

业绩三季度环比显著增长，未来可能步入相对平稳期

公司简报

◆Q3 净利高达 16 亿元创历史新高，其中 8、9 月共 11.7 亿元。根据公司发布的公告计算，Q1-Q3 公司的销售收入分别是 6.93 亿元、11.21 亿元、34.16 亿元，归母净利润分别是 0.74 亿元、3.38 亿元、16.07 亿元。销售收入和净利润的增长绝大部分是由石墨电极涨价所致。根据此前公司公告 7 月份净利润约为 4.3 亿元，从而计算出 8、9 月合计净利润约为 11.7 亿元。

◆Q3 管理费用较 Q2 高出 6.33 亿元。我们注意到公司三季度销售费用和财务费用总体变化不太大，但管理费用由 1.17 亿元增至 7.50 亿元。如果管理费用维持平稳的话，3 季度公司的净利润将更多。

◆石墨电极行业价格逐步趋于稳定，并有望持续到取暖季结束后。以超高功率 500mm 石墨电极价格为例，年初至 7 月底累计上涨 9 倍，然后保持稳定，在近期交投有所下滑，但是考虑到 11 月 15 日取暖季开始后，开封、淄博等地的石墨电极企业有望减产 50%，进而能为石墨电极行业的盈利、价格的稳定保驾护航。

◆投资建议：根据最新的情况，我们小幅上调公司 2017-2019 年的净利润分别为 37.63 亿元、39.72 亿元，25.02 亿元，但考虑到公司的月度盈利可能就在近几个月内触顶，而对周期股的投资而言，这个可能是影响股价更重要的因素，因此我们继续维持“增持”评级。

◆风险提示：（1）石墨电极行业大量企业复产的风险；（2）采暖季限产政策执行不达预期的风险；（3）需求下滑的风险；（4）原材料价格上涨过快的风险；（5）公司治理不善的风险。

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	8,654	9,625	10,587
营业收入增长率	-32.43%	2.78%	261.31%	11.21%	10.00%
净利润（百万元）	31	67	3,763	3,972	2,502
净利润增长率	-88.89%	117.48%	5479.21%	5.56%	-37.02%
EPS（元）	0.02	0.04	2.19	2.31	1.46
ROE（归属母公司）（摊薄）	0.54%	1.16%	39.36%	29.35%	15.60%
P/E	1,552	713	13	12	19
P/B	8	8	5	4	3

增持（维持）

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

市场数据

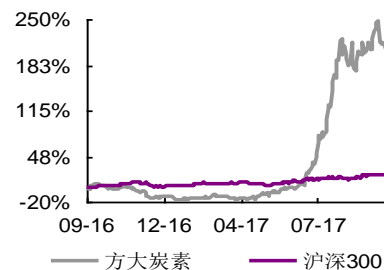
总股本(亿股)：17.89

总市值(亿元)：480.47

一年最低/最高(元)：8.37/39.20

近 3 月换手率：512.95%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-17.14	-14.37	126.55
绝对	-11.88	-5.82	146.44

相关研报

上半年业绩略超预期，捷报主要在下半年
..... 2017-07-25

股权激励授予点评：全员重激励将推动更好把握行业盛宴
..... 2017-06-27

石墨电极出厂价再次超预期大涨，看好公司的业绩弹性
..... 2017-06-02

1、Q3 净利高达 16 亿元，是上半年的 3.9 倍

公司发布三季报，2017 年 1-9 月实现营业收入 52.29 亿元，同比增长 206%，实现归母净利润 20.19 亿元，同比增长 2464%，与之前的业绩预告相近，符合预期。

2016 年，公司实现归母净利润仅 0.67 亿元，而 2017 年 Q1、Q2 分别实现归母净利润 0.74 亿元、3.38 亿元，由此推算出 Q3 实现 16.07 亿元，是上半年的 3.9 倍，对应 EPS 为 0.90 元/股。公司 2017 年 Q3 的毛利率高达 89.55%，净利率也高达 47.05%，这说明石墨电极价格的上涨绝大部分都化为了利润，公司业绩大幅受益。此前公司曾公告 7 月份净利润约为 4.3 亿元，从而计算出 8、9 月合计净利润约为 11.7 亿元。

另外，我们注意到公司三季度销售费用和财务费用总体变化不太大，但管理费用由 1.17 亿元增至 7.50 亿元，我们猜测主要是股权激励或者是奖金摊销，如果管理费用维持平稳的话，3 季度公司的净利润将更多。

表 1：方大炭素 2017 年 Q3 归母净利润高达 16 亿元

季度表	2016 年 Q1	2016 年 Q2	2016 年 Q3	2016 年 Q4	2017 年 Q1	2017 年 Q2	2017 年 Q3
主营业务收入 (亿元)	4.73	5.98	6.37	6.87	6.93	11.21	34.16
同比增长率	-25.34%	7.32%	5.23%	28.69%	46.36%	87.33%	436.11%
毛利 (亿元)	0.93	1.25	1.74	2.16	2.31	6.15	30.59
毛利率	19.72%	20.92%	27.31%	31.47%	33.28%	54.85%	89.55%
销售费用 (亿元)	0.30	0.32	0.40	0.50	0.42	0.47	0.57
财务费用 (亿元)	0.09	0.11	0.07	0.12	0.05	0.02	0.02
管理费用 (亿元)	0.85	0.87	0.78	0.71	0.83	1.17	7.50
期间费用率	26.18%	21.69%	19.58%	19.29%	18.65%	14.79%	23.70%
归母净利润 (百万元)	11.03	3.96	63.76	-11.30	73.52	338.33	1607.26
净利率	2.33%	0.66%	10.01%	-1.65%	10.61%	30.19%	47.05%
同比增长率	扭亏	-90.51%	扭亏	亏损	566.34%	8453.21%	2420.69%
扣非净利润 (百万元)	5.58	-0.21	58.25	-45.08	70.16	338.75	1606.27
期末净资产 (亿元)	60.32	60.31	60.90	60.52	61.30	64.72	86.65
资产负债率	27.98%	28.16%	26.59%	24.87%	23.57%	25.14%	25.06%
最新总股本 (亿股)	17.89	17.89	17.89	17.89	17.89	17.89	17.89
全面摊薄 EPS (元/股)	0.006	0.002	0.036	-0.006	0.041	0.189	0.898

资料来源：wind，光大证券研究所

2、石墨电极价格有所松动，四季度限产供需双降

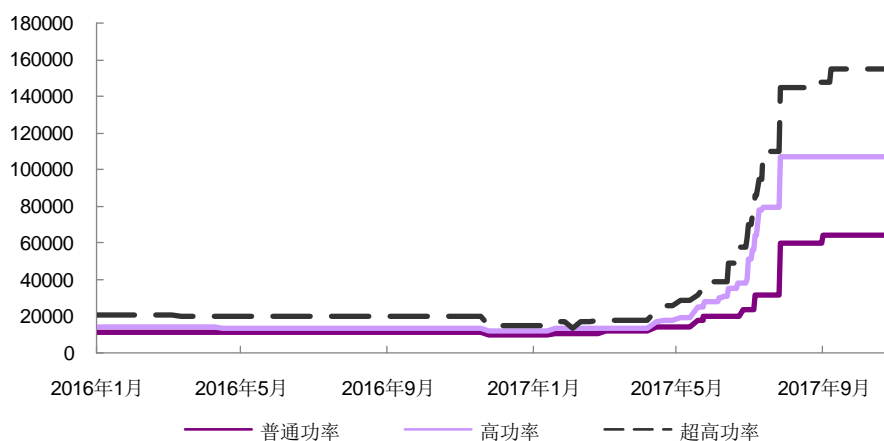
据鑫椏资讯报道，国庆假期过后，国内钢铁企业采购人员普遍反映，来自石墨电极企业的主动报价多了，虽然还是需要全部现款，但价格上已经有了松动，较最高时期有 0.5-1 万元/吨的下调。

我们追踪中华商务网 500mm 石墨电极的价格数据，截至 2017 年 10 月 27 日，普通功率的含税出厂均价稳定在 64375 元/吨，年初至今上涨 596%，高功率稳定 106667 元/吨，年初至今上涨 803%，超高功率稳定在 155000 元/吨，年初至今上涨 951%。

进入9月份国内石墨电极企业复产、增产产量不断涌入市场，而在冬季环保限产的催化下，及下游钢铁需求缩减，采购放缓。在此背景下，石墨电极企业的报价开始有所松动。

但就目前石墨电极的供应量来讲，正品超高功率石墨电极，特别是大规模超高功率石墨电极供应链增长并不明显，且库存量也极其有限。随着采暖季的到来，华北地区（包括山东）钢厂和炭素企业纷纷限产，供给和需求都将下降，我们预计石墨电极价格或将保持高位稳定，就算下调，幅度也不会太大。到明年3月石墨电极市场随着钢铁复产产能的投产，石墨电极下游需求有望增加，市场或出现波动。

图 1：目前石墨电极价格维持高位稳定（元/吨）



资料来源：中华商务网，光大证券研究所

3、原料针状焦价格持续上调

受供求关系影响，超高功率（主要用在电炉钢）的核心原材料针状焦也进入有价无市的局面，价格连续上调，9月份锦州石化报价37000元/吨，山西宏特40000元/吨，宝钢化工35000元/吨。针状焦价格持续上涨预计会影响部分石墨电极企业的产量，但是对于方大炭素而言：（1）6万吨产能的针状焦项目（若全达产，将满足所需50%）在今年6月份逐步投产；（2）公司是全国最大的针状焦进口商，量能够保证。

表 2：针状焦价格连续大幅上调

针状焦（元/吨）	油系-锦州石化	煤系-鞍山开炭	煤系-山西宏特	煤系-宝钢化工
2017年1月	4000	5700	停产	4000
2017年2月	4300	5700	停产	5000
2017年3月	4300	5700	停产	5000
2017年4月	4300	6700	停产	5000
2017年5月	6000	8500	6000	6000
2017年6月	15000	10000	9000	9000
2017年7月	28000	暂不报价	25000	16500
2017年8月	42000	暂不报价	40000	25000
2017年9月	37000	暂不报价	40000	35000

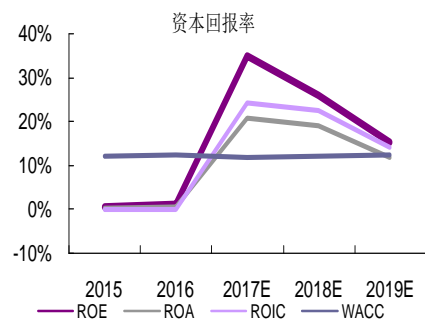
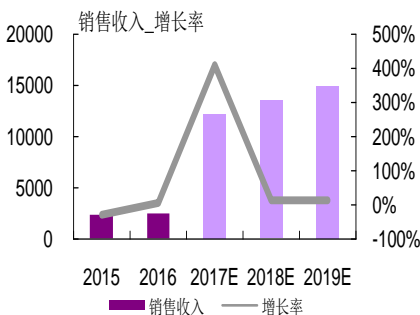
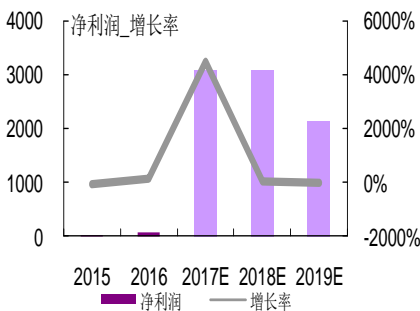
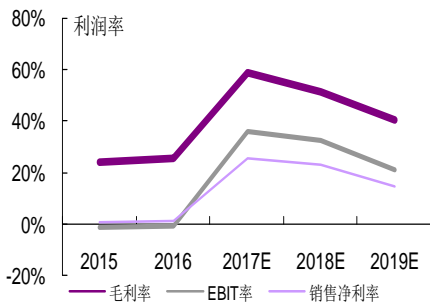
资料来源：中华商务网，光大证券研究所

4、投资建议

继续推荐业绩弹性逐渐显现的石墨电极龙头方大炭素。根据最新的情况，公司2017年1-9归母净利润为20.16亿元，其中8、9月均归母净利润高达5.89亿元，考虑到取暖季环保限产之后，石墨电极供给仍将趋紧，进而能为石墨电极行业的盈利、价格的稳定保驾护航。我们小幅上调公司2017-2019年的净利润分别为37.63亿元、39.72亿元、25.02亿元（原为30.79亿元、30.97亿元、21.47亿元），但考虑到公司的月度盈利可能就在近几个月内触顶，而对周期股的投资而言，这个可能是影响股价更重要的因素，因此我们继续维持“增持”评级。

5、风险提示

(1) 近期海外石墨电极巨头复产以及国内其他企业复产使得供给宽松的风险；(2) 采暖季限产政策执行不达预期的风险；(3) 电炉钢产量下降使得石墨电极下游需求减少的风险；(4) 石墨电极生产周期较长，随着针状焦等原材料价格持续上涨，原有低价原材料的将逐步消耗，公司产品原材料成本会上升，公司现有盈利水平能否维持存在不确定性；(5) 公司治理不善，石墨电极产品质量出现问题的风险。



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,330	2,395	8,654	9,625	10,587
营业成本	1,772	1,787	1,367	2,266	4,875
折旧和摊销	195	208	183	190	194
营业税费	29	56	216	241	265
销售费用	134	152	216	241	265
管理费用	369	321	1,385	1,444	1,588
财务费用	63	38	25	-19	-55
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	5,202	5,414	3,610
利润总额	45	85	5,211	5,423	3,619
少数股东损益	-18	-37	10	10	10
归属母公司净利润	31.01	67.45	3,763.12	3,972.19	2,501.81

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	9,017	8,056	10,952	15,072	18,215
流动资产	6,003	5,228	8,298	12,597	15,925
货币资金	2,154	1,610	6,491	10,448	12,440
交易型金融资产	0	23	23	23	23
应收帐款	1,037	978	3,107	3,455	3,801
应收票据	483	744	1,731	1,925	2,117
其他应收款	131	124	449	499	549
存货	1,370	942	711	1,206	2,642
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	1,165	1,302	1,934
无息负债	978	1,056	976	1,209	1,831
有息负债	2,012	948	189	93	103
股东权益	6,026	6,052	9,788	13,770	16,282
股本	1,719	1,719	1,719	1,719	1,719
公积金	1,929	1,930	2,306	2,531	2,531
未分配利润	2,108	2,175	5,524	9,271	11,773
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	5,713	4,044	1,937
净利润	31	67	3,763	3,972	2,502
折旧摊销	195	208	183	190	194
净营运资金增加	-629	-267	2,951	836	1,436
其他	806	306	-1,185	-954	-2,195
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	-822	-77	65
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-418	-1,065	-759	-96	10
无息负债变化	-156	77	-80	233	622
净现金流	-2	-659	4,880	3,958	1,992

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%	261.31%	11.21%	10.00%
净利润增长率	-88.89%	117.48%	5479.21%	5.56%	-37.02%
EBITDA 增长率	-67.91%	15.51%	2706.07%	3.20%	-32.86%
EBIT 增长率	-108.99%	-44.93%	-33614.07%	3.19%	-34.10%
估值指标					
PE	1,552	713	13	12	19
PB	8	8	5	4	3
EV/EBITDA	299	256	9	8	12
EV/EBIT	-1,762	-3,168	9	8	12
EV/NOPLAT	-6,166	-8,965	13	11	18
EV/Sales	21	21	6	5	4
EV/IC	7	7	5	4	4
盈利能力 (%)					
毛利率	23.96%	25.40%	84.21%	76.46%	53.95%
EBITDA 率	7.16%	8.05%	62.52%	58.02%	35.41%
EBIT 率	-1.22%	-0.65%	60.40%	56.05%	33.58%
税前净利润率	1.95%	3.55%	60.22%	56.35%	34.19%
税后净利润率 (归属母公司)	1.33%	2.82%	43.48%	41.27%	23.63%
ROA	0.14%	0.37%	34.45%	26.42%	13.79%
ROE (归属母公司) (摊薄)	0.54%	1.16%	39.36%	29.35%	15.60%
经营性 ROIC	-0.11%	-0.08%	38.16%	37.46%	20.86%
偿债能力					
流动比率	2.25	3.07	9.59	12.69	9.86
速动比率	1.74	2.52	8.77	11.47	8.23
归属母公司权益/有息债务	2.87	6.16	50.70	145.97	156.12
有形资产/有息债务	4.14	7.89	55.13	156.83	172.40
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.02	0.04	2.19	2.31	1.46
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	3.32	2.35	1.13
每股自由现金流(FCFF)	0.48	0.36	0.73	1.95	0.73
每股净资产	3.36	3.39	5.56	7.87	9.33
每股销售收入	1.36	1.39	5.03	5.60	6.16

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

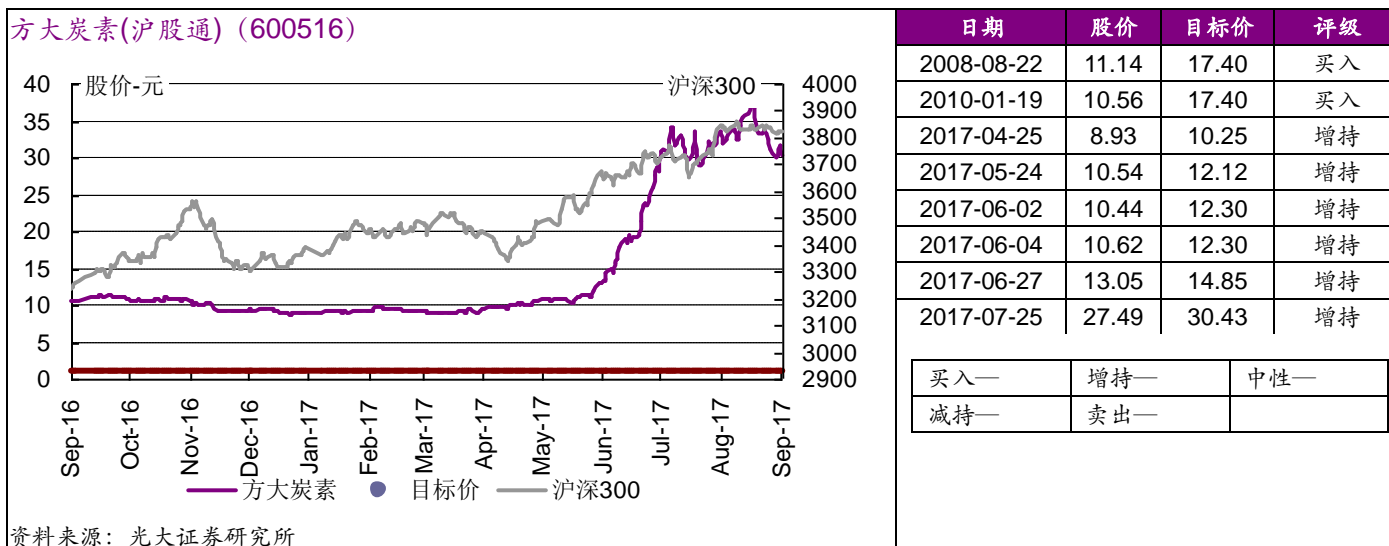
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

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。

杨华，复旦大学经济学硕士，2015 年加入光大证券，负责钢铁行业研究。5 年以上钢铁行业研究经验，曾就任上海钢联（300226，SZ）研究中心主任助理、咨询部副主任等职，对钢铁产业链有深入研究；期间负责工信部、商务部等政府部门专项课题，在钢铁领域有较为丰富的人脉。

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@ebsecn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebsecn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhouji@ebsecn.com
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebsecn.com
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebsecn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com
	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebsecn.com
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebsecn.com
王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebsecn.com	
安玲娟	021-22169479	15821276905	anlx@ebsecn.com	
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
	关明雨	010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.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	lixia1@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
	吴冕		18682306302	wumian@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