

## 电极箔毛利提升，天池能源增厚投资收益

### 投资要点

- **事件：**公司发布2020年半年报。公司2020H1实现营收23.47亿元，同比上升4.19%，实现归母净利润1.34亿元，同比上升47.92%，实现扣非后归母净利润1.05亿元，同比上升109.73%，经营活动产生的净现金流1.44亿元，同比上升18.29%。其中Q2实现营收14.28亿元，同比上升31.86%，实现归母净利润0.70亿元，同比上升31.42%，实现扣非后归母净利润1.08亿元，同比上升535.29%。
- **Q2营收逐步恢复，电极箔毛利率同比增加6.66个百分点。**1)从收入端看，公司Q2营收同比上升31.86%，逐步从疫情影响中恢复。其中贸易从去年同期1.87亿元增加至3.55亿元，贡献上半年部分营收增量。2)从利润端看，公司H1归母净利润同比增长47.92%，主要系投资收益增加（同比上升96.36%至0.95亿元）所致：公司持股天池能源14.22%股权，受益新疆地区煤炭价格上涨及联营公司煤炭产量提升，天池能源2019年全年净利润约6.3亿元，而今年上半年已实现约5.68亿元净利润。3)毛利率方面，高纯铝、电子铝箔、合金、铝制品产品均略有上涨。电极箔产品毛利率同比增长6.66pp，主要源于电极箔生产成本降低：募投项目“年产1500万平方米高性能高压腐蚀箔项目”逐步投产放量，提高了该环节原料自给率，叠加新投生产线的工艺技术相对更先进，进而电极箔产品毛利率出现大幅提升。3)从盈利能力看，公司H1期间费用率下降1.5pp至11.38%。其中研发费用下降0.38pp至0.60%，系公司根据项目进度控制研发端投入；财务费用下降0.66pp至5.20%，系公司短期借款较去年同期下降所致。
- **高纯金属进口替代空间巨大，公司是国内唯一具备联合法提纯5N(99.999%)及以上超高纯铝和高纯化熔炼铸造生产能力的企业。**目前公司供应的靶材原料中半导体用靶材大概占到60%，显示面板用靶材占到40%左右。2018年起面向市场，2019年形成批量稳定供应，2020H1高纯铝新材料销量保持大幅增长。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为2.9、3.4、3.7亿元；EPS分别为0.28、0.33、0.36元，以2020年8月17日股价对应P/E为20X、17X、16X。看好公司高纯铝、电极箔等领域的应用前景，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动、新业务推进不及预期、投资收益波动风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4747.80	4831.34	5080.89	5347.63
增长率	-2.53%	1.76%	5.17%	5.25%
归属母公司净利润（百万元）	140.54	290.03	340.44	369.89
增长率	-22.52%	106.38%	17.38%	8.65%
每股收益EPS（元）	0.14	0.28	0.33	0.36
净资产收益率ROE	3.13%	6.12%	6.81%	7.01%
PE	41	20	17	16
PB	1.29	1.22	1.16	1.10

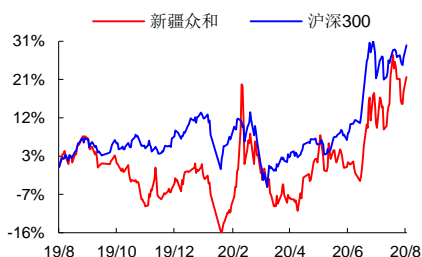
数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师：邱培宇  
 执业证号：S1250520070001  
 电话：021-58351893  
 邮箱：qiupyu@swsc.com.cn

分析师：刘岗  
 执业证号：S1250517100001  
 电话：010-58251918  
 邮箱：lg@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	10.25
流通A股(亿股)	9.28
52周内股价区间(元)	3.9-5.85
总市值(亿元)	57.38
总资产(亿元)	116.15
每股净资产(元)	4.42

### 相关研究

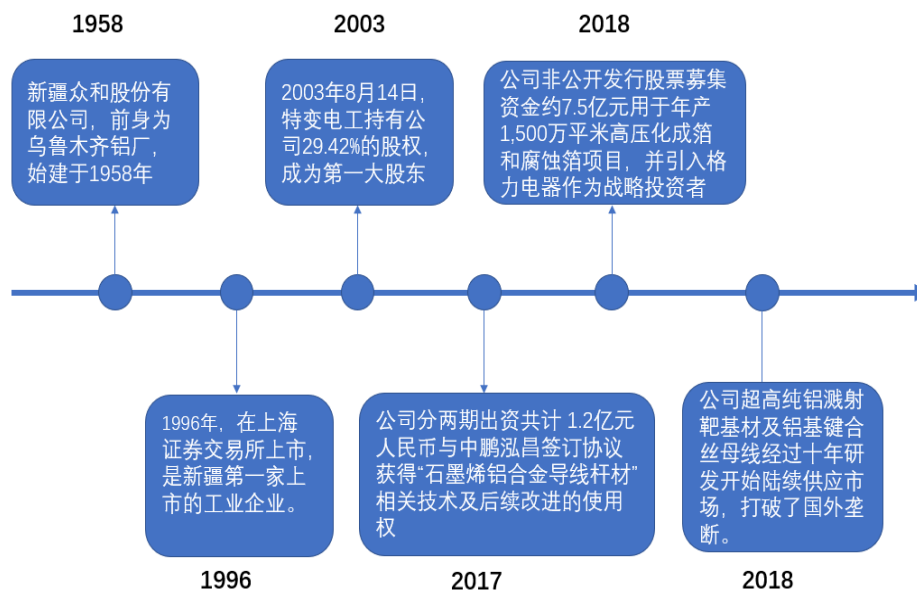
1. 有色行业专题报告：未来五年钴下游需求测算（2020-07-27）
2. 有色行业：白银价格有望趋势上行，建议关注相关受益标的（2020-07-24）
3. 有色行业专题报告：未来五年全球氢氧化锂需求测算（2020-07-17）
4. 有色行业专题报告：未来五年全球碳酸锂行业需求测算（2020-06-24）
5. 有色行业专题报告：海外三家锂盐企业2020年一季度经营分析及未来扩产计划（2020-06-01）
6. 有色行业2019年报及2020一季报总结：锂钴触底，黄金高景气（2020-05-09）

## 1 铝电子产业链助力产品结构优化，整体毛利率上升显著

新疆众和成立于 1958 年，于 1996 年在上交所上市，为铝电子新材料国家战略性新兴产业在新疆的研制出口基地，主营产品包括高纯铝，电子铝箔，电极箔，铝制品，合金产品等。历经五十多年的发展，公司现已成为中国战略性新兴产业的核心骨干企业，中国电子材料百强企业。公司已形成“煤-电-高纯铝-电子铝箔-电极箔”高技术、高附加值的铝电子新材料产业链，产品生产工艺控制优势明显。

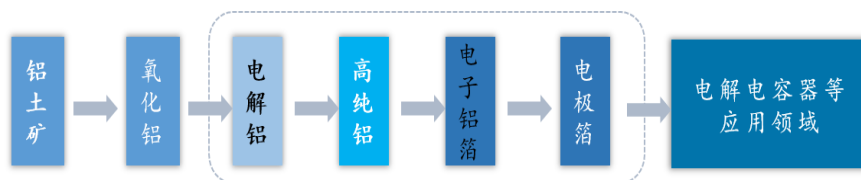
**高纯铝与电解铝箔产能处于领先地位。**1) 公司目前电解铝产能为 18 万吨。2) 高纯铝产能 5 万吨，市占率达 40%，拥有全球最大的高纯铝生产基地。3) 电子铝箔产能 3.5 万吨，2014-2018 年连续五年国内市场市占率超过 50%。4) 电极箔产能 2000 万平方米。

图 1：公司历史变革：1958 年建厂，1996 年上市



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 2：产品工艺流程：电解铝—高纯铝—电子铝箔—电极箔

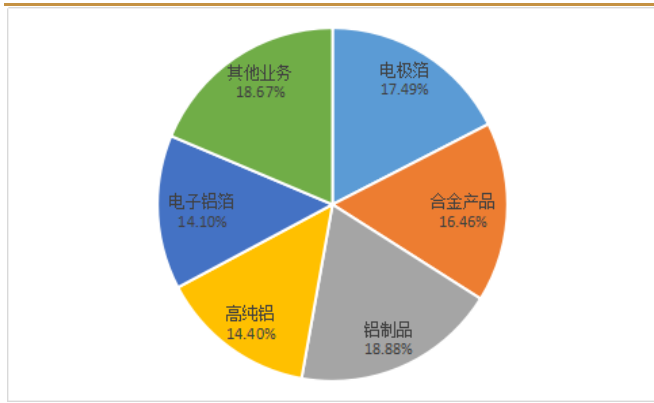


数据来源：Wind，西南证券整理

**主营业务结构优化，高毛利率产品占比提升。**公司主营产品包括铝制品，电极箔，合金产品，高纯铝，电子铝箔，贸易业务等。收入端，2019 年铝制品占比达 19%，其次为电极箔（18%），合金产品（16%）与高纯铝（14%）。毛利润端，2019 年电子铝箔占比达 31%，其次为电极箔（25%），高纯铝（12%）。公司主营产品毛利率差异较大，电子铝箔毛利率达

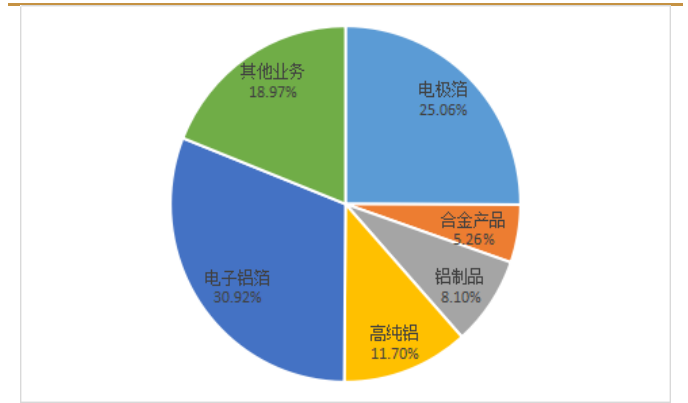
31%，其次为电极箔（20%）与高纯铝（11%），铝制品，合金产品，贸易业务毛利率在 5% 左右。公司业务结构正显著优化，2015-2019 年，高毛利率的电子铝箔与电极箔产品收入占比已从 17% 上升至 32%。

**图 3：2019 年营收占比：电极箔 17%，高纯铝 14%**



数据来源：Wind，西南证券整理

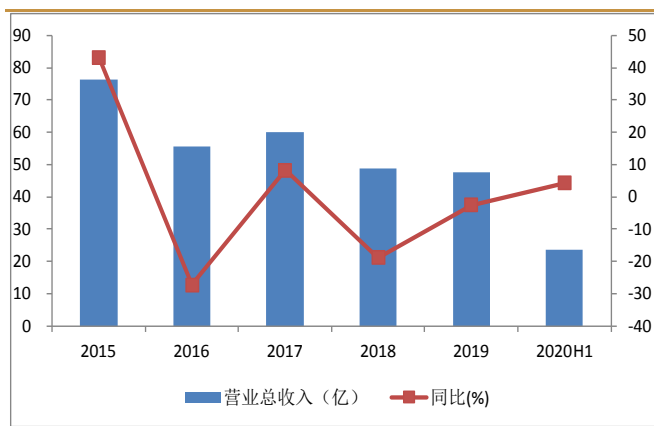
**图 4：2019 年毛利润占比：电子铝箔 31%，电极箔 25%**



数据来源：Wind，西南证券整理

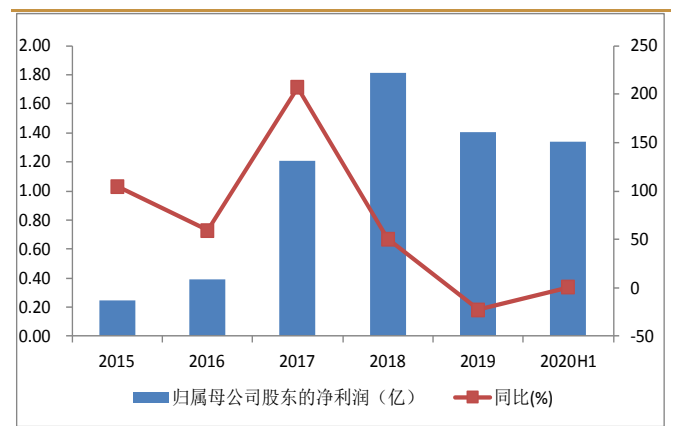
**营收保持平稳，归母净利润改善显著。**2019 年公司实现营业收入 47.48 亿元，同比下降 2.53%，2015-2019 年 CAGR 为；实现归母净利润 1.41 亿元，同比下降 22.52%，2015-2019 年 CAGR 为 20.68%，已明显改善。2020H1 公司实现营业收入 23.47 亿元，同比上升 4.19%，主要系贸易从去年同期 1.87 亿元增加至 3.55 亿元，贡献上半年部分营收增量；实现归母净利润 1.34 亿元，同比上升 47.92%，系公司持股天池能源带来的投资收益增加（同比上升 96.36%至 0.95 亿元）所致。

**图 5：公司 2020H1 营收达 23.47 亿元**



数据来源：Wind，西南证券整理

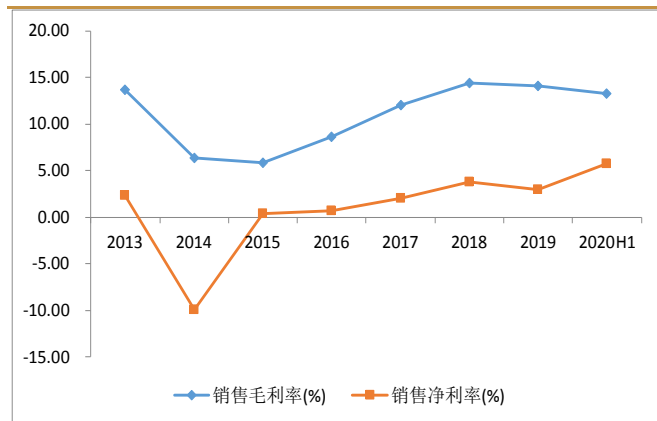
**图 6：公司 2020H1 归母净利润达 1.34 亿元**



数据来源：Wind，西南证券整理

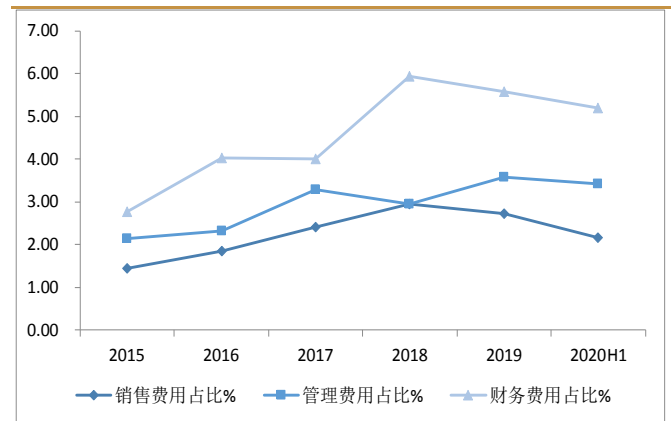
**毛利率提升明显，管理费用率出现上升。**2015-2019 年，公司销售毛利率自 5.89% 上升至 14.09%，系高毛利率产品占比提升所致。2019 年公司电子新材料产品毛利率比上年增加 1.72pp，其中高纯铝，电子铝箔，电极箔毛利率比上年分别增加 0.90pp，2.46pp，2.40pp。2015-2019 年公司期间费用率上升 6.53pp 至 12.89%，其中 2019 年公司管理费用率上升 0.88pp 至 4.59%，主要系电极箔、电子铝箔、高纯铝产品工艺优化及新产品开发投入增加致使研发费用同比增加 31.13% 所致。2020H1 公司销售毛利率下降 1.10pp 至 13.30%，销售净利率上升 1.98pp 至 5.77%。销售净利率上升系期间费用率下降，其中研发费用率下降 0.38pp 至 0.60%，财务费用率下降 0.66pp 至 5.20%，销售费用率下降 0.49pp 至 2.17%。

图 7：公司 2015-2020H1 毛利率与净利率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：公司 2015-2020H1 期间费用率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

## 2 盈利预测与估值

### 2.1 盈利预测

#### 关键假设：

公司产品可划分成：电极箔、合金产品、铝制品、高纯铝、电子铝箔及其他六部分进行分别测算。

收入方面：（1）2019 年受腐蚀箔供应不足影响，电极箔销售收入同比减少 20.35%，2020H1 收入同比减少 4.01%，降幅显著收窄。伴随募投项目陆续投产，预计 2021 年收入增速将转为正值。（2）2019 年由于铝价大幅波动，公司合金产品及铝制品销售收入同比减少 7.62%，2020H1 收入同比减少 8.13%。预计随着铝价的触底反弹，今年下半年起销售收入将有所回升。（3）下游航空航天领域需求增长的推动下，公司 2019 年高纯铝销售收入同比增长 7.72%；2020H1 收入保持平稳。受益于高纯金属国产替代大趋势，收入增长有望持续。（4）2019 与 2020H1 电子铝箔销售收入基本稳定，预计未来维持小幅正向增长。

利润方面：公司积极深化成本、质量管控，2019 年公司电子新材料毛利率比上年增加 1.72 个百分点，其中高纯铝毛利率比上年增加 0.90 个百分点，电子铝箔毛利率比上年增加 2.46 个百分点，电极箔毛利率比上年增加 2.40 个百分点。2020H1 高纯铝、电子铝箔、合金、铝制品产品均略有上涨，电极箔毛利率比上年增加 6.66 个百分点。预计主营产品毛利率将持续上升。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入毛利率如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
电极箔	收入	830.62	789.09	828.54	869.97
	增速	-20.3%	-5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	20.2%	25.0%	25.0%	25.0%
合金产品	收入	781.33	781.33	781.33	781.33

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
	增速	-30.6%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	4.50%	4.50%	4.60%	4.70%
铝制品	收入	896.30	941.12	1,035.23	1,138.75
	增速	30.0%	5.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	6.0%	6.0%	6.1%	6.2%
高纯铝	收入	683.68	697.35	732.22	768.83
	增速	7.7%	2.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	11.5%	11.8%	12.0%	12.2%
电子铝箔	收入	669.33	682.72	716.85	752.70
	增速	-5.3%	2.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	30.9%	31.0%	31.2%	31.4%
其他	收入	886.54	939.73	986.72	1,036.05
	增速	32.2%	6.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	18.4%	16.0%	18.0%	18.0%
合计	收入	4747.8	4831.3	5080.9	5347.6
	增速	-2.5%	1.8%	5.2%	5.2%
	毛利率	14.1%	15.2%	15.7%	15.7%

数据来源：Wind，西南证券

## 2.2 相对估值

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.90、3.44、3.70 亿元；EPS 分别为 0.28、0.33、0.36 元，以 2020 年 8 月 17 日股价对应 P/E 为 20X、17X、16X，看好公司高纯金属、电极箔等领域应用前景，首次覆盖给予“持有”评级。

表 2：可比公司估值比较

公司名称	现价	EPS				PE			
	8-17	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
新疆众和	5.60	0.14	0.28	0.33	0.36	40	20	17	16
隆华科技	9.23	0.19	0.26	0.32	0.39	49	36	29	24
有研新材	14.91	0.13	0.18	0.25	0.42	114	78	56	34

数据来源：Wind，西南证券整理。注：公司以外的 EPS 为万得一致预测值；股价为 2020.8.17 日收盘价。

## 3 风险提示

原材料价格波动、新业务推进不及预期、投资收益波动风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4747.80	4831.34	5080.89	5347.63	净利润	142.00	292.83	344.27	373.81
营业成本	4078.81	4098.15	4285.53	4506.18	折旧与摊销	347.93	354.26	370.54	386.25
营业税金及附加	47.12	46.38	48.78	51.34	财务费用	264.99	244.00	240.00	235.00
销售费用	129.35	132.86	139.72	147.06	资产减值损失	-2.65	0.00	0.00	0.00
管理费用	169.91	169.10	177.83	187.17	经营营运资本变动	-153.71	215.21	-35.64	-53.03
财务费用	264.99	244.00	240.00	235.00	其他	-395.17	-248.88	-198.21	-186.37
资产减值损失	-2.65	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>203.39</b>	<b>857.42</b>	<b>720.97</b>	<b>755.66</b>
投资收益	115.09	180.00	190.00	190.00	资本支出	-448.86	-226.56	-273.09	-285.52
公允价值变动损益	-1.13	0.00	0.00	0.00	其他	127.55	182.11	189.67	189.81
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-321.31</b>	<b>-44.45</b>	<b>-83.42</b>	<b>-95.71</b>
<b>营业利润</b>	<b>204.82</b>	<b>320.85</b>	<b>379.03</b>	<b>410.89</b>	短期借款	-761.96	2730.64	-93.86	-93.45
其他非经营损益	-46.95	0.00	0.00	0.00	长期借款	-87.77	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>157.86</b>	<b>320.85</b>	<b>379.03</b>	<b>410.89</b>	股权融资	760.31	0.00	0.00	0.00
所得税	15.86	28.01	34.76	37.08	支付股利	-60.33	-41.71	-79.08	-91.44
净利润	142.00	292.83	344.27	373.81	其他	295.59	-1222.09	-240.00	-235.00
少数股东损益	1.46	2.80	3.83	3.91	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>145.84</b>	<b>1466.84</b>	<b>-412.95</b>	<b>-419.89</b>
归属母公司股东净利润	140.54	290.03	340.44	369.89	<b>现金流量净额</b>	<b>20.85</b>	<b>2279.80</b>	<b>224.60</b>	<b>240.07</b>
资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2068.40	4348.20	4572.80	4812.87	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1511.00	1633.96	1690.36	1781.10	销售收入增长率	-2.53%	1.76%	5.17%	5.25%
存货	1096.66	980.83	1057.93	1118.14	营业利润增长率	4.88%	56.65%	18.13%	8.41%
其他流动资产	440.47	100.41	98.20	109.42	净利润增长率	-23.08%	106.22%	17.57%	8.58%
长期股权投资	1094.15	1094.15	1094.15	1094.15	EBITDA 增长率	-0.37%	12.40%	7.67%	4.30%
投资性房地产	14.28	12.17	12.50	12.68	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	4951.30	4838.72	4756.39	4670.79	毛利率	14.09%	15.18%	15.65%	15.74%
无形资产和开发支出	273.94	265.11	256.28	247.45	三费率	11.88%	11.30%	10.97%	10.64%
其他非流动资产	249.69	243.40	237.11	230.81	净利率	2.99%	6.06%	6.78%	6.99%
<b>资产总计</b>	<b>11699.89</b>	<b>13516.95</b>	<b>13775.72</b>	<b>14077.42</b>	ROE	3.13%	6.12%	6.81%	7.01%
短期借款	1958.81	4689.45	4595.58	4502.14	ROA	1.21%	2.17%	2.50%	2.66%
应付和预收款项	1579.08	1412.90	1484.08	1589.56	ROIC	4.10%	4.94%	5.39%	5.54%
长期借款	2150.89	2150.89	2150.89	2150.89	EBITDA/销售收入	17.22%	19.02%	19.48%	19.30%
其他负债	1470.22	476.54	492.81	500.11	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>7159.01</b>	<b>8729.77</b>	<b>8723.36</b>	<b>8742.69</b>	总资产周转率	0.43	0.38	0.37	0.38
股本	1035.47	1035.47	1035.47	1035.47	固定资产周转率	1.07	1.02	1.07	1.13
资本公积	2544.07	2544.07	2544.07	2544.07	应收账款周转率	15.25	14.71	14.97	15.20
留存收益	953.52	1201.84	1463.19	1741.65	存货周转率	4.06	3.91	4.18	4.13
归属母公司股东权益	4445.79	4689.29	4950.64	5229.09	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	122.04%	—	—	—
少数股东权益	95.09	97.89	101.72	105.64	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>4540.88</b>	<b>4787.17</b>	<b>5052.36</b>	<b>5334.73</b>	资产负债率	61.19%	64.58%	63.32%	62.10%
负债和股东权益合计	11699.89	13516.95	13775.72	14077.42	带息债务/总负债	57.41%	78.36%	77.34%	76.10%
					流动比率	1.09	1.13	1.19	1.25
					速动比率	0.86	0.97	1.02	1.07
					股利支付率	42.93%	14.38%	23.23%	24.72%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.14	0.28	0.33	0.36
					每股净资产	4.34	4.58	4.83	5.10
					每股经营现金	0.20	0.84	0.70	0.74
					每股股利	0.06	0.04	0.08	0.09
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	817.74	919.11	989.57	1032.14					
PE	40.83	19.79	16.86	15.51					
PB	1.29	1.22	1.16	1.10					
PS	1.21	1.19	1.13	1.07					
EV/EBITDA	10.50	8.78	7.83	7.18					
股息率	1.05%	0.73%	1.38%	1.59%					

数据来源：Wind，西南证券



## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间  
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn