

焦作万方

焦作万方调研简报

000612

公司评级

中性/维持评级

相关研究

《铝行业：成本驱动铝价，领先企业受益》(09/12/29)

《焦作万方：业绩超预期》(09/10/13)

事件

1月13日，焦作万方召开股东大会，我们与公司管理层进行了深入交流，并实地调研了公司。

调研内容

未来经营规划

公司2009年电解铝产量为42万吨（42万吨产能），暂时没有继续扩张产能的计划，公司未来的目标为继续完善产业链布局，形成煤电铝一体化。在参股赵固能源之后，公司将继续寻找机会收购煤矿资源。

成本具有优势

电解铝主要成本为氧化铝和电，合计约占总成本76%。

公司所需氧化铝均由大股东中国铝业中州分公司以长单方式提供，价格按照前一个月上期所3月期铝平均价格的17%计算。长单方式为公司保证了稳定的氧化铝供应。

构成电解铝生产成本的另一部分是电力供应。公司吨铝耗电约13800度，年耗电约58亿度。目前电力供应主要来自三部分。

- 1、全资子公司供电。全资子公司爱依斯电厂拥有2*125MW的电力装机容量。供应所有电力需求的25%，供应电价为电厂成本价，约0.355元/千瓦时。
- 2、参股子公司供电。金冠嘉华电厂是焦作万方集团参股（20%股权）的自备电厂，年发电量17.5亿度，供电价格较网电略便宜，约为0.42元/千瓦时，占电力需求的30%。
- 3、网上购电。价格按照河南省工业直供电价供应，价格为0.4208元/千瓦时，占比为45%。

综合来看，公司的平均电力成本为0.404元/千瓦时。由于子公司供电价格较低，整体电价低于同行业水平。电力成本约占电解铝企业总成本的40%，因此公司较低的电价使企业拥有一定的成本优势。

分析师

叶 洮

0755-8249 2171

yetao@lhqz.com

王 茜

0755- 82364392

wangqianys@lhqz.com

张 勇

0755-8212 5160

zhangyong@lhqz.com

4 季度由于寒潮等原因，河南也出现电力供应紧张的情况，网上电价也上调了 0.037 元/千瓦时。综合来看，目前公司的电力成本已上涨至 0.43 元/千瓦时。

赵固能源投资分析

赵固能源是由河南焦煤集团和中国铝业公司 2004 年 5 月设立的有限责任公司，焦煤集团和中国铝业各持股 70%和 30%。2009 年 12 月，焦作万方以挂牌价 1.14 亿元收购了中国铝业公司转让的赵固能源 30%股权，从而形成“煤电铝”一体化产业链。

赵固能源的资产为赵固一矿煤矿。赵固一矿位于河南省新乡市辉县境内，矿井总资源储量 3.7 亿吨，可采储量 1.6 亿吨，煤种为特低硫、高热量的优质无烟煤。2009 年产煤 300 万吨。预计 2010 年将产煤 400 万吨，到 2012 年达到 600 万吨的年生产能力，届时将成为河南省最大的煤矿。

由于赵固一矿新近建成，机械化程度达到 100%，公司也秉承多上机器少上人的理念，有效的降低了人力成本。另外煤矿的地处新乡市辉县市境内，距离焦作 65 公里，郑州 160 公里，期间均有公路连接，运输成本较低。煤矿生产条件也较其他煤矿优越，采掘时出水及瓦斯量均低于行业平均水平。因此，公司的吨煤成本较低，估计约为 260 元，完全成本估计为 350 元。

公司出产煤种为优质 3 号无烟煤，分类别来看，块煤产量约占 25%，精煤占 55%，剩下 20%为价值较低的煤矸石和煤泥，所有煤炭均通过大股东焦煤集团销售，吨煤净利约为 120 元/吨。

由于赵固一矿的采矿权仍在焦煤集团手中，因此，每生产一吨煤，需要向焦煤集团缴纳 50 元的采矿费。我们预计，未来采矿权将会注入赵固能源，按照 12.8 亿元探矿权 10 年摊销计算，未来吨煤成本将降低 30 元/吨。

盈利预测

赵固能源将在 10 年起计入焦作万方的投资收益，按照 2010 年 400 万吨，2011 年 500 万吨煤产量计算，分别增厚 EPS 0.40 元、0.63 元。

若不考虑赵固能源业绩贡献，09-11 年铝价假设为 13883、16000 和 16500 元/吨，公司电解铝业务 09-11 年 EPS 分别为 0.42、0.90 和 1.04 元/股；预计赵固能源将分别增厚 10、11 年 EPS 0.40、0.63 元/股（权益）。预计公司 2009-2011 年 EPS 0.42、1.30 和 1.67 元/股。

表 1、主要经营性假设

	单位	2009	2010E	2011E
铝价	元/吨	13883	16000	16500
煤炭产量	万吨	300*	400	500

资料来源：华泰联合证券研究所

注*：2009 年不计入投资收益

表 2、盈利预测表

单位:百万元

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	6019	5047	5744	5923
营业成本	5323	4593	4972	5067
营业税金及附加	15	15	19	21
营业费用	68	46	52	50
管理费用	89	71	83	85
财务费用	98	90	72	60
资产减值损失	12	-15	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	17	16	21	18
营业利润	431	263	568	658
营业外收入	6	0	0	0
营业外支出	3	0	0	0
利润总额	435	263	568	658
所得税	102	63	136	158
净利润	333	200	432	500
少数股东损益	-0	0	0	0
归属母公司净利润	333	200	432	500
EPS（元/股）	0.69	0.42	0.90	1.04
加煤炭业务合计 EPS（元/股）	0.69	0.42	1.30	1.67

资料来源：华泰联合证券研究所

表 3、2010 年 EPS 对铝价的敏感性分析

元/吨、元/股

	12000	13000	14000	15000	16000	17000	18000
电解铝业务	-0.58	-0.21	0.16	0.53	0.90	1.27	1.63
加：煤炭业务	-0.18	0.19	0.56	0.93	1.30	1.67	2.03

资料来源：华泰联合证券研究所

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3932 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未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。本文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。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究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。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。