

石墨电极出厂价再次超预期大涨，看好公司的业绩弹性

公司简报

◆事件:

6月1日，方大炭素30天内第四次上调石墨电极出厂价，加权价格再涨7.81%，年内涨幅已达160%，再次显著超出市场预期。

◆点评:

◆ **供需双重驱动是石墨电极涨价的根本原因。**年内石墨电极市场价累计涨150%，方大炭素的出厂价累计涨160%，这一方面是因为全国石墨电极46%的产能受到“2+26”大气污染防治强化督查影响，产能利用率难有提升甚至面临下降，21%的产能则受制于常年亏损和资金匮乏影响，复产之路漫长；另一方面，石墨电极55%用在电炉钢，而电炉钢受益于废钢价格下跌效益好于高炉-转炉钢，产量出现了显著增长。

◆ **价格上涨的确定性较高，有望持续到2018年年初。**1-5月份石墨电极库存消耗显著，根据调研了解到，目前库存已处于历史低位，再考虑到在高利润的驱动下，石墨电极的主要下游电炉钢的开工边际上在加速，而石墨电极的复产在环保高压和资金的约束下颇为艰难，而且石墨电极的生产周期长达5个月左右，再考虑到取暖季石墨电极的供应可能会进一步紧张，因此涨价趋势较为确定，有望持续到2018年初。

◆ **石墨电极涨价绝大部分化为了利润，主要原料的供应紧张有望缓解。**以500mm超高功率石墨电极为例，1-5月价格累计上涨2.23万元（涨幅150%），而税前利润则上涨1.90万元；另一方面，2017年6月开始，11万吨（相当于2016年全年全国表观消费量的76%）针状焦将步入逐步投产期，有助于缓解供不应求的局面。

◆ **投资建议：积极推荐弹性被低估的石墨电极龙头方大炭素。**当前价格下，公司的盈利空间已大幅改善，并且石墨电极不含税价格每涨1000元/吨，方大炭素的净利润再增厚1.2亿元。预计2017-2019年公司的EPS分别为0.41元、0.53元、0.54元，考虑到方大炭素的弹性以及在成本、管理等方面的优势，给予30倍2017年PE估值，目标价12.30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) 公司治理不善。

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	4,577	5,447
营业收入增长率	-32.43%	2.78%	47.00%	30.00%	19.00%
净利润(百万元)	31	67	701	916	931
净利润增长率	-88.89%	117.48%	939.84%	30.59%	1.64%
EPS(元)	0.02	0.04	0.41	0.53	0.54
ROE(归属母公司)(摊薄)	0.54%	1.16%	10.79%	12.35%	11.15%
P/E	579	266	26	20	19
P/B	3	3	3	2	2

增持(维持)

当前价/目标价: 10.44/12.30元

目标期限: 6个月

分析师

王招华 (执业证书编号: S0930515050001)

021-22167202

wangzh@ebsecn.com

联系人

沈继富

021-22169174

shenjif@ebsecn.com

杨华

021-22169319

yangh@ebsecn.com

王凯

021-22169126

wangk@ebsecn.com

市场数据

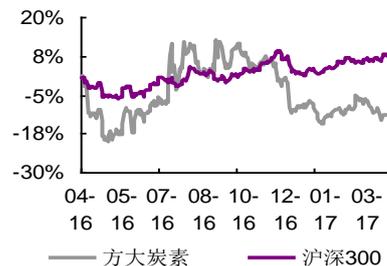
总股本(亿股): 17.19

总市值(亿元): 179.48

一年最低/最高(元): 8.29/11.77

近3月换手率: 142.26%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	8.10	12.67	9.11
绝对	9.78	13.98	19.46

相关研报

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

.....2017-05-24

业绩大超预期，未来弹性可期

.....2017-04-25

1、事件

今日，方大炭素石墨电极出厂价继续上调，超高功率（UHP）含税均价上涨 6.97%，已达 39250 元/吨，高功率（HP）含税均价上涨 12.19%，已达 31286 元/吨，普通功率（RP）维持不变。

2、点评

如此频繁上调价格的原因是什么？年初至今，公司的石墨电极出厂价已经上调了近 10 次，UHP、HP 和 RP 的年内涨幅分别为 164%、165%、122%。年初石墨电极价格上涨主要是跟随原材料价格的上涨，幅度和频率都相对较低，进入四、五月份，随着库存的消耗，复产的未跟上，钢厂采购不到石墨电极，导致了价格频繁上调，另外，石墨电极占炼钢成本仅 2-4%，钢厂对其价格不敏感，所以上涨幅度也相对较大。

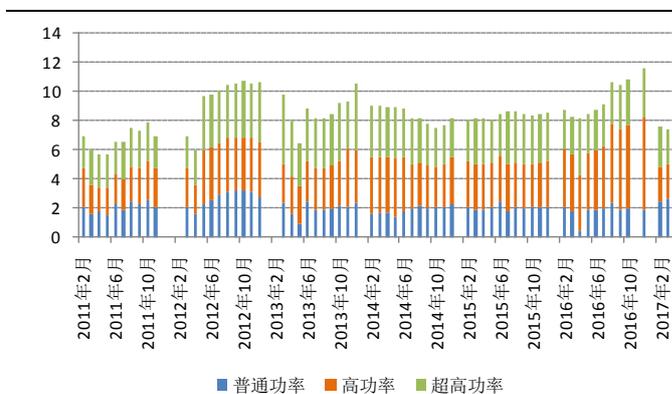
价格上涨是否有可持续性？从短期来看，前 5 月石墨电极行业库存消耗明显，而石墨电极的生产周期长达 5 个月，新建产能周期 2-3 年，另外全国 46% 的产能受到“2+26”大气污染防治强化督查影响，21% 的产能受制于常年亏损和资金匮乏影响，供给端仍偏紧。从长期看，石墨电极重要下游电炉钢产量今年有望增长 70%，未来 10-20 年有望翻 4 倍以上，这主要是由于政府清零地条钢使得废钢价格大跌，电炉钢较转炉钢的经济效益更好，随后中国步入废钢折旧周期，将继续推动电炉钢步入一个新的更长的成长周期。

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

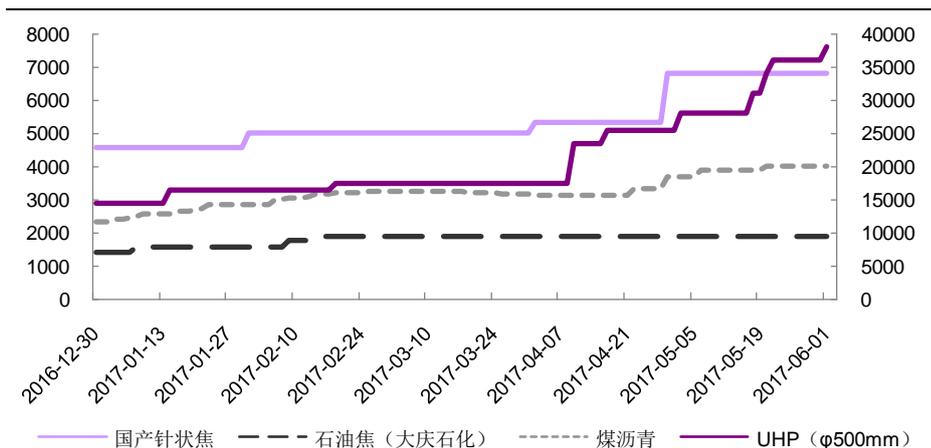
图 2：全国库存量已逼近近年来的最低点（万吨）



资料来源：WIND、光大证券研究所

原料是否会挤压利润空间？生产石墨电极的原料主要是针状焦、石油焦和煤沥青，年初以来分别上涨了 82%、32%、75%，相对于石墨电极价格 1.5 倍的涨幅来说相对影响有限，而且生产 UHP 的主要原料针状焦在国产化已有 55% 的背景下，2017 年 6 月开始，11 万吨产能（相当于 2016 年全年全国表观消费量的 76%）将步入逐步投产期，有助于缓解供不应求的局面，方大炭素的子公司喜科墨日前生产工作已经开始恢复，今年预计产量 2 万吨，这将有助于改善公司成本端的压力。

图 3：石墨电极价格涨幅远超原料涨幅（元/吨）



资料来源：wind，中华商务网，光大证券研究所

3、投资建议

当前价格下，方大炭素的盈利空间已大幅改善，而且石墨电极不含税价格每涨 1000 元/吨，公司将增厚净利润 1.2 亿元，我们预计方大炭素 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.41 元、0.53 元、0.54 元，考虑到方大炭素的弹性以及在成本、管理等方面的优势，给予 30 倍 2017 年 PE 估值，目标价 12.30 元/股，维持“增持”评级。

4、风险提示：

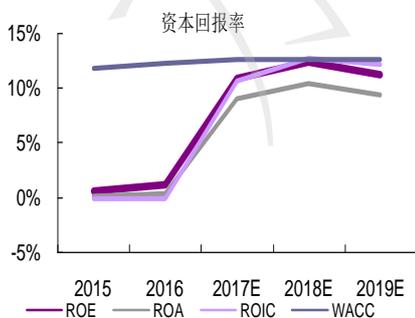
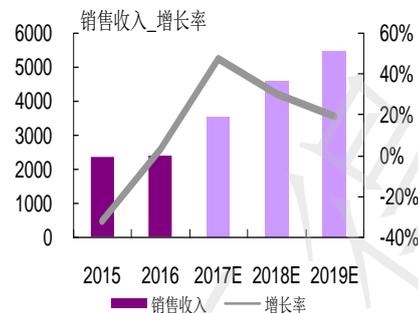
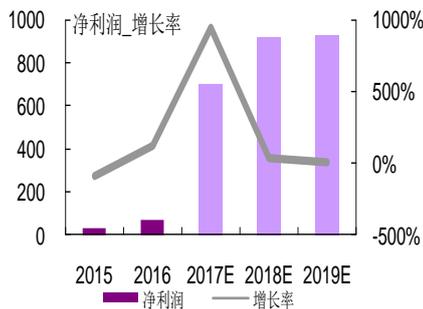
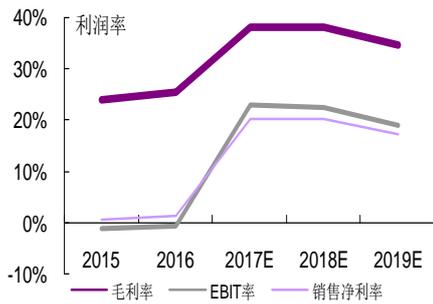
- (1) 石墨电极价格上涨不及预期； (2) 公司经营不善。

5、附录

图 4：方大炭素 30 天 4 次调价累计上涨 8499 元/吨涨幅 33%，年内已涨 160%

含税价	直径	年内涨幅	2017/6/1	2017/5/23	2017/5/22	2017/5/3	2017/4/12	2017/2/28	2017/2/21	2017/1/18	2017/1/3
	700mm	191%	48000	45000	45000	35000	30000	21000	21000	19000	16500
	600mm	190%	45000	42000	40000	33000	26000	19000	19000	18000	15500
超高功率石墨电极	550mm	180%	42000	39000	38000	30000	25000	18500	18500	17500	15000
	500mm	162%	38000	36000	34000	28000	24000	17500	17500	16500	14500
	450mm	162%	38000	34500	32000	26500	23000	17000	17000	16000	14500
	400mm	145%	35500	33500	31500	26000	22000	17000	17000	16000	14500
	350mm	143%	34000	32000	30000	25000	21000	16500	16500	15500	14000
	300mm	139%	33500	31500	29000	24000	20000	16500	16500	15500	14000
	600mm	172%	34000	31000	30000	28000	19500	14000	14000	14000	12500
	550mm	164%	33000	30000	29000	27000	18500	14000	14000	14000	12500
高功率石墨电极	500mm	170%	31000	28500	26000	25000	18500	13000	13000	13000	11500
	450mm	170%	31000	28000	25000	24000	18500	13000	13000	13000	11500
	400mm	161%	30000	26000	23000	21000	17500	13000	13000	13000	11500
	350mm	161%	30000	26000	23000	21000	17500	13000	13000	13000	11500
	300mm	161%	30000	26000	23000	21000	17000	13000	13000	13000	11500
	600mm	126%	25500	25500	23500	22000	16000	12300	12300	12300	11300
	550mm	133%	24500	24500	22500	21000	15000	12200	11500	11500	10500
普通功率石墨电极	500mm	128%	23500	23500	21500	20000	15000	12200	11300	11300	10300
	450mm	132%	22000	22000	20000	19000	14500	11500	10500	10500	9500
	400mm	116%	20500	20500	18500	17000	14000	11500	10500	10500	9500
	350mm	111%	20000	20000	18000	17000	14000	11500	10500	10500	9500
	300mm	111%	20000	20000	18000	17000	13500	11500	10500	10500	9500

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	4,577	5,447
营业成本	1,772	1,787	2,183	2,838	3,571
折旧和摊销	195	208	183	190	194
营业税费	29	56	26	34	41
销售费用	134	152	158	206	245
管理费用	369	321	387	458	545
财务费用	63	38	24	0	-8
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	1,019	1,036
利润总额	45	85	790	1,029	1,045
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	915.90	930.91

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	9,017	8,056	7,875	8,932	10,076
流动资产	6,003	5,228	5,221	6,458	7,785
货币资金	2,154	1,610	2,641	3,890	5,117
交易型金融资产	0	23	23	23	23
应收帐款	1,037	978	632	822	978
应收票据	483	744	704	915	1,089
其他应收款	131	124	183	238	283
存货	1,370	942	1,160	1,521	1,924
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	1,281	1,483
无息负债	978	1,056	1,007	1,188	1,380
有息负债	2,012	948	142	93	103
股东权益	6,026	6,052	6,726	7,652	8,593
股本	1,719	1,719	1,719	1,719	1,719
公积金	1,929	1,930	2,000	2,091	2,185
未分配利润	2,108	2,175	2,768	3,592	4,430
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	1,309	1,219
净利润	31	67	701	916	931
折旧摊销	195	208	183	190	194
净营运资金增加	-629	-267	-157	600	560
其他	806	306	1,181	-397	-466
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	18
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	180	193
净现金流	-2	-659	1,030	1,249	1,227

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-32.43%	2.78%	47.00%	30.00%	19.00%
净利润增长率	-88.89%	117.48%	939.84%	30.59%	1.64%
EBITDA/EBITDA 增长率	-67.91%	15.51%	412.68%	22.33%	1.06%
EBIT/EBIT 增长率	-108.99%	-44.93%	-5263.17%	26.62%	0.79%
估值指标					
PE	579	266	26	20	19
PB	3	3	3	2	2
EV/EBITDA	118	100	18	15	14
EV/EBIT	-697	-1,233	23	17	17
EV/NOPLAT	-2,439	-3,491	25	19	19
EV/Sales	8	8	5	4	3
EV/IC	3	3	3	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	23.96%	25.40%	38.00%	38.00%	34.45%
EBITDA 率	7.16%	8.05%	28.08%	26.42%	22.44%
EBIT 率	-1.22%	-0.65%	22.87%	22.28%	18.87%
税前净利润率	1.95%	3.55%	22.45%	22.48%	19.19%
税后净利润率 (归属母公司)	1.33%	2.82%	19.92%	20.01%	17.09%
ROA	0.14%	0.37%	9.03%	10.37%	9.34%
ROE (归属母公司) (摊薄)	0.54%	1.16%	10.79%	12.35%	11.15%
经营性 ROIC	-0.11%	-0.08%	10.64%	12.69%	12.16%
偿债能力					
流动比率	2.25	3.07	6.14	6.65	6.69
速动比率	1.74	2.52	4.77	5.08	5.03
归属母公司权益/有息债务	2.87	6.16	45.77	79.98	81.26
有形资产/有息债务	4.14	7.89	51.54	90.61	93.15
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.02	0.04	0.41	0.53	0.54
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	0.76	0.71
每股自由现金流(FCFF)	0.48	0.36	0.59	0.30	0.33
每股净资产	3.36	3.39	3.78	4.31	4.85
每股销售收入	1.36	1.39	2.05	2.66	3.17

资料来源：光大证券、上市公司

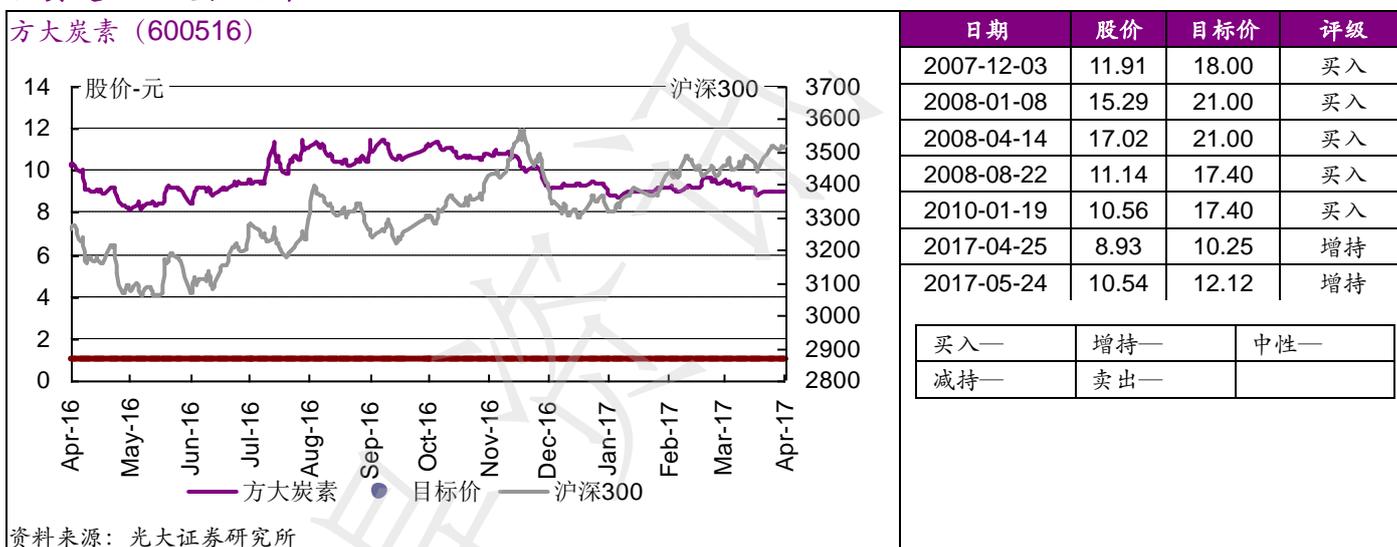
分析师声明

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：Z2831000。

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
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingke@ebscn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhoujj@ebscn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
	关明雨	010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
	王曦	010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com
	张彦斌	010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebscn.com
	深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340
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	021-22169091	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