

**评级：买入（维持）**

市场价格：8.05元

分析师：谢鸿鹤

执业证书编号：S0740517080003

Email: xiehh@r.qlzq.com.cn

分析师：郭中伟

执业证书编号：S0740521110004

Email: guozw@r.qlzq.com.cn

联系人：安永超

Email: anyc@r.qlzq.com.cn

联系人：于柏寒

Email: yubh@r.qlzq.com.cn

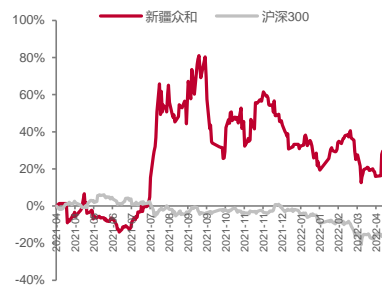
联系人：陈沁一

Email: chenqy@r.qlzq.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	1,347
流通股本(百万股)	1,241
市价(元)	8.05
市值(百万元)	10,847
流通市值(百万元)	9,993

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

- 1 《新疆众和：行业景气度不断向上，公司产品产销快速增长》-20210815
- 2 《新疆众和：全球领先的高纯铝基新材料企业，行业景气度持续提升》-20210804

### 公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,717	8,226	8,892	9,233	9,560
增长率 yoy%	20%	44%	8%	4%	4%
净利润(百万元)	351	853	1,053	1,291	1,355
增长率 yoy%	150%	143%	23%	23%	5%
每股收益(元)	0.26	0.63	0.78	0.96	1.01
每股现金流量	0.23	0.51	1.03	1.09	1.00
净资产收益率	7%	12%	14%	15%	14%
P/E	30.9	12.7	10.3	8.4	8.0
P/B	2.3	1.6	1.4	1.3	1.1

备注：股价取自于2022年04月08日

### 投资要点

- **事件：新疆众和发布2021年年报。**报告期内，公司实现营业收入**82.26**亿，同比增**43.88%**，归母净利润**8.53**亿，同比增**142.97%**，扣非归母净利润**9.31**亿，同比增**192.72%**；其中21年Q4实现营业收入**20.52**亿，同比增**12.47%**，环比降**5.93%**，实现归母净利润**2.63**亿，同比增**137.43%**，环比降**2.04%**。
- **报告期内，公司主营产品量价齐升，推动公司业绩高速增长。**
  - 从量方面来看，2021年铝电子材料下游市场需求旺盛，公司产销量整体上涨。报告期内，公司高纯铝产量6.96万吨(yoy+2.89%)，销量3.67万吨(yoy+2.92%)，电子铝箔产量2.93万吨(yoy+21.63%)，销量2.11万吨(yoy+16.15%)，化成箔产量2,476.56万平方米(yoy+32.03%)，销量2,557.94万平方米(yoy+48.76%)，铝合金产品产量8.58万吨(yoy+31.03%)，销量7.94万吨(yoy+46.76%)，铝制品产量7.08万吨(yoy-7.28%)，销量5.92万吨(yoy-6.41%)。
  - 从价方面来看，2021年铝行业在产能红线以及能耗双控政策的影响下，整体供需偏紧，行业景气度持续上升，铝价持续处于高位。报告期内，长江有色市场铝A00均价为18,898.11元/吨(yoy+33.18%)。
- **费用管控能力有所提升。**21年公司期间费用率为6.44%，较去年同期减少3.96pcts，具体来看：1)销售费用率由2.22%→0.83%，下降1.39pcts，主要为会计准则变更，相关的运输成本由“销售费用”重分类至“营业成本”，重述后销售费用率由0.90%→0.83%，下降0.08pcts；2)由于本期职工薪酬和股权激励费用有所增加，管理费用同比增长16.0%至2.32亿元，管理费用率由3.50%→2.82%，减少0.68pcts；3)财务费用方面，由于本期利息支出同比减少13.57%，财务费用率由4.02%→2.38%，减少1.64pcts；4)研发费用率由0.66%→0.41%，下降0.25pcts。
- **铝电子材料高景气抬升整体盈利中枢。**报告期内，公司铝电解电容器业务在新能源行业发展带动下，景气度持续抬升，光伏、新能源车等领域快速发展，叠加海外供应链短缺等因素，铝电解电容器需求旺盛，2021年10月后有10%-20%的涨幅，景气传导下21年公司电解箔销售单价抬升5.4%至64.58元/平米。预计在新能源发展趋势下，铝电解电容器价格或将持续处于高位，公司电极箔产品景气度仍将维持。
- **配股项目有望成为公司新的业绩增长点。**2021年4月，公司募投年产15,000吨三层法高纯铝产能置换与升级、年产3,000吨高强高韧铝合金及年产500吨超高纯铝基溅射靶坯的现有中试线扩产项目，持续加大公司在高纯铝下游市场的开拓力度，并将拓展公司未来增量空间。

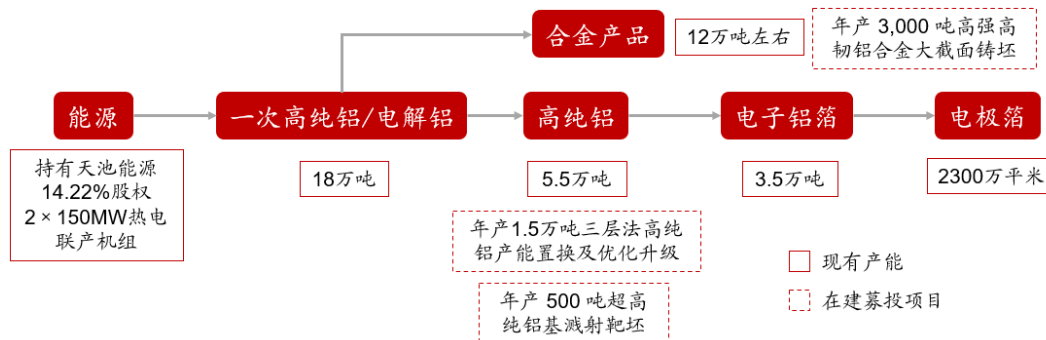
- 盈利预测及投资建议：** 受益于电解铝行业供需偏紧局势及新能源业务的发展趋势，公司主营业务高景气仍有望维持，我们预计公司 22-24 年电极箔产量 2600/2650/2700 万平米，并在 22-24 年铝价 2.0/2.1/2.1 万元/吨，电极箔销售单价为 65/65/65 元/平米的假设下，预计 22-24 年公司归母净利润分别 10.53/12.91/13.55 亿元（此前 22-23 年预计分别为 9.51/11.67 亿元），对应 22-24 年 PE 分别为 10/8/8X。维持公司“买入”评级。
- 风险提示事件：** 宏观经济波动产品价格大幅波动；原材料等成本大幅上升导致的公司利润水平不及预期风险；电极箔行业景气度下行风险；在建项目不及预期风险。

图表 1：公司财务简表及对比（亿元）

	2021Q3	2021Q4	环比	2020	2021	同比	财务指标变动原因
营业收入	21.81	20.52	-5.9%	57.17	82.26	43.9%	主要系本期铝电子材料下游市场需求旺盛，高纯铝、电子铝箔、电极箔产品销售收入增长；汽车发动机用铝合金等下游需求增长，同时铝价较去年同期有所上涨，公司以铝价为销售定价基础的产品销售价格有所提升。
营业成本	18.94	17.10	-9.7%	49.44	71.29	44.2%	报告期内，原材料成本是推升营业成本上升的主要因素。电子新材料产品营业成本同比增40.79%，合金产品营业成本同比增91.63%，铝制品营业成本同比增19.58%。
营业成本（2020年经重述）				50.20	71.29	42.0%	会计准则变更，原属于销售费用的针对发生在商品控制权转移给客户之前，且为履行客户销售合同而发生的运输成本，本公司将其自“销售费用”重分类至“营业成本”。
毛利	2.87	3.42	19.2%	7.73	10.97	41.9%	
毛利（2020年经重述）				6.97	10.97	57.3%	
毛利率	13.2%	16.7%	3.5%	13.5%	13.3%	-0.2%	
毛利率（2020年经重述）				12.2%	13.3%	-0.2%	
营业税金及附加	0.15	0.17	13.3%	0.45	0.65	44.4%	
营业税率	0.7%	0.8%	0.1%	0.8%	0.8%	0.0%	
销售费用	0.23	0.15	-34.8%	1.27	0.68	-46.5%	主要系本期营业收入增长所致，另外，会计准则变更，针对发生在商品控制权转移给客户之前，且为履行客户销售合同而发生的运输成本，本公司将其自“销售费用”重分类至“营业成本”。
销售费用（2020年经重述）				0.52	0.68	31.5%	
销售费用率	1.1%	0.7%	-0.3%	2.2%	0.8%	-1.4%	
销售费用率（2020年经重述）				0.9%	0.8%	-0.1%	
管理费用	0.46	0.90	95.7%	2.00	2.32	16.0%	主要系股权激励费用，同比增177.37%，占管理费用比重5.64%，以及咨询费同比增185.70%，占管理费用比重7.02%。职工薪酬费用同比增3.76%，占管理费用比重56.09%。
管理费用率	2.1%	4.4%	2.3%	3.5%	2.8%	-0.7%	
财务费用	0.42	0.46	9.5%	2.30	1.96	-14.8%	主要系于利息支出同比减少13.57%
财务费用率	1.9%	2.2%	0.3%	4.0%	2.4%	-1.6%	
研发费用	0.08	0.11	37.5%	0.38	0.34	-10.5%	
研发费用率	0.4%	0.5%	0.2%	0.7%	0.4%	-0.3%	
期间费用	1.34	1.8	33.6%	5.95	5.30	-10.9%	
期间费用（2020年经重述）				5.20	5.30	2.0%	
期间费用率	6.1%	8.7%	2.6%	10.4%	6.4%	-4.0%	
期间费用率（2020年经重述）				9.1%	6.4%	-2.6%	
公允价值变动净收益							
资产减值损失	0.00	-0.13		-0.12	-0.22		
信用减值损失	0.00	0.00		0.04	0.01		
利润总额	2.71	2.70	-0.4%	3.59	8.67	141.5%	
所得税	0.01	0.05	400.0%	0.08	0.09	12.5%	
所得税率	0.4%	1.9%	1.5%	2.2%	1.0%	-1.2%	
少数股东损益	0.02	0.02	0.0%	0.00	0.06		
少数股东损益/净利润	0.7%	0.8%	2.3%	0.0%	0.7%	0.7%	
归母净利润	2.68	2.63	-1.9%	3.51	8.53	143.0%	
EPS（摊薄）	0.20	0.19	-7.1%	0.34	0.63	84.8%	

来源：wind、中泰证券研究所

图表 2：新疆众和铝电子材料产业链结构图



来源：公司公告、中泰证券研究所

**图表：公司财务情况及预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,041	4,742	6,276	7,703	营业收入	8,226	8,892	9,233	9,560
应收票据	1,129	1,221	1,268	1,313	营业成本	7,129	7,498	7,616	7,877
应收账款	298	322	335	347	税金及附加	65	70	73	76
预付账款	633	665	676	699	销售费用	68	74	76	79
存货	1,493	1,571	1,596	1,650	管理费用	232	251	261	270
合同资产	0	0	0	0	研发费用	34	37	38	39
其他流动资产	856	926	961	995	财务费用	196	133	140	132
流动资产合计	6,451	9,447	11,111	12,707	信用减值损失	1	0	0	0
其他长期投资	79	79	79	79	资产减值损失	-22	0	0	0
长期股权投资	1,821	1,821	1,821	1,821	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	4,659	4,659	4,658	4,658	投资收益	374	337	404	416
在建工程	394	244	94	-56	其他收益	45	45	45	45
无形资产	279	275	265	258	营业利润	901	1,211	1,478	1,549
其他非流动资产	262	256	251	246	营业外收入	15	16	15	15
非流动资产合计	7,495	7,333	7,168	7,005	营业外支出	49	49	49	49
<b>资产合计</b>	<b>13,946</b>	<b>16,780</b>	<b>18,280</b>	<b>19,712</b>	<b>利润总额</b>	867	1,178	1,444	1,515
短期借款	16	1,337	1,337	1,337	所得税	8	118	144	151
应付票据	861	1,151	1,241	1,175	<b>净利润</b>	859	1,060	1,300	1,364
应付账款	708	745	756	782	少数股东损益	6	7	9	9
预收款项	7	7	7	8	<b>归属母公司净利润</b>	853	1,053	1,291	1,355
合同负债	157	160	166	172	NOPLAT	1,052	1,180	1,426	1,482
其他应付款	236	236	236	236	EPS (按最新股本摊薄)	0.63	0.78	0.96	1.01
一年内到期的非流动负债	1,635	1,635	1,635	1,635					
其他流动负债	611	640	649	670					
流动负债合计	4,229	5,910	6,027	6,014					
长期借款	2,499	2,851	3,202	3,554					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	281	281	281	281					
非流动负债合计	2,780	3,132	3,483	3,835					
<b>负债合计</b>	<b>7,009</b>	<b>9,041</b>	<b>9,510</b>	<b>9,849</b>					
归属母公司所有者权益	6,840	7,635	8,657	9,742					
少数股东权益	97	104	113	122					
<b>所有者权益合计</b>	<b>6,937</b>	<b>7,739</b>	<b>8,769</b>	<b>9,864</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>13,946</b>	<b>16,780</b>	<b>18,280</b>	<b>19,712</b>					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	688	1,383	1,472	1,344
现金收益	1,493	1,643	1,888	1,942
存货影响	-129	-77	-25	-55
经营性应收影响	-540	-148	-70	-80
经营性应付影响	232	327	102	-40
其他影响	-369	-362	-423	-424
<b>投资活动现金流</b>	-500	48	121	133
资本支出	-499	-295	-288	-289
股权投资	-489	0	0	0
其他长期资产变化	488	343	409	422
<b>融资活动现金流</b>	324	1,270	-58	-50
借款增加	-625	1,673	352	352
股利及利息支付	-303	-527	-651	-693
股东融资	1,265	0	0	0
其他影响	-13	124	241	291

主要财务比率				
会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	43.9%	8.1%	3.8%	3.5%
EBIT增长率	80.3%	23.4%	20.8%	4.0%
归母公司净利润增长率	143.0%	23.4%	22.6%	4.9%
<b>获利能力</b>				
毛利率	13.3%	15.7%	17.5%	17.6%
净利率	10.4%	11.9%	14.1%	14.3%
ROE	12.3%	13.6%	14.7%	13.7%
ROIC	11.8%	11.5%	12.3%	11.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	50.3%	53.9%	52.0%	50.0%
债务权益比	63.9%	78.9%	73.6%	69.0%
流动比率	1.5	1.6	1.8	2.1
速动比率	1.2	1.3	1.6	1.8
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5
应收账款周转天数	15	13	13	13
应付账款周转天数	34	35	35	35
存货周转天数	72	74	75	74
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.63	0.78	0.96	1.01
每股经营现金流	0.51	1.03	1.09	1.00
每股净资产	5.08	5.67	6.42	7.23
<b>估值比率</b>				
P/E	13	10	8	8
P/B	2	1	1	1
EV/EBITDA	6	5	5	4

来源: wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

### 重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。