

焦作万方 (000612)

中性 (维持)

三季报点评-中部地区电解铝正在失去优势

市场数据

报告日期	2010-10-20
收盘价(元)	25.02
总股本(百万股)	480.18
流通股本(百万股)	480.15
总市值(百万元)	12014.01
流通市值(百万元)	12013.37
净资产(百万元)	2244.94
总资产(百万元)	4262.43
每股净资产	4.68

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	5103	5634	6538	7556
同比增长(%)	-15.2%	10.4%	16.0%	15.6%
净利润(百万元)	193	375	315	218
同比增长(%)	-41.9%	94.1%	-16.1%	-30.8%
毛利率(%)	10.6%	9.3%	7.2%	5.2%
净利率(%)	3.8%	6.7%	4.8%	2.9%
净资产收益率(%)	9.8%	16.4%	12.6%	8.3%
每股收益(元)	0.40	0.78	0.66	0.45
每股经营现金流(元)	1.52	0.70	0.67	0.61

相关报告

《焦作万方(000612)三季度业绩预告-电解铝维持微利》
2010-10-11
《焦作万方(000612)2010年中报点评》2010-8-11
《焦作万方(000612)增资赵固能源点评》2010-4-22

投资要点

事件:

焦作万方公布2010年第三季度报告,归属母公司股东净利润3.3亿元,对应EPS 0.691元,即公司前三季度分别实现EPS 0.383、0.195、0.114元,环比持续下滑。

点评:

公司三季报情况与业绩预告一致,也符合我们判断。

- 我们测算公司第三季度税前利润约7千万,其中约5千万来自于对赵固能源的投资收益,占比超过70%,电解铝单吨毛利仅约700-800元。公司煤炭业务基本维持稳定,但电解铝业绩持续下滑,一方面因为上半年铝价大幅下滑,另一方面,节能减排背景下河南地区优惠电价的全面取消在二季度后对公司造成了很大成本压力。我们可以很明显的观察到,作为中国传统电解铝大省的河南省(占比全国产能25%),正在失去其优势。
- 公司前日公告,四季度将由于电力限制,将关停1/3产能,我们测算其收入将减少约4.2亿元,成本减少约3.4亿元。吨铝折旧与人工将有较大幅度上升,导致吨铝成本明显攀升。预计公司四季度利润将继续环比下滑。
- 我们认为未来两年公司将面临持续的成本压力,在保守预计10、11、12年电解铝均价为16000、17000、17000元/吨的情况下,预测公司10、11、12年EPS为0.78、0.66、0.45元。维持“中性”评级。

罗人渊

021-38565964

luory@xyzq.com.cn

刘建刚

S0190207100103

021-3856 5930

liujg@xyzq.com.cn

- 风险因素：加息的开始有可能引发金属价格一定程度的调整；若后续美国经济数据超预期，则其重启量化宽松政策的力度将十分有限，美元指数则将可能迎来反弹。

表 1. 焦作万方分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	09-3Q	09-4Q	10-1Q	10-2Q	10-3Q	QOQ	2009-09	2010-09	YOY	说明
营业收入	1359	1372	1305	1636	1355.8	-0.2%	3731	4297	15.2%	
营业成本	1158	1168	1069	1511	1321.2	14.1%	3395	3902	14.9%	
毛利	200	204	236	125	34.6	-82.7%	337	395	17.3%	
销售费用	8	8	9	13	4.1	-47.3%	27	26	-4.5%	
管理费用	25	61	30	26	26.9	8.6%	78	83	5.4%	
财务费用	20	18	19	21	20.7	4.1%	72	61	-15.3%	
资产减值	-0	16	-0	4	-0.7	-	-15	3	-	
公允价值	0	-1	1	0	-0.9	-	0	-0	-	
投资收益	1	-2	51	51	69.2	5689.0%	0	171	44831.9%	
营业利润	147	90	227	106	50.4	-65.7%	160	383	139.7%	
利润总额	148	90	227	107	49.4	-66.6%	162	384	137.4%	
净利润	111	72	184	93	54.5	-50.9%	121	332	173.6%	
EPS	0.231	0.150	0.383	0.195	0.1	-50.9%	0.253	0.691	173.6%	
销售费用率	0.6%	0.6%	0.7%	0.8%	0.3%	-0.3%	0.7%	0.6%	-0.1%	
管理费用率	1.8%	4.4%	2.3%	1.6%	2.0%	0.2%	2.1%	1.9%	-0.2%	
财务费用率	1.5%	1.3%	1.5%	1.3%	1.5%	0.1%	1.9%	1.4%	-0.5%	
所得税率	24.8%	20.3%	19.1%	12.5%	-10.5%	-35.2%	24.9%	13.5%	-11.5%	
毛利率	14.8%	14.9%	18.1%	7.6%	2.6%	-12.2%	9.0%	9.2%	0.2%	
净利润率	8.2%	5.2%	14.1%	5.7%	4.0%	-4.2%	3.3%	7.7%	4.5%	

资料来源：天软投资系统，兴业证券

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1185	1260	1363	1453
货币资金	664	553	587	588
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	6	31	23	17
其他应收款	16	11	13	16
存货	431	613	676	752
非流动资产	2730	3130	3736	4140
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	180	180	220	270
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	2426	2629	2809	2967
在建工程	12	212	612	812
油气资产	0	0	0	0
无形资产	59	55	51	47
资产总计	3914	4391	5098	5592
流动负债	909	1277	2000	2491
短期借款	500	779	1571	2075
应付票据	0	0	0	0
应付账款	56	125	119	143
其他	353	374	310	273
非流动负债	1028	827	610	490
长期借款	967	767	567	467
其他	61	60	43	23
负债合计	1936	2105	2610	2981
股本	480	480	480	480
资本公积	199	199	199	199
未分配利润	1040	1348	1550	1673
少数股东权益	1	1	1	1
股东权益合计	1978	2286	2488	2611
负债及权益合计	3914	4391	5098	5592

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	193	375	315	218
折旧和摊销	248	201	229	256
资产减值准备	-14	6	-2	2
无形资产摊销	4	4	4	4
公允价值变动损失	-1	0	0	0
财务费用	90	72	88	116
投资损失	2	-206	-217	-228
少数股东损益	-0	0	0	0
营运资金的变动	-236	108	86	53
经营活动产生现金流量	739	338	321	291
投资活动产生现金流量	55	-394	-628	-432
融资活动产生现金流量	-422	-55	341	143
现金净变动	371	-111	34	1
现金的期初余额	536	664	553	587
现金的期末余额	907	553	587	588

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5103	5634	6538	7556
营业成本	4562	5111	6067	7165
营业税金及附加	21	21	24	29
销售费用	36	49	56	63
管理费用	139	107	118	133
财务费用	90	72	88	116
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动	-1	0	0	0
投资收益	-2	206	217	228
营业利润	250	480	402	277
营业外收入	2	3	3	3
营业外支出	1	2	2	2
利润总额	252	481	403	279
所得税	59	106	89	61
净利润	193	375	315	218
少数股东损益	-0	0	0	0
归属母公司净利润	193	375	315	218
EPS (元)	0.40	0.78	0.66	0.45

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	-15.2%	10.4%	16.0%	15.6%
营业利润增长率	-42.0%	91.6%	-16.2%	-31.0%
净利润增长率	-41.9%	94.1%	-16.1%	-30.8%
盈利能力(%)				
毛利率	10.6%	9.3%	7.2%	5.2%
净利率	3.8%	6.7%	4.8%	2.9%
ROE	9.8%	16.4%	12.6%	8.3%

偿债能力(%)

资产负债率	49.5%	47.9%	51.2%	53.3%
流动比率	1.30	0.99	0.68	0.58
速动比率	0.83	0.51	0.34	0.28

营运能力(次)

资产周转率	128.3	135.7%	137.8%	141.3%
应收帐款周转率	8791.3	16555.	14804.	20634.

每股资料(元)

每股收益	0.40	0.78	0.66	0.45
每股经营现金	1.52	0.70	0.67	0.61
每股净资产	4.12	4.76	5.18	5.44

估值比率(倍)

PE	62.2	32.0	38.2	55.2
PB	6.1	5.3	4.8	4.6

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。