

积极实施转型，特种石墨支撑未来业绩增长

——方大炭素（600516）研究报告

联系人：有色煤炭行业研究组

日期：2012年10月15日

www.lxzq.com.cn

要点：

1、**炭素行业龙头，积极实施战略转型。**公司是我国炭素企业的龙头，是全国唯一的新型炭砖生产基地，产能位居亚洲第一、世界第三，但国内企业产品主要还是集中于普通功率石墨电极和炭砖等传统炭素领域。为了适应钢铁等行业结构调整的要求并将公司打造成复合型炭素制品研发和生产基地，近年来公司加快了产品结构调整并在核石墨、纳米炭材料、特种石墨、碳纤维、石墨导热片等产品领域取得突破。

2、**针状焦项目将进一步完善公司产业链。**由于顶级特殊钢必须使用以优质针状焦生产的超高功率石墨电极冶炼才能得到，而针状焦的生产工艺仅由美国、英国和日本所掌握，所以，长期以来我国针状焦主要依赖进口，不仅成本高昂而且供应不稳定，严重制约了国内超高功率石墨电极的产量。目前公司自身每年对针状焦的需求已达到近10万吨左右，但进口供应不稳定在很大程度上阻碍了公司产品结构的优化升级。通过努力，公司已成功研制出了油系针状焦，经中试小批量试制出了符合要求的超高功率石墨电极，现已具备进入规模化生产阶段的基本条件。公司拟通过非公开发行投资建设10万吨/年油系针状焦项目，项目建成后将满足公司自身的需要，从而进一步完善公司的产业链。

3、**特种石墨业务将支撑公司未来业绩增长。**特种石墨被广泛应用于半导体、光伏太阳能、电火花及模具加工、核能、冶金、航天等众多领域，但国内特种石墨的市场供给明显不足。公司拟通过非公开发行投资建设3万吨/年特种石墨制造与加工项目，预计该项目将于2014年建成投产，由于特种石墨售价为10万元/吨左右，而毛利率更是高达50%—60%，所以3万吨/年特种石墨项目投产后将支撑公司未来业绩增长空间。

4、**钢市有望回暖，铁精粉依旧是公司的现金牛业务。**公司铁精粉产能100万吨/年，毛利率一直在50%甚至60%以上，铁精粉业务的收入占比只有30%左右但利润占比却达到50%以上，可以说铁精粉业务是公司的现金牛业务。尽管全球经济疲软降低了建筑业和制造业对钢铁的需求，但目前钢铁价格已经跌破了很多钢铁企业的成本价，随着铁工基等各项刺激政策的出台，预计2013年钢铁市场有望逐步回暖，铁精粉业务对公司业绩的贡献有望维持稳定。

5、**给予公司“增持”评级。**经过测算，我们预计方大炭素2012—2014年的EPS分别为：0.40元，0.47元，0.66元，对应的PE分别为24X，21X，15X。与可比公司相比，公司的估值优势明显。考虑到公司正积极进行战略转型，铁精粉业务将给业绩带来稳定支撑，特种石墨业务将撑起公司未来业绩增长，所以我们首次给予公司“增持”的投资评级。

6、**主要风险提示：**1、钢铁行业继续萎缩；2、非公开发行项目受阻。

内
部
资
料

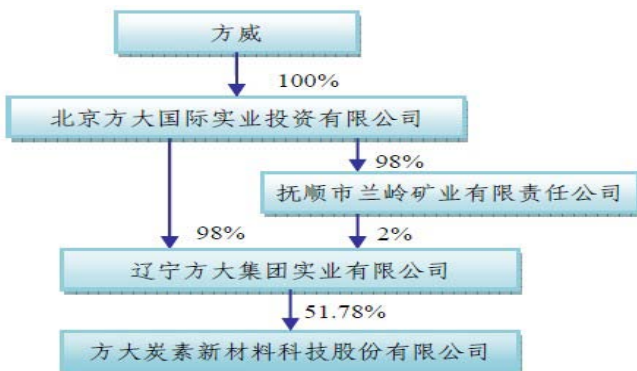


联讯证券

一、炭素行业龙头，积极实施战略转型

方大炭素新材料科技股份有限公司前身是兰州海龙新材料科技股份有限公司，公司于2006年改制重组后，通过收购抚顺炭素、蓉光炭素和合肥炭素等企业，产销规模迅速扩大。目前公司是我国炭素企业的龙头，是全国唯一的新型炭砖生产基地，产能位居亚洲第一、世界第三，而且产品种类包含3大系列、38个品种、126种规格的产品体系，主要产品有：普通功率、高功率、超高功率石墨电极；微孔炭砖、半石墨质炭砖、铝用炭砖和各种矿热炉用内衬炭砖；特种石墨、生物炭、炭毡和炭/炭复合材料等。2008年公司又收购了抚顺莱河矿业，经营范围扩展到铁矿开采业务，在完成扩建工程后莱河矿业铁精粉产能已达到100万吨/年，从而为公司业绩提供了强力支撑。

图表1 公司控制人结构图



数据来源：公司短融评级公告，联讯证券投资研究中心

图表2 公司主要基地分布图



数据来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

由于炭素制品是国民经济很多高科技领域不可缺少的难以替代的导电材料、结构材料和功能材料，所以大规格超高功率石墨电极、特种石墨材料、燃料电池用新炭素材料、高性能活性炭纤维都有良好的发展前景。而我国虽然是全球最大的石墨电极产销国，国内炭素企业多达150多家，但国内企业产品主要还是集中于普通功率石墨电极和炭砖等传统炭素领域。为了适应钢铁等行业结构调整的要求，加快产品结构调整和产品升级换代，公司一直在规模“大”的基础上，向着产业“强”和科技含量“高”的目标推进；在做好传统产品产业结构调整的同时，加快炭素新产品的开发，在核石墨、纳米炭材料、特种石墨、碳纤维、石墨导热片等产品领域取得突破，从而将公司打造成复合型炭素制品研发和生产基地。

二、针状焦项目将进一步完善产业链

针状焦是制造大规格高功率和超高功率电极必需的优质原材料，可分为油系针状焦和煤系针状焦两类。从需求上看，目前国外每吨电炉钢消耗超高功率石墨电极约2.5公斤，按照2009年统计数据测算，2.97亿吨电炉钢需超高功率石墨电极约74.25万吨，而每吨针状焦可生产一吨超高功率石墨电极，即对针状焦的需求量为74.25万吨，由于国外钢铁总产量基本稳定，其中电炉钢占钢铁总产量的比例基本维持在45-52%，因此国外对针状焦的市场需求也基本稳定在75万吨左右。而目前国内每吨电炉钢消耗超高功率石墨电极约3.5公斤，按照2009年统计数据测算，0.48亿吨电炉钢需超高功率石墨电极约16.8万吨，进而需针状焦约16.8万吨。以2009年我国粗钢产量5.68亿吨为基数，若按2015年我国粗钢产量中

电炉钢比例为15%测算，则电炉钢产量为0.852亿吨，需针状焦29.82万吨；若按2020年我国电炉钢比例达到25%测算，则需针状焦49.7万吨；按2025年我国的电炉钢比例达到40%测算（考虑到生产技术和和管理水平的提高，每吨电炉钢消耗超高功率石墨电极3.0公斤时），所需针状焦达到68.16万吨。由此可见，随着我国工业化进程的加快和钢铁产业结构的调整，未来对针状焦的需求将稳定增加。

从供给上看，由于顶级特殊钢必须使用以优质针状焦生产的超高功率石墨电极冶炼才能得到，而针状焦的生产工艺仅由美国、英国和日本所掌握，所以，长期以来我国针状焦主要依赖进口，不仅成本高昂而且供应不稳定，严重制约了国内超高功率石墨电极的产量，也导致钢铁行业被迫承担较高的成本从国外采购很大比例的超高功率石墨电极。

公司自身每年对针状焦的需求已经达到近10万吨，但由于进口供应不稳定，所以在很大程度上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。通过努力，公司已成功研制出了油系针状焦，经中试小批量试制出了符合要求的超高功率石墨电极，现已具备进入规模化生产阶段的基本条件。公司拟通过非公开发行投资建设10万吨/年油系针状焦项目，项目建成后将满足公司自身的需要，从而进一步完善公司的产业链。

三、特种石墨业务将支撑公司未来业绩增长

特种石墨作为具备多种优良特性的炭素新材料，被广泛应用于半导体、光伏太阳能、电火花及模具加工、核能、冶金、航天等众多领域，目前国内特种石墨的市场供给明显不足，尤其是直径600毫米以上、粒度10微米以下的高端产品主要依赖国外进口。未来一段时期内，随着我国半导体、光伏太阳能、电火花及模具加工、核电等产业的加快发展，特种石墨的市场需求将呈现快速增长态势，尤其是大规格、细粒度特种石墨将具有良好的市场前景。

在光伏太阳能行业，特种石墨因具有各向同性、热传导性均匀等特性，被大量应用于多晶硅制造用热场、硅单晶拉制用热场、硅晶片表面成层用架子等用途。尽管产能的过剩导致光伏行业遇到一定的挫折，但在全球范围内传统能源紧张倡导低碳环保的背景下，当前世界主要国家都制定了新能源产业发展计划，未来对光伏太阳能及配套光伏装机容量的需求还将持续增长。按照EPIA在《2015全球光伏市场展望》中的谨慎情况假设，到2015年全球新增光伏装机容量预计约23.93GW，累积装机容量约131.255GW，分别为2010年相应数值的1.44倍和3.32倍，而我国光伏市场的发展潜力更为巨大。由于晶体硅电池在太阳能电池中仍将占据绝对主导地位，而作为晶体硅电池生产中的基础性材料，特种石墨的市场需求亦将快速增长。目前单晶硅电池、多晶硅电池每GW装机容量耗用特种石墨分别约3033.89吨和233.54吨，据此测算到2015年光伏行业对特种石墨的需求量将达到38535.96吨。

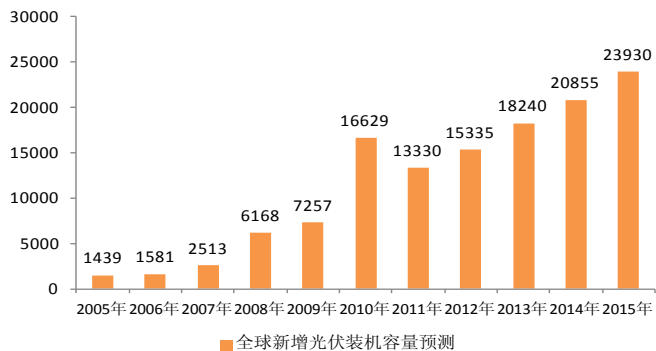
图表3 全球主要国家地区光伏装机容量预测

| | 2010年 | 2011年 | 2012年 | 2013年 | 2014年 | 2015年 |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| china | 893 | 1643 | 3143 | 5143 | 7643 | 10643 |
| apec | 1191 | 1605 | 2347 | 3274 | 4577 | 6089 |

| | | | | | | |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| rest of the world | 1844 | 2644 | 4144 | 6144 | 8144 | 10144 |
| north america | 2727 | 4477 | 7827 | 12227 | 17677 | 24177 |
| japan | 3622 | 4672 | 5922 | 7422 | 9172 | 11172 |
| eu | 29252 | 37817 | 44812 | 52222 | 60072 | 68992 |

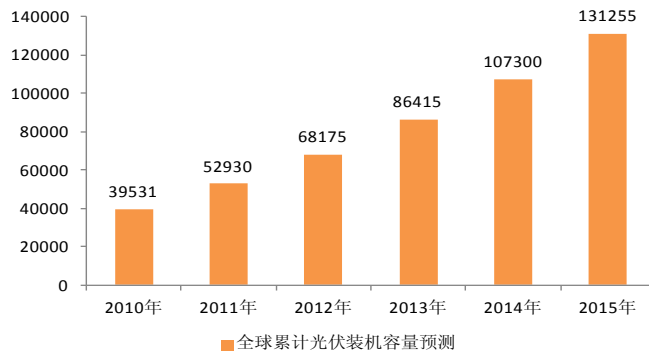
数据来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

图表4 全球新增光伏装机容量预测



数据来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

图表5 全球累计光伏装机容量预测



数据来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

图表6 光伏行业对特种石墨的需求预测

| | 2011年 | 2012年 | 2013年 | 2014年 | 2015年 |
|---------------|----------|---------|-------|---------|----------|
| 新增光伏装机容量 (GW) | 13.33 | 15.335 | 18.24 | 20.855 | 23.93 |
| 其中：单晶硅电池 | 6.67 | 7.67 | 9.12 | 10.4275 | 11.965 |
| 多晶硅电池 | 5.332 | 6.134 | 7.296 | 8.342 | 9.572 |
| 特种石墨需求量 (吨) | 21466.13 | 24694.9 | 29373 | 33584.1 | 38535.96 |

数据来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

在电火花及模具加工行业，特种石墨具有微粒子超细结构、电传导性优良、抗热冲击性好等特性，是电火花加工用电极的理想材料，被大量应用于模具加工；同时，特种石墨具有较高的机械强度、均匀的热传导性等特性，也可作为部分耐高温、高压的模具材料。对于电火花加工（EDM）而言，电极材料主要有铜、石墨，极少数情况下也可采用铜钨合金或银钨合金。目前我国EDM用石墨电极与铜电极的应用比例在3:7至4:6之间，而发达国家石墨电极的应用远高于我国，根据国际模协的统计，美国电火花加工领域石墨电极与铜电极的比例约为9:1，欧洲和日本约为7:3。随着我国中高档模具的比例增加，石墨材料的应用比例还将进一步增加。根据中国模协制订的《模具行业“十二五”发展规划》，到2015年我国模具产业将达到1740亿产值，国内自配率达到85%，中高档模具达到40%以上。而国外模具产业方面，由于发达国家模具产业已相对成熟，预计在未来几年将保持平稳，即国外模具产值保持在630亿美元左右，与2010年基本持平。假设2015年国内EDM用石墨电极与铜电极的比例达到5:5，则预计全球EDM用石墨需求量将达到35699.06吨。

图表7 2015年电火花及模具行业对特种石墨的需求预测

| | | | | | |
|------|------------|----------|----------|----------|----------|
| 国内需求 | 我国模具产值(万元) | 17400000 | | | |
| | 石墨与铜的比例 | 4:6 | 5:5 | 6:4 | 7:3 |
| | EDM用石墨需求量 | 15660 | 19575 | 23490 | 27405 |
| 国际需求 | 国外模具产值 | 40950000 | | | |
| | 石墨与铜的比例 | 7:3 | | | |
| | EDM用石墨需求量 | 16124.06 | | | |
| 需求合计 | | 31784.06 | 35699.06 | 39614.06 | 43529.06 |

数据来源:公司公告, 联讯证券投资研究中心

在核能产业,特种石墨具有耐高温(3600℃以上升华为气体)、高温下性能稳定、中子吸收截面小、优异的中子减速和反射性能、核纯度高、各向同性、高密度、高强度、高导热性等特点,主要应用于高温气冷堆的结构性材料。高温气冷堆具有发电效率高、燃料循环灵活、选址灵活、建造周期短、中子经济性好等优点,尤其是拥有固有安全性高的特点,使其成为下一代安全核电技术的首选。根据我国核电发展规划,目前我国核电尚有4800万千瓦的建设需求,预计我国未来将主要使用改进型压水堆和高温气冷堆两种堆型。按照目前我国石岛示范堆的设计方案,高温气冷堆每万千瓦需使用60吨特种石墨。如果高温气冷堆占比达到30%,则核电建设对特种石墨的需求量也将达到86400吨。

图表8 我国高温气冷堆对特种石墨需求预测

| | | | | | |
|------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 核电建设需求 | 4800 | | | | |
| 高温气冷堆占比 | 10% | 20% | 30% | 40% | 50% |
| 高温气冷堆功率 | 480 | 960 | 1440 | 1920 | 2400 |
| 每万千瓦需用特种石墨 | 60 | | | | |
| 特种石墨需求量 | 28800 | 57600 | 86400 | 115200 | 144000 |

数据来源:公司公告, 联讯证券投资研究中心

公司全资子公司成都炭素是我国特种石墨主要生产企业之一,目前拥有3000吨/年的等静压石墨产能,其主导产品在技术水平、质量稳定性等方面均在国内炭素企业中居领先地位,而为了更好的满足市场需求,实现公司打造全球第一炭素企业的战略目标,公司拟通过非公开发行投资建设3万吨/年特种石墨制造与加工项目,预计该项目将于2014年建成投产,由于特种石墨售价为10万元/吨左右,而毛利率更是高达50%—60%,所以3万吨/年特种石墨项目投产后将支撑公司未来业绩增长空间。

四、钢市有望回暖,铁精粉依旧是公司的现金牛业务

2008年公司在收购了抚顺莱河矿业之后,经营范围扩展到铁矿开采业务,莱河矿业位于辽宁省清原县境内,矿体厚大适合露天开采,矿石类型为易选耐磨的磁铁矿石。根据2007年进行的储量核实数据显示,截至2007年3月31日莱河矿业界内矿山保有资源储量为3841.9万吨,可溶铁平均品位为27.33%。2010年7月莱河矿业在完成了扩建工程后,铁精粉产能达到100万吨/年,生产的铁精粉品位在65%以上。由于品位高且盈利能力强,近年来公司铁精粉业务的毛利率一直在50%甚至60%以上,铁精粉业务的收

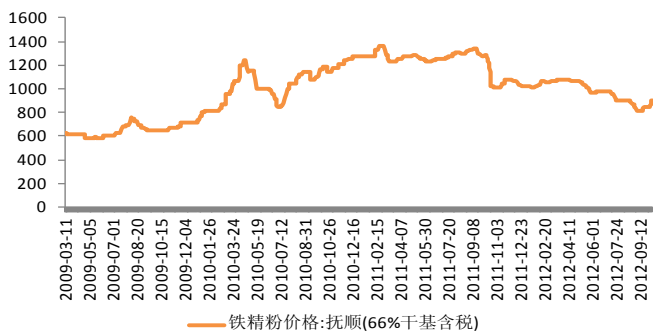
入占比虽然只有30%左右但利润占比却达到50%以上，可以说铁精粉业务是公司的现金牛业务，对于公司业绩增长起到了至关重要的作用。尽管全球经济疲软和中国经济增速放缓降低了建筑业和制造业对钢铁的需求，但目前钢铁价格其实已经跌破了很多钢铁企业的成本价，随着铁工基等各项刺激政策的出台以及中西部地区建设的提速，预计2013年钢铁市场有望逐步回暖，铁精粉业务对公司业绩的贡献有望维持稳定。

图表9 公司历年铁精粉业务盈利情况

| | 2010 年报 | 2011 中报 | 2011 年报 | 2012 中报 |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 铁精粉业务收入占比 | 20.59% | 25.70% | 29.72% | 31.51% |
| 铁精粉业务利润占比 | 45.73% | 51.72% | 51.48% | 54.06% |
| 铁精粉业务毛利率 | 71.22% | 75.19% | 66.67% | 53.61% |

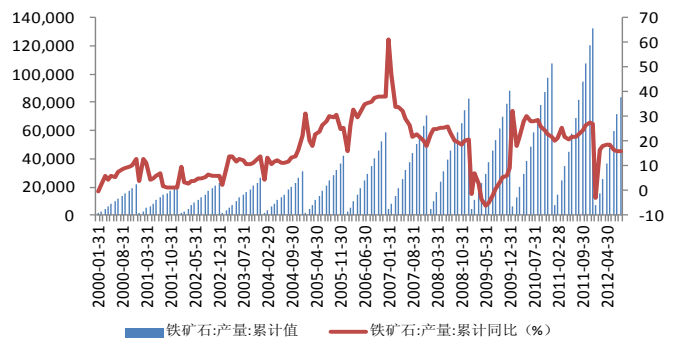
数据来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

图表10 铁精粉价格走势



数据来源：维赛特，联讯证券投资研究中心

图表11 铁矿石累计产量及累计同比



数据来源：维赛特，联讯证券投资研究中心

五、关键假设和业绩预测

图表12 主要产品销量和价格假设

| | 2012 年销量 | 2012 年售价 | 2013 年销量 | 2013 年售价 | 2014 年销量 | 2014 年售价 |
|------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 石墨电极 | 14.5 | 14600 | 15 | 15000 | 16 | 15300 |
| 炭砖 | 2.1 | 9000 | 2.2 | 9000 | 2.3 | 9000 |
| 特种石墨 | 0.1 | 100000 | 0.3 | 100000 | 1 | 100000 |
| 铁精粉 | 100 | 1150 | 100 | 1200 | 100 | 1200 |

数据来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

图表13 主要产品销量和价格假设

| | 2012 年毛利率 | 2013 年毛利率 | 2014 年毛利率 |
|------|-----------|-----------|-----------|
| 石墨电极 | 20.50% | 21% | 21% |
| 炭砖 | 40.31% | 40% | 40% |
| 特种石墨 | 55% | 55% | 55% |
| 铁精粉 | 54% | 53% | 53% |

数据来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

图表 14 动力煤类上市公司估值比较

| | 股价 | 2012 年 EPS | 2013 年 EPS | 2014 年 EPS | 2012 年 PE | 2013 年 PE | 2014 年 PE |
|--------------|-------|------------|------------|------------|-----------|-----------|-----------|
| 中国宝安 | 9.14 | 0.34 | 0.38 | 0.46 | 27 | 24 | 20 |
| 中钢吉炭 | 10.2 | -0.13 | 0.03 | 0.13 | -78 | 340 | 78 |
| 博云新材 | 12.44 | 0.26 | 0.4 | 0.57 | 48 | 31 | 22 |
| 算术均值（扣除中钢吉炭） | | | | | 37 | 28 | 21 |
| 方大炭素 | 9.74 | 0.40 | 0.47 | 0.66 | 24 | 21 | 15 |

数据来源：WIND 资讯，联讯证券投资研究中心

经过测算，我们预计方大炭素 2012—2014 年的 EPS 分别为：0.40 元，0.47 元，0.66 元，对应的 PE 分别为 24X，21X，15X。与可比公司相比，公司的估值优势明显。考虑到公司正积极进行战略转型，铁精粉业务将给业绩带来稳定支撑，特种石墨业务将撑起公司未来业绩增长，所以我们首次给予公司“增持”的投资评级。

我们的核心观点

(1) 公司是我国炭素企业的龙头，是全国唯一的新型炭砖生产基地，产能位居亚洲第一、世界第三，但国内企业产品主要还是集中于普通功率石墨电极和炭砖等传统炭素领域。为了适应钢铁等行业结构调整的要求并将公司打造成复合型炭素制品研发和生产基地，近年来公司加快了产品结构调整并在核石墨、纳米炭材料、特种石墨、碳纤维、石墨导热片等产品领域取得突破。

(2) 由于顶级特殊钢必须使用以优质针状焦生产的超高功率石墨电极冶炼才能得到，而针状焦的生产工艺仅由美国、英国和日本所掌握，所以，长期以来我国针状焦主要依赖进口，不仅成本高昂而且供应不稳定，严重制约了国内超高功率石墨电极的产量。目前公司自身每年对针状焦的需求已达到近10万吨左右，但进口供应不稳定在很大程度上阻碍了公司产品结构的优化升级。通过努力，公司已成功研制出了油系针状焦，经中试小批量试制出了符合要求的超高功率石墨电极，现已具备进入规模化生产阶段的基本条件。公司拟通过非公开发行投资建设10万吨/年油系针状焦项目，项目建成后将满足公司自身的需要，从而进一步完善公司的产业链。

(3) 特种石墨被广泛应用于半导体、光伏太阳能、电火花及模具加工、核能、冶金、航天等众多领域，但国内特种石墨的市场供给明显不足。公司拟通过非公开发行投资建设3万吨/年特种石墨制造与加工项目，预计该项目将于2014年建成投产，由于特种石墨售价为10万元/吨左右，而毛利率更是高达50%—60%，所以3万吨/年特种石墨项目投产后将支撑公司未来业绩增长空间。

(4) 公司铁精粉产能100万吨/年，毛利率一直在50%甚至60%以上，铁精粉业务的收入占比只有30%左右但利润占比却达到50%以上，可以说铁精粉业务是公司的现金牛业务。尽管全球经济疲软降低了建筑业和制造业对钢铁的需求，但目前钢铁价格已经跌破了很多钢铁企业的成本价，随着铁工基等各项

刺激政策的出台，预计2013年钢铁市场有望逐步回暖，铁精粉业务对公司业绩的贡献有望维持稳定。

(5) 经过测算，我们预计方大炭素2012—2014年的EPS分别为：0.40元，0.47元，0.66元，对应的PE分别为24X，21X，15X。与可比公司相比，公司的估值优势明显。考虑到公司正积极进行战略转型，铁精粉业务将给业绩带来稳定支撑，特种石墨业务将撑起公司未来业绩增长，所以我们首次给予公司“增持”的投资评级。

主要风险提示

- 1、钢铁行业继续萎缩；2、非公开发行项目受阻。

图表 15 公司财务报表预测

| 资产负债表 | | | | | | 现金流量表 | | | | | |
|----------|------|------|-------|-------|-------|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 单位：百万元 | | | | | | 单位：百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | 会计年度 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 货币资金 | 1092 | 671 | 2360 | 2620 | 3222 | 经营活动现金流 | -38 | 260 | 283 | 314 | 386 |
| 交易性金融资产 | 0 | 24 | 47 | 52 | 64 | 投资活动现金流 | -467 | -285 | -72 | -80 | -98 |
| 应收票据 | 685 | 1074 | 1967 | 2184 | 2686 | 筹资活动现金流 | 521 | -429 | 730 | 810 | 996 |
| 应收账款 | 503 | 707 | 1678 | 1863 | 2290 | 现金净增加额 | 16 | -455 | 941 | 1045 | 1285 |
| 预付账款 | 133 | 170 | 441 | 490 | 602 | 融资缺口 | — | 33 | 748 | 0 | 0 |
| 其他应收款 | 44 | 49 | 175 | 195 | 240 | 超额现金 | — | 0 | 0 | 785 | 683 |
| 存货 | 1612 | 1819 | 3917 | 4349 | 5349 | 利润表 | | | | | |
| 其他流动资产 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 单位：百万元 | | | | | |
| 流动资产 | 4069 | 4515 | 10586 | 11753 | 14453 | 会计年度 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 发放贷款及垫款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业收入 | 3216 | 4526 | 4058 | 4506 | 5541 |
| 可供出售金融资产 | 3 | 3 | 7 | 8 | 10 | 营业成本 | 2158 | 2792 | 2708 | 2966 | 3512 |
| 持有至到期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业税金及附加 | 16 | 31 | 22 | 24 | 30 |
| 长期投资 | 62 | 95 | 192 | 213 | 262 | 销售费用 | 145 | 195 | 160 | 178 | 218 |
| 固定资产 | 1574 | 1576 | 3095 | 3437 | 4226 | 管理费用 | 267 | 372 | 369 | 410 | 504 |
| 无形资产 | 383 | 509 | 1014 | 1126 | 1384 | 财务费用 | 105 | 125 | 152 | 168 | 207 |
| 递延所得税 | 39 | 44 | 85 | 94 | 116 | 折旧摊销 | — | — | — | — | — |
| 非流动资产 | 2196 | 2297 | 4576 | 5081 | 6248 | EBITDA | 630 | 1136 | 799 | 928 | 1276 |
| 资产总计 | 6265 | 6811 | 15162 | 16834 | 20701 | 营业利润 | 515 | 968 | 643 | 754 | 1062 |
| 短期借款 | 1186 | 1391 | 2626 | 2915 | 3585 | 利润总额 | 567 | 873 | 687 | 806 | 1136 |
| 交易性金融负责 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 所得税 | 145 | 237 | 166 | 195 | 275 |
| 应付票据 | 106 | 127 | 160 | 178 | 219 | 净利润 | 422 | 636 | 521 | 611 | 861 |
| 应付账款 | 311 | 381 | 791 | 878 | 1080 | 归属母公司净利润 | 406 | 614 | 510 | 598 | 843 |
| 预收款项 | 122 | 132 | 350 | 388 | 478 | EPS | 0.32 | 0.48 | 0.40 | 0.47 | 0.66 |
| 应交税费 | 80 | 70 | 123 | 136 | 167 | 主要财务指标 | | | | | |
| 应付股利 | 2 | 2 | 4 | 4 | 5 | 会计年度 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 其他应付款 | 116 | 140 | 311 | 346 | 425 | 收入增长率 | — | 41% | -10% | 11% | 23% |
| 其他流动负债 | 1000 | 500 | 2024 | 2247 | 2764 | 净利润增长率 | — | 51% | -18% | 17% | 41% |
| 流动负债 | 3033 | 2821 | 6575 | 7300 | 8977 | 毛利率 | 32.91% | 38.30% | 33.28% | 34.17% | 36.61% |
| | | | | | | 三项费率 | 16.09% | 15.28% | 16.78% | 16.78% | 16.78% |

| | | | | | | | | | | | |
|---------|------|------|-------|-------|-------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产负债率 | 49.74% | 44.73% | 46.41% | 46.41% | 46.41% |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 总股本(百万股) | 1279 | 1279 | 1279 | 1279 | 1279 |
| 长期应付款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 当前股价(元) | 9.74 | 9.74 | 9.74 | 9.74 | 9.74 |
| 预计负债 | 47 | 197 | 397 | 441 | 542 | ROA | — | 15.26% | 7.64% | 6.09% | 7.16% |
| 其他非流动负债 | 12 | 11 | 22 | 24 | 30 | ROE | 14.15% | 17.63% | 6.76% | 7.14% | 8.18% |
| 非流动负债 | 82 | 226 | 461 | 512 | 629 | EV/IC | — | 3 | 1 | 1 | 1 |
| 负债合计 | 3116 | 3047 | 7036 | 7812 | 9606 | EV/EBITDA | — | 12 | 18 | 14 | 11 |
| 少数股东权益 | 280 | 282 | 581 | 645 | 793 | PCF | -325 | 48 | 44 | 40 | 32 |
| 归母公司权益 | 2869 | 3482 | 7545 | 8377 | 10301 | PB | 4 | 4 | 2 | 1 | 1 |
| 所有者权益合计 | 3149 | 3765 | 8126 | 9022 | 11095 | PS | 4 | 3 | 3 | 3 | 2 |
| 负债和股东权益 | 6265 | 6811 | 15162 | 16834 | 20701 | PE | 31 | 20 | 24 | 21 | 15 |

数据来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

图表 16 有色、煤炭行业股票池跟踪

| 代码 | 公司 | 所属行业 | 本期评级 | 上期评级 | 备注 |
|--------|------|--------|------|------|--------------------|
| 002340 | 格林美 | 有色金属行业 | 增持 | 增持 | 政策助力，业绩将迎拐点 |
| 002501 | 利源铝业 | 有色金属行业 | 增持 | 增持 | 产品结构领先的工业铝型材区域龙头 |
| 002155 | 辰州矿业 | 有色金属行业 | 增持 | 增持 | “金锑钨”强势组合，避险抗通胀的首选 |
| 000630 | 铜陵有色 | 有色金属行业 | 增持 | 增持 | 产能大幅扩张，资产注入预期强烈 |
| 002203 | 海亮股份 | 有色金属行业 | 增持 | 增持 | 积极收购矿山，基本面正在改变 |
| 002466 | 天齐锂业 | 有色金属行业 | 增持 | 增持 | 锂业龙头，产能释放带动业绩增长 |
| 600516 | 方大炭素 | 有色金属行业 | 增持 | 增持 | 特种石墨项目值得期待 |
| 600547 | 山东黄金 | 有色金属行业 | 增持 | 增持 | 金九银十黄金消费旺季到来 |
| 002428 | 云南锗业 | 有色金属行业 | 增持 | 增持 | 锗业龙头，深加工项目值得期待 |
| | | | | | |
| 代码 | 公司 | 所属行业 | 本期评级 | 上期评级 | 备注 |
| 600395 | 盘江股份 | 煤炭行业 | 增持 | 增持 | 西南焦煤龙头，未来成长可期 |
| 600546 | 山煤国际 | 煤炭行业 | 增持 | 增持 | 产能正处快速扩张期 |
| 600123 | 兰花科创 | 煤炭行业 | 增持 | 增持 | 煤质优良、盈利稳定 |

数据来源：WIND 资讯，联讯证券投资研究中心

信息披露

本资料清晰准确地反映了编撰者的研究观点。编撰者本人不曾因，不因，也将不会因本资料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。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。

投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇资料，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

风险提示

本资料由联讯证券有限责任公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本资料的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的资料均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本资料基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

联讯证券可随时更改资料中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求资料内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和编撰者无关。在本公司及编撰者所知情的范围内，本机构、编撰者本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本资料而引致的任何直接或间接损失负任何责任。