

G众和 (600888)

业绩增长符合预期 成长开始逐步体现

G众和中报点评

✍ 周明 林浩祥  
☎ 21-62580818-702 21-62580818-521  
✉ zhouming@gtjas.com linhaoxiang@gtjas.com

本报告导读：  
➢ 对公司半年度经营状况进行评述  
➢ 分析未来发展状况、机遇以及投资机会

投资要点：

- 上半年，主营产品产销两旺，业绩增长基本符合预期。预计下半年经营将依然维持良好态势，全年业绩增长有望超市场预期，氧化铝价格的大幅回落有望带来新的惊喜。
- 中报显示，公司进行产品结构调整后，各细分产品收入发生显著变化。附加值高的高纯铝、电子铝箔、电极箔等电子材料产品开始逐步取代低附加值的铝冶炼加工产品。
- 受技改影响，上半年电极箔业务收入有所减少。预计三季度开始，电极箔业务将呈现快速增长势头，成为公司新的盈利增长点。合资事宜也进展顺利，预计下半年将进入实质的开工建设进程。
- 公司成功入围科技部首批“创新型试点企业”，凸显其雄厚的技术开发创新能力，其未来也将获得国家和相关政策扶持。
- 关于武汉源泰铝业有限公司的诉讼问题，公司已经通过司法途径获得权益保障，不影响公司利益和未来发展。
- 在乌昌市党委和自治区政府的协调下，预计公司担保问题将在三季度获得妥善解决。
- 为解决流动性问题，并打造电子业蓝筹，公司中期分配方案提出每10股转增1股，同时送3股，并派现0.34元。丰厚的分配方案凸显大股东做大做强众和的决心和信心。
- 凭借全球领先的技术实力和产能扩张，公司已经迈入快速成长轨道，未来“十一五”期间，将继续扮演电子新材料行业领跑者角色。
- 2006-2008年PEG仅为0.411，公司未来具备极佳的成长性。DCF估值、相对估值法都显示，公司目前市场价值低估明显。
- 维持“增持”投资评级，短期目标价45元，长期目标价60元。

财务摘要 (百万元)	2003	2004	2005	2006E	2007E
主营收入	481	585	594	789	1,099
(+/-)%	20%	22%	1%	33%	39%
经营利润 (EBIT)	103	119	116	167	292
(+/-)%	-1%	16%	-3%	43%	75%
净利润	35	57	59	106	213
(+/-)%	-27%	61%	2%	81%	100%
每股净收益 (元)	0.30	0.48	0.49	0.90	1.80
每股股利 (元)	-	0.02	0.04	0.63	1.26

利润率和估值指标	2003	2004	2005	2006E	2007E
经营利润率 (%)	21.4%	20.4%	19.6%	21.1%	26.5%
净资产收益率 (%)	11.6%	15.7%	13.9%	23.5%	41.2%
投入资本回报率 (%)	8.4%	10.2%	9.7%	13.1%	23.0%
EV/EBITDA	20.4	17.4	16.5	12.9	8.5
市盈率	75.1	46.5	45.5	25.1	12.5
股息率 (%)	0.0%	0.1%	0.2%	2.8%	5.6%

评级：**增持**  
上次评级：**增持**  
目标价格：**¥60.00**  
上次预测：**¥60.00**  
当前价格：**¥22.80**  
2006.08.04

交易数据

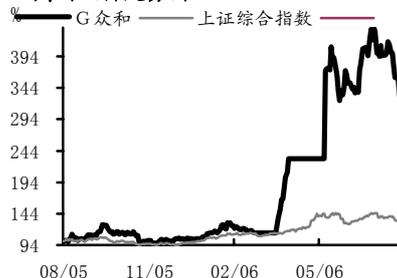
52周内股价区间 (元)	7.70 ~ 30.90
总市值 (百万元)	2,697
总股本/流通A股 (百万股)	118/44
流通B股/H股	
流通股比例	0.37
日均成交量 (百万股)	0.8
日均成交值 (百万元)	12.7

资产负债表摘要 (12/05E)

股东权益 (百万元)	420.12
每股净资产	4.06
市净率	5.5
净负债率	165.5%

EPS (元)	2005E	2006A
Q1	0.11	0.17
Q2	0.23	0.18
Q3	0.08	0.25
Q4	0.15	0.30
全年	0.57	0.90

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-23.8	43.7	239.8
相对指数	-14.6	34.7	200.7

相关报告

新疆众和更新报告	(06.07.04)
新疆众和深度报告	(06.05.21)
新疆众和简要调研报告	(06.03.28)

模型更新时间: 2005.08.11

**股票研究**

有色冶炼业  
有色金属冶炼及压延加工业

**G众和(600888)**

**评级:** **增持**

上次评级: 增持

**目标价格:** **¥ 60.00**

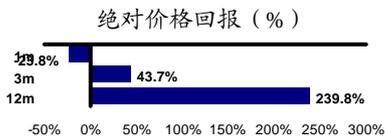
上次预测: ¥ 60.00

**当前价格:** **¥ 22.80**

公司网址:  
www.joinworld.com

**公司简介**

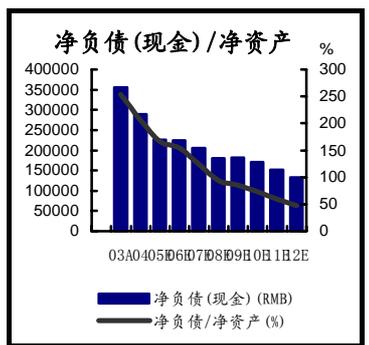
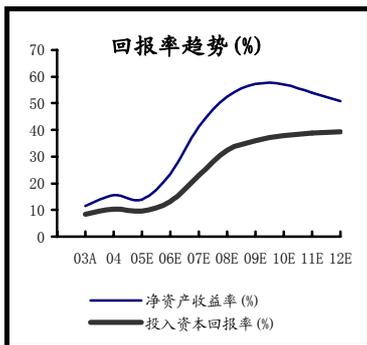
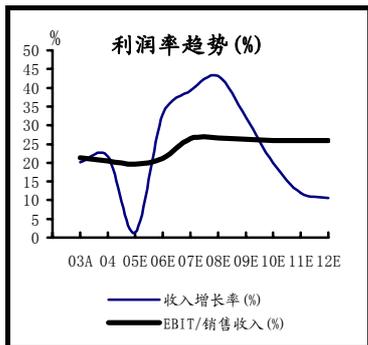
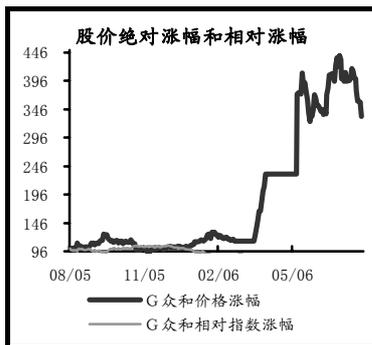
新疆众和股份有限公司是自治区重点支持的高新技术企业,是全国最大的高纯铝和铝电解电容器用铝箔生产企业之一、全球最大的高纯铝研发和生产企业之一,产品工艺技术和质量均达到世界先进水平。



52周价格范围 7.70~30.90  
市值(百万) 2,697

**财务预测(单位:百万元)**

损益表	2003A	2004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	481	585	594	789	1,099	1,574	2,078	2,493	2,789	3,085
主营业务成本	300	369	389	488	654	934	1,243	1,498	1,674	1,851
税金及附加	5	5	5	7	10	14	19	22	25	27
主营业务利润	176	211	200	294	436	626	816	973	1,090	1,206
其他业务利润	3	12	4	5	8	11	14	17	19	21
营业费用	11	19	16	22	31	44	58	70	78	86
管理费用	65	84	71	111	121	173	229	274	307	339
EBIT	103	119	116	167	292	420	544	647	724	802
财务费用	48	50	50	43	43	46	48	52	55	57
营业利润	55	69	66	124	248	374	496	595	670	745
所得税	7	7	8	18	37	55	73	88	99	110
少数股东损益	-1	-1	-1	-2	-4	-7	-9	-10	-12	-13
净利润	35	57	59	106	213	320	425	510	574	638
资产负债表										
货币资金、短期投资	41	54	46	53	174	301	299	334	418	514
其他流动资产	405	393	407	532	762	1,048	1,215	1,394	1,584	1,786
长期投资	86	88	102	102	102	102	103	103	104	104
固定资产合计	906	918	847	812	788	782	794	819	850	887
无形及其他资产	7	7	7	7	6	6	6	5	5	5
资产合计	1,404	1,406	1,362	1,452	1,657	1,938	2,117	2,321	2,543	2,782
流动负债	654	600	511	561	676	836	866	896	926	956
长期负债	442	440	431	441	469	495	520	543	565	587
股东权益	1,404	1,406	1,362	1,452	1,657	1,937	2,117	2,321	2,544	2,786
投入资本(IC)	1,008	1,039	1,048	1,081	1,080	1,103	1,284	1,452	1,589	1,732
现金流量表										
NOPLAT	84	106	101	142	248	357	462	550	616	682
折旧与摊销	49	58	70	71	72	74	76	80	85	91
流动资金增量	24	(19)	(81)	(68)	(23)	(30)	(169)	(143)	(106)	(107)
资本支出	(219)	(69)	1	(36)	(47)	(67)	(88)	(105)	(116)	(128)
自由现金流	(61)	75	92	109	249	333	281	382	479	538
经营现金流	18	156	100	150	300	403	371	488	595	666
投资现金流	(73)	(77)	8	(36)	(47)	(67)	(87)	(104)	(115)	(127)
融资现金流	43	(66)	(117)	(107)	(132)	(210)	(285)	(348)	(396)	(444)
现金流净增加额	(12)	14	(8)	7	121	126	(2)	36	84	95
财务指标										
成长性										
收入增长率	20.1%	21.7%	1.4%	33.0%	39.2%	43.2%	32.0%	20.0%	11.9%	10.6%
EBIT增长率	-1.3%	16.2%	-2.6%	43.3%	74.7%	44.0%	29.5%	18.9%	12.0%	10.7%
净利润增长率	-26.5%	61.5%	2.2%	81.5%	100.2%	50.7%	32.5%	20.0%	12.5%	11.2%
利润率										
毛利率	37.6%	36.9%	34.6%	38.1%	40.5%	40.7%	40.2%	39.9%	40.0%	40.0%
EBIT率	21.4%	20.4%	19.6%	21.1%	26.5%	26.7%	26.2%	25.9%	26.0%	26.0%
净利润率	7.4%	9.8%	9.9%	13.5%	19.3%	20.4%	20.4%	20.4%	20.6%	20.7%
收益率										
净资产收益率(ROE)	11.6%	15.7%	13.9%	23.5%	41.2%	52.4%	57.4%	57.1%	53.9%	50.8%
总资产收益率(ROA)	2.5%	4.1%	4.3%	7.3%	12.8%	16.5%	20.1%	22.0%	22.5%	22.9%
投入资本回报率	8.4%	10.2%	9.7%	13.1%	23.0%	32.3%	36.0%	37.9%	38.8%	39.4%
运营能力										
存货周转天数	130	117	145	153	134	98	78	68	64	60
应收账款周转天数	168.9	102.6	78.6	78.6	78.6	78.6	78.6	78.6	78.6	78.6
总资产周转天数	1,065.9	876.66	837.26	671.62	550.34	449.27	371.97	339.80	332.76	329.21
净利润现金含量	0.50	2.73	1.72	1.41	1.41	1.26	0.87	0.96	1.04	1.04
资本支出/收入	45%	12%	0%	5%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
偿债能力										
资产负债率	78.1%	74.0%	69.1%	69.0%	69.1%	68.8%	65.5%	62.0%	58.6%	55.4%
净负债率	253.6%	205.6%	165.5%	154.5%	123.6%	93.3%	85.6%	73.6%	59.5%	47.6%
估值比率										
PE	75.1	46.5	45.5	25.1	12.5	8.3	6.3	5.2	4.6	4.2
PB	7.6	6.4	5.5	5.9	5.2	4.4	3.6	3.0	2.5	2.1
EV/EBITDA	20.4	17.4	16.5	12.9	8.5	6.3	5.0	4.2	3.8	3.5
P/S	4.84	3.98	3.92	3.37	2.42	1.69	1.28	1.07	0.95	0.86
股息率	0.0%	0.1%	0.2%	2.8%	5.6%	8.4%	11.2%	13.4%	15.1%	16.8%



公司全年业绩增长将超市场预期

1. 业绩增长符合预期 产品结构调整顺利

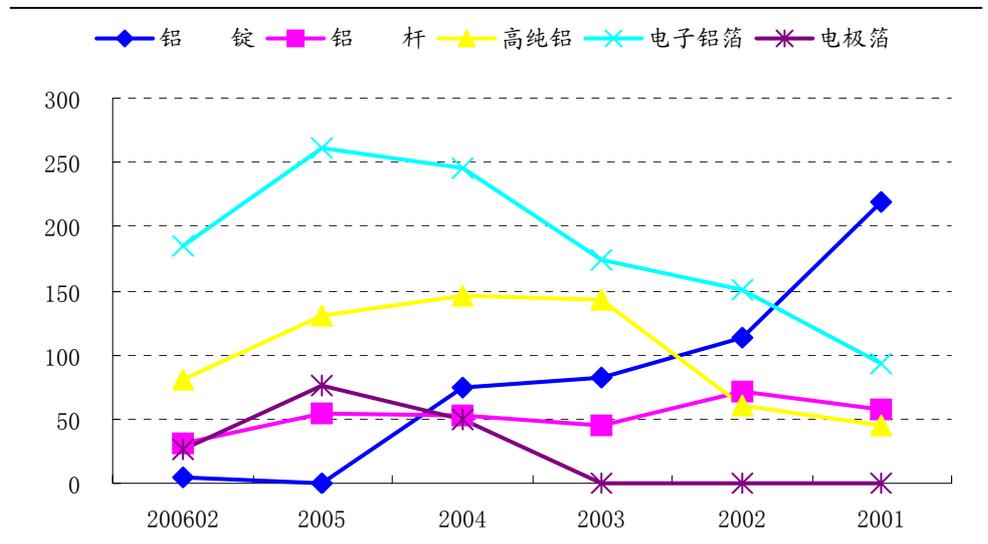
公司主要产品产销两旺，上半年经营形势较好，业绩增长基本符合预期。上半年实现主营收入、主营利润、净利润分别为 3.37 亿元、1.2 亿元、0.415 亿元，比去年同期分别增长 14.78%、27.7%、20.71%。

预计下半年将依然维持良好的经营态势，全年业绩增长有望超市场预期。

近年来，通过技术创新和提升，公司产业链成功的向高附加值深加工领域不断拓展，如今已经形成了一条由高纯铝、电子铝箔和电极箔等电子新材料为主的深加工产业链。并且，通过不断的进行产品结构调整，公司也开始从低端、低附加值产品逐步向高端、高附加值产品过渡。附加值高的高纯铝、电子铝箔、电极箔等电子材料产品开始逐步取代低附加值的铝冶炼加工产品。

图 1: 公司近 5 年主营收入构成: 百万元

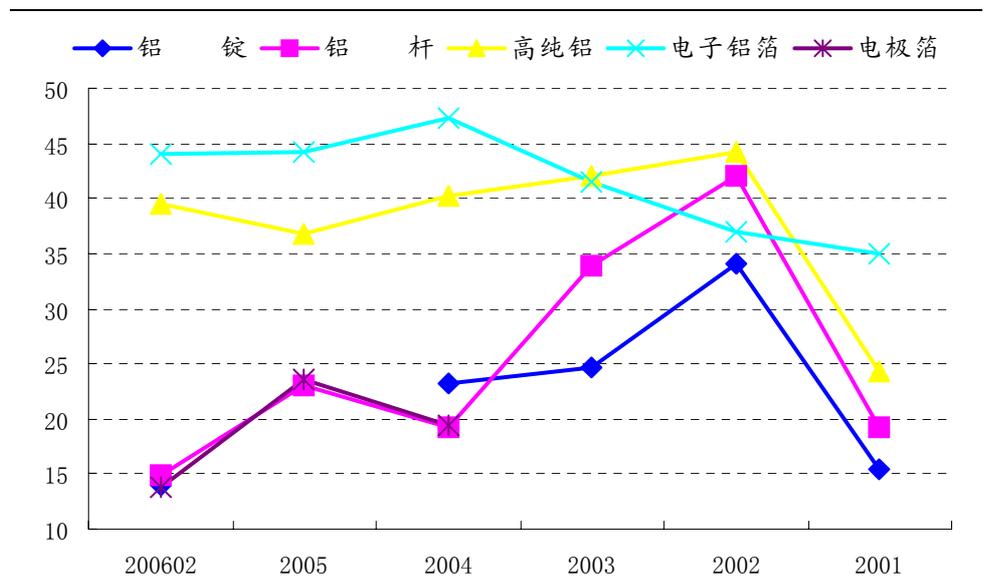
附加值高的电子铝箔、电极箔等电子材料产品收入占比近年来呈现快速上升态势



数据来源: 国泰君安证券研究所

图 2: 公司主营产品利润率变化: %

公司几大主营产品如高纯铝、电子铝箔等毛利率高企，技改后电极箔产品的毛利率将逐步提升



数据来源: 国泰君安证券研究所

公司生产原料用氧化铝采用的一直是现货采购方式，近几个月来，氧化铝价格呈现明显回落态势，并且从中短期看，已经进入下跌通道，因此未来公司的氧化铝采购成本将大大降低，有望给公司的利润增长带来新的惊喜。

## 2. 电极箔技术突破在即，下半年将成为新的利润增长点

上半年由于公司进行新的技改，同时对产品结构也进行一定的调整，因此上半年的电极箔业务受到一定的影响，其收入和利润均同比出现小幅的下滑。

### 技改后的电极箔业务将成为公司新的盈利增长点

目前，公司技改后电极箔产品已经成功开拓欧美、日本等主流高端市场，并已经批量提供给该类地区的高端客户进行试样。从相关渠道反馈的信息看，绝大部分的技术参数指标已经符合客户标准，这意味着公司长期以来通过技术创新、提升生产的中高档电极箔产品已经叩响了海外市场的大门，而去年公司约 300 吨电极箔产品的需求大都来自国内客户。

公司未来全部电极箔生产线技改项目完成后，有望提升产品的开工率和良品率，同时也将有效改善先前的高低端产品结构，预计下半年有望提升高压电极箔的产品比例至 50%（2005 年约为 20%）。

公司电极箔合资项目目前进展顺利，预计下半年也将进入实质性的操作进程，由于产销一体化，未来该业务有望呈现爆发性增长。

## 3. 成功入围科技部“创新型试点企业”

公司成功入围科技部首批“创新型试点企业”，凸显其雄厚的技术开发创新能力，其未来也将获得国家 and 地方的相关政策扶持。

### 公司多年发展构筑的成本优势和技术壁垒将成为同行短期内难以跨越的障碍

一直以来，公司都承担科技部、电子行业等多项科研技术攻关项目，持续的投入，使得公司技术优势在同类企业中十分突出和明显。

借助雄厚的技术创新实力，依托新疆当地优越的地位、能源优势，公司构筑了较强的成本优势和技术壁垒，未来将不断提升市场竞争力。

## 4. 诉讼、担保问题不够成未来发展障碍

关于武汉源泰铝业有限公司的诉讼问题，公司已经通过司法途径获得权益保障，不影响公司利益和未来发展。

针对源泰的诉讼、其它担保问题不构成公司快速发展的障碍

与此同时借助和外资股东合资事宜，在乌昌市党委和自治区政府的协调下，预计一直困扰市场投资者的公司担保问题有望在三季度得到妥善解决。

公司目前的主要担保对象是新疆彩棉（集团）股份有限公司、中收农机股份有限公司和新疆中基股份有限公司，共涉及金额 25155 万。

## 5. 行业竞争优势突出，价值明显低估

我们维持全面摊薄后公司 2006、2007、2008 年 EPS 可分别达到 0.90、1.80、2.71 元的预测。凭借全球领先的技术实力和产能扩张，公司已经迈入快速成长轨道，未来“十一五”期间，将继续扮演电子新材料行业领跑者角色。

2006-2008 年 PEG 仅为 0.411，公司未来具备极佳的成长性。DCF 估值、相对估值法都显示，公司目前市场价值低估明显。

### 5.1. 盈利预测

基本假设：

表 2：主要产品产量价格预测

	2006E	2007E	2008E
<b>精铝</b>			
产量：吨	8000	10000	13000
售价：元/吨	34000	34000	34000
<b>电子铝箔</b>			
产量：吨	8500	11000	15000
售价：元/吨	55000	56000	56000
<b>电极箔</b>			
产量：吨	600	1100	1600
售价：元/吨	250000	300000	350000

我们预计公司 2006、2007、2008 年每股收益有望分别实现 0.90、1.80、2.71 元。

风险提示：

1. 公司计划中的定向增发和项目建设如果进展顺利未来将极大的推动公司规模和盈利迈向新的台阶。项目实施时间的不确定性将影响未来预期收益。
2. 产品价格的波动也将影响未来盈利能力。

## 5.2. 估值

### 5.2.1. 绝对估值：DCF 估值显示内在价值每股 60 元

表 2: 主要估值假设

主要估值假设	
无风险收益率	3.60%
市场风险溢价	8.30%
BETA	1.00
股权成本 (Re)	11.90%
所得税率	15.00%
税前债务成本 (Rd)	5.85%
税后债务成本	4.97%
权益比例	44.00%
目标债务比例	56.00%
加权平均资本收益率 (WACC)	8.02%
永续增长率 (g)	3%
<b>DCF 估值结果</b>	<b>60.18</b>

数据来源：国泰君安证券研究所

表 3: 估值敏感性分析

敏感性分析				
WACC\永续增长率	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
7.00%	64.34	70.80	78.87	89.24
7.50%	57.26	62.38	68.64	76.46
8.02%	51.16	55.27	60.18	66.20
8.50%	46.62	49.82	53.83	58.65
9.00%	42.19	45.02	48.31	52.20

数据来源：国泰君安证券研究所

### 5.2.2. 相对估值：低 PEG 显示公司估值偏低

公司具备的世界领先技术实力和未来持续快速增长的潜力，使得公司估值有理由获得市场相应的溢价。作为国内电子新材料行业的领跑者，我们认为给予 07 年动态的 25~30 倍市盈率相对合理，公司短期目标价 45 元。

**表 4: 同类公司估值比较**

	2005	2006E	2007E	2008E
<b>PE</b>				
中科三环 (000970)	26.91	20.73	15.95	11.05
宝钛股份 (600456)	45.98	22.76	16.55	12.14
厦门钨业 (500549)	32.34	21.72	16.45	12.80
均值	<b>35.08</b>	<b>21.74</b>	<b>16.32</b>	<b>11.99</b>
<b>新疆众和 (600888) PE</b>	<b>45.94</b>	<b>25.01</b>	<b>12.51</b>	<b>8.30</b>
<b>PB</b>				
中科三环 (000970)	4.61	3.77	3.05	2.39
宝钛股份 (600456)	8.43	6.15	4.48	3.28
厦门钨业 (500549)	6.52	5.02	3.85	2.96
均值	<b>6.52</b>	<b>4.98</b>	<b>3.79</b>	<b>2.87</b>
<b>新疆众和 (600888) PB</b>	<b>5.29</b>	<b>4.37</b>	<b>3.24</b>	<b>2.33</b>
<b>股价</b>				
	(元)	(亿元)	PEG	ROE
			(06-08)	(06)
中科三环 (000970)	8.29	42.08	0.811	19.12%
宝钛股份 (600456)	36.37	72.85	0.811	27.09%
厦门钨业 (500549)	11.5	55.26	1.000	23.37%
<b>新疆众和 (600888)</b>	<b>22.51</b>	<b>26.62</b>	<b>0.411</b>	<b>25.90%</b>

数据来源: 国泰君安证券研究所&Bloomberg, 数据截止日期 2006/08/07

如果以未来三年净利润复合增长率作为 PEG 估值中的 G, 那么公司目前 PEG 值只有 0.411, 远远低于可比公司的均值 (0.87)。

### 5.2.3. 投资建议

我们认为新疆众和股份有限公司经过几年不断的夯实基础后, 已经迎来快速发展的春天。

借助技术不断创新发展和规模扩张, 公司无论是盈利能力和业绩都将呈现持续快速提升态势。

**公司目前市场价值低估严重, 强烈建议“增持”, 长期目标价 60 元, 短期 45 元。**

### 作者简介:

**周明**：毕业于北京清华大学，曾从事机械轻工行业、交通运输行业研究，现任国泰君安证券研究所有色金属行业和新材料行业分析师。曾获2004年《新财富》有色金属行业“最佳分析师”第一名、采掘业“最佳分析师”第三名、2005年《新财富》有色金属行业“最佳分析师”第二名。

### 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

**国泰君安证券股票投资评级标准:**

- 增持:** 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15% 以上;  
**谨慎增持:** 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;  
**中性:** 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为 -5% ~ 5%;  
**减持:** 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5% 以上。

**国泰君安证券行业投资评级标准:**

- 增持:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;  
**中性:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;  
**减持:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

**国泰君安证券研究所**

上海  
上海市延平路 121 号 17 楼  
邮政编码: 200042  
电话: (021) 62580818

深圳  
深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼  
邮政编码: 518029  
电话: (0755) 82485666

北京  
北京市海淀区马甸冠城园冠海大厦 14 层  
邮政编码: 100088  
电话: (010) 82001542

国泰君安证券研究所网址: [www.askgtja.com](http://www.askgtja.com)  
E-MAIL: [gtjaresearch@ms.gtjas.com](mailto:gtjaresearch@ms.gtjas.com)