

方大炭素(600516)/金属非金属
属新材料

供需依然偏紧价格继续上涨

评级：增持(维持)

市场价格：19.48

分析师：笃慧

执业证书编号：S0740510120023

电话：021-20315133

Email: duhui@r.qlzq.com.cn

联系人：赖福洋

电话：021-20315128

Email: laify@r.qlzq.com.cn

联系人：邓轲

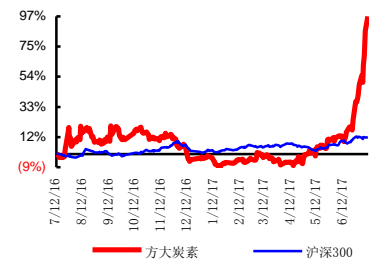
电话：021-20315223

Email: dengke@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,719
流通股本(百万股)	1,719
市价(元)	18.81
市值(百万元)	32,337
流通市值(百万元)	32,337

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 方大炭素年报点评
- 2 石墨电极价格延续上涨趋势
- 3 石墨电极回暖，盈利持续改善

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,330.41	2,395.29	6,437.90	6,576.10	6,788.51
增长率 yoy%	-32.43%	2.78%	168.77%	2.15%	3.23%
净利润	31.01	67.45	1,533.83	1,569.08	1,599.78
增长率 yoy%	-88.89%	117.48%	2174.06	2.30%	1.96%
每股收益(元)	0.02	0.04	0.89	0.91	0.93
每股现金流量	0.23	0.18	-0.33	0.93	0.94
净资产收益率	0.54%	1.16%	20.92%	17.63%	15.23%
P/E	693.46	236.02	21.83	21.34	20.93
PEG	—	2.01	0.01	9.29	10.70
P/B	3.73	2.73	4.57	3.76	3.19

备注：

投资要点

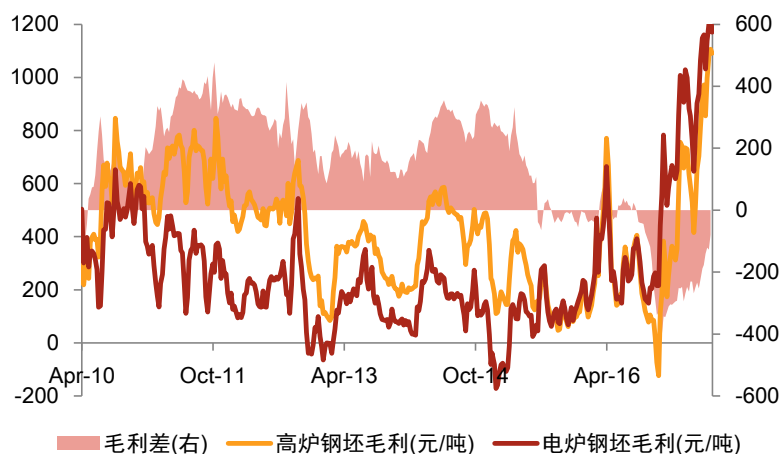
- **事件：**7月12日公司大幅上调石墨电极产品价格，其中普通功率(300-800mm)上调5000元至4.5-6.5万元/吨，高功率(300-700mm)上调5000-20000元至6.5-9.5万元/吨，超高功率(550-700mm)上调15000-35000元至9-13万元/吨；
- **价格延续暴涨趋势：**年初以来，由于供需面持续偏紧产业链顺势提价。公司目前产品价格相比于年初有了大幅上调，普通功率产品上调比例达350%-420%，高功率产品上调比例达400%-533%，超高功率产品上调比例达463%-584%；
- **电弧炉投产带来增量需求：**去年年底以来取缔中频炉事件席卷全国，今年年初政府层面明确6月底之前彻底取缔所有地条钢产能，高利润刺激下增加了电弧炉取代需求。尽管近期由于原材料端焦炭、铁矿石价格下跌，导致高炉—转炉炼钢成本出现回落，而随着废钢及石墨电极价格上涨带动电炉钢成本抬升，电炉钢成本优势有所收敛，但总体盈利性依然向好。我们预计2017年实际取代需求约为3500万吨，带来石墨电极需求增量约为10.5万吨。由于中频炉产能不在国家统计数据范围之内，因此表外这部分需求未来将被替代转化为表内需求，这也是今年以来粗钢和钢材产量增速背离的主要原因；
- **供给端偏紧尚未发生实质性变化：**在之前的报告中我们总结了供给受限的三方面原因(环保限产、生产周期、原材料供应限制)，目前来看，三者还未发生实质性变化。第一点，环保限产导致多地厂家自去年底一直处于停产或者减产状态，涉及产能20-30万吨，我们前段时间调研的情况也验证了这一情况，“2+26”环保政策对炭素行业影响很大，例如山东最大炭素企业产能利用率今年乐观估计有50%，且目前监管没有放松的迹象；第二点，石墨电极产品生产周期至少要4个月以上，叠加备货周期，短期很难放量。尽管近几个月石墨电极产量有所上升，但总体还处于合理范围内，且增长主要集中在用于电弧炉冶炼的超高功率产品；第三点，由于主要原材料针状焦受国外控制，且进入国内后主要流向了负极材料，供应限制导致国内很多公司产量不能有效释放。国内产能来看，山西宏特煤化工有限公司近期有开工计划，但目前仍处于停产状态；
- **涨价趋势确立，盈利短期持续向好：**根据生产规划公司2017年石墨电极产量预计为16万吨，其中超高功率石墨电极占比50%以上，超高功率和高功率两者合计占比约为80%。超高功率主要用于电弧炉冶炼，高功率主要用于炼钢精炼，受益于淘汰地条钢所带来的增量替代需求，从价格涨幅来看超高功率产品要超出高功率产品。短期内供需偏紧格局不会改变，涨价趋势确立，产能利用率有望维持高位；
- **投资建议：**行业供需偏紧格局带来石墨电极价格持续攀升，公司盈利显著提升。预计公司2017/18年归母净利润为15.3亿元、15.7亿元，EPS为0.89元、0.91元，对应PE分别为22倍、21倍，给予“增持”评级。
- **风险提示：**环保限产不达预期，石墨电极价格回落。

图表 1: 石墨电极行业成交价格 (元/吨)

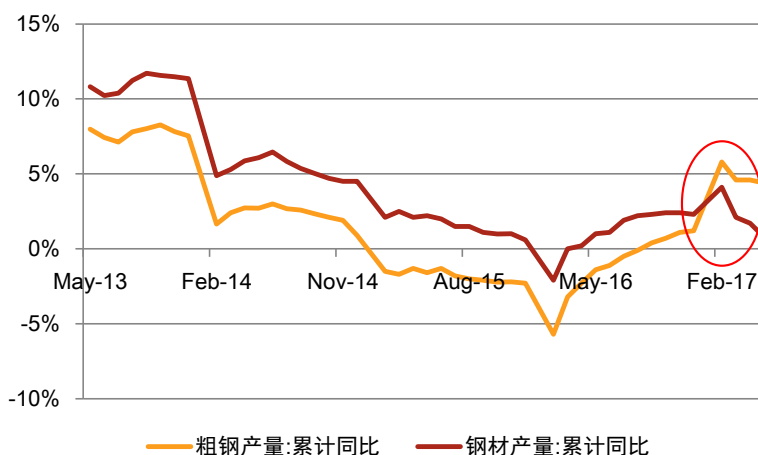
行业价格	规格	7月12日	7月11日	日调价	周涨跌幅	月涨跌幅	年初至今
普通功率	300mm	26000	26000	0	0%	46%	195%
	350mm	30000	30000	0	2%	69%	223%
	400mm	31250	31250	0	1%	69%	236%
	450mm	32500	32500	0	2%	76%	233%
	500mm	33250	33250	0	1%	68%	241%
	550mm	35500	35500	0	8%	80%	246%
	600mm	36500	36500	0	7%	70%	267%
高功率	300mm	36500	36500	0	0%	49%	276%
	350mm	39000	39000	0	0%	59%	256%
	400mm	41000	41000	0	0%	58%	240%
	450mm	43500	43500	0	0%	67%	257%
	500mm	47000	47000	0	0%	73%	285%
	550mm	50000	50000	0	3%	72%	302%
	600mm	55500	55500	0	6%	82%	339%
超高功率	300mm	57500	57500	0	10%	69%	326%
	350mm	60500	60500	0	3%	78%	317%
	400mm	63500	63500	0	5%	76%	323%
	450mm	67000	67000	0	9%	68%	332%
	500mm	70000	70000	0	11%	75%	318%
	550mm	75000	75000	0	13%	83%	329%
	600mm	80000	80000	0	14%	78%	311%

来源: 百川资讯

图表 2: 电炉炼钢成本优势有所收敛



来源: 中泰证券研究所

图表 3: 粗钢和钢材产量增速出现背离


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 4: 近期石墨电极产量有所上升, 但总体处于合理范围

	炼钢用石墨电极(吨)	普通(吨)	高功(吨)	超高(吨)
2016年1月	41550	10450	16800	14300
2016年2月	39950	9800	16400	13750
2016年3月	39100	9600	15400	14100
2016年4月	42200	10650	17050	14500
2016年5月	42900	11050	17450	14400
2016年6月	42700	10750	17450	14500
2016年7月	42720	10120	16900	15700
2016年8月	40200	9120	13300	17780
2016年9月	39700	7545	12880	19275
2016年10月	45400	10585	17240	17575
2016年11月	40700	8870	16530	15300
2016年12月	43300	9890	16660	16750
2016年合计	500420	118430	194060	187930
2017年1月	43200	10505	14710	17985
2017年2月	39200	8495	13380	17325
2017年3月	39342	8121	13836	17385
2017年4月	48870	12840	16480	19550
2017年5月	44990	10080	15640	19270
2017年6月	46040	11500	14590	19950
2017年1-6月合计	261642	61541	88636	111465

来源: 百川资讯

图表 5：国内石墨电极供需分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	
粗钢产量(万吨)	82270	80382	80836	84474	88697	
粗钢产量增速	0.90%	-2.3%	1.2%	4.5%	5.0%	
电炉炼钢部分	电炉法占粗钢比例	6.10%	6.1%	9%	11%	13%
	电炉钢产量(万吨)	5018	4903	7275	9292	11531
	中频炉替换需求(万吨)	0	0	500	3500	0
	吨钢用量(kg)	3	3	3	3	3
	电弧炉冶炼需求(万吨)	15.1	14.7	23.3	38.4	34.6
炼钢精炼部分	钢水炉外精炼比例	30%	30%	30%	30%	30%
	精炼钢量(万吨)	24681	24115	24251	25342	26609
	吨钢用量(kg)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
	精炼炉需求(万吨)	14.8	14.5	14.6	15.2	16.0
钢铁行业需求(万吨)	29.9	29.2	37.9	53.6	50.6	
钢铁行业占比	80%	80%	80%	80%	80%	
石墨电极总需求(万吨)	37.3	36.5	47.3	67.0	63.2	
石墨电极产量(万吨)	56.5	53.9	50.4	50	55	
行业产能利用率	66%	68%	94%	134%	115%	

来源：中泰证券研究所

图表 6：财务预测
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	3,449	2,330	2,395	6,438	6,576	6,789
增长率	2.24%	-32.4%	2.8%	168.8%	2.1%	3.2%
营业成本	-2,438	-1,772	-1,787	-3,548	-3,552	-3,658
% 销售收入	70.7%	76.0%	74.6%	55.1%	54.0%	53.9%
毛利	1,011	558	609	2,890	3,024	3,130
% 销售收入	29.3%	24.0%	25.4%	44.9%	46.0%	46.1%
营业税金及附加	-32	-29	-56	-112	-122	-129
% 销售收入	0.9%	1.2%	2.3%	1.7%	1.9%	1.9%
营业费用	-201	-134	-152	-390	-402	-416
% 销售收入	5.8%	5.8%	6.4%	6.1%	6.1%	6.1%
管理费用	-401	-369	-321	-896	-925	-944
% 销售收入	11.6%	15.8%	13.4%	13.9%	14.1%	13.9%
息税前利润 (EBIT)	377	27	79	1,492	1,576	1,641
% 销售收入	10.9%	1.1%	3.3%	23.2%	24.0%	24.2%
财务费用	-101	-63	-38	-60	-50	-55
% 销售收入	2.9%	2.7%	1.6%	0.9%	0.8%	0.8%
资产减值损失	-62	-55	-95	-42	-21	-11
公允价值变动收益	22	-22	-6	0	0	0
投资收益	76	139	114	116	119	117
% 税前利润	21.6%	305.3%	134.0%	7.6%	7.2%	6.8%
营业利润	311	26	55	1,506	1,624	1,692
营业利润率	9.0%	1.1%	2.3%	23.4%	24.7%	24.9%
营业外收支	40	20	30	28	27	28
税前利润	351	45	85	1,534	1,652	1,720
利润率	10.2%	2.0%	3.5%	23.8%	25.1%	25.3%
所得税	-87	-32	-55	-77	-165	-172
所得税率	24.9%	71.4%	64.7%	5.0%	10.0%	10.0%
净利润	264	13	30	1,457	1,486	1,548
少数股东损益	-16	-18	-37	-77	-83	-52
归属于母公司的净利润	279	31	67	1,534	1,569	1,600
净利率	8.1%	1.3%	2.8%	23.8%	23.9%	23.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	264	13	30	1,457	1,486	1,548
少数股东损益	0	0	0	-77	-83	-52
非现金支出	267	250	303	220	187	167
非经营收益	83	0	-56	-144	-146	-145
营运资金变动	-117	141	38	-2,094	71	50
经营活动现金净流	497	403	315	-638	1,516	1,568
资本开支	110	54	-54	-133	-152	-153
投资	-15	65	-4	0	0	0
其他	676	133	162	116	119	117
投资活动现金净流	550	145	212	249	271	270
股权筹资	0	0	0	0	0	0
债权筹资	-582	-418	-1,065	-875	-523	-352
其他	-550	-132	-121	-4	-38	0
筹资活动现金净流	-1,133	-550	-1,186	-879	-561	-352
现金净流量	-86	-2	-659	-1,267	1,226	1,486

来源：中泰证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,543	2,154	1,610	420	1,729	3,267
应收款项	1,693	1,651	1,846	2,995	2,957	2,897
存货	1,547	1,370	942	2,533	2,521	2,563
其他流动资产	692	829	829	880	882	889
流动资产	6,475	6,003	5,228	6,828	8,089	9,617
% 总资产	67.6%	66.6%	64.9%	72.8%	78.2%	83.0%
长期投资	72	61	36	36	36	36
固定资产	2,205	2,157	2,106	1,914	1,724	1,538
% 总资产	23.0%	23.9%	26.1%	20.4%	16.7%	13.3%
无形资产	703	650	536	445	345	250
非流动资产	3,108	3,013	2,828	2,545	2,254	1,974
% 总资产	32.4%	33.4%	35.1%	27.2%	21.8%	17.0%
资产总计	9,583	9,017	8,056	9,373	10,343	11,591
短期借款	1,129	1,941	912	37	37	37
应付款项	736	585	676	1,311	1,342	1,386
其他流动负债	142	144	114	252	228	235
流动负债	2,006	2,670	1,702	1,600	1,607	1,658
长期贷款	101	71	36	36	36	36
其他长期负债	1,225	15	265	265	265	265
负债	3,333	2,756	2,004	1,902	1,908	1,959
普通股股东权益	5,745	5,772	5,836	7,332	8,901	10,501
少数股东权益	273	254	216	140	57	6
负债股东权益合计	9,583	9,017	8,056	9,373	10,343	11,591

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	0.162	0.018	0.039	0.892	0.913	0.931
每股净资产(元)	3.342	3.358	3.395	4.265	5.178	6.108
每股经营现金净流(元)	0.289	0.235	0.183	-0.326	0.930	0.942
每股股利(元)	0.000	0.000	0.022	0.022	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	4.86%	0.54%	1.16%	20.92%	17.63%	15.23%
总资产收益率	2.99%	0.35%	0.84%	16.36%	14.44%	12.83%
投入资本收益率	4.96%	0.13%	0.52%	20.03%	19.55%	20.33%
增长率						
营业总收入增长率	2.24%	-32.43%	2.78%	168.77%	2.15%	3.23%
EBIT增长率	-18.68%	-92.96%	198.72%	1780.70%	5.62%	4.15%
净利润增长率	18.27%	-88.89%	117.48%	2174.06%	2.30%	1.96%
总资产增长率	-6.67%	-6.08%	-8.27%	16.35%	10.35%	12.06%
资产管理能力						
应收账款周转天数	93.0	154.4	153.6	60.0	50.0	40.0
存货周转天数	254.3	300.4	236.1	260.6	259.1	255.7
应付账款周转天数	58.3	73.8	70.2	69.4	70.4	70.0
固定资产周转天数	182.2	255.1	238.7	82.1	69.0	56.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-4.29%	-2.36%	-11.33%	-4.95%	-18.74%	-30.62%
EBIT利息保障倍数	3.7	0.4	2.1	24.9	31.5	29.8
资产负债率	35.64%	31.38%	24.87%	20.29%	17.56%	15.72%

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。