

2010-03-23

有色金属/铝行业

公司研究 / 更新报告

焦作万方 (000612)

中性/ 维持评级

股价: RMB25.09

分析师

叶洮

+755-82492171 yetao@lhqz.com

王茜

+755-82364392 wangqianys@lhqz.com

相关研究

- 《2010 年策略: 退一步, 海阔天空》(2009/01/21)
- 《焦作万方调研简报》(2010/01/18)

基础数据

总股本 (百万股)	480
流通 A 股 (百万股)	480
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	12048

业绩符合预期 产业链日趋完善

—2009 年年报点评

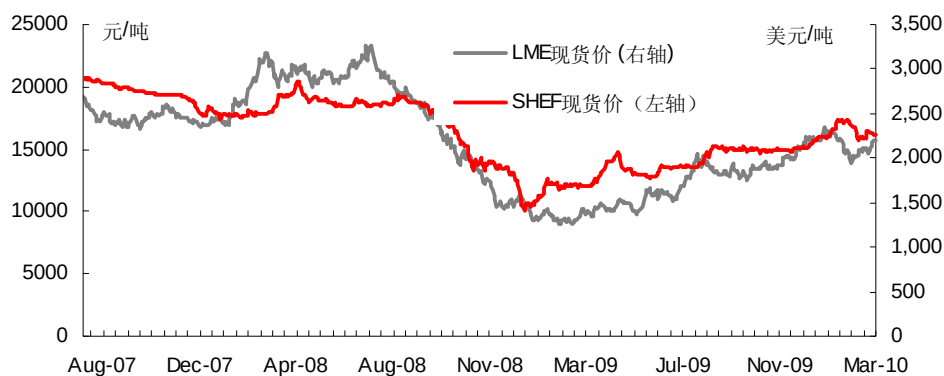
- 公司于 3 月 23 日晚发布年报, 业绩基本符合预期。2009 年实现营业收入 51.03 亿元, 同比降 15.22%; 营业利润 2.52 亿元, 同比降 42.08%; 归属于母公司所有者净利润 1.93 亿元, 同比降 41.95%, 实现 EPS 0.402 元/股; 扣除非经常性损益后的净利润为 1.92 亿元, 同比降 41.82%。
- 公司业绩同比下降, 主要原因是: 1、电解铝价格同比明显下跌。09 年全年平均铝价同比降幅约 17.5%; 2、公司毛利率有所下降, 报告期内虽然氧化铝均价、阳极炭素均价有所下降, 但降幅小于铝价降幅导致公司利润空间收窄。3、管理费用同比增加 57.17%, 源于与焦作万方电力有限公司合并财务报表, 而上年度仅计入 2008 年 12 月份报表。
- 公司 09 年生产电解铝 42.07 万吨, 同比增长 2.32%, 基本实现满产。公司未来无电解铝产能扩张计划 (2010 年电解铝产量计划 42.38 万吨), 继续完善产业链布局, 形成煤电铝一体化将成为公司未来的主要目标。
- 成本具有优势。公司氧化铝主要由大股东中国铝业中州分公司以长单方式提供, 有效地保证了氧化铝的稳定供应; 公司平均电力成本约 0.404 元/千瓦时, 低于行业平均水平, 其中 25%来自全资子公司, 电价约 0.355 元/千瓦时, 30%来自参股子公司, 电价约 0.42 元/股, 另外 45%来自网电, 电价 0.4208 元/千瓦时; 目前公司吨铝耗电约 13800 度低于行业平均水平。
- 公司于 2009 年收购中国铝业转让的赵固能源 30%股权, 形成“煤电铝”一体化产业链。赵固能源的煤矿总资源储量 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, 该资源将从 2010 年起计入公司投资收益, 按照 2010 年 400 万吨, 2011 年 500 万吨煤产量计算, 将分别增厚公司 EPS 0.38 元/股、0.60 元/股。
- 09 年铝价已基本完成了向均值回归的过程, 虽然全球经济复苏给予铝价一定的支撑, 但我们认为整个行业依然受高库存, 产能过剩以及新产能陆续达产的影响, 复苏之路可能坎坷; 在流动性收缩和融资成本升高预期下, 铝市场投资性需求恐将明显下降。我们看来, 实体经济回暖或引致的终端需求恢复, 将难以抵补金融属性淡化所带来的负面影响。
- 维持“中性”评级。**2010-2011 年铝价假设为 15500、16000 元/吨, 公司 2010-2011 年盈利预测为: 1.04、1.34 元/股 (包含赵固能源的投资收益), 其中投资收益占比为: 36.5%、17.6%。现股价对应 2010-2011 预测 PE 为: 24.1、18.7 倍, 鉴于供给弹性阻碍价格上涨、流动性收缩、以及融资成本提升预期等多重因素对行业整体估值水平构成制约, 维持“中性”评级。

附表 1、2010 年 EPS 敏感性分析（煤炭产量假设 400 万吨）

12500.00	13500.00	14500.00	15500.00	16500.00	17500.00	18500.00
-0.08	0.30	0.67	1.04	1.41	1.78	2.15

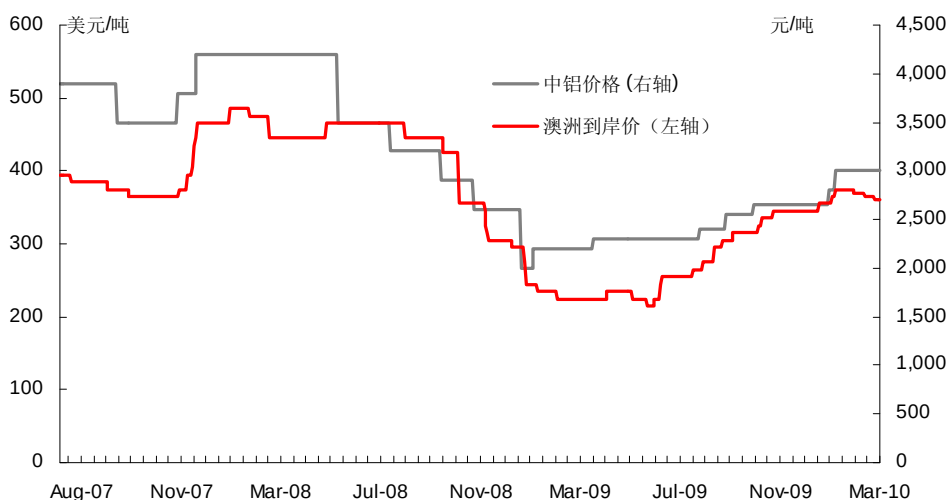
资料来源：华泰联合证券研究所

附图 1、国内外铝现货价格走势



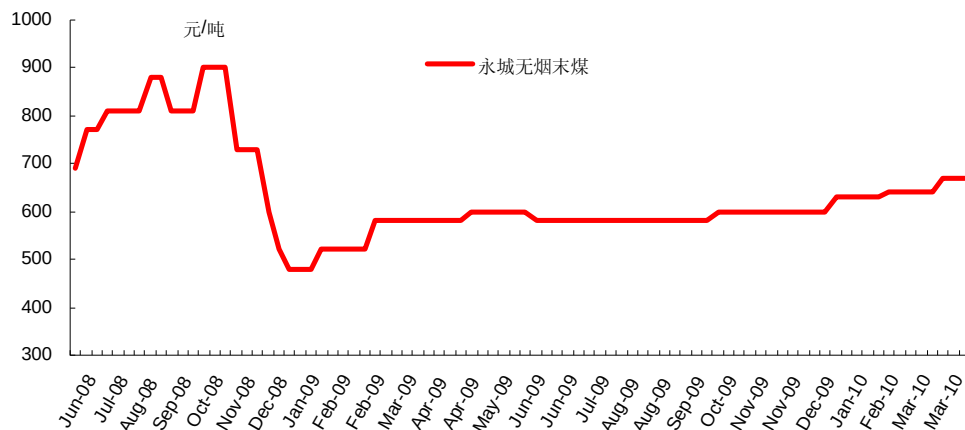
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

附图 2、氧化铝价格走势



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

附图 3、河南无烟煤价格走势



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1185	1246	1657	2103	营业收入	5103	5614	5798	6032
现金	664	622	1017	1450	营业成本	4562	4957	5055	5182
应收账款	6	30	26	23	营业税金及附加	21	17	19	21
其他应收款	16	10	12	14	营业费用	36	51	52	51
预付账款	39	39	61	78	管理费用	139	79	108	120
存货	431	545	542	538	财务费用	90	67	47	34
其他流动资产	30	0	0	0	资产减值损失	1	0	0	0
非流动资产	2730	2679	2667	2650	公允价值变动收益	-1	0	0	0
长期投资	180	180	180	180	投资净收益	-2	210	330	330
固定资产	2426	2359	2326	2301	营业利润	250	655	847	953
无形资产	59	54	49	43	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	64	86	113	126	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	3914	3925	4324	4753	利润总额	252	655	847	953
流动负债	909	432	343	390	所得税	59	157	203	229
短期借款	500	0	0	0	净利润	193	498	643	725
应付账款	56	99	86	85	少数股东损益	-0	0	0	0
其他流动负债	353	333	257	305	归属母公司净利润	193	498	643	725
非流动负债	1028	1017	917	767	EBITDA	589	850	1025	1124
长期借款	967	967	867	717	EPS (元)	0.40	1.04	1.34	1.51
其他非流动负债	61	50	50	50					
负债合计	1936	1449	1260	1157	主要财务比率				
少数股东权益	1	1	1	1	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	480	480	480	480	成长能力				
资本公积	199	199	199	199	营业收入	-15.2%	10.0%	3.3%	4.0%
留存收益	1298	1796	2385	2916	营业利润	-42.0%	161.6%	29.3%	12.6%
归属母公司股东权益	1978	2475	3064	3595	归属于母公司净利润	-41.9%	157.6%	29.3%	12.6%
负债和股东权益	3914	3925	4324	4753	获利能力				
					毛利率 (%)	10.6%	11.7%	12.8%	14.1%
					净利率 (%)	3.8%	8.9%	11.1%	12.0%
					ROE (%)	9.8%	20.1%	21.0%	20.2%
					ROIC (%)	9.2%	19.0%	23.2%	25.8%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	49.5%	36.9%	29.1%	24.3%
					净负债比率 (%)	85.84%	80.54%	80.72%	77.65%
					流动比率	1.30	2.88	4.83	5.39
					速动比率	0.83	1.62	3.25	4.01
					营运能力				
					总资产周转率	1.28	1.43	1.41	1.33
					应收账款周转率	88	154	104	115
					应付账款周转率	56.11	64.02	54.63	60.63
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.40	1.04	1.34	1.51
					每股经营现金流 (最新摊薄)	1.52	0.84	0.91	1.18
					每股净资产 (最新摊薄)	4.12	5.15	6.38	7.49
					估值比率				
					P/E	62.37	24.22	18.73	16.63
					P/B	6.09	4.87	3.93	3.35
					EV/EBITDA	22	15	13	11

数据来源: 华泰联合证券研究所。

华泰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

华泰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

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）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。

华泰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 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，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，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

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
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: 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
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhqz.com