

## 石墨电极价格涨幅大超预期，公司的业绩和弹性被显著低估

公司简报

◆**石墨电极价格涨幅显著超预期。**我们在4月17日全市场率先推荐石墨电极板块时，石墨电极当时含税加权价1.2万元/吨，我们预估石墨电极价格未来至少再涨5000-8000元/吨，而4月17日-5月22日期间，石墨电极的加权含税价已涨1万元/吨。

◆**石墨电极价格有供给和需求双重逻辑支撑。**全国电炉钢产量今年预估增加4000万吨，对应12万吨的石墨电极需求增量，而2016年全国石墨电极产量50万吨，出口11万吨，此外，今年出口需求可能也增加30%，而且受制于长达9年的低迷以及环保制约，石墨电极的供给也受到了显著影响。

◆**库存低生产周期长将继续放大石墨电极的价格涨幅。**全国石墨电极库存3月底为7.4万吨（含生料和熟料），同比下降15%，较年初则下降36%，前5月石墨电极行业库存消耗明显。石墨电极生产周期5个月、新建产能周期2-3年，面向未来几个月，在低库存的情况下，需求在边际上仍有显著改善，我们判断石墨电极价格仍将继续上行。

◆**石墨电极行业未来10年具有非常好的成长性。**一方面，由于目前生产电炉钢较转炉钢的经济效益更好，而且中国的钢铁业进入了折旧周期，有利于废钢资源的丰富以及电炉钢产量的进一步提升；另一方面，电炉钢的环保平均而言比转炉钢优化50%，政府规划“电炉钢”的产量占比由2016年的6%提升至2030年的30%（国外目前是44%）。石墨电极55%的需求来自电炉钢，因而石墨电极行业未来10余年具备非常好的成长性。

◆**方大炭素针状焦项目复产有助于改善原料端的压力。**方大喜科墨针状焦项目日前生产工作已经开始恢复，今年预计产量2万吨，据鑫椽资讯数据，2016年中国针状焦市场总供给量14.5万吨（其中国产约占55%），也就是说方大炭素下半年新增针状焦的产量相当于去年全国需求量的30%。

◆**投资建议：维持“增持”评级。**按照当前的价格测算，方大炭素的年化净利润已达到12.7亿元。石墨电极不含税价格每涨1000元/吨，将增厚方大炭素的净利润1.2亿元，我们预计石墨电极的不含税价格还有望继续再涨5000元/吨，那么则年化对应的净利润达18.7亿元。我们暂不上调公司的盈利预测，维持2017、2018年分别实现净利润7.01、7.92亿元，对应26倍和23倍PE，给予未来6个月目标价12.12元/股，维持“增持”评级。

◆**风险提示：**（1）石墨电极价格上涨不及预期；（2）公司经营不善。

### 业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	2,330	2,395	3,521	4,331	4,764
营业收入增长率	-32.43%	2.78%	47.00%	23.00%	10.00%
净利润（百万元）	31	67	701	792	846
净利润增长率	-88.89%	117.48%	939.84%	12.91%	6.82%
EPS（元）	0.02	0.04	0.41	0.46	0.49
ROE（归属母公司）（摊薄）	0.54%	1.16%	10.79%	10.86%	10.40%
P/E	584	269	26	23	21

### 增持（维持）

当前价/目标价：10.54/12.12元

目标期限：6个月

### 分析师

王招华（执业证书编号：S0930515050001）

021-22167202

[wangzh@ebsec.com](mailto:wangzh@ebsec.com)

### 联系人

沈继富

021-22169174

[shenif@ebsec.com](mailto:shenif@ebsec.com)

杨华

021-22169319

[yangh@ebsec.com](mailto:yangh@ebsec.com)

王凯

021-22169126

[wangk@ebsec.com](mailto:wangk@ebsec.com)

### 市场数据

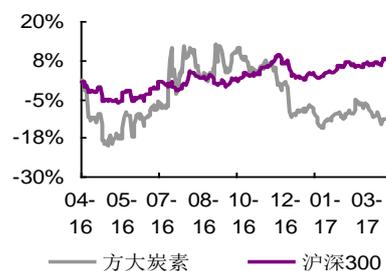
总股本(亿股)：17.19

总市值(亿元)：171.40

一年最低/最高(元)：8.12/11.77

近3月换手率：127.85%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	13.85	14.87	14.27
绝对	12.62	13.46	25.18

### 相关研报

## 1、事件：

1) 据中华商务网消息，自5月12日以来，石墨电极价格继续呈现集体普涨，以500mm为例，普通功率上涨25%、高功率和超高功率均上涨30%；自年初以来，普通、高功率、超高功率石墨电极价格分别上涨88%、110%、151%。

2) 据中华商务网报道，方大喜科墨（江苏）针状焦科技有限公司日前生产工作已经开始恢复生产，5月计划产500吨，下半年计划连续开工5个月，预计产量在2万吨。

## 2、点评：

**石墨电极价格涨幅显著超预期。**我们在4月17日全市场率先推荐石墨电极板块时，石墨电极当时含税加权价1.2万元/吨，我们预估石墨电极价格未来至少再涨5000-8000元/吨，而4月17日-5月22日期间，石墨电极的加权含税价已涨1万元/吨。

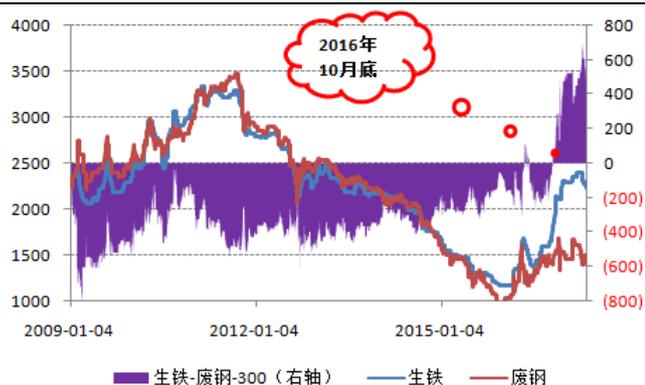
**石墨电极价格有供给和需求双重逻辑支撑。**全国电炉钢产量今年预估增加4000万吨，对应12万吨的石墨电极需求增量，而2016年全国石墨电极产量50万吨，出口11万吨，再考虑到今年出口需求可能也增加30%，单需求层面的拉动对石墨电极供求改善已经非常明显。而受制于长达9年的低迷以及环保制约，石墨电极的供给也受到了显著影响。

**库存低生产周期长将继续放大石墨电极的价格涨幅。**全国石墨电极库存3月底为7.4万吨（含生料和熟料），同比下降15%，较年初则下降36%，前5月石墨电极行业库存消耗明显。石墨电极生产周期5个月、新建产能周期2-3年，**面向未来几个月，在低库存的情况下，需求在边际上仍有显著改善，我们判断石墨电极价格仍将继续上行。**

**石墨电极行业未来10年具有非常好的成长性。**一方面，由于目前生产电炉钢较转炉钢的经济效益更好，而且中国的钢铁业进入了折旧周期，有利于废钢资源的丰富以及电炉钢产量的进一步提升；另一方面，电炉钢的环保平均而言比转炉钢优化50%，**政府规划“电炉钢”的产量占比由2016年的6%提升至2030年的30%**（国外目前是44%）。**石墨电极55%的需求来自电炉钢**，因而石墨电极行业未来10余年具备非常好的成长性。

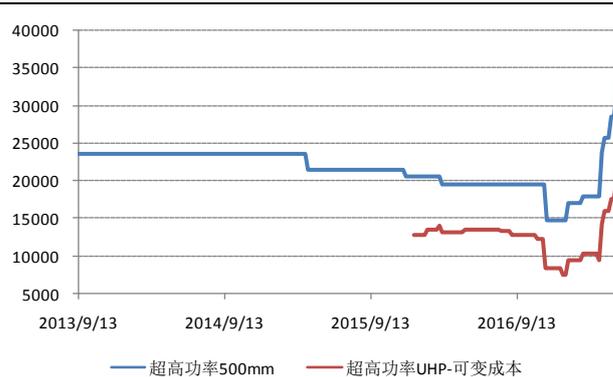
**方大炭素针状焦项目复产有助于改善原料端的压力。**方大喜科墨在5月6日已办理完成了股东变更登记手续，日前生产工作已经开始恢复，今年预计产量2万吨，据鑫椽资讯数据，2016年中国针状焦市场总供给量14.5万吨（其中中国产约占55%），也就是说**方大炭素下半年新增针状焦的产量相当于去年全国需求量的30%**，将有助于缓解原料端的压力。

图 1: 电炉钢经济效益从去年 10 月好于转炉钢 (元/吨)



资料来源: WIND、光大证券研究所

图 2: 超高功率石墨电极的价格及利润趋势 (元/吨)



资料来源: WIND、光大证券研究所

### 3、投资建议: 维持“增持”评级

按照当前的价格测算, 方大炭素的年化净利润已达到 12.7 亿元, 其中石墨电极贡献 10.7 亿元, 铁矿石贡献 2 亿元。石墨电极不含税价格每涨 1000 元/吨, 将增厚方大炭素的净利润 1.2 亿元, 我们预计石墨电极的不含税价格还有望继续再涨 5000 元/吨, 那么则年化对应的净利润达 18.7 亿元。

我们暂不上调公司的盈利预测, 维持 2017、2018 年分别实现净利润 7.01、7.92 亿元, 对应 EPS 分别为 0.41、0.46 元/股, 给予未来 6 个月目标价 12.12 元/股, 维持“增持”评级。

### 4、风险提示:

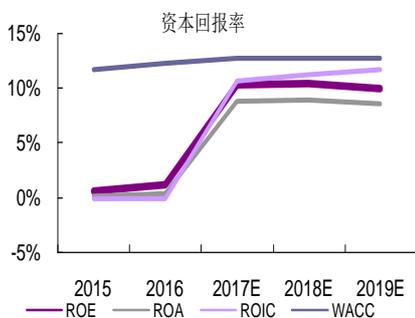
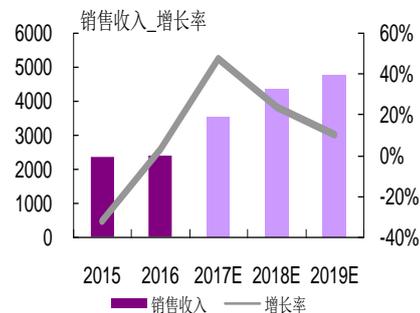
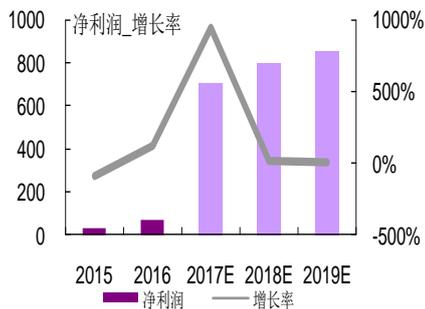
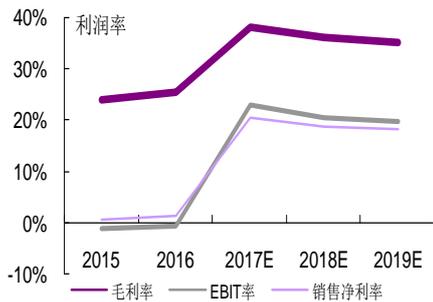
- (1) 石墨电极价格上涨不及预期; (2) 公司经营不善。

### 5、附录

表 1：今年以来方大炭素石墨电极价格变化情况

含税价 (元/吨)	直径	年内涨幅	2017/5/24	2017/5/22	2017/5/17	2017/5/3	2017/4/12	2017/2/28	2017/2/21	2017/1/18
超高功率	700mm	173%	45000	45000	38000	35000	30000	21000	21000	19000
	600mm	158%	42000	40000	36000	33000	26000	19000	19000	18000
	550mm	153%	39000	38000	34000	30000	25000	18500	18500	17500
	500mm	134%	36000	34000	31000	28000	24000	17500	17500	16500
	450mm	121%	34500	32000	28500	26500	23000	17000	17000	16000
	400mm	117%	33500	31500	28500	26000	22000	17000	17000	16000
	350mm	114%	32000	30000	27000	25000	21000	16500	16500	15500
	300mm	107%	31500	29000	26000	24000	20000	16500	16500	15500
高功率	600mm	148%	31000	30000	30000	28000	19500	14000	14000	14000
	550mm	140%	30000	29000	29000	27000	18500	14000	14000	14000
	500mm	148%	28500	26000	26000	25000	18500	13000	13000	13000
	450mm	143%	28000	25000	25000	24000	18500	13000	13000	13000
	400mm	126%	26000	23000	23000	21000	17500	13000	13000	13000
	350mm	126%	26000	23000	23000	21000	17500	13000	13000	13000
	300mm	126%	26000	23000	23000	21000	17000	13000	13000	13000
普通功率	600mm	126%	25500	23500	23500	22000	16000	12300	12300	12300
	550mm	133%	24500	22500	22500	21000	15000	12200	11500	11500
	500mm	128%	23500	21500	21500	20000	15000	12200	11300	11300
	450mm	132%	22000	20000	20000	19000	14500	11500	10500	10500
	400mm	116%	20500	18500	18500	17000	14000	11500	10500	10500
	350mm	111%	20000	18000	18000	17000	14000	11500	10500	10500
	300mm	111%	20000	18000	18000	17000	13500	11500	10500	10500

资料来源：中华商务网，光大证券研究所



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,330	2,395	3,521	4,331	4,764
营业成本	1,772	1,787	2,183	2,772	3,097
折旧和摊销	195	208	183	190	194
营业税费	29	56	26	32	36
销售费用	134	152	158	195	214
管理费用	369	321	387	433	476
财务费用	63	38	21	-6	-15
公允价值变动损益	-22	-6	0	0	0
投资收益	139	114	0	0	0
营业利润	26	55	781	882	942
利润总额	45	85	790	891	951
少数股东损益	-18	-37	10	10	10
归属母公司净利润	31.01	67.45	701.36	791.93	845.93

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	9,017	8,056	7,875	8,786	9,739
流动资产	6,003	5,228	5,221	6,311	7,448
货币资金	2,154	1,610	2,641	3,691	4,801
交易型金融资产	0	23	23	23	23
应收帐款	1,037	978	632	777	855
应收票据	483	744	704	866	953
其他应收款	131	124	183	225	247
存货	1,370	942	1,160	1,484	1,663
可供出售投资	61	36	36	36	36
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,581	1,552	1,541	1,487	1,403
无形资产	626	523	497	472	448
总负债	2,991	2,004	1,149	1,258	1,355
无息负债	978	1,056	1,007	1,165	1,252
有息负债	2,012	948	142	93	103
股东权益	6,026	6,052	6,726	7,528	8,384
股本	1,719	1,719	1,719	1,719	1,719
公积金	1,929	1,930	2,000	2,079	2,164
未分配利润	2,108	2,175	2,768	3,481	4,242
少数股东权益	254	216	226	236	246

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	403	315	1,908	1,110	1,100
净利润	31	67	701	792	846
折旧摊销	195	208	183	190	194
净营运资金增加	-629	-267	-157	489	265
其他	806	306	1,181	-361	-205
投资活动产生现金流	145	212	-10	-10	-10
净资本支出	-54	54	-10	-10	-10
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	199	158	0	0	0
融资活动现金流	-551	-1,183	-868	-50	20
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-418	-1,065	-806	-49	10
无息负债变化	-156	77	-48	158	87
净现金流	-2	-659	1,030	1,050	1,110

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	-32.43%	2.78%	47.00%	23.00%	10.00%
净利润增长率	-88.89%	117.48%	944.73%	13.23%	6.69%
EBITDA/EBITDA 增长率	-67.91%	15.51%	412.68%	8.41%	5.10%
EBIT/EBIT 增长率	-108.99%	-44.93%	-5263.17%	9.53%	5.66%
<b>估值指标</b>					
PE	584	269	26	23	21
PB	3	3	3	2	2
EV/EBITDA	119	101	19	17	15
EV/EBIT	-703	-1,245	23	20	18
EV/NOPLAT	-2,461	-3,522	25	23	20
EV/Sales	9	8	5	4	4
EV/IC	3	3	3	3	2
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	23.96%	25.40%	38.00%	36.00%	35.00%
EBITDA 率	7.16%	8.05%	28.08%	24.75%	23.64%
EBIT 率	-1.22%	-0.65%	22.87%	20.37%	19.56%
税前净利润率	1.95%	3.55%	22.45%	20.57%	19.96%
税后净利润率 (归属母公司)	1.33%	2.82%	19.92%	18.29%	17.76%
ROA	0.14%	0.37%	9.03%	9.13%	8.79%
ROE (归属母公司) (摊薄)	0.54%	1.16%	10.79%	10.86%	10.40%
经营性 ROIC	-0.11%	-0.08%	10.64%	11.15%	11.65%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	2.25	3.07	6.14	6.65	7.19
速动比率	1.74	2.52	4.77	5.09	5.58
归属母公司权益/有息债务	2.87	6.16	45.77	78.65	79.22
有形资产/有息债务	4.14	7.89	51.54	89.03	89.87
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.02	0.04	0.41	0.46	0.49
每股红利	0.00	0.02	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.23	0.18	1.11	0.65	0.64
每股自由现金流(FCFF)	0.48	0.36	0.59	0.29	0.45
每股净资产	3.36	3.39	3.78	4.24	4.73
每股销售收入	1.36	1.39	2.05	2.52	2.77

资料来源：光大证券、上市公司

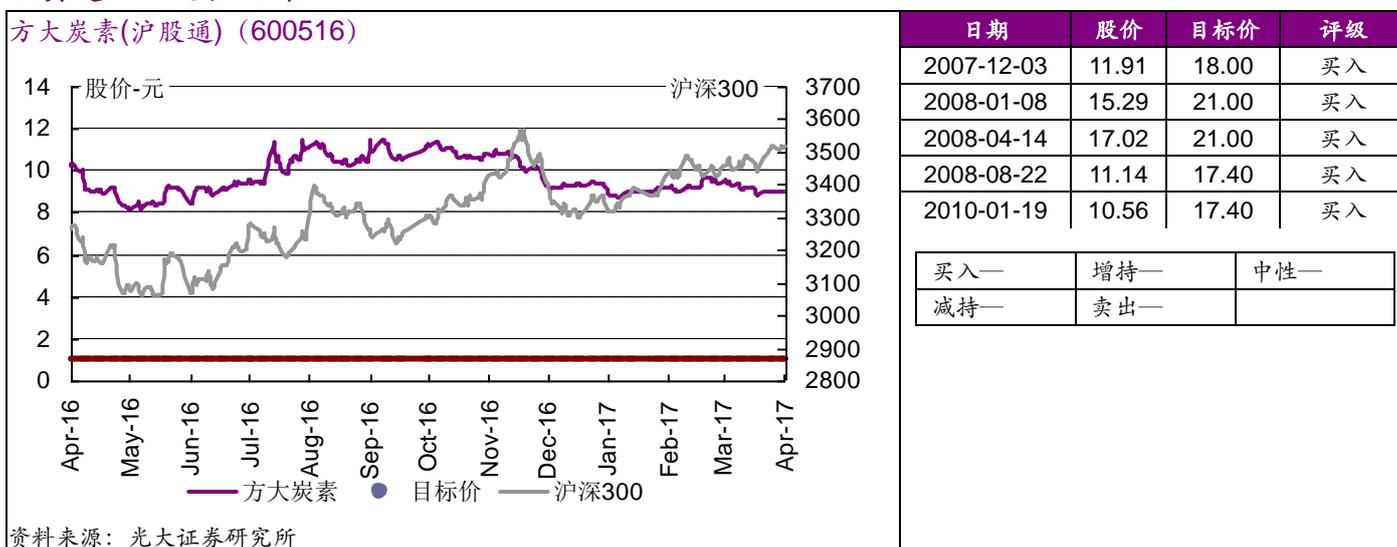
### 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 分析师介绍

王招华，光大证券钢铁+首席分析师，中国农业大学学士、北京大学 CCER 双学士，8 年钢铁证券研究经验，曾供职于天相投顾、国金证券、广发证券等机构，2015 年新财富钢铁行业第五名、水晶球钢铁行业第四名，2014 年新财富钢铁行业第二名（团队），2010 年新财富钢铁行业第一名（团队），对大宗商品电商及互联网物流领域研究有特长，熟悉公司：上海钢联、欧浦智网、宝钢股份、常宝股份、华菱钢铁、五矿发展、传化股份等。

### 投资建议历史表现图



### 行业及公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
  - 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
  - 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
  - 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
  - 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
  - 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
- 市场基准指数为沪深 300 指数。

### 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

## 光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com	
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebscn.com	
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com	
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com	
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
		梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com	
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
深圳		黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixiao1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
	国际业务	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebscn.com
戚德文		021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
金英光		021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com	
傅裕		021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com	