

买入 维持

焦作万方（000612）

2010年2月8日

煤电优势提升公司业绩

有色金属行业分析师：杨红杰

yanghj@htsec.com

021-23219406

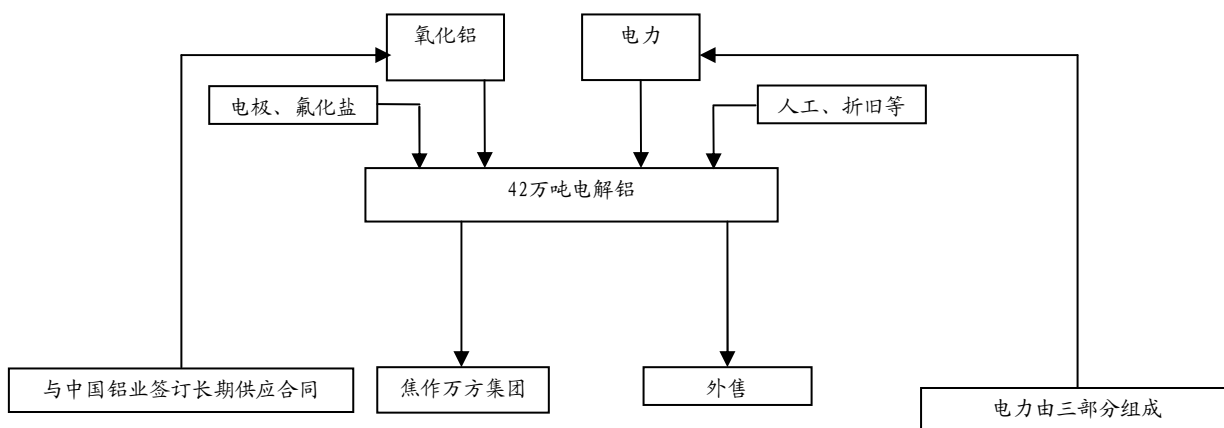
投资建议：我们对公司进行调研认为：公司电解铝产能近几年不会发生较大变化，电解铝业务的盈利能力将随着电解铝价格波动而变化，电解铝生产总成本呈现上扬态势；公司电厂未来成本将保持稳定，公司总体购电成本将保持小幅上升；煤炭业务是公司未来盈利增长的亮点，也是公司业绩提升的保障。

总体来看，我们认为，公司未来的盈利将快速提升，预测 2010-2012 年公司可实现每股收益分别为 1.27 元、1.51 元和 1.70 元。我们维持公司“买入”评级，6 个月目标价为 31 元。

1. 公司电解铝成本保持稳定。

公司目前电解铝产能 42 万吨，年产电解铝在 42 万吨左右，部分铝液卖给焦作万方集团，其他大部分都对外销售。公司与中国铝业签订氧化铝长单，氧化铝价格为上期所电解铝价格的 17%；公司购电分为三部分，分别为自给电厂、协议电厂和网电，其采购价格也各不相同；公司自己生产碳素阳极，但石油焦外购。

图 1 公司电解铝业务成本和销售结构情况



资料来源：公司公告，海通证券研究所

由于公司氧化铝采购采取长单模式，因此氧化铝价格随着电解铝价格波动而变化，电力成本变化不大，电极成本受石油焦价格影响较大。因此，总体来看，公司电解铝生产成本随着电解铝的变化而出现相应的变化。

2. 公司电力采购有三种模式。

公司旗下拥有焦作爱依斯万方电力有限公司 100% 的股权，该电力公司拥有两台 125MW 燃煤机组，年发电量占到公司总用电量的 25% 左右。公司外购电分为两部分：一部分是向金冠嘉华电厂采购，该电厂为焦作万方集团参股，参股比例达到 20%；另外一部分电力来自于网电。外购电占到公司全部用电的 75% 左右，其中金冠嘉华电厂供电价格为 0.42 元/度，外购网电价格在 0.4208 元/度左右。

表 1 公司电力采购主要模式及相应比例

名称	机组（兆瓦）	小时数	供电量（亿度）	比重（%）	价格（元）
爱依斯	2*125	6800.00	16.00	25.00	0.35
金冠	2*135	7000.00	17.50	30.00	0.42
电网	n.a.	n.a.	26.50	45.00	0.42
总计	n.a.	n.a.	60.00	100.00	0.40

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

3. 公司收购赵固能源 30%的股权，未来投资收益将大幅上升。

赵固煤矿由焦作煤业（集团）有限责任公司与中国铝业股份有限公司合资组建，双方于 2004 年 6 月 16 日投入第一批资本金共 15000 万元，其中：焦煤集团公司投资 10500 万元，占总股本的 70%；中铝股份公司投资 4500 万元，占总股本的 30%。2004 年 11 月 5 日，国家发展和改革委员会同意焦煤集团公司建设赵固一矿。该项目于 2005 年 6 月开工建设，2008 年 11 月试生产，2009 年 5 月正式投产。该矿的煤炭储量为 3.7 亿吨，可采量为 1.6 亿吨。

赵固一矿是一座大型现代化矿井，采用国内外先进生产设备及工艺，矿井设计生产能力为 240 万吨/年。2009 年按照 5200 大卡的标准该矿煤炭产量为 300 万吨，计划 2010 年预计产量为 400 万吨，2012 年该矿的产能将提升到 600 万吨。该煤煤质好、含硫量低（1-2%）、含磷量低、发热量高。按照保守业绩预测，公司每吨标准煤净利润可达 200 元，该矿 2010-2012 年将实现税后净利润 5.50 亿元、7.00 亿元和 8.00 亿元，可给公司带来 1.75 亿元、2.20 亿元和 2.40 亿元的投资收益，即 2010-2012 年煤炭业务投资收益可为公司带来每股收益分别为 0.36 元、0.46 元和 0.50 元。

4. 公司电解铝业务盈利能力居于全国前列，未来盈利逐步好转。

我们认为，由于公司电解铝业务盈利能力较强，2010-2012 年公司业绩将呈现快速增长态势。公司历史上单季度每股收益最高为 2008 年一季度的 0.47 元，而 2009 年第三季度公司实现每股收益为 0.23 元，我们预计 2009 年第四季度公司可实现每股收益 0.26 元，低于基于价格涨幅的预期。其主要原因：一是 2009 年前三季度受经济危机影响，公司各项费用管理严格，第四季度公司各项费用有可能上升；二是第三季度公司净利润中包括了库存跌价损失计提冲回，但第四季度公司利润中将可能不包括这一项目。

表 2 公司电解铝业务实现每股收益与电解铝价格的敏感性分析

电解铝价格（元/吨，含税）	16000.00	16500.00	17000.00	17500.00	18000.00
氧化铝价格（元/吨，含税）	2720.00	2805.00	2890.00	2975.00	3060.00
炭阳极价格（元/吨，含税）	2900.00	3000.00	3200.00	3500.00	3600.00
电力价格（元/吨，含税）	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40
完全成本（元/吨，不含税）	12497.09	12715.13	12923.16	13131.20	13381.97
每股收益（元）	0.77	0.91	1.05	1.20	1.31

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

我们认为，2010 年电解铝价格将在 16500-17000 元/吨（含税）左右，公司电解铝业务可实现每股收益在 0.91-1.05 元之间，即 2010 年公司全部业务可实现每股收益 1.27-1.41 元之间。

5. 盈利预测与投资建议。

我们认为，2010-2012 年电解铝平均价格将稳步走高，保守预测价格（含税）分别为 16500 元/吨、17000 元/吨和 17500 元/吨，因此我们保守预测公司 2010-12 年公司每股收益（股本不变的情况下）为 1.27 元、1.51 元和 1.70 元。我们认为公司煤炭和电解铝两块业务估值水平比较接近，给予公司 2010 年 25 倍和 2011 年 20 倍的 PE，公司的合理价格为 30.20-31.75 元，维持公司“买入”评级。

6. 不确定性因素。

系统性风险；电解铝价波动风险；公司投资收益不确定风险。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

杨红杰：有色金属行业分析师

重点研究上市公司：中国铝业、南山铝业、铜陵有色、云南铜业、驰宏锌锗、宝钛股份、中金黄金、西部材料、包钢稀土、西部资源。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。