

强烈推荐-A (上调)

方大炭素 600516.SH

目标估值: 12.00-14.00 元  
当前股价: 9.48 元  
2017年03月17日

股权激励+炭素产品上涨, 公司将进入上行周期

基础数据

上证综指	3269
总股本(万股)	171916
已上市流通股(万股)	171916
总市值(亿元)	163
流通市值(亿元)	163
每股净资产(MRQ)	3.4
ROE(TTM)	1.6
资产负债率	26.6%
主要股东	辽宁方大集团实业有
主要股东持股比例	42.51%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	-18	1
相对表现	1	-25	-12



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

卢平

021-68407841  
luping@cmschina.com.cn  
S1090511040008

研究助理

黄昱颖

huangyuying@cmschina.com.cn

研究助理

陈颖

chenying12@cmschina.com.cn

- **事件:** 公司拟向激励对象授予权益总计 10,366.5 万份, 约占本公司总股本的 6.03%。其中股票期权 4,167 万份, 占总股本 2.42%, 行权价格为 9.46 元/股; 限制性股票 6199 万股, 占总股本 3.61%, 授予价格为 4.73 元/股。激励对象总人数为 669 人。激励对象包括公司在任的董事、高级管理人员、核心经营管理(技术)人员等。
- **股权激励充分调动员工积极性, 公司经营能提升。** 本次股权激励涉及员工 669 人, 股票数占股本 6.03%, 数额较大彰显股东信心。通过本次股权激励将进一步完善公司法人治理结构, 建立健全公司长期、有效的激励约束机制, 充分调动员工积极性, 有效提升公司经营能力。
- **公司为国内炭素产品龙头企业。** 公司是国内炭素行业龙头企业, 产能位居国内第一、全球前三的水平。主要产品包括石墨电极、铝用炭砖、内衬炭砖, 下游主要应用于炼钢、电解铝等冶炼企业。公司 2015 年生产石墨炭素制品 14.8 万吨, 生产铁精粉 73 万吨, 生产规模居国内前列。
- **受供给侧改革及环保因素影响, 炭素制品价格持续上行。** 从 2016 年 4 季度以来, 受环保因素影响预焙阳极大面积停产, 2017 年 1 月预焙阳极产量 66.9 万吨, 同比减少 5.6%, 从去年四季度以来预焙阳极已涨价 20%, 而其他相关炭素制品价格相继进入上行通道, 石墨电极价格逐步上涨。我们预计未来环保督察工作将进入常态, 行业内低效高污染企业将逐步清出, 供需格局将逐步好转, 公司作为龙头企业将持续受益。
- **高端核用石墨材料、碳纤维等打开公司未来成长空间。** 公司与中国科学院上海应用物理研究所展开关于国产核级石墨材料的项目合作、与清华大学核能与新能源技术研究院关于高温气冷堆核石墨联合中心的合作项目。同时, 公司 2013 年收购方泰精密和江城碳素两家公司, 进而进入碳纤维领域。未来核用石墨材料以及碳纤维将打开公司成长空间。
- **股权激励+炭素产品价格上涨, 公司盈利能力增强。** 预计公司 2016/2017/2018 年净利润 1.2/2.5/4 亿元, 上调至强烈推荐评级。
- **风险提示: 炭素产品价格下跌。**

附图：

图1：预焙阳极价格走势



资料来源：百川资讯、招商证券

图2：石墨电极价格指数走势



资料来源：百川资讯、招商证券

表1：国内预焙阳极产量（万吨）

地区	2016年	2015年	16年同比	1月产量	1月同比	1月产能	开工率
河北省	52.4	43.0	21.7%	4.6	21.3%	68.0	80.3%
内蒙古	42.7	71.0	-39.9%	4.8	37.1%	74.0	77.8%
山西省	17.9	15.5	15.5%	1.6	24.0%	25.0	74.4%
山东省	456.9	446.8	2.3%	38.2	-8.1%	576.0	79.7%
江苏省	18.0	11.0	63.2%	1.8	89.5%	29.0	74.5%
广西省	42.6	38.0	12.1%	3.8	15.2%	70.0	65.1%
河南省	127.9	181.6	-29.6%	5.9	-52.4%	251.0	28.0%
湖北省	10.6	10.0	5.5%	1.2	43.5%	29.0	50.5%
甘肃省	40.4	30.4	32.9%	3.6	63.6%	75.0	57.6%
贵州省	4.2	4.0	5.0%	0.4	60.0%	12.0	40.0%
重庆市	12.1	10.8	11.9%	1.1	16.7%	20.0	63.0%
合计	825.6	862.1	-4.2%	66.9	-5.6%	1229.0	65.3%

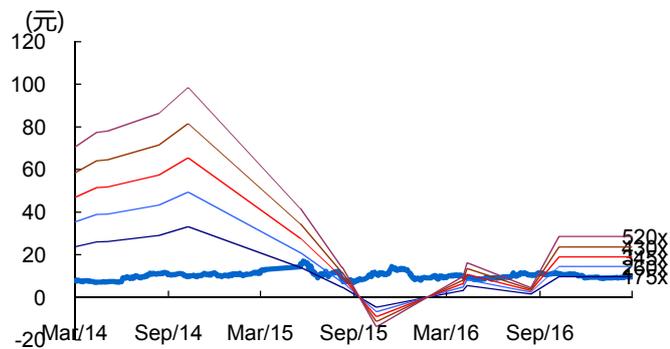
资料来源：百川资讯、招商证券

表2：国内炼钢用石墨电极产量情况（万吨）

月份	炼钢用石墨电极	普通功率石墨电极	高功率石墨电极	超高功率石墨电极
1月	41,550	10,450	16,800	14,300
2月	39,950	9,800	16,400	13,750
3月	39,100	9,600	15,400	14,100
4月	42,200	10,650	17,050	14,500
5月	42,900	11,050	17,450	14,400
6月	42,700	10,750	17,450	14,500
7月	42,720	10,120	16,900	15,700
8月	40,200	9,120	13,300	17,780
9月	39,700	7,545	12,880	19,275
10月	45,400	10,585	17,240	17,575
11月	40,700	8,870	16,530	15,300
12月	43,300	9,890	16,660	16,750
2016年1-12月合计	500,420	118,430	194,060	187,930

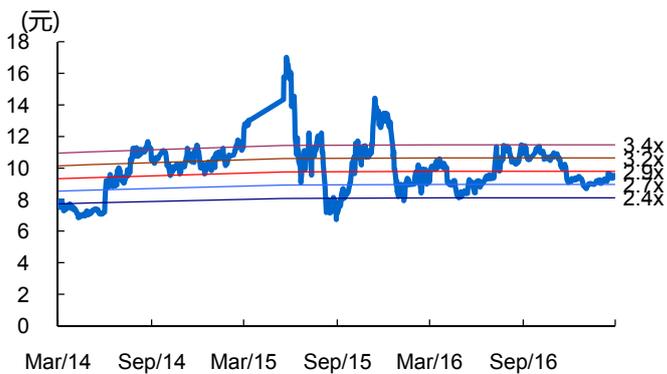
资料来源：百川资讯、招商证券

图 1：方大炭素历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：方大炭素历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	6475	6003	4158	4530	5183
现金	2543	2154	2093	1862	1896
交易性投资	146	0	0	0	0
应收票据					
应收款项	1693	1651	804	1046	1265
其它应收款					
存货	1547	1370	980	1259	1560
其他	547	829	280	364	462
<b>非流动资产</b>	3108	3013	3189	3312	3320
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2205	2157	2385	2561	2621
无形资产	665	626	574	522	470
其他	238	230	230	230	230
<b>资产总计</b>	<b>9583</b>	<b>9017</b>	<b>7347</b>	<b>7842</b>	<b>8503</b>
<b>流动负债</b>	2006	2670	882	1133	1408
短期借款	1129	1941	0	0	0
应付账款	546	409	463	594	737
预收账款	3.49	4.53			
其他	332	320	419	539	671
<b>长期负债</b>	1559	321	321	321	321
长期借款	101	71	71	71	71
其他	258	250	250	250	250
<b>负债合计</b>	<b>3565</b>	<b>2991</b>	<b>1202</b>	<b>1454</b>	<b>1729</b>
股本	1719	1719	1719	1719	1719
资本公积金					
留存收益					
少数股东权益	273	254	254	254	254
归属于母公司所有者权益	5745	5772	5890	6134	6520
<b>负债及权益合计</b>	<b>9583</b>	<b>9017</b>	<b>7347</b>	<b>7842</b>	<b>8503</b>

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	1097	136	2185	79	250
净利润	264	13	123	254	402
折旧摊销	194	186	148	172	190
财务费用	(101)	(63)	(31)	25	23
投资收益	76	139	0	0	0
营运资金变动	585	(218)	1914	(348)	(342)
其它	(22)	15	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	37	129	(300)	(300)	(200)
资本支出	0	(17)	(300)	(300)	(200)
其他投资	(50)	146	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(913)	(653)	(1946)	(10)	(16)
借款变动	(385)	(357)	(1941)	0	0
普通股增加	(2)	0	0	0	0
资本公积增加					
股利分配	(246)	(133)	(5)	(10)	(16)
其他					
<b>现金净增加额</b>	<b>220</b>	<b>(388)</b>	<b>(61)</b>	<b>(231)</b>	<b>34</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	3449	2330	2796	3635	4617
营业成本	(2438)	(1772)	(2041)	(2618)	(3232)
营业税金及附加	(32)	(29)	(42)	(55)	(69)
营业费用	(201)	(134)	(140)	(182)	(231)
管理费用	(363)	(331)	(336)	(436)	(554)
财务费用	(101)	(63)	(31)	25	23
资产减值损失					
公允价值变动收益	(40)	(77)	0	0	0
投资收益	76	139	0	0	0
<b>营业利润</b>	311	26	154	318	502
营业外收入	40	20	0	0	0
营业外支出					
<b>利润总额</b>	351	45	154	318	502
所得税	(87)	(32)	(31)	(64)	(100)
<b>净利润</b>	264	13	123	254	402
少数股东损益	16	18	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	279	31	123	254	402
<b>EPS (元)</b>	0.16	0.02	0.07	0.15	0.23

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>年成长率</b>					
营业收入	2.2%	-32.4%	20.0%	30.0%	27.0%
营业利润	29.3%	24.0%	27.0%	28.0%	30.0%
净利润	18.27%	-88.89%	297.88	106.14	57.90%
<b>获利能力</b>					
毛利率	29.3%	24.0%	27.0%	28.0%	30.0%
净利率	8.1%	1.3%	4.4%	7.0%	8.7%
ROE	4.9%	0.5%	2.1%	4.1%	6.2%
ROIC	3.7%	0.2%	3.1%	6.1%	8.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	40.1%	36.0%	19.8%	21.8%	23.3%
净负债比率	17.0%	13.9%	-14.5%	-6.4%	-2.5%
流动比率	3.2	2.2	4.7	4.0	3.7
速动比率	2.1	1.4	3.3	2.6	2.2
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.5	0.5
存货周转率	1.6	1.3	2.1	2.1	2.1
应收帐款周转率	2.0	1.4	3.5	3.5	3.7
应付帐款周转率	4.5	4.3	4.4	4.4	4.4
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.16	0.02	0.07	0.15	0.23
每股经营现金	0.64	0.08	1.27	0.05	0.15
每股净资产	3.34	3.36	3.43	3.57	3.79
每股股利	0.14	0.08	0.00	0.01	0.01
<b>估值比率</b>					
PE	58.4	525.5	132.1	64.1	40.6
PB	2.8	2.8	2.8	2.7	2.5
EV/EBITDA	33.4	79.8	46.7	34.8	25.0

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**黄昱颖：**清华大学材料科学与工程硕士，2016年7月加入招商证券，现为有色金属行业分析师。

**陈颖：**厦门大学会计系学士、硕士，2016年7月加入招商证券，现为有色金属行业分析师。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。