

焦作万方 (000612)

期待公司基本面的再一次跃升!

	桑永亮	林浩祥	康凯
	021-38676052	021-38676521	0755-23976023
	sangyongliang@gtjas.com	linhaoxiang@gtjas.com	kangkai@gtjas.com
	S0880109054282	S0880210030032	S0880209030388

本报告导读:

阐述了焦作万方在降低电力成本方面所做的两个努力,如果进展顺利,那么公司股价在大家原先的预期之外还会有 10.0 元的上涨空间,提升评级到增持。

投资要点:

- 近期调研焦作万方, **公司生产经营如预期正常运行**。铝冶炼满产,来自周边铝材企业的订单充足。铝冶炼成本中,外购碳素价格由 3 月的 3450 元/吨上涨到 4 月的 4000 元/吨左右,但铝价上涨,产品利润空间基本没有下降。赵固能源运转正常,全年产量预计 500 万吨左右。
- 焦作万方的跳跃式发展不会停滞,基本每年迈上一个新台阶。我们猜测,2010-2011 年焦作万方基本面向上飞跃的突破口,会在电力成本控制方面。
- **中铝“新型结构铝电解槽技术”推广,吨铝耗电下降 1300 度**。中铝计划 2010、2011 年在整个中铝系统内推广该技术,每台电解槽改造成本为 2-3 万元。按此计划,由于焦作万方本来电耗就少,我们假定焦作万方吨铝耗电下降 1000 度,节省的电力成本平均到每股为 0.35 元。
- **收购或扩建电厂,提高自给率降低用电成本**。焦作万方目前自有电厂发电成本 0.35 元/度,供应全厂大约 1/3 的电力;还需外购电力 1/3,价格 0.43 元/度。我们猜测,如果公司收购或扩建电厂,至少应该替代外购的 1/3 的电力。新电厂发电成本按 0.35 元/度算,每年节省电费 1.55 亿,分摊到每股节省电力成本为 0.32 元。
- 这两块业务对公司盈利的影响将在 2011、2012 年逐步体现。在进展顺利的假设下,2010-2012 年公司 EPS 依次为 1.48、2.17、2.63 元。其中 2010 年 EPS 可拆分为电解铝业务的 1.07 元和赵固能源的投资收益 0.41 元,以电解铝板块 25 倍市盈率和煤炭 20 倍市盈率计算, **公司股票目标价为 35 元**。对应 2010-2012 年 PE 为 23.6、16.1、13.3。增持评级。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	6,019	5,103	5,815	5,932	6,050
(+/-)%	16%	-15%	14%	2%	2%
经营利润 (EBIT)	525	345	676	917	1,072
(+/-)%	-52%	-34%	96%	36%	17%
净利润	333	193	711	1,042	1,261
(+/-)%	-51%	-42%	268%	47%	21%
每股净收益 (元)	0.69	0.40	1.48	2.17	2.63
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	8.7%	6.8%	11.6%	15.5%	17.7%
净资产收益率 (%)	18.3%	9.8%	27.4%	29.5%	26.8%
投入资本回报率 (%)	12.2%	9.3%	21.7%	37.4%	52.6%
EV/EBITDA	18.6	22.4	13.4	9.5	7.3
市盈率	36.9	63.6	17.3	11.8	9.7
股息率 (%)	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 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: 25.58

2010.04.28

交易数据

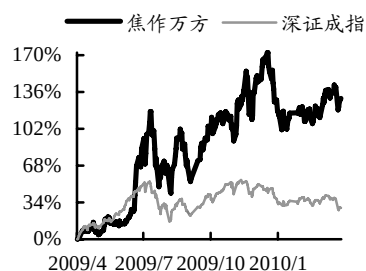
52 周内股价区间 (元)	11.31-32.20
总市值 (百万元)	12,283
总股本/流通 A 股 (百万股)	480/480
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	10
日均成交值 (百万元)	259

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,167
每股净资产	4.51
市净率	5.7
净负债率	79%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	-0.06	0.38
Q2	0.09	0.36
Q3	0.23	0.37
Q4	0.15	0.37
全年	0.40	1.48

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	4%	3%	125%
相对指数	9%	10%	99%

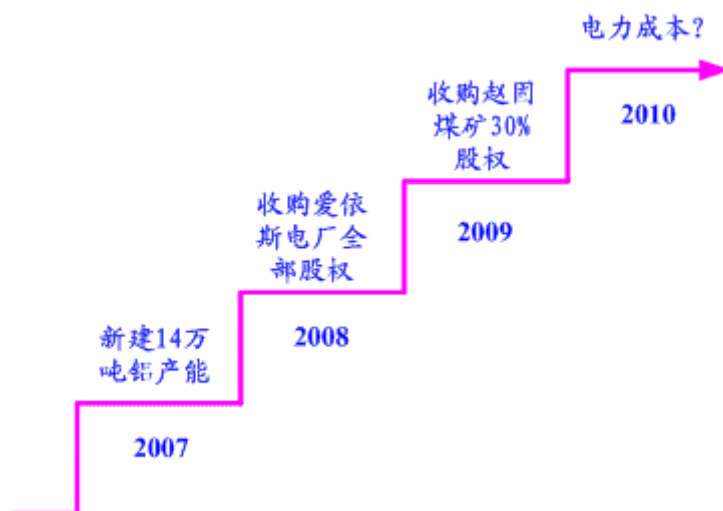
相关报告

《长缨在手, 伺机反击》	2010.01.25
《优质无烟煤资产花落万方》	2009.12.04
《行业走出底部 煤炭资产收购为期不远》	2009.10.20
《渐入行业周期底部 盈利恐进一步下滑》	2008.10.22
《景气周期 产能扩充推升业绩增长》	2007.10.17

从 2007 年开始，焦作万方基本面每年都跃升一个新台阶：

- 2007 年新建 14 万吨电解铝生产线，使公司总产能提升 50% 到 42 万吨；
- 2008 年收购爱依斯电厂，公司用电成本显著低；
- 2009 年收购赵固煤矿 30% 股权，将获得良好的投资收益；

我们判断这个势头在 2010、2011 年还会延续，预计突破口就在电力成本控制上。



关于焦作万方的基本面情况，我们已在《优质无烟煤资产花落万方》及《长缨在手，伺机反击》两个报告中阐述清楚。本报告我们把目光放的更长远，将注意力及想象力集中在 2010-2011 年公司业绩可能的新的触发点上。

我们猜测 2010、2011 年焦作万方基本面若要上一个台阶，在电力成本上突破的可能性最大。潜在的突破口有两个：（1）“新型结构铝电解槽技术”的应用，导致吨铝耗电大幅下降。（2）扩建或外购电厂，公司用电成本下降。

具体解释如下：

1. “新型结构铝电解槽技术”推广，吨铝耗电下降 1300 度

就目前国内铝冶炼技术来看，降低吨铝电耗，要从两方面入手：

一是提高铝电解槽电流效率。电流效率每提高 1%，可使铝电解生产的直流电耗降低 150 千瓦时/吨铝左右。目前，国内外先进的铝电解技术已经使电解槽的电流效率普遍在 92% 左右。

二是降低电解槽的槽电压。按照铝电解生产的理论，如果电解槽的槽电压降低 0.1 伏，对目前的铝电解槽而言，直流电耗可降低 320—330 千瓦时/吨铝。目前我国电解铝厂电解槽的阳极电流密度较低，槽电压一般在 4.05—4.15 伏。

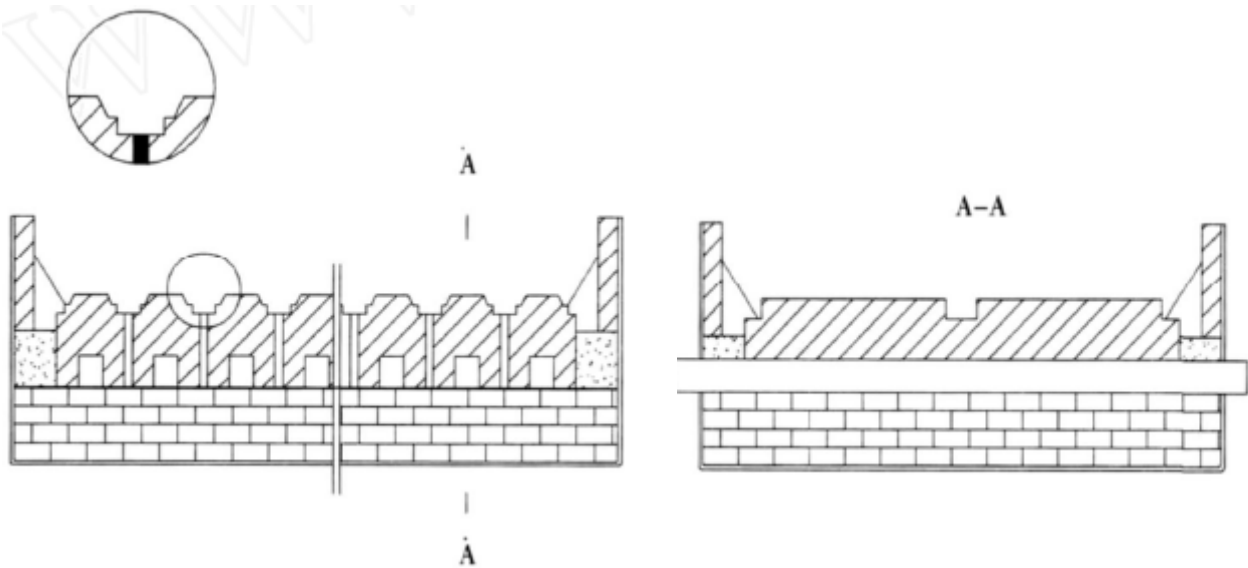
中铝设计了 160kA 级新型水平阴极结构的导流电解槽，首创高湿润性复合水平阴极—阴极间导流沟—中缝汇铝沟—端部蓄铝池结构的新型导流电解槽。成功实现铝液的导流及汇集；阴极表面实现零铝水平高效率运行，大幅度降低了极距和槽电压；电解过程受磁场的影响较小，降低了大型电解槽磁场的设计难度，减少投资。

新型结构导流电解槽可在槽工作电压 3.74V 稳定运行，比正常槽电压降低 300~400mV，电流效率 94.1%，吨铝节电 1300kWh。

中铝计划 2010、2011 年在整个中铝系统内推广该技术，就目前情况来看该技术试点进展顺利，每台电解槽改造成本为 2-3 万元。

按此计划，由于焦作万方本来电耗就少，我们假定采用新技术后，吨铝电耗下降 1000 度，那么 42 万吨的产能可节电 4.2 亿度电，按焦作平均 0.4 元/度的电价，可节省电费 1.68 亿，平均到每股节省电费为 0.35 元（含税）。

图 1 新型阴极结构电解槽示意图



注：此图并非中铝电解槽示意图，而是东北大学设计并小范围投入使用的“新型阴极结构电解槽”，由于设计者与中铝有着密切的交流，我们认为该设计与中铝的设计必有互相借鉴之处，在此列出，给大家作为感性参考之用。

2. 收购或扩建电厂，提高自给率降低用电成本

焦作万方目前自有电厂发电成本 0.35 元/度，供应全厂大约 1/3 的电力；金冠嘉华电厂，电价 0.42 元/度，供应全厂大约 1/3 的电力；外购电力，价格 0.43 元/度，供应全厂大约 1/3 的电力。我们猜测，如果公司外购或扩建电厂，至少要替代外购的 1/3 的电力。新电厂发电成本按 0.35 元/度算，每年节省电费 1.55 亿，分摊到每股节省电费为 0.32 元（含税）。

3. 对盈利及股价影响的分析

这两块业务对公司盈利的影响将在 2011、2012 年逐步体现，我们对盈利预测作如下假设：

- 电解铝平均价格在未来两年微幅增长，增速等同于通胀率 3%。
- 公司经营状况不出现大的变动，包括压缩成本的计划进展顺利。
- 煤炭产量扩张如预期进行，2011 年产量达 400 万吨，2012 年产量达 500 万吨。且煤炭价格保持平稳。

按此假设，2010-2012 年公司 EPS 依次为 1.48、2.17、2.63 元。其中 2010 年 EPS 可拆分为电解铝业务的 1.07 元和赵固能源的投资收益 0.41 元，以电解铝板块 25 倍市盈率和煤炭 20 倍市盈率计算，公司股票目标价为 35 元。对应 2010-2012 年 PE 为 23.6、16.1、13.3。给予增持评级。

4. 风险提示——铝价可能受利空因素打压

2010 年铝价受全球(尤其是美国)经济复苏的支撑，但同时也面临着诸多难以把握的利空因素：

- 希腊债务危机的反复，葡萄牙、西班牙、意大利等潜在的债务问题以及美国次贷残留问题（如高盛问题），都有可能推高美元指数，打压铝价。
- 中国调控房地产，可能抑制下半年新屋开工数；中央限制地方基建投资，都可能减少对铝的需求。
- 中国 2010 年下半年 400 万吨电解铝产能投放，产能增加 20%，可能加剧供过于求。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		