

Q1 石墨电极价格下滑拖累公司业绩

——方大炭素(600516.SH) 2018 年报及 2019 年一季报点评

公司简报

◆公司 2018 年业绩创历史最佳，多项财务指标靓丽。

公司 2018 年归母净利润 55.93 亿元，创历史最佳，同比增长 54%；经营净现金流 57.14 亿元，创历史新高，同比增长 65.2%；ROE 为 50.1%，ROIC 为 57.14%，资产负债率下降至 16.02%，公司多项财务指标靓丽。

◆公司 2018 年炭素制品销售均价和吨毛利均显著增长。

2018 年公司炭素制品产量 18 万吨，同比增长 1.4%；销售均价高达 63222 元/吨，同比增长 44%；吨毛利为 48611 元/吨，同比增长 35%。

◆公司 2018 年拟每 10 股转增 4.9 股，不分红。

公司 2018 年报披露，为满足公司生产经营和项目建设的资金需求，保证公司发展及股东的长远利益，公司以资本公积每 10 股转增 4.9 股，不分红，不送红股。

◆市场石墨电极价格下跌，公司 2019Q1 业绩创近七个季度的新低。

公司 2019Q1 归母净利润 7.13 亿元，同比下降 62.36%，环比下降 33.23%，是 2017Q3 以来近七个季度新低，主要因为 Q1 市场石墨电极均价同比下降 53%，环比下降 17%。公司 2019Q1 单季度 ROE 为 5%。

◆炭素行业景气度下滑，调降至“中性”评级。

公司 2019Q1 业绩下滑，未来石墨电极价格受供给复苏影响可能震荡下行，我们下调公司 2019-2020 年、新增 2021 年盈利预测，预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.77 元、1.57 元、1.37 元。鉴于炭素行业景气度下滑，公司盈利和分红均有所降低，我们调降公司评级至“中性”评级。

◆风险提示

石墨电极复产风险；电炉钢开工率下风险；原材料价格上涨过快风险；公司治理不善风险等。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,350	11,651	8,815	8,459	8,103
营业收入增长率	248.62%	39.52%	-24.34%	-4.04%	-4.21%
净利润(百万元)	3,620	5,593	3,203	2,830	2,474
净利润增长率	5267.65%	54.48%	-42.73%	-11.65%	-12.56%
EPS(元)	2.00	3.09	1.77	1.57	1.37
ROE(归属母公司)(摊薄)	37.31%	44.30%	20.11%	15.09%	11.65%
P/E	10	7	12	13	15
P/B	3.9	3.0	2.4	2.0	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 4 月 30 日

中性(调降)

分析师

王凯 (执业证书编号：S0930518010004)
021-52523812
wangk@ebsecn.com

王招华 (执业证书编号：S0930515050001)
021-52523811
wangzh@ebsecn.com

市场数据

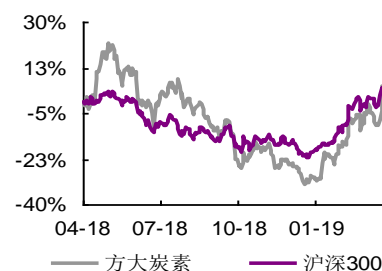
总股本(亿股)：18.07

总市值(亿元)：379.19

一年最低/最高(元)：16.24/31.88

近 3 月换手率：243.19%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-8.18	-12.34	-17.66
绝对	-7.13	10.18	-13.50

资料来源：Wind

相关研报

全年业绩再创新高，高分红预期值得关注——方大炭素(600516.SH) 2018 年业绩预告点评

.....2019-01-22

1、公司 2018 年业绩创历史最佳，不分红

方大炭素发布 2018 年报，公司 2018 年实现营业收入 117 亿元，同比增长 40%；归母净利润 55.93 亿元，创历史最佳，同比增长 54%。

公司 2018 年多项财务指标表现靓丽：实现毛利 87.5 亿元，同比增长 36.8%；期间费用率 10.19%，同比减少 6 个百分点；经营净现金流 57.14 亿元，创历史新高，同比增长 65.2%。

公司 2018 年 ROE 为 50.1%，ROIC 为 57.14%，均创历史新高，公司属于高回报率的上市公司；公司 2018 年末资产负债率为 16.02%，同比下降 10.92 个百分点。

公司 2018 年报披露，为满足公司生产经营和项目建设的资金需求，保证公司发展及股东的长远利益，公司 2018 年度利润分配预案为，以资本公积向全体股东每 10 股转增 4.9 股，不分红，不送红股。

表 1：方大炭素年度财务数据

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入 (亿元)	34	34	23	24	84	117
同比		2%	-32%	3%	249%	40%
营业成本 (亿元)	23	24	18	18	20	29
毛利 (亿元)	10.64	10.11	5.58	6.09	63.95	87.50
毛利率	31.53%	29.30%	23.96%	25.40%	76.59%	75.10%
销售费用 (亿元)	1.77	2.01	1.34	1.52	1.93	1.85
财务费用 (亿元)	1.48	1.01	0.63	0.38	0.41	-0.51
管理费用 (亿元)	3.96	4.01	3.69	3.21	11.20	10.54
期间费用率	21.40%	20.39%	24.27%	21.33%	16.22%	10.19%
利润总额 (亿元)	3.40	3.51	0.45	0.85	48.30	72.88
所得税率	31.11%	24.91%	71.42%	64.66%	17.77%	17.83%
归母净利润 (亿元)	2.36	2.79	0.31	0.67	36.20	55.93
同比增长		18.27%	-89%	117%	5268%	54%
净利润率	7.00%	8.09%	1.33%	2.82%	43.36%	48.00%
扣非归母净利 (亿元)	2.44	2.29	-0.76	0.19	34.96	55.26
经营净现金流 (亿元)	6.09	4.97	4.03	3.15	34.59	57.14
ROE	4.89%	4.95%	0.54%	1.16%	46.60%	50.10%
ROIC	4.15%	3.89%	0.40%	0.60%	44.16%	47.17%
折旧 (亿元)	1.39	1.56	1.49	1.61	1.52	1.63
存货 (亿元)	18.50	15.47	13.70	9.42	14.06	21.87
存货周转次数	1.25	1.44	1.21	1.55	1.67	1.61
员工总数 (人)	5605	5628	5096	4704	4645	4735
资产负债率	43.15%	37.20%	33.17%	24.87%	26.94%	16.02%

资料来源：公司财报、光大证券研究所

2、公司 2018 年炭素制品均价同比增长 44%，吨毛利同比增长 35%

公司业绩显著提升，主要得益于石墨电极价格的显著提升。

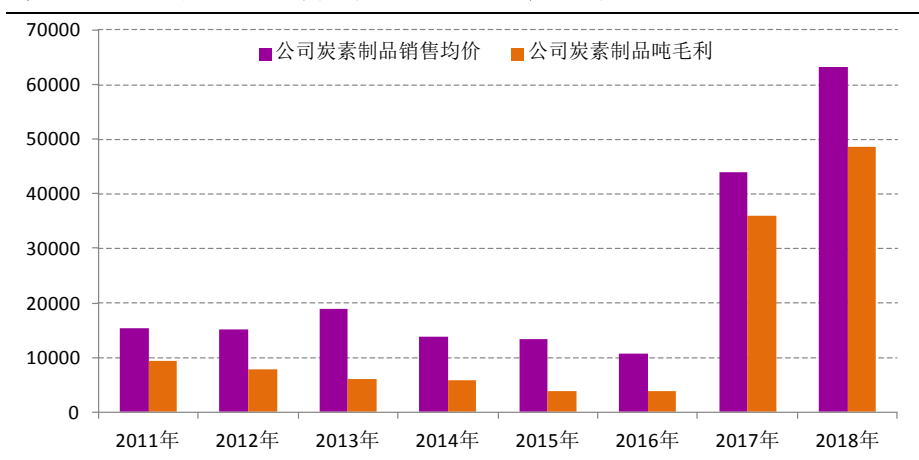
2018 年，公司炭素制品产量 18 万吨，同比增长 1.4%；

公司炭素制品的销售均价高达 63222 元/吨，同比增长 44%；

吨毛利为 48611 元/吨，同比增长 35%；

毛利率为 75.7%，同比下降 3.1pct，表明石墨电极价格上涨的同时，成本亦在增长。

图 1：公司炭素制品的销售均价和吨毛利（元/吨）



资料来源：公司财报、光大证券研究所

3、石墨电极价下行，公司 2019Q1 业绩创近七个季度的新低

公司 2019Q1 实现营业收入 18.01 亿元，同比下降 48.85%，环比下降 27.24%；实现归母净利润 7.13 亿元，同比下降 62.36%，环比下降 33.23%。

公司 2019Q1 营收与归母净利润均是 2017Q3 以来近七个季度新低。

公司 2019Q1 业绩显著下滑，主要是因为石墨电极价格呈现下跌趋势。2019Q1 市场石墨电极均价为 50787 元/吨，同比下降 53%，环比下降 17%。展望未来，由于石墨电极产能逐步释放，供给呈现增长态势，预计石墨电极价格整体将呈现震荡下行的趋势。

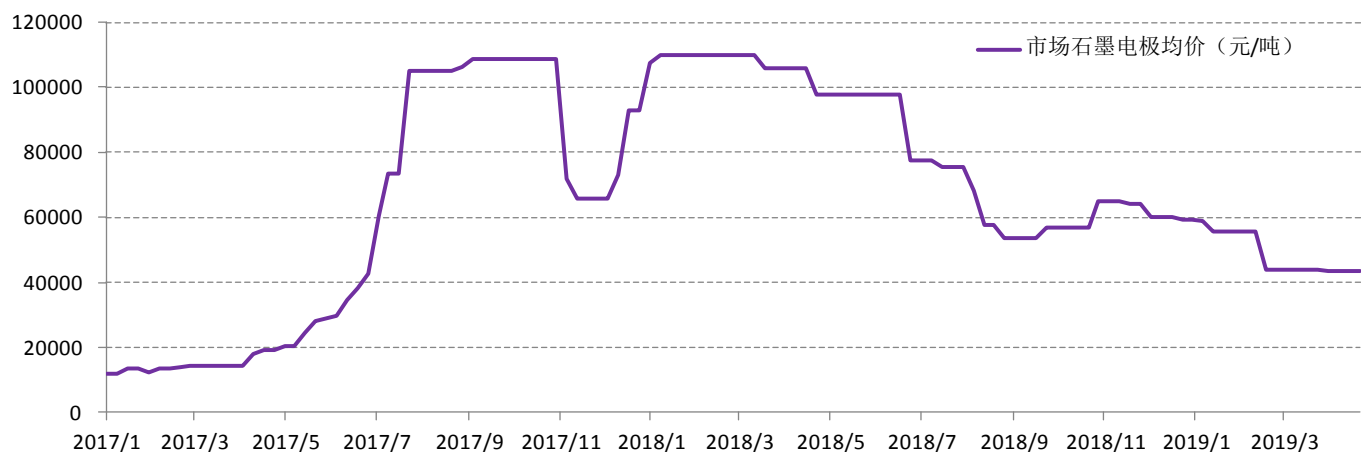
公司 2019Q1 期间费用率为 10.71%，同比下降 3.8 个百分点；经营净现金流 20.36 亿元，同比增长 196%；单季度 ROE 为 5%，回报率仍属于较高水平；资产负债率 17.14%，维持较低水平。

表 2：方大炭素单季度财务数据

	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
营业收入 (亿元)	34.16	31.21	35.22	25.61	30.93	24.75	18.01
同比增长	436.11%	354.60%	408.40%	128.50%	-9.45%	-20.70%	-48.86%
营业成本 (亿元)	3.57	6.30	5.94	5.58	9.69	7.80	8.59
毛利 (亿元)	30.59	24.91	29.28	20.03	21.24	16.95	9.42
毛利率	89.55%	79.81%	83.14%	78.20%	68.68%	68.47%	52.31%
销售费用 (亿元)	0.57	0.47	0.42	0.38	0.57	0.47	0.54
管理费用 (亿元)	7.50	1.70	4.15	2.29	2.75	1.45	1.48
财务费用 (亿元)	0.02	0.33	0.13	-0.40	-0.02	-0.21	-0.09
期间费用率	23.70%	8.00%	13.35%	8.87%	10.67%	6.89%	10.71%
利润总额 (亿元)	21.16	21.87	24.32	16.83	17.49	14.23	8.63
所得税率	16.45%	19.74%	16.57%	19.37%	16.94%	19.27%	14.22%
归母净利润 (亿元)	16.07	16.01	18.94	12.72	13.58	10.68	7.13
净利率	47.05%	51.30%	53.79%	49.68%	43.91%	43.15%	39.60%
环比增长	375.05%	-0.37%	18.31%	-32.85%	6.77%	-21.36%	-33.23%
扣非归母净利 (亿元)	16.06	14.81	18.95	12.68	14.41	9.22	6.57
经营净现金流 (亿元)	10.42	16.66	6.87	16.73	23.61	9.94	20.36
存货 (亿元)	11.74	14.06	17.06	19.27	18.42	21.87	21.73
期末净资产 (亿元)	86.65	101.94	123.23	105.14	120.65	135.13	143.10
单季度 ROE	18.55%	15.71%	15.37%	12.10%	11.26%	7.90%	4.98%
资产负债率	25.06%	26.94%	22.00%	21.16%	19.86%	16.02%	17.14%

资料来源：公司财报、光大证券研究所

图 2：2019Q1 市场石墨电极价格显著下降



资料来源：中华商务网、光大证券研究所

4、炭素行业景气度下滑，调降至“中性”评级

公司 2018 年业绩创历史最佳，但由于石墨电极价格下行，公司 2019Q1 业绩创近七个季度以来的新低。

鉴于公司 2019Q1 业绩大幅下滑，以及我们预计未来石墨电极价格或震荡下行，我们下调公司 2019-2020 年盈利预测，增加 2021 年盈利预测，预

计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 32.03 亿元、28.30 亿元、24.74 亿元，对应 2018-2020 年的 EPS 分别为 1.77 元、1.57 元、1.37 元。

鉴于炭素行业景气度下滑，公司盈利和分红均有所降低，我们调降公司评级至“中性”评级。

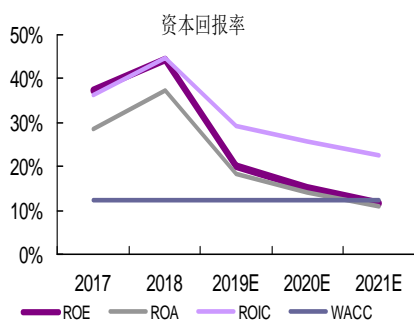
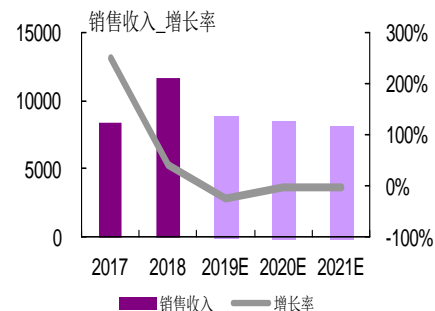
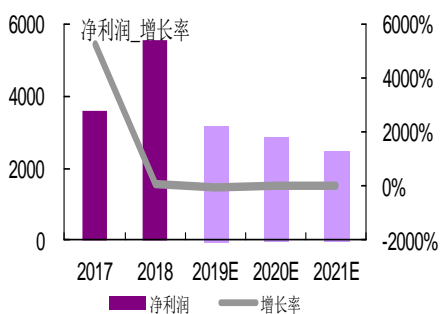
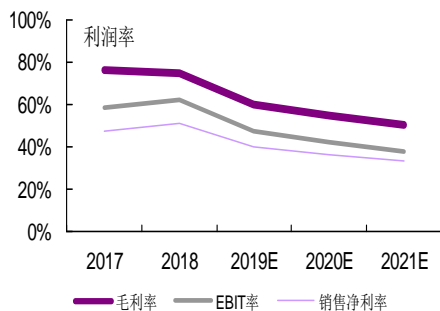
5、风险提示：

(1) 石墨电极行业可能会有大量企业复产，使石墨电极产供给量增加，拖累价格水平；

(2) 电炉钢企业开工率可能会下降，减少石墨电极需求量，影响石墨电极价格；

(3) 针状焦等原材料价格可能会快速上涨，影响石墨电极利润水平；

(4) 公司治理不善的风险等。



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	8,350	11,651	8,815	8,459	8,103
营业成本	1,955	2,901	3,556	3,821	4,049
折旧和摊销	205	229	184	189	193
营业税费	166	198	150	144	138
销售费用	193	185	140	134	129
管理费用	1,120	1,054	797	765	733
财务费用	41	-51	-18	-92	-139
公允价值变动损益	-43	-38	0	0	0
投资收益	9	59	50	50	50
营业利润	4,827	7,331	4,254	3,739	3,245
利润总额	4,830	7,288	4,264	3,748	3,255
少数股东损益	352	395	300	250	200
归属母公司净利润	3,620	5,593	3,203	2,830	2,474

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	13,953	16,091	19,042	22,178	24,901
流动资产	10,988	12,854	15,985	19,301	22,206
货币资金	1,617	3,150	6,887	10,133	12,998
交易型金融资产	316	307	307	307	307
应收帐款	792	743	562	539	516
应收票据	3,102	2,354	1,781	1,709	1,637
其他应收款	87	73	55	53	51
存货	1,406	2,187	2,683	2,883	3,055
可供出售投资	29	26	26	26	26
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	285	547	547	547	547
固定资产	1,619	1,639	1,592	1,512	1,408
无形资产	480	417	396	376	358
总负债	3,759	2,578	1,927	1,984	2,032
无息负债	2,915	1,906	1,916	1,962	2,000
有息负债	844	672	12	22	32
股东权益	10,194	13,513	17,114	20,194	22,869
股本	1,789	1,807	1,807	1,807	1,807
公积金	2,720	3,638	3,638	3,638	3,638
未分配利润	5,497	7,251	10,454	13,284	15,758
少数股东权益	491	887	1,187	1,437	1,637

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	3,459	5,714	4,228	3,103	2,675
净利润	3,620	5,593	3,203	2,830	2,474
折旧摊销	205	229	184	189	193
净营运资金增加	5,303	2,235	-1,386	-73	-93
其他	-5,669	-2,342	2,227	157	101
投资活动产生现金流	-3,400	-765	47	40	40
净资本支出	19	-123	-10	-10	-10
长期投资变化	285	547	0	0	0
其他资产变化	-3,704	-1,189	57	50	50
融资活动现金流	79	-3,458	-537	103	149
股本变化	70	19	0	0	0
债务净变化	-103	-173	-660	10	10
无息负债变化	1,859	-1,008	9	47	38
净现金流	121	1,516	3,738	3,246	2,865

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	248.62%	39.52%	-24.34%	-4.04%	-4.21%
净利润增长率	5267.65%	54.48%	-42.73%	-11.65%	-12.56%
EBITDA 增长率	2536.28%	47.30%	-41.64%	-13.35%	-14.17%
EBIT 增长率	-31378.28%	48.79%	-42.34%	-14.06%	-15.02%
估值指标					
PE	10	7	12	13	15
PB	4	3	2	2	2
EV/EBITDA	8	5	8	8	9
EV/EBIT	8	5	8	9	9
EV/NOPLAT	10	6	10	10	11
EV/Sales	5	3	4	4	3
EV/IC	4	3	3	3	2
盈利能力 (%)					
毛利率	76.59%	75.10%	59.66%	54.83%	50.03%
EBITDA 率	60.87%	64.27%	49.57%	44.76%	40.10%
EBIT 率	58.42%	62.30%	47.48%	42.52%	37.72%
税前净利润率	57.85%	62.55%	48.37%	44.31%	40.17%
税后净利润率 (归属母公司)	43.36%	48.00%	36.34%	33.45%	30.54%
ROA	28.47%	37.21%	18.40%	13.89%	10.74%
ROE (归属母公司) (摊薄)	37.31%	44.30%	20.11%	15.09%	11.65%
经营性 ROIC	36.31%	44.83%	29.29%	25.72%	22.40%
偿债能力					
流动比率	3.23	5.77	10.17	11.94	13.42
速动比率	2.82	4.79	8.47	10.15	11.58
归属母公司权益/有息债务	11.49	18.80	1359.73	863.84	669.48
有形资产/有息债务	15.86	23.25	1586.66	1001.30	772.00
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	2.00	3.09	1.77	1.57	1.37
每股红利	1.88	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	1.91	3.16	2.34	1.72	1.48
每股自由现金流(FCFF)	-0.57	2.15	2.76	1.77	1.54
每股净资产	5.37	6.99	8.81	10.38	11.75
每股销售收入	4.62	6.45	4.88	4.68	4.48

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中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，本公司的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，本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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述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述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。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块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，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼