

强烈推荐-A (维持)

方大炭素 600516.SH

目标估值: 12.00-14.00 元

当前股价: 9.13 元

2017年04月18日

销量提升带来业绩回升, 往后受益石墨电极价格上涨

基础数据

上证综指	3222
总股本(万股)	171916
已上市流通股(万股)	171916
总市值(亿元)	157
流通市值(亿元)	157
每股净资产(MRQ)	3.4
ROE(TTM)	1.2
资产负债率	24.9%
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



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《方大炭素(600516)一股权激励+炭素产品上涨, 公司将进入上行周期》2017-03-17

刘文平

liuwenping@cmschina.com.cn
S1090517030002

研究助理

黄昱颖

huangyuying@cmschina.com.cn

研究助理

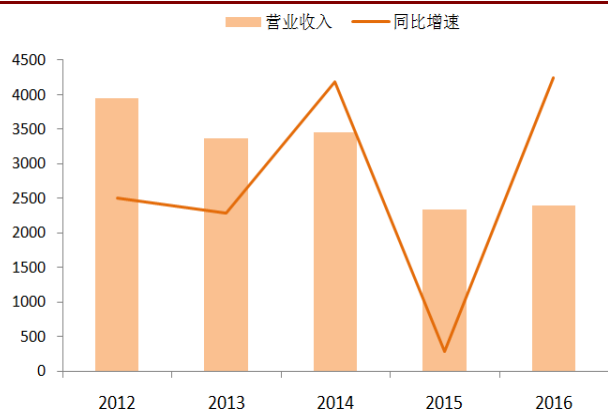
陈颖

chenying12@cmschina.com.cn

- **事件:** 公司 2016 年实现营业收入 23.9 亿元, 同比增长 2.78%; 实现归属于母公司净利润 6745 万元, 同比增长 117%, 其中炭素产品销量 16.3 万吨, 营收 17.3 亿元, 同比减少 12%。
- **销量提升带来业绩回升。** 由于下游市场需求低迷, 2016 年公司炭素产品销售均价 1.1 万元/吨, 同比 15 年销售均价 1.35 万元/吨, 下降 18.5%, 毛利率下降 8.4 个百分点。但公司加大销售力度, 销售炭素产品 16.3 万吨, 同比增长 8.7%, 销售铁精粉 128 万吨, 同比增长 184%。同时受益于铁精粉价格回升, 毛利率较去年增加 18.3 个百分点, 公司实现净利润 6745 万元, 同比增长 117%。
- **公司为国内炭素产品龙头企业, 受益石墨电极价格上涨。** 目前石墨电极国内年产量约 50 万吨, 公司产量 16 万吨, 占国内产量约 30%, 为国内炭素行业龙头企业。今年以来受原材料价格上涨及环保因素影响, 石墨电极价格大幅上涨, 年初至今平均上涨近 5000 元/吨, 涨幅超过 50%, 目前普通石墨电极价格 1.5 万元/吨, 高功率石墨电极 1.8 万元/吨。原材料石油焦、煤沥青等价格虽然也大幅上涨, 但原料占石墨电极成本约 50%, 综合成本上涨幅度小于石墨电极上涨幅度, 公司充分受益价格上涨。
- **下游需求好转+环保因素影响将推动炭素制品价格继续上行。** 今年以来石墨电极下游需求有所好转, 一方面国内炼钢厂中频炉转换为电炉, 另一方面企业新增了电炉, 增加了石墨电极需求; 而供给端受环保因素影响, 河南地区石墨电极限产 20%, 其中林州地区处于停产状态, 而河南地区石墨电极占国内产量约 20%以上, 从而影响产能 3~5 万吨; 企业库存方面目前普遍处于低位, 价格具备上涨空间。我们预计今年石墨电极供应将转为短缺, 短期内价格将继续上行。
- **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。
- **炭素产品价格上涨, 公司盈利能力增强。** 公司炭素产品年产量 16 万吨, 炭素产品每上涨 1000 元, 公司将增加税前利润 1.3 亿元, 按目前炭素产品价格计算, 预计公司 2017/2018/2019 年净利润 2.5/3/4 亿元, 维持强烈推荐评级。

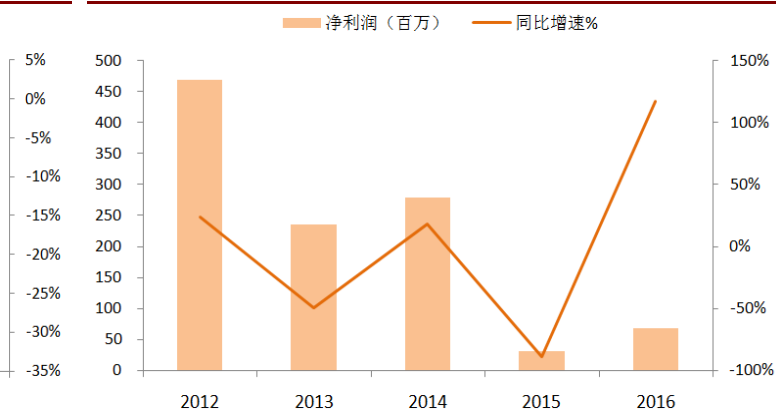
附图：

图1：公司营收情况（百万元）



资料来源：WIND、招商证券

图2：公司净利润情况（百万元）



资料来源：WIND、招商证券

表 1：主要财务指标

	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4
营业收入	634	557	605	534	473	598	637	687
营业毛利	146	151	135	127	93	125	174	216
营业费用	38	33	33	30	30	32	40	50
管理费用	104	94	96	75	85	87	78	71
财务费用	3	16	-7	50	9	11	7	12
投资收益	13	25	30	71	20	19	31	44
营业利润	65	55	-46	-48	-3	5	57	-4
归属母公司所有者净利	-12	42	-15	16	11	4	64	-11
毛利率	23.0%	27.1%	22.3%	23.8%	19.7%	20.9%	27.3%	31.5%
主营税金率	1.1%	1.0%	1.5%	1.3%	1.1%	1.2%	1.0%	5.4%
营业费率	6.0%	5.9%	5.5%	5.6%	6.3%	5.3%	6.3%	7.3%
管理费率	16.5%	16.8%	15.8%	14.0%	18.0%	14.6%	12.2%	10.3%
营业利润率	10.2%	9.9%	-7.6%	-9.0%	-0.7%	0.8%	8.9%	-0.5%
实际税率	-57.0%	27.8%	58.1%	85.4%	3.8%	114.3%	21.0%	-742.2%
净利率	-1.9%	7.5%	-2.5%	3.0%	2.3%	0.7%	10.0%	-1.6%
yoy								
收入增长率	-29.9%	-36.9%	-29.1%	-33.9%	-25.3%	7.3%	5.2%	28.7%
营业利润增长率	-58.1%	-51.0%	-153.2%	10.8%	-104.9%	-91.6%	-223.0%	-92.3%
净利润增长率	-109.2%	-68.9%	-119.6%	-126.8%	-192.7%	-90.5%	-528.6%	-170.3%

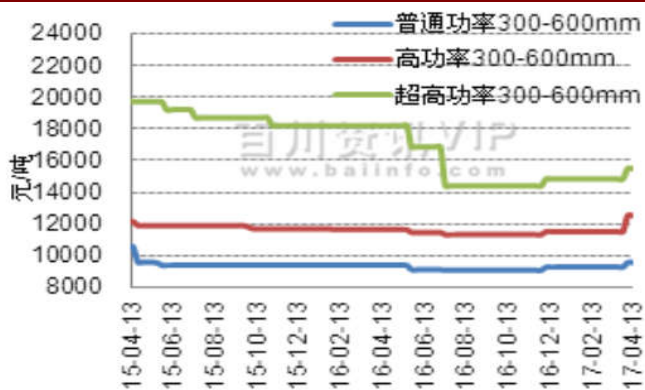
资料来源：wind、招商证券

表 2：公司 2016 年产销量（吨）

主要产品	生产量	销售量	库存量	生产量	销售量	库存量
炭素制品	160,137	162,995	12,717	8.2	8.8	-18.4
铁精粉	1,020,987	1,281,951	79,943	39.8	183.8	-76.6

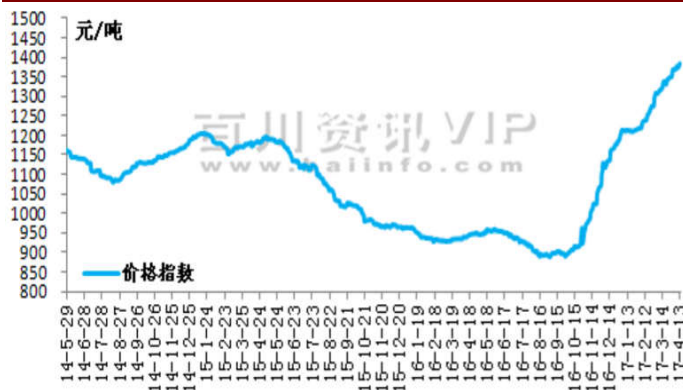
资料来源：公司公告、招商证券

图3: 石墨电极价格走势



资料来源: 百川资讯、招商证券

图4: 原材料石油焦价格走势



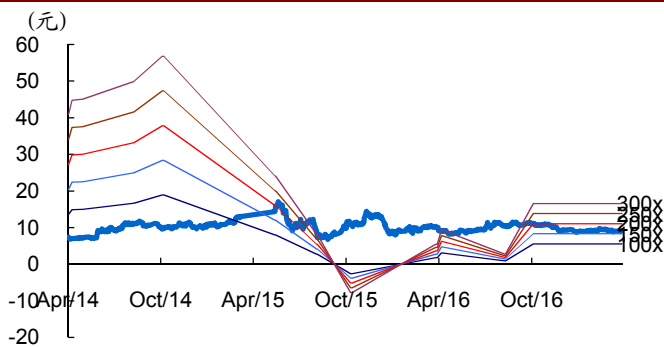
资料来源: 百川资讯、招商证券

表3: 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5: 方大炭素历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图6: 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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	6003	5228	4658	4936	5587
现金	2154	1610	1053	974	324
交易性投资	0	23	23	23	23
应收票据	483	744	774	851	1132
应收款项	1037	978	927	1020	1356
其它应收款	131	124	129	142	189
存货	1370	942	918	1009	1343
其他	829	807	834	918	1220
非流动资产	3013	2828	2822	2816	2760
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1581	1552	1592	1628	1610
无形资产	626	523	479	439	403
其他	807	753	750	748	746
资产总计	9017	8056	7479	7752	8346
流动负债	2670	1702	878	930	1224
短期借款	710	875	100	100	201
应付账款	335	352	344	378	503
预收账款	47	78	76	84	112
其他	1579	397	358	368	408
长期负债	321	301	301	301	301
长期借款	71	36	36	36	36
其他	250	265	265	265	265
负债合计	2991	2004	1179	1232	1525
股本	1719	1719	1719	1719	1719
资本公积金	1671	1671	1671	1671	1671
留存收益	2382	2445	2698	2924	3233
少数股东权益	254	216	211	206	198
归属于母公司所有者权益	5772	5836	6089	6315	6623
负债及权益合计	9017	8056	7479	7752	8346

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	403	315	446	165	(535)
净利润	31	67	253	302	399
折旧摊销	195	208	206	206	206
财务费用	125	72	21	(1)	5
投资收益	(139)	(114)	(30)	(30)	(30)
营运资金变动	203	138	5	(315)	(1142)
其它	(12)	(57)	(10)	3	26
投资活动现金流	145	212	(200)	(200)	(150)
资本支出	(56)	(21)	(200)	(200)	(150)
其他投资	201	233	0	0	0
筹资活动现金流	(551)	(1183)	(803)	(44)	35
借款变动	594	(1272)	(812)	0	101
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(2)	1	0	0	0
股利分配	0	0	0	(76)	(90)
其他	(1143)	88	9	31	25
现金净增加额	(2)	(656)	(557)	(79)	(650)

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2330	2395	2491	2740	3644
营业成本	1772	1787	1744	1918	2551
营业税金及附加	29	56	25	27	36
营业费用	134	152	125	137	182
管理费用	369	321	274	301	401
财务费用	63	38	21	(1)	5
资产减值损失	55	95	60	60	60
公允价值变动收益	(22)	(6)	0	0	0
投资收益	139	114	30	30	30
营业利润	26	55	272	328	438
营业外收入	27	40	10	10	10
营业外支出	7	10	1	1	1
利润总额	45	85	282	337	448
所得税	32	55	34	41	56
净利润	13	30	248	296	391
少数股东损益	(18)	(37)	(5)	(6)	(8)
归属于母公司净利润	31	67	253	302	399
EPS (元)	0.02	0.04	0.15	0.18	0.23

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-32%	3%	4%	10%	33%
营业利润	-92%	112%	397%	20%	34%
净利润	-89%	117%	275%	19%	32%
获利能力					
毛利率	24.0%	25.4%	30.0%	30.0%	30.0%
净利率	1.3%	2.8%	10.2%	11.0%	11.0%
ROE	0.5%	1.2%	4.2%	4.8%	6.0%
ROIC	1.5%	3.8%	3.9%	4.2%	5.4%
偿债能力					
资产负债率	33.2%	24.9%	15.8%	15.9%	18.3%
净负债比率	22.3%	11.8%	1.8%	1.8%	2.8%
流动比率	2.2	3.1	5.3	5.3	4.6
速动比率	1.7	2.5	4.3	4.2	3.5
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
存货周转率	1.2	1.5	1.9	2.0	2.2
应收帐款周转率	2.4	2.4	2.6	2.8	3.1
应付帐款周转率	4.9	5.2	5.0	5.3	5.8
每股资料 (元)					
每股收益	0.02	0.04	0.15	0.18	0.23
每股经营现金	0.23	0.18	0.26	0.10	-0.31
每股净资产	3.36	3.39	3.54	3.67	3.85
每股股利	0.00	0.00	0.04	0.05	0.07
估值比率					
PE	506.1	232.7	62.1	52.0	39.3
PB	2.7	2.7	2.6	2.5	2.4
EV/EBITDA	24.9	23.3	11.8	11.1	9.1

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。

刘文平：招商证券有色金属首席分析师，中南大学本科，中科院理学硕士，曾获金贝塔组合最高收益奖、水晶球最佳分析师、金牛分析师 第五名。

刘伟洁：招商证券有色研究员。中南大学硕士，SMM 6 年研究经验，曾任铅锌团队负责人，对基本金属板块有着深刻的认识和人脉资源。2017 年 3 月份加入招商证券。

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，现为有色金属行业研究员。

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

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。