方大炭素 (600516.SH)　其它非金属行业

评级：买入　首次评级　　**业绩点评**

市价（人民币）：14.50 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,279.08
总市值(百万元)	18,546.63
年内股价最高最低(元)	18.91/10.53
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19

非经常性损益导致三季度业绩低于预期

公司基本情况(人民币)

项　目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.015	0.317	0.520	0.574	0.844
每股净资产(元)	1.96	2.23	2.65	3.13	3.87
每股经营性现金流(元)	-0.07	-0.03	-0.45	1.85	1.80
市盈率(倍)	683.05	44.15	27.90	25.25	17.18
行业优化市盈率(倍)	43.76	54.48	45.36	45.36	45.36
净利润增长率(%)	-96.49%	2023.03%	63.77%	10.50%	46.93%
净资产收益率(%)	0.76%	14.21%	19.59%	18.36%	21.80%
总股本(百万股)	1,279.08	1,279.08	1,279.08	1,279.08	1,279.08

来源：公司公告、国金证券研究所

业绩简评

- **业绩低于预期。**公司发布三季报：2011 年 Q3 实现营业收入 12.78 亿元，同比增长 50.7%；归属于上市公司股东的净利润为 1.40 亿元，同比增长 12.7%；全面摊薄 EPS 为 0.109 元；1-3 季度累计实现 EPS 为 0.411 元，同比增长 103.3 %。

经营分析

- **毛利率小幅走低。**公司综合毛利率环比下降 2.0 个百分点，至 37.3%，这是连续第 2 个季度走弱，由于 3 季度矿价与 2 季度基本相当，因此我们判断导致本季度公司毛利率走弱的主因或是在光伏景气度高位下滑的背景下，等静压石墨的毛利率有所走弱；但总体来看，由于在销售收入环比增长 8%的推动下，Q3 公司的毛利总额环比仍小幅增长 2.5%。
- **非经常性损益导致公司 Q3 业绩环比降 35%。**Q3 公司营业外收支亏损 4600 万元，实际所得税率环比提升 10.5 个百分点，至 34.0%，剔除此两项因素，公司的单季 EPS 环比仅下降 8.1%，至 0.154 元，方符合预期。
- **Q4 预计会受到钢矿行业不景气的影响。**公司的普通炭素制品以及铁矿石主要销售给钢铁行业，而 Q4 钢矿产品价格出现了一定程度的回调，这也就意味着，公司的主营业务在 Q3 总体仍然正常，但在 Q4 盈利能力将会受到负面影响；若考虑到非经常性业务盈利有望好转，我们判断 Q4 公司盈利有望略和 3 季度相近。
- **看好公司的长期成长性和发展模式。**当前公司不仅是国内最大的炭素龙头，也是国内技术水平最为领先的等静压石墨生产商，我们看好公司 2012 年中期开始逐步放量的等静压石墨给公司带来的盈利贡献。此外，炭素行业周转率慢、对资金占用大的特点，而铁矿石行业则是一块“现金牛”业务，这两块业务相得益彰，我们同样也非常认同公司将这两块业务捆绑在一起发展的经营思路，这有利于公司走得更长更远。

盈利预测和投资建议

- 预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.520 元、0.574 元、0.844 元，以最新收盘价计算，对应的 2011-2013 年 PE 分别为 27.90 倍、25.25 倍和 17.18 倍，考虑到公司在新材料（等静压石墨）的绝对领先优势，首次给予“买入”评级。

风险提示

- （1）公司等静压石墨达产达效慢于预期，或者竞争对手的达产快于预期；（2）铁矿石价格继续大幅走弱；（3）国际经济恶化影响石墨电极出口。

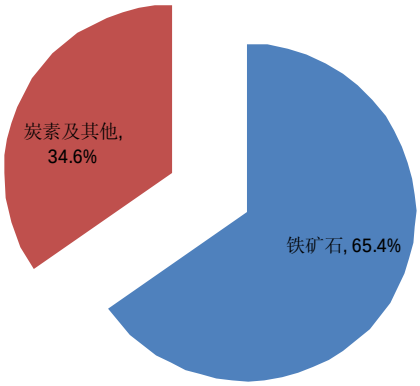
王招华　分析师 SAC 执业编号：S1130511030033
(8621)61038247
wangzh@gjzq.com.cn

图表1：方大炭素（600516）单季损益表（百万元）

	2010-3-31	2010-6-30	2010-9-30	2010-12-31	2011-3-31	2011-6-30	2011-9-30
主营业务收入	581	780	848	965	903	1183	1278
增长率	*33.0%*	*35.0%*	*63.5%*	*64.1%*	*55.3%*	*51.7%*	*50.7%*
主营业务成本	428	541	547	627	525	718	801
%销售收入	73.7%	69.3%	64.5%	65.0%	58.1%	60.7%	62.7%
毛利	153	239	301	338	378	465	477
%销售收入	*26.3%*	*30.7%*	*35.5%*	*35.0%*	*41.9%*	*39.3%*	*37.3%*
营业税金及附加	2	3	4	7	5	9	9
%销售收入	*0.4%*	*0.4%*	*0.4%*	*0.7%*	*0.6%*	*0.8%*	*0.7%*
营业费用	26	36	43	39	41	46	50
%销售收入	*4.5%*	*4.6%*	*5.1%*	*4.0%*	*4.5%*	*3.9%*	*3.9%*
管理费用	60	57	69	78	92	85	100
%销售收入	*10.4%*	*7.3%*	*8.2%*	*8.1%*	*10.2%*	*7.2%*	*7.8%*
息税前利润（EBIT）	64	144	185	214	240	325	318
%销售收入	*11.0%*	*18.4%*	*21.8%*	*22.2%*	*26.6%*	*27.5%*	*24.9%*
财务费用	21	24	25	35	24	29	33
%销售收入	*3.6%*	*3.0%*	*3.0%*	*3.7%*	*2.7%*	*2.4%*	*2.6%*
资产减值损失	(0)	0	0	12	0	0	18
公允价值变动收益	0	(0)	0	0	0	(5)	(9)
投资净收益	1	0	0	0	0	0	5
%税前利润	*1.9%*	*0.0%*	*0.1%*	*0.2%*	*0.0%*	*0.0%*	*2.3%*
营业利润	45	120	160	168	216	291	263
营业利润率	*7.7%*	*15.4%*	*18.8%*	*17.4%*	*23.9%*	*24.6%*	*20.6%*
营业外收支	16	9	5	22	10	3	(46)
税前利润	61	130	164	190	226	294	217
利润率	*10.4%*	*16.6%*	*19.4%*	*19.6%*	*25.0%*	*24.9%*	*17.0%*
所得税	19	26	39	57	49	69	74
所得税率	*31.4%*	*20.3%*	*23.8%*	*30.2%*	*21.8%*	*23.5%*	*34.0%*
净利润	42	103	125	132	176	225	143
少数股东损益	2	8	1	5	4	11	4
归属于母公司的净利润	40	96	124	127	172	214	140
净利率	*6.8%*	*12.3%*	*14.6%*	*13.2%*	*19.1%*	*18.1%*	*10.9%*
增长率	*-2.9%*	*-5.7%*	*1097.1%*	*-195.4%*	*334.5%*	*124.0%*	*12.7%*
最新总股本（百万股）	1279	1279	1279	1279	1279	1279	1279
全面摊薄EPS（元/股）	0.031	0.075	0.097	0.100	0.135	0.168	0.109
期末存货	1,516	1,646	1,753	1,612	1,806	1,707	1,712
期末存货/年化销售收入	65.2%	52.7%	51.7%	41.7%	50.0%	36.1%	33.5%

来源：公司公告、国金证券研究所

图表2：方大炭素（600516）2011H 净利润分布



来源：WIND、国金证券研究所

图表3：矿石价格近期出现了调整

来源：Mysteel、国金证券研究所

图表4：方大炭素（600516）销售收入成本预测

	万吨	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
产量	石墨电极	12.6	10.2	14.9	16.0	18.0	18.0	18.0
	炭砖	1.9	1.2	1.7	1.9	3.0	4.0	4.0
	等静压石墨			0.15	0.30	0.40	0.50	0.5
	特种石墨						1.0	2.0
	铁矿粉	59.5	62.8	67.2	90.0	100.0	100.0	100.0
	元/吨	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
单价	石墨电极	17,543	13,976	13,419	16,103	16,425	16,589	16,589
	炭砖	11,500	9,000	11,000	13,200	13,200	13,200	13,200
	等静压石墨			100,000	130,000	120,000	100,000	90,000
	特种石墨						90,000	85,000
	铁矿粉	850	655	928	1130.00	1050.00	1000.00	1000.00
	产品种类	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
毛利率	石墨电极	32.63%	9.80%	14.90%	17.30%	18.00%	23.02%	30.05%
	炭砖	40.00%	30.00%	30.00%	28.00%	28.00%	28.00%	28.00%
	等静压石墨			60.00%	62.00%	60.00%	50.00%	40.00%
	特种石墨						45.00%	40.00%
	铁矿粉	73.73%	56.62%	71.22%	75.00%	72.00%	69.00%	69.00%
	其他	37.52%	55.65%	12.20%	12.20%	12.20%	12.20%	12.20%

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	1	9	12
买入	0	0	2	3	6
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	**0**	**0**	**1.67**	**1.33**	**1.33**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6－12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6－12个月内上涨幅度在10%－20%；
持有：预期未来6－12个月内变动幅度在-10%－10%；
减持：预期未来6－12个月内下跌幅度在10%－20%；
卖出：预期未来6－12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61356534

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979

传真：010-6621 5599-8803

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：0755-33516015

传真：0755-33516020

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B