

强烈推荐-A (维持)

方大炭素 600516.SH

目标估值: 12-14 元  
当前股价: 9.63 元  
2017 年 05 月 07 日

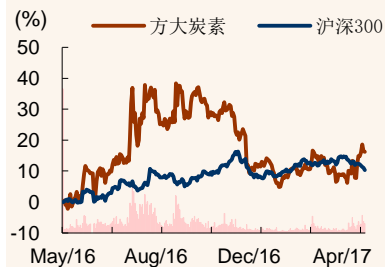
投资价值何在——子公司电极价格大涨点评

基础数据

上证综指	3103
总股本 (万股)	171916
已上市流通股 (万股)	171916
总市值 (亿元)	166
流通市值 (亿元)	166
每股净资产 (MRQ)	3.4
ROE (TTM)	2.2
资产负债率	23.6%
主要股东	辽宁方大集团实业有限
主要股东持股比例	42.51%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	9	-10	5
相对表现	12	-11	-0



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《方大炭素 (600516) —国内炭素龙头企业, 受益石墨电极大涨》2017-05-04
- 2、《方大炭素 (600516) —销量提升带来业绩回升, 往后受益石墨电极价格上涨》2017-04-18
- 3、《方大炭素 (600516) —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

事件:

5月5日方大炭素子公司合肥碳素厂 (持股比例 52%), 上调石墨电极价格, 超高、高功和普通分别上调 9500、7500 和 5000 元。

评论:

1、价格快速上涨已成常态

本周调整石墨电极价格的公司还有吉林炭素厂、河北、山东、河南的碳素厂, 产品价格上涨幅度 1000-3000 元不等。合肥碳素厂上调后的价格与行业价格相当。我们预计合肥公司今年石墨电极今年产量 1.8 万吨, 其中超高产量约 1 万吨。根据我们测算上调价格合肥碳素厂增厚母公司盈利约 5200 万元。石墨电极价格从今年 4 月份开始大幅上涨, 一天一个价格, 市场处于有价无货状态。

合肥碳素有限责任公司上调电极价格

型号	报价 (元/吨)	涨幅 (元)
Φ500mm-Φ600mm 普通石墨电极	18000-20000	5000
Φ250mm-Φ600mm 高功率石墨电极	23000-25000	7500
Φ300mm-Φ600mm 超高功率石墨电极	28000-32000	9500

数据来源: 百川资讯、招商证券

2、当前价格下公司公司年化盈利 13.4 亿元

我们预计方大炭素 2017 年石墨电极产量 16 万吨, 权益产量 14.1 万吨, 其中超高功率石墨电极产量 6.6 万吨 (以下均为权益值), 高功率石墨电极产量 6.6 万吨, 普通石墨电极产量 0.9 万吨。

根据合肥碳素有限公司的价格测算, 公司年化盈利 12.9 亿元, 对应 P/E 13 倍。其中铁矿业务盈利 1.6 亿元, 其他业务盈利 11.3 亿元 (主要为石墨电极盈利, 碳纤维等业务继续亏损)。若价格继续上涨 10000 元 (税前), 则方大炭素的年化盈利可以达到 23 亿元, 对应 P/E 7 倍。

3、供应受限, 需求好转, 价格上涨持续性强

需求大幅好转: 主要新增需求国内中频炉转电炉, 这部分未来新增电炉钢产量有可能到 5000 万吨, 新增超高功率石墨电极需求 15-20 万吨之间。目前国内一年的超高功率石墨电极产量也就 19 万吨, 还要出口 5 万吨左右。长期看高炉转电炉是长期趋势, 按照国家十三五规划要求, 一年 8 亿吨的钢铁产量, 十三五末电炉钢占比达到 15%, 目前仅 6%。新增 7000 万吨电炉钢, 对应石墨电极需求 20 万吨。是目前国内超高功率石墨电极产量的一倍。

国外石墨电极前几年剧烈去产能，格局相对稳定。国外年需求量约 110 万吨（电炉炼钢需求 81 万吨，精炼刚需求 15 万吨，其他约 14 万吨），国外产量约 94 万吨。依靠每年从中国进口 16 万吨石墨电极，维持供需平衡。

从国内来看，实际有效产能 50 多万吨，不超过 58 万吨。根据前三个月的产量测算今年总产量约 48 万吨，预计下半年原材料紧张程度会略有缓解，全年产量约 50 万吨。与去年相当。去年国内的缺口约 5 万吨（2016 年行业去库存，减少库存一个月的量，即 5 万吨），考虑到中频炉转电炉的产能逐步投产，预计今年缺口约 13 万吨。明年缺口也约 13 万吨。且这部分缺口主要是超高功率石墨电极。

国内前几年主要是以企业破产形式去产能，这部分企业几乎没复产可能性。由于启动资金需求量大（生产周期 4 个月）和环保投入高，复产难度高。且由于企业主在石墨电极的长期下跌中，被迫破产，受伤严重，重新投入石墨电极行业的积极性也颇受打击。

此次石墨电极价格上涨的可持续性很强。考虑到供应端到 11 月份几乎无任何新增量（上半年原材料限制，即使 6 月份买到原材料，7 月份开始生产，11 月份才能有产出；且我们预计下半年原材料仍然供应紧张），价格预计会继续快速上涨。

石墨电极历史最高价是 2008 年 4 万多元每吨，考虑到当前的供应紧张程度远远高于 2008 年，超高功率石墨电极价格大概率超过 4 万元，即再上涨一万元。

#### 4、周期底部收购江苏喜科墨，保障原材料供给

方大炭素使用募集资金 40,000 万元收购江苏喜科墨 51% 股权。江苏喜科墨的针状焦技术先进。超高功率石墨电极的主要组分即为针状焦，原材料成分占比达到 70%。新日化是世界煤系针状焦的主要生产企业之一，拥有独立的针状焦生产和设备专利技术，是全球最大的煤系针状焦生产企业，产品广泛运用于大功率超高功率电极的制造。江苏喜科墨是新日化通过其子公司株式会社煤炭化学（以下简称“煤炭化学”）于 2013 年在中国设立的优质针状焦生产企业，产品技术工艺和设备方案完全源自新日化。经测定，主要产品指标与新日化日本工厂产品完全一致，产品质量达到国际先进水平。

喜科墨煤系针状焦产能为 6 万吨/年，目前，江苏喜科墨的项目建设期基本结束，处于小批量试生产阶段。

#### 5、公司盈利持续性的核心在于：地域优势、环保优势、龙头优势和成本控制

地域优势和环保优势。我国已经经历经济粗放发展阶段，环保要求趋紧势不可挡，环境价值持续提升，重污染行业的环保成本呈上涨趋势。方大炭素地处西北，西北部对环境的要求与中部和东部不可同日而语。地域优势成为公司当前的核心竞争力之一。

资质优势。在供给侧改革的背景下，产能扩张难度大幅提升，新进入者壁垒大幅提升，从长远看，行业竞争环境优化。产能称为稀缺资源。

公司为行业龙头，产量占整个行业 30%，在采购端优势明显，体现在：（1）在原材料紧张时，优先获取原材料；（2）以优惠的价格获得原材料。

成本控制优势。方大集团素来善于成本管控，公司在成本内部优化之后，继续向上游延伸产业链，成本优势更加明显。

#### 6、公司估值——重在边际改善

但公司在价格上涨之前，年盈利不足 1 亿元，市值就有 150 亿元。原因在于公司具有 2000 吨碳纤维产能，另外尚有 1000 吨碳纤维生产线正在调试。目前国内碳纤维多为

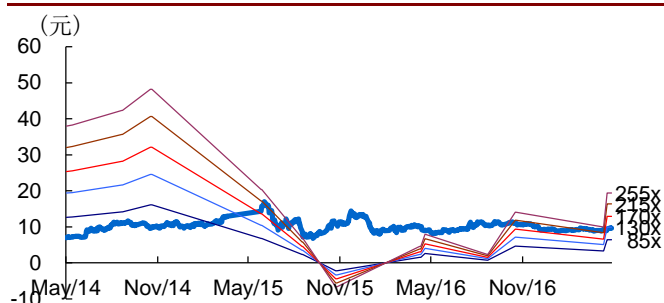
T200 级和 t400 级，T700 以上级别的碳纤维也有望放量。同时公司还积极向碳纤维下游——复合材料延伸。公司在碳纤维领域的布局，未来受益行业大发展。

公司常年参与四代核电技术，是国内唯一具有生产核级炭素制品资质的生产企业，去年已经开始给我国的核电项目供货。另外公司还具备石墨烯概念。

2017Q1 公司货币资金 18.5 亿元，随着石墨电极由买方市值转为卖方市场，公司回款有望大幅改善，2017Q1 应收账款 10 亿元，应收票据 6.9 亿元。公司资金充足，资产负债率低（24%），给市场形成的外延扩张预期强烈。

我们认为公司的碳纤维、核电石墨、石墨烯、以及外延预期等使得公司市值具备合理性（石墨电极价格上涨之前）。石墨电极价格大幅上涨之后，公司盈利能力大幅提升，公司市值也有望大幅提升。

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

### 7、风险提示

- 1、石墨电极价格大幅下跌。
- 2、钢铁价格大幅下降。
- 3、宏观环境恶化，需求急剧下降。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	6003	5228	5780	6833	7694
现金	2154	1610	496	438	406
交易性投资	0	23	23	23	23
应收票据	483	744	1223	1494	1689
应收款项	1037	978	1465	1791	2024
其它应收款	131	124	204	250	282
存货	1370	942	1080	1266	1491
其他	829	807	1289	1571	1780
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	<b>9017</b>	<b>8056</b>	<b>8602</b>	<b>9649</b>	<b>10454</b>
<b>流动负债</b>	2670	1702	1377	1525	1458
短期借款	710	875	506	546	350
应付账款	335	352	404	474	558
预收账款	47	78	90	105	124
其他	1579	397	377	399	425
<b>长期负债</b>	321	301	301	301	301
长期借款	71	36	36	36	36
其他	250	265	265	265	265
<b>负债合计</b>	<b>2991</b>	<b>2004</b>	<b>1679</b>	<b>1826</b>	<b>1759</b>
股本	1719	1719	1719	1719	1719
资本公积金	1671	1671	1671	1671	1671
留存收益	2382	2445	3333	4257	5153
少数股东权益	254	216	199	176	151
归属于母公司所有者权益	5772	5836	6724	7647	8543
<b>负债及权益合计</b>	<b>9017</b>	<b>8056</b>	<b>8602</b>	<b>9649</b>	<b>10454</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	403	315	(502)	371	667
净利润	31	67	888	1190	1253
折旧摊销	195	208	206	206	206
财务费用	125	72	37	31	27
投资收益	(139)	(114)	(30)	(30)	(30)
营运资金变动	203	138	(1634)	(1035)	(787)
其它	(12)	(57)	30	9	(1)
<b>投资活动现金流</b>	145	212	(200)	(200)	(150)
资本支出	(56)	(21)	(200)	(200)	(150)
其他投资	201	233	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(551)	(1183)	(412)	(228)	(550)
借款变动	594	(1272)	(405)	40	(196)
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	(266)	(357)
其他	(1143)	88	(7)	(1)	3
<b>现金净增加额</b>	<b>(2)</b>	<b>(656)</b>	<b>(1115)</b>	<b>(57)</b>	<b>(32)</b>

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
<b>营业收入</b>	2330	2395	3938	4812	5438
营业成本	1772	1787	2052	2406	2833
营业税金及附加	29	56	79	96	109
营业费用	134	152	236	289	326
管理费用	369	321	512	626	707
财务费用	63	38	37	31	27
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
<b>营业利润</b>	26	55	992	1334	1406
营业外收入	27	40	10	10	10
营业外支出	7	10	1	1	1
<b>利润总额</b>	45	85	1002	1344	1415
所得税	32	55	131	177	187
<b>净利润</b>	13	30	870	1166	1228
少数股东损益	(18)	(37)	(17)	(23)	(25)
<b>归属于母公司净利润</b>	31	67	888	1190	1253
<b>EPS (元)</b>	0.02	0.04	0.52	0.69	0.73

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-32%	3%	64%	22%	13%
营业利润	-92%	112%	1711%	34%	5%
净利润	-89%	117%	1216%	34%	5%
<b>获利能力</b>					
毛利率	24.0%	25.4%	47.9%	50.0%	47.9%
净利率	1.3%	2.8%	22.5%	24.7%	23.0%
ROE	0.5%	1.2%	13.2%	15.6%	14.7%
ROIC	1.5%	3.8%	11.9%	14.1%	13.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	33.2%	24.9%	19.5%	18.9%	16.8%
净负债比率	22.3%	11.8%	6.3%	6.0%	3.7%
流动比率	2.2	3.1	4.2	4.5	5.3
速动比率	1.7	2.5	3.4	3.7	4.3
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.3	0.3	0.5	0.5	0.5
存货周转率	1.2	1.5	2.0	2.1	2.1
应收帐款周转率	2.4	2.4	3.2	3.0	2.9
应付帐款周转率	4.9	5.2	5.4	5.5	5.5
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.02	0.04	0.52	0.69	0.73
每股经营现金	0.23	0.18	-0.29	0.22	0.39
每股净资产	3.36	3.39	3.91	4.45	4.97
每股股利	0.00	0.00	0.15	0.21	0.22
<b>估值比率</b>					
PE	533.8	245.5	18.6	13.9	13.2
PB	2.9	2.8	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA	75.4	70.5	14.5	11.4	10.9

## 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。

刘伟浩：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。

## 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。