

一季度业绩创历史新高，环比增长符合预期

——方大炭素(600516.SH) 2018年一季度报点评

公司简报

◆**一季度归母净利19亿元，创历史新高。**2018年Q1，公司实现营业收入35.22亿元，同比增408%，归母净利润18.94亿元，同比增2477%，创历史新高。2017Q1-2018Q1各季度石墨电极加权均价分别为1.5、3.5、11.0、9.7、12.4万元/吨，归母净利润分别为0.74、3.38、16.07、16.01、18.94亿元，2018年Q1业绩环比增长符合预期。

◆**毛利率环比提升3.3个百分点，经营稳健负债率低。**2018年Q1公司毛利率高达83.14%，环比提升3.3个百分点，主要是由于石墨电极价格自年初以来已恢复至去年高点，且一直保持稳定，而主要原料针状焦价格在去年下跌后只有小幅上涨。公司经营现金流净额6.87亿元，经营状况依然稳健，资产负债率随着盈利的提升已降至22%。

◆**拟与宝钢化工合作扩产，巩固石墨电极龙头地位。**公司与宝钢化工拟在兰州投资建设10万吨/年超高功率石墨电极生产线，项目总投资额27亿元，分2期实施，建设周期2年左右。公司目前石墨电极总产能16万吨，虽然该项目短期内对经营业绩不会产生重大影响，但长期来看随着产能的扩张，公司的龙头地位得到巩固，也相应对公司盈利产生影响。

◆**高盈利中长期将回归均值，但中短期内仍有望稳定。**石墨电极价格从2017年年初以来大幅上涨，高盈利水平已维持近一年，按照商品正常发展的角度，高盈利状态回归均值是趋势，预计未来石墨电极产量和电炉钢产量都将有一定增长，行业整体供需格局将逐渐恢复平衡。中短期内，石墨电极生产工艺难、周期长的特性使得其盈利水平仍然有望保持稳定。

◆**投资建议：维持“增持”评级。**公司2018年一季度业绩靓丽，我们判断石墨电极行业中长期高盈利水平将回归中值，但中短期内仍然能保持较高的盈利水平，所以上调2018-2019年的盈利预测，预计归母净利润分别为58.4亿元、50.1亿元（前值为45.64亿元、39.49亿元），新增2020年的归母净利润为44.6亿元，对应2018-2020年的EPS分别为3.26元/股、2.80元/股、2.49元/股，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) 电炉钢企业开工率下降的风险；3) 原材料价格上涨过快的风险；4) 公司治理不善的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,395	8,350	10,917	10,450	10,202
营业收入增长率	2.78%	248.62%	30.74%	-4.28%	-2.37%
净利润(百万元)	67	3,620	5,840	5,010	4,460
净利润增长率	117.48%	5267.65%	61.31%	-14.21%	-10.99%
EPS(元)	0.04	2.02	3.26	2.80	2.49
ROE(归属母公司)(摊薄)	1.16%	37.31%	47.98%	40.08%	34.16%
P/E	686.1	12.8	7.9	9.2	10.4
P/B	7.9	4.8	3.8	3.7	3.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2018年04月27日

增持(维持)

分析师

王招华 (执业证书编号：S0930515050001)
021-22167202
wangzh@ebsec.com

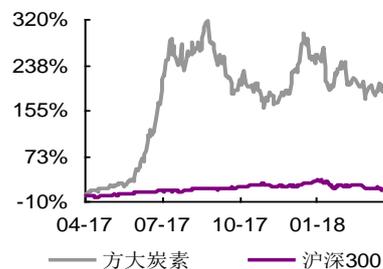
联系人

沈继富
021-22169174
shenjif@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)：17.89
总市值(亿元)：462.76
一年最低/最高(元)：9.10/39.20
近3月换手率：218.90%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	6.20	-1.26	169.97
绝对	3.03	-15.51	179.01

资料来源：Wind

相关研报

四季度业绩符合预期，2018年业绩有望继续增长

.....2018-01-30
业绩三季度环比显著增长，未来可能步入相对平稳期

.....2017-10-29
上半年业绩略超预期，捷报主要在下半年

.....2017-07-25

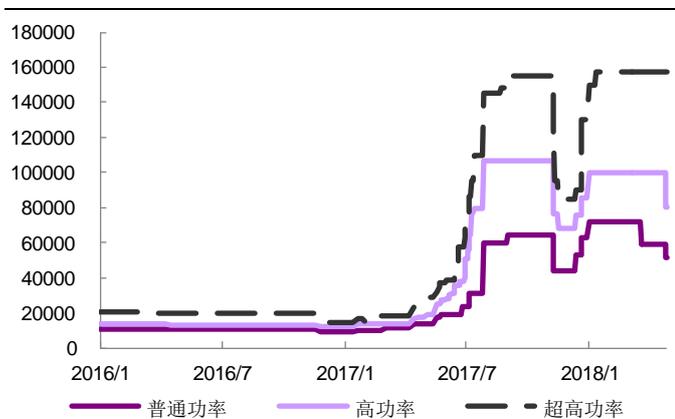
附录

表 1：方大炭素季度财务数据表

项目	2017 年 Q1	2017 年 Q2	2017 年 Q3	2017 年 Q4	2018Q1
营业收入 (亿元)	6.93	11.21	34.16	31.21	35.22
同比	46.36%	87.33%	436.11%	354.60%	408.40%
毛利 (亿元)	2.31	6.15	30.59	24.91	29.28
毛利率	33.28%	54.85%	89.55%	79.81%	83.14%
销售费用 (亿元)	0.42	0.47	0.57	0.47	0.42
财务费用 (亿元)	0.05	0.02	0.02	0.33	0.13
管理费用 (亿元)	0.83	1.17	7.50	1.70	4.15
期间费用率	18.65%	14.79%	23.70%	8.00%	13.35%
归母净利润 (亿元)	0.74	3.38	16.07	16.01	18.94
同比	566%	8453%	2421%	扭亏	2477%
净利率	10.46%	24.72%	42.39%	47.57%	53.78%
扣非归母净利润 (亿元)	0.70	3.39	16.06	14.81	18.95
经营性现金流净额 (亿元)	1.20	6.32	10.42	16.66	6.87
短期借款	7.75	8.79	6.53	8.07	7.49
资产负债率	23.57%	25.14%	25.06%	26.94%	22.00%

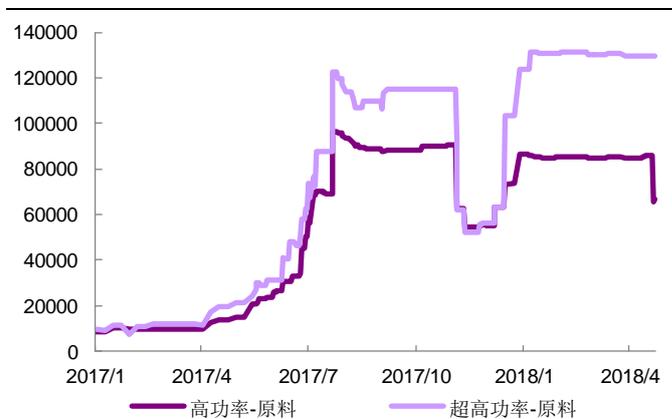
资料来源：wind，光大证券研究所

图 1：石墨电极价格走势 (元/吨)



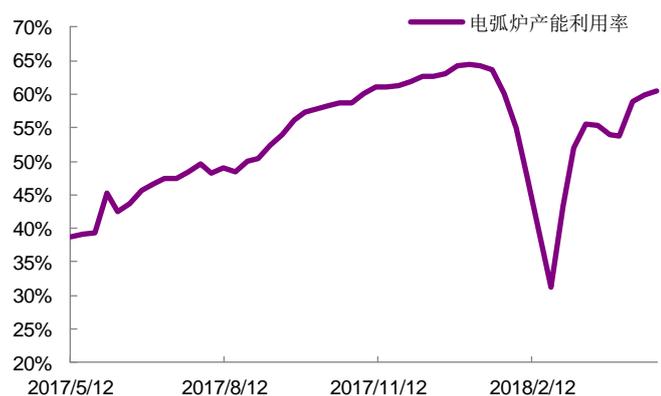
资料来源：中华商务网，光大证券研究所

图 2：石墨电极与原料价差走势 (元/吨)



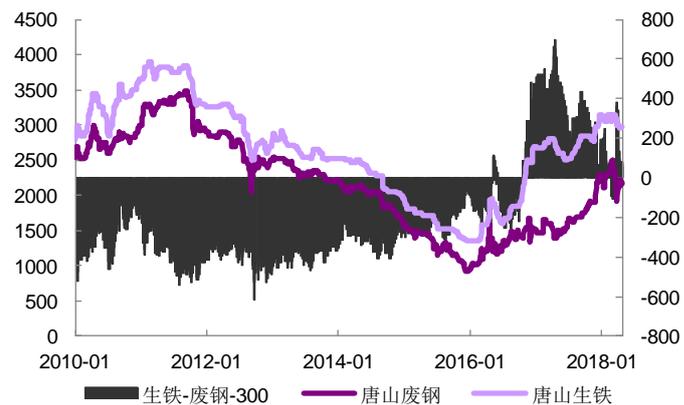
资料来源：中华商务网，光大证券研究所

图 3：电弧炉产能利用率

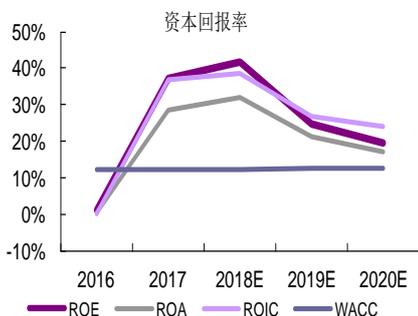
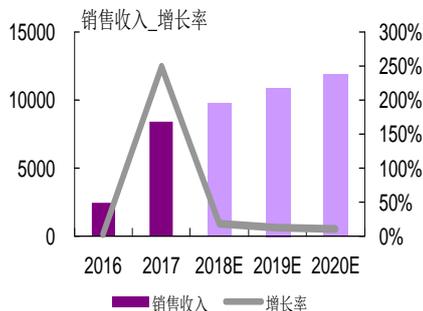
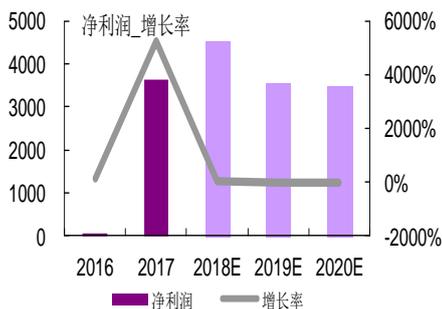
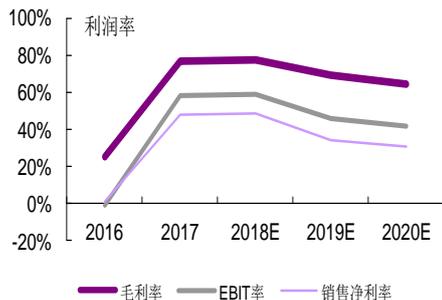


资料来源：Mysteel，光大证券研究所

图 4：生铁与废钢价差情况 (元/吨)



资料来源：wind，光大证券研究所



利润表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,395	8,350	10,917	10,450	10,202
营业成本	1,787	1,955	1,914	2,436	2,921
折旧和摊销	208	205	187	191	194
营业税费	56	166	218	209	204
销售费用	152	193	273	261	255
管理费用	321	1,120	1,419	1,359	1,326
财务费用	38	41	43	22	-6
公允价值变动损益	-6	-43	0	0	0
投资收益	114	9	100	100	100
营业利润	55	4,827	7,097	6,268	5,605
利润总额	85	4,830	7,106	6,278	5,614
少数股东损益	-37	352	200	200	200
归属母公司净利润	67	3,620	5,840	5,010	4,460

资产负债表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总资产	8,056	13,953	15,819	15,544	16,434
流动资产	5,228	10,988	13,030	12,936	14,010
货币资金	1,610	1,617	2,729	2,613	3,513
交易型金融资产	23	316	316	316	316
应收帐款	978	792	1,527	1,462	1,427
应收票据	744	3,102	2,183	2,090	2,040
其他应收款	124	87	113	109	106
存货	942	1,406	1,376	1,754	2,104
可供出售投资	36	29	29	29	29
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	285	285	285	285
固定资产	1,552	1,619	1,556	1,465	1,353
无形资产	523	480	456	433	411
总负债	2,004	3,759	2,956	2,151	2,289
无息负债	1,056	2,915	1,961	2,091	2,221
有息负债	948	844	995	60	68
股东权益	6,052	10,194	12,863	13,393	14,145
股本	1,719	1,789	1,789	1,789	1,789
公积金	1,930	2,720	2,795	2,645	2,645
未分配利润	2,175	5,497	7,563	8,043	8,595
少数股东权益	216	491	691	891	1,091

现金流量表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	315	3,459	4,287	5,430	4,704
净利润	67	3,620	5,840	5,010	4,460
折旧摊销	208	205	187	191	194
净营运资金增加	-299	5,182	2,515	-224	-19
其他	339	-5,548	-4,255	453	70
投资活动产生现金流	212	-3,400	90	90	90
净资本支出	54	19	-10	-10	-10
长期投资变化	0	285	0	0	0
其他资产变化	158	-3,704	100	100	100
融资活动现金流	-1,183	79	-3,264	-5,637	-3,894
股本变化	0	70	0	0	0
债务净变化	-1,065	-103	150	-935	8
无息负债变化	77	1,859	-954	130	130
净现金流	-659	121	1,113	-117	900

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	2.78%	248.62%	30.74%	-4.28%	-2.37%
净利润增长率	117.48%	5267.65%	61.31%	-14.21%	-10.99%
EBITDA 增长率	15.51%	2536.28%	42.16%	-11.70%	-10.79%
EBIT 增长率	-44.93%	-31378.28%	44.30%	-12.07%	-11.17%
估值指标					
PE	686	13	8	9	10
PB	8	5	4	4	4
EV/EBITDA	231	9	7	7	8
EV/EBIT	-2,857	10	7	8	8
EV/NOPLAT	-8,086	12	8	9	10
EV/Sales	19	6	4	4	4
EV/IC	8	4	4	4	4
盈利能力 (%)					
毛利率	25.40%	76.59%	82.47%	76.69%	71.37%
EBITDA 率	8.05%	60.87%	66.19%	61.06%	55.79%
EBIT 率	-0.65%	58.42%	64.48%	59.24%	53.89%
税前净利润率	3.55%	57.85%	65.09%	60.07%	55.03%
税后净利润率 (归属母公司)	2.82%	43.36%	53.49%	47.95%	43.71%
ROA	0.37%	28.47%	38.18%	33.52%	28.35%
ROE (归属母公司) (摊薄)	1.16%	37.31%	47.98%	40.08%	34.16%
经营性 ROIC	-0.09%	36.88%	45.24%	40.07%	36.16%
偿债能力					
流动比率	3.07	3.23	5.01	7.25	7.33
速动比率	2.52	2.82	4.49	6.27	6.23
归属母公司权益/有息债务	6.16	11.49	12.24	208.96	192.79
有形资产/有息债务	7.89	15.86	15.37	251.25	235.46
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.04	2.02	3.26	2.80	2.49
每股红利	0.02	1.90	2.53	2.18	1.95
每股经营现金流	0.18	1.93	2.40	3.04	2.63
每股自由现金流(FCFF)	0.36	-0.51	2.07	3.10	2.66
每股净资产	3.26	5.42	6.80	6.99	7.30
每股销售收入	1.34	4.67	6.10	5.84	5.70

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
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。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。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。

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。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 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且不予通知。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做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。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、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议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, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

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。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

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

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@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	
	李晓琳		13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com	
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com	
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com	
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
	高菲	010-58452023	18611138411	gaofei@ebscn.com	
	深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@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	
陈婕		0755-25310400	13823320604	szchenjie@ebscn.com	
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com	
	梁超		15158266108	liangc@ebscn.com	
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com	
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com	
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com	
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com	
	金融同业与战略客户	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
		丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
		徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	私募业务部	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
赵纪青		021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
谭锦		021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com	
曲奇瑶		021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com	
王舒		021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com	
安玲娴		021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com	
戚德文		021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
吴冕			18682306302	wumian@ebscn.com	
吕程		021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com	
李经夏		021-22167371	15221010698	lijxia@ebscn.com	
高霆	021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com		
左贺元	021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com		
任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com		
俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com		