

电子需求下降拖累 Q2 业绩，AI 打开市场空间

2023 年 08 月 21 日

► **事件：2023 年 8 月 15 日，公司发布 2023 年半年报。**2023H1 公司实现营业收入 32.42 亿元，同比下降 23.39%；归母净利润 8.22 亿元，同比增长 4.34%；扣非归母净利润 7.27 亿元，同比下降 3%。2023Q2，公司实现营业收入 17.93 亿元，同比下降 15.27%、环比增长 23.74%；归母净利润 3.96 亿元，同比下降 3.04%、环比下降 7.04%；扣非归母净利润 3.25 亿元，同比下降 10.35%、环比增长 18.95%。业绩基本符合我们预期。

► **消费电子需求疲弱，毛利下降明显。**消费电子终端需求较弱，手机、集成电路产量均下降，公司高纯铝、电子铝箔、电极箔业务均受影响，2023H1 公司毛利 5.52 亿元，同比下降 25.6%。**细分来看**，公司电极箔产品贡献毛利为 1.40 亿元，同比下降 35.72%，占总毛利比 25.37%；电子铝箔产品贡献毛利为 0.64 亿元，同比下降 61.82%，占总毛利比 11.67%；高纯铝产品贡献毛利为 0.83 亿元，同比下降 5.57%，占总毛利比 14.9%。

► **电子材料需求下降叠加煤价下拖累 Q2 业绩。环比看**，减利点有毛利 (-0.62 亿元)，主要因为消费电子市场需求下滑，电子新材料加工费下降；投资/其他收益 (-0.14 亿元)，主要因为新疆煤价下跌，参股企业天池能源业绩下降。主要增利点为所得税 (+0.33 亿元)，减值损失 (+0.15 亿元)，主要因为坏账转回。

► **未来看点：1) 电子铝材料行业龙头，一体化布局完善。**公司具有高纯铝产能 5.5 万吨，电子铝箔 3.5 万吨，电极箔产能 2300 万平方米，是国内先进的铝电解电容器用电子材料龙头，技术行业领先。公司目前形成“能源—（一次）高纯铝—高纯铝/合金产品—电子铝箔—电极箔”完整产业链。公司地处新疆，能源成本优势突出，而一体化布局有助于提升产品品质，增强抗风险能力。**2) AI 时代来临，电子新材料需求潜力大。**新能源汽车基数效应将显现，而 AI 技术和机器人市场快速发展，电子半导体将迎来新的周期，未来需求潜力大，公司作为铝电子材料龙头，将明显受益。**3) 项目多点开花，产能进入释放期。**公司在建工程项目较多，高纯铝、电子铝箔、电极箔均有项目布局，各个项目进展较快，未来随着项目落地，产能或将进入释放期，龙头地位进一步巩固。**3) 煤价逐步企稳，投资收益有望恢复。**能源转型背景下，动力煤供应约束较强，价格下行空间有限，而天池能源煤炭产能持续扩张，未来公司投资收益依然可观。

► **投资建议：**消费电子市场逐步企稳，AI 大发展下，铝电子材料空间大。能源转型背景下，动力煤价格中枢或将企稳，而随着疆煤外运的实施，新疆煤企将受益，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 14.61 亿元、16.89 亿元和 18.33 亿元，EPS 分别为 1.08 元、1.25 元和 1.36 元，对应 8 月 18 日收盘价的 PE 分别为 7、6 和 6 倍，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**行业竞争加剧，动力煤价格下行，项目进展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	7735	7240	7696	8313
增长率 (%)	-6.0	-6.4	6.3	8.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	1548	1461	1689	1833
增长率 (%)	81.5	-5.6	15.6	8.5
每股收益 (元)	1.15	1.08	1.25	1.36
PE	7	7	6	6
PB	1.3	1.1	0.9	0.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 18 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

7.81 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 张建业

执业证书：S0100522080006

邮箱：zhangjianye@mszq.com

研究助理 吴纪磊

执业证书：S0100122010038

邮箱：wujilei@mszq.com

相关研究

1.新疆众和 (600888.SH) 事件点评：电子材料产能大步扩张，把握新能源行业高成长-2022/05/27

2.新疆众和 (600888.SH) 2022Q1 业绩预告点评：深耕电子级高端铝材，价量齐升催化业绩大增-2022/04/11

3.新疆众和 (600888.SH) 2021 年年报点评：电子新材料量价齐升助力业绩高增，配股项目打开成长空间-2022/03/30

4.【民生金属】新疆众和：价量齐升助力业绩大增，募投项目打开成长空间-2022/01/16

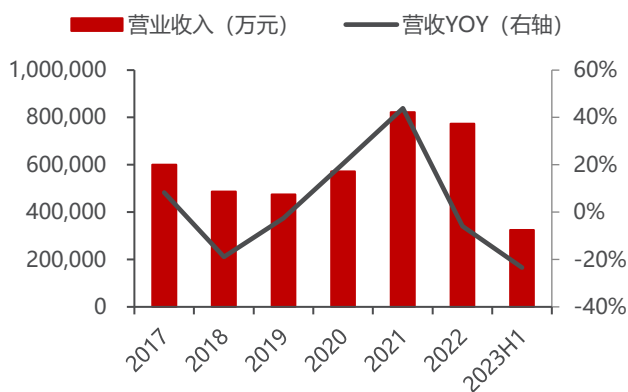
目录

1 事件：公司发布 2023 年半年报	3
2 点评：电子材料需求和煤价下行拖累 Q2 业绩	3
2.1 2023H1 投资收益增加推高业绩	3
2.2 2023Q2：电子市场需求弱化令业绩承压	6
3 高端市场优势明显，产品结构继续优化	8
3.1 电子铝箔行业龙头，一体化布局完善	8
3.2 动力煤价下行空间有限，投资收益有望企稳	11
3.3 盈利预测假设与业务拆分	12
3.4 投资建议	15
4 风险提示	16
插图目录	18
表格目录	18

1 事件：公司发布 2023 年半年报

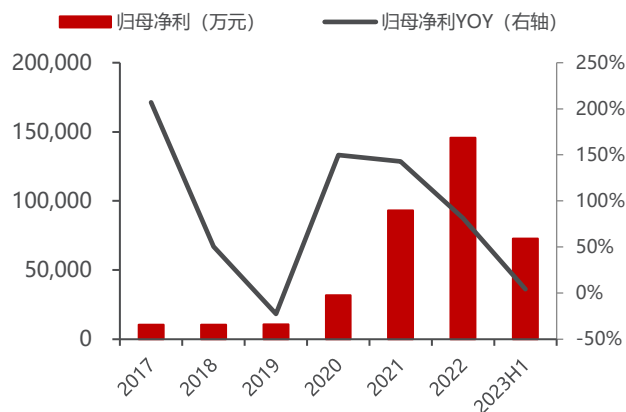
2023 年 8 月 15 日,公司发布 2023 年半年报。2023H1 公司实现营收 32.42 亿元,同比下降 23.39%;归母净利润 8.22 亿元,同比增长 4.34%;扣非归母净利 7.27 亿元,同比下降 3%。2023Q2,公司实现营收 17.93 亿元,同比下降 15.27%、环比增长 23.74%;归母净利润 3.96 亿元,同比下降 3.04%、环比下降 7.04%;扣非归母净利 3.25 亿元,同比下降 10.35%、环比增长 18.95%。

图1：2023H1，公司实现营收 32.42 亿元



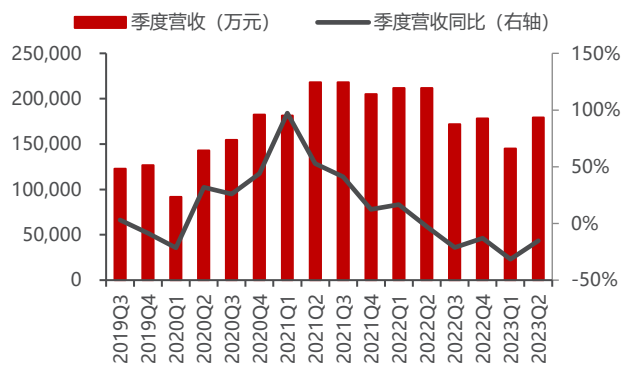
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2023H1，公司实现归母净利润 7.27 亿元



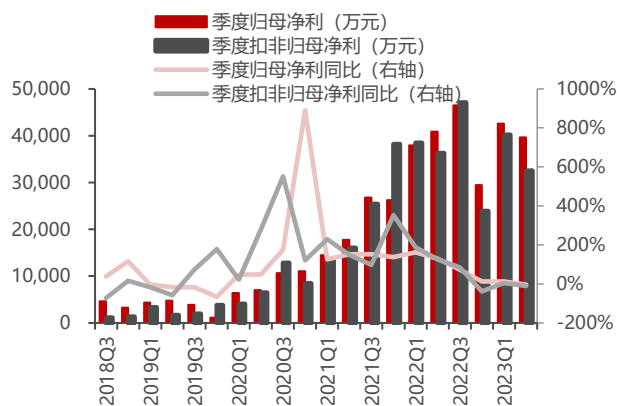
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2023Q2，公司实现营收 17.93 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2023Q2，公司实现归母净利润 3.96 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

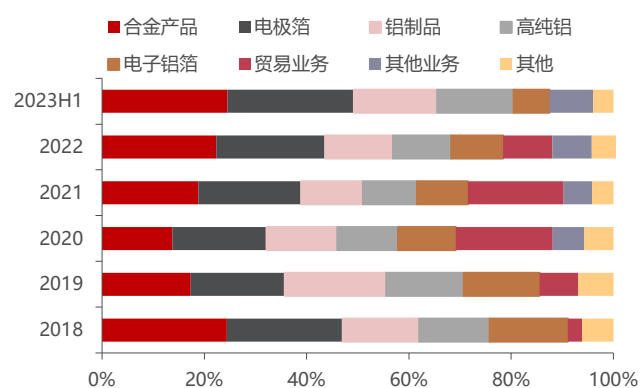
2 点评：电子材料需求和煤价下行拖累 Q2 业绩

2.1 2023H1 投资收益增加推高业绩

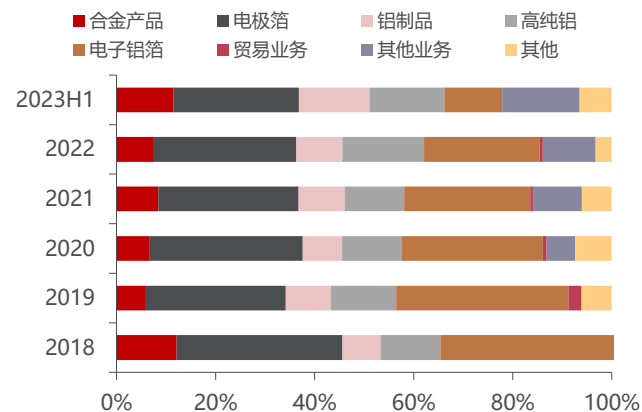
公司主要生产高纯铝、电极箔、电子铝箔等。由于铝价下降，电子市场需求较

弱，以及贸易业务萎缩，公司销售收入下滑较为明显。2023H1，公司电极箔产品销售收入为 8.01 亿元，同比下降 15.78%；电子铝箔产品销售收入为 2.27 亿元，同比下降 52.20%；高纯铝产品销售收入为 4.84 亿元，同比增长 8.06%；合金产品销售收入为 7.96 亿元，同比下降 29.54%；铝制品产品销售收入为 5.28 亿元，同比增长 14.00%。

2023H1 公司毛利 5.51 亿元，同比下降 1.90 亿元。细分来看，公司电极箔产品贡献毛利为 1.40 亿元，同比下降 35.72%，占总毛利比 25.37%；电子铝箔产品贡献毛利为 0.64 亿元，同比下降 61.82%，占总毛利比 11.67%；高纯铝产品贡献毛利为 0.83 亿元，同比下降 5.57%，占总毛利比 14.9%；合金产品贡献毛利为 0.63 亿元，同比下降 15.19%，占总毛利比 11.47%；铝制品产品贡献毛利为 0.79 亿元，同比下降 7.33%，占总毛利比 14.25%。

图5：2023H1，公司营业收入构成


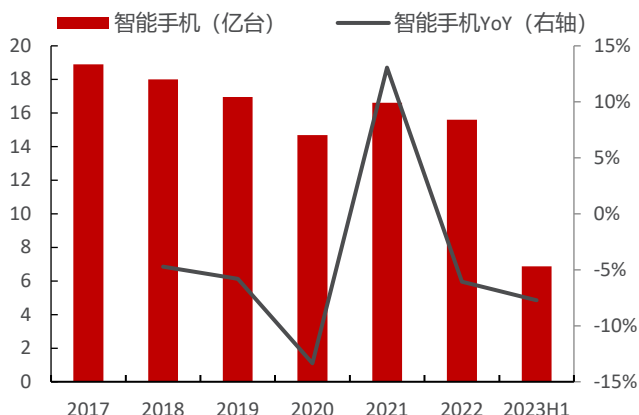
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：2023H1，公司毛利润构成


资料来源：wind，民生证券研究院

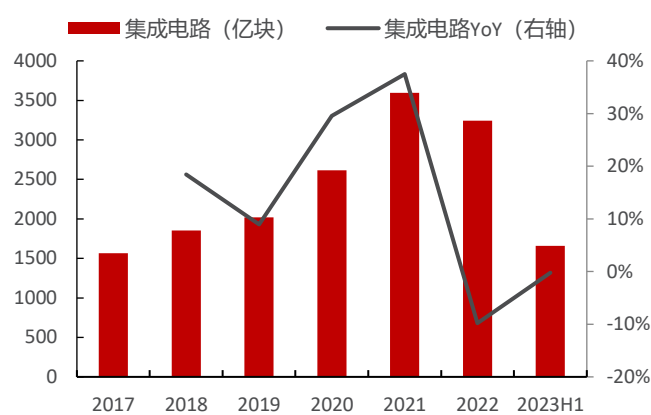
电子终端需求较弱，铝电子新材料板块承压。随着更新换代降速，智能手机产销量持续下降，2023H1 全球智能手机产量 7.44 亿部，同比下降 7.7%；国内集成电路产量 1657 亿块，同比下降 0.21%，集成电路连续两年下滑，一改之前持续增长的局面。受终端需求不振影响，公司铝电子材料业绩承压，电极箔、电子铝箔以及高纯铝毛利均出现下降。

图7：2023H1，全球智能手机产量同比下降 7.7%



资料来源：wind，民生证券研究院

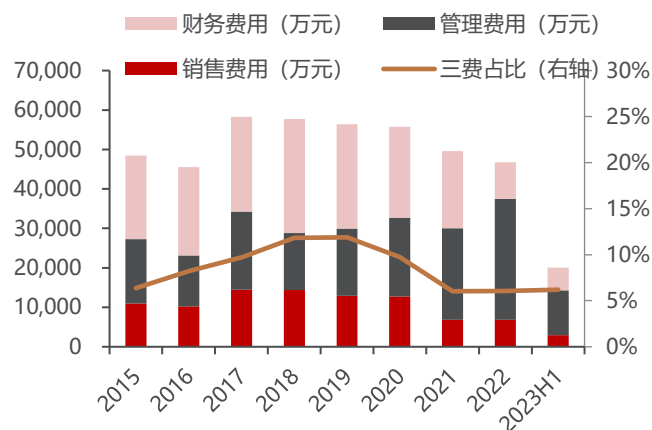
图8：2023H1，国内集成电路产量同比下降 0.2%



资料来源：wind，民生证券研究院

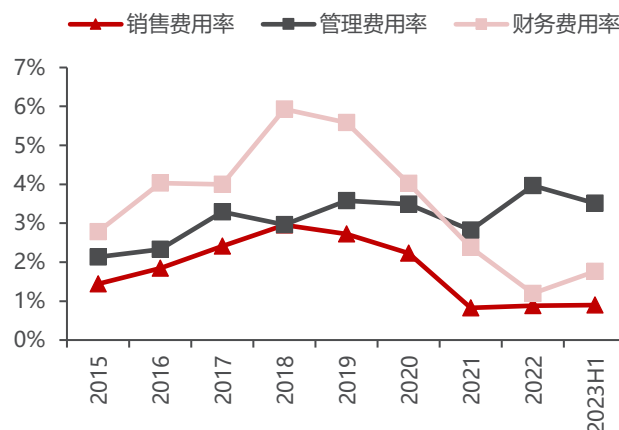
三费费用同比下降 20.7%。2023H1 公司三费费用 2.00 亿元，同比下降 20.7%，其中销售费用为 2920 万元，同比下降 13.82%，主要因为职工薪酬减少，管理费用同比下降 24.16%至 1.14 亿元，主要因为职工薪酬和股权激励下降，财务费用同比减少 16.53%至 5719 万元，主要因为公司偿还长期借款，利息支出大幅下降。研发费用为 2308 万元，研发费用率为 0.71%。2023H1 公司三费费用占比为 6.18%，同比增加 0.21pct，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.90%、3.52%和 1.76%，同比分别+0.10pct、-0.04pct、+0.14pct，主要因为营业收入上升。

图9：2023H1，三费费用同比下降 20.7%



资料来源：wind，民生证券研究院

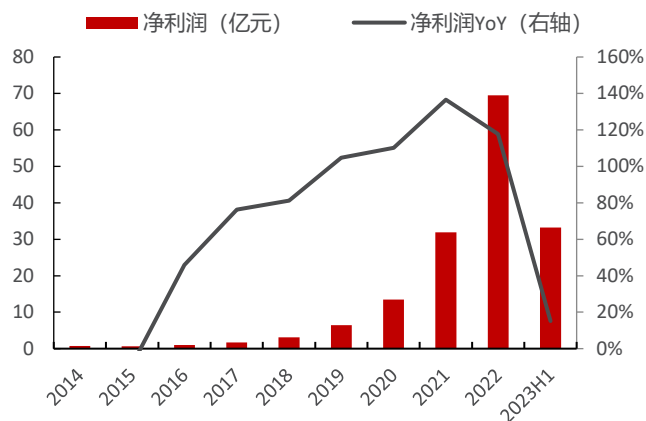
图10：2023H1，三费费率同比增加 0.21pct



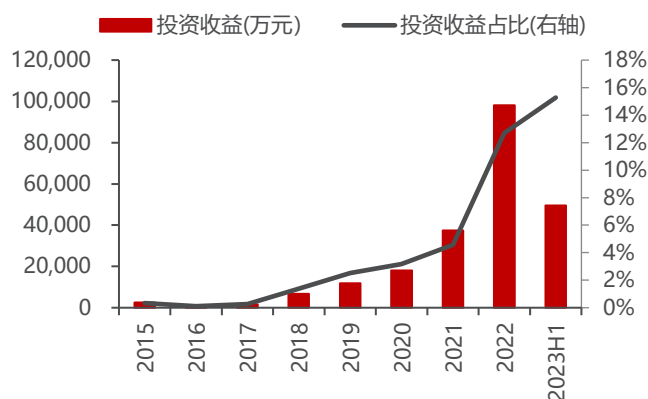
资料来源：wind，民生证券研究院

煤价上涨推动投资收益增加 17.0%。公司参股新疆天池能源 14.22%股权，天池能源主营煤炭、火力发电等业务。截至 2023 年 6 月底，天池能源核定煤炭产能共计 7400 万吨，2022 年产量超过 7000 万吨，虽然 2023H1 新疆动力煤价逐步下行，但煤价中枢同比上移，2023H1 天池能源净利润为 33.2 亿元，同比增加

15.2%，公司投资收益 4.95 亿元，同比增加 19.8%，其中对联营企业的投资收益 4.82 亿元，同比增加 17.0%。

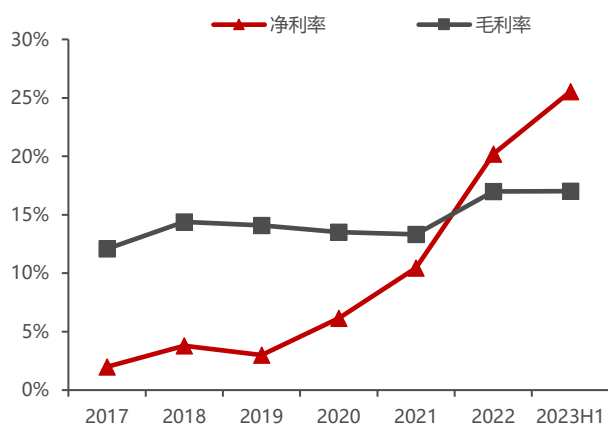
图11：2023H1，天池能源净利润为 33.2 亿元


资料来源：wind，民生证券研究院

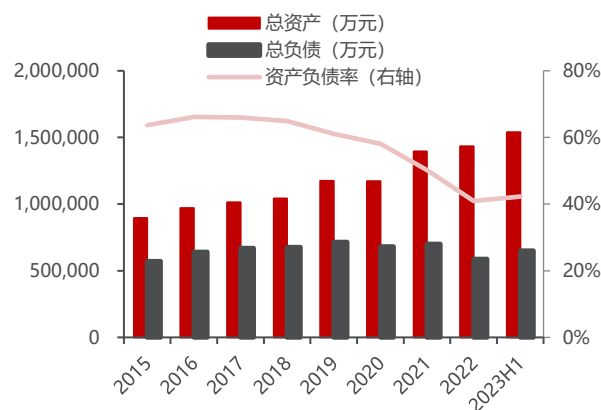
图12：2023H1，公司投资收益 4.95 亿元


资料来源：wind，民生证券研究院

投资收益增加推高净利率。由于煤价上涨，公司投资收益大幅增加，2022 年以来公司净利率高于毛利率，2023H1 公司毛利率 17.0%，同比下降 0.5pct，主要因为电子材料主业盈利下降，净利率 25.5%，同比上升 6.7pct，主要因为投资收益增加。截至 2023 年 6 月底，公司资产负债率 42.2%，同比下降 3.11pct，主要因为公司偿还借款。

图13：2023H1，公司净利率同比上升 6.7pct


资料来源：wind，民生证券研究院

图14：2023H1，公司资产负债率同比下降 3.11pct


资料来源：wind，民生证券研究院

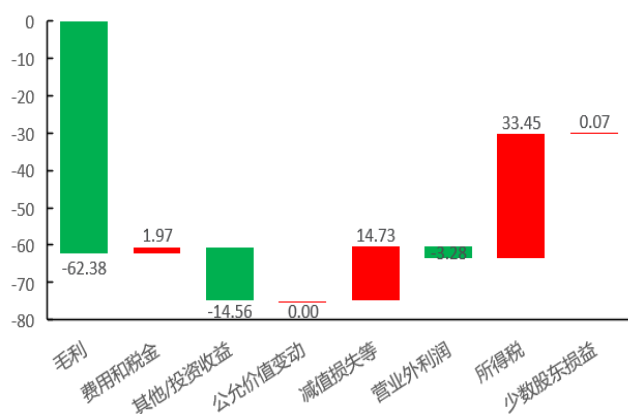
2.2 2023Q2：电子市场需求弱化令业绩承压

2023Q2 环比和同比来看，归母净利润的下降主要是由于毛利的下跌。环比看，减利点有毛利 (-0.62 亿元)，主要因为消费电子市场需求下滑，电子新材料加工费下降；投资/其他收益 (-0.14 亿元)，主要因为新疆煤价下跌，参股企业天

池能源净利润下降。主要增利点为所得税 (+0.33 亿元), 减值损失 (+0.15 亿元), 主要因为坏账转回。

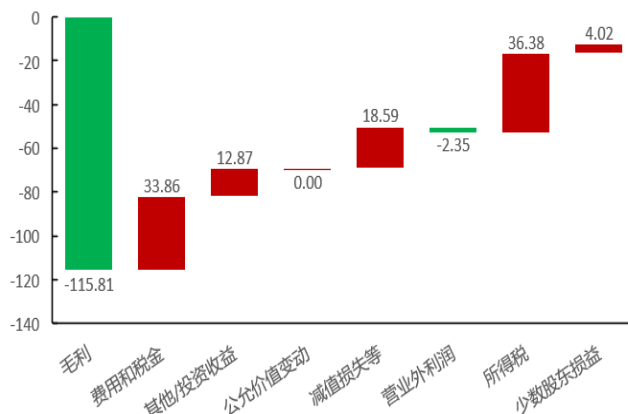
同比来看, 减利点有毛利 (-1.15 亿元), 主要因为电子新材料盈利下降, 以及铝价下降, 电解铝利润下行。主要增利点有所得税 (+0.36 亿元); 费用和税金 (+0.34 亿元), 主要因为长期贷款下降, 利息支出减少; 减值损失 (+0.19 亿元), 主要因为存货跌价损失减少。

图15: 2023Q2, 公司归母净利润环比减少 0.3 亿元(单位: 百万元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

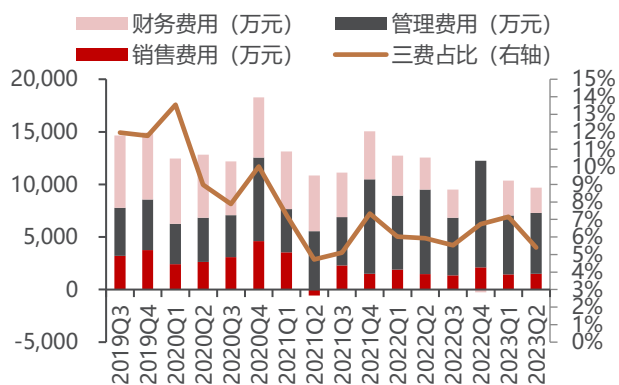
图16: 2023Q2, 公司归母净利润同比减少 0.12 亿元(单位: 百万元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

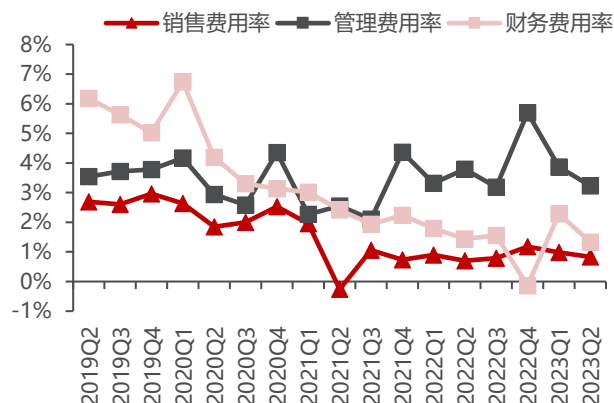
三费率环比下降 1.7pct。2023Q2 公司三费费用 0.96 亿元, 同比下降 29.6%, 环比下降 1.7%, 主要因为财务费用环比下降 28.1%, 主要因为 Q2 汇兑收益增加。公司销售费用率、管理费用率、财务费用率环比分别-0.16pct、-0.63pct 和-0.96pct, 2023Q2 研发费用为 1387 万元, 环比增加 50.7%, 研发费用率为 0.77%。2023Q2 公司毛利率, 净利率分别为 13.6%和 22.3%, 环比分别下降 7.5 pct、7.4pct。

图17: 2023Q2, 公司三费率为 5.4%



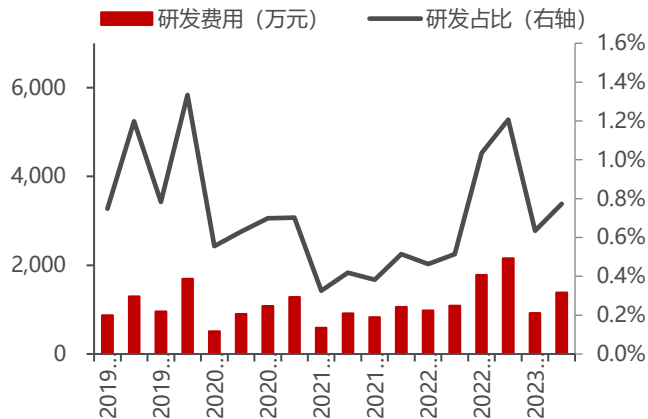
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图18: 2023Q2, 公司财务费用率 1.33%



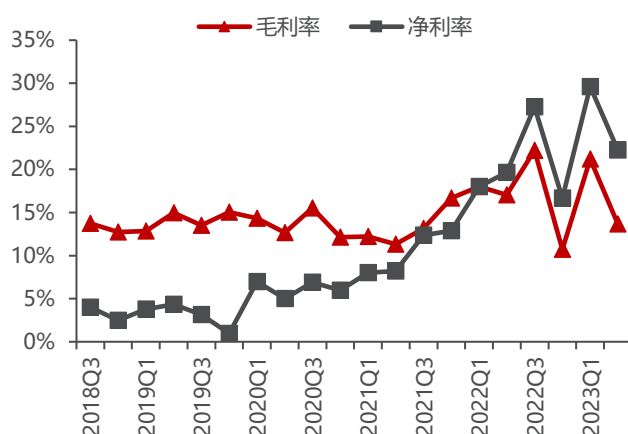
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图19: 2023Q2, 公司研发费用为 1387 万元



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

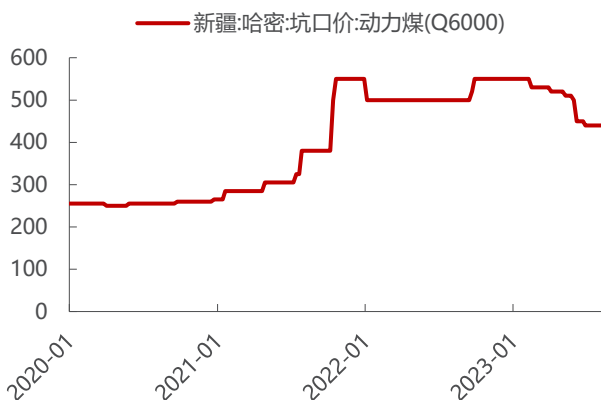
图20: 2023Q2, 公司净利率为 22.3%



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

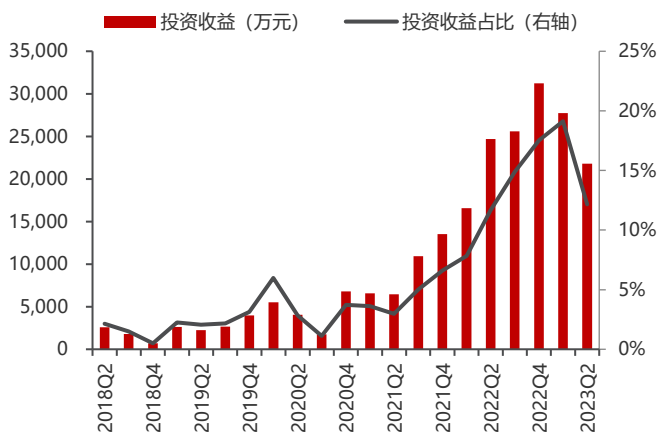
煤价下行拖累投资收益。受进口煤冲击, 国内动力煤价格持续下降, 新疆哈密 Q6000 动力煤 Q2 均价 494 元/吨, 环比下降 44 元/吨, 煤价下行导致天池能源盈利下降, 公司投资收益减少, 2023Q2 公司投资收益为 2.18 亿元, 同比下降 11.77%, 环比下降 21.41%。

图21: 2023Q2, 新疆哈密动力煤价格环比下降 44 元/吨 (单位: 元/吨)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图22: 2023Q2, 投资收益环比下降 21.4%



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

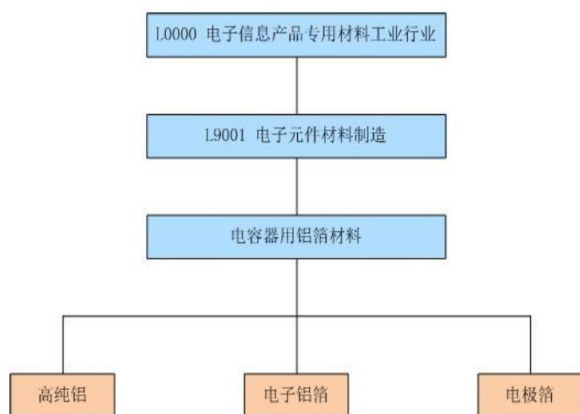
3 高端市场优势明显, 产品结构继续优化

3.1 电子铝箔行业龙头, 一体化布局完善

公司是电子级铝材综合供应商, 技术优势明显。公司主营电子铝材料, 是国内先进的铝电解电容器用电子材料及高性能铝合金企业, 目前拥有电解铝产能 18 万

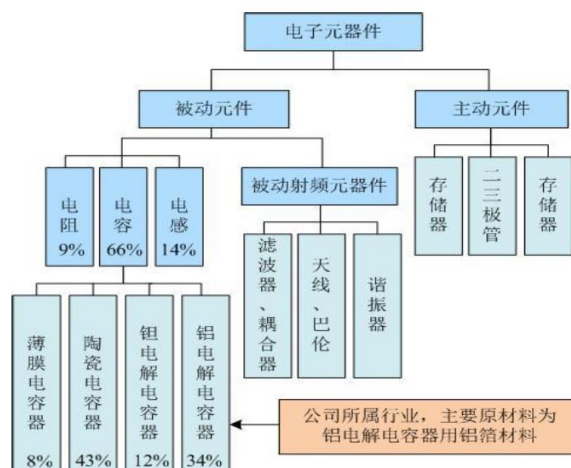
吨，高纯铝产能 5.5 万吨，电子铝箔产能 3.5 万吨，电极箔产能 2300 万平方米。公司是国内唯一一家既掌握高纯铝三层电解法生产工艺，又掌握偏析法生产工艺的企业，并且掌握了超高纯铝基靶材坯料工艺技术，是国内唯一一家可以量产企业，纯度可达 6N，技术处于行业领先地位。

图23：公司行业分类为电子元件材料制造



资料来源：公司公告，民生证券研究院

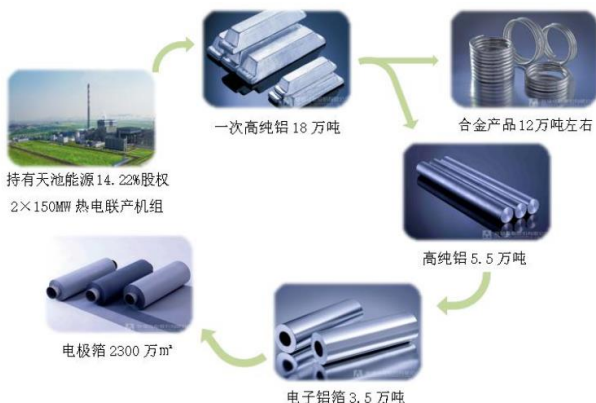
图24：公司所属行业为电子元件中的电容制造领域



资料来源：公司公告，民生证券研究院

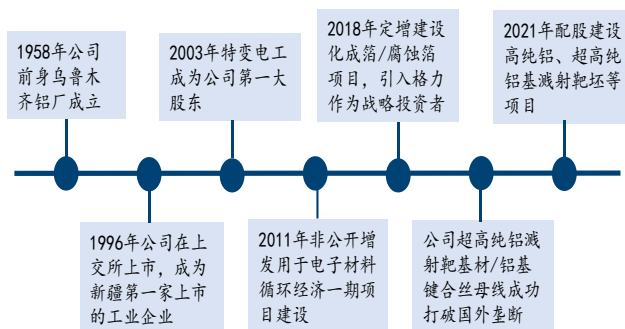
完整的产业链铸就产品质量和成本优势。公司上游参股天池能源，拥有动力煤产能，同时自备火电厂，电力自给率高，形成“能源—（一次）高纯铝—高纯铝/合金产品—电子铝箔—电极箔”电子新材料循环经济产业链。电解铝以及电子铝加工行业能耗都很高，而公司产能位于新疆，能源价格低廉，成本优势显著。公司上下游产品紧密衔接，是铝电子新材料行业中产业链最为完整的企业，完整的产业链可以使生产过程环环相扣，上下游产品紧密衔接，确保产品品质的一致性。

图25：公司已形成“煤-电-高纯铝-电子铝箔-电极箔”铝电子新材料产业链



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图26：公司发展历程及扩产里程碑，历史可追溯至 1958 年



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司电极箔技术优势显著，已经成功进入全球一线供应链。下游客户对电子材

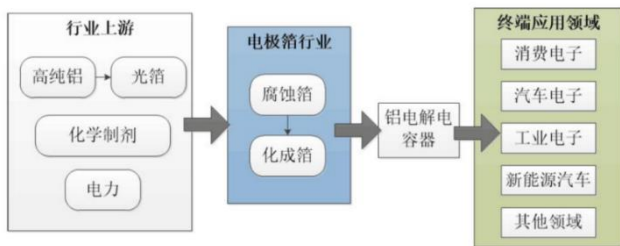
料、高纯铝材料的质量要求非常严格，需要较长的开拓周期和认证周期，一旦确定将会形成长期稳定的合作关系。通过长期的考察与合作，公司已与众多国际、国内知名厂商如贵弥功、路碧康、日本蓄电器工业株式会社（JCC）、意大利 TDK、立隆电子、台湾金山、格力电器、华晨宝马、中铝瑞闽、敏实集团以及航天领域的爱励铝业、航天科技、中国航发北京航空材料研究院等建立了紧密合作关系，有利于公司进一步开展合作、拓展市场和保持市场竞争优势。

图27：电子新材料产品下游应用行业

应用行业	应用行业简介	终端应用产品示意图
汽车电子	汽车工业已成为我国经济持续发展的重要支柱，国家在政策上鼓励轿车进入家庭。传统汽车电子化涉及十大电子系统，都或多或少地要使用铝电解电容器。而未来的电动汽车更是铝电解电容器新的增长点，每部电动汽车至少需要4只高压大容量铝电解电容器用在电池充电、电压转换、逆变器等电路中。	
家用电器	电视、变频空调、变频冰箱、洗衣机、微波炉、电饭锅、吸尘器、节能灯以及数码相机等都是铝电解电容器的使用大户。一台数字电视机中铝电解电容器的需求量是普通电视机的2倍左右。	
工业领域	工业领域大量使用开关电源，不间断电源（UPS）、逆变器、监视器、变频电机、数控设备，都要大量使用铝电解电容器。	
航空航天领域	航空航天、电子装备等行业也大量使用先进的电子设备，对铝电子电容器同样具有广阔的需求空间。	

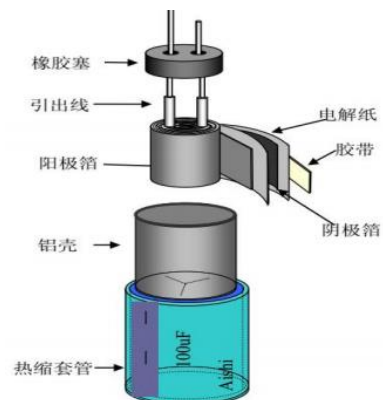
资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

图28：电极箔行业产业链及下游应用



资料来源：海星股份招股说明书，民生证券研究院

图29：电极箔是铝电解电容器的关键性材料



资料来源：海星股份招股说明书，民生证券研究院

AI 叠加能源转型大背景下，电子铝材料需求潜力大。由于消费电子消费疲软，半导体需求表现较弱，铝电子材料销售受影响，随着新能源车快速发展，高基数效应将逐步显现，而 AI 时代来临，算力需求将大幅增加，电子铝新材料需求空间大，

而公司作为行业铝电子行业龙头，一体化布局完善，未来将会受益。

项目多点开花，产能继续扩张。公司在建项目较多，高纯铝、电子铝箔、电极箔均有布局，电子产业链布局进一步完善。各项工程进度较快，未来随着项目投产，产能进入快速释放阶段，龙头地位进一步巩固。

表1：新疆众和重要在建工程项目本期变动情况

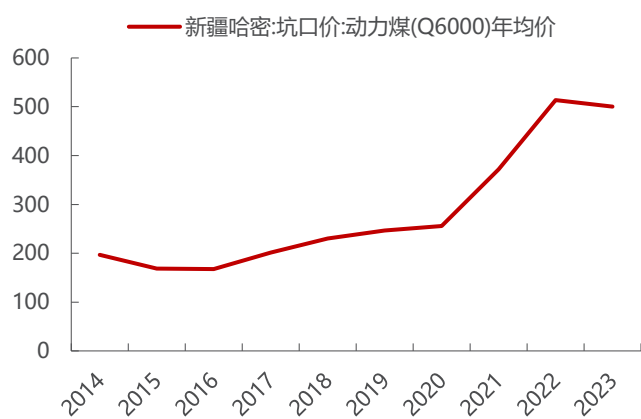
项目名称	预算数(万元)	期初余额(万元)	本期增加金额(万元)	本期转入固定资产金额(万元)	期末余额(万元)	工程进度
年产 15000 吨三层法高纯铝提纯及配套加工	48900	8397	1258	1662	7993	93%
年产 500 吨超高纯铝基溅射靶坯项目	7500	1634	3081	0	4715	60%
年产 3000 吨高强高韧铝合金大截面铸坯	16262	3663	6935	0	10598	60%
绿色高纯高精电子新材料	40808	1297	5852	0	7149	30%
高性能高压电子新材料	27570	4069	3412	0	7481	50%
高性能高纯铝清洁生产	37898	9527	10932	0	20459	50%
节能减碳循环经济铝基新材料产业化	8125	480	408	0	888	40%
合计	187062	29066	31879	1662	59283	/

资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.2 动力煤价下行空间有限，投资收益有望企稳

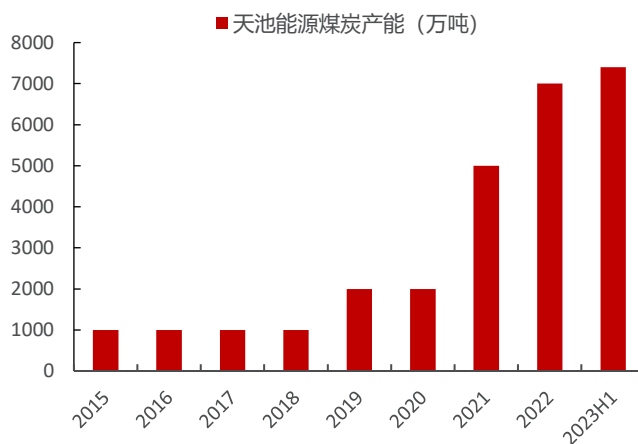
能源转型背景下，动力煤价格长期中枢或保持高位。能源转型背景下，传统能源受到抑制，动力煤供应约束较强，产量增长缓慢，而需求端，新能源虽然增速较快，但基数相对较小，能源供需未来保持紧张，价格中枢或将上移。2020 年天池能源的南露天煤矿和将二矿开始进行技改扩产，2021 年底，产能分别达到 3000 万吨和 2000 万吨，产能大幅扩张，加上核定产能增加，公司煤炭从 2020 年底的 2000 万吨，增加至 2023 年底的 7400 万吨，公司对权益产能 1052 万吨。未来随着煤价中枢保持高位，投资收益依然可观。

图30：新疆动力煤价格持续上涨



资料来源：wind，民生证券研究院

图31：天池能源煤炭产能大幅增长



资料来源：特变电工公告，民生证券研究院

3.3 盈利预测假设与业务拆分

盈利预测假设和业务拆分：公司主营高纯铝、电子铝箔、电极箔、铝制品及合金业务，高纯铝、合金产品、铝制品采用在铝价基础上加一定的加工费的销售定价模式。我们预计 2023-2025 年高纯铝售价分别为 24549/25899/26784 元/吨，我们预计公司 2023-2025 年高纯铝产量 7.15 万吨/8.58 万吨/9.36 万吨，虽然受消费电子市场终端需求下滑和铝价下跌的影响，高纯铝产品毛利有所下降，但公司作为高纯铝企业龙头，高纯铝产能仍位于行业前列，产量稳步提升，销量基本稳定，且随着大量在建工程的落地，产能将进一步释放。成本端，我们预计高纯铝板块 2023-2025 年营业收入分别为 8.63 亿元/12.42 亿元/14.44 亿元，营业成本分别为 6.63 亿元/9.59 亿元/11.26 亿元。

表2：2022-2025 高纯铝板块量价本假设

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
产量-万吨	7.64	7.15	8.58	9.36
销量-万吨	3.32	3.52	4.80	5.39
加工费	8876	8000	8200	8200
售价-元/吨	26519	24549	25899	26784
成本-元/吨	19965	18849	19999	20884
营业收入-亿元	8.80	8.63	12.42	14.44
营业成本-亿元	6.63	6.63	9.59	11.26
毛利-亿元	2.18	2.00	2.83	3.18
毛利率	24.71%	23.22%	22.78%	22.03%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

电子铝箔板块：因消费电子市场需求下滑，电子铝箔产销率下降，新能源领域需求虽有所增长，但其在铝电解电容器应用占比中仍低于消费电子。因为终端疲软且行业竞争加剧，加工费可能有所下行。我们预计 2023-2025 年电子铝箔产量分别为 2.84 万吨/2.95 万吨/3.10 万吨，产品售价分别为 40549/42699/43584 元/吨，预计营业收入分别为 7.48 亿元/7.93 亿元/8.17 亿元，营业成本 4.75 亿元/5.00 亿元/5.21 亿元。

表3：2022-2025 电子铝箔板块量价本假设

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
产量-万吨	2.86	2.84	2.95	3.10
销量-万吨	1.79	1.85	1.86	1.87
加工费	26363	24000	25000	25000
售价-元/吨	44005	40549	42699	43584
成本-元/吨	26815	25749	26899	27784
营业收入-亿元	7.86	7.48	7.93	8.17
营业成本-亿元	4.79	4.75	5.00	5.21
毛利-亿元	3.07	2.73	2.94	2.96
毛利率	39.06%	36.50%	37.00%	36.25%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

电极箔板块：电极箔销售收入下降同样是因为消费电子市场需求下滑，但电极箔下游客户伙伴企业稳定，产能利用率较高并有稳步增长趋势。预计 2023-2025 电极箔产量分别为 0.23 万吨/0.26 万吨/0.29 万吨，销量分别为 0.23 万吨/0.26 万吨/0.29 万吨，预计营业收入为 16.89 亿元/18.93 亿元/21.15 亿元。营业成本分别为 13.61 亿元/15.04 亿元/16.81 亿元。

表4：2022-2025 电极箔板块量价利假设

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
产量-万吨	0.23	0.23	0.26	0.29
销量-万吨	0.21	0.23	0.26	0.29
售价-元/平方米	77	72	73	73
成本-元/平方米	60	58	58	58
营业收入-亿元	16.45	16.89	18.93	21.15
营业成本-亿元	12.66	13.61	15.04	16.81
毛利-亿元	3.79	3.28	3.89	4.35
毛利率	23.06%	19.44%	20.55%	20.55%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

合金板块：合金产品售价下降，原因是采用在铝价基础上加加工费的销售定价模式，受到了铝价下跌影响。并且公司调整产品结构，减少低附加值合金产品生产销售比重，预计 2023-2025 年合金产品产量分别为 8.00 万吨/7.00 万吨/7.00 万吨。假设加工费下跌至 3200 元/吨，预计 2023-2025 年产品售价分别为 19749/20899/21784 元/吨，预计 2023-2025 年营业收入分别为 15.48 亿元/14.34 亿元/14.94 亿元，营业成本 14.70 亿元/13.79 亿元/14.40 亿元。

表5：2022-2025 合金板块量价本假设

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
产量-万吨	8.28	8.00	7.00	7.00
销量-万吨	8.14	7.84	6.86	6.86
加工费	3595	3200	3200	3200
售价-元/吨	21238	19749	20899	21784
成本-元/吨	20021	18749	20099	20984
营业收入-亿元	17.29	15.48	14.34	14.94
营业成本-亿元	16.30	14.70	13.79	14.40
毛利-亿元	0.99	0.78	0.55	0.55
毛利率	5.73%	5.06%	3.83%	3.67%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

铝制品板块：铝制品销量下降明显，预计 2023-2025 年铝制品销量进一步下滑，分别为 4.08 万吨/3.25 万吨/3.25 万吨，产量分别为 6.00 万吨/5.00 万吨/5.00 万吨，产品售价分别为 17049/18199/19084 元/吨，营业收入分别为 6.96 亿元

/5.91 亿元/6.20 亿元, 营业成本 6.47 亿元/5.59 亿元/5.88 亿元。

表6: 2022-2025 铝制品板块量价利假设

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
产量-万吨	8.22	6.00	5.00	5.00
销量-万吨	5.55	4.08	3.25	3.25
售价-元/吨	18500	17049	18199	19084
成本-元/吨	16306	15849	17199	18084
营业收入-亿元	10.27	6.96	5.91	6.20
营业成本-亿元	9.05	6.47	5.59	5.88
毛利-亿元	1.22	0.49	0.32	0.33
毛利率	11.86%	7.04%	5.49%	5.24%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院预测

贸易业务小幅变动, 预计 2023-2025 年营业收入分别为 7.47 亿元/7.47 亿元/7.47 亿元, 营业成本分别为 7.38 亿元/7.38 亿元/7.38 亿元; 其他业务收入分别为 9.49 亿元/9.96 亿元/10.76 亿元。

根据以上假设, 我们预计 2023-2025 年营业收入分别为 72.40 亿元/76.96 亿元/83.13 亿元, 营业成本分别为 61.15 亿元/64.42 亿元/69.70 亿元。

表7: 2022-2025 营业收入拆分

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
高纯铝-亿元	8.80	8.63	12.42	14.44
电子铝箔-亿元	7.86	7.48	7.93	8.17
电极箔-亿元	16.45	16.89	18.93	21.15
合金-亿元	17.29	15.48	14.34	14.94
铝制品-亿元	10.27	6.96	5.91	6.20
贸易业务-亿元	7.47	7.47	7.47	7.47
其他业务收入-亿元	9.21	9.49	9.96	10.76
合计-亿元	77.35	72.40	76.96	83.13

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院预测

表8: 2022-2025 营业成本拆分

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
高纯铝-亿元	6.63	6.63	9.59	11.26
电子铝箔-亿元	4.79	4.75	5.00	5.21
电极箔-亿元	12.66	13.61	15.04	16.81
合金-亿元	16.30	14.70	13.79	14.40
铝制品-亿元	9.05	6.47	5.59	5.88
贸易业务-亿元	7.38	7.38	7.38	7.38
其他业务成本-亿元	7.40	7.62	8.04	8.78
合计-亿元	64.21	61.15	64.42	69.70

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院预测

3.4 投资建议

盈利预测与评级: 消费电子市场逐步企稳, AI 大发展下, 铝电子材料空间大。能源转型背景下, 动力煤价格中枢或将企稳, 而随着疆煤外运的实施, 新疆煤企将受益, 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 14.61 亿元、16.89 亿元和 18.33 亿元, EPS 分别为 1.08 元、1.25 元和 1.36 元, 对应 8 月 18 日收盘价的 PE 分别为 7、6 和 6 倍, 给予“推荐”评级。

表9: 公司盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	7,735	7,240	7,696	8,313
增长率 (%)	-6.0	-6.4	6.3	8.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,548	1,461	1,689	1,833
增长率 (%)	81.5	-5.6	15.6	8.5
每股收益 (元)	1.15	1.08	1.25	1.36
PE (现价)	7	7	6	6
PB	1.28	1.10	0.95	0.83

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 8 月 18 日收盘价)

4 风险提示

1) 行业竞争加剧。高纯铝行业产能较小，而 2022 年的高盈利，导致行业产能扩张较多，竞争加剧，加工费下行。

2) 动力煤价格下行。公司投资收益受新疆动力煤价影响较大，若动力煤需求不足，价格下行，可能导致公司投资收益下降。

3) 项目进展不及预期。公司有多个在建项目，若项目进展缓慢，产能投放将受影响，业绩将会受拖累。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	7735	7240	7696	8313
营业成本	6421	6115	6442	6970
营业税金及附加	66	59	63	69
销售费用	68	79	75	83
管理费用	307	254	273	300
研发费用	60	46	50	55
EBIT	767	686	792	836
财务费用	93	66	44	15
资产减值损失	-121	0	0	0
投资收益	981	833	941	1014
营业利润	1629	1521	1761	1915
营业外收支	8	-5	-3	-3
利润总额	1637	1516	1758	1912
所得税	75	45	56	64
净利润	1563	1471	1702	1848
归属于母公司净利润	1548	1461	1689	1833
EBITDA	1247	1204	1346	1428

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1904	1800	2183	2650
应收账款及票据	811	1056	1088	1086
预付款项	346	533	494	506
存货	1722	1536	1565	1772
其他流动资产	575	568	591	562
流动资产合计	5359	5493	5922	6575
长期股权投资	2843	3426	4124	4891
固定资产	4945	5103	5249	5403
无形资产	272	271	270	267
非流动资产合计	8983	9695	10511	11386
资产合计	14341	15188	16433	17961
短期借款	1	1	1	1
应付账款及票据	1767	1601	1626	1834
其他流动负债	1501	1653	1781	1766
流动负债合计	3269	3255	3407	3601
长期借款	2313	1838	1363	984
其他长期负债	289	289	289	289
非流动负债合计	2602	2127	1652	1273
负债合计	5871	5382	5059	4874
股本	1350	1350	1350	1350
少数股东权益	102	113	126	140
股东权益合计	8470	9806	11374	13087
负债和股东权益合计	14341	15188	16433	17961

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-5.96	-6.41	6.30	8.01
EBIT 增长率	6.23	-10.48	15.42	5.53
净利润增长率	81.45	-5.62	15.63	8.54
盈利能力 (%)				
毛利率	17.00	15.53	16.29	16.15
净利润率	20.20	20.32	22.12	22.23
总资产收益率 ROA	10.79	9.62	10.28	10.21
净资产收益率 ROE	18.50	15.07	15.02	14.16
偿债能力				
流动比率	1.64	1.69	1.74	1.83
速动比率	0.99	1.05	1.13	1.19
现金比率	0.58	0.55	0.64	0.74
资产负债率 (%)	40.94	35.43	30.79	27.14
经营效率				
应收账款周转天数	16.49	18.01	15.91	16.80
存货周转天数	97.91	91.71	88.69	92.77
总资产周转率	0.54	0.48	0.47	0.46
每股指标 (元)				
每股收益	1.15	1.08	1.25	1.36
每股净资产	6.20	7.18	8.33	9.59
每股经营现金流	0.79	0.75	1.11	1.11
每股股利	0.11	0.10	0.10	0.10
估值分析				
PE	7	7	6	6
PB	1.3	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	9.54	9.57	7.92	6.88
股息收益率 (%)	1.41	1.28	1.28	1.28

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1563	1471	1702	1848
折旧和摊销	480	517	554	592
营运资金变动	-314	-257	103	5
经营活动现金流	1073	1007	1501	1494
资本开支	-189	-632	-646	-690
投资	-75	-608	-732	-785
投资活动现金流	35	-402	-432	-457
股权募资	14	0	0	0
债务募资	-876	-471	-471	-377
筹资活动现金流	-1289	-710	-686	-571
现金净流量	-167	-105	383	467

插图目录

图 1: 2023H1, 公司实现营收 32.42 亿元.....	3
图 2: 2023H1, 公司实现归母净利润 7.27 亿元.....	3
图 3: 2023Q2, 公司实现营收 17.93 亿元.....	3
图 4: 2023Q2, 公司实现归母净利润 3.96 亿元.....	3
图 5: 2023H1, 公司营业收入构成.....	4
图 6: 2023H1, 公司毛利润构成.....	4
图 7: 2023H1, 全球智能手机产量同比下降 7.7%.....	5
图 8: 2023H1, 国内集成电路产量同比下降 0.2%.....	5
图 9: 2023H1, 三费费用同比下降 20.7%.....	5
图 10: 2023H1, 三费费率同比增加 0.21pct.....	5
图 11: 2023H1, 天池能源净利润为 33.2 亿元.....	6
图 12: 2023H1, 公司投资收益 4.95 亿元.....	6
图 13: 2023H1, 公司净利率同比上升 6.7pct.....	6
图 14: 2023H1, 公司资产负债率同比下降 3.11pct.....	6
图 15: 2023Q2, 公司归母净利润环比减少 0.3 亿元 (单位: 百万元).....	7
图 16: 2023Q2, 公司归母净利润同比减少 0.12 亿元 (单位: 百万元).....	7
图 17: 2023Q2, 公司三费费率为 5.4%.....	7
图 18: 2023Q2, 公司财务费用率 1.33%.....	7
图 19: 2023Q2, 公司研发费用为 1387 万元.....	8
图 20: 2023Q2, 公司净利率为 22.3%.....	8
图 21: 2023Q2, 新疆哈密动力煤价格环比下降 44 元/吨 (单位: 元/吨).....	8
图 22: 2023Q2, 投资收益环比下降 21.4%.....	8

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 新疆众和重要在建工程项目本期变动情况.....	11
表 2: 2022-2025 高纯铝板块量价本假设.....	12
表 3: 2022-2025 电子铝箔板块量价本假设.....	12
表 4: 2022-2025 电极箔板块量价利假设.....	13
表 5: 2022-2025 合金板块量价本假设.....	13
表 6: 2022-2025 铝制品板块量价利假设.....	14
表 7: 2022-2025 营业收入拆分.....	14
表 8: 2022-2025 营业成本拆分.....	14
表 9: 公司盈利预测与财务指标.....	15
公司财务报表数据预测汇总.....	17

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

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。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026