	3.76	3.31	2.70
EV/EBITDA	26	20	16	10

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801