

## 新疆众和(600888)

公司研究/调研简报

# 公司产销两旺 成本优势明显

—新疆众和(600888)调研简报

民生精品---调研报告/有色金属行业

2011年06月20日

## 一、事件概述

近期,我们对新疆众和(600888)进行实地调研,就市场关心的公司目前经营状况以及公司未来战略发展等问题与公司高层管理人员进行了交流。我们认为,公司募投项目进展顺利,主要产品电子铝箔与电极箔产销两旺,公司占据新疆资源丰富、优越的地理位置,成本优势明显,给予“强烈推荐”评级。

## 二、分析与判断

### ► 自上而下的资源优势产业链,成本优势明显

公司已形成以“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”资源优势产业链。公司目前电力自给率为60%,2\*150MW热电厂今年有望投产,2013年全部项目投产后电力自给率将高达90%。由于煤电优势,自发电成本约0.25元/度,远低于外购电0.43元/度,电力自给率提高有望进一步提高产品毛利率水平。

### ► 公司主要产品供不应求,产销两旺

公司目前产能:高纯铝3.3万吨、电子铝箔2万吨、电极箔400万平米,至2013年产能:高纯铝6万吨、电子铝箔4.7万吨、电极箔2100万平方米。近三年电子和通讯产品制造业增长速度居各行业之首,且一直保持了领先地位,其产值和销售收入增速一直保持在30%以上的水平。尽管公司产品产能扩张速度不断提升,但仍满足不了市场需求的快速增加。从目前公司产品销售情况来看,订单充裕,产销两旺。

### ► 高压电极箔市场潜力巨大

工业节能降耗、消费升级和新能源拓宽了铝箔的需求空间,中国铝箔应用出现多元化的快速成长态势,工业节能降耗(变频器、电源等)、电动车、消费电子升级以及新能源领域的发展,将不断拓宽中高压铝电解电容器的应用领域,预计未来3-5年国内中高压电极箔的复合增长率将达20%左右。

公司高压电极箔产品与低压电极箔相比,具有电容储量大特点,二者的毛利率相差为3-5%左右,随着技术改造的进一步完善,新募投项目中高压产品结构将逐渐增加,产品结构进一步优化,盈利能力不断提升。

## 三、盈利预测与投资建议

公司具有自上而下的完整产业链,成本优势将提升产品毛利率,鉴于公司订单充裕、募投项目进程速度加快,预计2011-2013年EPS分别为0.90、1.56和1.97元/股,对应当前股价PE分别为24.21、13.94、11.03倍,给予“强烈推荐”评级。

## 四、风险提示

电子行业景气度下降;募投项目进程低于预期。

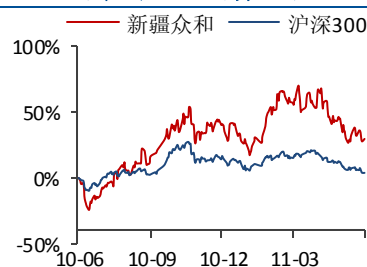
**强烈推荐** 首次评级

**合理估值:** 29元

### 交易数据(2011-05-20)

|            |             |
|------------|-------------|
| 收盘价(元)     | 21.69       |
| 近12个月最高/最低 | 29.38/12.48 |
| 总股本(百万股)   | 352.06      |
| 流通股本(百万股)  | 352.06      |
| 流通股比例%     | 100.00%     |
| 总市值(亿元)    | 76.36       |
| 流通市值(亿元)   | 76.36       |

### 该股与沪深300走势比较



### 分析师

**分析师:** 巨国贤  
 执业证号: S1080209110062  
 电话: (86755)22662085  
 邮箱: juguoxian@mszq.com

**分析师:** 黄玉  
 执业证号: S01002081120226  
 电话: (8610)85127646  
 Email: huangyu@mszq.com

**联系人:** 滕越  
 电话: (8610)85127645  
 邮箱: tengyue@mszq.com

**联系人:** 吴怡平  
 电话: (86755)22662087  
 邮箱: wuyiping@mszq.com

### 相关研究

表 1: 盈利预测与财务指标

| 项目/年度            | 2009A  | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)       | 1,606  | 1,820  | 2,815  | 3,450  |
| 增长率 (%)          | 51.59% | 13.33% | 54.67% | 22.56% |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 292    | 315    | 548    | 692    |
| 增长率 (%)          | 59.99% | 8.12%  | 73.66% | 26.36% |
| 每股收益 (元)         | 0.83   | 0.90   | 1.56   | 1.97   |
| PE               | 26.18  | 24.21  | 13.94  | 11.03  |
| PB               | /      | 3.52   | 2.78   | 2.34   |

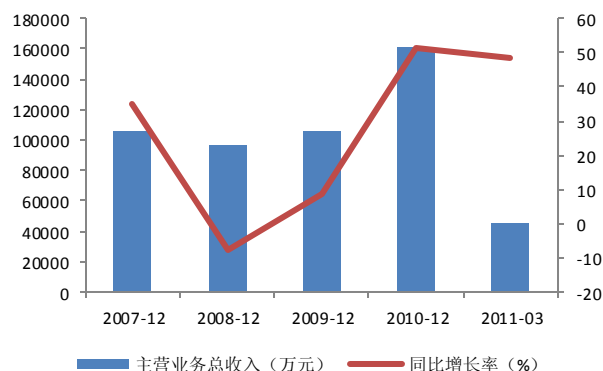
资料来源: 民生证券研究所

表 2: 产能扩张迅速

| 产品   | 现有产能     | 在建产能                     | 预计投产时间                                  | 产能共计      | 产能增长   |
|------|----------|--------------------------|-----------------------------------------|-----------|--------|
| 高纯铝  | 3.3 万吨   | 募投项目 2 万吨, 改进 6 至 7 千吨   | 今年下半年                                   | 6 万吨      | 81.81% |
| 电子铝箔 | 2 万吨     | 2.7 万吨                   | 其中 7 千吨今年 9 至 10 月投产, 2 万吨明年 4 至 5 月全投产 | 4.7 万吨    | 135%   |
| 电极箔  | 400 万平方米 | 新建 500 万化成箔, 加工 1200 万平米 | 明年 4 至 5 月                              | 2100 万平方米 | 425%   |

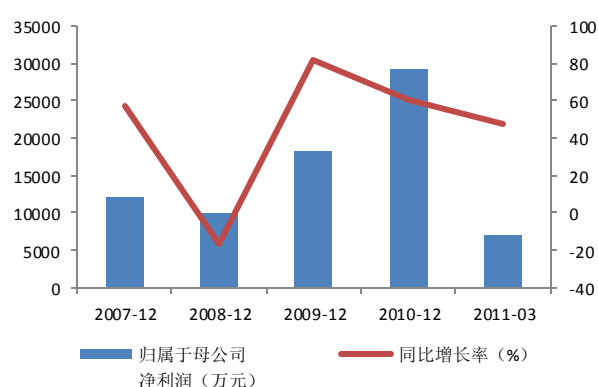
资料来源: 民生证券研究所

图 1: 2010 年销售规模同比增 51.59%



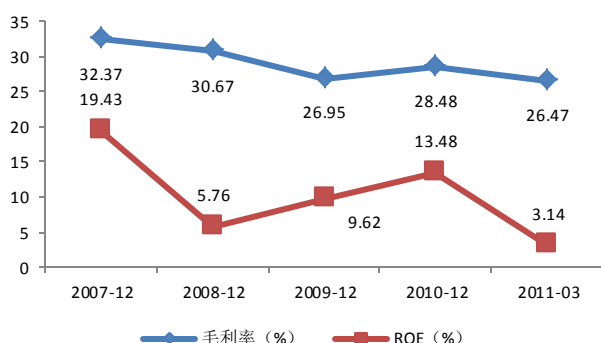
资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

图 2: 2010 年净利润同比增加 59.99%



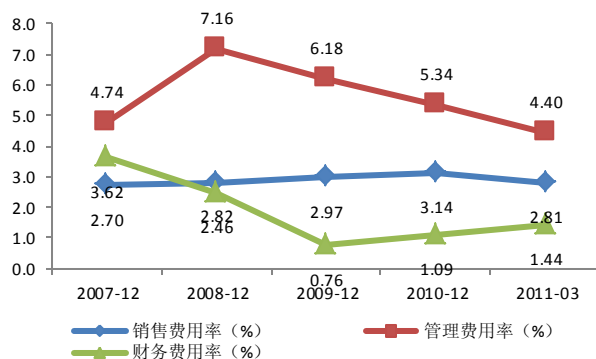
资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

图 3: 2010 年净利率提高明显



资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

图 4: 管理费用率持续下降, 销售、财务费用率相对稳定



资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

## 公司财务报表数据预测汇总

### 利润表

| 项目 (百万元)     | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 一、营业总收入      | 1,606 | 1,820 | 2,815 | 3,450 |
| 减：营业成本       | 1,148 | 1,282 | 1,957 | 2,381 |
| 营业税金及附加      | 11    | 13    | 19    | 23    |
| 销售费用         | 50    | 55    | 82    | 97    |
| 管理费用         | 86    | 98    | 141   | 169   |
| 财务费用         | 18    | 25    | 28    | 33    |
| 资产减值损失       | (0)   | 5     | 3     | 0     |
| 加：投资收益       | (14)  | (10)  | 0     | 0     |
| 二、营业利润       | 279   | 333   | 586   | 748   |
| 加：营业外收支净额    | 40    | 30    | 30    | 30    |
| 三、利润总额       | 319   | 363   | 616   | 778   |
| 减：所得税费用      | 27    | 47    | 68    | 86    |
| 四、净利润        | 292   | 316   | 548   | 692   |
| 归属于母公司的利润    | 292   | 315   | 548   | 692   |
| 五、基本每股收益 (元) | 0.83  | 0.90  | 1.56  | 1.97  |

### 主要财务指标

| 项目 (百万元)   | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| EV/EBITDA  | 27.71  | 20.69  | 13.46  | 10.77  |
| 成长能力:      |        |        |        |        |
| 营业收入同比     | 51.59% | 13.33% | 54.67% | 22.56% |
| 营业利润同比     | 44.5%  | 19.3%  | 76.0%  | 27.7%  |
| 净利润同比      | 60.13% | 8.12%  | 73.66% | 26.4%  |
| 营运能力:      |        |        |        |        |
| 应收账款周转率    | 17.04  | 16.16  | 17.86  | 16.20  |
| 存货周转率      | 5.14   | 5.36   | 6.21   | 5.68   |
| 总资产周转率     | 0.50   | 0.45   | 0.59   | 0.61   |
| 盈利能力与收益质量: |        |        |        |        |
| 毛利率        | 28.5%  | 29.6%  | 30.5%  | 31.0%  |
| 净利率        | 18.2%  | 17.3%  | 19.5%  | 20.1%  |
| 总资产净利率 ROA | 9.0%   | 7.8%   | 11.5%  | 12.3%  |
| 净资产收益率 ROE | 14.4%  | 13.7%  | 19.7%  | 20.4%  |
| 资本结构与偿债能力: |        |        |        |        |
| 流动比率       | 1.98   | 2.25   | 2.08   | 2.32   |
| 资产负债率      | 43.0%  | 42.2%  | 41.4%  | 37.7%  |
| 长期借款/总负债   | 37.7%  | 45.4%  | 37.2%  | 36.3%  |
| 每股指标:      |        |        |        |        |
| 每股收益       | 0.83   | 0.90   | 1.56   | 1.97   |
| 每股经营现金流量   | 0.67   | 0.54   | 0.66   | 1.51   |
| 每股净资产      | 6.15   | 6.97   | 8.82   | 10.50  |

资料来源：民生证券研究所

| 项目 (百万元)  | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金      | 672   | 610   | 708   | 725   |
| 应收票据      | 308   | 328   | 507   | 621   |
| 应收账款      | 102   | 124   | 191   | 235   |
| 预付账款      | 257   | 291   | 450   | 552   |
| 其他应收款     | 6     | 7     | 11    | 14    |
| 存货        | 320   | 359   | 548   | 667   |
| 其他流动资产    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 流动资产合计    | 1,664 | 1,719 | 2,415 | 2,813 |
| 长期股权投资    | 53    | 68    | 83    | 98    |
| 固定资产      | 948   | 995   | 1,038 | 1,075 |
| 在建工程      | 1,011 | 1,411 | 1,711 | 1,911 |
| 无形资产      | 62    | 55    | 49    | 43    |
| 其他非流动资产   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 非流动资产合计   | 2,134 | 2,529 | 2,881 | 3,127 |
| 资产总计      | 3,798 | 4,248 | 5,296 | 5,940 |
| 短期借款      | 80    | 139   | 346   | 279   |
| 应付票据      | 4     | 4     | 7     | 8     |
| 应付账款      | 329   | 333   | 509   | 619   |
| 预收账款      | 18    | 22    | 33    | 40    |
| 其他应付款     | 42    | 45    | 45    | 45    |
| 应交税费      | (21)  | 20    | 20    | 20    |
| 其他流动负债    | 360   | 200   | 200   | 200   |
| 流动负债合计    | 840   | 763   | 1,160 | 1,212 |
| 长期借款      | 615   | 815   | 815   | 815   |
| 其他非流动负债   | 176   | 216   | 216   | 216   |
| 非流动负债合计   | 791   | 1,031 | 1,031 | 1,031 |
| 负债合计      | 1,633 | 1,794 | 2,191 | 2,242 |
| 股本        | 352   | 352   | 352   | 352   |
| 资本公积      | 1,032 | 1,032 | 1,032 | 1,032 |
| 留存收益      | 780   | 1,070 | 1,721 | 2,313 |
| 少数股东权益    | 0     | 0     | 0     | 1     |
| 所有者权益合计   | 2,164 | 2,454 | 3,105 | 3,698 |
| 负债和股东权益合计 | 3,798 | 4,248 | 5,296 | 5,940 |

### 现金流量表

| 项目 (百万元)  | 2010A   | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------|---------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流量  | 236     | 189   | 233   | 533   |
| 投资活动现金流量  | (1,014) | (525) | (415) | (315) |
| 筹资活动现金流量  | 660     | 374   | 280   | 100   |
| 现金及等价物净增加 | (118)   | 38    | 98    | 318   |

## 分析师与联系人简介

**巨国贤**，有色金属行业分析师，硕士，拥有4年有色金属及新材料科研经验，4年有色金属及新材料行业项目投资经验，4年券商行业分析经验。2010年《新财富》最佳分析师有色金属行业第六名，“水晶球”最佳分析师第六名。

**黄玉**，有色金属行业分析师，硕士，2008年加盟民生证券研究所，从事期货及证券研究7年以上，对有色金属行业有深入的见解和认识，对有色金属行业发展规律和运行特点具有高度的敏感性，准确预测并把握了2010年黄金、稀有金属、基本金属的行情。

**滕越**，有色金属行业助理分析师，中央财经大学金融学硕士，工学学士，09年加盟民生证券研究所，擅长财务分析和统计计算。

**吴怡平**，有色金属行业助理分析师，武汉大学金融学硕士，经济学学士，擅长公司财务分析，盈利预测。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 机构销售

| 销售  | 负责区域 | 电话            | 手机          | 邮箱                       |
|-----|------|---------------|-------------|--------------------------|
| 尹璠  | 北京   | 010-85127761  | 18611738655 | yintang@mszq.com         |
| 郭明  | 北京   | 010-85127762  | 18601357268 | guoming@mszq.com         |
| 郭楠  | 北京   | 010-85127835  | 15801209146 | guonan@mszq.com          |
| 杜婵媛 | 北京   | 010-85127761  | 13811313398 | duchanyuan@mszq.com      |
| 杨平平 | 北京   | 010-85127761  | 15210830789 | yangpingping@mszq.com    |
| 平珂  | 上海   | 021-68885772  | 13818133101 | pingke@mszq.com          |
| 张瑜鑫 | 上海   | 021-68885790  | 13810338213 | zhangyuxin_jgxs@mszq.com |
| 陈康菲 | 上海   | 021-68885792  | 13917175055 | chenkangfei@mszq.com     |
| 朱光宇 | 上海   | 021-68885773  | 18601666368 | zhuguangyu@mszq.com      |
| 汪萍  | 上海   | 021-68885167  | 13402036996 | wangping@mszq.com        |
| 钟玲  | 上海   | 021-68885797  | 15900782242 | zhongling@mszq.com       |
| 郑敏  | 上海   | 021-68885159  | 18701944310 | zhengmin@mszq.com        |
| 万小山 | 广深   | 0755-22662056 | 13902959014 | wanxiaoshan@mszq.com     |
| 许立平 | 广深   | 020-84228173  | 18601368846 | xuliping@mszq.com        |
| 韦珂嘉 | 广深   | 0755-22667772 | 13701050353 | weikejia@mszq.com        |
| 李潇  | 广深   | 0755-22662095 | 13631517757 | lixiao@mszq.com          |
| 马炜炎 | 广深   | 0755-22662089 | 18665855545 | maweiyan@mszq.com        |
| 王仪枫 | 广深   | 0755-22662093 | 13682556787 | wangyifeng@mszq.com      |

## 民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 518040

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 200120

## 评级说明

| 公司评级标准                                       | 投资评级 | 说明                          |
|----------------------------------------------|------|-----------------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。 | 强烈推荐 | 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上         |
|                                              | 谨慎推荐 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间 |
|                                              | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间 |
|                                              | 回避   | 相对沪深 300 指数下跌 10%以上         |
| 行业评级标准                                       |      |                             |
| 以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。 | 推荐   | 相对沪深 300 指数涨幅 5%以上          |
|                                              | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间   |
|                                              | 回避   | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上          |

## 免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。