证券研究报告

公司研究——事项点评

方大炭素（600516.sh）

买入 增持 持有 卖出

上次评级：增持，2014.4.29

范海波 CFA，行业分析师
执业编号：S1500510120021
联系电话：+86 10 63081252
邮 箱：fanhaibo@cindasc.com

吴漪 行业分析师
执业编号：S1500512110003
联系电话：+86 10 63081085
邮 箱：wuyi@cindasc.com

丁士涛 研究助理
联系电话：+86 10 63080936
邮箱：dingshitao@cindasc.com

王伟 研究助理
联系电话：+86 10 63081273
邮箱：wangwei2@cindasc.com

相关研究

《毛利率提高促成利润增加》2014.4
《需求减少 税费增加 利润下滑五成》2014.3
《业绩下滑幅度扩大 中钢碳纤维 70%股权唯一受让方》2013.10

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院
1号楼6层研究开发中心
邮编：100031

石墨资源稀缺带动龙头领涨 看好公司高端石墨突破

2014 年 6 月 17 日

事件：2014 年 6 月 17 日《中国经济周刊》报道，“中国石墨资源或成下个稀土 20 年内将耗尽”，受此影响，相关石墨烯概念股纷纷拉升，其中方大炭素早盘封涨停。

点评：

- **中国以全球 42%的石墨储量供应全球 68%的产量。**据 USGS 数据，2013 年探明的全球天然石墨储量约为 1.3 亿吨，储量前三位的国家为巴西、中国和印度，其中中国储量约为 5500 万吨，占全球储量的 42%。2013 年全球天然石墨产量为 119 万吨，其中中国生产 81 万吨，占全球产量的 68%。在全球石墨供应格局中，墨西哥和越南主要供应微晶石墨（由土状石墨矿石经加工而得的产品），中国、加拿大、马达加斯加主要供应鳞片石墨（由晶质石墨矿石经加工而得的产品）。以 USGS 数据估算，中国石墨储量还能开采 67 年。
- **粗放经营、低出高进、深加工薄弱。**据 wind 数据，截止 2014 年 4 月中国有 127 家石墨和滑石开采企业，919 家石墨和炭素制品企业。中国经济周刊报道，近千家石墨企业中，石墨资源滥采乱掘、粗放经营的现象比较普遍，开采和加工呈现无序化状态。我国石墨初级产品出口价格长期保持在每吨 3000~4000 元人民币之间，但经国外加工提纯再进口至中国的深加工产品价格暴涨。例如，我国核电站使用的“各向同性石墨”几乎全部来自日本的东洋碳素，每吨价格约 45 万元，而成本不过 5 万元。由于先进石墨加工技术被美日欧盟等少数国家垄断，导致我国石墨资源“低出高进”状态长期存在。
- **石墨或成下一个稀土？**经济周刊报道，业内人士表示应该借鉴稀土资源管控模式，从全国范围内调控石墨产能。我们认为，由于中国在全球石墨资源格局中并不像稀土那样占据绝对地位，并且中国限制稀土出口已经在 WTO 败诉，管控模式在当前的国际贸易格局下作用有限。然而中国的石墨产业确实需要资源整合和产业升级，以实现从粗放向精细经营的转变，我们看好行业龙头在其中的作用。
- **方大炭素是石墨和碳纤维行业龙头。**方大集团拥有良好的并购整合经验，其从收购抚顺炭素起步，连续收购成都蓉光炭素、合肥炭素，并于 2006 年成功拍得以炭素为主业濒临退市的*ST 海龙 51.62%股份，其后更名方大炭素。经过多年的发展，方大炭素将方大集团旗下三家炭素企业整合进上市公司，发展成为亚洲第一大炭素企业。2013 年方大炭素开始在碳纤维行业布局。2013 年初方大炭素收购了方大集团持有的抚顺方泰精密碳材料有限公司 99.17%股权，后者承担年产 3100 吨碳纤维项目建设。2013 年 9 月方大炭素作为 70%股权唯一受让方收购中钢江城碳纤维公司后，已成为石墨和碳纤维行业的龙头，形成了规模优势，有利于在行业低迷时期进行产业整合和布局。

- **公司在高端石墨方面取得多项技术突破。**公司发展战略为继续做优做强大规格、超高功率石墨电极和高炉炭块，以项目建设为载体，加快炭素新产品的开发，在核石墨、纳米炭材料、特种石墨、碳纤维、石墨导热片等领域取得突破。近年来公司取得的技术突破有：成功攻克了高温气冷炭堆内构件项目技术难题，取得了国家《民用核安全机械设备制造许可证》；低温辐射电热膜、锂电池负极材料等炭素新材料已陆续投放市场；在炭素制品领域获得多项专利。

- **盈利预测及评：**我们预计方大炭素 14-16 年摊薄 EPS 为 0.18 元、0.26 元、0.34 元。按 14-6-16 收盘价 7.19 元计算，对应的 14 年 PE 为 39X。考虑到公司在石墨行业的龙头地位以及在高端石墨领域的发展前景，维持“增持”评级。

- **风险因素：**钢铁行业持续低迷；铁矿石价格大幅下跌；高端石墨项目进展低于预期。

公司报告首页财务数据

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
主营业务收入(百万元)	3950.71	3373.45	3767.03	4617.45	5367.45
增长率 YoY %	-12.71	-14.61	11.67	22.58	16.24
归属母公司净利润(百万元)	472.13	233.89	301.75	446.22	585.38
增长率 YoY%	-23.69	-49.62	27.83	47.88	31.19
毛利率%	32.74	31.53	31.75	33.26	34.20
净资产收益率 ROE%	12.34	4.89	5.30	7.36	8.90
每股收益 EPS(元)	0.27	0.14	0.18	0.26	0.34
市盈率 P/E(倍)	26	52	41	28	21
市净率 P/B(倍)	3.0	2.2	2.1	2.0	1.8

资料来源：wind，信达证券研发中心预测 *注：股价为 2014 年 6 月 16 日收盘价*

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	5,314.14	7,047.11	7,171.50	7,676.98	8,568.91
现金	1,496.47	2,322.12	2,359.93	2,102.39	2,321.68
应收票据	901.19	730.23	856.21	1,049.50	1,219.97
应收账款	851.45	823.22	773.33	947.91	1,101.88
预付账款	141.97	129.02	145.98	174.97	200.52
存货	1,857.12	1,849.90	1,843.44	2,209.59	2,532.24
其他	65.93	1,192.62	1,192.62	1,192.62	1,192.62
非流动资产	2,913.99	3,204.99	3,446.13	3,520.39	3,343.26
长期投资	95.00	86.56	86.56	86.56	86.56
固定资产	1,495.29	1,767.49	1,802.01	2,335.60	2,485.11
无形资产	674.20	690.59	541.02	402.05	288.74
其他	649.50	660.35	1,016.53	696.17	482.85
资产总计	8,228.13	10,252.11	10,617.62	11,197.37	11,912.17
流动负债	3,669.16	2,831.05	2,894.82	3,028.35	3,157.77
短期借款	2,150.04	1,633.06	1,633.06	1,633.06	1,633.06
应付账款	351.68	397.03	377.63	452.63	518.73
其他	1,167.44	800.97	884.13	942.65	1,005.98
非流动负债	158.40	1,592.41	1,592.41	1,592.41	1,592.41
长期借款	0.00	135.00	135.00	135.00	135.00
其他	158.40	1,457.41	1,457.41	1,457.41	1,457.41
负债合计	3,827.56	4,423.47	4,487.23	4,620.76	4,750.18
少数股东权益	285.96	288.34	288.34	288.34	288.34
归属母公司股东权益	4,114.61	5,540.30	5,842.05	6,288.27	6,873.65
负债和股东权益	8228.13	10252.11	10617.62	11197.37	11912.17

重要财务指标 单位:百万元

主要财务指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	3,950.71	3,373.45	3,767.03	4,617.45	5,367.45
同比	-12.71%	-14.61%	11.67%	22.58%	16.24%
归属母公司净利润	468.55	236.05	301.75	446.22	585.38
同比	-23.69%	-49.62%	27.83%	47.88%	31.19%
毛利率	32.74%	31.53%	31.75%	33.26%	34.20%
ROE	12.34%	4.89%	5.30%	7.36%	8.90%
每股收益(元)	0.37	0.16	0.18	0.26	0.34
P/E	26	52	41	28	21
P/B	3.0	2.2	2.1	2.0	1.8
EV/EBITDA	11.78	21.34	17.57	13.93	11.52

利润表 单位:百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	3,950.71	3,373.45	3,767.03	4,617.45	5,367.45
营业成本	2,657.14	2,309.93	2,571.04	3,081.71	3,531.71
营业税金及附加	25.83	26.07	29.11	35.68	41.47
营业费用	165.67	177.36	188.35	230.87	268.37
管理费用	394.22	396.31	414.37	507.92	563.58
财务费用	145.35	148.33	138.02	134.15	141.81
资产减值损失	13.53	-11.17	11.57	14.19	16.49
公允价值变动收益	0.69	-5.75	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.29	18.15	9.16	9.16	9.16
营业利润	549.36	339.03	423.72	622.09	813.17
营业外收入	79.32	62.20	68.89	68.89	68.89
营业外支出	13.19	61.71	78.27	78.27	78.27
利润总额	615.49	339.52	414.34	612.71	803.78
所得税	143.36	105.63	112.58	166.49	218.41
净利润	472.13	233.89	301.75	446.22	585.38
少数股东损益	3.58	-2.16	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	468.55	236.05	301.75	446.22	585.38
EBITDA	933.59	697.59	847.42	1,068.78	1,292.30
EPS（摊薄）	0.27	0.14	0.18	0.26	0.34

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	848.03	609.38	697.28	257.36	514.61
净利润	472.13	233.89	301.75	446.22	585.38
折旧摊销	167.90	187.15	261.10	287.00	317.51
财务费用	150.21	170.93	171.98	169.08	171.01
投资损失	0.29	-18.15	-9.16	-9.16	-9.16
营运资金变动	59.94	49.53	-34.39	-643.68	-559.70
其它	-2.44	-13.97	6.00	7.90	9.58
投资活动现金流	-213.31	-1,780.34	-487.50	-345.82	-124.31
资本支出	-218.08	-106.92	-496.66	-354.98	-133.47
长期投资	18.63	238.73	9.16	9.16	9.16
其他	-13.86	-1,912.15	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	20.37	2,130.24	-159.13	-159.13	-159.13
吸收投资	0.00	1,798.40	0.00	0.00	0.00
借款	-240.66	-466.09	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	153.21	487.81	159.13	159.13	159.13
现金净增加额	654.54	946.84	37.80	-257.53	219.29

分析师简介

范海波，CFA，有色/钢铁行业高级研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作 7 年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets , Journal of Portfolio Management ,Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

吴漪 有色/钢铁行业研究员。北京大学理学学士、硕士。2010 年加入信达证券，3 年证券从业经验。

研究助理简介

丁士涛 中央财经大学管理学硕士，3 年银行业工作经验。2012 年 2 月加盟信达证券研究开发中心，从事有色金属和钢铁行业研究。

王伟 澳大利亚悉尼大学矿产、环境工程双硕士，矿产大宗商品行业 1 年工作经验，现从事有色金属行业研究助理工作。

有色金属与钢铁行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
西宁特钢	600117	西部资源	600139	荣华实业	600311	江西铜业	600362	中金黄金	600489
方大炭素	600516	山东黄金	600547	厦门钨业	600549	刚泰控股	600687	盛屯矿业	600711
赤峰黄金	600988	中国铝业	601600	西部矿业	601168	怡球资源	601388	紫金矿业	601899
洛阳钼业	603993	兴业矿业	000426	盛达矿业	000603	焦作万方	000612	新兴铸管	000778
云南铜业	000878	安泰科技	000969	中科三环	000970	银泰资源	000975	闽东电力	000993
中捷股份	002021	东方锆业	002167	恒邦股份	002237	江海股份	002484	钢研高纳	300034

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
	徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。
本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。
本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。
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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。
本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。
如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：** 股价相对强于基准 20％以上；	**看好：** 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5％～20％；	**中性：** 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：** 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5％以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。
本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。