

热电机组项目获批，有利于公司成本降低

2012年2月7日

推荐/维持

焦作万方

事件点评

——焦作万方（000612）事件点评报告

林阳	有色金属行业首席分析师		执业证书编号：S1480510120003
	linyong@dxzq.net.cn	010-6655 4024	
李晨辉	lich@dxzq.net.cn	010-66554028	

事件：

公司于2月7日发布公告，公司收到有关部门转发的关于国家发展改革委发改能源[2011]3192号《关于河南焦作东区热电“上大压小”扩建工程项目核准的批复》，核准公司全资子公司焦作万方电力有限公司为工程项目单位，建设两台30万千瓦国产燃煤热电机组，配套建设热网工程。工程动态总投资27.4亿元，其中项目资本金5.5亿元。

观点：

1. 保障公司正常生产用电，降低用电成本

公司的主营业务为电解铝的生产和销售，而电力成本约占电解铝生产成本的50%左右，电力供应能力及电力成本直接影响公司的正常生产经营与盈利状况。本项目投产后，其所发电力将全部提供给公司电解铝生产所用，能大幅减少公司对网电的需求，缓解公司的电力需求压力。目前公司的电力供应主要来自网电和金冠嘉华电厂，其中网电供应大概占69%，金冠嘉华电厂供应约31%（万方集团持股46%，为协议供电），未来随着公司2台30万千瓦时热电机组的建成投产，自供电比例将提高至100%。公司目前全年电解铝耗电量在60亿度，金冠嘉华供电18亿度，我们估算公司供电的平均成本在0.62元/度左右，而未来随着公司热电机组的投产，我们估算公司供电成本将下降到0.56元/度，自备比电网采购的电价低10%左右，这将显著降低公司生产成本，提升公司的盈利能力。

此前为响应和执行国家“上大压小”电力政策的最新要求，公司全资子公司万方电力关停了原有的2×125MW机组，并着手规划新建2×300MW热电机组项目。原2×125MW机组供电标煤耗达到369克/千瓦时，而2×300MW热电机组供电标煤耗可以降低至310克/千瓦时左右。项目的投产，能大幅降低煤耗，符合国家节能减排政策。

2. 强化“煤电铝一体化”，提升综合竞争力

热电机组项目投产后主要保障公司电力的生产与供应，而公司的主营业务为电解铝的生产和销售，电力供应与电解铝的生产属于上下游关系，直接影响电解铝生产经营的稳定和其生产成本；此外，公司参股子公司赵固能源的主营业务为煤炭开采、加工与销售。因此，此项目的投产有利于促进公司“煤电铝一体化”产业链的进一步完善，有效提升公司在电解铝行业内的综合竞争力。

3. 热电联产，提高资源利用率

根据焦作市城建规划，热电机组项目的建设，除满足电力需求之外，还将为焦作市区城市工业发展及居民生活提供热力供应。项目作为热电联产项目，不仅满足公司生产经营的需要，而且符合焦作市的城市建设规划，能够有效改善城市大气环境质量，提升资源利用效率。

盈利预测与投资建议:

- 随着公司两台 30万千瓦国产燃煤热发电机组项目的建成投产，公司煤电铝一体化运营的优势将更加明显，我们预计公司2011年~2013年的EPS分别为：0.814元、0.922元、1.452元，对应的动态PE分别为16.42、14.49、9.21倍，维持公司“推荐”投资评级。

风险提示:

- 铝价大幅下跌，对业绩造成的影响
- 煤炭价格波动影响赵固能源项目投资收益

表 1: 盈利预测及关键指标

百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	5,593.97	6,757.98	7,182.95	7,542.09
(+/-)%	9.62%	20.81%	6.29%	5.00%
经营利润 (EBIT)	423.98	682.90	727.52	983.14
(+/-)%	-28.01%	61.07%	6.53%	35.14%
净利润	115.77	408.82	463.23	728.95
(+/-)%	-40.06%	253.12%	13.31%	57.36%
每股净收益 (元)	0.241	0.814	0.922	1.452

资料来源：东兴证券

利润表（百万元）	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
营业收入	5,593.97	6,757.98	20.81%	7,182.95	6.29%	7,542.09	5.00%
营业成本	5,148.72	6,526.43	26.76%	6,793.98	4.10%	6,886.84	1.37%
营业费用	28.69	34.47	20.15%	36.63	6.29%	38.46	5.00%
管理费用	114.75	138.54	20.73%	147.25	6.29%	154.61	5.00%
财务费用	77.30	37.31	-51.73%	27.17	-27.17%	11.68	-57.02%
投资收益	207.01	410.00	98.06%	310.00	-24.39%	310.00	0.00%
营业利润	93.92	414.32	341.12%	469.97	13.43%	741.69	57.82%
利润总额	88.96	418.22	370.10%	473.87	13.31%	745.59	57.34%
所得税	(26.80)	9.20	N/A	10.43	13.31%	16.40	57.34%
净利润	115.76	409.02	253.33%	463.45	13.31%	729.19	57.34%
归属母公司所有者的净利润	115.77	408.82	253.12%	463.23	13.31%	728.95	57.36%
NOPLAT	222.80	441.69	98.25%	486.21	10.08%	736.80	51.54%
资产负债表（百万元）	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
货币资金	256.83	395.99	54.18%	1,030.56	160.25%	1,945.54	88.79%
交易性金融资产	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	1.48	9.26	523.69%	9.84	6.29%	10.33	5.00%
预付款项	63.73	95.06	49.16%	127.67	34.31%	160.72	25.89%
存货	499.19	638.70	27.95%	664.88	4.10%	673.97	1.37%
流动资产合计	904.02	1,214.55	34.35%	1,913.21	57.52%	2,874.81	50.26%
非流动资产	3,052.27	3,628.37	18.87%	3,398.06	-6.35%	3,168.35	-6.76%
资产总计	3,956.29	4,842.92	22.41%	5,311.27	9.67%	6,043.16	13.78%
短期借款	80.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	109.80	84.40	-23.14%	87.86	4.10%	89.06	1.37%
预收款项	21.62	22.97	6.25%	24.41	6.25%	25.92	6.18%
流动负债合计	1,302.81	1,275.07	-2.13%	1,279.97	0.38%	1,282.67	0.21%
非流动负债	611.36	610.71	-0.10%	610.71	0.00%	610.71	0.00%
少数股东权益	0.66	0.86	30.34%	1.08	25.61%	1.32	22.43%
母公司股东权益	2,041.46	2,944.57	44.24%	3,407.80	15.73%	4,136.74	21.39%
净营运资本	(398.79)	(60.52)	N/A	633.25	N/A	1,592.14	151.43%
投入资本 IC	919.29	1,995.45	117.06%	1,824.32	-8.58%	3,476.52	90.57%
现金流量表（百万元）	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
净利润	115.76	409.02	253.33%	463.45	13.31%	729.19	57.34%
折旧摊销	252.76	0.00	N/A	230.37	N/A	229.77	-0.26%
净营运资金增加	(675.14)	338.28	N/A	693.76	105.09%	958.89	38.22%
经营活动产生现金流	357.47	(151.52)	N/A	352.45	N/A	617.36	75.17%
投资活动产生现金流	(649.10)	(473.59)	N/A	309.30	N/A	309.30	0.00%

融资活动产生现金流	(115.33)	764.26	N/A	(27.17)	N/A	(11.68)	N/A
现金净增(减)	(406.95)	139.16	N/A	634.57	356.02%	914.99	44.19%

东兴证券

分析师简介

林阳

中国社科院金融专业硕士，有色金属行业首席分析师，研究所投资品组负责人，2011年天眼最佳分析师“金属与采矿”行业第二名。

联系人简介

李晨辉

中国科学院工学硕士，武汉大学工学学士，2011年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。研究报告中所引用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。

我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，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

- 看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；
- 中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；
- 看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券