



2016 年 11 月 04 日

持有(首次评级)

当前价: 8.9 元
 目标价: 9 元

有色金属行业研究组

分析师: 王风华

执业编号: S0300516060001
 电话: 010-64408937
 邮箱: wangfenghua@lxsec.com

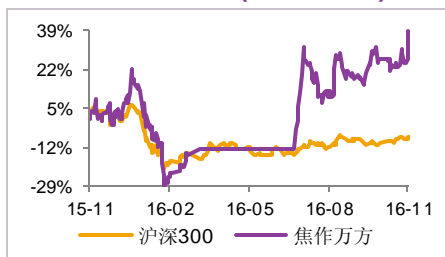
分析师: 郭佳楠

执业编号: S0300515080001
 电话: 010-64408440
 邮箱: guojianan@lxsec.com

研究助理: 王保庆

电话: 010-64408440
 邮箱: wangbaoqing@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

| 百万元 | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|--------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入 | 4,658 | 4,049 | 5,054 | 4,864 |
| (+/-) | -11% | -13% | 25% | -4% |
| 净利润 | -63 | 108 | 232 | 182 |
| (+/-) | -118% | 273% | 114% | -22% |
| EPS(元) | -0.05 | 0.09 | 0.19 | 0.15 |
| P/E | - | 99 | 46 | 59 |

资料来源: 联讯证券研究院

铝

证券研究报告 | 公司研究

焦作万方(000612.SZ)

受灾减产不影响公司扭亏、锦江集团入局资产注入或可期

投资要点

✧ 河南煤电铝一体化企业、锦江系入局资产注入可期

公司是河南焦作地区一家以电解铝业务为主, 通过参股赵固(新乡)能源, 自建两台 300MW 热电机组, 拥有比较完善的煤电铝及铝加工一体化产业链条的公司。2016 年锦江集团成为公司第一大股东, 氧化铝优质资产注入预期强。

✧ 锦江集团成为第一大股东、氧化铝资产注入可期

8 月 5 日, 原公司第一大股东西藏吉奥高以 18.7 亿元的作价将持有 1.9 亿股, 合计 15.96% 的公司股权过户给杭州金投锦众, 而后者为锦江集团控制的平台。锦江集团是国内氧化铝行业规模最大、盈利状况最好、实力最强民营企业之一, 氧化铝权益产能超过 724 万吨/年, 居全国第四位, 拥有河南开曼铝业(200 万吨/年)、山西复晟铝业(80 万吨/年、后续计划扩建至 240 万吨/年)、山西孝义兴安(280 万吨/年)、广西锦鑫(100 万吨/年)等四座大型氧化铝, 参股 40% 的贵州华锦铝业 160 万吨/年生产线已投产。

✧ 煤: 参股优质无烟煤矿、煤价大涨投资收益大增

公司持有焦作煤业集团赵固(新乡)能源有限公司 30% 股权, 后者煤炭资源储量 3.7 亿吨, 拥有赵固一矿、赵固二矿两座设备及工艺先进、全国一级安全质量标准化大型煤矿, 核定产能 480 万吨, 重新核定后产能 403 万吨。该矿以生产无烟煤为主, 吨煤理论完全成本仅为 240 元/吨, 盈利状况好, 即使在 2015 年也实现盈利 1.5 亿元。我们认为, 虽然产量下降, 但因四季度产能将释放在价格高点, 公司盈利仍有望大幅增加。

✧ 电: 2×300MW 热电机组自供及金冠电力直供保证供应

2013 年, 公司两台 2×300MW 热电机组投产, 今年上半年已经完成超低排放改造。2016 年计划发电 41.76 亿千瓦时预计发电量, 按照吨电解铝耗电量 1.38 万千瓦时估算, 可满足 30 万吨电解铝的用电需求。按照 1 千瓦时耗电 400 克, 吨铝需用煤 5.52 吨, 假设全年动力煤(Q5800, 山西晋城产)价格较去年上升 8 元/吨, 吨铝电力成本增加 37.7 元/吨。全年 37 万吨电解铝需用煤(含金冠) 204 万吨, 成本增加 1395 万元。

✧ 电解铝: 产量受灾下降、铝价回暖毛利增加 3.11 亿元

公司拥有三个电解厂车间, 合计产能 45 万吨/年, 全部为 280kA 预焙槽。7 月因遭受太行山特大山洪袭击, 二三车间停产, 一车间受灾较轻, 预计全年产量将下降至 37 万吨。假设全年氧化铝和电解铝年均价分别为价格 1,994 元/吨和 12,391 元/吨, 我们认为公司吨毛利在 1,248 元/吨, 较去年增加 902 元/吨, 全年毛利增加 3.11 亿元。



✧ 其他：碳素减值已计提、增资中旅银行

碳素：因焦作市环境治理，公司 2015 年底已关停 6 万吨/预焙阳极生产线，主要预焙阳极供应缺口由本公司参股公司焦作市万都实业有限公司补充。截止 2015 年 10 月底，碳素分厂固定资产净值 4696 万元。关停后，公司需要计提减值，同时每年少计提 420 万元折旧。

稀土：公司持有中国稀土 13.17% 股权，中国稀土为中国铝业旗下稀土平台，在广西、四川等地拥有优质的稀土资源和加工处理能力。但因行业低迷，预计今年盈利或大幅亏损，权益亏损额或超 1500 万元。

增资中旅银行：2016 年 10 月，公司拟以 4.07 亿元自有资金对焦作中旅银行进行增资。增资完成后，本公司持有焦作中旅银行的股份比例将由 0.222% 增至约 4.992%。

✧ 盈利预测及估值：目标价“9 元/股”、投资评级“持有”

基于上述价格及产量假设，预测公司 2016E/2017E/2018E 的归属净利润分别为 1.08 亿元/2.32 亿元/1.82 亿元，对应的 EPS 分别为 0.09 元/0.19 元/0.15 元，考虑到大股东资产注入预期，可以给予公司对应 99 倍/46 倍/59 倍的 PE，对应的目标价格为 9 元/股，投资评级“持有”。

✧ 风险提示

资产注入不及预期、产量恢复不及预期、价格波动超预期。



图表1： 公司业绩价格弹性

| 栏目 | 指标 | 单位 | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | 产品价格变化 | | | | |
|------------------|-----|------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | | | | | | | -20% | -10% | 0% | 10% | 20% |
| 价格 | | | | | | | | | | | |
| 电解铝（长江 A00） | 年均价 | 元/吨 | 12,068 | 12,391 | 13,000 | 12,500 | 9,913 | 11,152 | 12,391 | 13,630 | 14,869 |
| 动力煤（Q5800，山西晋城产） | 年均价 | 元/吨 | 360 | 368 | 400 | 380 | 294 | 331 | 368 | 405 | 442 |
| 氧化铝（河南一级） | 年均价 | 元/吨 | 2,453 | 1,994 | 2,400 | 2,300 | 1,595 | 1,795 | 1,994 | 2,193 | 2,393 |
| 电解铝 | 售价 | 元/吨 | 10,313 | 10,591 | 11,111 | 10,684 | 8,472 | 9,532 | 10,591 | 11,650 | 12,709 |
| 产销量 | | | | | | | | | | | |
| 电解铝 | 生产量 | 万吨 | 44.20 | 37 | 45 | 45 | 37 | 37 | 37 | 37 | 37 |
| 电解铝 | 销售量 | 万吨 | 44.21 | 37 | 45 | 45 | 37 | 37 | 37 | 37 | 37 |
| 电解铝 | 库存量 | 万吨 | 0.30 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 发电量 | 发电量 | 万千瓦时 | | 417,601 | 417,601 | 417,601 | 417,601 | 417,601 | 417,601 | 417,601 | 417,601 |
| 收入 | | | | | | | | | | | |
| 电解铝 | 收入 | 百万元 | 4,559 | 3,939 | 4,944 | 4,754 | 3,151 | 3,545 | 3,939 | 4,333 | 4,727 |
| 其他 | 收入 | 百万元 | 99.64 | 110 | 110 | 110 | 110 | 110 | 110 | 110 | 110 |
| 单位电解铝成本 | | | | | | | | | | | |
| 氧化铝 | 成本 | 元/吨 | 4,067 | 3,306 | 3,979 | 3,814 | 2,645 | 2,976 | 3,306 | 3,637 | 3,968 |
| 动力煤 | 成本 | 元/吨 | 1,700 | 1,736 | 1,887 | 1,793 | 1,389 | 1,563 | 1,736 | 1,910 | 2,083 |
| 其他 | 成本 | 元/吨 | 4,200 | 4,300 | 4,100 | 4,100 | 4,300 | 4,300 | 4,300 | 4,300 | 4,300 |
| 成本 | | | | | | | | | | | |
| 电解铝 | 成本 | 百万元 | 4,405 | 3,475 | 4,435 | 4,319 | 3,100 | 3,287 | 3,475 | 3,663 | 3,850 |
| 其他 | 成本 | 百万元 | 58.16 | 88 | 88 | 88 | 88 | 88 | 88 | 88 | 88 |
| 毛利 | | | | | | | | | | | |
| 电解铝 | 毛利 | 百万元 | 154 | 464 | 509 | 435 | 52 | 258 | 464 | 671 | 877 |
| 其他 | 毛利 | 百万元 | 41.48 | 22 | 22 | 22 | 22 | 22 | 22 | 22 | 22 |
| 合计 | | | | | | | | | | | |
| 收入 | 合计 | 百万元 | 4,658 | 4,049 | 5,054 | 4,864 | 3,261 | 3,655 | 4,049 | 4,443 | 4,837 |
| 成本 | 合计 | 百万元 | 4,463 | 3,563 | 4,523 | 4,407 | 3,188 | 3,375 | 3,563 | 3,750 | 3,938 |
| 毛利 | 合计 | 百万元 | 195 | 486 | 531 | 457 | 74 | 280 | 486 | 693 | 899 |

资料来源：联讯证券

假设：电解铝减产 7.2 万吨、吨电解铝需 1.94 吨氧化铝、氧化铝与电解铝变化为简单估计、自发电及金冠电力成本仅考虑煤炭价格变化、吨电解铝用电量 13800 万千瓦时、1 千瓦时耗煤 400 克、其他业务无弹性。



附录：公司财务预测表

| 资产负债表 百万元 | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | 现金流量表 百万元 | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产 | 2,823 | 941 | 1,328 | 1,659 | 经营活动现金流 | -44 | 67 | 349 | 467 |
| 现金 | 594 | 494 | 769 | 1,180 | 净利润 | -63 | 108 | 232 | 182 |
| 应收票据及账款 | 33 | 45 | 52 | 41 | 折旧摊销 | 265 | 186 | 186 | 186 |
| 预付账款 | 62 | 20 | 83 | 17 | 财务费用 | 170 | 107 | 90 | 88 |
| 其他应收款 | 1,738 | 10 | 10 | 10 | 投资损失 | -39 | 70 | -20 | -20 |
| 存货 | 351 | 327 | 369 | 366 | 营运资金变动 | -571 | -324 | -53 | 79 |
| 其他流动资产 | 45 | 45 | 45 | 45 | 其它 | 193 | -79 | -86 | -47 |
| 非流动资产 | 5,727 | 5,530 | 5,344 | 5,159 | 投资活动现金流 | -119 | 2,009 | 20 | 20 |
| 长期股权投资 | 2,376 | 2,376 | 2,376 | 2,376 | 资本支出 | 136 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 2,957 | 2,872 | 2,698 | 2,523 | 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 110 | 110 | 110 | 110 | 其他 | 17 | 2,009 | 20 | 20 |
| 无形资产 | 37 | 26 | 15 | 3 | 筹资活动现金流 | 385 | -2,177 | -94 | -76 |
| 商誉 | 32 | 32 | 32 | 32 | 借款 | 2,040 | 1,053 | 1,053 | 1,053 |
| 其他非流动资产 | 115 | 115 | 115 | 115 | 其他 | -1,655 | -3,230 | -1,147 | -1,129 |
| 资产总计 | 8,550 | 6,471 | 6,672 | 6,818 | 现金净增加额 | 223 | -101 | 275 | 411 |
| 流动负债 | 2,173 | 541 | 558 | 560 | | | | | |
| 短期借款 | 550 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 应付票据及账款 | 196 | 128 | 146 | 148 | 主要财务比率 | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| 预收账款 | 43 | 50 | 50 | 50 | 成长能力 | | | | |
| 其他应付款 | 362 | 362 | 362 | 362 | 营业收入 | -11% | -13% | 25% | -4% |
| 其他流动负债 | 1,021 | 0 | 0 | 0 | 营业利润 | -193% | 236% | 6% | -24% |
| 非流动负债 | 1,610 | 1,077 | 1,077 | 1,077 | 归属母公司净利润 | -118% | 273% | 114% | -22% |
| 长期借款及债券 | 1,353 | 1,053 | 1,053 | 1,053 | 获利能力 | | | | |
| 其他 | 257 | 24 | 24 | 24 | 毛利率 | 4% | 12% | 11% | 9% |
| 负债合计 | 3,782 | 1,617 | 1,635 | 1,637 | 净利率 | -1% | 3% | 5% | 4% |
| 归属母公司股东的权益 | 4,764 | 4,850 | 5,034 | 5,178 | ROE | -1.31% | 2.23% | 4.60% | 3.50% |
| 负债和股东权益合计 | 8,546 | 6,467 | 6,669 | 6,815 | ROIC | 0.13% | 3.73% | 4.31% | 3.34% |
| 流动资产 | 2,823 | 941 | 1,328 | 1,659 | 偿债能力 | | | | |
| 利润表 百万元 | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | 资产负债率 | 44.24% | 24.99% | 24.50% | 24.01% |
| 营业收入 | 4,658 | 4,049 | 5,054 | 4,864 | 流动比率 | 1.30 | 1.74 | 2.38 | 2.96 |
| 营业成本 | 4,463 | 3,563 | 4,523 | 4,407 | 速动比率 | 1.12 | 1.05 | 1.64 | 2.23 |
| 营业税金及附加 | 8 | 10 | 12 | 12 | 营运能力 | | | | |
| 销售费用 | 13 | 11 | 14 | 13 | 总资产周转率 | 0.54 | 0.63 | 0.76 | 0.71 |
| 管理费用 | 116 | 202 | 126 | 122 | 应收帐款周转率 | 142.39 | 90.34 | 97.27 | 118.12 |
| 财务费用 | 170 | 107 | 90 | 88 | 存货周转率 | 12.70 | 10.89 | 12.27 | 12.04 |
| 资产减值损失 | 103 | -89 | 0 | 0 | 每股指标(元) | | | | |
| 公允价值变动净收益 | -27 | 0 | 0 | 0 | 每股收益 | -0.05 | 0.09 | 0.19 | 0.15 |
| 投资净收益 | 39 | -70 | 20 | 20 | 每股经营现金流 | -0.04 | 0.90 | 0.29 | 0.39 |
| 营业外收入 | 148 | 63 | 0 | 0 | 每股净资产 | 4.00 | 4.07 | 4.22 | 4.34 |
| 营业外支出 | 37 | 83 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | |
| 利润总额 | -91 | 155 | 309 | 242 | P/E | - | 99 | 46 | 59 |
| 所得税 | -29 | 46 | 77 | 61 | P/B | 2.25 | 2.21 | 2.13 | 2.07 |
| 净利润 | -63 | 108 | 232 | 182 | EV/EBITDA | 34.91 | 27.41 | 20.57 | 22.93 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 归属于母公司净利润 | -63 | 108 | 232 | 182 | | | | | |
| EBITDA | 344 | 412 | 541 | 466 | | | | | |
| EPS(元) | -0.05 | 0.09 | 0.19 | 0.15 | | | | | |

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 19 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

郭佳楠：联讯证券基金研究员，具备 6 年公募基金产品及重点行业研究经验，目前是研究院报告质控岗。从事公募基金定性、产品评价及策略研究，持续跟踪基金行业发展动态，对公募产品运作特征有着较为深入的理解。曾为多家机构客户提供基金行业及产品深度专题研究服务；具备银行、证券公司基金池推介及维护经验。

研究院销售团队

| | | | | |
|----|-----|--------------|-------------|-----------------------|
| 北京 | 周之音 | 010-64408926 | 13901308141 | zhouzhiyin@lxsec.com |
| 北京 | 林接钦 | 010-64408662 | 18612979796 | linjieqin@lxsec.com |
| 上海 | 杨志勇 | 021-51782335 | 13816013064 | yangzhiyong@lxsec.com |
| 深圳 | 刘啸天 | | 15889583386 | liuxiaotian@lxsec.com |

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com