

公司简评 焦作万方 (000612.SZ)

► 2010 年 1 月 29 日

现阶段电解铝行业首选

推荐

维持评级

分析师: 周卓玮 ✉: zhouzhuowei@chinastock.com.cn ☎: 010-66568044

1. 事件

对公司经营进行跟踪分析

2. 我们的分析与判断

(一) 公司的铝业资产具备较强竞争力

公司的电解铝资产具备较强的竞争力, 280KA 产能 42 万吨, 平均吨铝交流电耗不到 14000 度, 电耗基本上是国内最领先的水平;

氧化铝中铝中州铝厂长单供应, 距离近, 十分稳定, 定价为上月上海铝期货主力合约价的 17%;

电力供应稳定, 自备电和协议电价占比约 50%, 未来比例会进一步扩大;

目前铝水的销售比例约 30%, 且由于周边铝加工产能的增加, 铝水销售的比例仍在提升, 铝水销售的增加公司的毛利 100 元/吨以上。

(二) 公司的电解铝资产盈利能力将接近历史高点

电解铝资产的盈利能力由铝价和成本决定, 在经济周期景气向上的前期, 需求拉动铝价上涨, 而相应成本未提升, 盈利能力快速回升; 后期传导到上游的能源、原材料等价格开始上涨开始使得盈利能力增长变慢甚至开始下降。

我们认为在 2009 年 4 季度和 2010 年 1 季度, 公司的铝业资产仍会处于快速恢复阶段, 我们预测 2010 年 1 季度的铝均价有望达到 16500-17000 元/吨, 届时相应的单季度 EPS 有望达到约 0.35 元左右, 盈利能力会接近历史高点。

而 2010 年 2 季度后随着后期电价上调执行及其他能源、辅料价格的上涨, 电解铝资产的盈利能力会出现滞涨甚至下降。但公司收购的煤炭资产会大大对冲掉成本上升的影响, 从而使得公司的高盈利时间有所延长。

表 1 公司季度业绩与铝价对应关系

	2007Q1	2007Q2	2007Q3	2007Q4	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3
铝价	19944	20345	19661	18079	18970	18653	17729	12754	12295	13415	14641
EPS	0.35	0.42	0.39	0.26	0.47	0.41	0.14	-0.33	-0.06	0.09	0.23

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究所

(三) 参股的煤炭资产提升了公司的抗风险能力

公司参股的赵固能源的煤炭资产优良, 该煤矿将被建成河南省最大的煤矿。05 年 6 月动工建设; 08 年 11 月试投产; 09 年 5 月 (半年后) 正式投产。储量 3.7 亿吨、可采储量 1.65 亿吨、批准产能 240 万吨; 洗出率 80-90%; 煤层厚 5.29 米; 服务年限 49 年; 煤质很好, 品位高, 含硫量低 (1-2%), 含磷量低, 发热量高, 开采条件好, 井内瓦斯和水都比较少。

赵固能源的 2010 年产量折算成 5200 大卡的标煤约 400 万吨，盈利水平参照地域上有可比性的神火股份和晋煤，目前煤价下吨净利有望达到 200 元/吨。

如果未来公司的煤炭产能还能提升，我们相信赵固能源的盈利将十分可观。我们预测 2010 年将贡献 2.1 亿的投资收益。

（三）现阶段公司已成为电解铝企业中的首选品种

氧化铝价格已开始上行，现货价已超过长单价，公司的氧化铝长单比例 100%，会优于那些仍存现货供应的电解铝厂商；

能源价格上涨会促使电价、阳极炭块等辅料价格上行，公司拥有煤炭资产，会对冲掉一部分此风险，延长公司的高盈利时间；

3. 投资建议

我们对于 2010、2011 的铝价预测为 16000、16500 元/吨，预测公司的 2010、2011 年 EPS 分别为 1.43、1.76 元，目前股价 24.3，我们认为铝价受实体需求提升及能源价格的支撑仍会阶段性保持强势，继续维持公司“推荐”评级。

表 1 公司财务报表及指标

资产负债表						利润表					
(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E	(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	252.8	536.2	782.8	882.1	1405.5	营业收入	5184.8	6019.1	5218.8	5880.3	6367.3
应收票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业成本	3955.3	5322.7	4688.5	5049.0	5400.9
应收账款	32.8	84.8	73.5	82.8	89.7	税金	25.8	15.4	13.4	15.0	16.3
预付款项	50.9	11.4	11.4	11.4	11.4	销售费用	45.9	67.8	52.2	58.8	63.7
其他应收款	10.9	4.0	3.4	3.9	4.2	管理费用	74.7	88.5	104.4	70.6	76.4
存货	606.4	622.3	642.3	691.6	739.9	财务费用	69.1	98.2	62.6	48.8	32.8
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	2.8	12.4	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	185.0	14.1	14.1	14.1	14.1	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	2220.6	2616.2	2504.3	2598.0	2554.3	投资收益	28.9	17.3	0.0	210.0	264.0
在建工程	59.3	46.0	173.0	436.5	318.3	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	1040.3	431.3	297.7	848.1	1041.2
无形资产	5.7	61.9	55.7	49.5	43.3	营业外收支净额	-5.0	3.3	50.0	0.0	0.0
长期待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	税前利润	1035.4	434.6	347.7	848.1	1041.2
资产总计	3430.0	4037.5	4260.5	4769.8	5180.6	减：所得税	351.7	101.9	86.9	159.5	194.3
短期借款	695.5	630.0	343.6	160.2	0.0	净利润	683.7	332.7	260.8	688.6	846.9
应付票据	50.0	0.0	128.5	276.7	295.9	归属于母公司净利	683.7	332.7	260.8	688.6	846.9
应付账款	274.4	106.9	128.5	138.3	148.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
预收款项	6.8	7.3	7.7	8.1	8.6	基本每股收益	1.42	0.69	0.54	1.43	1.76
应付职工薪酬	23.9	3.5	3.5	3.5	3.5	稀释每股收益	1.42	0.69	0.54	1.43	1.76
应交税费	109.4	-4.8	-4.8	-4.8	-4.8	财务指标					
其他应付款	6.4	76.5	76.5	76.5	76.5	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	27.1%	16.1%	-13.3%	12.7%	8.3%
长期借款	528.6	1062.0	1162.0	1112.0	1082.0	EBIT 增长率	124.1%	-51.6%	-31.3%	90.6%	17.9%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	165.7%	-51.3%	-21.6%	164.0%	23.0%
负债合计	1779.9	2213.9	2176.1	2101.2	1940.4	盈利性					
股东权益合计	1650.1	1823.6	2084.4	2668.6	3240.1	销售毛利率	23.7%	11.6%	10.2%	14.1%	15.2%
现金流量表						销售净利率	13.2%	5.5%	5.0%	11.7%	13.3%
(百万元)	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	ROE	47.4%	17.8%	11.6%	25.9%	24.9%
净利润	684	333	261	689	847	ROIC	31.99%	13.40%	8.42%	17.17%	19.94%
折旧与摊销	136	0	323	349	368	估值倍数					
经营活动现金流	458	173	796	976	958	PE	17.1	35.1	44.7	16.9	13.8
投资活动现金流	-575	-194	-300	-490	64	P/S	2.3	1.9	2.2	2.0	1.8
融资活动现金流	-329	304	-249	-387	-498	P/B	7.1	6.4	5.6	4.4	3.6
现金净变动	-446	283	247	99	523	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	2.4%
期初现金余额	699	253	536	783	882	EV/EBITDA	10.4	24.9	18.5	11.9	9.9
期末现金余额	253	536	783	882	1405						

资料来源：中国银河证券研究所

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

有色金属行业分析师（或分析师团队）覆盖股票范围：

港股：中国铝业（2600.HK）、江西铜业（0358.HK）

A 股：中国铝业（601600.SH）、江西铜业（600362.SH）、关铝股份（000831.SZ）、锡业股份（000960.SZ）、中金岭南（000060.SZ）、厦门钨业（600549.SH）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908