

新疆众和 (600888)

增持/维持评级

股价: RMB25.81

## 分析师

叶洮

SAC 执业证书编号:S1000510120008

(0755)8249 2171

yetao@mail.htlhsc.com.cn

## 联系人

孙浩中

(021)6849 8635

sunhz@mail.htlhsc.com.cn

## 相关研究

《谁将在长跑中胜出》

(2011/06/22)

《电极箔打开确定性需求空间》

(2011/06/09)

《钎焊箔、电极箔下游景气依旧》

(2011/04/22)

《煤电成本优势突出》

(2011/04/01)

《唱响铝加工的春天里》

(2011/03/13)

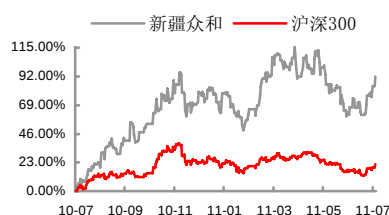
《成本优势突出 产能扩张明确》

(2010/12/06)

## 基础数据

|                |       |
|----------------|-------|
| 总股本 (百万股)      | 352   |
| 流通 A 股 (百万股)   | 352   |
| 流通 B 股 (百万股)   | 0     |
| 可转债 (百万元)      |       |
| 流通 A 股市值 (百万元) | 9,087 |

## 最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

# 大股东上限参与增发彰显信心

## ——非公开发行股票发行情况点评

7月5日公告: 公司最终确定的发行数量为 58,983,541 股; 发行价格: 20.05 元/股, 募集资金总额: 1,182,619,997.05 元; 募集资金净额: 1,151,348,373.57 元。配售机构共 8 家, 其中大股东特变电工获配 884.7531 万股, 占比 15%, 上限认购, 锁定期 36 个月; 其余股东锁定期为 12 个月。

## 点评:

- **大股东上限认购彰显对公司发展的坚定信心。** 据此前增发预案, 大股东特变电工拟以现金认购发行股票总数的 10%至 15%, 而最后特变电工以上限比例认购, 此举表明了大股东对公司未来发展的坚定信念与乐观预期。
- **增发导致的业绩摊薄效应低于预期。** 依据之前的增发预案, 预计将发行 7280 万股, 发行后总股本为 4.249 亿股, 业绩摊薄约 17.14%; 而最终发行为 5898.3541 万股, 发行后总股本为 4.11 亿股, 业绩摊薄约 14.35%。
- **电力成本将是电极箔企业竞争的焦点。** 随着夏季用电高峰的临近, 电力供应紧张的矛盾将逐渐凸显。我们推断, 电力短缺对电极箔领域的影响将体现在两方面: 一方面将限制缺电严重地区企业的产能利用率, 减少有效供给, 从供需层面支撑售价; 另一方面, 近期已经发生的电价上调, 以及未来的电价上调预期也将推升电极箔产品提价预期, 这是基于行业平均成本层面的。因此, 具有电力供应优势的企业有望明显受益。
- **公司地处煤炭资源丰富的新疆, 是国内唯一拥有“煤炭-电力-电解铝-高纯铝-电子铝箔-电极箔”完整资源优势产业链的企业。** 目前高纯铝产能约 3.3 万吨、电子铝箔 2 万吨、电极箔 400 万平; 2012 年底公司相应产品产能有望扩张至 5.3 万吨、4.7 万吨、2100 万平, 大幅增长 60.6%、135%、425%。
- **公司目前电力自给率为 54%左右; 2×150MW 热电厂今年中期有望投产, 新增发电量 16.2 亿度/年, 2012 年电力实现 100%自给; 2013 年全部项目投产后电力自给率仍高达 84%。** 其自发电成本约 0.25 元/度, 远低于外购电的 0.43 元/度, 电力自给率提高有望进一步推升毛利率水平。

| 经营预测与估值       | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)     | 1605.9 | 2024.0 | 2240.0 | 4024.0 |
| (+/-%)        | 51.6   | 26.0   | 10.7   | 79.6   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 291.7  | 357.0  | 466.0  | 922.0  |
| (+/-%)        | 60.0   | 22.4   | 30.5   | 97.9   |
| EPS(元)        | 0.83   | 0.87   | 1.13   | 2.24   |
| P/E(倍)        | 31.1   | 31.6   | 24.2   | 12.2   |

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

- 维持“**增持**”评级。我们预测公司 2011-13 年净利润分别为 3.57、4.63、9.20 亿元，对应增发摊薄后 EPS 分别为 0.87、1.13、2.24 元/股。公司作为拥有完整产业链的电子铝材生产商，具备较高的行业地位与领先的市场份额，技术工艺突出。公司依托新疆煤炭资源优势，尽享低能源成本，未来产能扩张之际有望与行业景气形成共振。
- **风险提示：** 电厂投产进度低于预期 产能扩张不畅 行业景气度下滑

**表格 1：发行对象、配售股份与限售期**

| 序号 | 发行对象                | 获配股数（万股）  | 限售期（月） | 比例   |
|----|---------------------|-----------|--------|------|
| 1  | 特变电工股份有限公司          | 884.7531  | 36 个月  | 15%  |
| 2  | 易方达基金管理有限公司         | 1,433.60  | 12 个月  | 24%  |
| 3  | 上海哲熙投资管理合伙企业（有限合伙）  | 610       | 12 个月  | 10%  |
| 4  | 雅戈尔集团股份有限公司         | 600       | 12 个月  | 10%  |
| 5  | 上海彤卉实业有限公司          | 600       | 12 个月  | 10%  |
| 6  | 宁波金联诚股权投资合伙企业（有限合伙） | 600       | 12 个月  | 10%  |
| 7  | 中国对外经济贸易信托有限公司      | 590       | 12 个月  | 10%  |
| 8  | 常州投资集团有限公司          | 580       | 12 个月  | 10%  |
|    | 合计                  | 5898.3541 |        | 100% |

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

**盈利预测**
**资产负债表**

单位: 百万元

|                | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 1664 | 3039  | 3485  | 4803  |
| 现金             | 672  | 1362  | 1808  | 2139  |
| 应收账款           | 102  | 198   | 218   | 418   |
| 其他应收款          | 6    | 4     | 7     | 16    |
| 预付账款           | 257  | 536   | 521   | 787   |
| 存货             | 320  | 635   | 595   | 919   |
| 其他流动资产         | 308  | 304   | 336   | 523   |
| <b>非流动资产</b>   | 2134 | 2095  | 2021  | 1920  |
| 长期投资           | 53   | 39    | 39    | 39    |
| 固定资产           | 948  | 1409  | 1577  | 1593  |
| 无形资产           | 62   | 62    | 62    | 62    |
| 其他非流动资产        | 1071 | 586   | 343   | 226   |
| <b>资产总计</b>    | 3798 | 5135  | 5505  | 6723  |
| <b>流动负债</b>    | 840  | 757   | 652   | 949   |
| 短期借款           | 80   | 150   | 100   | 100   |
| 应付账款           | 329  | 282   | 268   | 420   |
| 其他流动负债         | 431  | 325   | 284   | 429   |
| <b>非流动负债</b>   | 793  | 768   | 798   | 818   |
| 长期借款           | 615  | 665   | 715   | 765   |
| 其他非流动负债        | 178  | 103   | 83    | 53    |
| <b>负债合计</b>    | 1633 | 1525  | 1450  | 1767  |
| 少数股东权益         | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 股本             | 352  | 411   | 411   | 411   |
| 资本公积           | 1032 | 2097  | 2097  | 2097  |
| 留存收益           | 780  | 1102  | 1547  | 2449  |
| 归属母公司股东权益      | 2164 | 3610  | 4055  | 4956  |
| <b>负债和股东权益</b> | 3798 | 5135  | 5505  | 6723  |

**现金流量表**

单位: 百万元

|                | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 236   | -374  | 621   | 438   |
| 净利润            | 292   | 357   | 466   | 922   |
| 折旧摊销           | 94    | 119   | 163   | 188   |
| 财务费用           | 18    | 47    | 48    | 48    |
| 投资损失           | 14    | 0     | 0     | 0     |
| 营运资金变动         | -188  | -827  | -22   | -731  |
| 其他经营现金流        | 7     | -70   | -33   | 10    |
| <b>投资活动现金流</b> | -1014 | -95   | -88   | -88   |
| 资本支出           | 1003  | 108   | 88    | 88    |
| 长期投资           | -11   | -13   | 0     | 0     |
| 其他投资现金流        | -23   | 0     | 0     | 0     |
| <b>筹资活动现金流</b> | 660   | 1160  | -88   | -18   |
| 短期借款           | -15   | 70    | -50   | 0     |
| 长期借款           | 373   | 50    | 50    | 50    |
| 普通股增加          | 0     | 59    | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | -5    | 1065  | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | 307   | -84   | -88   | -68   |
| <b>现金净增加额</b>  | -118  | 690   | 445   | 331   |

**利润表**

单位: 百万元

|                 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 1606 | 2024  | 2240  | 4024  |
| <b>营业成本</b>     | 1148 | 1411  | 1488  | 2625  |
| <b>营业税金及附加</b>  | 11   | 6     | 7     | 12    |
| <b>营业费用</b>     | 50   | 61    | 65    | 113   |
| <b>管理费用</b>     | 86   | 105   | 114   | 201   |
| <b>财务费用</b>     | 18   | 47    | 48    | 48    |
| <b>资产减值损失</b>   | -0   | 1     | 1     | 1     |
| <b>公允价值变动收益</b> | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>投资净收益</b>    | -14  | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 279  | 394   | 517   | 1024  |
| <b>营业外收入</b>    | 52   | 1     | 0     | 0     |
| <b>营业外支出</b>    | 12   | 2     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 319  | 393   | 517   | 1024  |
| <b>所得税</b>      | 27   | 35    | 52    | 102   |
| <b>净利润</b>      | 292  | 357   | 466   | 922   |
| <b>少数股东损益</b>   | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 292  | 357   | 466   | 922   |
| <b>EBITDA</b>   | 391  | 559   | 728   | 1261  |
| <b>EPS (元)</b>  | 0.83 | 0.87  | 1.13  | 2.24  |

**主要财务比率**

|                | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |
| 营业收入           | 51.6%  | 26.0%  | 10.7%  | 79.7%  |
| 营业利润           | 44.5%  | 41.1%  | 31.4%  | 98.0%  |
| 归属于母公司净利润      | 60.0%  | 22.5%  | 30.3%  | 98.0%  |
| <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |
| 毛利率(%)         | 28.5%  | 30.3%  | 33.6%  | 34.8%  |
| 净利率(%)         | 18.2%  | 17.7%  | 20.8%  | 22.9%  |
| ROE(%)         | 13.5%  | 9.9%   | 11.5%  | 18.6%  |
| ROIC(%)        | 11.8%  | 12.8%  | 16.5%  | 26.3%  |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |
| 资产负债率(%)       | 43.0%  | 29.7%  | 26.3%  | 26.3%  |
| 净负债比率(%)       | 43.78% | 54.76% | 56.20% | 48.96% |
| 流动比率           | 1.98   | 4.02   | 5.34   | 5.06   |
| 速动比率           | 1.60   | 3.18   | 4.43   | 4.09   |
| <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |
| 总资产周转率         | 0.50   | 0.45   | 0.42   | 0.66   |
| 应收账款周转率        | 10     | 9      | 8      | 10     |
| 应付账款周转率        | 5.12   | 4.62   | 5.41   | 7.63   |
| <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益(最新摊薄)     | 0.71   | 0.87   | 1.13   | 2.24   |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 0.57   | -0.91  | 1.51   | 1.06   |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 5.27   | 8.78   | 9.87   | 12.06  |
| <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |
| P/E            | 38.63  | 31.55  | 24.21  | 12.22  |
| P/B            | 5.21   | 3.12   | 2.78   | 2.27   |
| EV/EBITDA      | 29     | 20     | 15     | 9      |



#### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

#### 股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上  
增 持 股价超越基准 10%-20%  
中 性 股价相对基准波动在  $\pm 10\%$  之间  
减 持 股价弱于基准 10%-20%  
卖 出 股价弱于基准 20%以上

#### 行业评级

增 持 行业股票指数超越基准  
中 性 行业股票指数基本与基准持平  
减 持 行业股票指数明显弱于基准

#### 免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成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收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还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。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

#### 深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层  
邮政编码: 518048  
电 话: 86 755 8249 3932  
传 真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

#### 上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层  
邮政编码: 200120  
电 话: 86 21 5010 6028  
传 真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn