

## 需求有望触底企稳，静待行业复苏

——新疆众和动态跟踪

### 核心观点

- 需求有望触底企稳，静待行业复苏。**贵弥功为全球领先的铝电解电容生产商，近期发布 FY24Q1（截至 2024 年 6 月 30 日）季度业绩，FY24Q1 实现营收 293 亿日元，同比下滑 28.8%，但归母净利润同比由负转正，录得 4.5 亿日元。公司展望消费电子和汽车电子营收自 FY24Q2 有望环比持续提升，工业设备领域预计景气复苏滞后一个季度，FY24Q2 预计触底，自 FY24Q3 回升。
- 铝价波动影响有限，铝箔及电极箔市场平稳。**尽管上半年铝价波动较大，但电子铝箔、电极箔市场较为平稳，未发生重大变化，价格与铝价相关性较弱，二季度末电子铝箔有小幅上涨，相关产品的产能利用率也处于合理区间。
- 联营公司煤制气项目获批，资源优势有望进一步发挥。**公司持有天池能源 14.22% 的股权，为公司联营企业，23 年天池能源为公司贡献股权投资收益约 10 亿元，天池能源准东 20 亿立方米/年煤制天然气项目近期获得国家发改委预审通过，天池能源煤炭探明储量 126 亿吨，该项目有望加快天池能源资源优势的发挥和释放，公司股权投资有望随之受益。

### 盈利预测与投资建议

- 考虑铝电解电容仍处于弱复苏，我们下调公司电子铝箔销量以及毛利率假设，上调公司股权投资收益假设，预测公司 2024-2026 年每股收益分别为 1.03、1.12、1.16 元（原 2024-2025 年为 1.12 元、1.12 元），根据可比公司 24 年 9X PE，对应目标价为 9.27 元，维持买入评级。

### 风险提示

铝电解电容器需求不及预期。公司产能扩建进度不及预期。投资净收益不及预期。燃料及动力成本下降幅度不及预期。

### 公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,735	6,535	7,873	8,155	8,377
同比增长(%)	-6.0%	-15.5%	20.5%	3.6%	2.7%
营业利润(百万元)	1,629	1,642	1,531	1,686	1,751
同比增长(%)	80.6%	0.8%	-6.7%	10.2%	3.8%
归属母公司净利润(百万元)	1,548	1,561	1,413	1,548	1,600
同比增长(%)	81.5%	0.9%	-9.5%	9.6%	3.4%
每股收益(元)	1.12	1.13	1.03	1.12	1.16
毛利率(%)	17.0%	15.5%	15.4%	17.3%	17.7%
净利率(%)	20.0%	23.9%	17.9%	19.0%	19.1%
净资产收益率(%)	20.4%	17.3%	13.6%	13.2%	12.4%
市盈率	5.9	5.8	6.4	5.9	5.7
市净率	1.1	0.9	0.8	0.7	0.7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

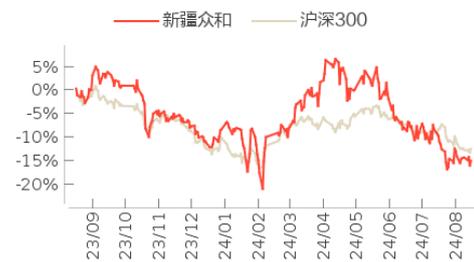
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

### 投资评级 买入（维持）

股价（2024年08月15日）	6.61元
目标价格	9.27元
52周最高价/最低价	8.53/5.97元
总股本/流通A股（万股）	137,667/136,690
A股市值（百万元）	9,100
国家/地区	中国
行业	有色金属
报告发布日期	2024年08月16日

### 股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-0.75	-6.24	-16.2	-15.78
相对表现%	-0.72	-2.38	-8.36	-2.66
沪深300%	-0.03	-3.86	-7.84	-13.12



### 证券分析师

刘洋	021-63325888*6084 liuyang3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520010002 香港证监会牌照：BTB487
李一冉	liyiran@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523040001
李柔璇	lirouxuan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524070001

### 相关报告

利润结构优化，估值有望修复：——新疆众和中报点评	2023-08-17
被低估的电极箔一体化龙头：——新疆众和首次覆盖报告	2023-08-01

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)				市盈率			
		2024/8/15	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
天山铝业	002532	6.84	0.47	0.78	0.89	0.98	14.43	8.79	7.68	7.01
明泰铝业	601677	11.47	1.08	1.31	1.52	1.71	10.59	8.77	7.56	6.72
陕西煤业	601225	23.82	2.19	2.29	2.40	2.49	10.87	10.40	9.93	9.57
东阳光	600673	6.46	-0.10	0.40	0.55	0.69	-66.12	16.01	11.78	9.39
神火股份	000933	16.34	2.63	2.80	3.06	3.21	6.22	5.84	5.34	5.09
调整后平均								9.00	8.00	8.00

数据来源：Wind，东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,904	3,062	3,973	5,081	6,288	营业收入	7,735	6,535	7,873	8,155	8,377
应收票据、账款及款项融资	1,249	1,490	1,795	1,859	1,910	营业成本	6,421	5,524	6,663	6,747	6,898
预付账款	346	169	203	210	216	营业税金及附加	66	50	63	66	67
存货	1,722	1,856	2,238	2,266	2,317	销售费用	68	62	70	74	77
其他	137	227	248	253	257	管理费用及研发费用	367	356	352	399	414
<b>流动资产合计</b>	<b>5,359</b>	<b>6,802</b>	<b>8,457</b>	<b>9,670</b>	<b>10,987</b>	财务费用	93	114	143	133	121
长期股权投资	2,843	3,056	3,056	3,056	3,056	资产、信用减值损失	160	25	50	50	50
固定资产	4,945	5,490	5,821	5,884	5,882	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	488	455	397	312	258	投资净收益	981	1,037	900	900	900
无形资产	272	272	262	252	243	其他	87	201	100	100	100
其他	435	644	687	686	651	<b>营业利润</b>	<b>1,629</b>	<b>1,642</b>	<b>1,531</b>	<b>1,686</b>	<b>1,751</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>8,983</b>	<b>9,917</b>	<b>10,222</b>	<b>10,190</b>	<b>10,089</b>	营业外收入	11	20	15	15	17
<b>资产总计</b>	<b>14,341</b>	<b>16,719</b>	<b>18,680</b>	<b>19,860</b>	<b>21,076</b>	营业外支出	3	22	24	16	21
短期借款	1	391	391	391	391	<b>利润总额</b>	<b>1,637</b>	<b>1,640</b>	<b>1,522</b>	<b>1,686</b>	<b>1,747</b>
应付票据及应付账款	1,767	2,113	2,549	2,581	2,639	所得税	75	74	100	128	138
其他	1,501	1,280	1,277	1,282	1,286	<b>净利润</b>	<b>1,563</b>	<b>1,567</b>	<b>1,422</b>	<b>1,558</b>	<b>1,609</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3,269</b>	<b>3,785</b>	<b>4,217</b>	<b>4,254</b>	<b>4,316</b>	少数股东损益	15	5	9	10	9
长期借款	2,313	1,575	1,575	1,575	1,575	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,548</b>	<b>1,561</b>	<b>1,413</b>	<b>1,548</b>	<b>1,600</b>
应付债券	0	1,267	1,267	1,267	1,267	每股收益(元)	1.12	1.13	1.03	1.12	1.16
其他	289	356	309	318	328						
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,602</b>	<b>3,198</b>	<b>3,151</b>	<b>3,160</b>	<b>3,170</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>5,871</b>	<b>6,982</b>	<b>7,368</b>	<b>7,414</b>	<b>7,485</b>		<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
少数股东权益	102	94	104	114	122	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	1,350	1,350	1,377	1,377	1,377	营业收入	-6.0%	-15.5%	20.5%	3.6%	2.7%
资本公积	3,740	3,841	4,054	4,054	4,054	营业利润	80.6%	0.8%	-6.7%	10.2%	3.8%
留存收益	3,275	4,364	5,777	6,901	8,037	归属于母公司净利润	81.5%	0.9%	-9.5%	9.6%	3.4%
其他	3	87	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>8,470</b>	<b>9,737</b>	<b>11,311</b>	<b>12,446</b>	<b>13,591</b>	毛利率	17.0%	15.5%	15.4%	17.3%	17.7%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>14,341</b>	<b>16,719</b>	<b>18,680</b>	<b>19,860</b>	<b>21,076</b>	净利率	20.0%	23.9%	17.9%	19.0%	19.1%
						ROE	20.4%	17.3%	13.6%	13.2%	12.4%
						ROIC	14.4%	13.2%	10.8%	10.6%	10.1%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	40.9%	41.8%	39.4%	37.3%	35.5%
净利润	1,563	1,567	1,422	1,558	1,609	净负债率	16.0%	9.4%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	463	175	248	262	273	流动比率	1.64	1.80	2.01	2.27	2.55
财务费用	93	114	143	133	121	速动比率	1.10	1.31	1.47	1.74	2.01
投资损失	(981)	(1,037)	(900)	(900)	(900)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	696	132	(311)	(67)	(49)	应收账款周转率	23.9	17.9	18.7	17.4	17.3
其它	(761)	(331)	(278)	6	41	存货周转率	3.9	3.1	3.3	3.0	3.0
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,073</b>	<b>619</b>	<b>324</b>	<b>992</b>	<b>1,096</b>	总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
资本支出	(829)	(715)	(294)	(227)	(204)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(1,019)	(511)	(1)	0	0	每股收益	1.12	1.13	1.03	1.12	1.16
其他	1,884	1,453	786	900	900	每股经营现金流	0.79	0.46	0.24	0.72	0.80
<b>投资活动现金流</b>	<b>35</b>	<b>227</b>	<b>490</b>	<b>673</b>	<b>697</b>	每股净资产	6.08	7.00	8.14	8.96	9.78
债权融资	(878)	332	0	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	222	101	240	0	0	市盈率	5.9	5.8	6.4	5.9	5.7
其他	(633)	(223)	(143)	(557)	(586)	市净率	1.1	0.9	0.8	0.7	0.7
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,289)</b>	<b>209</b>	<b>97</b>	<b>(557)</b>	<b>(586)</b>	EV/EBITDA	4.5	5.1	5.2	4.8	4.6
汇率变动影响	14	2	-0	-0	-0	EV/EBIT	5.8	5.7	5.9	5.5	5.3
<b>现金净增加额</b>	<b>(167)</b>	<b>1,057</b>	<b>911</b>	<b>1,108</b>	<b>1,206</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。