

有色金属冶炼 II

2010年2月4日

焦作万方(000612) 当前股价: 24.17 目标价: 32.50

收购煤矿股权, 开阔另一片天空

投资要点:

- 公司目前具有 42 万吨电解铝、6 万吨碳素产能, 短期之内电解铝产能不会继续扩张, 公司通过收购赵固能源涉足煤炭开采行业, 未来将继续完善产业链布局, 形成煤电铝一体化。
- 我们对公司的总体判断是: 公司电解铝业务盈利能力稳定; 注入的煤矿资产盈利前景看好, 业绩将逐步释放。
- 随着电解铝行业逐步从低谷回升, 焦作万方的季度盈利情况也在逐季好转: 从 2008 年四季度亏损 1.57 亿元到 2009 年三季度盈利 1.11 亿元。我们预期未来一段时期焦作万方的盈利还有继续上升的空间。
- 赵固能源按每吨煤 50 元的价格向焦煤集团缴纳采矿权使用费。公司收购后焦煤集团将会转移矿业权给赵固能源。赵固能源目前的洗出率约为 90%, 块煤含量 20%, 其余为供应钢厂的精煤。按照目前的市场价格计算, 赵固能源的商品煤综合售价能够达到 750-800 元/吨, 吨煤净利润有望达到 160-180 元/吨。我们预测赵固能源 2010-2012 年将为焦作万方贡献 1.92、2.40、3.60 亿元的投资收益, 对应每股收益为 0.40、0.50、0.75 元。
- 在 2009-2011 年电解铝价格为 13900、16000、16500 元/吨的假设下, 我们预测公司 2009-2011 年电解铝业务贡献每股收益 0.47、0.90、1.06 元。加上煤炭业务的收益, 公司 2009-2011 年整体盈利为 0.47、1.30、1.56 元。我们按照 2010 年 25 倍 PE 估值, 公司合理股价对应于 32.5 元, 目前股价低估严重, 公司的投资评级为“买入”。

研究员: 刘敏达

电话: 025-83290904

E-mail: liuminda@mail.htsc.com.cn

地址: 南京市, 中山东路 90 号

投资评级: 买入

股价走势图



相关研究

## 调研事件

一月份我们调研了焦作万方，并与公司相关人员进行了深入交流。公司目前具有 42 万吨电解铝、6 万吨碳素产能，短期之内电解铝产能不会继续扩张，公司通过收购赵固能源涉足煤炭开采行业，未来将继续完善产业链布局，形成煤电铝一体化。

我们对公司的总体判断是：**公司电解铝业务盈利能力稳定；注入的煤矿资产盈利前景看好，业绩将逐步释放。**

## 焦作万方的投资价值判断

### 一、电解铝生产成本低，盈利能力稳定

公司的电解铝生产成本较低，主要体现在以下几方面：

- 1、公司目前拥有 42 万吨 280KA 电解铝产能，综合电耗低于 14000 度，在行业内处于领先水平。
- 2、公司自备电厂和关联公司供电占总用电的 55%左右，电力成本具有优势。目前电力供应主要来自三部分：全资子公司爱依斯电厂拥有 2\*125MW 的电力装机容量，供应所有电力需求的 25%，供应电价为电厂成本价，约 0.355 元/千瓦时；金冠嘉华电厂是焦作万方集团参股（20%股权）的自备电厂，年发电量 17.5 亿度，供电价格较网电略便宜，约为 0.42 元/千瓦时，占电力需求的 30%；网上购电。价格按照河南省工业直供电价供应，价格为 0.4208 元/千瓦时，占比为 45%。综合来看，公司的平均电力成本为 0.40 元/千瓦时。2009 年 11 月 20 日，河南电价上调了 0.037 元/千瓦时，目前公司的电力成本已上涨至 0.43 元/千瓦时。
- 3、公司氧化铝原料全部采用中铝长单从距离较近的中铝中州铝厂采购，按照 17%的上海期货交易所 3 月合约平均价格计算，原料供应稳定。
- 4、目前铝水的销售比例约 30%，且由于周边铝加工产能的增加，铝水销售的比例仍在提升，铝水销售的增加公司的毛利 100 元/吨以上。

### 二、电解铝行业的盈利能力正在逐步回升

2009 年下半年以来，由于铝价的上涨，电解铝与氧化铝的价差持续扩大，电解铝行业的景气度逐季回升，铝价与 2 吨氧化铝价差已经从 2008 年底的 6700 元上升到目前的 11000 元。伴随着价差的持续扩大，电解铝行业盈利也在逐步上升。

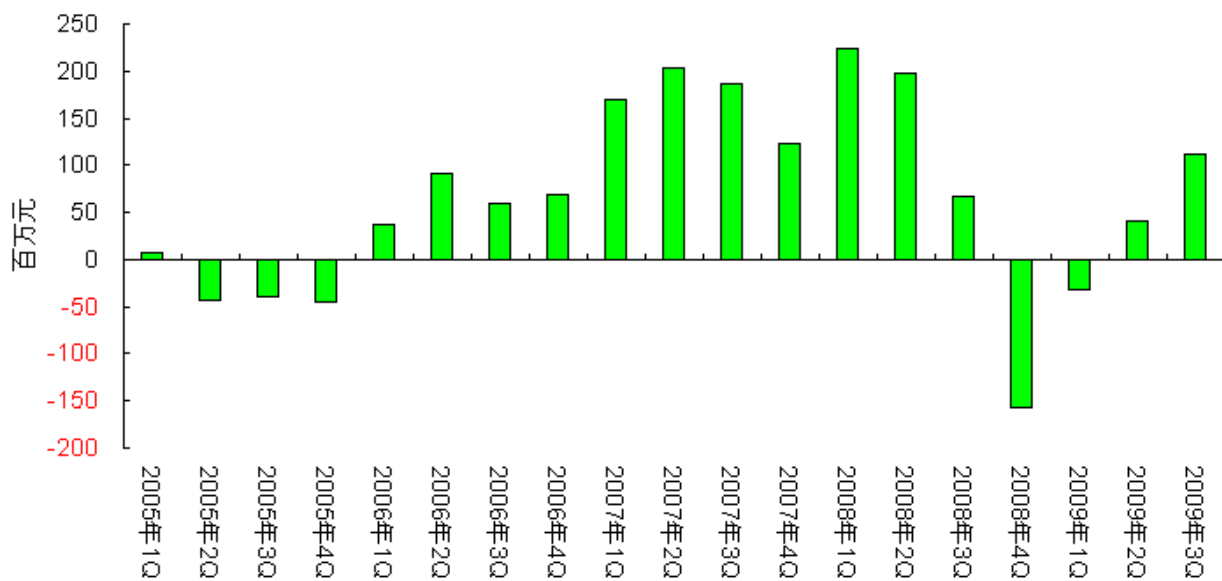
随着电解铝行业逐步从低谷回升，焦作万方的季度盈利情况也在逐季好转：从 2008 年四季度亏损 1.57 亿元到 2009 年三季度盈利 1.11 亿元。我们预期未来一段时期焦作万方的盈利还有继续上升的空间。

图 1：铝价与 2 吨氧化铝价差走势



资料来源：华泰证券研究所

图 2：焦作万方季度盈利变化



资料来源：华泰证券研究所

### 三、收购煤炭业务前景看好

赵固能源是由河南焦煤集团和中国铝业公司 2004 年 5 月设立的有限责任公司,焦煤集团和中国铝业各持股 70%和 30%。2009 年 12 月,焦作万方以挂牌价 11.4 亿元收购了中国铝业公司转让的赵固能源 30%股权。

赵固能源的煤炭资产优良,将被建成河南省最大的煤矿。05 年 6 月开工建设;2008 年 11 月试投产;2009 年 5 月正式投产。储量 3.7 亿吨、可采储量 1.65 亿吨、批准产能 240 万吨;洗出率 80-90%;煤层厚 5.29 米;服务年限 49 年;煤质很好,品位高,含硫量低(1-2%),

含磷量低，发热量高，开采条件好，井内瓦斯和水都比较少。赵固能源的 2010 年产量折算成 5200 大卡的标煤约 400 万吨，2012 年产量将达到 600 万吨。

赵固能源按每吨煤 50 元的价格向焦煤集团缴纳采矿权使用费。公司收购后焦煤集团将会转移矿业权给赵固能源。赵固能源目前的洗出率约为 90%，块煤含量 20%，其余为供应钢厂的精煤。按照目前的市场价格计算，赵固能源的商品煤综合售价能够达到 750-800 元/吨，吨煤净利润有望达到 160-180 元/吨。

我们预测赵固能源 2010-2012 年年将为焦作万方贡献 1.92、2.40、3.60 亿元的投资收益，对应每股收益为 0.40、0.50、0.75 元。

#### 四、公司估值较低，投资确定性强

在 2009-2011 年电解铝价格为 13900、16000、16500 元/吨的假设下，我们预测公司 2009-2011 年电解铝业务贡献每股收益 0.47、0.90、1.06 元。加上煤炭业务的收益，公司 2009-2011 年整体盈利为 0.47、1.30、1.56 元。我们按照 2010 年 25 倍 PE 估值，公司合理股价对应于 32.5 元，目前股价低估严重，公司的投资评级为“买入”。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
<b>流动资产</b>	1259	1486	1538	2419
现金	536	800	782	1651
应收账款	85	50	57	59
其它应收款	4	20	23	24
预付账款	11	76	83	84
存货	622	535	587	594
其他	0	5	6	6
<b>非流动资产</b>	2779	2644	3678	3539
长期投资	14	14	1154	1154
固定资产	2616	2482	2340	2193
无形资产	62	62	62	62
其他	87	86	123	130
<b>资产总计</b>	4037	4130	5217	5957
<b>流动负债</b>	1087	969	896	898
短期借款	630	588	500	500
应付账款	107	89	98	99
其他	350	292	298	299
<b>非流动负债</b>	1127	1152	1737	1822
长期借款	1062	1112	1712	1812
其他	65	40	25	10
<b>负债合计</b>	2214	2121	2633	2721
少数股东权益	1	1	1	1
股本	480	480	480	480
资本公积	199	199	199	199
留存收益	1144	1329	1904	2557
归属母公司股东权益	1823	2008	2583	3236
<b>负债和股东权益</b>	4037	4130	5217	5957

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
<b>经营活动现金流</b>	521	516	663	798
净利润	333	224	623	749
折旧摊销	211	193	197	201
财务费用	98	94	106	112
投资损失	-17	-1	-192	-240
营运资金变动	-173	61	-56	-9
其它	69	-55	-15	-15
<b>投资活动现金流</b>	-585	-60	-1039	179
资本支出	95	60	60	60
长期投资	3	-0	1140	0
其他	-487	-1	161	239
<b>筹资活动现金流</b>	347	-192	358	-108
短期借款	-66	-42	-88	0
长期借款	533	50	600	100
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	52	0	0	0
其他	-173	-200	-154	-208
<b>现金净增加额</b>	283	264	-18	869

利润表

单位:百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
<b>营业收入</b>	6019	4990	5744	5923
营业成本	5323	4460	4892	4953
营业税金及附加	15	18	21	22
营业费用	68	37	40	41
管理费用	89	100	112	116
财务费用	98	94	106	112
资产减值损失	12	-15	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	17	1	192	240
<b>营业利润</b>	431	297	764	919
营业外收入	6	2	0	0
营业外支出	3	0	0	0
<b>利润总额</b>	435	298	764	919
所得税	102	75	141	170
<b>净利润</b>	333	224	623	749
少数股东损益	-0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	333	224	623	749
<b>EBITDA</b>	741	583	1067	1232
<b>EPS (元)</b>	0.69	0.47	1.30	1.56

主要财务比率

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
<b>成长能力</b>				
营业收入	16.1%	-17.1%	15.1%	3.1%
营业利润	-58.5%	-31.2%	157.8%	20.2%
归属于母公司净利润	-51.3%	-32.8%	178.6%	20.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率	11.6%	10.6%	14.8%	16.4%
净利率	5.5%	4.5%	10.8%	12.6%
ROE	18.3%	11.1%	24.1%	23.1%
ROIC	16.1%	12.5%	28.3%	35.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	54.8%	51.4%	50.5%	45.7%
净负债比率	88.25%	89.56%	91.60%	92.33%
流动比率	1.16	1.53	1.72	2.69
速动比率	0.57	0.98	1.06	2.03
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.61	1.22	1.23	1.06
应收账款周转率	84	68	107	102
应付账款周转率	27.92	45.48	52.31	50.31
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.69	0.47	1.30	1.56
每股经营现金流(最新摊薄)	1.09	1.08	1.38	1.66
每股净资产(最新摊薄)	3.80	4.18	5.38	6.74
<b>估值比率</b>				
P/E	33.51	49.86	17.90	14.88
P/B	6.12	5.55	4.32	3.45
EV/EBITDA	17	22	12	10

## 华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

-投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上;

推荐：相对强于市场表现5%~20%;

观望：市场表现在-5%~+5%之间波动;

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

## 免责条款:

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。