

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

4 季度净利润小幅下滑，增长等待募投项目

事件描述

方大炭素发布 2011 年度业绩预增公告，预计 2011 年归属上市公司股东的净利润同比增长 50%以上。

事件评论

第一，4 季度业绩环比小幅下滑，矿石与等静压石墨价格下跌是主要原因

公司预计 2011 年归属上市公司股东净利润同比增长 50%以上，简单推算，2011 年公司实现 EPS 约为 0.48 元以上，其中 4 季度实现 EPS 约 0.06 元以上，3 季度 EPS 为 0.11 元，环比小幅下降。

表 1：4 季度业绩环比可能出现下降

方大炭素业绩预告	净利润增幅 50%以上
2010 年归属上市公司股东净利润	4.06
2011 年归属上市公司股东净利润	6.09
全年 EPS	0.48
前三季度 EPS	0.41
4 季度 EPS	0.06
3 季度 EPS	0.11

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

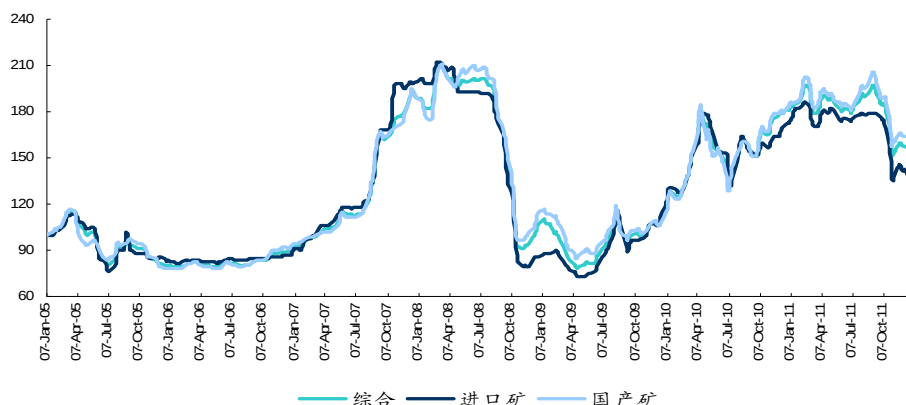
公司目前产品主要包括 100 万吨铁精粉以及炭素相关制品，在传统炭素制品基本维持平稳的情况下，铁矿石与等静压石墨价格的下跌是导致公司 4 季度业绩环比小幅下降的主要原因。

表 2：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

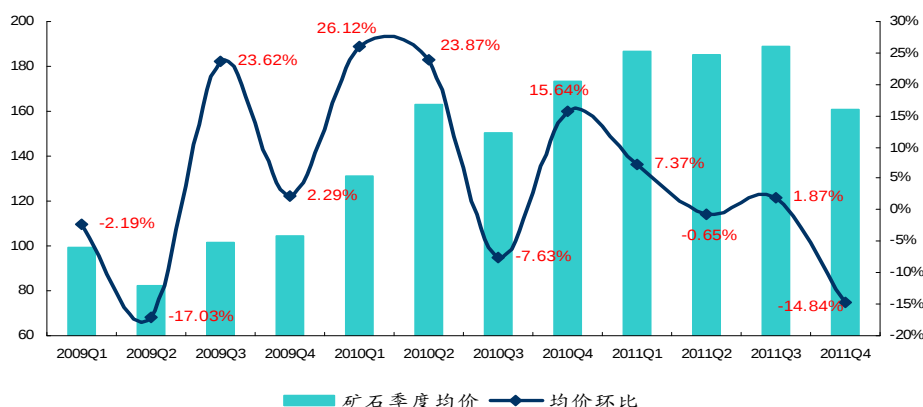
资料来源：公司资料，长江证券研究部

图 1：4 季度国内矿价出现较大幅度下滑



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

图 2：4 季度国内市场矿石均价环比降幅较大



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

除主业影响之外，出于谨慎性原则，公司近期诉讼事件可能会使得公司计提部分坏账准备。2004 年三门峡惠电热能有限责任公司与中国农业银行陕县支行签订 2 亿元借款合同，公司为此提供连带责任保证。公司所收到最新的河南省高级人民法院判决如下：1、河南省三门峡惠电热能有限责任公司于本判决生效后十日内偿还中国农业银行股份有限公司陕县支行借款本金及利息；2、方大炭素对上述借款本金及利息承担连带清偿责任；3、方大炭素承担连带清偿责任后，有权向河南省三门峡惠电热能有限责任公司追偿。公司已经于前期合计计提了 1.4 亿元的预计负债，其中 3 季度单季度计提额度为 8000 万元，不过由于本案二审由最高人民法院审理，终审结果尚存在不确定性。

从市场状况与公司净利润的下降幅度来简单预计，公司有可能在 4 季度继续计提了部分坏账准备，成为导致 4 季度净利润下降的另一个原因。

表 3：3 季度期间费用和营业外支出的增加使得净利环比下降

方大炭素利润简表	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3
营业收入	5.19	5.88	5.81	7.80	8.48	9.65	9.03	11.83	12.78
毛利率	16.18%	15.48%	26.33%	30.64%	35.50%	35.03%	41.86%	39.32%	37.31%
主营利润	0.84	0.91	1.53	2.39	3.01	3.38	3.78	4.65	4.77
三项费用率	16.96%	20.92%	18.42%	15.00%	16.16%	15.75%	17.39%	13.52%	14.35%
销售费用	0.24	0.36	0.26	0.36	0.43	0.39	0.41	0.46	0.50

管理费用	0.50	0.77	0.60	0.57	0.69	0.78	0.92	0.86	1.00
财务费用	0.14	0.10	0.21	0.24	0.25	0.35	0.24	0.29	0.33
期间费用	0.88	1.23	1.07	1.17	1.37	1.52	1.57	1.60	1.83
营业税金及附加	0.04	0.03	0.02	0.03	0.04	0.07	0.05	0.09	0.09
资产减值损失		0.38	0.00			0.12	0.00	0.00	0.18
营业利润	-0.08	-0.74	0.45	1.20	1.60	1.68	2.16	2.91	2.63
营业外收入	0.11	-0.15	0.17	0.14	0.10	0.27	0.10	0.05	0.38
营业外支出	0.03	0.71	0.01	0.05	0.05	0.05	0.01	0.01	0.84
利润总额	0.00	-1.60	0.61	1.30	1.64	1.90	2.26	2.94	2.17
所得税费用	-0.01	-0.12	0.19	0.26	0.39	0.57	0.49	0.69	0.74
少数股东权益	-0.09	-0.15	0.02	0.08	0.01	0.05	0.04	0.11	0.04
归属于母公司所有者净利润	0.10	-1.34	0.40	0.96	1.43	1.27	1.72	2.15	1.40
净利率	1.93%	-22.79%	6.88%	12.31%	16.86%	13.16%	19.05%	18.15%	10.91%
存货	14.37	14.60	15.16	16.46	17.53	16.12	10.83	17.07	17.12
最新股本	12.79	12.79	12.79	12.79	12.79	12.79	12.79	12.79	12.79
EPS	0.01	-0.10	0.03	0.08	0.11	0.10	0.13	0.17	0.11

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

第二，现有主业主要包括高炉炭砖、石墨电极等，铁矿石业务提供目前主要盈利

我们对公司现有传统主业进行简单盈利预测，短期业绩贡献的主要来源为铁矿石业务。

✓ 传统炭素制品业绩贡献较为有限，2011、2012 年贡献 EPS 分别为 0.09 元、0.11 元；

对传统炭素制品的盈利预测，主要假设条件如下：

- 2010 年毛利率为 22%左右，2011 年上半年炭素制品毛利率达到 24.54%，由于下半年成本压力增加，对全年综合毛利率假设为 22%。同样对以后几年的炭素制品毛利率进行简单假设，统一假定为 22%；
- 上半年销售均价为 15644 元/吨，对全年销售均价简单假定为约 15644 元/吨，对以后几年的价格水平也进行简单预测，假定为 16000 元/吨；
- 上半年公司实现炭素制品产量 9 万吨，全年假定为 18 万吨，以后各年份均价定稳定为 20 万吨；

简单测算之下，预计公司传统炭素制品 2011、2012 年的业绩贡献分别为 0.09 元和 0.11 元。

表 4：传统炭素制品业绩贡献预测，2011-2012 年 EPS 分别为 0.09 元和 0.11 元

炭素制品	2010Z	2010A	2011Z	2011E	2012E	2013E	2014E
营业收入	10.55	23.46	14.08	28.16	32.00	32.00	32.00
营业成本	8.49	18.26	10.62	21.96	24.96	24.96	24.96
毛利率	19.53%	22.18%	24.54%	22%	22%	22%	22%
毛利水平	2.06	5.20	3.45	6.20	7.04	7.04	7.04
产量	8.30	16.8	9	18	20	20	20
销售均价	12,711	13,964	15,644	15,644	16,000	16,000	16,000
三项费用率	16.40%	16.09%	15.20%	17%	17%	17%	17%
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
净利润	0.28	1.21	1.12	1.20	1.36	1.36	1.36
总股本	12.79	12.79	12.79	12.79	12.79	12.79	12.79

贡献 EPS	0.02	0.09	0.09	0.09	0.11	0.11	0.11
增发后总股本	15.11	15.11	15.11	15.11	15.11	15.11	15.11
贡献 EPS	0.02	0.08	0.07	0.08	0.09	0.09	0.09

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, 2011、2012 年贡献 EPS 分别为 0.35 元、0.39 元;**

铁精粉盈利预测的主要假设条件如下:

- 2010 年下半年铁精粉扩产项目完成, 产能提升为 100 万吨, 2011 年上半年铁精矿产量 44 万吨。假定 2011、2012 年产量分别为 80 万吨和 90 万吨;
- 2010 年铁矿石毛利率为 71%, 上半年铁精粉毛利率为 75.19%; 由于最近铁矿石价格持续下跌, 综合考虑简单假定 2011、2012 年毛利率分别为 70%、70%;
- 上半年铁精粉销售均价约为 1140 元/吨, 简单假定全年均价为 1100 元/吨, 对应同比涨幅为 18.58%; 同时假定 2012-2014 年铁矿石价格的涨幅分别为 -5%、-5%、-5%;

简单测算之下, 铁精粉 2011、2012 年的业绩贡献分别为 0.31 元和 0.33 元。

表 5: 铁精粉业绩贡献预测, 2011-2012 年贡献 EPS 分别为 0.31 元和 0.33 元

铁精粉	2010Z	2010A	2011Z	2011E	2012E	2013E	2014E
营业收入	2.13	6.23	5.01	8.80	9.41	9.43	9.43
营业成本	0.68	1.79	1.24	2.64	2.82	3.30	3.77
毛利率	68.08%	71.27%	75.19%	70%	70%	65%	60%
毛利水平	1.45	4.44	3.77	6.16	6.58	6.13	5.66
产量	27.40	67.16	44	80	90	95	100
销售均价	777	928	1,140	1,100	1,045	993	943
平均涨幅		19.33%	46.59%	18.58%	-5%	-5%	-5%
三项费用率	16.40%	16.09%	15.20%	17%	17%	17%	17%
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
净利润	0.94	2.92	2.56	3.96	4.24	3.85	3.45
总股本	12.79	12.79	12.79	12.79	12.79	12.79	12.79
贡献 EPS	0.07	0.23	0.20	0.31	0.33	0.30	0.27
增发后总股本	15.11	15.11	15.11	15.11	15.11	15.11	15.11
贡献 EPS	0.06	0.19	0.17	0.26	0.28	0.25	0.23

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

第三, 等待定向增发完成, 长期增量主要来自等静压石墨

为推动公司产品结构的优化升级, 进一步提升公司整体盈利能力, 公司计划非公开发行股票募集资金用于建设 3 万吨/年特种石墨项目与 10 万吨/年油系针状焦项目。

表 6: 方大炭素非公开发行募集资金用途情况

项目	项目总投资	拟使用募集资金	其他资金来源
3 万吨/年特种石墨制造与加工项目	210,191.17	179,621.17	30,570.00
10 万吨/年油系针状焦工程	101,980.00	101,980.00	0.00
合计	312,171.17	281,601.17	30,570.00

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

➤ 3万吨/年特种石墨制造与加工项目；

该项目由公司全资子公司成都炭素负责实施，拟建于四川省成都市龙泉驿区经济技术开发区。特种石墨项目的推进，与公司最近几年持续推进产品结构优化升级、重点发展新型炭素材料的战略规划相符合，本项目的实施将利于公司的技术创新，进一步扩大高附加值、高技术含量的产品生产规模，增加公司核心竞争力与可持续发展能力，**有利于早日实现公司炭素行业全球第一的战略目标。**

我们对特种石墨项目未来的盈利贡献进行简单的预测，主要的假设如下：

- 项目建设期约为 22 个月，预计可于 2013 年开始释放产量，假设公司 2011-2015 年产量分别为 0.3 万吨、0.35 万吨、1.4 万吨、2 万吨、3 万吨；
- 等静压石墨当前毛利率处在较高的水平，约为 50-60%，净利率预计可达到 35%以上。公司在本次公告中预计 3 万吨特种石墨产能完全达产后，所提供的税后年利润约为 6.94 亿元，我们将结合公司的预计对特种石墨项目盈利能力综合权衡。谨慎预计下，我们对 2011-2012 年产品净利率均假定为 35%，2013 年之后由于新增产能的大幅释放，估计产品盈利能力可能会出现逐步下降，因此对 2013-2015 年净利率假定为 30%、25%、25%；
- 从我们之前了解到的信息来看，等静压石墨国外销售价格接近 20 万元/吨，但国内仅为约 10 万元/吨。根据公司此次的公告，预计 3 万吨特种石墨项目可增加销售收入 30 亿元，因此我们对短期价格仍按 10 万元/吨进行假设，由于 2013 年后产能开始集中释放，考虑到产量扩张对总供给造成的压力，我们简单预计 2013-2015 年产品价格分别为约 9 万元/吨、8 万元/吨、7 万元/吨；

根据我们的假设来看，公司现有 3000 吨产能在 2011-2012 年预计贡献的 EPS 约为 0.08 元和 0.10 元。

假定增发完成后，后期新建项目陆续投产，则预计新股本下等静压石墨 2013-2015 年的业绩贡献分别为 0.25 元、0.26 元和 0.35 元。

表 7：等静压石墨产能逐步释放后，带来的业绩贡献预测

等静压石墨	项目公告盈利数据简单测算							
公告项目收入（万元）	300,000.00							
年税后利润（万元）	69,371.30							
对应税后净利润率	23.12%							
项目业绩贡献（EPS，元）	0.46							
等静压石墨	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	极限假设 1	极限假设 2	极限假设 3
销售收入（亿元）	3.00	3.50	12.60	16.00	21.00	30.00	36.00	45.00
销售均价（万元）	10	10	9	8	7	10	12	15
净利率	35%	35%	30%	25%	25%	30%	30%	30%
净利润（亿元）	1.05	1.23	3.78	4.00	5.25	9.00	10.80	13.50
产量(万吨)	0.30	0.35	1.40	2.00	3.00	3.00	3.00	3.00
总股本（亿股）	12.79	12.79	12.79	12.79	12.79	12.79	12.79	12.79
贡献 EPS（元）	0.08	0.10	0.30	0.31	0.41	0.70	0.84	1.06
增发后总股本（亿股）	15.11	15.11	15.11	15.11	15.11	15.11	15.11	15.11
摊薄后贡献 EPS（元）	0.07	0.08	0.25	0.26	0.35	0.60	0.71	0.89

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

➤ 10万吨/年油系针状焦项目；

目前公司自身每年对针状焦的需求达到近 10 万吨，由于进口供应不稳定，针状焦已成为公司超高功率石墨电极产量的制约因素，阻碍了公司产品结构的优化升级，也直接影响了公司的盈利能力。因此本次拟建的 10 万吨/年油系针状焦工程项目，主要是为满足公司自身的需要，并在不断的生产和实践过程中加大其年产量，以满足国内其它炭素企业对于针状焦的需求。

我们对 10 万吨/年油系针状焦工程未来的盈利贡献进行简单的预测，主要的假设条件如下

- 项目建设期约为 2 年，故假定 2013 年可释放产能约 4 万吨，2014 年之后维持满产；
- 产品价格的假设相对难度较大，从公司公告的数据来看，10 万吨油系针状焦达产对应新增收入为 187,657 万元，则对应每吨单价约为 18765 元/吨。综合考虑，据此我们简单假定 2013-2016 年每吨销售均价约为 18000 元/吨、15000 元/吨、12000 元/吨、12000 元/吨；
- 从公司公告的数据来看，项目达产后对应新增税后净利润约为 16712 万元，对应产品税后利润率约为 8.91%，在增发完成后新股本下的业绩贡献约为 0.11 元；

因此，如果项目盈利可达到公司公告的状态，则可提供业绩贡献约为 0.11 元，而从我们的测算来看，如果 2013-2015 年期间产品价格出现下降，则业绩贡献有可能会不同程度的下滑。

表 8: 10 万吨针状焦项目的盈利能力测算，业绩贡献较为有限

10 万吨针状焦项目	2013E	2014E	2015E	2016E
公告项目新增收入（万元）		187,657		
公告实现税后利润（万元）		16,712		
对应税后净利率		8.91%		
对应贡献 EPS		0.11		
10 万吨针状焦项目边际贡献	2013E	2014E	2015E	2016E
营业收入	7.20	15.00	12.00	12.00
产量	4	10	10	10
销售均价	18,000	15,000	12,000	12,000
增发后总股本	15.11	15.11	15.11	15.11
净利率 1	5%	5%	5%	5%
贡献 EPS	0.02	0.05	0.04	0.04
净利率 2	10%	10%	10%	10%
贡献 EPS	0.05	0.10	0.08	0.08
净利率 3	15%	15%	15%	15%
贡献 EPS	0.07	0.15	0.12	0.12
净利率 4	20%	20%	20%	20%
贡献 EPS	0.10	0.20	0.16	0.16
净利率 5	25%	25%	25%	25%
贡献 EPS	0.12	0.25	0.20	0.20

资料来源：长江证券研究部

第四，维持“推荐”评级

暂不考虑非公开增发对股本摊薄的影响，预计公司 2011、2012 年 EPS 分别为 0.48 元和 0.53 元，维持“推荐”评级。

表 9: 增发前后公司几项业务的盈利贡献汇总

增发前几项业务汇总（不考虑增发项目）	2011E	2012E	2013E	2014E
--------------------	-------	-------	-------	-------

传统石墨制品	0.09	0.11	0.11	0.11
100 万吨铁精粉项目	0.31	0.33	0.30	0.27
等静压石墨项目	0.08	0.10	0.30	0.31
各项业务的汇总	0.49	0.53	0.70	0.69
各项业务业绩贡献汇总（增发后股本，考虑增发项目）	2011E	2012E	2013E	2014E
传统石墨制品	0.08	0.09	0.09	0.09
100 万吨铁精粉项目	0.26	0.28	0.25	0.23
10 万吨针状焦项目			0.05	0.10
等静压石墨项目	0.07	0.08	0.25	0.26
各项业务的汇总	0.41	0.45	0.64	0.68

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3216	3997	4491	5644	货币资金	1092	400	449	564
营业成本	2158	2626	2971	3664	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1059	1371	1520	1980	应收账款	547	680	764	960
% 营业收入	32.9%	34.3%	33.8%	35.1%	存货	1612	1963	2222	2739
营业税金及附加	16	20	22	28	预付账款	133	162	183	225
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	145	180	202	254	流动资产合计	4069	4056	4575	5692
% 营业收入	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	可供出售金融资产	3	3	3	3
管理费用	267	332	449	564	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	8.3%	8.3%	10.0%	10.0%	长期股权投资	62	62	62	62
财务费用	105	38	21	15	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	3.3%	0.9%	0.5%	0.3%	固定资产合计	1653	1950	2232	2407
资产减值损失	3	0	0	0	无形资产	383	364	346	328
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	13	13	13	13
投资收益	2	0	0	0	递延所得税资产	39	0	0	0
营业利润	523	801	826	1119	其他非流动资产	42	42	42	42
% 营业收入	16.3%	20.1%	18.4%	19.8%	资产总计	6265	6490	7273	8547
营业外收支	52	-50	0	0	短期贷款	1231	563	432	295
利润总额	567	751	826	1119	应付款项	417	508	575	709
% 营业收入	17.6%	18.8%	18.4%	19.8%	预收账款	122	152	171	214
所得税费用	145	113	124	168	应付职工薪酬	55	68	77	95
净利润	422	639	702	951	应交税费	80	66	73	98
归属于母公司所有者					其他流动负债	1129	1378	1591	1969
的净利润	405.9	617.7	678.6	920.0	流动负债合计	3033	2735	2918	3379
少数股东损益	16	21	23	31	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.32	0.48	0.53	0.72	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	22	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	60	60	60	60
经营活动现金流净额	-38	545	749	761	负债合计	3116	2795	2978	3439
取得投资收益	2	0	0	0	归属于母公司	2869	3395	3971	4753
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	-203	0	0	0	少数股东权益	280	301	324	355
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	3149	3695	4295	5108
固定资产投资	-237	-440	-445	-356	负债及股东权益	6265	6490	7273	8547
其他	-27	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-467	-440	-445	-356		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	1000	0	0	0	EPS	0.317	0.483	0.531	0.719
股权融资	0	0	0	0	BVPS	2.24	2.65	3.10	3.72
银行贷款增加（减少）	-374	-667	-132	-137	PE	26.09	17.14	15.61	11.51
筹资成本	92	-130	-123	-153	PEG	0.83	0.55	0.50	0.37
其他	-196	0	0	0	PB	3.69	3.12	2.67	2.23
筹资活动现金流净额	521	-798	-254	-289	EV/EBITDA	13.74	10.74	10.29	7.74
现金净流量	16	-692	49	115	ROE	14.1%	18.2%	17.1%	19.4%

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。

王鹤涛，复旦大学经济学硕士，南开大学经济学学士毕业，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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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

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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

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。