

公司研究 / 年报点评

2014年03月19日

有色金属 / 有色金属冶炼与加工

投资评级: 中性 (维持评级)

当前价格(元): 5.61

合理价格区间(元):

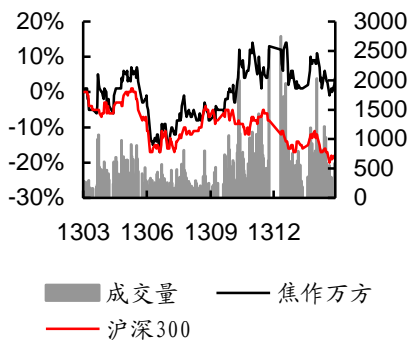
陆冰然 执业证书编号: S0570512080001
研究员 (0755)2380 5914
lubingran@mail.htsc.com.cn

刘敏达 执业证书编号: S0570510120047
研究员 025-83290904
liuminda@mail.htsc.com.cn

相关研究

- 1 《焦作万方(000612):涉足稀土领域,寻找新的利润增长点》 2013.12
- 2 《焦作万方(000612):业绩短期反弹,增长持续性不足》 2013.10
- 3 《焦作万方(000612):业绩持续下滑,前景仍不乐观》 2013.03

股价走势图



“剩者”已定, 成王待时

焦作万方(000612)

投资要点:

业绩符合预期。公司于3月18日晚公布2013年度财务报告。全年实现营业收入56.16亿元,同比下滑8.3%;归属上市公司股东净利润2.63亿元,同比增长181%,对应最新股本的EPS为0.225元/股。其中四季度单季度贡献业绩9075万元,同比大幅扭亏,较三季度环比增长90%。

热机组运营提升公司成本优势。公司2×300MW热机组项目于一季度投产,按公司现有电解铝产能测算,热电项目投产后,公司供电自给率有望达到75%;有效降低了公司的用电成本。在产销量与去年基本持平的情况下,电力总成本下降约20%。使公司主营业务成本大幅降低;毛利率从-1.78%上升至5.05%。相对与行业内大多数企业,公司综合成本具有较为明显的优势。

行业已近水穷之处,期待政策转向之时。现阶段,国内约有50%的运行产能的现金成本高于现行铝价。如果铝价维持疲弱,在正常情况下,意味着部分电解铝厂将会关停,市场正常出清将会开启。我们认为,阻碍这一进程的因素主要来自于地方政府的保护性措施:出于稳定就业和经济增长的考量,地方政府通过优惠电价,财政补贴等方式,来维系企业的开工水平。这一措施长期来看,无法维系,并会延迟行业拐点的到来。我们判断,行业筑底需要以执行政策的转向为前提,加大淘汰高成本产能的力度。从新一届政府执行市场化改革的方向和举措来看,年内相关政策有望落地,开启行业筑底的第一步。但由于供给仍然过剩,库存有待于消化,中短期内,铝价或将延续疲弱。

公司成本优势明显,“剩”者成王或成定局。在行业景气底部,企业能够维持现金流成为存活的关键。公司通过煤电铝一体化运营,将综合电力成本降至约0.4元/千瓦时;现金成本降至全行业30%分位以下。成本优势已十分明显。同时,公司拥有煤炭行业的投资收益提供稳定的现金流。公司资产负债水平不到40%,远低于行业平均70%的水平。在行业景气底部的竞争中,公司生存已基本无忧。

维持“中性”评级。基于对全年投资需求疲弱的判断,在2014-2015年铝价13500、14000元/吨的假设下,我们对公司2014-2015年盈利预测分别为:0.17、0.21元/股,对应动态PE31、22倍。基于中短期铝价的判断,和政策的不确定性,维持公司“中性”评级。

风险提示:西部产能继续投放,铝价持续疲弱,导致公司主营业务延续亏损。

公司基本资料

总股本(百万)	1,201.02
流通A股(百万)	864.30
52周内股价区间(元)	5.33-11.33
总市值(百万)	6,737.72
总资产(百万)	7,193.80
每股净资产(元)	3.70

资料来源:公司公告

经营预测指标与估值

	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	5,615.66	5,287.74	5,482.04	5,484.07
+/-%	-8.30%	-5.84%	3.67%	0.04%
净利润(百万)	262.94	204.36	287.58	287.77
+/-%	1612.02%	-22.28%	40.73%	0.07%
EPS	0.22	0.17	0.25	0.25
PE	24.37	31.35	22.28	22.26

资料来源:公司公告、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表单位：百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	1721	1377	1963	2653
现金	551	529	1087	1748
应收账款	130	43	42	49
其他应收账款	68	25	28	35
预付账款	339	177	205	218
存货	427	429	429	431
其他流动资产	205	173	173	173
非流动资产	5473	5054	4521	3981
长期投资	1682	1682	1682	1682
固定投资	3527	5234	4701	4169
无形资产	46	41	36	30
其他非流动资产	218	-1903	-1898	-1900
资产总计	7194	6431	6484	6634
流动负债	1855	1089	876	771
短期借款	960	419	0	0
应付账款	87	77	78	79
其他流动负债	807	592	798	691
非流动负债	1013	811	812	812
长期借款	200	0	0	0
其他非流动负债	813	811	812	812
负债合计	2867	1900	1688	1582
少数股东权益	0	0	0	0
股本	1169	1169	1169	1169
资本公积	1532	1532	1532	1532
留存公积	1554	1758	2023	2279
归属母公司股	4326	4531	4796	5052
负债和股东权益	7194	6431	6484	6634

现金流量表单位：百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金	-33	541	638	559
净利润	263	204	288	288
折旧摊销	272	438	538	538
财务费用	120	40	0	-21
投资损失	-231	-230	-212	-212
营运资金变动	-496	91	10	-28
其他经营现金	39	-3	14	-5
投资活动现金	-338	240	212	212
资本支出	335	0	0	0
长期投资	-47	0	0	0
其他投资现金	-50	240	212	212
筹资活动现金	703	-804	-292	-110
短期借款	130	-541	-419	0
长期借款	-568	-200	0	0
普通股增加	689	0	0	0
资本公积增加	1317	0	0	0
其他筹资现金	-864	-63	127	-110
现金净增加额	333	-23	558	661

利润表单位：百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	5616	5288	5482	5484
营业成本	5332	5149	5204	5212
营业税金及附加	13	12	12	12
营业费用	20	19	19	19
管理费用	124	115	120	120
财务费用	120	40	0	-21
资产减值损失	26	3	0	0
公允价值变动收	10	0	0	0
投资净收益	231	230	212	212
营业利润	222	181	338	354
营业外收入	65	85	35	20
营业外支出	6	1	0	0
利润总额	280	265	373	374
所得税	17	61	86	86
净利润	263	204	288	288
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利	263	204	288	288
EBITDA	614	660	877	870
EPS	0.22	0.17	0.25	0.25

主要财务比率单位：百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	-8.3%	-5.8%	3.7%	0.0%
营业利润	34.4%	-18.1%	86.6%	4.5%
归属母公司净利	#####	-22.3%	40.7%	0.1%
获利能力				
毛利率(%)	5.1%	2.6%	5.1%	5.0%
净利率(%)	4.7%	3.9%	5.3%	5.3%
ROE(%)	6.1%	4.5%	6.0%	5.7%
ROIC(%)	8.2%	5.0%	9.2%	10.9%
偿债能力				
资产负债率(%)	39.9%	29.6%	26.0%	23.9%
净负债比率(%)	40.46%	22.05%	8.89%	3.16%
流动比率	0.93	1.26	2.24	3.44
速动比率	0.69	0.87	1.75	2.88
营运能力				
总资产周转率	0.84	0.78	0.85	0.84
应收账款周转率	65	47	64	58
应付账款周转率	65.74	62.58	67.03	66.30
每股指标(元)				
每股收益(最新摊)	0.22	0.17	0.25	0.25
每股经营现金流	-0.03	0.46	0.55	0.48
每股净资产(最新)	3.70	3.88	4.10	4.32
估值比率				
PE	24.94	32.09	22.80	22.79
PB	1.52	1.45	1.37	1.30
EV EBITDA	11	10	7	7

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下，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，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2014 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市白下区中山东路 90 号华泰证券大厦/邮政编码：210000

电话：86 25 84457777 /传真：86 25 84579778

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

北京

北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 5 楼/邮政编码：100034

电话：86 10 68085588 /传真：86 10 68085588

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

上海

上海市浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层 / 邮政编码：200120

电话：86 21 50106028 /传真：86 21 68498501

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn