

有色金属

2016 年 12 月 20 日

焦作万方 (000612)

——二股东未来十二个月以不低于成本价转让股权，维持买入评级

报告原因：有信息公开需要点评

买入（维持）

市场数据：2016 年 12 月 19 日

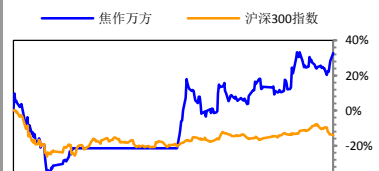
收盘价（元）	9.74
一年内最高/最低（元）	10.47/4.72
市净率	2.6
息率（分红/股价）	-
流通 A 股市值（百万元）	9654
上证指数/深证成指	3118.09 / 10283.16

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016 年 09 月 30 日

每股净资产（元）	3.79
资产负债率%	31.16
总股本/流通 A 股（百万）	1192/991
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《焦作万方（000612）深度：溢价收购大股东股权，电解铝行业迎来多重催化剂》
2016/07/04

《早间提示版 160627—宝钢集团武钢集团筹划战略重组》 2016/06/27

证券分析师

徐若旭 A0230514070002
xurx@swsresearch.com

联系人

徐若旭
(8621)23297818×7427
xurx@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- **二股东公告股权转让提示，持股成本约 9.9 元/股。**焦作万方 17 日发布公告，公司第二大股东洲际油气拟转让所持有的全部 1.046 亿股股份（占焦作万方总股本的 8.77%），转让价格将不低于洲际油气的持股成本价，转让方式为通过大宗交易或协议转让。此前，洲际油气分别在 2015 年 2 月以 10.03 元/股受让焦作万方股权 1 亿股，之后在 2015 年 7-9 月之间以共计 3292.51 万元现金认购焦作万方 461.3 万股；以上数据计算洲际油气获得上述焦作万方股份的每股成本价约为 9.90 元左右，接近目前股价现价。不过考虑公司近两年持股的财务成本，实际的成本支出大约比现价再高出 10% 以上。
- **二股东转让推算价格接近大股东股权收购价，再次强化公司安全边际。**此前焦作万方目前大股东杭州金投锦众（实际控制人杭州锦江集团）收购 15% 股权的价格为 10.79 元/股，与我们此次推算的洲际油气潜在的转让价格接近，并高于股票现价。可以说，此次二股东承诺未来 12 个月内通过大宗交易或协议转让股权的行为再次强化了公司股价的安全边际。公司大股东和二股东对公司内在价值的潜在认识的趋同也给予我们二级市场购买行为很好的指引。
- **六个月内持续推进承诺资产重组方案，新的 A 股大型氧化铝电解铝生产公司将诞生。**此前大股东于 6 月底收购股权时承诺未来十二个月内将进行资产重组。结合公司自身主营业务和集团潜在业务板块，电解铝和氧化铝注入的可能性最高（可能分批注入），距离承诺启动资产的时间还有 6 个月。杭州锦江集团目前拥有氧化铝权益产能 724 万吨以上和 180 万吨电解铝产能（包括 60 万吨 2017 年投产的在建生产线），若全部注入上市公司，焦作万方将成为规模上仅次于中铝的 A 股巨无霸电解铝氧化铝企业。经我们推算，目前铝价下杭州锦江集团的铝板块的年化净利润达到 20 亿元。
- **持续看好公司资产重组推进，维持买入评级！**我们认为杭州锦江集团大幅溢价收购焦作万方股权背后是对推进资产重组坚定的决心和强烈的信心，因此持续看好公司未来电解铝和氧化铝一体化资产的注入（可分步骤）！目前公司 116 亿市值，假设我们按照 20 亿净利润（15XPE），60 亿净资产（2XPB）的假设推算，焦作万方仍有市值增长空间。我们维持公司 16-18 年净利润为 0.94/2.11/4.62 亿元，对应 EPS0.08/0.18/0.39 元，维持买入评级！

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	4,658	2,710	4,892	5,341	5,925
同比增长率（%）	-11.26	-24.96	5.02	9.18	10.93
净利润（百万元）	-63	42	94	211	462
同比增长率（%）	-	121.98	-250.34	124.47	118.96
每股收益（元/股）	-0.05	0.04	0.08	0.18	0.39
毛利率（%）	4.2	12.1	6.7	8.6	13.1
ROE（%）	-1.3	0.9	1.9	4.2	8.4
市盈率	-187		122	54	25

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	5,616	5,250	4,658	4,892	5,341	5,925
营业收入同比增长率 (yoy)	-8.30%	-6.52%	-11.26%	5.00%	9.20%	10.90%
减: 营业成本	5,332	4,781	4,463	4,565	4,881	5,149
毛利率 (%)	5.05%	8.93%	4.19%	6.70%	8.60%	13.10%
减: 营业税金及附加	13	13	8	9	10	11
主营业务利润	271	456	187	318	450	765
主营业务利润率 (%)	4.82%	8.69%	4.01%	6.50%	8.40%	12.90%
减: 销售费用	20	24	13	14	15	17
减: 管理费用	124	128	116	116	130	144
减: 财务费用	120	127	170	110	93	66
经营性利润	7	177	-112	78	212	538
经营性利润同比增长率 (yoy)	-101.63%	2580.21%	-163.09%	-169.90%	171.80%	153.80%
经营性利润率 (%)	0.12%	3.37%	-2.40%	1.60%	4.00%	9.10%
减: 资产减值损失	26	-2	103	9	-8	2
加: 投资收益及其他	231	200	39	0	0	0
营业利润	222	397	-202	69	220	537
加: 营业外净收入	59	10	111	60	60	77
利润总额	280	407	-91	129	280	614
减: 所得税	17	51	-29	35	69	151
净利润	263	356	-63	94	211	462
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	263	356	-63	94	211	462
净利润同比增长率 (yoy)	-1812.02%	35.56%	-117.54%	-245.50%	133.00%	117.50%
全面摊薄总股本	1,169	1,203	1,203	1,203	1,203	1,203
每股收益 (元)	0.41	0.31	-0.05	0.08	0.18	0.39
归属母公司所有者净利润率 (%)	4.68%	6.79%	-1.34%	1.90%	4.00%	7.80%
ROE	6.08%	7.54%	-1.31%	1.90%	4.20%	8.40%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。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。