

焦作万方(000612)

## 优质无烟煤资产花落万方

林浩祥 桑永亮  
 021-38676521 021-38676052  
 linhaoxiang@gtjas.com Sangyonglinag@gtjas.com

## 本报告导读:

- 公司公告正式竞购赵固一矿
- 预计4季度公司业绩继续环比增长
- 估值偏低, 中期重点推荐

## 事件:

- 2009年8月28日焦作万方申请停牌一天, 相关事项公告: 公司大股东中国铝业股份有限公司于2004年与河南焦煤集团合资设立一家采煤公司——焦作煤业赵固能源有限责任公司, 焦煤集团持有70%股份, 中国铝业持有30%股份。
- 焦作万方地处河南且是中国铝业的控股子公司, 省、市政府和中国铝业为支持公司完善产业链, 做大做强, 与焦煤集团的实际控制人河南煤业化工集团有限责任公司进行协调, 各方初步达成一致, 同意由公司受让中国铝业所持赵固能源30%的股份, 由公司与焦煤集团共同经营赵固能源。
- 2009年12月1日, 上海联合产权交易所挂牌转让焦作煤业集团赵固(新乡)能源有限责任公司(简称: 赵固能源)30%股权。根据上海联合产权交易所产权转让信息, 董事会认为, 公司符合受让方资格条件, 决定以挂牌价11410.671597万元竞购中国铝业股份有限公司拟转让的赵固能源30%股权。

## 评论:

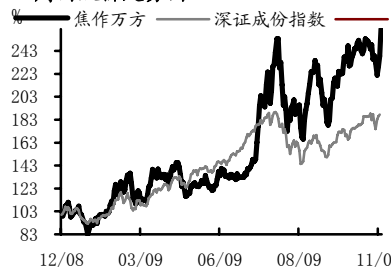
- 公司12月1日公告, 正式竞购赵固能源30%股权; 从产权交易所公告的受让条件和万方公司的公开信息, 我们认为煤矿股权受让方为万方公司已基本确定。市场对于公司可能放弃收购的担心完全消除。我们认为公司的业务拓展和业绩增长正迎来新一轮契机。
- 赵固煤矿地质储量3.73亿吨, 可采储量1.65亿吨, 全部为低中灰、特低硫优质无烟煤; 于09年5月正式投入生产, 年设计煤炭产能240万吨。预计在地方政府大力扶持下, 赵固煤矿开采能力将提升至500万吨。
- 投产初期煤矿的盈利并不高。与同处河南省的神火股份的无烟煤比较, 我们预计正式投产后, 赵固煤矿的吨煤净利在160元/吨(税前净利200-240元)。
- 公司的三季度(2009年7-9月)公司吨铝税后净利约为1000元/吨, 预计至4季度吨铝净利已经提升至约1200元/吨(我们预计公司4季度业绩将继续呈现环比增长, 预计10-12月税后净利约1.35-1.4亿元)。
- 我们预计明年上半年PPI会继续上行, 铝价和相关的生产原料(如氧化铝、阳极碳块、氟化盐等)的价格都会上涨, 吨氧化铝、电解铝有望上涨至2800-3000元、16000-18000元。由于万方公司拥有自备电厂(公司吨铝电耗13700kwh/吨), 并将自建碳素、阳极组装项目, 未来的生产成本预计较行业平均低500元/吨, 具备明显的成本竞争优势。
- 我们认为铝业板块在金属板块中存在显著的投资吸引; 万方公司在成功竞购煤炭资产后, 业务价值将大幅提升, 业绩稳健性也更为突出。综合考虑以上, 我们调整公司2009-2011年的业绩预测为0.51、1.58、1.98元, 对应动态市盈率为51x/16.5x/13x, 股价估值偏低。提升公司目标价格至35元, 建议“谨慎增持”。

**评级:** 谨慎增持  
 上次评级: 谨慎增持  
**目标价格:** ¥35.00  
 上次预测: ¥26.00  
**当前价格:** ¥25.69  
 2009.12.04

## 交易数据

|               |              |
|---------------|--------------|
| 52周内股价区间(元)   | 7.39 ~ 25.69 |
| 总市值(百万元)      | 12,336       |
| 总股本/流通A股(百万股) | 480/480      |
| 流通B股/H股       |              |
| 流通股比例         | 100.0%       |
| 日均成交量(百万股)    | 18.1         |
| 日均成交值(百万元)    | 294.9        |

52周内股价走势图



## 相关报告

行业走出底部 煤炭资产收购为期不远  
 (09.10.20)

## 1. 受让方资格条件圈定万方

从上海联合产权交易所看到的信息如下:

<http://new.suaee.com/suaee/portal/project/projcon.jsp?projid=G309SH1004306&ptype=cqxm>

从产权交易所的受让公告看,受让方资格条件“意向受让方应为有效存续 5 年以上在当地从事铝冶炼且火力发电的国有或国有控股企业”、“注册资本不少于 4 亿元人民币,净资产不少于 15 亿元人民币”、“要求最近三年连续盈利且平均加权平均净资产收益率不低于 30%,截止 2008 年 12 月 31 日,资产负债率不高于 60%”的条件。

对照焦作万方公司公开披露信息,“公司成立于 1993 年,注册资本 4.8 亿元,主要从事铝冶炼及加工等,大股东中国铝业及二股东焦作市万方集团的持股比例分别为 29%和 11.01%,均为国有控股企业。截至 2008 年底,归属于上市公司股东权益 18.23 亿元。”

因此我们认为股权转让几乎已经花落万方。

**表 1 受让方资格条件**

|      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 交易条件 | <div>受让方资格条件</div> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 根据《河南省有色金属产业调整振兴规划》的精神,为了在当地形成煤—电—铝一体化的产业链条,实现产业结构升级,意向受让方应为有效存续 5 年以上在当地从事铝冶炼且火力发电的国有或国有控股企业。</li> <li>2. 意向受让方应具有良好的财务状况和支付能力,注册资本不少于 4 亿元人民币,净资产不少于 15 亿元人民币。</li> <li>3. 意向受让方须有为标的公司提供担保的能力,要求最近三年连续盈利且平均加权平均净资产收益率不低于 30%,截止 2008 年 12 月 31 日,资产负债率不高于 60%; (提供最近三年经审计的财务报告)。</li> <li>4. 法律法规规定的其他条件。</li> </ol> |
|------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

数据来源: 国泰君安证券

## 2. 赵固能源: 质地优异的煤矿资源

赵固能源位于河南省辉县市冀屯乡文庄村南(距离焦作市区约 20 公里),设立于 2004 年 5 月,主营煤炭生产项目的筹建业务。赵固能源由焦煤集团和中国铝业于 2004 年 5 月设立的有限责任公司,公司实收资本 2.52 亿元,中国铝业出资现金人民币 7560 万元,拥有赵固能源 30% 的股份。



赵固能源于 2009 年 1 月具备生产条件并开始试生产，2009 年 5 月正式投入生产，年设计煤炭产能 240 万吨。

今年 1-8 个月，实现煤炭产量 179 万吨，总进尺 8925 米，实现销售收入 8.46 亿元。其中，8 月份入洗原煤 31.75 万吨，商品煤销售量 31.14 万吨，平均日入洗量在 1 万吨以上。

赵固煤矿有着丰富的矿产资源，煤炭地质储量 3.73 亿吨，可采储量 1.65 亿吨，全部为低中灰、特低硫优质无烟煤，煤层平均厚度 5.29 米，矿井服务年限预计 49 年。不足之处在于开采深度大（已达 630 米），基岩薄、地压大、水压高。

表 2 财务数据A

| 项目        | 2009.6.30        | 2008.12.31       |
|-----------|------------------|------------------|
| 资产总额      | 1,837,622,611.43 | 1,697,843,721.22 |
| 股东权益      | 383,649,283.34   | 252,000,000.00   |
| 负债总额      | 1,453,973,328.09 | 1,445,843,721.22 |
| 应收款项总额    | 200,360,824.05   | 87,832,431.57    |
| 或有事项涉及的总额 | 0.00             | 0.00             |
| 项目        | 2009 年1-6 月      | 2008 年度          |
| 营业收入      | 512,532,274.29   |                  |
| 营业利润      | 120,307,666.40   |                  |
| 净利润       | 90,025,291.34    |                  |

资料来源：公司公告

表 3 财务数据B

| 主要财务指标 | 以下数据出自年度审计报告 |                 |                 |                |
|--------|--------------|-----------------|-----------------|----------------|
|        | 以下数据出自企业财务报表 |                 |                 |                |
|        | 报表日期         | 营业收入            | 营业利润            | 净利润            |
|        | 2009-10-31   | 14990.233479万元  | 3372.188140万元   | 2525.391105万元  |
|        | 报表类型         | 资产总计            | 负债总计            | 所有者权益          |
|        | 月报           | 194602.949608万元 | 143510.619409万元 | 51092.330199万元 |

资料来源：产权交易所公告

从表 2、表 3 看到，投产初期煤矿的盈利并不高（部分原因在于新投产项目的费用较高导致）。与同处河南省的神火股份的无烟煤比较，我们预计正式投产后，赵固煤矿的吨煤净利在 160 元/吨（税前净利 200-240 元）。

赵固能源目前尚未取得采矿权（我们预计采矿权获取需要继续支出 1-1.2 亿元），赵固能源拥有的赵固一矿矿区采矿权由其控股股东焦作煤业（集团）有限责任公司（简称焦煤集团）持有。目前赵固能源按每吨煤 50 元的价格向焦煤集团缴纳采矿权使用费。焦作万方若公司竞购成功，根据赵固能源公司章程规定，尚需与焦煤集团共同对赵固能源增资。其中，焦煤集团以经投资双方共同认可的有资质的中介机构评估的赵固一矿矿业权价款出资，占本次增资总额 70%；本公司按照矿业权价款同比例现金出资，占本次增资总额 30%。

从赵固的储量数据看，万方公司竞购股权交接事宜完成后，在地方政府大力扶持下，赵固煤矿开采能力将提升至 500 万吨。

### 3. 业绩预测

#### 3.1. 煤炭业务

收购成功后，我们针对煤炭业务做业务价值敏感性测算：

表 4 煤炭业务业绩贡献测算

|                   |     | 煤炭产量（万吨） |      |      |      |
|-------------------|-----|----------|------|------|------|
|                   |     | 350      | 400  | 450  | 500  |
| 吨煤<br>净利<br>（元/吨） | 150 | 0.20     | 0.23 | 0.25 | 0.28 |
|                   | 160 | 0.21     | 0.24 | 0.27 | 0.30 |
|                   | 180 | 0.24     | 0.27 | 0.30 | 0.34 |
|                   | 200 | 0.26     | 0.30 | 0.34 | 0.38 |

考虑洗出率 80%，权益 30%

煤炭业务价值测算（行业平均市盈率 25x）

|                   |     | 煤炭产量（万吨） |      |      |      |
|-------------------|-----|----------|------|------|------|
|                   |     | 350      | 400  | 450  | 500  |
| 吨煤<br>净利<br>(元/吨) | 150 | 4.92     | 5.63 | 6.33 | 7.03 |
|                   | 160 | 5.25     | 6.00 | 6.75 | 7.50 |
|                   | 180 | 5.91     | 6.75 | 7.59 | 8.44 |
|                   | 200 | 6.56     | 7.50 | 8.44 | 9.38 |

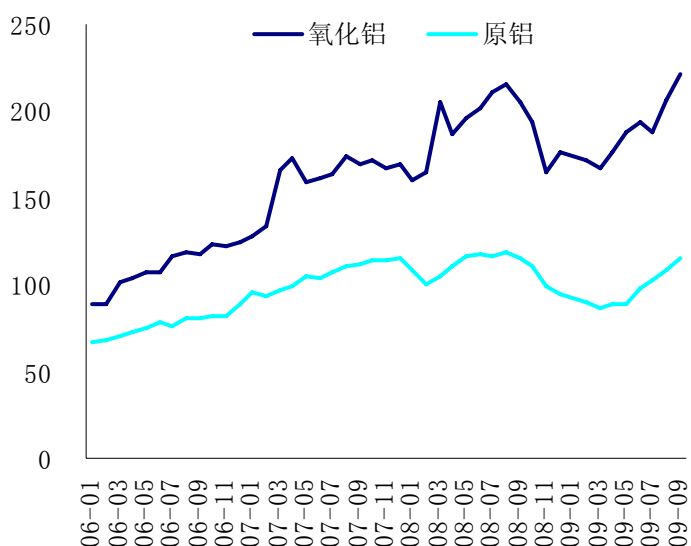
以煤炭板块的市盈率约为 25x 测算

### 3.2. 电解铝业务

公司的三季度（2009 年 7-9 月）公司吨铝税后净利约为 1000 元/吨，预计至 4 季度吨铝净利已经提升至约 1200 元/吨（我们预计公司 4 季度业绩将继续呈现环比增长，预计 10-12 月税后净利约 1.35-1.4 亿元）。

从行业层面看，金属铝的供需关系仍然宽松，但目前国内电解铝行业开工率已经接近历史高点，未来产能过剩对于铝价上行的边际效应在降低。

图 1 中国氧化铝、电解铝产量



资料来源：bloomberg，万吨

图 2 中国原铝、铝材净出口



资料来源：bloomberg，万吨

我们预计明年上半年 PPI 会继续上行，铝价和相关的生产原料（如氧化铝、阳极碳块、氟化盐等）的价格都会上涨，吨氧化铝、电解铝有望上涨至 2800-3000 元、16000-18000 元。由于万方公司拥有自备电厂（公司吨铝电耗 13700kwh/吨），并将自建碳素、阳极组装项目，未来的生产成本预计较行业平均低 500 元/吨，具备明显的成本竞争优势。

以公司 2010 年铝价 16000 元/吨（吨铝税后净利 1400 元）、年产 44 万吨电解铝计算，电解铝业务税后净利 6.16 亿元，对应每股收益为 1.28 元。

表 5 电解铝业务业绩测算

|             |       |       |       |       |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 原铝均价（元/吨）   | 15000 | 16000 | 17000 | 18000 |
| 吨铝税后净利（元/吨） | 1000  | 1400  | 1700  | 1800  |
| 每股收益测算      | 0.92  | 1.28  | 1.56  | 1.65  |

考虑氧化铝产品价格等幅度上涨，另假设碳块等辅料价格上涨

我们认为铝业板块在金属板块中存在显著的投资吸引；万方公司在成功竞购煤炭资产后，业务价值将大幅提升，业绩稳健性也更为突出。综合考虑以上，我们调整公司 2009-2011 年的业绩预测为 0.51、1.58、1.98 元，对应动态市盈率为 51x/16.5x/13x，估值偏低，建议“谨慎增持”。

表 6 国际公司估值比较

|                             | 最新收盘价     | 单位  | PB   | EV/EBITDA | PE     |        |       |
|-----------------------------|-----------|-----|------|-----------|--------|--------|-------|
|                             |           |     |      |           | 2008   | 2009   | 2010  |
| 铝                           |           |     |      |           |        |        |       |
| Alcoa Inc.                  | 12.66     | USD | 0.94 | 84.74     | #N/A   | #N/A   | 23.02 |
| National                    | 377.70    | INR | 2.49 | 6.06      | 19.13  | #N/A   | #N/A  |
| Hindalco                    | 138.55    | INR | 1.49 | 8.26      | 42.26  | 15.94  | 11.76 |
| 铜                           |           |     |      |           |        |        |       |
| Freeport Copper             | 84.14     | USD | 6.78 | 8.84      | 28.82  | 17.43  | 12.38 |
| Southern Peru Copper        | 34.62     | USD | 8.05 | 23.58     | 65.32  | 33.38  | 18.47 |
| Antofagasta                 | 903.00    | GBp | 2.97 | 13.79     | 12.81  | 23.01  | 13.51 |
| Vedanta                     | 2299.00   | GBp | 2.70 | 14.27     | 161.81 | 20.51  | 9.71  |
| KGHM Polska Miedź S. A.     | 106.10    | PLN | 2.14 | 4.99      | 10.55  | 8.90   | 9.39  |
| 铅锌                          |           |     |      |           |        |        |       |
| Korea Zinc                  | 213500.00 | KRW | 2.11 | 1.56      | 13.35  | #N/A   | #N/A  |
| Hindustan Zinc              | 1183.00   | INR | 3.48 | 3.64      | 18.33  | 14.84  | 12.60 |
| Xstrata                     | 1073.00   | GBp | 1.64 | 6.70      | 63.79  | 17.33  | 11.54 |
| 黄金                          |           |     |      |           |        |        |       |
| Newmont Mining Corp         | 53.35     | USD | 2.58 | 8.60      | 27.79  | 23.47  | 18.73 |
| Barrick Gold                | 45.25     | CAD | 2.81 | 11.46     | 25.52  | 22.65  | 18.37 |
| Goldcorp                    | 45.15     | CAD | 2.03 | 24.47     | 63.86  | 57.20  | 36.47 |
| Kinross Gold                | 20.53     | CAD | 2.52 | 16.20     | 102.39 | 45.45  | 29.17 |
| Agnico-Eagle Mines          | 65.88     | CAD | 3.64 | 92.73     | 260.12 | 123.37 | 29.94 |
| Iamgold Corp                | 19.68     | CAD | 2.79 | 13.74     | 39.68  | 36.14  | 27.46 |
| 镍                           |           |     |      |           |        |        |       |
| GMK Norilsk Nickel          | 134.50    | USD | 2.35 | 3.91      | #N/A   | 19.23  | 11.00 |
| Xstrata                     | 1073.00   | INR | 1.64 | 6.70      | 63.79  | 17.33  | 11.54 |
| 钨                           |           |     |      |           |        |        |       |
| Kennametal                  | 23.00     | GBp | 1.36 | 21.31     | 52.27  | 37.64  | 16.01 |
| Sandvik AB                  | 83.55     | SEK | 3.36 | 26.67     | #N/A   | #N/A   | 28.48 |
| 钛                           |           |     |      |           |        |        |       |
| Titanium Metals Corporation | 9.85      | USD | 1.57 | 12.18     | 29.85  | 56.94  | 62.34 |
| Allegheny Technologies      | 34.19     | USD | 1.61 | 11.98     | 30.04  | 259.02 | 27.89 |
| 综合型                         |           |     |      |           |        |        |       |
| BHP                         | 41.30     | AUD | 5.26 | 10.34     | 35.77  | 20.60  | 15.32 |
| RINTO                       | 17250.00  | IDR | 1.92 | 5.92      | 11.63  | 11.66  | 9.54  |
| Xstrata                     | 1073.00   | GBp | 1.64 | 6.70      | 63.79  | 17.33  | 11.54 |
| Rio Tinto                   | 3076.00   | GBp | 4.69 | 6.92      | 149.37 | 16.24  | 13.63 |
| Teck Cominco                | 36.30     | CAD | 1.52 | 8.93      | 16.81  | 16.84  | 13.97 |
| CVRD                        | 42.90     | BRL | 2.30 | 12.38     | 23.25  | 22.00  | 17.28 |
| Anglo American              | 2624.00   | GBp | 2.32 | 7.69      | 13.35  | 21.18  | 15.04 |

资料来源: bloomberg

## 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销售交易总部，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。

**国泰君安证券销售交易总部**

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券销售交易总部网址: [www.askgtja.com](http://www.askgtja.com)E-MAIL: [gtjaresearch@ms.gtjas.com](mailto:gtjaresearch@ms.gtjas.com)