



何卫江

执业证书编号: S0730209060095

021-50588666-8036

hewj@ccnew.com

蓄势待发

——焦作万方(000612)调研简报

## 研究报告-公司点评

增持(维持)

发布日期: 2010年8月23日

### 报告关键要素:

网电价格的大幅度上升削弱了公司盈利能力,公司试图在自备电和下游深加工方面有所突破来摆脱电解铝行业日益严峻的经营形势。背靠大股东中国铝业,加上赵鹁能源的股权投资,在这场高耗能行业淘汰赛中,看好公司脱颖而出。

### 事件:

- 近期,对焦作万方生产经营状况做了实地调研。

### 点评:

- **主要经营资产。**公司主要经营资产包括:42万吨电解铝产能,装机容量25万千瓦的自备电厂和30%赵鹁能源股权投资。
- **二季度业绩较大幅度下滑。**报告期内,实现营业收入29.41亿元,同比增长23.93%,归属上市公司股东净利润2.77亿元,同比增长2610.92%,基本每股收益为0.58元。

上半年赵鹁能源投资收益丰厚。上半年煤炭价格坚挺,赵鹁能源盈利能力基本平稳,报告期内赵鹁能源实现净利润3.43亿元,一季度净利润为1.70亿元,二季度为1.73亿元,按30%权益实现投资收益1.03亿元。

二季度主业铝盈利能力大幅下滑。二季度电解铝价格下跌和电力成本上升造成公司盈利能力下降,二季度毛利率为7.62%,较一季度的18.07%,大幅回落10.45个百分点。剔除赵鹁能源投资收益,二季度实现归属上市公司股东净利润约为0.54亿元,较一季度1.46亿元,环比下降63.01%。

- **综合电价上升12.47%-22.25%。**公司280KA预焙槽吨铝综合电耗约为14000度,60亿度年生用电包括三块:25万千瓦装机容量的自备电厂,27万千瓦装机容量的金冠嘉华和华中电网,我们测算2009年公司综合电价约为0.409元。

2009年11月全国上调电价,2010年1月对高耗能行业实行更严格差别电价,2010年5月取消直购电后,来自电网价格达到0.56元/吨。而2010年金冠嘉华电价协议尚未达成,我们预计公司2010年综合电价为0.46元-0.50元,相比2009年提高12.47%-22.25%,相应吨铝耗电成本提高714元-1274元。

- **年内主业经营效益改善空间不大。**年内电解铝行业要彻底摆脱目前经营困境局面有一定难度。一方面,随着电价大幅提高,电解铝行业生产成本水涨船高;另一方面,经济增速放缓,下游需求疲软,加上电解铝高库存,成本很难完全向下游转嫁。

参照目前氧化铝价格和电价成本,行业电解铝平均成本超过15000元/吨,受成本推动,我们预计2010年内铝价较目前成本线附近有一定升幅,大致在16000元/吨-17000元/吨,2011年铝平均价格可能有一定涨幅。

- **赵鹁能源投资收益稳定。**赵鹁能源投产以来,经营效益稳定,一、二季度分别实现净利润1.70亿元和1.73亿元,上半年公司来自赵鹁能源投资收益为1.03亿元,我们预计年内煤炭价格比较稳定,全



年公司投资收益有望达到2亿元左右。2011年赵固能源煤炭产量可能继续增加，可以对冲煤炭价格的波动，整体而言2011年投资收益有望保持稳定。

- **维持“增持”投资评级。**以0.46元-0.50元综合电价和3800元/吨阳极炭块计算，并参照上述铝价和赵固能源投资收益的判断，我们预测公司2010年每股收益0.97元-1.11元，2011年每股收益1.30元-1.34元，以8月20日20.88元计算，对应2010动态市盈率18.81倍-21.53倍，2011年动态市盈率15.58倍-16.06倍，估值合理。同时，公司试图在自备电和下游深加工方面有所突破，来摆脱电解铝行业日益严峻的经营形势，在这场高耗能行业淘汰赛中，我们看好公司脱颖而出，维持“增持”评级。

### 盈利预测

|          | 2008    | 2009    | 2010E  | 2011E |
|----------|---------|---------|--------|-------|
| 营业收入（亿元） | 60.19   | 51.03   | 64.96  | 74.62 |
| 增长比率（%）  | 16.08   | (15.22) | 27.30  | 14.88 |
| 净利润（亿元）  | 3.33    | 1.93    | 5.33   | 6.42  |
| 增长比率（%）  | (51.32) | (42.04) | 176.17 | 20.4  |
| 每股收益（元）  | 0.69    | 0.40    | 1.11   | 1.34  |
| 市盈率（倍）   | 30.26   | 52.20   | 18.81  | 15.58 |

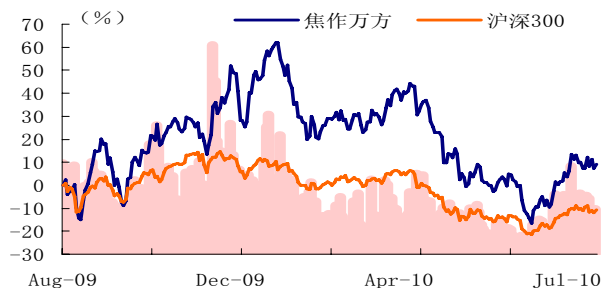
### 市场数据（2010年08月20日）

|             |             |
|-------------|-------------|
| 收盘价（元）      | 20.88       |
| 一年内最高/最低（元） | 32.20/15.41 |
| 沪深300指数     | 2898.33     |
| 市净率（倍）      | 4.58        |
| 流通市值（亿元）    | 100.26      |

### 基础数据（2010年06月30日）

|             |               |
|-------------|---------------|
| 每股净资产（元）    | 4.55          |
| 每股经营现金流（元）  | 0.49          |
| 毛利率（%）      | 12.25         |
| 净资产收益率（%）   | 12.68         |
| 资产负债率（%）    | 47.79         |
| 总股本/流通股（万股） | 48,018/48,015 |
| B股/H股（万股）   | /0            |

### 个股相对沪深300指数走势



### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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业务服务。本报告的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、刊登、发表或引用。