

焦作万方(000612)

长缨在手，伺机反击

---焦作万方调研报告

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

本报告导读：

近期对于公司赵固一矿的调研情况反馈

投资要点：

- 1 月中旬我们调研了焦作万方，并参观了公司前期收购的赵固一矿。公司电解铝业务盈利能力符合我们预期，煤矿业务盈利基本符合我们前期预测，存在盈利大幅上升的潜力。
- 公司电解铝盈利能力持续上行。2009 年 1Q-4Q 电解铝均价分别为 12349 /13427/14618 /15294 元/吨，长单氧化铝的均价分别为 2099 /2283 /2485 /2600 元/吨，以“电解铝—2 吨氧化铝价格差”分别为 8150 /8862 /9648 /10094 元/吨，盈利空间逐季扩大。2010 年国内铝价现货已经来到 17000 元上方，对应氧化铝长单价格为 2890 元，电解铝—2 吨氧化铝的价格差为 11220 元。市场对公司电解铝单季 EPS 盈利贡献为 0.35-0.40 的预期正在逐步实现。
- 公司拥有 2 台 12.5 万千瓦的电力机组外（以发电成本价格供应），集团控股 46%的金冠嘉华拥有 2 台 13.5 万千瓦机组（协议采购）的电力供应，另外约 45%的电力需要外购。公司目前电力成本约 0.41 元/kwh，吨铝电耗约 13700kwh。公司存在扩充自备发电机组的计划，预计未来公司的电力成本优势有望进一步扩大。
- 赵固一矿机械化程度高，日均产煤已经达到或略高于 1 万吨/天的规模，预计全年完成 400 万吨的计划并不困难。在扩产至 600 万吨以后，吨煤成本将进一步下降。目前需要注意的是，由于采矿权预计在 1 季度取得增加相应的成本摊销外，拆迁补偿费、维简费可能抬高赵固矿在 2010 年的成本和费用。
- 我们认为焦作万方公司的发展已经处在新的历史起跑点，未来利润能否出现大幅的提高，与焦煤集团共同经营好赵固一矿是公司的一个崭新的契机。维持对万方公司 2009-2011 年的业绩预测为 0.51、1.58、1.98 元，目前公司股价对应的动态市盈率为 51x/16.5x/13x。维持谨慎推荐评级，目标价格 35 元，建议在 25 元附近可以积极买入。

财务摘要（百万元）	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	5,185	6,019	5,154	5,854	6,590
(+/-)%	27%	16%	-16%	14%	13%
经营利润（EBIT）	1,040	431	348	1,009	1,261
(+/-)%	176%	-59%	-7%	14%	5%
净利润	684	333	262	758	949
(+/-)%	166%	-51%	-53%	189%	25%
每股净收益（元）	1.42	0.69	0.55	1.58	1.98
每股股利（元）	0.44	-	0.07	0.17	0.25

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率（%）	21.4%	8.8%	8.5%	18.8%	19.7%
净资产收益率（%）	41.4%	18.2%	12.8%	27.8%	26.7%
投入资本回报率（%）	27.8%	13.5%	9.8%	26.0%	29.5%
EV/EBITDA	11.2	18.9	23.2	11.1	9.6
市盈率	18.3	37.6	47.7	16.5	13.2
股息率（%）	1.7%	0.0%	0.3%	0.7%	0.9%

评级：

谨慎增持

上次评级：谨慎增持

目标价格：

¥ 35.00

上次预测：¥ 35.00

当前价格：

¥ 26.03

2010.01.26

交易数据

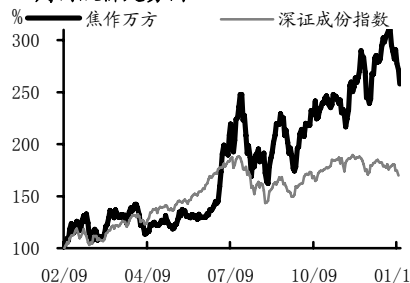
52 周内股价区间（元）	8.96 ~ 32.20
总市值（百万元）	12,408
总股本/流通 A 股（百万股）	480/480
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	1.00
日均成交量（百万股）	19.1
日均成交值（百万元）	351.0

资产负债表摘要（3Q09）

股东权益（百万元）	1,906
每股净资产	3.97
市净率	5.56
净负债率	48.8%

EPS（元）	2008A	2009E
Q1	0.47	-0.06
Q2	0.41	0.09
Q3	0.14	0.23
Q4	-0.33	0.29
全年	0.69	0.55

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-3.6	10.9	160.7
相对指数	1.6	12.9	81.1

相关报告

优质无烟煤资产花落万方

(09.12.04)

行业走出底部 煤炭资产收购为期不远

(09.10.20)

模型更新时间: 2010.01.26

股票研究

有色冶炼业

有色金属冶炼及压延加工业

焦作万方(000612)

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: ¥35.00

上次预测: ¥35.00

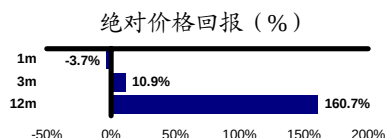
当前价格: ¥26.03

公司网址:

www.jzwf.com

公司简介

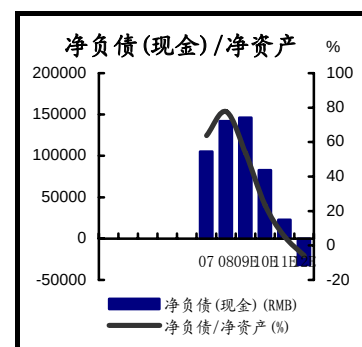
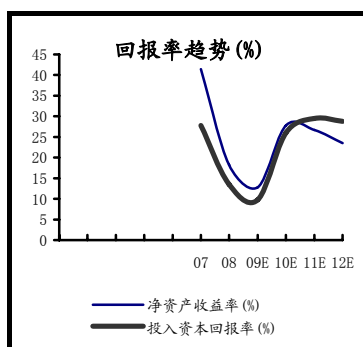
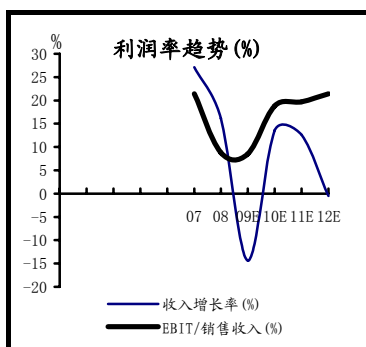
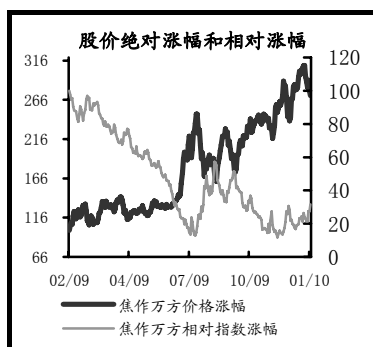
公司是以生产经营电解铝为主的冶炼及加工、电力、服务为一体的集团公司, 铝锭年生产能力位居全国同行业第7位。中国铝业已从焦作市万方集团收购了公司29%股权, 成为公司第一大股东。



52周价格范围 8.96~32.20
市值(百万) 12,408

财务预测(单位: 百万元)

	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
损益表						
营业收入	5185	6019	5154	5854	6590	6554
营业成本	3955	5323	4610	4816	5431	5324
税金及附加	26	15	13	15	17	17
营业费用	46	68	36	41	53	52
管理费用	75	89	72	82	92	92
EBIT	1,109	530	438	1,100	1,299	1,402
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	29	17	1	199	302	332
财务费用	69	98	90	91	38	5
营业利润	1,040	431	348	1,009	1,261	1,397
所得税	352	102	87	252	315	349
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
净利润	684	333	262	758	949	1,052
资产负债表						
货币资金、交易性金融	253	536	531	470	598	599
其他流动资产	701	722	758	699	708	799
长期投资	185	14	15	214	516	848
固定资产合计	2,280	2,662	2,817	2,737	2,678	2,621
无形及其他资产	6	94	94	93	91	90
资产合计	3,430	4,037	4,218	4,214	4,592	4,957
流动负债	1,251	1,087	1,042	363	-90	-643
长期负债	529	1,073	1,073	1,073	1,073	1,073
股东权益	1,649	1,823	2,726	3,558	4,475	5,511
投入资本(IC)	2,668	3,037	3,348	3,363	3,560	3,932
现金流量表						
NOPLAT	742	409	329	875	1,050	1,134
折旧与摊销	136	206	160	155	152	149
流动资金增量	419	-333	-81	546	175	84
资本支出	-937	-487	-212	-79	-96	-94
自由现金流	361	-205	196	1,497	1,281	1,273
经营现金流	458	521	597	969	1,171	1,331
投资现金流	-575	-585	-211	319	508	570
融资现金流	-329	347	-16	-701	-395	-419
现金流净增加额	-446	283	371	587	1,284	1,482
财务指标						
成长性						
收入增长率	27.1%	16.1%	-14.4%	13.6%	12.6%	-0.5%
EBIT 增长率	138.2%	-52.3%	-17.3%	151.0%	18.1%	7.9%
净利润增长率	165.9%	-51.3%	-21.5%	189.7%	25.1%	10.7%
利润率						
毛利率	23.7%	11.6%	10.6%	17.7%	17.6%	18.8%
EBIT 率	21.4%	8.8%	8.5%	18.8%	19.7%	21.4%
净利润率	13.2%	5.5%	5.1%	12.9%	14.4%	16.0%
收益率						
净资产收益率(ROE)	41.4%	18.2%	12.8%	27.8%	26.7%	23.5%
总资产收益率(ROA)	19.9%	8.2%	6.2%	18.0%	20.7%	21.2%
投入资本回报率	27.8%	13.5%	9.8%	26.0%	29.5%	28.8%
运营能力						
存货周转天数	62	56	75	72	63	65
应收账款周转天数	9.6	10.9	8.5	10.9	9.6	10.2
总资产周转天数	241.5	244.8	298.7	262.7	254.4	276
净利润现金含量	1.03	2.17	2.9	0.92	0.75	0.76
资本支出/收入	0%	0%	0%	0%	0%	0%
偿债能力						
资产负债率	51.9%	54.8%	51.4%	35.3%	22.6%	9.8%
净负债率	63.7%	77.8%	53.6%	23.3%	5.1%	-5.8%
估值比率						
PE	18.3	#DIV/0	54.3	30.3	21.2	18.6
PB	7.6	6.9	6.1	4.6	3.5	2.8
EV/EBITDA	2.41	2.08	2.42	2.13	1.9	1.91
P/S	11.2	18.9	23.2	11.1	9.6	9
股息率	1.70%	0.00%	0.30%	0.70%	0.90%	1.10%



公司目前电解铝产能为 42 万吨，碳素生产能力 6 万吨，拥有 2 台 12.5 万千瓦电厂（全资）。在收购了赵固一矿 30%的股权后，公司产业链条已经延伸至煤-电-铝三位一体的业务发展模式。

公司未来的发展优势，一方面中国铝业给予公司大力的扶持（万方已经成为中铝旗下盈利能力最强的优秀管理企业的典范），与中铝中州分公司共同打造豫西北铝加工基地；二方面公司成本和区位优势明显，中州铝厂提供的氧化铝长期供货协议，保证公司原料的优势供给，公司电解铝液和铝锭销售输运半径较小，具有运输成本优势；三方面公司周边煤炭资源丰富，公司未来仍有进一步扩充电力机组，拓展煤炭资源业务的空间。

图 1 公司具有明显的区位优势



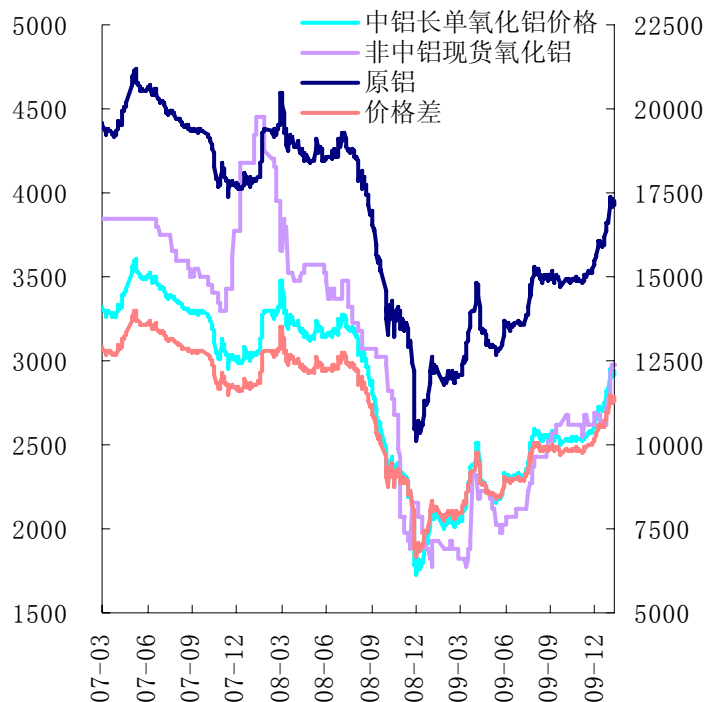
资料来源：BAIDU

我们在 1 月的调研结果显示，公司电解铝业务盈利能力符合我们预期，煤矿业务盈利基本符合我们前期预测，存在盈利大幅上升的潜力。总结如下：

1. 电解铝业务盈利符合预期

公司电解铝盈利能力持续上行。我们计算 2009 年 1Q-4Q 电解铝（原铝）现货均价分别为 12349 /13427/14618 /15294 元/吨，对应 17%的长单氧化铝的均价分别为 2099 /2283 /2485 /2600 元/吨，以“电解铝—2 吨氧化铝价格差”分别为 8150 /8862 /9648 /10094 元/吨，吨铝的盈利空间逐季提升空间为 712/786/446 元/吨，盈利趋势持续上行。

图 2 中国氧化铝、原铝价格

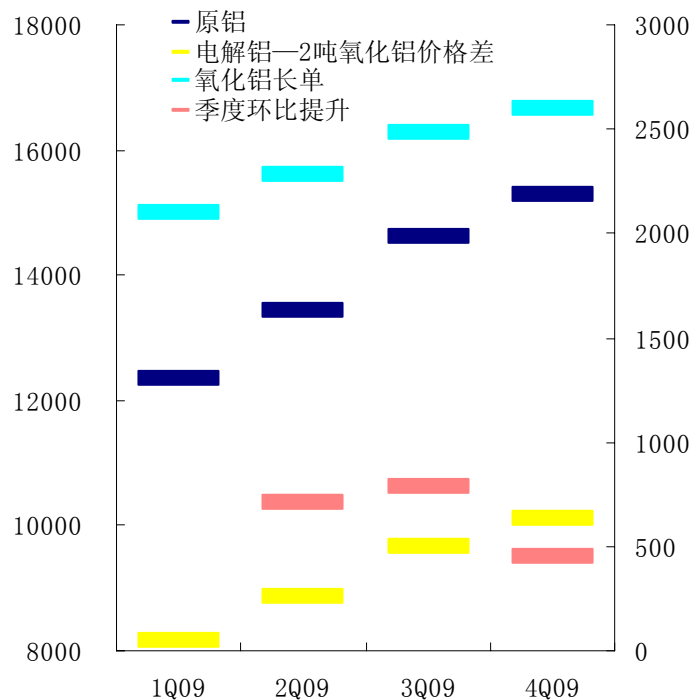


资料来源: bloomberg, 元/吨

原铝、价格差指标单位以右轴为基准

价格差=原铝价格-2 吨氧化铝价格

图 3 电解铝行业盈利持续上行 (季度均价)



资料来源: bloomberg, 元/吨

氧化铝长单、季度环比提升指标单位以右轴为基准

公司拥有 2 台 12.5 万千瓦的电力机组外 (以发电成本价格供应), 集团控股 46% 的金冠嘉华拥有 2 台 13.5 万千瓦机组 (协议采购) 的电力供应, 另外约 45% 的电力需要外购。公司目前电力成本约 0.41 元/kwh, 吨铝电耗约 13700kwh。公司存在扩充自备发电机组的计划, 预计未来公司的电力成本优势有望进一步扩大。

2009 年 12 月以来, 国内铝价现货已经来到 17000 元上方, 对应氧化铝长单价格为 2890 元, “电解铝-2 吨氧化铝的价格差” 为 11220 元。市场对公司电解铝单季 EPS 盈利贡献为 0.35-0.40 元的假设条件已经成立。

我们预计 2010 年铝价预计运行区间为 16000-18000 元, 但随着 PPI (煤炭、电力、碳块等原材料) 上行, 铝价的运行区间也可能被进一步抬升至 18000-20000 元 (例如 4 季度河南工业用电价格上调 2 分, 吨铝成本上升约 340 元/吨)。

我们小幅调高 2009 年业绩预测, 暂维持 2010 年电解铝业务的盈利贡献为 1.28 元。公司 3Q09 实现 EPS 0.23 元, 我们上调公司 4Q10 EPS 为 0.29 元, 前期预计为 0.26 元。

2. 赵固一矿盈利能力符合预期, 存在大幅上升潜力

赵固一矿是国家“十一五”重点建设项目,位于新乡市辉县市境内,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。赵固一矿于 2009 年 5 月 10 日竣工投产,该矿设计规模 240 万吨/年,是目前豫北地区设计生产能力最大的现代化矿井。

目前河南煤化集团占股权比例 70%, 焦作万方股权比例占 30%。

赵固一矿在 2010 年的产量目标是 400 万吨, 2012 年实现 600 万吨生产能力(高于此前我们预期 500 万吨); 另外赵固煤矿位于新乡市的西北角, 水和瓦斯量很小(此前我们以为赵固煤矿基岩薄、地压大、水压高), 工作面比较大, 采用机械作业, 工作人员较同等规模的矿井少 30%。

图 4 赵固煤矿的地理位置



资料来源: BAIDU

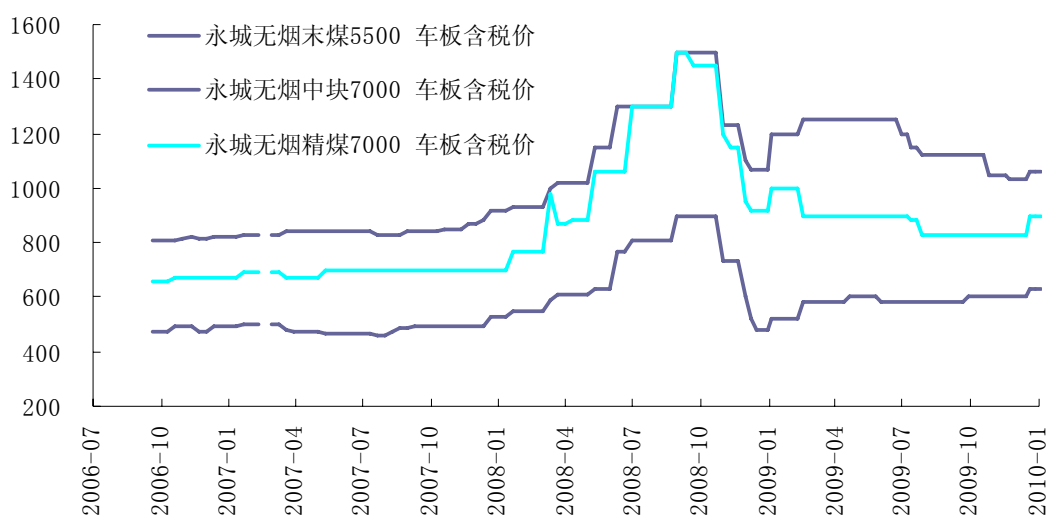
从矿井的控制中心参观下来, 我们发现赵固一矿的管理规范、生产经营井然有序, 日均产煤已经达到或略高于 1 万吨/天的规模, 预计全年完成 400 万吨的计划并不困难。同时矿井的领导表示, 在扩产至 600 万吨以后, 吨煤成本将进一步下降(机械化程度高, 人工成本增加并不明显)。

参考河南永城地区无烟煤价格(7000 大卡)价格走势, 赵固矿的吨煤税后净利约为 150-180 元/吨。目前需要注意的是, 由于采矿权预计在 1 季度取得增加相应的成本摊销外, 拆迁补偿费、维简费可能抬高赵固矿在 2010 年的成本和费用。

我们预计赵固一矿 2010-2012 年煤炭产量为 400、450、550 万吨，产量增速为 12.5%、15.5%。维持煤炭业务在 2010 年税后利润贡献 1.44 亿元的预计（对应煤炭权益产量 120 万吨，吨煤净利 120 元/吨，低于一般无烟煤企业的吨煤盈利水平）。

未来煤矿盈利存在提升的空间。假设赵固煤矿能实现一般无烟煤吨煤盈利能力（150—180 元/吨），为公司带来净利贡献为 1.8—2.16 亿，对应 EPS 为 0.37—0.45 元。在 2012 年煤矿全部投产后，预计 EPS 贡献提升至 0.56-0.67 元。

图 5 河南永城无烟煤价格



资料来源：中华商务网，元/吨

3. 维持“谨慎增持”评级，目标价格 35 元

近期基本金属价格出现向下振荡走势，相关股票也出现 10-25% 的调整，主要源于中国央行调整存款准备金，引发货币紧缩的担忧。

对此我们认为，支撑 2010 年金属价格的主要因素在于实体需求的持续增长，而流动性超预期的利好已经较大程度兑现了，未来更多会面临紧缩对于金属价格的压力；2010 年与 2007 年相比较，前者金属真实需求的强度稍弱一些，但流动性的影响程度更高一些。

对于未来可能出现的加息，我们在之前做过分析，1970-2007 年的 5 次金属商品的牛市周期，均在美元的加息中后期结束。但我们认为 2010 年这一次可能稍提前一些，因为市场对预期的反应持续出现了提前。

同理，未来如果真实需求季节性环比回落，会显著形成对于金属价格的打压，导致本轮金属价格上涨出现中期调整。但目前我们认为上半年需求向上的趋势还比较明朗，如中国的经济向上的趋势较为清晰，境外补库存及实体需求环比增加趋势也会延续，结论是基本金属仍有上行空间。

在此背景下，我们仍然建议配置金属板块中估值具有吸引，业绩具有爆发潜力的优势铝业公司。我们对万方公司 2009-2011 年的业绩预测为 0.51、1.58、1.98 元，目前公司股价对应的动态市盈率为 51x/16.5x/13x。维持谨慎推荐评级，目标价格 35 元。

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

E-MAIL: gtjaresearch@gtjas.com