

业绩低于预期，主营业务今年有望扭亏

2013年3月22日

推荐/维持

焦作万方

财报点评

——焦作万方（000612）年报点评报告

林阳 有色金属行业首席分析师

执业证书编号：S1480510120003

李晨辉 lich@dxzq.net.cn 010-66554028

事件：

公司2012年实现营业收入 61.23亿元，同比增长2.58%；实现归属上市股东净利润-0.15亿元，同比下降104%；扣除非经常性损益后的净利润-0.69亿元，同比下降118%；基本每股收益-0.032元，同比下降104%。第四季度单季度亏损0.94亿元，单季度每股收益-0.20元。公司总资产61.51亿元，同比增长 24.97%。

公司分季度财务指标

指标	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4
营业收入（百万元）	1686.1	1625.7	1551.4	1573.7	1502.1	1557.8	1490.2
增长率（%）	3.1%	19.9%	19.6%	42.3%	-10.9%	-4.2%	-3.9%
毛利率（%）	3.0%	6.9%	1.5%	-1.1%	-0.8%	3.2%	-8.8%
期间费用率（%）	3.0%	3.5%	4.3%	4.5%	5.2%	4.9%	4.1%
营业利润率（%）	9.9%	8.6%	0.4%	0.4%	-3.4%	1.8%	-9.9%
净利润（百万元）	177.6	119.0	24.6	27.3	16.4	35.4	(94.4)
增长率（%）	90.2%	118.2%	-111.4%	-54.6%	-90.8%	-70.3%	-483.3%
每股盈利（季度，元）	0.37	0.25	0.05	0.06	0.03	0.07	(0.20)
资产负债率（%）	46.1%	49.1%	50.2%	49.9%	49.6%	51.9%	60.2%
净资产收益率（%）	7.8%	4.9%	1.0%	1.1%	0.7%	1.4%	-3.9%
总资产收益率（%）	4.2%	2.5%	0.5%	0.5%	0.3%	0.7%	-1.5%

评论：

积极因素：

- **电解铝成本有所降低，但受铝价下跌影响业绩低于预期。**公司推动运营转型，全面推进“降本增效、控亏增盈”，吨铝电耗同比下降282度，电力成本有所降低。但受去年铝价低迷影响，公司整体业绩出现亏损。报告期内公司铝产品产量45.07吨，同比增加8.08%，铝产品销量45.46万吨，同比增加10.34%。
- **公司基本建成煤电铝一体化产业链。**公司通过投资赵固能源、中铝新疆铝电项目等，推动建立煤电铝一体化产业链。公司电解铝业务主要成本包括：氧化铝和电，合计约占总成本80%左右，公司所需氧化铝由大股东中国铝业以长单方式提供，价格按照前一个月上期所3月期铝平均价格定价。长单方式为公司保证了稳定的氧化铝供应。公司2×300MW热电机组项目已经逐步试运行，未来公司自供电比例有望提升至65%左右，平均电力成本在有望从0.62元/度下降至0.41元/度左右，公司整体电价低于同行业水平，具备一定的成本优势。

图 1：国内现货铝价格



资料来源：长江有色金属市场、东兴证券

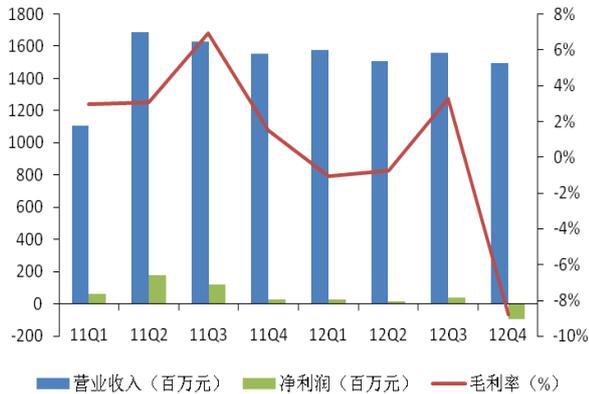
图 2：中铝氧化铝价格



资料来源：中国铝业、东兴证券

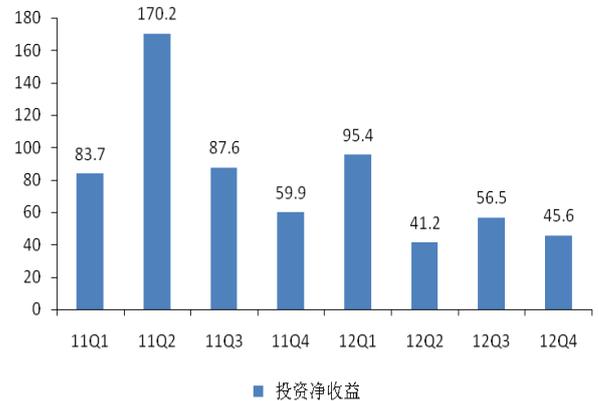
- **电力自给率提升，电力成本有望继续降低。**公司投资建设的2台300MW热电机组有望于今年全面投产运行，目前其中一台机组已经投产试运行。按照公司目前的电解铝产能，总电力需求量大约为58亿度，公司自备热电机组有望发电38亿度，公司电力自给率有望提升至65%，将显著降低公司电解铝的能源成本。另外，公司拥有的赵固能源30%的股权，将继续为公司贡献投资收益2.8亿元左右，公司参股的中铝新疆铝电项目（股权占比35%）预计将从2014年开始贡献业绩。

图 3：单季度营业收入、销售利润和销售毛利率变化情况



资料来源：公司公告、东兴证券

图 4：赵固能源投资收益情况（单位：百万元）



资料来源：公司公告、东兴证券

消极因素：

- **铝价持续低迷，主营业务盈利能力差。**由于目前国内电解铝产能过剩严重，铝价持续低迷的情况短期内难改变。即便考虑公司电力成本的下降，主营业务电解铝仍处于微利，毛利率仅在3%~5%之间波动，主营业务盈利能力较差。公司净利润大部分来自赵固能源项目的投资收益，如果煤炭价格大幅走低，赵固能源项目利润下降，公司的盈利能力将面临严峻挑战。

业务展望：

- **主营业务有望扭亏，股权投资增厚业绩：**1) 公司自备热发电机组有望全面投产运营，公司电力成本将从0.62元/度下降至0.41元/度左右，预计为公司节省电力成本7.6亿元，公司主营业务有望在2013年实现扭亏为盈。2) 公司参与投资的赵固能源项目、中铝新疆铝电项目有望继续增厚公司业绩，如果国内煤炭价格保持趋势性上涨，赵固能源项目有望继续保持高收益。另外，随着国内宏观经济的逐步复苏，铝价有望缓慢回升，公司电力成本显著低于同行业，我们相对看好公司业绩表现。

表 1：中铝新疆铝电投资收益测算

中铝新疆铝电项目（股权占比 35%）	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
电解铝产量（万吨）	0.00	0.00	0.00	50.00	80.00
电解铝价格（元/吨，不含税）	13000	13000	13000	13000	13000
电解铝成本（元/吨）	12740	12740	12740	12740	12740
净利率（%）	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
净利润（亿元）	0.00	0.00	0.00	1.30	2.08
投资收益（亿元）	0	0	0	0.455	0.728

资料来源：公司资料，东兴证券

表 2：赵固能源项目投资收益测算

赵固能源(股权占比 30%)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
煤炭产量（万吨）	550	480	480	480	480
煤炭价格（元/吨，不含税）	700	700	700	700	700
销售收入（万元）	385000	336000	336000	336000	336000
毛利率（%）	40%	40%	40%	40%	40%
净利润率（%）	28%	28%	28%	28%	28%
净利润（亿元）	10.8	9.4	9.4	9.4	9.4
投资收益（亿元）	3.2	2.8	2.8	2.8	2.8

资料来源：公司资料，东兴证券

盈利预测与投资建议：

- 如果考虑公司增发摊薄，按照增发2.8亿股计算，预计公司2013年~2015年的EPS分别为：0.21元、0.43元、0.51元，对应的动态PE分别为46、23、19倍，公司具备低成本优势，积极推进煤电铝一体化战略，同时赵固能源投资收益增厚公司业绩，行业处于逐步改善的状态，给予公司“推荐”投资评级。

表 1：盈利预测及关键指标

百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	6,123.80	6,219.49	6,608.21	6,938.62
(+/-)%	2.58%	1.56%	6.25%	5.00%
经营利润 (EBIT)	160.59	676.57	820.91	853.90
(+/-)%	-75.61%	321.30%	21.33%	4.02%
净利润	(15.36)	163.46	331.06	391.00
(+/-)%	-104.03%	-1164.29%	102.53%	18.11%
每股净收益 (元)	(0.032)	0.215	0.436	0.514

资料来源：东兴证券

风险提示：

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

利润表（百万元）	2012A	2013E	增长率%	2014E	增长率%	2015E	增长率%
营业收入	6,123.80	6,219.49	1.56%	6,608.21	6.25%	6,938.62	5.00%
营业成本	6,232.82	6,085.07	-2.37%	6,368.67	4.66%	6,687.11	5.00%
营业费用	18.50	18.66	0.87%	19.82	6.25%	20.82	5.00%
管理费用	132.55	127.50	-3.81%	135.47	6.25%	142.24	5.00%
财务费用	134.19	92.30	-31.22%	66.15	-28.33%	38.42	-41.92%
投资收益	238.70	280.00	17.30%	330.00	17.86%	360.00	9.09%
营业利润	(164.90)	163.44	N/A	334.83	104.86%	396.14	18.31%
利润总额	(92.95)	167.34	N/A	338.73	102.42%	400.04	18.10%
所得税	(77.60)	3.68	N/A	7.45	102.42%	8.80	18.10%
净利润	(15.36)	163.66	N/A	331.28	102.42%	391.24	18.10%
归属母公司所有者的净利润	(15.36)	163.46	N/A	331.06	102.53%	391.00	18.11%
NOPLAT	(5.07)	250.12	N/A	392.16	56.79%	425.01	8.38%
资产负债表（百万元）	2012A	2013E	增长率%	2014E	增长率%	2015E	增长率%
货币资金	230.80	186.58	-19.16%	355.86	90.73%	1,177.86	230.98%
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	14.27	8.52	-40.29%	9.05	6.25%	9.50	5.00%
预付款项	38.19	38.19	0.00%	38.19	0.00%	38.19	0.00%
存货	492.49	466.80	-5.22%	488.56	4.66%	512.98	5.00%
流动资产合计	1,012.27	940.48	-7.09%	1,132.16	20.38%	1,979.12	74.81%
非流动资产	5,138.89	4,717.06	-8.21%	4,297.18	-8.90%	3,877.92	-9.76%
资产总计	6,151.16	5,657.54	-8.02%	5,429.34	-4.03%	5,857.04	7.88%
短期借款	830.00	593.88	-28.45%	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	75.07	100.03	33.24%	104.69	4.66%	109.93	5.00%
预收款项	57.47	85.46	48.70%	115.19	34.80%	146.42	27.11%
流动负债合计	2,124.55	1,188.06	-44.08%	628.58	-47.09%	665.04	5.80%
非流动负债	1,578.57	1,577.77	-0.05%	1,577.77	0.00%	1,577.77	0.00%
少数股东权益	0.00	0.20	N/A	0.42	110.00%	0.66	57.62%
母公司股东权益	2,448.05	2,852.22	16.51%	3,183.27	11.61%	3,574.28	12.28%
净营运资本	(1,112.28)	(247.58)	N/A	503.57	N/A	1,314.08	160.95%
投入资本 IC	3,559.61	3,771.71	5.96%	3,339.83	-11.45%	4,295.08	28.60%
现金流量表（百万元）	2012A	2013E	增长率%	2014E	增长率%	2015E	增长率%
净利润	(15.36)	163.66	N/A	331.28	102.42%	391.24	18.10%
折旧摊销	191.29	0.00	N/A	419.93	N/A	419.33	-0.14%
净营运资金增加	(1,128.74)	864.69	N/A	751.15	-13.13%	810.51	7.90%
经营活动产生现金流	325.17	(246.90)	N/A	500.01	N/A	501.12	0.22%

投资活动产生现金流	(1,013.38)	276.05	N/A	329.30	19.29%	359.30	9.11%
融资活动产生现金流	351.27	(73.37)	N/A	(660.03)	N/A	(38.42)	N/A
现金净增（减）	(336.95)	(44.22)	N/A	169.28	N/A	821.99	385.58%

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，研究所基础工业组负责人，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。