

焦作万方 (000612.SZ) 有色金属行业

评级: 持有 下调评级

业绩点评

市价(人民币): 13.98元

电解铝业务仍需等待自备电

长期竞争力评级: 等于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	480.17
总市值(百万元)	6,712.86
年内股价最高最低(元)	23.58/10.06
沪深 300 指数	2901.22
深证成指	11568.17



相关报告

1. 《主业亏损,副业给力,静待自备电厂》, 2011.8.12

公司基本情况(人民币)

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.241	0.794	0.850	1.001	1.591
每股净资产(元)	4.25	5.10	5.95	6.42	8.01
每股经营性现金流(元)	0.74	0.56	0.08	0.12	0.71
市盈率(倍)	57.98	17.61	16.45	13.97	8.79
行业优化市盈率(倍)	36.23	29.30	29.30	29.30	29.30
净利润增长率(%)	-40.06%	229.34%	7.04%	17.72%	58.95%
净资产收益率(%)	5.67%	15.56%	14.28%	15.59%	19.86%
总股本(百万股)	480.18	480.18	480.18	480.18	480.18

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 焦作万方 2011 年实现营业收入 59.70 亿元, 同比增加 6.71%, 实现归属上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润 3.81 亿元、扣除非经常性损益后 EPS0.785 元, 同比增加 216.77%。

经营分析

- **参股煤炭业务再度救驾:** 公司 2011 年全年实现投资收益 4.014 亿元, 同比增加 93.89%: 1) 公司参股赵固能源 30% 股权投资收益 3.92 亿元, 同比增加 81.85%, 赵固能源主营煤炭生产和销售, 2011 年生产煤炭约 550 万吨, 近年来一直为公司贡献丰厚投资收益; 2) 期货投资收益实现 983.42 万元, 2010 年同期亏损 829.11 万元。2011 年公司期货套期保值业务收益成功覆盖了公司 657.54 万元的存货跌价损失。
- **电解铝主业继续亏损:** 公司全年完成铝产品产量 41.7 万吨, 销售 41.2 万吨, 铝业务毛利率 3.39%, 比上年下降 4.33%。扣除期间费用, 除三季度外, 公司其余三个季度均主营业务亏损。电力成本高企成了公司电解铝业务的最大掣肘。公司在 2 台 300MW 热电机组建成之前, 将继续忍受高达 0.46 元/度左右的网购电价, 由于电解铝产能大幅过剩, 我们预计两年内铝价仍将维持疲软, 预计 12、13 年公司电解铝业务仍将继续亏损。
- **在建自备电建成后公司电解铝成本将大幅降低:** 公司在原来自备电厂址建设 2 台 30 万千瓦热电机组, 预计将于 2013 年底完工, 完全达产后年发电量 42 亿千瓦时, 能够满足公司 2/3 的电力需要, 我们预计公司自备电价不超过 0.39 元/度, 大幅低于当地电网电价, 这将直接大幅提升公司业绩。

盈利调整

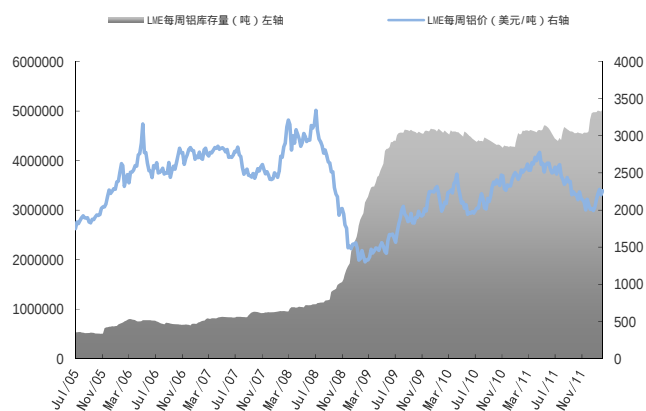
- 我们下调公司 2012/2013 公司净利润预测至 408 百万/480 百万, 对应 EPS 为 0.85 元、1.001 元。

投资建议

- 目前股价对应摊 2012、2013 年 PE16.45 倍、13.97 倍。目前公司利润主要来自于煤炭业务投资收益, 我们认为类比煤炭行业整体 PE 更为合适, 公司 2012 年 16.45 倍的 PE 略高于煤炭开采行业 13.99 倍的整体水平。而考虑到短期内铝价难有起色, 公司电解铝业务继续亏损可能性较大, 下调公司评级至持有。

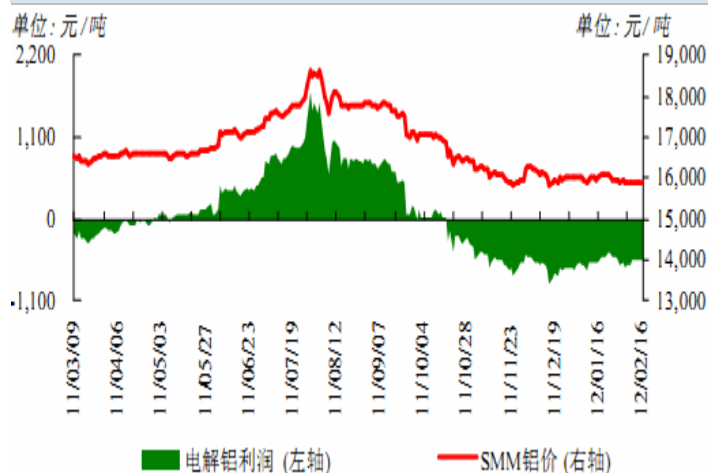
杨诚笑 分析师 SAC 执业编号: S1130511090003
(8621)61038282
yangchengxiao@gjzq.com.cn

图表 1: 铝价表现疲软



来源: Bloomberg SMM 国金证券研究所

图表 2: 电解铝行业成本与盈亏估算



图表 5: 关键盈利假设 (不含税价)

	2011	2012E	2013E	2014E
电解铝液 (元/吨)	14224	14309.92	14737.27	14822.74
电解铝锭 (元/吨)	14444	14529.91	14957.27	15042.74
铝合金棒 (元/吨)	15380	15465.92	15893.27	15978.74
电解铝销量 (万吨)	33	28	28	27
电解铝锭销量 (万吨)	6.2	11	11	12
铝合金棒销量 (万吨)	2	2.5	2.5	3

来源: 公司公告 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	5,103	5,594	5,970	5,992	6,169	6,287
增长率		9.6%	6.7%	0.4%	3.0%	1.9%
主营业务成本	-4,562	-5,149	-5,750	-5,958	-6,140	-5,806
% 销售收入	89.4%	92.0%	96.3%	99.4%	99.5%	92.4%
毛利	541	445	219	34	29	480
% 销售收入	10.6%	8.0%	3.7%	0.6%	0.5%	7.6%
营业税金及附加	-21	-14	-10	-12	-12	-31
% 销售收入	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.5%
营业费用	-36	-29	-15	-30	-31	-31
% 销售收入	0.7%	0.5%	0.2%	0.5%	0.5%	0.5%
管理费用	-139	-115	-117	-120	-123	-126
% 销售收入	2.7%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	345	288	77	-128	-138	292
% 销售收入	6.8%	5.2%	1.3%	n.a	n.a	4.6%
财务费用	-90	-77	-96	-62	-65	-40
% 销售收入	1.8%	1.4%	1.6%	1.0%	1.0%	0.6%
资产减值损失	-1	-323	-7	-5	0	0
公允价值变动收益	-1	-1	2	0	0	0
投资收益	-2	207	401	600	680	700
% 税前利润	n.a	232.7%	105.0%	147.0%	141.5%	73.3%
营业利润	250	94	377	405	478	952
营业利润率	4.9%	1.7%	6.3%	6.8%	7.7%	15.1%
营业外收支	1	-5	5	3	3	3
税前利润	252	89	382	408	481	955
利润率	4.9%	1.6%	6.4%	6.8%	7.8%	15.2%
所得税	-59	27	-1	0	0	-191
所得税率	23.3%	-30.1%	0.3%	0.0%	0.0%	20.0%
净利润	193	116	381	408	480	764
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	193	116	381	408	480	764
净利率	3.8%	2.1%	6.4%	6.8%	7.8%	12.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	193	116	381	408	480	764
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	250	575	390	183	184	209
非经营收益	85	-180	-400	-449	-599	-643
营运资金变动	214	-113	-100	-102	-8	9
经营活动现金净流	742	398	271	40	57	339
资本开支	-56	-49	-120	189	14	-307
投资	-115	-601	-298	-301	-200	-100
其他	1	0	0	600	680	700
投资活动现金净流	-170	-649	-418	488	494	293
股权募资	0	0	0	0	-258	0
债权募资	-292	10	540	-101	-142	-572
其他	-139	-125	-100	-77	-84	-60
筹资活动现金净流	-431	-115	440	-178	-484	-632
现金净流量	141	-367	293	350	67	0

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	664	257	550	900	967	967
应收款项	50	84	25	27	22	22
存货	431	499	537	533	550	520
其他流动资产	40	82	56	121	125	118
流动资产	1,185	921	1,168	1,582	1,663	1,627
% 总资产	30.3%	23.2%	23.7%	30.4%	31.5%	29.9%
长期投资	180	955	1,366	1,667	1,866	1,966
固定资产	2,438	1,924	2,219	1,814	1,612	1,706
% 总资产	62.3%	48.4%	45.1%	34.9%	30.5%	31.3%
无形资产	91	95	90	129	137	144
非流动资产	2,730	3,052	3,754	3,613	3,618	3,819
% 总资产	69.7%	76.8%	76.3%	69.6%	68.5%	70.1%
资产总计	3,914	3,974	4,922	5,194	5,281	5,446
短期借款	695	380	898	807	664	91
应付款项	152	168	207	207	214	187
其他流动负债	61	772	47	12	12	12
流动负债	909	1,320	1,151	1,026	890	290
长期贷款	967	592	514	514	514	515
其他长期负债	61	19	806	796	796	796
负债	1,936	1,931	2,471	2,335	2,200	1,601
普通股股东权益	1,978	2,041	2,451	2,859	3,081	3,845
少数股东权益	1	1	0	0	0	0
负债股东权益合计	3,914	3,974	4,922	5,194	5,281	5,446

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.402	0.241	0.794	0.850	1.001	1.591
每股净资产	4.119	4.251	5.104	5.954	6.417	8.007
每股经营现金净流	1.517	0.744	0.564	0.084	0.120	0.707
每股股利	0.140	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	9.77%	5.67%	15.56%	14.28%	15.59%	19.86%
总资产收益率	4.93%	2.91%	7.75%	7.86%	9.10%	14.02%
投入资本收益率	7.18%	12.44%	1.65%	-2.57%	-2.72%	4.45%
增长率						
主营业务收入增长率	-15.22%	9.62%	6.71%	0.37%	2.96%	1.91%
EBIT增长率	-34.33%	-16.37%	-73.23%	-265.78%	7.69%	-311.93%
净利润增长率	-41.95%	-40.06%	229.34%	7.04%	17.72%	58.95%
总资产增长率	-3.05%	1.51%	23.87%	5.53%	1.67%	3.12%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转天数	42.1	33.0	32.9	33.0	33.0	33.0
应付账款周转天数	6.5	5.9	6.6	6.0	6.0	6.0
固定资产周转天数	173.5	122.3	109.7	93.8	92.2	95.9
偿债能力						
净负债/股东权益	50.46%	35.02%	67.65%	42.54%	32.68%	11.32%
EBIT利息保障倍数	3.8	3.7	0.8	-2.1	-2.1	7.2
资产负债率	49.46%	48.61%	50.21%	44.96%	41.66%	29.40%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	1	1	4
买入	0	2	4	4	8
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	1.86	1.83	1.75

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-08-12	买入	17.27	20.00 ~ 24.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B