

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751767 liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120022

联系人： 王鹤涛 (8621) 68751767 wanght1@cjsc.com.cn

传统业务复苏，铁矿石与等静压石墨支撑业绩增长

事件描述

方大炭素今日公布 2010 年业绩快报，预计公司 2010 年归属于上市公司股东的净利润与去年同期相比增长 1000%以上。

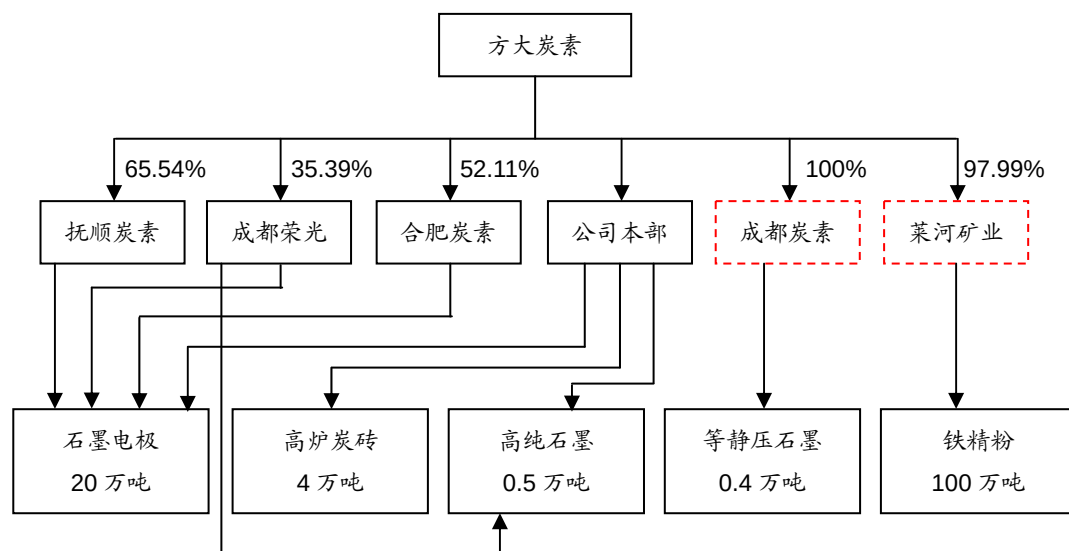
事件评论

第一，净利润同比大幅增长源于炭素制品销量增加、莱河矿业产能扩大、成都炭素业绩良好

公司表示，净利润同比大幅增长的主要原因为炭素制品销量的大幅增加，抚顺莱河矿业产能的扩大以及成都炭素经营业绩的较好表现。

根据我们之前的调研结果来看，4 季度节能减排压力增大背景下部分小钢厂受到影响，使公司传统炭素制品的销量与均价均环比 3 季度有所提升。同时，公司于 2010 年下半年完成了莱河矿业 60 万吨铁精粉向 100 万吨的扩产计划，同时收购成都炭素有限责任公司，将等静压石墨产能从 1000 吨扩大到 4000 吨。

图 1：公司股权结构及相应的产能情况分配统计



资料来源：公司资料，长江证券研究部

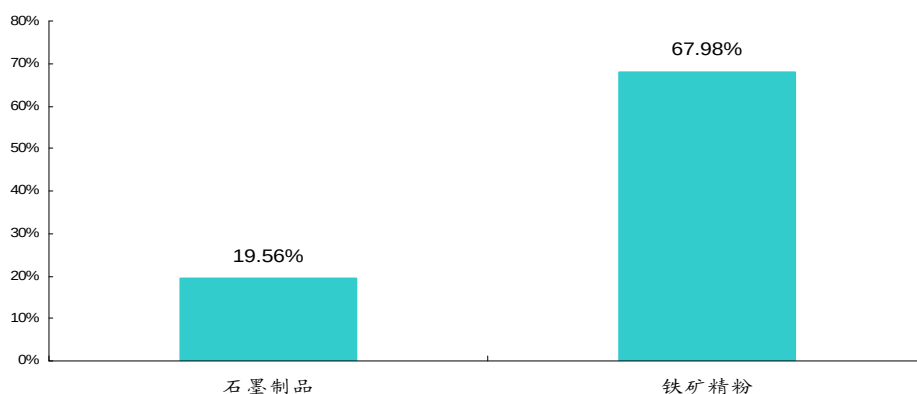
表 1：公司主要产品产能情况统计

分产品名称	主要分类	生产基地	产能
石墨电极	普通功率、高功率与超高功率	兰州、合肥、抚顺、成都	20 万吨
炭砖	炭砖、炭糊	公司本部	4 万吨
特种石墨	高纯石墨	成都荣光	0.1 万吨
	核电石墨	兰州本部	0.4 万吨
等静压石墨	等静压石墨	成都炭素	0.4 万吨
铁精粉	铁精粉	莱河矿业	100 万吨

资料来源：公司资料，长江证券研究部

第二，2011 年铁矿石与等静压石墨贡献主要利润，长期发展期待等静压石墨进一步扩产

公司目前主要业务的几块构成中，铁精矿盈利能力远强于传统石墨制品，将成为 2011 年利润的主要贡献支撑。

图 2：铁精粉毛利率强于石墨制品


资料来源：Wind，长江证券研究部

分产品进行简单测算，短期盈利支撑依赖铁精矿与等静压石墨，长期增长主要期待等静压石墨的进一步扩产。虽然公司 15% 的优惠所得税政策将于 2010 年到期，不过预计公司继续申请到优惠税率的问题不大，因此继续采用 15% 的所得税政策进行预测。

✓ 传统炭素制品业绩贡献较为有限，2010、2011 年贡献 EPS 分别为 0.03 元、0.04 元；

对传统炭素制品简单假设毛利率稳定为 20%，销售均价为 15000 元/吨，则预测可得 2010、2011 年贡献的 EPS 分别为 0.03 元和 0.04 元。

由于三个子公司的股权占比并非 100%，对公司实际业绩贡献可能还会略低于这一水准。

表 2：传统炭素制品业绩贡献预测

炭素制品	2010Z	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
营业收入	10.55	15	18	19.5	21	22.5
营业成本	8.49	12	14.4	15.6	16.8	18
毛利率	19.53%	20%	20%	20%	20%	20%
毛利水平	2.06	3	3.6	3.9	4.2	4.5
产量	8.30	10	12	13	14	15
销售均价	12,711	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000
三项费用率	16.40%	17%	17%	17%	17%	17%

所得税率	15%	15%	15%	15%	15%	15%
净利润	0.28	0.38	0.46	0.50	0.54	0.57
总股本	12.79	12.79	12.79	12.79	12.79	12.79
贡献 EPS	0.02	0.03	0.04	0.04	0.04	0.04

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

✓ 铁精粉扩产成为 2011 年业绩重要增量，2010、2011 年贡献 EPS 分别为 0.22 元、0.35 元；

下半年 40 万吨扩产项目达产后，预计 2010、2011 年产量分别为 70 万吨和 100 万吨，假定 2010、2011 年的毛利率水平分别为 70%和 75%，则预计可得铁精粉业务对 2010、2011 年的业绩贡献分别为 0.22 元和 0.35 元。

表 3：铁精粉业绩贡献预测，成为 2011 年业绩重要支撑

铁精粉	2010Z	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
营业收入	2.13	6.3	9	9	9	9
营业成本	0.68	1.89	2.25	2.7	2.7	2.7
毛利率	68.08%	70%	75%	70%	70%	70%
毛利水平	1.45	4.41	6.75	6.3	6.3	6.3
产量	27.40	70	100	100	100	100
销售均价	777	900	900	900	900	900
三项费用率	16.40%	17%	17%	17%	17%	17%
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%	15%
净利润	0.94	2.84	4.44	4.05	4.05	4.05
总股本	12.79	12.79	12.79	12.79	12.79	12.79
贡献 EPS	0.07	0.22	0.35	0.32	0.32	0.32

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

✓ 长期增长依赖等静压石墨扩建新项目的投产；

等静压石墨无疑是当前公司盈利最好的品种，目前毛利率在 50%-60%以上，净利率可达到 40%左右。

公司 2010 年 11 月 5 日公告拟与成都市政府签订战略合作投资建设协议书，在成都-资阳工业发展区设立方大科技产业园，园区占地 1200 亩，总投资金额约为 21.2 亿元。

总投资额主要包括公司 3 个拟建的项目：1 园区内建立特种石墨生产基地项目，项目占地 750 亩，投资金额 14.6 亿元；2 子公司成都蓉光炭素股份有限公司建设项目，项目占地 250 亩，投资金额 4.6 亿元；3 建立新型炭材料研发中心项目，项目占地 200 亩，投资金额约为 2 亿元。

我们初步估计本次等静压石墨扩产计划可能将使总产能扩产到 3 万吨。

我们对等静压石墨业绩预测的主要假设有以下几点：

- 公司新增产能预计需要建设 1.5 年，设备调试预计 0.5 年，故假定从 2013 年开始放量；
- 当前净利率为 40%，假定 2011、2012 年维持这一水平，2013、2014 年新增产能放量后净利率假定下降为 30%和 25%；
- 目前等静压石墨国内销售价格为 10 万元/吨，国外均价大约为 20 万元/吨，对销售价格的预测也保持谨慎原则，假定 2011-2014 年的售价分别为 10 万元/吨、10 万元/吨、9 万元/吨、8 万元/吨；
- 预计公司 2011-2014 年等静压石墨贡献 EPS 分别为 0.09 元、0.13 元、0.30 元、0.31 元。

表 4：等静压石墨业绩贡献预测

等静压石墨	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	极限假设 1	极限假设 2	极限假设 3
销售收入	1.5	3	4	12.6	16	45	36	30
销售均价	10	10	10	9	8	15	12	10
净利率	40%	40%	40%	30%	25%	40%	40%	40%
净利润	0.6	1.2	1.6	3.78	4	18	14.4	12
产量	0.15	0.3	0.4	1.4	2	3	3	3
总股本	12.79	12.79	12.79	12.79	12.79	12.79	12.79	12.79
贡献 EPS	0.05	0.09	0.13	0.30	0.31	1.41	1.13	0.94

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

当然上一个预测相对较为谨慎，而根据业绩敏感性测算结果来看，假定 3 万吨产量全部释放：

- ✓ 如果售价达到 15 万元/吨：净利率 40%对应 EPS 为 1.41 元；净利率 20%对应 EPS 为 0.70 元；
- ✓ 如果均价达到 10 万元/吨：净利率 40%对应 EPS 为 0.94 元；净利率 20%对应 EPS 为 0.47 元；
- ✓ 如果均价达到 5 万元/吨：净利率 40%对应 EPS 为 0.47 元；净利率 20%对应 EPS 为 0.23 元；

表 5：等静压石墨业绩敏感性预测

净利率/价格	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	20
5%	0.04	0.05	0.06	0.07	0.08	0.09	0.11	0.12	0.13	0.14	0.15	0.16	0.18	0.23
10%	0.07	0.09	0.12	0.14	0.16	0.19	0.21	0.23	0.26	0.28	0.30	0.33	0.35	0.47
15%	0.11	0.14	0.18	0.21	0.25	0.28	0.32	0.35	0.39	0.42	0.46	0.49	0.53	0.70
20%	0.14	0.19	0.23	0.28	0.33	0.38	0.42	0.47	0.52	0.56	0.61	0.66	0.70	0.94
25%	0.18	0.23	0.29	0.35	0.41	0.47	0.53	0.59	0.65	0.70	0.76	0.82	0.88	1.17
30%	0.21	0.28	0.35	0.42	0.49	0.56	0.63	0.70	0.77	0.84	0.91	0.99	1.06	1.41
35%	0.25	0.33	0.41	0.49	0.57	0.66	0.74	0.82	0.90	0.99	1.07	1.15	1.23	1.64
40%	0.28	0.38	0.47	0.56	0.66	0.75	0.84	0.94	1.03	1.13	1.22	1.31	1.41	1.88

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

第三，维持“推荐”评级

预计公司 2010、2011 年的 EPS 分别为 0.30 元和 0.49 元，维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2122	2600	3150	3350	货币资金	1131	260	315	335
营业成本	1662	1629	1795	1930	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	460	971	1355	1420	应收账款	487	597	724	770
% 营业收入	21.7%	37.3%	43.0%	42.4%	存货	1460	1428	1572	1690
营业税金及附加	13	15	19	20	预付账款	118	116	128	138
% 营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	105	127	154	164	流动资产合计	3465	2731	3138	3358
% 营业收入	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	可供出售金融资产	5	5	5	5
管理费用	235	289	350	372	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	长期股权投资	34	34	34	34
财务费用	60	53	36	29	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	2.8%	2.1%	1.1%	0.9%	固定资产合计	1452	1762	2062	2246
资产减值损失	38	23	26	10	无形资产	390	371	352	335
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	22	22	22	22
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	45	3	4	1
营业利润	9	463	770	825	其他非流动资产	2	2	2	2
% 营业收入	0.4%	17.8%	24.4%	24.6%	资产总计	5416	4930	5618	6002
营业外收支	6	0	0	0	短期贷款	1593	765	761	468
利润总额	15	463	770	825	应付款项	596	582	641	689
% 营业收入	0.7%	17.8%	24.4%	24.6%	预收账款	83	101	123	131
所得税费用	34	69	115	124	应付职工薪酬	54	53	59	63
净利润	-19	394	654	702	应交税费	30	55	87	94
归属于母公司所有者					其他流动负债	120	122	137	147
的净利润	19.1	379.9	631.4	676.7	流动负债合计	2476	1679	1808	1592
少数股东损益	-39	14	23	25	长期借款	50	50	50	50
EPS（元/股）	0.01	0.30	0.49	0.53	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	26	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	55	55	55	55
经营活动现金流净额	-93	493	622	777	负债合计	2606	1784	1913	1697
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	2519	2842	3379	3954
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	290	304	327	351
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	2809	3146	3706	4306
固定资产投资	-178	-426	-431	-333	负债及股东权益	5416	4930	5618	6002
其他	-23	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-201	-426	-431	-333		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.015	0.297	0.494	0.529
股权融资	20	0	0	0	BVPS	1.97	2.22	2.64	3.09
银行贷款增加（减少）	542	-828	-4	-293	PE	913.86	46.00	27.67	25.82
筹资成本	249	-110	-131	-131	PEG	4.00	0.20	0.12	0.11
其他	-498	0	0	0	PB	6.93	6.15	5.17	4.42
筹资活动现金流净额	312	-938	-135	-423	EV/EBITDA	92.43	27.64	18.78	17.29
现金净流量	18	-871	55	20	ROE	0.8%	13.4%	18.7%	17.1%

分析师介绍

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士、经济学学士毕业，从事钢铁行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	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： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司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： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。