



上市公司调研简评研究报告

主营业务乏善可陈，关注民用碳纤维项目及资产注入预期

调研目的

与上市公司交流，了解公司运营情况及行业情况，就民用碳纤维的项目进行深入了解。

调研结论

石墨电极业务关注产品结构调整。

1) 公司主业为石墨电极。石墨电极主要用于电炉炼钢（用于特钢品种，不用于粗钢，占炼钢成本不到 10%）。公司认为虽然我国以粗钢为主，但未来特种钢的市场空间也已经饱和，石墨电极市场容量后续空间不大，公司将更多关注产品结构的调整，加大超高功率石墨电极的比重，目前普通、高功率、超高功率的比重已调整到 2: 4: 4，公司计划未来再进一步扩大到 0.5: 4: 5.5。

2) 超高功率石墨电极的价格和利润率都要更高（吨售价在 23000，普通石墨电极在 10000 元左右）。这几个品种生产线设备都是一样的，主要差别在于原材料配比，超高功率需要的原材料中针状焦更多。（石墨电极生产成本中原材料占 70%，水电能耗占 30%）。而针状焦目前国内完全依赖进口，主要从日本进口，针状焦年年涨价，价格目前在 10000 多元/吨。目前国内鞍山热能研究院已经研制出国产针状焦，正在公司的几个生产线上实验，如果产品成功的话，针状焦售价仅在 6000-7000 元，有利于降低成本。

3) 石墨电极也属易耗品。公司主要产品直径多在 300-400mm，一般两周更换一次，直径越大，更换周期越慢。与耐火材料相似，也属于易耗品。

4) 计划三四季度提价。目前炭素制品协会要求行业自律，对炭素企业杀价行为遏制。公司计划在三四季度提价，但是提价是否成功尚不能确定，仍要取决于与下游钢铁行业的议价情况。

5) 市场格局。石墨电极行业中龙头企业为方大炭素，其次为中钢吉炭，两者合计占到市场份额的 60%-70%，剩余一些小企业主做低端的普通石墨电极。两家竞争关系激烈，方大炭素一直图谋收购吉林炭素未果，后被中钢入主仍未死心，意图垄断石墨电极行业。我们认为方大炭素作为民营企业管理上更为灵活，管理层更大胆，成本上相较于国有企业有优势，但业绩报表上不排除人为操作因素（毛利率水平 08 年 33%，09 年仅有 10%，我们了解行业平均在 10% 左右，民营企业成本控制较好超高功率的毛利率也顶多在 21%）

6) 公司计划今年生产 9 万多吨石墨电极，全年加上其他炭素制

中钢吉炭（000928）

首次评级

不评级

田东红

tiaandonghong@csc.com.cn

010-85130599

执业证书编号：S1440208040204

韩梅

hanmei@csc.com.cn

010-85130212

执业证书编号：S1440108081868

当前股价：8.22 元

调研日期：2010 年 05 月 14 日

发布日期：2010 年 05 月 17 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-22.4/-8.5	-3.6/7.0	2.6/0.7
12 月最高/最低价 (元)		11.34/6.70
总股本 (万股)		28,290
流通 A 股 (万股)		28,290
总市值 (亿元)		23.25
流通市值 (亿元)		23.25
近 3 月日均成交量 (万)		616
主要股东		
中国中钢集团公司		50.51%

股价表现





品总收入在 15-16 亿。

2. 民用碳纤维业务是公司未来主要看点之一

1) 公司全资子公司神舟碳纤维有限责任公司生产军用碳纤维，是国防科工委唯一一家制定采购企业，用于我国神舟飞船系列等军事国防产品。但每年用量仅 10 吨碳纤维（规格为 1K-2K 的高端产品），目前售价已经提高到一公斤 3300 元，毛利率在 35% 左右。

2) 目前我国碳纤维主要依靠进口（从日本），价格仍然较高，大范围应用推广还需时日，但国内政策支持进口替代，鼓励企业发展民用碳纤维生产。目前国内较少企业掌握核心技术，且产品质量不稳定，生产成本较高。目前实现量产的有中复神鹰，山东威海拓展、安徽华皖等。

3) 公司 08 年设立江城碳纤维有限公司计划生产 2000t 民用碳纤维，一期 500t，二期 1500t。最初公司持股 100%，后因设备从德国进口欧盟武器禁运，公司将 70% 股权转让中钢集团。我们了解目前已经拿到了进口批文，设备很快就会运抵国内，而目前厂房人员等其他已经完成，设备运抵后很快可开始试生产。预计今年四季度就可开始试运行。

4) 公司生产的民用碳纤维主要是 6K 和 12K 的品种。原丝供应与吉林化纤签订协议供货，由其全部供应。目前已经过专家论证原丝产品质量合格。

5) 根据碳纤维产业调研报告的测算方法，我们以目前丙烯腈 2.2 万元/吨的销售价格，可以粗略测算出碳纤维原丝及碳纤维的生产成本，碳纤维原丝及碳纤维的生产成本分别为 7.4 万元/吨、30 万元/吨。假设民用碳纤维(12K)的售价为 55 万元/吨，而碳纤维的生产成本为 30 万元/吨，其毛利为 25 万元/吨，毛利率达到 45%，即便加上 8 万的三项费用和 25% 的所得税率，民用碳纤维的净利润也有 13 万元/吨，净利率在 23%。

3. 中钢集团资产注入仍留想像空间

1) 公司作为中钢集团下属的重要炭素资产，未来不排除集团会考虑将旗下的其他炭素资产注入到上市公司平台，可以想象的包括中钢上海（核石墨）、中钢川炭（超高功率石墨电极及接头）、中钢鞍山热能（针状焦）、中钢江城（民用碳纤维，目前中钢占 70%，吉炭占 30%）等。

2) 中钢集团上市目前已经获得证监会批准，如果一切顺利的话不排除年内会上市。而国资委推进央企整合将是促使中钢集团加紧推进上市一事的主要动因。

4. 调研结论

我们认为公司今年业绩并不会有明显起色，如果超高功率石墨电极提价未果的话基本盈亏平衡或略有盈余。主要关注一期民用碳纤维能否顺利生产，明年上半年试运转情况，如果一切顺利的话明年下半年业绩会有明显改善，由于碳纤维项目市场情况仍不确定，暂不做盈利预测，我们将持续关注生产线的建设情况。暂不评级。



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

- 1、 $EV = \text{股权价值} + \text{债权价值} - \text{现金}$
- 2、 $EBIT = \text{营业利润} + \text{财务费用}$
- 3、 $EBITDA = EBIT + \text{折旧} + \text{摊销}$
- 4、 $NOPLAT = EBIT \times (1 - \text{所得税率}) = EBIT - \text{所得税}$ （只考虑核心业务，扣除非经常性损益）
- 5、 $IC (\text{invested capital}) = \text{股东权益} + \text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券} + \text{少数股东权益} - \text{现金} - \text{短期投资} - \text{长期投资}$
- 6、 $ROIC = NOPLAT / IC \times 100\%$
- 7、 $OPFCF = EBITDA - \text{税收} - \text{净资本性支出} - \text{营运资本的增加}$
- 8、 $WACC = [(K_e \times V_e) + (K_d \times V_d)] / (V_e + V_d)$
- 9、 $K_d = \text{债务成本} = \text{债务利率} \times (1 - \text{税率})$
- 10、 $V_e = \text{股本价值} = \text{股价} \times \text{总股本}$ $V_d = \text{债务价值}$
- 11、 $K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$
- 12、 $\text{营运资本} = \text{流动资产} - \text{流动负债}$



分析师介绍

田东红：经济学硕士，建筑建材行业首席分析师。5 年建材行业从业经历，对水泥及其他建材具有深入的理解和看法，从事证券行业研究 10 年。09 年《今日投资》评为最佳独立分析师和最佳行业分析师。

韩梅：对外经贸大学金融学硕士，建筑建材行业研究员。2 年证券行业从业经验，CFA level2 candidate。专注于通过系统的数据分析判断行业走势挖掘上市公司投资机会。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。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，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，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。

[HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN](http://research.csc.com.cn)