

何卫江

执业证书编号: S0730209060095

021-50588666-8036

hewj@ccnew.com

逆水行舟

——焦作万方 (000612) 调研报告

研究报告-公司调研

增持 (维持)

发布日期: 2010年9月6日

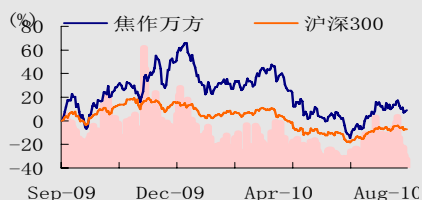
市场数据 (2010年09月3日)

收盘价 (元)	20.71
一年内最高/最低 (元)	32.20/15.41
沪深300 指数	2920.21
市净率 (倍)	4.55
流通市值 (亿元)	99.41

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



相关研究

联系人: 马嵌琦

电话: 021-50588666-8038

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

报告关键要素:

网电价格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, 加上赵岗能源的股权投资, 在这场高耗能行业淘汰赛中, 看好公司脱颖而出。

投资要点:

- **煤电铝一体化经营。**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% 赵岗能源股权投资。
- **二季度业绩较大幅度下滑。**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, 二季度毛利率较一季度回落 10.45 个百分点。剔除赵岗能源投资收益, 二季度实现归属上市公司股东净利润约为 0.54 亿元, 较一季度环比下降 63.01%。
- **2010-2011 年公司综合电价涨势逼人。**2010 年 6 月份以来, 公司网电执行 0.565 元/Kwh 的标准, 较 2009 年大幅提高 31.09%。根据测算, 2010 全年用电综合成本则为 0.450 元/Kwh-0.472 元/Kwh, 2011 年为 0.466 元/Kwh-0.488 元/Kwh, 而 2009 年仅为 0.40 元/Kwh。
- **维持“增持”投资评级。**预计 2010-2011 年 EPS 为 0.88 元、1.15 元, 以 9 月 3 日收盘价对应 PE23.46 倍和 18.02 倍, 估计合理。2010 年敏感性分析显示, 业绩提升能力大约是电解铝价格上涨速度 2 倍左右, 公司业绩弹性非常大。
- **公司展望。**作为一体化的企业, 公司可以在三方面有所作为, 首先, 对现有预焙槽进行技术, 降低综合电耗; 其次, 通过“上大压小”政策拓展自备电厂; 再次, 向铝加工延伸产业链; 最后, 积极参与煤炭企业的股权投资。
- **风险提示: 经济二次探底铝价大幅下跌**

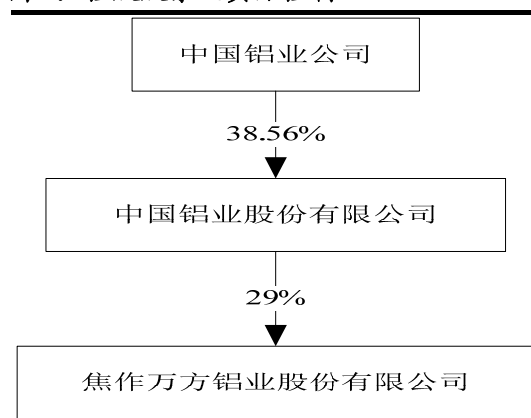
	2008	2009	2010E	2011E
营业收入 (亿元)	60.19	51.03	57.94	64.02
增长比率 (%)	16.08	(15.22)	13.53	10.50
净利润 (亿元)	3.33	1.93	4.24	5.52
增长比率 (%)	(51.32)	(42.04)	119.49	30.22
每股收益 (元)	0.69	0.40	0.88	1.15
市盈率 (倍)	30.06	51.82	23.46	18.02

1. 公司背景

1993年3月经河南省经济体制改革委员会批准，在焦作市万方集团有限责任公司(原焦作市铝厂)的基础上设立的定向募集股份有限公司。1996年9月26日在深圳证券交易所上市，向社会公开发行3201万股，2006年5月19日，中国铝业受让万方集团29%的国有法人股，2006年9月22日，流通股股东每10股获得3股对价完成股权分置改革，股改后公司总股本为4.80亿股。

目前，公司的主要经营资产是42万吨的电解铝及25万千瓦的自备电厂，此外拥有优质煤矿赵固能源30%股权。作为煤电铝一体化经营的企业，相对完整的产业链，有利于公司抵御铝价波动和电价上调压力，但是公司终端产品结构过于单一极大限制了公司纵深发展空间。

图 1：控股股东及实际控制人

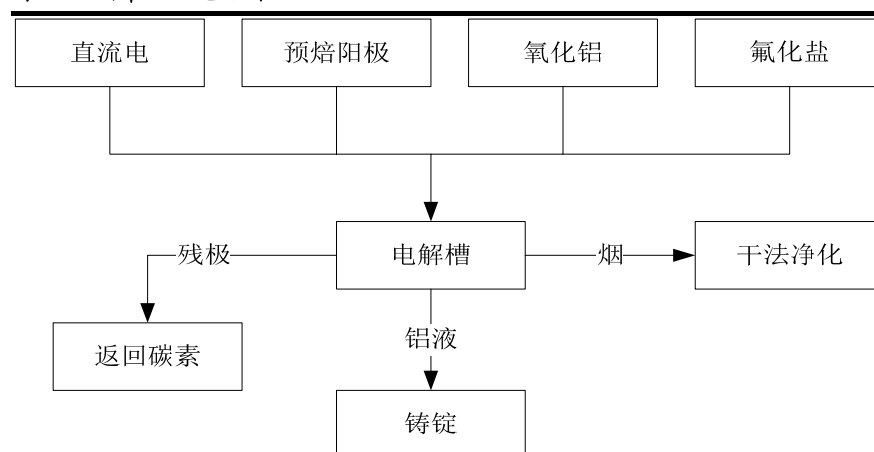


资料来源：公司公告

2. 主要经营资产

公司主要经营资产是本部产能42万吨的电解铝生产线和全资子公司万方电力的2台125MW燃煤发电机组。其中电解铝生产线是558台280KA级的预焙槽，生产技术指标属于中游水平。

图 2：电解铝工艺流程



资料来源：公司公告

表 1: 280KA 级铝电解槽主要技术指标及实际运行指标

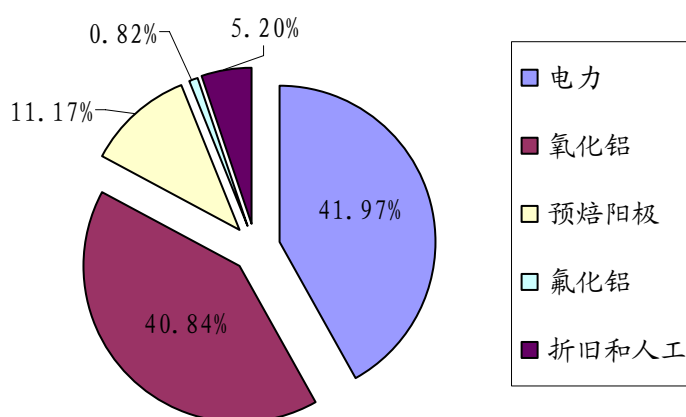
技术指标	设计指标	2010 年 1-3 运行指标
电流效率 (%)	92-93	93.14
铝液交流电耗 (KWh/t-Al)	13500-13800	13556
碳素净耗 (kg/t-Al)	>400-450	431
阳极效应系数 (次/日.槽)	≥ 0.3	0.174
槽寿命 (天)	1500	>1500

资料来源: 公司公告

3. 电解铝成本分析

电解铝生产成本包括电力、氧化铝、预焙阳极、氟化盐、折旧和人工 6 项成本, 其中电力和氧化铝成本占据大致八成比重。2010 年上半年, 公司吨铝电力成本占比大约为 41.97%, 氧化铝成本占比约为 40.84%, 预焙阳极成本也超过 10%。

图 3: 2010 年上半年公司生产成本构成



资料来源: 中原证券

3.1 氧化铝按上月上期所三月期货结算价加权平均值的17%执行

公司氧化铝全部由大股东中国铝业供应, 提货地点为中国铝业中州分公司, 距离公司 28 公里。价格按照上海期货交易所三月期货铝锭加权平均结算价格的 17% 执行。

2010 年上半年氧化铝合同执行量共计 40.2 万吨, 已有合同 2010 年底到期后, 预计公司将与中国铝业签署新的氧化铝供应合同, 定价方式不会发生改变。

表2: 近年公司与中铝签订氧化铝合同

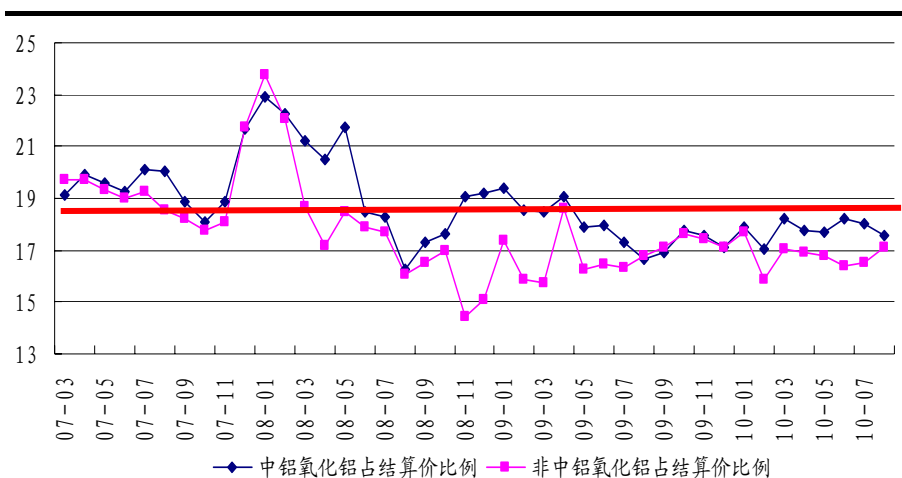
时间	合同期限	数量(万吨)	结算方式
2006年5月26日	2006.06.1-2010.12.31	109.58	上月上海期货交易所三月期货结算价加权平均值的17%
2006年9月26日	2007.01.1-2010.12.31	108.00	上月上海期货交易所三月期货结算价加权平均值的17%
2007年9月30日	2007.10.1-2010.12.31	95.40	上月上海期货交易所三月期货结算价加权平均值的17%

资料来源: 公司公告

与中国铝业签订长期氧化铝供应合同有两个方面的优势。其一, 确保稳定的货源, 公司满产需要 82 万吨左右的氧化铝; 其二, 运输距离短, 从中州分公司到焦作万方仅有 28 公里, 运输成本低。

2010 年上半年公司氧化铝机会成本较小。按照本月结算价格比照上月上期所三月期货结算价加权平均值的定价方式, 2010 年以来非中铝系现货氧化铝这一比值在 17% 下方小幅波动, 不过差别在 0.5% 以内, 影响很小。2007 年以来, 在更多时期内, 公司合同氧化铝价格具有竞争力。

图 4: 氧化铝现货月度均价与上上期三月期铝结算价加权平均值 单位: %



资料来源: 中原证券

3.2 2010年综合电价成本可能同比上涨12.50%-17.50%

公司满负荷生产每年大概需要用电 58 亿度, 电力采购以自备电和协议用电为主, 网电为辅的模式, 自备电是全资子公司焦作万方电力公司, 协议用电来自焦作金冠嘉华电力公司。

表3: 公司供电情况

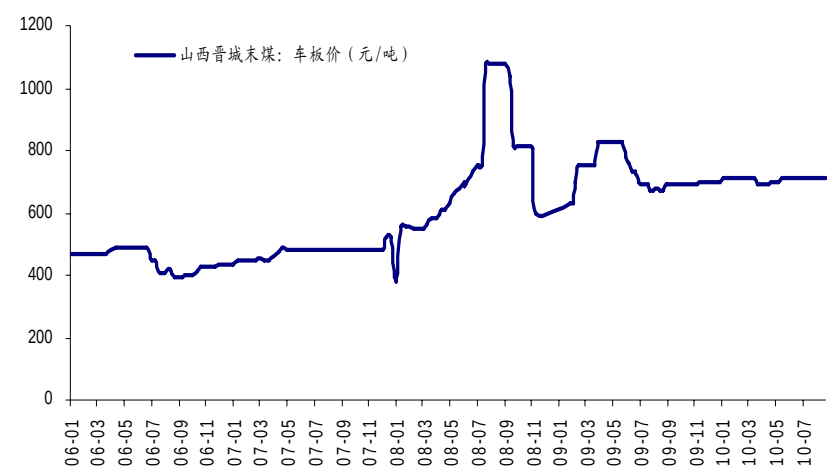
电力方	发电机组	供电大致构成
万方电力	2*12.5 万千瓦	18 亿 Kwh
金冠嘉华	2*13.5 万千瓦	19 亿 Kwh
国家电网	--	21 亿 Kwh

资料来源: 公司公告

万方电力装机容量为 25 万千瓦，年发电量约为 18 亿度。万方电力发电用煤主要来自晋东南，2010 年以来山西晋城无烟末煤价格相对平稳。实地调研反馈，在目前煤炭价格下，万方电力供电价格约为 0.39 元/Kwh，这样一个价格说明发电成本偏高。只要年内煤炭价格不出现大幅波动，预计全年的发电成本大致为 0.39 元/Kwh。

图5：山西晋城无烟末煤车板价

单位：元/吨

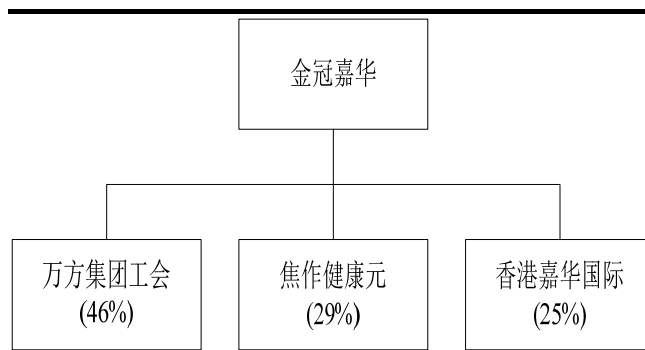


资料来源：wind 资讯

金冠嘉华装机容量为 27 万千瓦，年供电量约为 19 亿度。金冠嘉华与公司没有股权关系，但是母公司万方集团有限责任公司工会持有金冠嘉华股权 46%，供电价格是按协议每年变动一次，我们测算出 2008-2009 年协议价格均为 0.40 元/Kwh。

2010 年的供电价格尚未敲定，但是从测算数据来看，目前预支付的价格可能为 0.43 元/Kwh 左右，根据双方的合同，金冠嘉华的电价低于网电价格。随着网电价格急剧上升，公司的综合用电成本大幅攀升，我们认为双方最后协议价格不太可能跟随网电同步涨价，预计 2010 年最终的结算价格可能在 0.43 元/Kwh-0.50 元/Kwh。

图 6：控股股东及实际控制人



资料来源：中原证券股份有限公司

超过 20 亿度用电来自河南省电力公司。2009 年网电价格为 0.42 元/Kwh，2009 年底发改委调整华中电网电价，根据河南省电网销售电价表，焦作万方电价铝生产用电价格应该执行 0.515 元/Kwh 的标准。

表4：2009年11月18日发改委印发河南省电网销售价格表

	1-20 千伏	35-110 千伏	110 千伏	220 千伏及以上
大工业用电	0.565	0.55	0.535	0.527
其中电炉铁合金、钙镁 磷肥、黄磷和电解烧碱、 电石、电解铝生产用电	0.545	0.53	0.515	0.507
采用离子膜法工艺的氯 碱生产用电	0.521	0.506	0.491	0.483
磷肥、钾肥和复合(混) 肥生产用电	0.444	0.435	0.426	0.417
合成氨生产用电	0.399	0.389	0.379	0.369

资料来源：发改委

2010 年网电价格节节攀升，公司一季度网电价格为 0.4308 元/Kwh。5 月份直购电优惠政策取消之后，加之河南实施“关于落实高耗能行业执行差别电价政策的通知”，限制类企业电价加价标准再提高 0.05 元，公司网电价格达到 0.565 元/Kwh。

2010 年二季度以来，随着落实国家相关政策，网电价格大幅度提升，公司用电成本随之较大明显提高。2010 年只有金冠嘉华的协议电价尚未确定，根据我们推测双方协议价 0.43 元/Kwh-0.50 元/Kwh，全年用电综合成本则为 0.45 元/Kwh-0.47 元/Kwh，较 2009 年的 0.40 元/Kwh，上涨 12.50%-17.50%。

同时，如果 2011 年煤炭价格稳定，那么自备电、协议电价格与 2010 年大致相同。此外，网电全年执行 0.56 元/Kwh 价格，按照采购电量权重，2011 年公司综合电价为 0.466 元/Kwh-0.488 元/Kwh，较 2010 年提高 1.6 分钱，涨幅为 3.39%-3.55%。

敏感性分析显示，金冠电力协议价格每变动 1 分钱，综合电价变动 0.3 分钱，按照吨铝 14000 度耗电，对应每股收益为 0.37 分钱。我们取金冠电力最后协议价格为 0.46 元/Kwh，对应 2010-2011 年综合电价为 0.459 元/Kwh 和 0.475 元/Kwh，以此来作为 2010-2011 年公司业绩的假定条件之一。

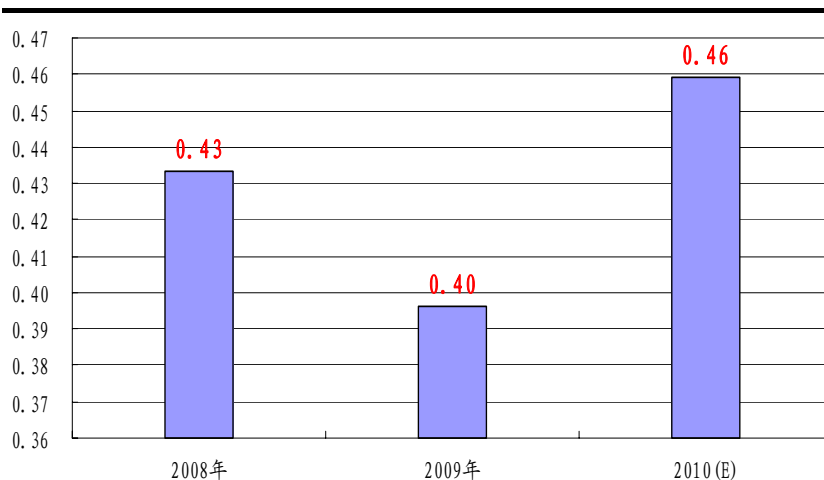
表5：根据金冠电价变动的敏感性分析

金冠电价	2010 年	2011 年
0.43	0.450	0.466
0.44	0.453	0.469
0.45	0.456	0.472
0.46	0.459	0.475
0.47	0.463	0.479
0.48	0.466	0.482
0.49	0.469	0.485
0.50	0.472	0.488

资料来源：中原证券

图 7：公司综合用电价格

单位：元/Kwh



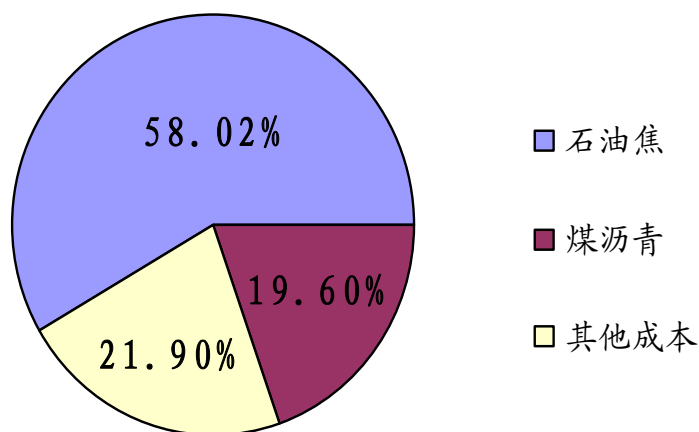
资料来源：中原证券

3.3 年内阳极碳素价格可能回落10%左右

在电解铝原料生产成本中，除了氧化铝和电力之外，阳极碳素占据较大份量，年产 42 万吨电解铝约需要 20 万吨阳极碳素。公司拥有 5 万吨/年碳素生产线，每年外购的碳素大约在 15 万吨左右，从实际运行情况来看，相比外购碳素价格，自给碳素并没有成本优势。阳极炭块成本构成主要是石油焦和煤沥青，合计近 80%。

图 8：碳素生产成本构成

单位：元/吨

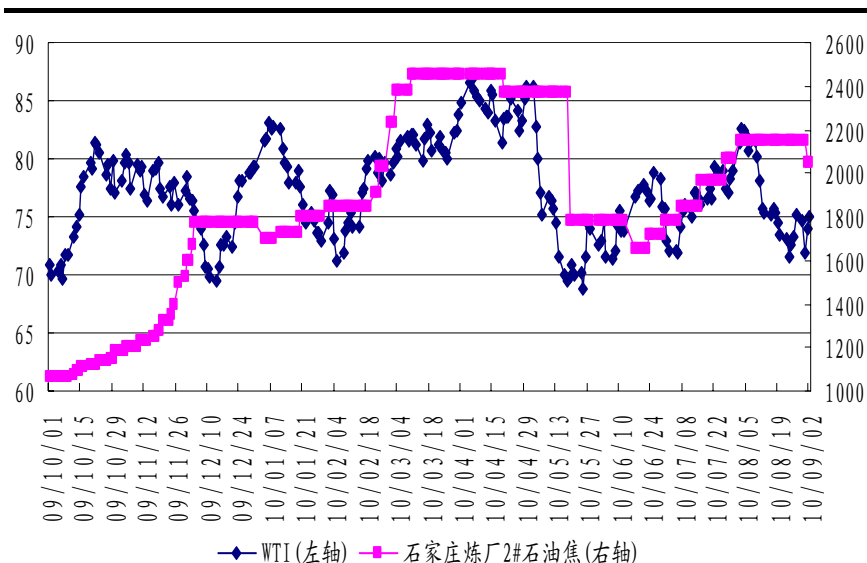


资料来源：百川资讯

石油焦是以原油经蒸馏后的重油或其它重油为原料，经过热裂的过程转化而成的产品。用来制作阳极炭块的 2#石油焦价格与原油价格走势大体相同。下半年以来，原油价格回落到 75 美元/桶，我们预计年内原油价格可能围绕 75 美元/桶上下小幅波动。而目前石油焦价格相对比较坚挺，我们倾向认为年内石油焦平均价格相对目前 2000 元/吨的价格水平有 10%调整空间。

图 9：原油和 2#石油焦

单位：美元/桶，元/吨

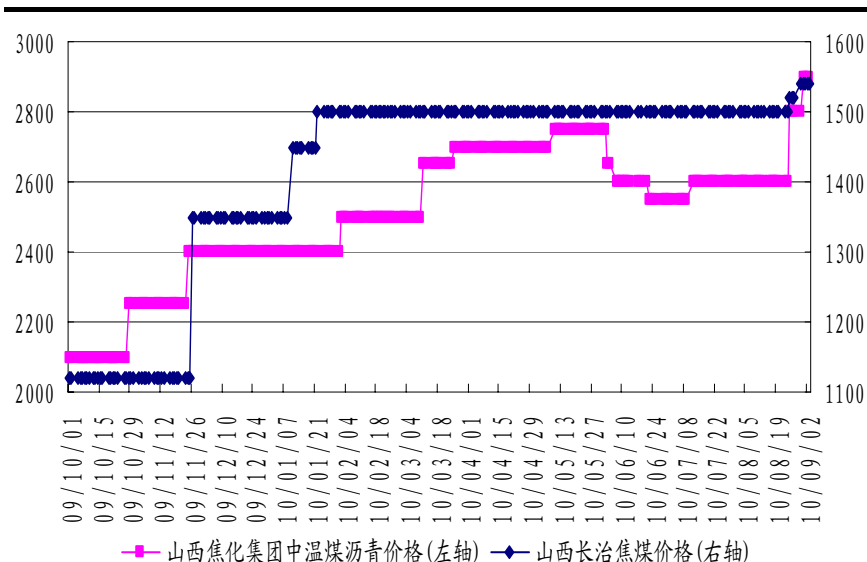


资料来源：百川资讯

煤沥青是由煤干馏得到煤焦油再经蒸馏加工制成的沥青。作为焦炭生产过程的副产品，煤沥青价格自然焦煤价格关系紧密。2010 年以来，山西焦煤价格保持坚挺，甚至近期价格出现上涨，煤沥青价格随之反弹。总得来说，受经济放缓和中央加大节能减排的力度，焦煤需求可能放缓价格有所回落，但是调整空间有限，相应的年内煤沥青价格可能在 1400 元/吨-1500 元/吨区间运行。

图 10：山西焦煤和山西煤沥青价格

单位：元/吨



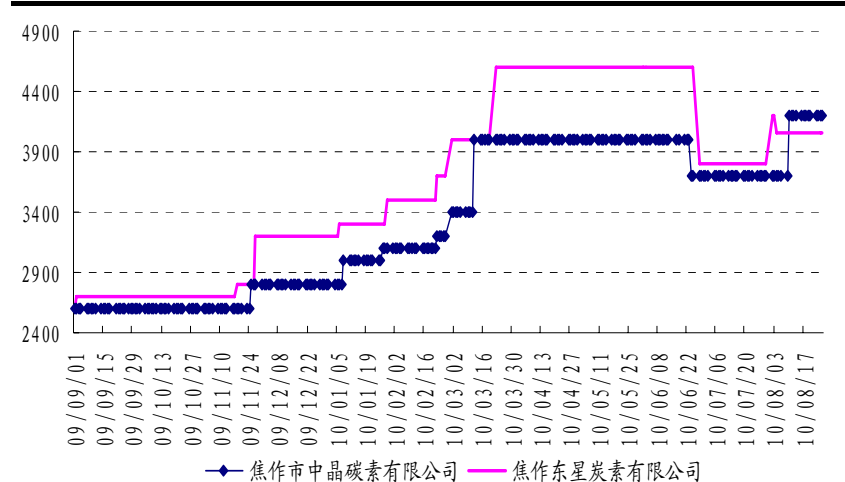
资料来源：百川资讯

2010 年以来碳素市场价格波动较小。二季度全球经济受整个房地产新政和欧债危机的冲击，碳素价格大致出现 10% 的调整，随着宏观经济系统性风险预期降低，8 月份碳素价格有一定幅度反弹。

从原料来看，我们预期年内石油焦平均价格水平有 10%左右的调整，而煤沥青价格也有小幅度回落要求。从下游需求来看，尽管铝价有所反弹，但是整个行业遭遇需求疲软和电价成本上升双重压力，电解铝行业对碳素需求呈现下降趋势。由此，判断年内碳素价格由目前 3900 元/吨-4000 元/吨回落至 7 月份的水平附近，下降幅度大约为 10%。

图 11：焦作地区碳素价格

单位：元/吨



资料来源：百川资讯

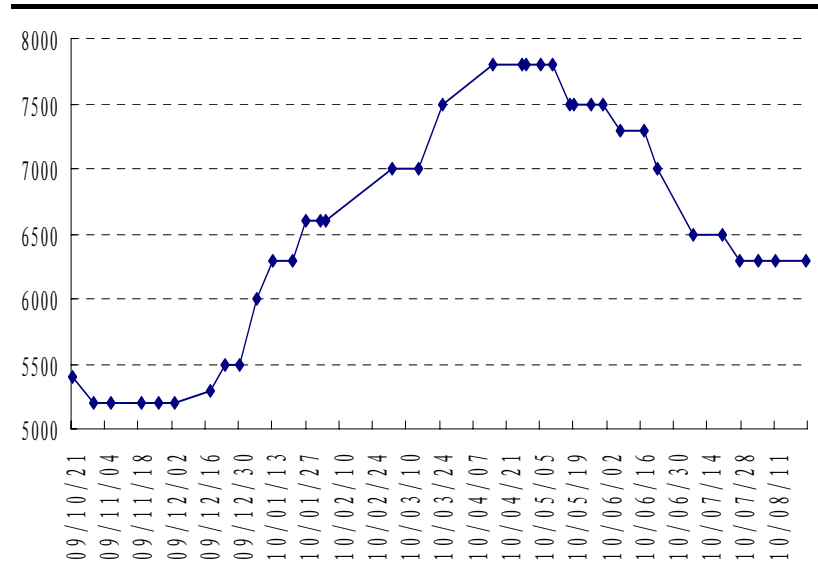
3.4 氟化铝、折旧和人工合计成本占比较小

在电解铝生产过程中，添加冰晶石和氟化铝可以降低电解质的熔化温度和提高导电率。吨铝消耗氟化铝大约在 20kg，按照当前多氟多 6300 元/吨价格水平，成本为 126 元，氟化铝每变动 1000 元/吨，对应吨铝氟化铝成本变动 20 元，影响几乎可以忽略不计。

公司折旧和人工成本方面，我们测算大致为 1200 元左右，其中折旧和人工约各占一半的水平。公司生产经营比较稳定，折旧和人工成本变化不大。

图 12：河南多氟多氟化铝价格

单位：元/吨



资料来源：百川资讯

3.5 2010年下半年成本敏感性分析

从构成来看，电价和氧化铝价格决定电解铝成本的高低。考虑到焦作万方氧化铝的定价模式，成本变动取决于电解铝价格和电价两个变量。成本敏感性分析假定预焙阳极、氟化铝、折旧和人工的价格波动较小或者成本不变。

表 6：吨铝单耗

综合电耗	氧化铝	预焙阳极	氟化铝	折旧与人工
14000kwh	2 吨	0.5 吨	20kg	1200 元

资料来源：中原证券

2010 年下半年成本敏感性分析，是基于前述综合电价的敏感分析数据，而 2010 年 9-12 月份电解铝的基准含税价假定为 16000 元/吨(当前价格水平)，上升幅度按照 5%-12%。从测算数据来看，2010 年下半年公司含税生产成本大致落在 15180 元/吨-15425 元/吨，而 2010 年上半年生产成本含税价格为 13966 元/吨，上涨幅度为 8.69%-10.45%。

表 7：2010 年下半年电解铝含税生产成本敏感性分析

单位：元/吨

年内铝价上涨 综合电价		5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%
0.450		15017	15053	15089	15126	15162	15198	15234	15271
0.453		15062	15098	15135	15171	15207	15243	15280	15316
0.456		15107	15144	15180	15216	15252	15289	15325	15361
0.459		15153	15189	15225	15261	15298	15334	15370	15407
0.463		15198	15234	15271	15307	15343	15379	15416	15452
0.466		15243	15280	15316	15352	15388	15425	15461	15497
0.469		15289	15325	15361	15397	15434	15470	15506	15543
0.472		15334	15370	15406	15443	15479	15515	15552	15588

资料来源：中原证券

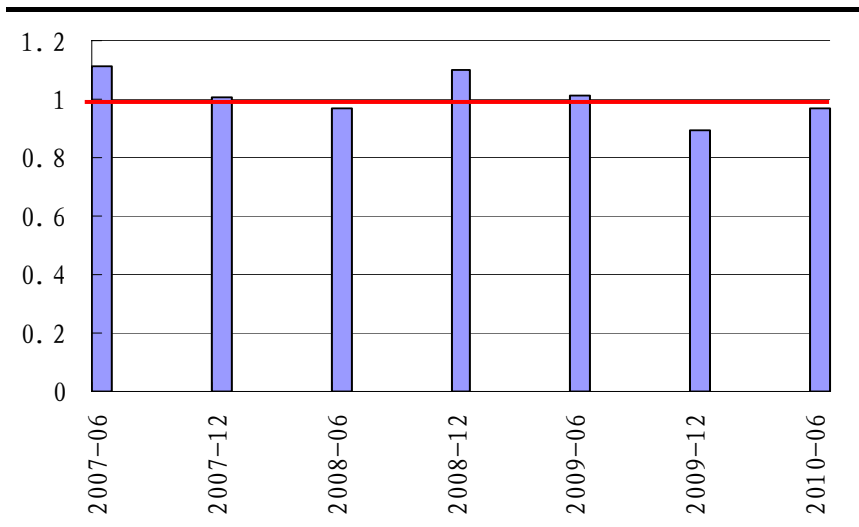
4. 财务和盈利分析

4.1 产品销售定价方式

公司在上海和南海设立了省外营销机构，加强重点消费市场开发、客户管理和产品销售。产品下游客户是深加工企业，购买方比较稳定，公司采取直销的模式。

公司月度产品结算价格以上月上海期货交易所当月中旬公布现货月加权平均价为基准，针对不同销售区域和对象，上下浮动一定金额。从实际销售价格和基准价格数据对比来看，二者比值基本围绕理想值 1 波动，变动幅度相对较小，换句话说，2007 年以来，期货价格大幅波动，公司很少参与市场投机。

图 13: 公司销售与基准价格的比值



资料来源: 公司公告 wind 资讯

公司铝产品销售关联交易占据较大比重,但是销售价格按照相同定价标准执行。2010 年与大股东旗下公司及万方集团签订的关联销售合同共计 18.46 万吨,占公司总产量的 43.95%。

表 8: 2010 年公司关联合同情况

关联方	购销合同	合同主要条款	
		定价标准	数量 (万吨)
万方集团公司	《电解铝液购销合同》	每月以上月上期所当月中旬公布现货月加权平均价下浮 260 元	2.50
中铝洛阳铜业	《电解铝产品购销合同》	每月以上月上期所当月中旬公布现货月加权平均价下浮 60 元	0.96
中铝国际贸易	《电解铝产品购销合同》	每月以上月上期所当月中旬公布现货月加权平均价为基准,其中上海、无锡、杭州、沈阳重庆和天津买方指定仓库交货,基准价减 40 元/吨;广东买方指定仓库交货,基准价加 10 元/吨;在买方根据下游客户需求指定的其它国内交货地点仓库交货,价格为当月基准价	15.00
合计			18.46
占比总产量			43.95%

资料来源: 公司公告

2010 年上半年关联合同执行销售量为 11.30 万吨,销售收入 15.36 亿元,分别占比 52.83%、52.84%,关联交易销售不含税平均价格为 13598.75 元/吨,上半年整个公司平均销售价格为 13585.70 元/吨,两者基本一致。

表 9：2010 年上半年关联合同执行情况及整个公司销售数据

	数量(吨)	不含税金额(万元)	不含税单价
万方集团公司	4090.37	5560.30	1.359
中铝洛阳铜业	4795.41	6568.90	1.369
中铝国际贸易	104162.00	141500.00	1.358
合计	113047.78	153629.20	--
焦作万方	214000.00	290734.08	1.358
占比	52.83%	52.84%	--

资料来源：公司公告

4.2 财务分析

2010 年上半年，在整个板块里，焦作万方 ROE12.68%、ROA9.19%和 ROIC7.46%远远领先；而毛利率焦作万方为 12.26%，只是低于赚取加工费的铝加工企业。

表 10：铝板块盈利能力

证券简称	ROE	ROA	ROIC	销售毛利率
金马集团	-48.91	-3.74	-9.75	-4.70
*ST 关铝	-46.56	-1.53	-3.82	4.21
云铝股份	0.29	0.84	0.14	7.67
中国铝业	1.04	1.61	0.46	6.80
南山铝业	2.01	2.46	2.01	14.81
鲁丰股份	2.10	2.34	1.10	12.82
常铝股份	3.84	3.63	1.72	9.79
东阳光铝	4.76	4.52	2.23	18.95
宁波富邦	5.97	3.04	1.40	9.87
新疆众和	6.26	5.14	4.99	27.04
中孚实业	7.39	3.46	2.37	11.48
焦作万方	12.68	9.19	7.64	12.26

资料来源：wind 资讯

2010 年上半年，在整个板块里，焦作万方三项费用率 4.01%，低于板块所以企业，细分来看，主要是财务费率用比较低，而管理费用率和营运费用率保持较低水平。财务费用率与公司负债率只有 47.79%直接相关。此外公司存货周转天数只有 30.92 天，显示很强的营运能力。

表 11: 铝板块三项费用率

证券简称	三项费用率	营业费用率	管理费用率	财务费用率
金马集团	11.88	0.49	7.64	3.75
*ST 关铝	9.15	2.03	3.95	3.18
云铝股份	8.44	2.09	4.04	2.31
中国铝业	5.56	1.32	2.07	2.17
南山铝业	4.29	1.39	2.37	0.54
鲁丰股份	7.99	2.33	2.39	3.27
常铝股份	6.86	1.84	2.41	2.60
东阳光铝	9.73	2.15	3.94	3.64
宁波富邦	7.46	0.74	3.82	2.90
新疆众和	8.81	3.08	5.03	0.70
中孚实业	4.95	0.34	1.81	2.80
焦作万方	4.01	0.75	1.89	1.37

资料来源: wind 资讯

表 12: 铝板块负债率和营运能力

证券简称	资产负债率	存货周转天数
金马集团	74.85	54.37
*ST 关铝	93.14	32.01
云铝股份	56.80	92.44
中国铝业	60.25	67.31
南山铝业	17.25	80.49
鲁丰股份	60.12	59.06
常铝股份	59.20	67.90
东阳光铝	51.60	83.29
宁波富邦	78.74	53.24
新疆众和	35.39	109.04
中孚实业	75.20	43.38
焦作万方	47.79	30.92

资料来源: wind 资讯

4.3 盈利预测和估值分析

4.3.1 2010年半年报简析

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。

上半年赵岗能源投资收益丰厚。上半年煤炭价格坚挺,赵岗能源盈利能力基本平稳,报告期内赵岗能源实现净利润 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。剔除赵岗能源投资收益,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%。

4.3.2 2010-2011年盈利预测及估值

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。

结合半年报以及前述成本的详细分析，我们假设 2010-2011 年，综合含税电价分别 0.459 元/Kwh 和 0.475 元/Kwh；2010 年 9-12 月电解铝基准含税平均价格为 16000 元/吨(当前价格水平)，2010 年假定价格上涨 10%，电解铝基准含税平均价格为 16076 元/吨。

同时假定，2010-2011 年假定煤炭价格相对稳定，或者公司的权益产量上涨能够对冲价格的波动风险，我们预计赵岗能源投资收益为 2 亿元。

根据上述假定条件，我们预计 2010-2011 年 EPS 为 0.88 元/股和 1.15 元/股，以 9 月 3 日收盘价 20.71 元对应 PE 为 23.46 倍和 18.02 倍，估计合理，同时考虑到公司业绩的弹性，维持“增持”投资评级。

与此同时，我们专门对 2010 年的业绩做了敏感性分析，选择综合电价的区间为 0.456 元/Kwh-0.466 元/Kwh，电解铝基准含税价格价格为 16000 元/吨(当前价格水平)，价格上涨幅度定在 7%-10%之间；测算数据显示 2010 年 EPS 在 1.01 元/股-1.13 元/股。

换句话说，如果 2010 年 9-12 月份电解铝价格水平出现 7%-12%的上涨幅度，那么公司 2010 年业绩将有 14.72%-28.18%的提升，业绩的提升能力大约是价格水平上涨速度的 2 倍左右。

表 13: 2010 年 EPS 基于铝价上涨幅度和综合电价的敏感性分析

年内铝价上涨 综合电价	7.00%	8.00%	9.00%	10.00%
0.456	1.058	1.081	1.104	1.128
0.459	1.042	1.065	1.088	1.112
0.463	1.026	1.050	1.073	1.096
0.466	1.011	1.034	1.057	1.080

资料来源：中原证券

5. 公司展望

十二五期间，电解铝行业面临一个巨大的挑战是电价上涨。十一五规划 GDP 能耗目标是下降 20%，截止 2009 年底 GDP 能耗累计下降 14.38%，2010 年是十一五规划的最后一年，节能减排的压力较大，2009 年底上调电价后，2010 年又相继取消各种高耗能行业的优惠电价。

整个行业电力成本的上升，一方面部分成本可以通过价格上涨转嫁给下游企业，另一方面加快了行业的淘汰力度。

作为煤电铝一体化的焦作万方，可以在三方面有所作为，首先要对现有预焙槽进行技术，降低综合电耗；其次可以通过“上大压小”政策拓展自备电厂；再次可以向铝加工延伸产业链；最后可以积极参与煤炭企业的股权投资。背靠大股东中国铝业，加上赵岗能源的股权投资，在这场高耗能行业淘汰赛中，看好公司脱颖而出。

表 14: 利润表

年份	2009	2010	2011
一、营业收入	510307.29	579372.36	640230.29
营业收入净额	510307.29	579372.36	640230.29
减: 营业成本	456241.74	524510.36	566236.42
营业税金及附加	2115.27	1738.12	1920.69
销售费用	3585.03	4345.29	4801.73
管理费用	13915.00	11587.45	12804.61
财务费用	9032.00	823.36	1018.42
其中: 利息费用	0.00	823.36	1018.42
利息收入	0.00	0.00	0.00
汇兑损失	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	116.50	0.00	0.00
加: 公允价值变动收益 (损失以“-”号填列)	-72.66	0.00	0.00
其中: 交易性金融资产公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00
投资性房地产公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00
投资收益 (损失以“-”号填列)	-203.16	20000.00	20000.00
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	-94.33	0.00	0.00
二、营业利润 (亏损以“-”号填列)	25025.93	56367.78	73448.43
加: 营业外收入	212.00	212.00	212.00
减: 营业外支出	66.21	66.21	66.21
其中: 非流动资产处置损失	1.68	0.00	0.00
加: 以前年度损益调整	0.00	0.00	0.00
三、利润总额 (亏损总额以“-”号填列)	25171.72	56513.57	73594.22
减: 所得税费用	5860.73	14128.39	18398.56
四、净利润 (净亏损以“-”号填列)	19310.98	42385.18	55195.67
归属于母公司所有者的净利润	19316.43	42385.18	55195.67
少数股东损益	-5.45	0.00	0.00
五、每股收益:	0.00	0.00	0.00
(一) 基本每股收益	0.40	0.88	1.15
(二) 稀释每股收益	0.40	0.88	1.15

资料来源: 中原证券

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。