

2017年06月27日

方大炭素 (600516.SH)

公司深度分析

证券研究报告

非金属新材料

石墨电极行业向好,业绩有望大幅回升

■公司是我国石墨电极行业龙头:公司主要从事石墨电极等炭素制品、铁精矿粉的生产销售。2016年公司炭素产品收入所占比重达到72.28%。2017年1季度,公司业绩大幅改善,营收和归母净利润同比分别增长46.36%和566.24%。公司具备石墨电极产能16.5万吨,规模亚洲第一、世界第三。公司石墨电极生产分布于东北的抚顺、华东的合肥、西南的成都和西北的兰州。在保持传统炭素制品龙头优势的同时,公司积极向产业链上下游延伸,开拓特种石墨和碳纤维相关新材料,布局特种石墨、核石墨、生物炭、炭毡和炭/炭复合材料等。2016年12月,公司收购江苏喜科墨51%股权,将炭素产业链进一步向上游针状焦原料延伸。公司铁精粉业务主要由抚顺莱河矿业经营,具备年产100万吨铁精粉生产能力。

■石墨电极供需格局反转,价格大幅上涨:2017年3月以来,石墨电极价格各功率的产品价格涨幅接近或超过一倍。需求端内外需共同发力:内需受中频炉关停导致电炉炼钢成本优势显现推动和部分中频炉企业转产投放电炉设备支撑,外需受美国和东南亚需求回升,出口快速增长,前4个月国内石墨电极出口总量同比增长29.16%。在当前钢材维持高利润、废钢成本仍保持优势,中频炉去产能留下市场空间的支撑下,预期电炉产能的利用率有望提升。从电炉富余产能的角度来看,石墨电极的内需潜在增长空间为12万吨左右。我们保守预测2017年我国石墨电极新增总需求在8.5万吨-12万吨。供给端,国外龙头企业战略收缩和调整,国内行业长期低迷下供给出清叠加环保限产影响,有效产能释放不足,供给维持紧张。

■供需缺口短期难以弥补,价格上涨有望延续:需求端看,废钢仍具有经济性,维持现有电炉生产对石墨电极的需求,新投放电炉需求三季度将陆续释放。供给端看,紧缺状态短期难以改变。一是石墨电极生产周期较长,预计半年左右,4月价格上涨刺激停产产能复产,需要到10月才能释放供给。二是受环保限产限制,产能复产存在苦难。三是10月前落实《京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案》,部分中小炭素企业面临关停风险,采暖季即使环保达标企业,也要限产50%。供给有望进一步收缩。另外,石墨电极对于下游电炉生产具有不可替代性,其成本占比为钢厂的2%,当前石墨电极价格上涨不会对钢厂利润产生明显影响。事实上,由于供不应求,公司石墨电极已经由原来的赊销模式转换为预付款销售,下游钢厂也普遍要求石墨电极企业力保供给。

投资评级 买入-A

首次评级

6个月目标价: 15.64元

股价(2017-06-27) 13.05元

交易数据

总市值(百万元)	22,435.04
流通市值(百万元)	22,435.04
总股本(百万股)	1,719.16
流通股本(百万股)	1,719.16
12个月价格区间	8.69/13.09元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	22.8	46.07	19.53
绝对收益	25.41	43.68	31.33

王攀

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517050001
wangpan@essence.com.cn

相关报告

■**公司盈利有望显著改善，具备较大的业绩弹性：**石墨电极价格涨幅快于原料成本涨幅，二季度毛利率和净利有望大幅改善。根据我们的测算，在当前价格和毛利率水平不变的情况下，石墨电极整体价格每上涨1%，公司的业绩弹性约为3175万元。

■**投资建议：**买入-A 投资评级，6 个月目标价 15.64 元。我们预计公司 2017 年-2019 年的收入增速分别为 95.1%、9%、0.5%，净利润增速分别为 1532.8%、19.1%、-6.8%。石墨电极行业景气持续回升，公司中报业绩确定性强，三季度产品价格有望继续上涨，公司具备规模和原料优势，业绩弹性较大，给予一定的估值溢价；首次给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 15.64 元，相当于 2017 年的 24.4 倍动态市盈率，4 倍动态市净率。

■**风险提示：**下游电炉开工及投放低于预期，环保政策变动，石墨电极价格波动。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	2,330.4	2,395.3	4,672.5	5,094.4	5,119.9
净利润	31.0	67.4	1,101.3	1,311.6	1,222.6
每股收益(元)	0.02	0.04	0.64	0.76	0.71
每股净资产(元)	3.36	3.39	3.91	4.48	4.95
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	725.6	333.6	20.4	17.2	18.4
市净率(倍)	3.9	3.9	3.4	2.9	2.6
净利润率	1.3%	2.8%	23.6%	25.7%	23.9%
净资产收益率	0.5%	1.2%	16.4%	17.0%	14.4%
股息收益率	0.0%	0.2%	0.9%	1.5%	1.8%
ROIC	0.5%	0.6%	23.7%	25.9%	23.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 公司是我国炭素行业龙头	5
1.1. 公司是亚洲第一的炭素制品供应商	5
1.2. 受益炭素业务带动，公司 2017 年 Q1 业绩大幅改善	6
2. 石墨电极供需逆转，价格上涨有望延续	7
2.1. 石墨电极主要用于电弧炉炼钢	7
2.2. 石墨电极价格自 3 月以来暴涨	8
2.3. 需求内外发力，产能收缩及环保限产制约致供给不足	8
2.3.1. 需求回升：中频炉关停下电炉炼钢成本优势显现，内、外需齐发力石墨电极需求上行	8
2.3.2. 供给收缩：国际企业战略收缩调整，国内供给出清叠加环保限制，短期缺口难以弥补	12
2.4. 价格上涨将会延续，超高功率石墨电极仍有空间	15
3. 石墨电极业务盈利显著改善，公司业绩弹性大	15
3.1. 石墨电极盈利显著改善	15
3.2. 公司业绩弹性大	16
4. 盈利预测与投资建议	18
4.1. 基本假设	18
4.2. 投资建议	18
5. 风险提示	19

图表目录

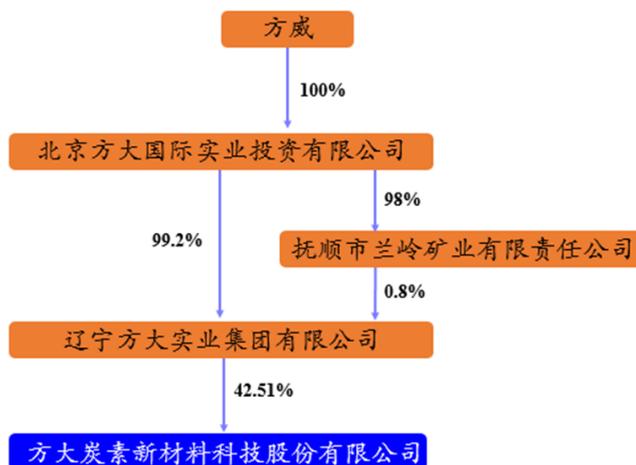
图 1：公司控股股东及实际控制人	5
图 2：公司主要产品产能及分布状况	6
图 3：公司历年营业收入变动	6
图 4：公司历年归母净利润状况	6
图 5：公司近 5 年营收结构	7
图 6：公司近 5 年毛利结构	7
图 7：石墨电极产业链	7
图 8：国内石墨电极需求结构	8
图 9：美国 Graftech 石墨电极业务客户结构	8
图 10：400mm 普通功率和高功率石墨电极价格	8
图 11：4 月以来石墨电极主流价格暴涨	8
图 12：4 月石墨电极单月产量创去年以来新高	9
图 13：近三年 1-4 月石墨电极单月产量比较	9
图 12：2012 年以来石墨电极产量逐年缩减	9
图 13：2012 年以来我国电炉钢产量低迷	9
图 14：我国电炉法炼钢在粗钢中占比呈现长期下降趋势	9
图 15：2012 年以后大中型钢企业利润急剧缩减	10
图 16：2012 年以后炼钢行业盈利逐年下滑	10
图 17：16 年 10 月后铁水-废钢价差自 2012 年来首次转正	10
图 18：2016 年 10 月以来废钢成本优势持续显现	10

图 21: 1-4 月石墨电极出口高速增长.....	11
图 22: 2013-2016 年石墨电极 1-4 月出口占比.....	11
图 23: 美国 Graftech 工业材料部门 2013 年以来持续亏损.....	12
图 24: 美国 Graftech 石墨电极销量和价格变动.....	12
图 25: 德国 SGL 性能材料业务近年经营状况.....	12
图 26: 德国 SGL 性能材料业务利润率 2013 年以来持续下滑.....	12
图 27: 昭和电工无机物业部门近年来经营状况.....	13
图 28: 石墨印度公司石墨及炭业务经营状况.....	13
图 29: 东海炭素石墨电极业务营收状况.....	13
图 30: 2016 年东海炭素石墨电极业务陷入亏损.....	13
图 31: 2013 年 3 月国际石墨电极企业产能(千吨).....	13
图 32: 2016 年国际石墨电极企业产能(万吨).....	13
图 33: 公司石墨电极业务毛利 2012 年以来持续下滑.....	14
图 34: 吉林炭素石墨电极业务 2013 年毛利转负.....	14
图 35: 2016 年超高功率石墨电极产量分布.....	14
图 36: 2016 年高功率石墨电极产量分布.....	14
图 37: 低硫煅烧焦价格大幅上涨.....	16
图 38: 油系针状焦价格上涨.....	16
图 39:	16
图 40: 公司 2016 年炭素制品成本构成.....	16
图 41: 普通功率和高功率电极价格-原料价差(市场主流价格).....	16
图 42: 超高功率电极价格-原料价差(电极价格方大炭素).....	16
图 43: 公司石墨电极在当前价格下的业绩弹性.....	18
图 44: 2012 年后公司 PE 波动较大.....	19
图 45: 公司历史预测 PB 及 ROE 走势.....	19
表 1: 2017 年石墨电极需求增量预测.....	12
表 2: 石墨电极成本估算.....	17
表 3: 公司石墨电极业务基于当前价格及成本变动下对公司净利润的影响测算.....	17

1. 公司是我国炭素行业龙头

公司成立于 1999 年 1 月，原名兰州海龙新材料科技股份有限公司，原控股股东为兰州炭素集团有限责任公司，于 2002 年 8 月 30 日在上交所上市。2006 年 9 月，辽宁方大集团实业有限公司通过拍卖竞得兰州炭素集团持有的公司股权，成为公司的控股股东，目前持有公司 42.51% 股份，实际控制人为方威。

图 1：公司控股股东及实际控制人



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.1. 公司是亚洲第一的炭素制品供应商

公司是我国炭素行业的龙头企业，主要从事石墨电极和炭砖等炭素制品、铁精矿粉的生产销售。

公司已经在炭素行业内确立了领先地位，产品种类较齐全，构建了包含 3 大系列、38 个品种、126 种规格的产品体系。公司炭素产品主要有石墨电极、炭砖、特种石墨、核用炭材料、碳纤维相关的新材料。公司石墨电极产品包含超高功率、高功率、普通功率石墨电极；炭砖产品覆盖微孔炭砖、半石墨质炭砖、铝用炭砖和各种矿热炉用内衬炭砖；在保持传统炭素制品龙头优势的同时，公司积极向产业链下游延伸，开拓特种石墨和碳纤维相关新材料，布局特种石墨、核石墨、生物炭、炭毡和炭/炭复合材料等。公司产品广泛应用于冶金、化工、有色、核电站和高科技领域。

公司拥有独立、完整的供产销体系，国际先进的炭素制品生产设备，在核心关键技术方面拥有自主知识产权，独立享有所有权与使用权。公司拥有 50 多年炭-石墨材料的科研开发和实践积累，建立了一系列炭素材料生产的专有核心技术，尤其在高功率、超高功率大规格石墨电极、长寿高炉炭砖、特种石墨、核用炭材料生产方面拥有核心专利，具有国家民用核安全设备制造许可证，是国家级高新技术企业，可生产国内外客户所需的各品种、规格的石墨电极和炭素制品。

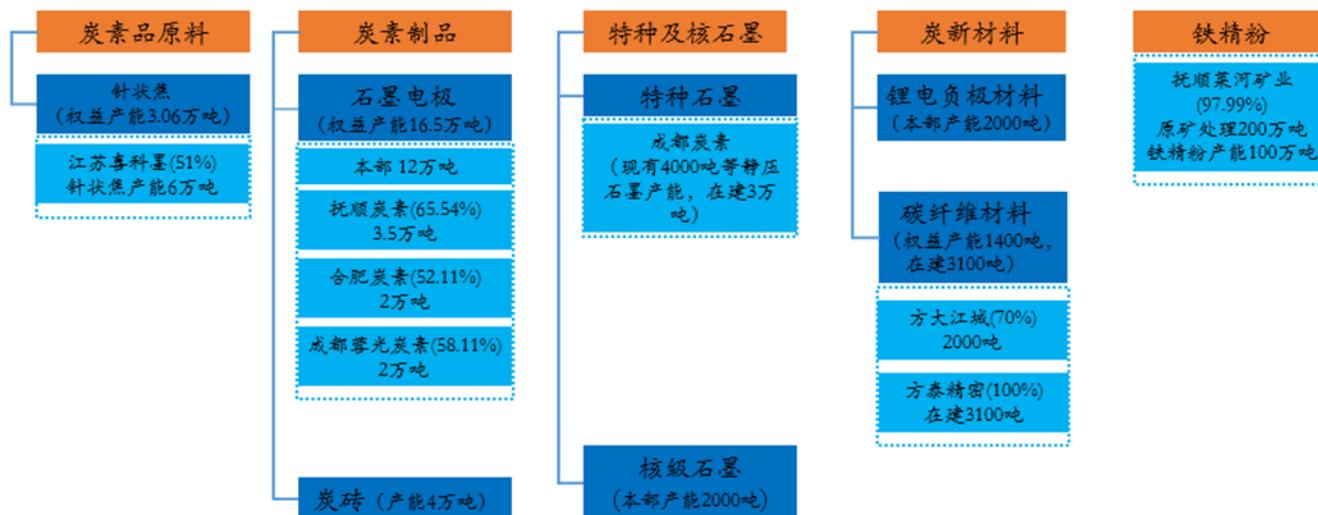
公司炭素制品规模为亚洲第一、世界第三。辽宁方大 2006 年获得公司控股权后对公司炭素业务进行重组，收购抚顺炭素、蓉光炭素和合肥炭素等企业，使公司产品产销规模迅速扩大，随后公司通过生产技术改造和扩产建设，炭素制品产能规模不断提升。目前公司具备 16.5 万吨石墨电极权益产能，生产分布于东北的抚顺、华东的合肥、西南的成都和西北的兰州。其中兰州本部石墨电极产能 12 万吨、控股子公司抚顺炭素产能 3.5 万吨，合肥炭素和成都蓉光炭素分别为 2 万吨产能。公司炭砖产能 4 万吨，主要在兰州本部。

特种石墨方面，公司目前具有 4000 吨产能，2010 年 7 月通过收购辽宁方大旗下成都炭素 100% 股权，取得等静压特种石墨产线，目前成都炭素等静压石墨产能 4000 吨，另外尚有 3 万吨特种石墨项目在建。核级石墨产品方面，公司具有国内唯一的炭堆内构件生产线，目前

产能 2000 吨。

炭新材料方面，公司目前具备 2000 吨负极材料产能和 2000 吨碳纤维产能，另有 3100 吨碳纤维项目在建。2013 年公司从中钢集团受让江城碳纤维有限公司 70% 股权，布局碳纤维市场资源，取得方大江城 2000 吨碳纤维产能。同时从控股股东辽宁方大收购方泰精密 100% 股权，作为公司 3100 吨碳纤维项目实施主体，目前项目仍处于建设中。

图 2：公司主要产品产能及分布状况



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

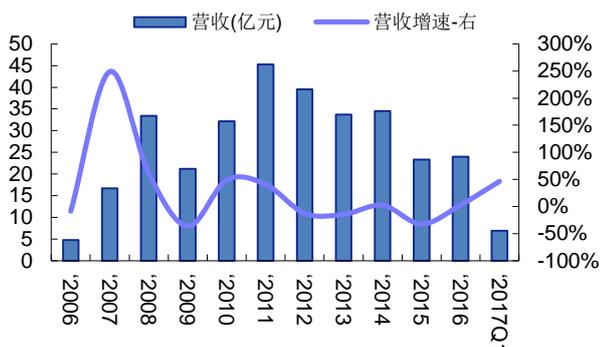
2016 年 12 月，公司收购江苏喜科墨 51% 股权，将炭素产业链进一步向上游针状焦原料延伸。江苏喜科墨公司具有年产 6 万吨针状焦生产能力，目前项目建设已基本结束，处于小批量试产阶段。公司铁精粉业务主要由抚顺莱河矿业经营，具备年产 100 万吨铁精粉生产能力。

1.2. 受益炭素业务带动，公司 2017 年 Q1 业绩大幅改善

2012-2015 年受下游市场需求低迷及石墨电极产能过剩、产品价格下跌影响，公司营收及利润大幅萎缩。2016 年下游钢铁行业回暖，实现营收 23.95 亿元，同比增加 2.78%，主要是铁精粉量价齐升，尽管公司炭素制品销量回升，但由于炭素价格同比下降幅度较大，因此拉低营收增速；实现归属于母公司净利润 3000 万元，同比大幅增长 117.48%。

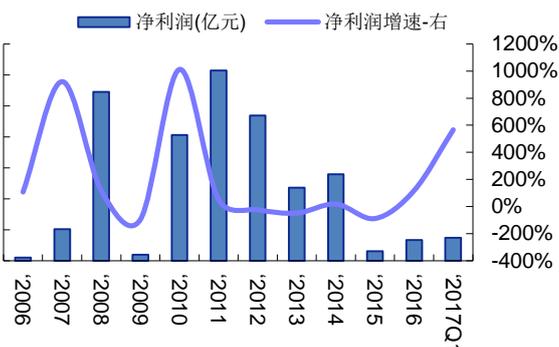
2017 年 1 季度，受益于石墨电极需求回升和价格持续上涨，公司业绩同比大幅改善，单季度实现营收 6.93 亿元和归母净利润 7400 万元，同比分别增长 46.36% 和 566.24%。

图 3：公司历年营业收入变动



资料来源：Wind，安信证券研究中心

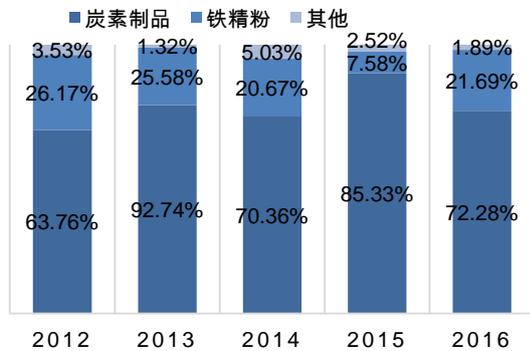
图 4：公司历年归母净利润状况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

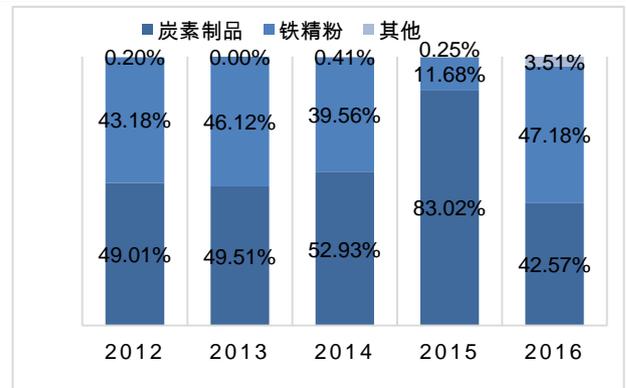
公司收入主要来自炭素业务和铁精粉业务，炭素业务在公司收入中占比较大，2016 年所占比重达到 72.28%。2014-2015 年由于铁精粉价格大幅下跌，公司盈利结构偏向炭素业务，2016 年石墨电极价格下跌、毛利率大幅回落，而铁精粉价格大幅上涨带动毛利率快速回升，公司铁精粉业务毛利占比超过炭素制品业务，并且为公司毛利水平增长提供支撑。

图 5：公司近 5 年营收结构



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 6：公司近 5 年毛利结构



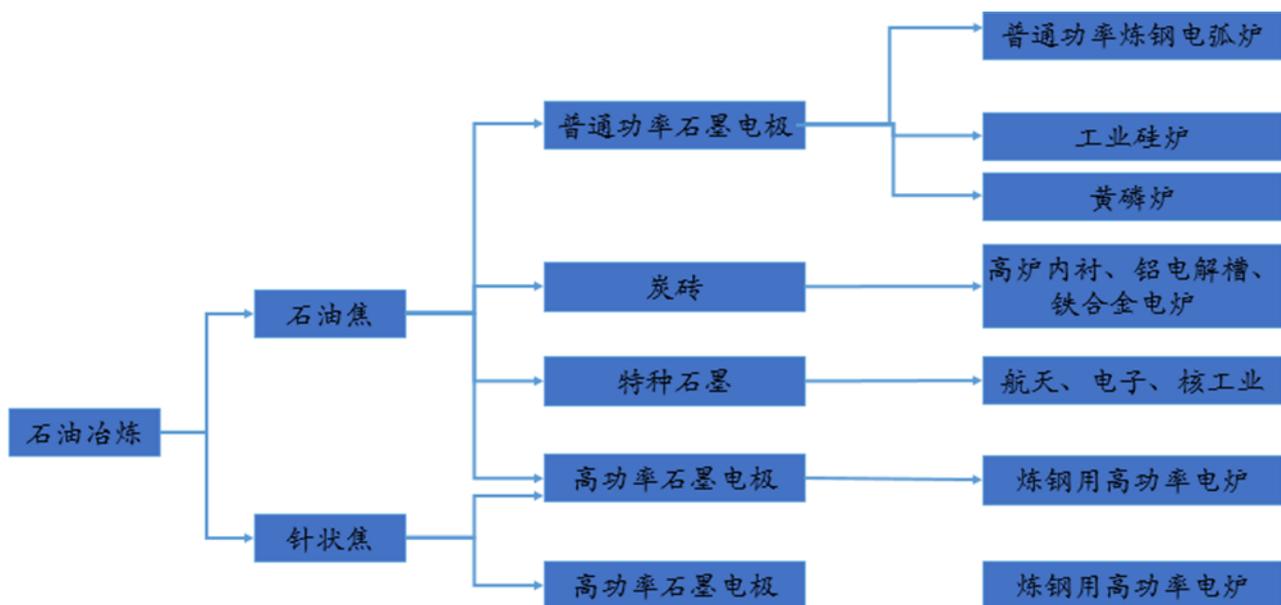
资料来源：Wind，安信证券研究中心

2. 石墨电极供需逆转，价格上涨有望延续

2.1. 石墨电极主要用于电弧炉炼钢

石墨电极以石油焦、针状焦为原料，煤沥青作结合剂，经煅烧、配料、混捏、压型、焙烧、石墨化、机加工而制成，是在电弧炉中以电弧形式释放电能对炉料进行加热熔化的导体。按照功率划分石墨电极又可分为普通功率石墨电极、高功率石墨电极和超高功率石墨电极。普通功率石墨电极主要用于炼钢、炼硅、炼黄磷等的普通功率电炉，高功率石墨电极和超高功率石墨电极主要用于炼钢的高功率和超高功率电弧炉。

图 7：石墨电极产业链

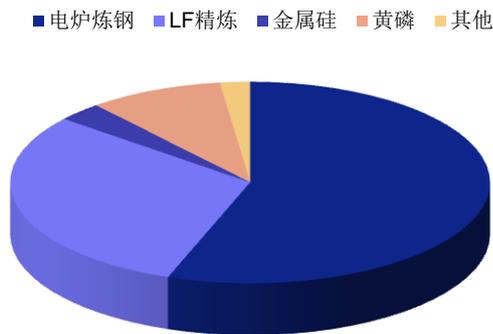


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

石墨电极主要应用于电弧炉炼钢及 LF 炉外精炼，两大领域需求占石墨电极消费的 80% 以上。电弧炉炼钢是以废钢为主要原料，以三相交流电作电源，利用电流通过石墨电极和金属料之

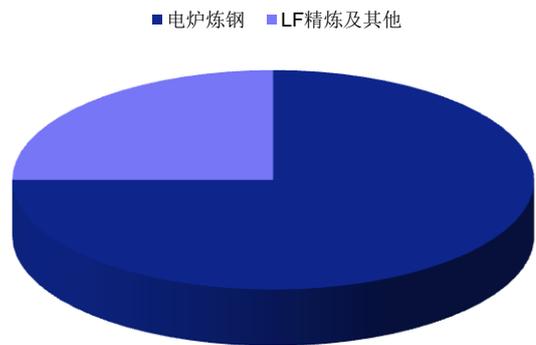
间产生的电弧的高温来加热、熔化炉料。在我国电炉炼钢主要应用于特殊钢和高合金钢的生产，占石墨电极消费比重 55%以上。LF 炉精炼技术主要是对初炼炉（电炉或转炉）生产的钢水进行精炼，从而实现降低氧硫含量、提高钢水质量、调节钢水温度，是合金钢连铸生产线不可缺少的设备。LF 精炼炉一般采用三根电极，其占石墨电极消费比重为 25%-30%。国外电炉炼钢对石墨电极消费比重更大，美国石墨电极龙头 Graftech 石墨电极销量的 75%应用于电炉炼钢。

图 8：国内石墨电极需求结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 9：美国 Graftech 石墨电极业务客户结构

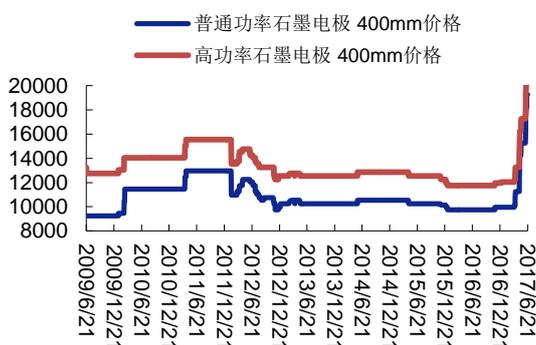


资料来源：Graftech 年报，安信证券研究中心

2.2. 石墨电极价格自 3 月以来暴涨

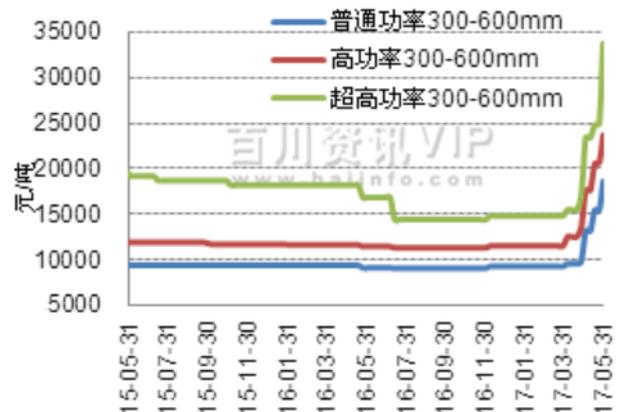
自 2012 年以来，石墨电极价格持续下跌，以 400mm 普通功率石墨电极和高功率石墨电极中间价为例，分别从 2012 年初最高的 12950 元/吨和 15550 元/吨跌至 2016 年中的 9750 元/吨和 11750 元/吨。2016 年 11 月中旬石墨电极价格开始缓慢回升，2017 年 2 月底至 3 月初在公司主导下石墨电极企业开始连续上调价格。2017 年 3 月末，国内直径 300-600mm 普通功率电极价格 9200-11000 元/吨，高功率电极价格 10000-15000 元/吨，超高功率电极价格 14500-16000 元/吨，截止到 5 月末 300-600mm 普通功率电极价格 17750-21500 元/吨，高功率电极价格 22500-26000 元/吨，超高功率电极价格 31000-38000 元/吨，平均涨幅分别为 94.3%、94%和 126.23%。

图 10：400mm 普通功率和高功率石墨电极价格



资料来源：亚洲金属网，安信证券研究中心

图 11：4 月以来石墨电极主流价格暴涨



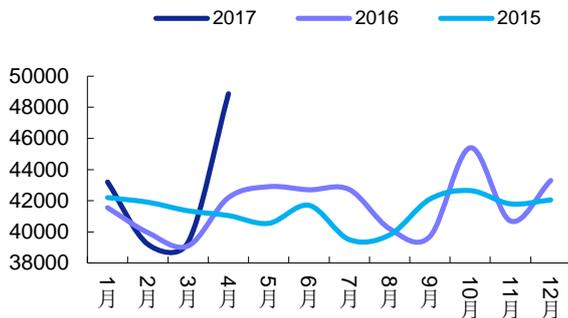
资料来源：百川资讯，安信证券研究中心

2.3. 需求内外发力，产能收缩及环保限产制约致供给不足

2.3.1. 需求回升：中频炉关停下电炉炼钢成本优势显现，内、外需齐发力石墨电极需求上行在经历长期低迷期后，2017 年 1-5 月我国石墨电极产量 21.56 万吨，同比增长转正为 4.81%，尤其是 4 月份，石墨电极行产量同环比大幅回升，单月产量创 2015 年以来的最高，整体呈现量价齐升。5 月虽然受供给端影响产量有所波动，但价格维持上涨，企业普遍低库存，下

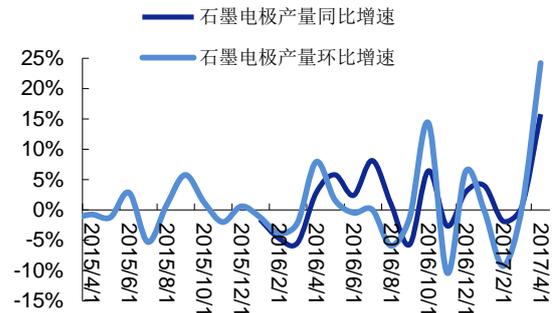
游需求维持增长。

图 12: 4 月石墨电极单月产量创去年以来新高



资料来源: 百川资讯, 安信证券研究中心

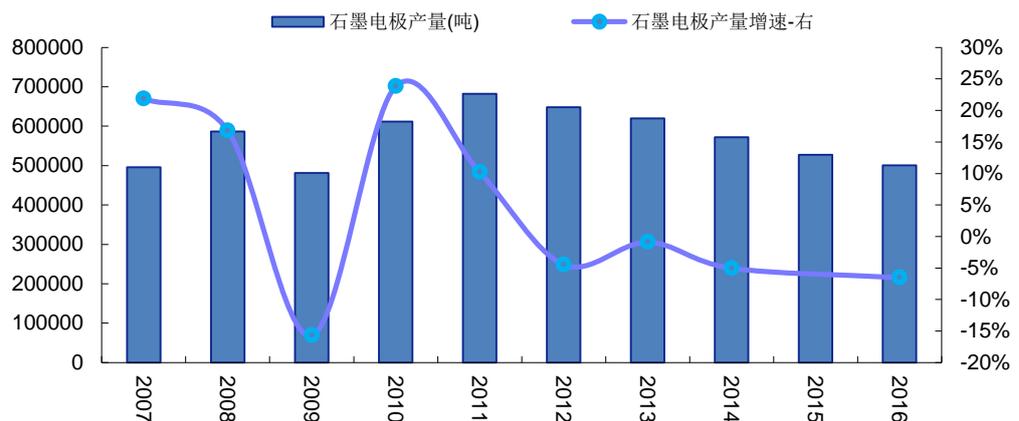
图 13: 近三年 1-4 月石墨电极单月产量比较



资料来源: 百川资讯, 安信证券研究中心

2002-2007 年间,受下游钢铁行业需求增长支撑,我国石墨电极产量年均复合增速达到 15.6%,除了 2009 年受金融危机影响有所萎缩外,基本保持扩张态势。2012 年以后,我国石墨电极产量逐年萎缩,除了 2013 年下滑幅度较小,其他年份基本以每年 5%速度下降。根据中国炭素协会的不完全统计,2016 年我国石墨电极产量 50 万吨,同比下滑 6.53%,基本跌至 10 年前水平。

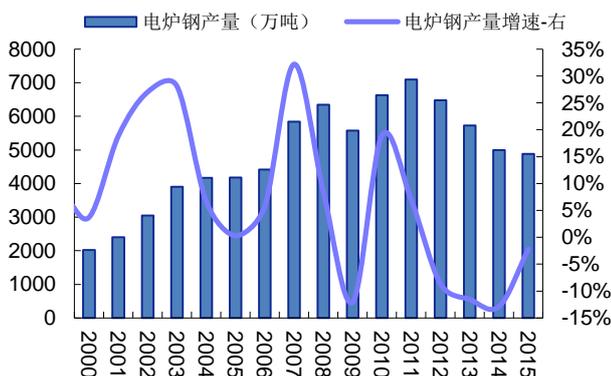
图 14: 2012 年以来石墨电极产量逐年缩减



资料来源: 中国炭素协会, 安信证券研究中心

造成我国石墨电极产量持续萎缩的主导因素是下游电炉钢需求的低迷。2000 年-2011 年我国电炉法粗钢产量从 2020 万吨增至 7095 万吨,年均增速 12.1%。电炉炼钢的快速增长带动作为耗材的石墨电极产量的快速增加。

图 15: 2012 年以来我国电炉钢产量低迷



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 16: 我国电炉法炼钢在粗钢中占比呈现长期下降趋势



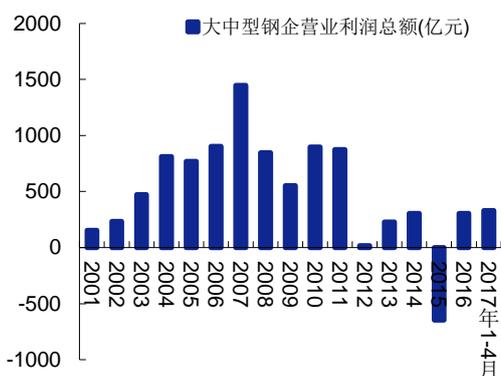
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

但 2012 年以来，电炉炼钢产量跌破增长中枢，并陷入长期萎缩，2012-2015 年年均降幅达到 8.8%，其在粗钢中所占的比重亦再下台阶，2015 年仅维持在 6.1%，作为石墨电极最大的消费领域，这对其需求造成巨大的压力。

我国电炉法炼钢占粗钢产量比重近 20 多年来呈现长期下滑的趋势，从 90 年代 23% 的高峰持续下滑至 2015 年的 6.1%。2012 年以前尚能维持在 10% 左右波动，2012 年以后尽管粗钢产量仍然增长，但电炉法炼钢占比却大幅下降创下新低。

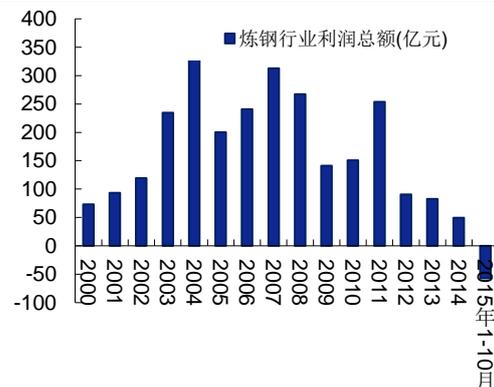
我们认为背后的主导因素是钢厂利润的变动迫使钢厂追求更加经济的冶炼生产方式。我国的粗钢生产有高炉-转炉冶炼和电炉-LF 精炼两种主要模式，对比 2006-2011 年电炉法炼钢占比与钢厂利润波动情况，可以看出 2009 年由于钢厂利润萎缩严重，电炉法炼钢比重从 2008 年 12.4% 下降到 9.7%，2010 年随着钢厂利润恢复性增长，电炉法比重重回 10.4%。2011 年尽管大中型企利润有所下滑，但是炼钢环节的行业利润仍增长明显，因此电炉法占比变化不大，仍维持在 10% 以上比重。2012 年以后无论是大中型企盈利还是炼钢环节的行业盈利都出现持续大幅萎缩，同时电炉法炼钢所占比重持续显著下滑，背后主要的原因则是，从经济性上考虑电炉法炼钢成本可能高于高炉，导致钢厂在生产上抛弃电炉法炼钢，以在行业低迷期尽可能保留更多的利润。

图 17: 2012 年以后大中型企业利润急剧缩减



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

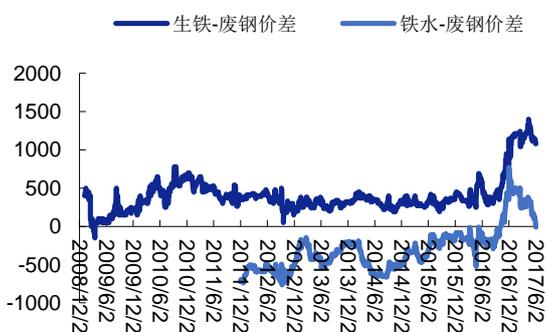
图 18: 2012 年以后炼钢行业盈利逐年下滑



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

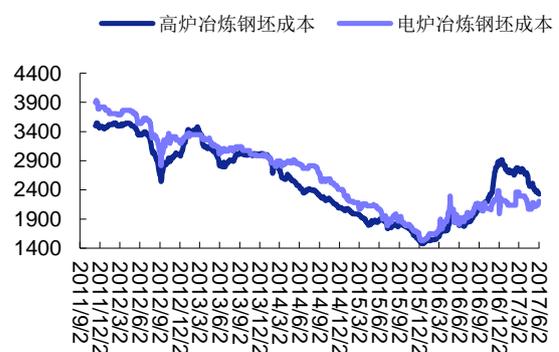
为此我们比较了高炉炼钢和电炉炼钢的长期成本走势，铁水-废钢价差 2016 年国庆后出现了自 2012 年以来的首次转正并维持至今，铁水-废钢成本差在 2016 年 12 月最高达到 768 元/吨，同时高炉冶炼成本自 2011 年以来首次超越电炉法。

图 19: 16 年 10 月后铁水-废钢价差自 2012 年来首次转正



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 20: 2016 年 10 月以来废钢成本优势持续显现



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

从之前的分析可以看出，电炉炼钢增加与否明显受到行业利润的驱动，在行业利润好转的情况下，电炉钢生产能够保证相应的市场份额，而在行业低迷期，则取决于其是否更具有经济性。去年 10 月以来自电炉法成本优势持续显现以后，促使闲置的电炉钢生产企业积极性提

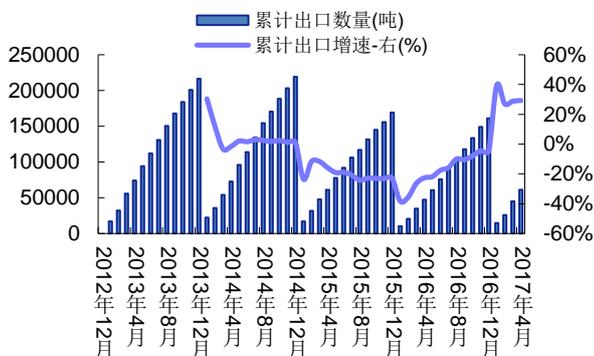
升，从而带动对石墨电极的需求。

中频炉关停对石墨电极需求的积极意义在于通过压低废钢价格，使得电炉法成本优势凸显，受制于去产能政策大背景，尽管有部分中频炉企业因高利润积极转产电炉，但最终能否投产仍然面临较大政策风险，而只有具备电炉资质的才有可能开工，这部分产能乐观预计下提升石墨电极需求增速 5%-6%。2016 年 11 月各地掀起整治中频炉钢厂的行动，今年 1 月发改委要求 2017 年 6 月底之前全部清除地条钢，并称之为政治任务，全国中频炉整治形势持续趋严。随着中频炉拆除大限到来，受目前钢材生产利润高企推动，部分企业向电炉生产转变。根据 Mysteel 和卓创资讯对中频炉产能的预估，全国中频炉产能在 1.5-1.7 亿吨左右，而根据中钢协的信息，14 省梳理出的中频炉企业涉及产能 1.19 亿吨。按照 1.5-1.7 亿吨的中频炉产能、短流程钢厂开工率 50%左右的假设，预计中频炉钢产量 7500 -8500 万吨上下。根据富宝废钢近期对 134 家中频炉企业的调研情况，中频炉淘汰后有近 30%的企业进行转电，而其中仅有 13%的企业具备合规资质，在中频炉淘汰后用电炉生产，而由于政策严控，已经完成改电的企业无产能产量指标和相关许可等原因，所有企业都仍处于停产状态。假设按照此比例以及保守每吨电炉钢消耗电极 3kg 石墨电极估算，则中频炉转电炉导致的石墨电极潜在需求大约为 7 万吨左右，而确定能转换为实际需求的为 3 万吨左右。尽管电炉钢是世界各国发展的趋势，但在当前去产能的背景下，无资质的中频炉转产需求释放预计仍有很大的不确定性。

从电炉富余产能的角度来看，石墨电极的内需潜在增长空间为 12 万吨左右。电炉产能利用提升的根本如前所述，还是在于电炉炼钢的利润和成本经济性。在当前钢材维持高利润、电炉成本较高炉成本仍保持优势，中频炉去产能留下市场空间的支撑下，可以预期电炉产能的利用率有望提升。根据工信部相关信息，2015 年底我国符合规范的电炉为 188 座，产能 1.14 亿吨，按照中钢协划分标准 60t 以下电炉为落后产能，只考虑未来不受产能淘汰政策影响的 60 吨以上电炉，其占比为 78%，产能 8892 万吨。2015 年我国电炉钢产量约 5000 万吨，产能富余 4000 万吨左右，由于低于中频炉关停带来的缺口，因此不会对高炉需求产生较大的影响，假设废钢成本经济性持续，则可带来 12 万吨石墨电极需求潜在增量。

出口快速增长，有望带动外需放量。2017 年 1-4 月，国内石墨电极出口总量 6.12 万吨，较去年同期增长 29.16%，其中对美国和东南亚出口增长明显。从前 5 个月来看，除了 2 月份外其余月份出口均保持 30%以上增长。以过去四年 1-4 月均值全年占比均数来估算 2017 年石墨电极出口，则外需有望贡献 2.46 万吨石墨电极需求增量。

图 21：1-4 月石墨电极出口高速增长



资料来源：百川资讯，安信证券研究中心

图 22：2013-2016 年石墨电极 1-4 月出口占比



资料来源：百川资讯，安信证券研究中心

表 1: 2017 年石墨电极需求增量预测

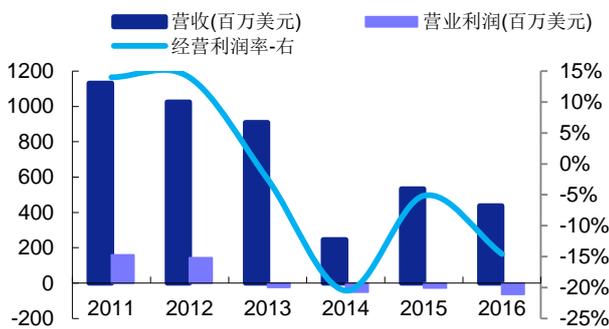
	电炉钢富余产能复产比例								
	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
内需增量(吨)	24000	36000	48000	60000	72000	84000	96000	108000	120000
外需(情景一/占比均值)	24600								
总需求增量-1	48600	60600	72600	84600	96600	108600	120600	132600	144600
外需(情景二/维持4月累计增速)	47000								
总需求增量-2	71000	83000	95000	107000	119000	131000	143000	155000	167000

资料来源: Wind, 百川资讯, 安信证券研究中心

预计 2017 年我国石墨电极总需求增长 8.5 万吨-12 万吨。我们以电炉钢开工比例和不同外需情景下, 对石墨电极的需求增量做了简单的预测。在电炉钢开工 50-60% 中性条件下, 若外需按照历年前四个月比重, 则总的需求增量为 8.5 万吨-9.7 万吨; 若外需按照前四个月维持高增长的态势, 则国内总需求增量在 10.7 万吨-11.9 万吨。2017 年我国石墨电极总需求增速将达到 17%-24%。

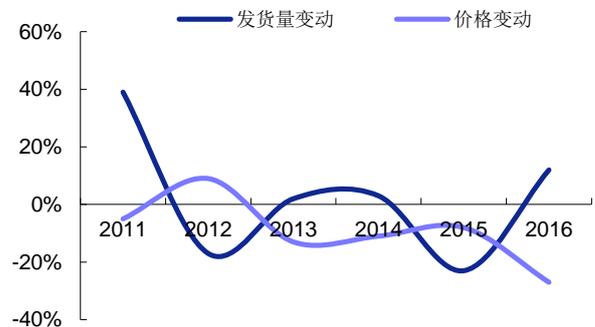
2.3.2. 供给收缩: 国际企业战略收缩调整, 国内供给出清叠加环保限制, 短期缺口难以弥补
2013 年以来, 全球钢铁需求低迷、中国低价高炉钢材出口冲击以及石墨电极产能过剩造成石墨电极需求大幅波动和价格持续低迷, 国际石墨电极业务经营状况持续恶化。在此背景下, 国际石墨电极龙头企业陆续开始战略收缩和战略调整, 除了 2014 年昭和电工在美国扩建成 3 万吨石墨电极的产能外, 其余都在对高成本产能进行关停并依照需求对石墨电极业务重新进行布局和整合。

图 23: 美国 Graftech 工业材料部门¹2013 年以来持续亏损



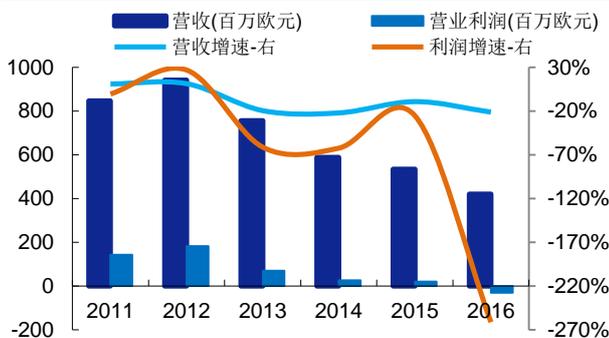
资料来源: Graftech, 安信证券研究中心

图 24: 美国 Graftech 石墨电极销量和价格变动



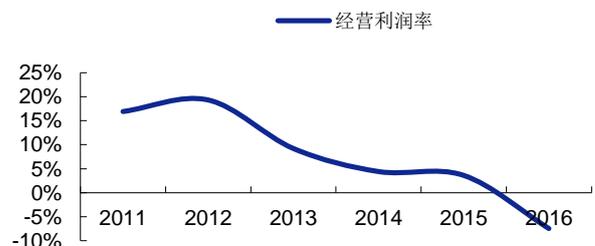
资料来源: Graftech, 安信证券研究中心

图 25: 德国 SGL 性能材料²业务近年经营状况



资料来源: SGL, 安信证券研究中心

图 26: 德国 SGL 性能材料业务利润率 2013 年以来持续下滑



资料来源: SGL, 安信证券研究中心

¹ Graftech 工业材料部门产品主要包括石墨电极和针状焦, 石墨电极对分部经营影响较大

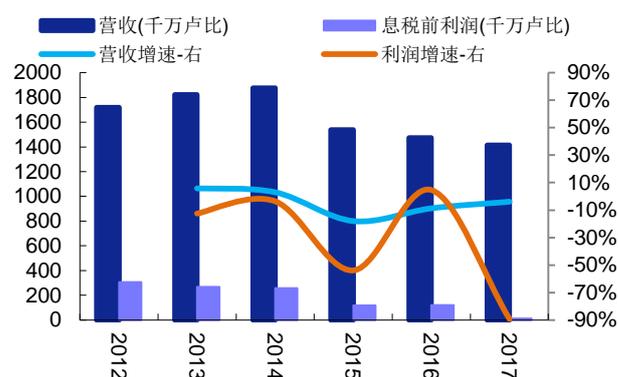
² SGL 性能材料业务产品主要包括石墨及炭电极, 阳极和耐火材料, 其中电极业务占比 75%(2015 年)

图 27: 昭和电工无机物部门³近年来经营状况



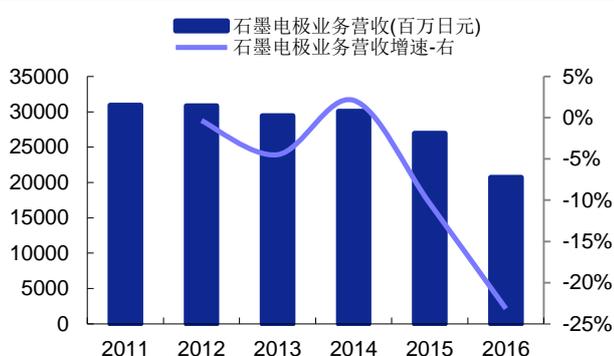
资料来源: 昭和电工, 安信证券研究中心

图 28: 石墨印度公司石墨及炭业务经营状况



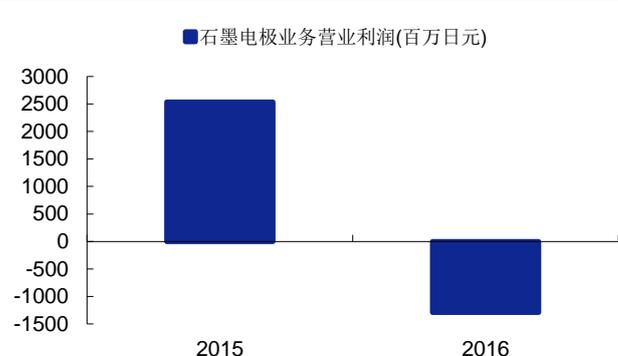
资料来源: 石墨印度公告, 安信证券研究中心

图 29: 东海炭素石墨电极业务营收状况



资料来源: 东海炭素, 安信证券研究中心

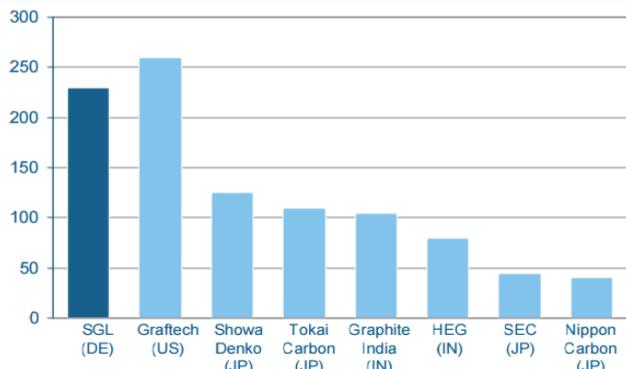
图 30: 2016 年东海炭素石墨电极业务陷入亏损



资料来源: 东海炭素, 安信证券研究中心

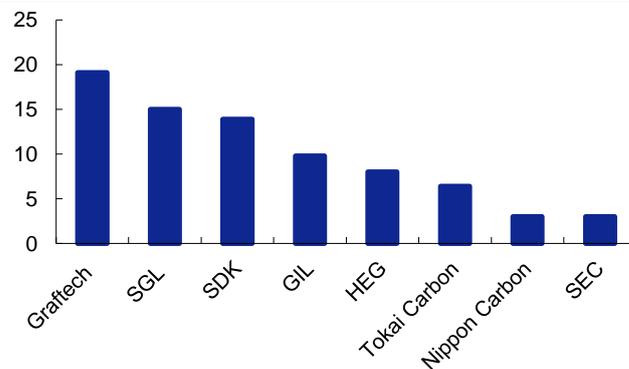
经过国际企业战略收缩和调整, 近几年国际石墨电极产能减少 20 万吨以上。美国石墨电极龙头 Graftech 2013 年 10 月开始对其高成本产能进行精简, 关闭其在巴西和南非的生产设施, 削减产能 6 万吨, 并在 2016 年暂时闲置美国的生产设施。2014 年一季度末和年中 SGL 分别关闭其在加拿大拉许特和意大利纳尔尼合计 6 万吨产能, 2016 年 2 月宣布关闭德国法兰克福-格里斯海姆的石墨电极工厂。2016 年 10 月 20 日, SGL 将其石墨电极业务以 3.5 亿欧元出售给日本昭和电工。日本昭和电工 2016 年对大町生产基地进行精简, 减少 1.8 万吨石墨电极产能。东海炭素 2015 年宣布将其防府工厂和滋贺工厂共计 6 万吨产能缩减至 3.8 万吨。

图 31: 2013 年 3 月国际石墨电极企业产能(千吨)



资料来源: GIL, 安信证券研究中心

图 32: 2016 年国际石墨电极企业产能(万吨)

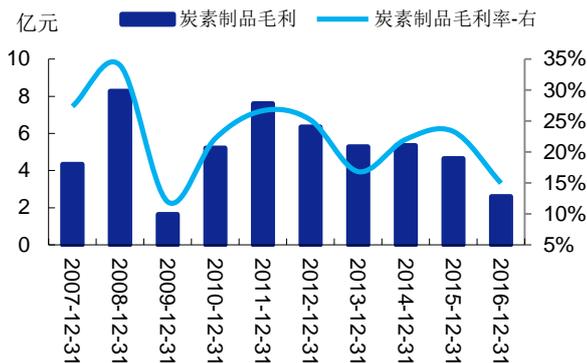


资料来源: GIL, 安信证券研究中心

³ 昭和电工无机物业务主要包括石墨电极业务和陶瓷业务

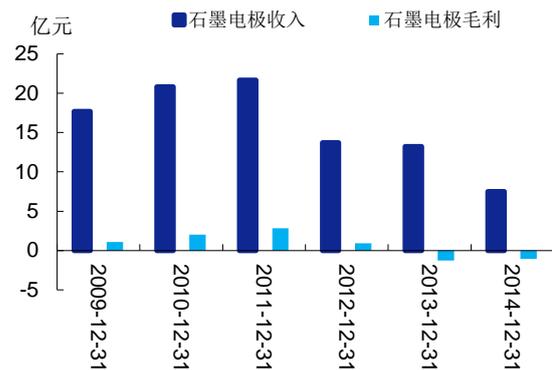
2012-2016年，受电炉钢冶炼、黄磷及硅冶炼等行业萎缩影响，石墨电极需求持续下滑，价格大幅回落。国内石墨电极行业进入长期持续调整期，开工率严重不足、利润大幅减少甚至亏损、回款难度加大，部分经营困难企业停工。不仅中小型企业运营举步维艰，就连大型企业也面临经营困难。以国内石墨电极行业两大龙头为例：公司石墨电极产品相关毛利从2011年的7.59亿元持续萎缩至2.59亿元；吉林炭素由于2013-2014年石墨电极业务连续亏损，最终进行资产置换，将石墨电极业务剥离上市公司。同时，其在长春的生产基地也停止生产，产能由原来的12万吨缩减至5万吨。

图 33：公司石墨电极业务毛利 2012 年以来持续下滑



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

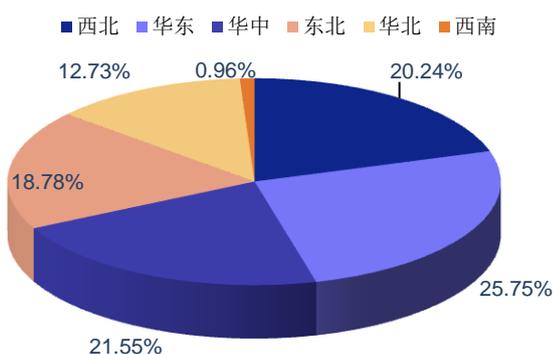
图 34：吉林炭素石墨电极业务 2013 年毛利转负



资料来源：吉林炭素公告，安信证券研究中心

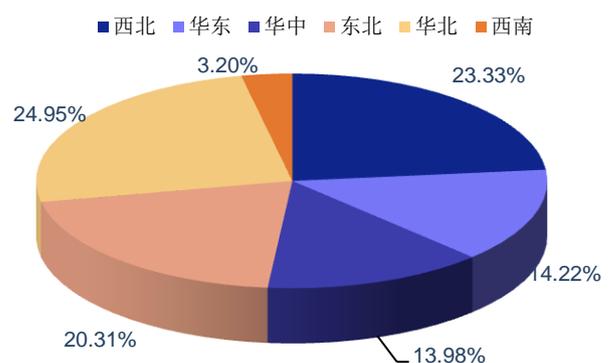
环保趋严导致主要产区石墨电极企业受限产，中小企业面临长期生存压力。随着环保形势逐渐趋严，2015年部分小企业因资金压力和环保投入就已经关停产能。根据中国炭素协会相关统计，2016年我国石墨电极主要产量分布在三北、华中及华东地区。2016年，河南为严格落实安阳市和林州市大气污染防治紧急会议精神，彻底解决“污染围城”问题，决定对有关违法企业予以取缔、关停，并对部分行业企业实施停产整治措施。2016年9月17日起，所有炭素厂全部停产整顿。河南是华中地区石墨电极的主要产地，环保停产对该区的石墨电极供应产生较大影响。2017年2月17日环保部印发《京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案》，要求2+26城市10月底前完成违法“小散乱污”企业取缔工作，采取拆除生产设施、断水断电等措施，确保“小散乱污”企业整改到位，“小散乱污”企业重点行业包括炭素生产，涉及到河北、山西、山东、河南等主要炭素产地。方案要求各地采暖季，炭素企业达不到特别排放限值的，全部停产，达到特别排放限值的，限产50%以上。由于国内石墨电极大多数为中小型企业，产能规模1-2万吨，经历长期的行业低迷企业经营尚未摆脱困境，且资金实力较弱，对于较大的环保投入能力有限，因此面临着被关停而退出市场。

图 35：2016 年超高功率石墨电极产量分布



资料来源：中国炭素协会，安信证券研究中心

图 36：2016 年高功率石墨电极产量分布



资料来源：中国炭素协会，安信证券研究中心

2.4. 价格上涨将会延续，超高功率石墨电极仍有空间

石墨电极价格上涨仍将延续，预计 10 月前仍将维持涨势。主要是石墨电极供需缺口短期难以弥补，仍将维持当前供不应求的状况，高功率和超高功率石墨电极受到电炉钢需求的拉动，仍有上涨空间。

其一，从需求端来看，目前钢厂利润状况仍较好，生铁与废钢价差尽管有所回落但仍维持在高位，使用废钢仍具有经济性，维持现有电炉生产对石墨电极的需求。根据鑫椏的统计，中频炉企业进行电炉升级技术改造，在建设设备预计今年下半年投放，7-9 月较为集中，企业多提前采购石墨电极但仍然难以拿到资源，新增电炉对石墨电极需求增量仍将持续释放。

其二，从供给端看，基于石墨电极行业生产周期以及环保制约，国内供应 10 月之前仍将维持紧缺。石墨电极价格自 4 月开始大幅上涨，前期停产的旧线若要复产，需要经过 1-2 个月设备调试期、2 个月以上的生产周期以及后续的质量稳定和产能爬坡期，总计需要半年以上时间。其次，经历了低迷期激烈竞争和资金困境并已停产退出的小企业难有资金实力和信心重新与大中型企业竞争，除此之外还要面临着环保的约束。第三，新产线的规划，从建设到投产要在一年以上，同时面临着产业和环保政策的约束。最后，环保因素目前仍对供给形成制约，华北地区 6 月中旬受到环保检查影响停产较为普遍，华东地区山东限产 20%，华中地区河南限产 20%。下半年 2+26 城市取缔“小散乱污”企业，一批中小企业面临着关停风险，采暖季将加大限产力度，环保措施严格执行有望进一步加剧供应紧缺程度。最后从国外产能来看，国际企业对石墨电极业务进行的战略调整和收缩是长期规划，其过程中存在巨额重整成本不可逆，短期不会因为石墨电极上涨而重新转变为产能扩张，而价格上涨更有利于其战略调整的目标即通过重整提升石墨电极的盈利。

其三，成本的支撑。石墨电极生产的主要原料低硫石油焦、针状焦、煤沥青等处于价高量少的状态，针状焦受制于国内供应不足、煅烧焦受制于环保供不应求，短期石墨电极价格成本端支撑较强。

最后，下游钢厂对石墨电极价格上涨的接受度很强。一则是石墨电极在电炉钢冶炼中的成本占比 2%，钢厂当前的利润水平又比较高，对其价格变动敏感性不强；二则石墨电极是电炉冶炼中难以替代的原材料，当前石墨电极供需逆转，钢厂重在保原材料供应，价格的话语权转向卖方市场。这最直接的反映便是过去向钢厂直销采取的是赊销模式，而当前则是预付款销售。

由于高功率和超高功率石墨电极主要用于电炉钢冶炼，因此在后续电炉开工和投产的需求推动下，有进一步的价格上行空间，特别是超高功率石墨电极，随着新上电炉容量的增大最受益。

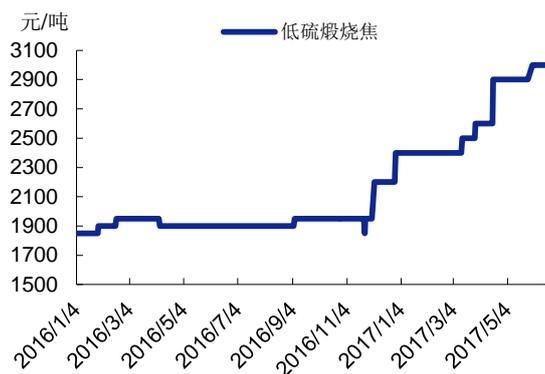
3. 石墨电极业务盈利显著改善，公司业绩弹性大

3.1. 石墨电极盈利显著改善

生产石墨电极通常以针状焦、低硫煅烧焦为骨料，以煤沥青做粘结剂。油系针状焦由于良好的石墨化性能，颗粒强度高，制品体积密度大，一般作为超高功率石墨电极的骨料。高功率石墨电极主要以煅烧焦为骨料，加入一定比例的针状焦。普通功率石墨电极则主要是由普通的煅烧焦生产。原材料在石墨电极生产成本中占较大比例，公司 2016 年炭素制品原料成本占比为 51.83%。

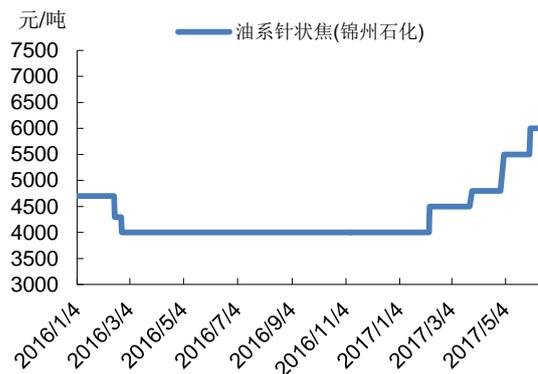
2016 年 12 月初开始，受到预焙阳极需求增长带动，煅烧焦和煤沥青价格率先开始上涨，价格分别从 1950 元/吨和 1575 元/吨上涨到 3 月底的 2600 元/吨和 2850 元/吨，受此带动针状焦价格一季度也从 4000 元/吨上涨到 4800 元/吨。4 月以后，在石墨电极价格大幅上涨的拉动下，煅烧焦、煤沥青和针状焦价格进一步上涨到 3000 元/吨、3350 元/吨和 7000 元/吨。

图 37: 低硫煅烧焦价格大幅上涨



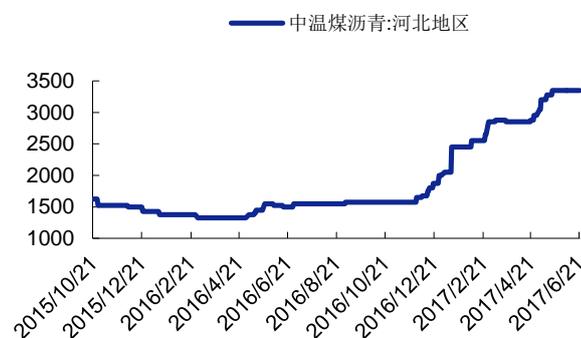
资料来源: 百川资讯, 安信证券研究中心

图 38: 油系针状焦价格上涨



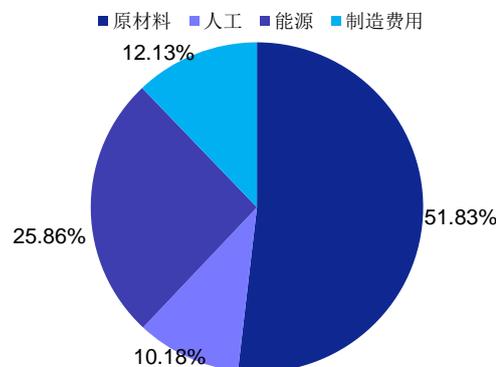
资料来源: 百川资讯, 安信证券研究中心

图 39:



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

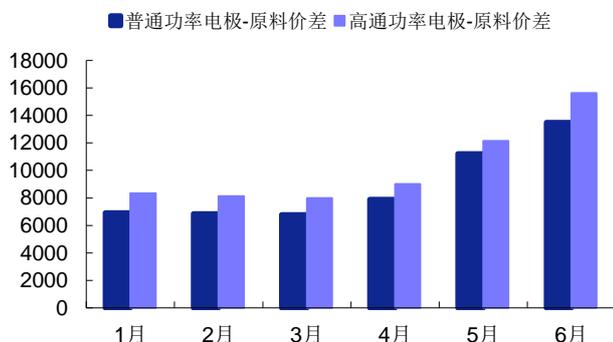
图 40: 公司 2016 年炭素制品成本构成



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

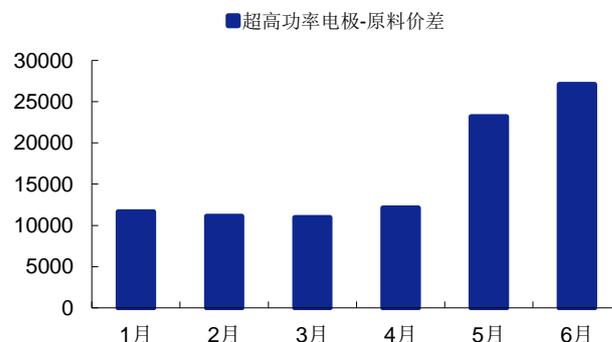
成本端率先上涨, 对一季度石墨电极的毛利产生一定压制, 我们以石墨电极-原料价差来模拟其毛利的变动, 3 月份普通功率、高功率和超高功率石墨电极月均价差较 1 月份分别有 146 元/吨、351 元/吨和 683 元/吨的下滑。从 4 月开始石墨电极价格连续上调, 价差逐月大幅上行, 二季度石墨电极盈利显著改善。普通功率石墨电极二季度价差环比一季度增幅 58.48%, 高功率和超高功率电极增幅分别为 50.41%和 85.29%。

图 41: 普通功率和高功率电极价格-原料价差(市场主流价格)



资料来源: 百川资讯, Wind, 安信证券研究中心

图 42: 超高功率电极价格-原料价差(电极价格方大炭素)



资料来源: 百川资讯, Wind, 安信证券研究中心

3.2. 公司业绩弹性大

根据我们的估算, 当前普通功率石墨电极成本为 7458 元/吨, 高功率石墨电极成本 8545 元/吨, 超高功率石墨电极的成本为 11100 元/吨。公司目前普通功率石墨电极中间价(不含

税)18376 元/吨, 高功率石墨电极中间价(不含税)29060 元/吨, 超高功率石墨电极中间价(不含税)为 38460 元/吨, 分别对应的吨毛利和毛利率为普通功率 10918 元/吨(59.41%), 高功率电极 20515 元/吨(70.59%), 超高功率电极 27360 元/吨(71.14%)。

表 2: 石墨电极成本估算

原料		普通功率石墨电极		高功率石墨电极		超高功率石墨电极	
单位(元/吨)	价格	单耗	成本	单耗	成本	单耗	成本
针状焦	5983	-	-	0.32	1916	1.07	6387
石油焦	2564	1.04	2668	0.75	1916	-	-
煤沥青	2863	0.31	890	0.28	813	0.28	813
能源			2200		2200		2200
制造费用			900		900		900
人工			800		800		800
总成本			7458		8545		11100

资料来源: 百川资讯, Wind, 安信证券研究中心

按照当前公司石墨电极价格和成本, 普通功率石墨电极、高功率石墨电极和超高功率石墨电极销售量占比 10%、45%和 45%的比例测算公司业绩弹性。

对于普通功率石墨电极, 价格每上涨 5%(当前价格对应的涨幅为 920 元/吨), 对应的净利润总额增加 1290 万元, 成本每上涨 5%(当前成本对应的涨幅为 370 元/吨), 对应的净利润总额减少 520 万元, 在毛利率假设不变的情况下, 净利润总额对普通电极价格的弹性则是每 1%的涨幅对应 154 万元增值。

对于高功率石墨电极, 价格每上涨 5%(当前价格对应的涨幅为 1450 元/吨), 对应的净利润总额增加 9170 亿元, 成本每上涨 5%(当前成本对应的涨幅为 430 元/吨), 对应的净利润总额减少 2700 万元, 在毛利率假设不变的情况下, 净利润总额对普通电极价格的弹性则是每 1%的涨幅对应 1295 万元增值。

对于超高功率石墨电极, 价格每上涨 5%(当前价格对应的涨幅为 1920 元/吨), 对应的净利润总额增加 1.21 亿元, 成本每上涨 5%(当前成本对应的涨幅为 555 元/吨), 对应的净利润总额减少 3500 万元, 在毛利率假设不变的情况下, 净利润总额对普通电极价格的弹性则是每 1%的涨幅对应 1726 万元增值。

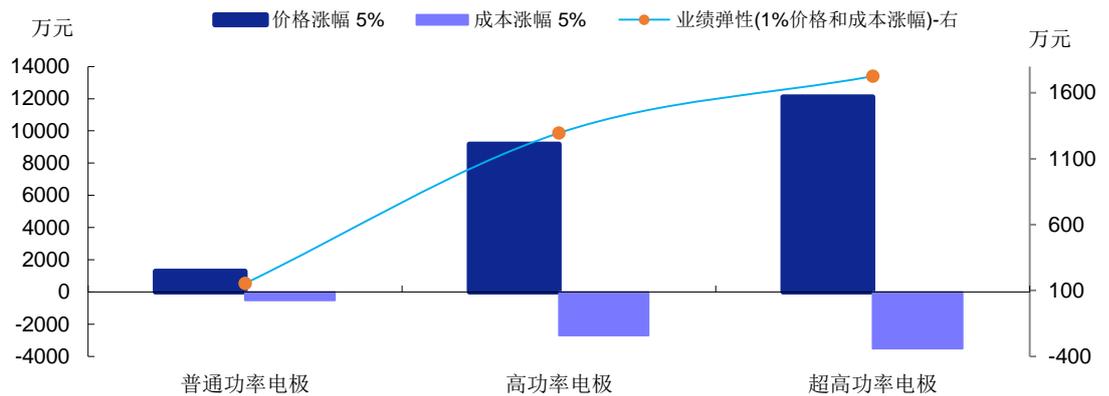
综上所述, 假设后期原料因供给紧张而与石墨电极价格同步上涨, 从而保持毛利率不变的情况下, 石墨电极整体价格每上涨 1%, 公司的业绩弹性则约为 3175 万元。

表 3: 公司石墨电极业务基于当前价格及成本变动下对公司净利润的影响测算

参数	总销量(万吨)		普通功率占比					高功率占比					超高功率占比					三费率		所得税率	
	16.5		10%					45%					45%					21%		15%	
贡献净利润(亿元)	普通功率石墨电极 测算价格(不含税)基础 18376 元/吨							高功率石墨电极 测算价格(不含税)基础 29060 元/吨					超高功率石墨电极 测算价格(不含税)基础 38460 元/吨								
价格涨幅	5%	10%	15%	20%	25%	30%	5%	10%	15%	20%	25%	30%	5%	10%	15%	20%	25%	30%	5%	10%	
成本涨幅	5%	1.07	1.20	1.32	1.45	1.58	1.71	9.74	10.66	11.58	12.49	13.41	14.33	13.03	14.25	15.46	16.67	17.89	19.10		
	10%	1.01	1.14	1.27	1.40	1.53	1.66	9.47	10.39	11.31	12.22	13.14	14.06	12.68	13.90	15.11	16.32	17.54	18.75		
	15%	0.96	1.09	1.22	1.35	1.48	1.61	9.20	10.12	11.04	11.96	12.87	13.79	12.33	13.55	14.76	15.97	17.19	18.40		
	20%	0.91	1.04	1.17	1.30	1.43	1.55	8.93	9.85	10.77	11.69	12.60	13.52	11.98	13.20	14.41	15.62	16.84	18.05		
	25%	0.86	0.99	1.12	1.24	1.37	1.50	8.66	9.58	10.50	11.42	12.33	13.25	11.63	12.85	14.06	15.27	16.49	17.70		
30%	0.81	0.93	1.06	1.19	1.32	1.45	8.40	9.31	10.23	11.15	12.06	12.98	11.28	12.50	13.71	14.92	16.14	17.35			

资料来源: 百川资讯, Wind, 安信证券研究中心

图 43: 公司石墨电极在当前价格下的业绩弹性



资料来源: 百川资讯, Wind, 安信证券研究中心

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 基本假设

销量假设: 石墨电极业务供不应求, 2016 年公司石墨电极产量 14.2 万吨, 考虑到石墨电极供需二季度趋紧, 假设全年销量石墨电极 15 万吨, 其中普通功率、高功率和超高功率占比分别为 10%、45% 和 45%。铁精矿方面, 假设 2017 年销量 100 万吨, 2018 年以后销量预计为 70 万吨。

石墨电极价格: 公司目前销量占比较高的主要是 450-500mm 电极, 假设 2017 年普通功率电极、高功率电极和超高功率电极成交均价分别为 13350 元/吨、23280 元/吨和 28680 元/吨; 2018 年普通电极价格维持 2017 均价, 高功率和超高功率均价维持当前即期成交价格, 则普通功率电极、高功率电极和超高功率电极成交均价分别为 13350 元/吨、25400 元/吨和 32500 元/吨。

石墨电极成本: 我们测算的 2017 年普通功率、高功率和超高功率石墨电极的平均成本分别为 7240 元/吨、8100 元/吨和 10121 元/吨, 2018 年分别为 7458 元/吨、8545 元/吨和 11100 元/吨。

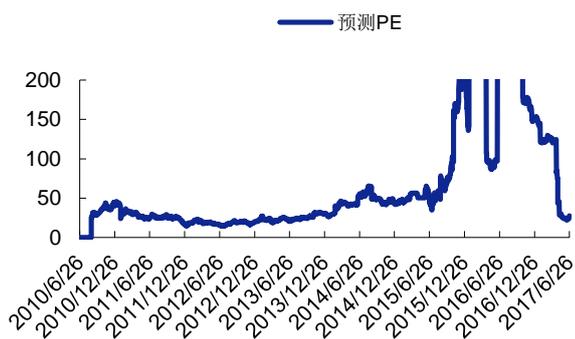
铁精矿价格和毛利率: 铁精矿按照 2017 年公司均价 450 元/吨, 2018 年以后 420 元/吨。毛利率 2017 年 50%, 2018 年后考虑到铁精粉目前的供应过剩状况, 保守采用近四年最差时预计 35%。

三费率: 销售费率假设近三年均值, 管理费率因目前公司股权激励计划尚未实施, 且由股权激励计划产生的相关管理费用仅影响短期业绩, 因此暂不考虑相关影响。

4.2. 投资建议

基于上述假设, 我们预计公司 2017-2019 年归属于母公司的净利润分别为 11.01 亿元、13.12 亿元和 12.23 亿元; 对应 EPS 分别为 0.64、0.76 和 0.71。按照当前价格, 2017-2019 年 PE 分别为 20.5 倍、17.2 倍和 18.4 倍; 2017-2019 年的 PB 估值分别为 3.05、2.66 和 2.4。2012 年以来, 石墨电极行业进入长期调整低迷期, 公司净利润大幅萎缩, PE 估值波动较大, 因此我们选择 PB 估值做历史比较。2012 年至今, 历史预测 ROE 均值 7.8%, 对应的历史 PB 均值 2.89 倍, 根据我们的盈利预测 2017 年公司 ROE 16.4%, 对应 PB 3.35 倍, 同时考虑到目前无风险利率 3.51%, 基本接近 2012 年的均值 3.52, 因此 PB 估值仍具备一定优势。鉴于石墨电极行业景气持续回升, 中报业绩确定性强, 三季度电极价格有望继续上涨, 公司具备规模和原料优势, 业绩弹性较大, 给予一定的估值溢价。按照 4 倍的 PB 估值估算, 对应目标价 15.64, 给予“买入-A”评级。

图 44：2012 年后公司 PE 波动较大



资料来源：Wind,安信证券研究中心

图 45：公司历史预测 PB 及 ROE 走势



资料来源：Wind,安信证券研究中心

5. 风险提示

下游电炉开工及投放低于预期，环保政策变动，石墨电极价格波动。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,330.4	2,395.3	4,672.5	5,094.4	5,119.9	成长性					
减:营业成本	1,772.0	1,786.8	2,290.0	2,352.1	2,448.3	营业收入增长率	-32.4%	2.8%	95.1%	9.0%	0.5%
营业税费	28.9	56.1	116.8	127.4	128.0	营业利润增长率	-91.7%	112.4%	2536.7%	19.3%	-6.8%
销售费用	134.1	152.1	279.1	307.0	313.2	净利润增长率	-88.9%	117.5%	1532.8%	19.1%	-6.8%
管理费用	368.8	321.0	560.7	662.3	716.8	EBITDA 增长率	-54.7%	6.1%	467.2%	14.0%	-7.0%
财务费用	62.7	37.8	11.4	-35.2	-49.6	EBIT 增长率	-78.6%	4.6%	1473.3%	15.9%	-7.8%
资产减值损失	54.9	94.9	-	-	-	NOPLAT 增长率	-91.8%	29.3%	3640.0%	15.9%	-7.8%
加:公允价值变动收益	-22.1	-5.7	-11.8	-	-	投资资本增长率	2.4%	-8.6%	5.9%	3.5%	-9.9%
投资和汇兑收益	138.9	113.9	42.0	42.0	42.0	净资产增长率	0.1%	0.4%	16.5%	16.0%	11.6%
营业利润	25.8	54.8	1,444.7	1,722.9	1,605.1	利润率					
加:营业外净收支	19.7	30.2	12.0	12.0	12.0	毛利率	24.0%	25.4%	51.0%	53.8%	52.2%
利润总额	45.5	85.0	1,456.7	1,734.9	1,617.1	营业利润率	1.1%	2.3%	30.9%	33.8%	31.4%
减:所得税	32.5	54.9	233.1	277.6	258.7	净利润率	1.3%	2.8%	23.6%	25.7%	23.9%
净利润	31.0	67.4	1,101.3	1,311.6	1,222.6	EBITDA/营业收入	11.8%	12.2%	35.4%	37.0%	34.2%
						EBIT/营业收入	3.8%	3.9%	31.2%	33.1%	30.4%
						运营效率					
						固定资产周转天数	252	235	113	92	81
						流动资产周转天数	466	445	235	247	247
						流动营业资本周转天数	964	844	476	520	596
						应收账款周转天数	166	171	145	161	159
						存货周转天数	225	174	62	59	61
						总资产周转天数	1,437	1,283	686	697	759
						投资资本周转天数	863	813	410	394	379
						投资回报率					
						ROE	0.5%	1.2%	16.4%	17.0%	14.4%
						ROA	0.1%	0.4%	12.6%	14.6%	11.7%
						ROIC	0.5%	0.6%	23.7%	25.9%	23.1%
						费用率					
						销售费用率	5.8%	6.4%	6.0%	6.0%	6.1%
						管理费用率	15.8%	13.4%	12.0%	13.0%	14.0%
						财务费用率	2.7%	1.6%	0.2%	-0.7%	-1.0%
						三费/营业收入	24.3%	21.3%	18.2%	18.3%	19.1%
						偿债能力					
						资产负债率	33.2%	24.9%	27.7%	18.2%	21.2%
						负债权益比	49.6%	33.1%	38.2%	22.3%	26.9%
						流动比率	2.25	3.07	3.50	5.31	4.64
						速动比率	1.74	2.52	3.17	4.62	4.27
						利息保障倍数	1.41	2.45	127.86	-47.94	-31.39
						分红指标					
						DPS(元)	-	0.02	0.12	0.19	0.24
						分红比率	0.0%	56.1%	18.7%	24.9%	33.2%
						股息收益率	0.0%	0.2%	0.9%	1.5%	1.8%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	13.0	30.0	1,101.3	1,311.6	1,222.6	EPS(元)	0.02	0.04	0.64	0.76	0.71
加:折旧和摊销	195.2	208.4	197.0	197.0	197.0	BVPS(元)	3.36	3.39	3.91	4.48	4.95
资产减值准备	54.9	94.9	-	-	-	PE(X)	725.6	333.6	20.4	17.2	18.4
公允价值变动损失	22.1	5.7	-11.8	-	-	PB(X)	3.9	3.9	3.4	2.9	2.6
财务费用	124.7	71.7	11.4	-35.2	-49.6	P/FCF	-43.4	-44.0	33.0	22.9	14.0
投资损失	-138.9	-113.9	-42.0	-42.0	-42.0	P/S	9.7	9.4	4.8	4.4	4.4
少数股东损益	-18.0	-37.4	122.4	145.7	135.8	EV/EBITDA	77.8	52.3	12.9	10.9	10.9
营运资金的变动	-204.8	70.3	-487.1	-389.3	363.9	CAGR(%)	382.2%	256.4%	66.8%	382.2%	256.4%
经营活动产生现金流量	403.3	315.2	891.1	1,187.7	1,827.7	PEG	1.9	1.3	0.3	0.0	0.1
投资活动产生现金流量	145.1	211.8	68.3	42.0	42.0	ROIC/WACC	0.0	0.1	2.3	2.5	2.2
融资活动产生现金流量	-550.8	-1,183.2	-352.4	-427.3	-536.6	REP	85.7	52.9	1.7	1.4	1.7

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

王攀声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034