



## 三线出击, 打造炭材料领导者

- **事件:** 近日, 方大炭素(600516)公告, 拟参与受让吉林炭素有限公司70%股权, 但是否能够受让和受让价格尚存在不确定性。
- **受让吉林炭素70%股权, 巩固行业地位。** 吉林炭素为原上市公司中钢吉炭的主要资产, 该资产置出上市公司后, 中钢进行了改制。吉林炭素原为国内第二大石墨电极生产商, 方大炭素为国内第一大石墨电极生产商, 若受让成功, 方大炭素的石墨电极将占据国内市场50%以上份额, 整体产能有望跃居世界第一, 有利于形成规模优势, 提升公司的溢价能力。改制后的吉林炭素将形成民企和央企混合控制的形式, 有利于激发吉林炭素的各方面积极性, 改善其盈利能力薄弱的现状。
- **核石墨又获新进展。** 方大炭素是国内唯一具有生产核级炭素制品资质的生产企业, 将于2015年8月开始向中核能山东石岛湾核电站供货。公司日前与中国科学院先进核能创新研究院签署战略合作协议, 双方同意在先进核石墨与碳基材料、高端熔盐及其应用等方面开展多层次多形式的紧密技术合作。我们认为这是公司是核石墨领域的又一进展, 有利于巩固公司在核石墨领域占据领先地位。
- **碳纤维前瞻性战略布局。** 近期, 公司公告称其子公司方大江城拟与国外某碳纤维深加工制造企业进行股权合作。交易标的为国外某碳纤维深加工制造企业的股权, 该企业主要业务是设计、生产和销售客户定制的碳纤维零部件, 用于航空航天和豪华汽车市场等。方大江城已赴标的公司进行了现场考察, 并形成考察报告。2015年5月31日, 标的公司实际控制人与方大江城就双方出让、收购意愿进行了初步洽谈, 并约定经各自内部充分研究后尽快就合作模式进行进一步沟通协商。我们认为, 这是公司收购抚顺方泰和方大江城之后在碳纤维行业的又一前瞻性战略布局, 有望分享碳纤维行业的快速发展。
- **业绩预测与估值:** 我们预计公司2015-2017年EPS分别为0.18元、0.24元和0.34元, 考虑在石墨电极、核石墨以及碳纤维行业的国内领先地位, 给予公司“买入”评级。
- **风险提示:** 项目推进不及预期、收购与合作不及预期等风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	3449.01	3766.00	4222.00	4755.00
增长率	2.24%	9.19%	12.11%	12.62%
归属母公司净利润(百万元)	280.16	305.30	407.80	588.62
增长率	18.87%	8.98%	33.57%	44.34%
每股收益EPS(元)	0.16	0.18	0.24	0.34
净资产收益率ROE	4.38%	4.66%	5.96%	8.09%
PE	74.93	68.75	51.47	35.66
PB	3.49	3.39	3.25	3.06

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

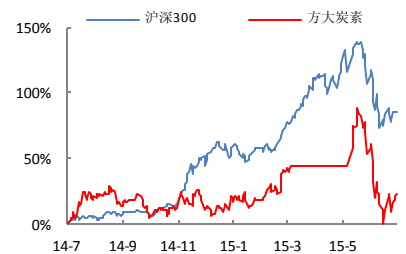
分析师: 兰可

执业证号: S1250514030001

电话: 010-57631191

邮箱: lanke@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 西南证券

### 基础数据

总股本(亿股)	17.19
流通A股(亿股)	17.19
52周内股价区间(元)	8.71-17.39
总市值(亿元)	190.83
总资产(亿元)	93.44
每股净资产(元)	3.33

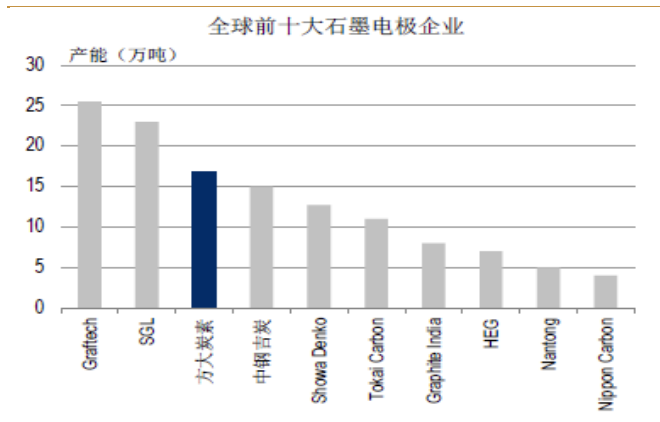
### 相关研究

## 1. 受让吉林炭素 70%股权，巩固行业地位

吉林炭素是为承接原上市公司中钢吉炭的主要资产而成立的。此前中钢集团曾挂牌转让吉林炭素 100%股权，方大炭素也曾有意受让，但后因各种原因停滞。此次中钢集团挂牌转让吉林炭素 70%的股权，方大炭素再次表示有意受让。根据北京产权交易所公开信息，经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计：截止到 2014 年 12 月 31 日，标的公司资产总额为 175,679.55 万元，负债总额为 176,968.75 万元，净资产-1,289.2 万元；2014 年实现营业收入 133,238.78 万元，净利润-48,136.16 万元。根据北京产权交易所公开信息，经北京大正海地人资产评估有限公司评估，以 2015 年 3 月 31 日为评估基准日，吉林炭素公司净资产账面价值为-38,483.85 万元，评估价值为 27,559.7 万元，吉林炭素 70%股权对应的评估价值为 19,291.79 万元。从上述的审计和评估结果上看，方大炭素将掏出大约 2 亿元受让一个净资产账面值为负、盈利能力较为薄弱的公司。

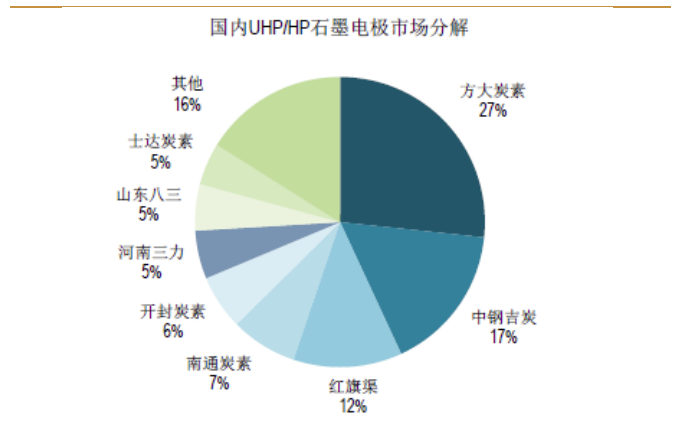
我们是这样看的：1) 从行业地位上讲，吉林炭素的石墨电极产能位居行业第二，拥有约 15 万吨的产能，方大炭素目前为行业第一，若受让成功，公司在炭素行业的产能地位将从亚洲第一、世界第三，跃居至世界第一，有利于形成规模优势。2) 若受让成功，方大炭素的石墨电极将占据国内市场 50%以上份额，提升公司与钢厂的溢价能力。3) 吉林炭素已经改制，方大炭素受让 70%的股权后，吉林炭素将形成民企和央企混合控制的形式，有利于激发吉林炭素的各方面积极性，改善其盈利能力薄弱的现状。

图 1: 全球主要石墨电极企业产能排名



数据来源: MetalPlus 研究, 西南证券

图 2: 国内高端石墨电极市场分解



数据来源: MetalPlus 研究, 西南证券

## 2. 核石墨又获新进展

方大炭素是国内唯一具有生产核级炭素制品资质的生产企业，将于 2015 年 8 月开始向中核能山东石岛湾核电站供货。公司日前与中国科学院先进核能创新研究院签署战略合作协议，双方同意在先进核石墨与碳基材料、高端熔盐及其应用等方面开展多层次多形式的紧密技术合作。我们认为这是公司是核石墨领域的又一进展。

此前，公司先后与清华大学、中科院上海应用物理研究所签署了相关合作协议。

2013年2月1日，公司与清华大学（核能与新能源技术研究院）签订了《清华大学（核能与新能源技术研究院）与方大炭素联合成立“清华大学（核研院）—方大炭素高温气冷堆核石墨联合研究中心合作协议书》，联合成立“清华大学（核研院）—方大炭素高温气冷堆核石墨联合研究中心”，简称“核石墨研究中心”，充分利用和发挥校企双方在核石墨产业化和技术研究方面各自的基础和优势，在核石墨制备工艺、检测标准和质保体系等方面开展高水平的理论实验和工程化示范研究，推动高温气冷堆核石墨国产化进程。

2013年11月27日，方大炭素及公司全资子公司成都炭素与中国科学院上海应用物理研究所一致同意在国产核级石墨材料系统评估、工程应用和资源共享等方面开展多层次多形式的紧密技术合作，并签署了战略合作框架协议，联合研究国产核级石墨在钍基熔盐固态燃料实验堆和钍基熔盐液态燃料实验堆中的适用性和可靠性，联合开发石墨与熔盐相容性评估技术，形成未来先进核能国产核石墨工程应用的核心竞争力，以期全面提升我国在钍基熔盐核能系统国产核级石墨工程应用方面的研究设计、生产能力，保障堆芯石墨构件加工制造、工程实施与后续发展。

更早之前，公司与核电站建设方也签署了相关核石墨合同。

2008年9月9日，方大炭素与华能山东石岛湾核电有限公司和中核能源科技有限公司三方签订了《高温气冷堆核电站示范工程碳堆内构件制造技术研究合同》。公司已具备核电站石墨构件的相关技术和生产能力。鉴于高温气冷堆核电站示范工程碳堆内构件的制造、加工技术特点和核安全相关级要求，需要对碳堆内构件制造关键技术作进一步研究，因此签署了相关合同。

图 3：核石墨示例



数据来源：Wiki，西南证券

特种石墨在核能产业的应用主要是作为高温气冷堆的结构性材料。2011年3月1日，高温气冷堆核电站示范工程项目核准报告通过国务院办公会议批准，已于2012年12月9日开工建设，计划建设总工期59个月。石岛湾核电站项目是我国拥有自主知识产权的第一座高温气冷堆示范电站，一期工程建设1×20万千瓦级高温气冷堆核电机组，我国在高温气冷堆商业化应用方面再次走在了世界前列。根据我国核电发展规划，目前我国核电尚有4800万千瓦的建设需求，预计我国未来将主要使用改进型压水堆和高温气冷堆两种堆型。按照目前石岛湾核电站的设计方案，高温气冷堆每万千瓦需使用60吨特种石墨。方大炭素在这一领域的领先优势有利于公司未来抓紧我们核电站建设的重大市场机遇。

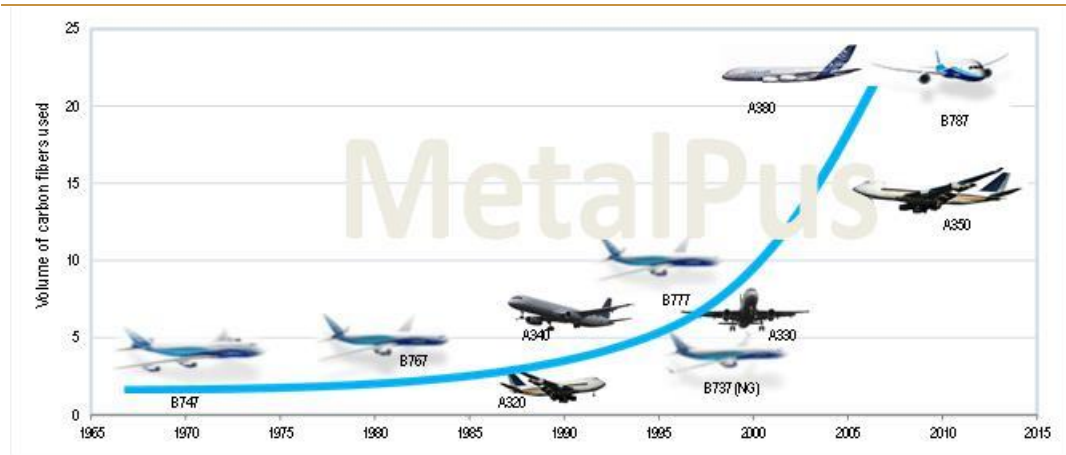
### 3. 碳纤维前瞻性战略布局

2013年，方大炭素从母公司收购了抚顺方泰精密碳纤维公司，切入碳纤维制造领域。2014年，公司又收购了中钢江城碳纤维（后更名为方大江城）70%股权，进一步增强公司在碳纤维领域的布局。

近期，公司公告称其子公司方大江城拟于国外某碳纤维深加工制造企业进行股权合作。交易标的为国外某碳纤维深加工制造企业的股权，该企业主要业务是设计、生产和销售客户定制的碳纤维零部件，用于航空航天和豪华汽车市场等。方大江城已赴标的公司进行了现场考察，并形成考察报告。2015年5月31日，标的公司实际控制人与方大江城就双方出让、收购意愿进行了初步洽谈，并约定经各自内部充分研究后尽快就合作模式进行进一步沟通协商。我们认为，这是公司收购抚顺方泰和方大江城之后在碳纤维行业的又一动作，有利于分享碳纤维行业的快速发展。

碳纤维按应用领域划分大致有三大块，一是航空航天，二是消费品，三是工业应用，分别占据碳纤维需求的16%、18%和66%。而未来对碳纤维需求最具成长性的无疑是航空航天、汽车部件和风电设备等领域。过去几十年民航飞机的大型化，轻型化要求，使得民用飞机的制造大幅兴起，碳纤维凭借其优异的性能得到广泛应用，使用量也在不断攀升，未来随着大型飞机数量的增长，航空航天领域的碳纤维需求还将快速发展。如果碳纤维的生产成本得以显著降低，汽车领域的碳纤维应用也将得到大幅增长，现在已经有一些碳纤维企业与汽车厂商合作在高端汽车上开始应用碳纤维，如新宝马7系。

图 4：碳纤维在航空领域的应用



数据来源：MetalPlus 研究，西南证券

## 4. 盈利预测和投资评级

我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.18 元、0.24 元 和 0.34 元，考虑在石墨电极、核石墨以及碳纤维行业的国内领先地位，给予公司“买入”评级。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	3449.01	3766.00	4222.00	4755.00	净利润	265.15	288.19	384.94	555.63
营业成本	2438.38	2771.00	3022.00	3234.00	折旧与摊销	205.22	273.86	286.71	293.45
营业税金及附加	31.63	29.42	34.77	39.97	财务费用	101.44	34.61	0.10	0.04
销售费用	200.51	191.62	227.41	258.17	资产减值损失	62.28	20.00	20.00	20.00
管理费用	401.32	418.81	485.59	542.99	经营营运资本变动	554.83	-232.77	-374.80	-391.47
财务费用	101.44	34.61	0.10	0.04	其他	-692.12	-70.59	-72.17	-72.27
资产减值损失	62.28	20.00	20.00	20.00	<b>经营活动现金流净额</b>	496.81	313.31	244.79	405.38
投资收益	75.64	30.00	30.00	30.00	资本支出	-140.49	-10.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	22.07	22.07	22.07	22.07	其他	690.51	52.07	52.07	52.07
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	550.02	42.07	42.07	42.07
<b>营业利润</b>	311.15	352.61	484.19	711.91	短期借款	-539.06	-1094.00	0.00	0.00
其他非经营损益	39.77	31.17	28.43	28.01	长期借款	-34.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	350.92	383.78	512.62	739.92	股权融资	0.15	0.00	0.00	0.00
所得税	87.40	95.58	127.67	184.28	支付股利	-85.96	-102.02	-111.18	-148.50
净利润	263.52	288.19	384.94	555.63	其他	-472.21	-88.28	-0.10	-0.04
少数股东损益	-15.01	-17.11	-22.85	-32.99	<b>筹资活动现金流净额</b>	-1131.08	-1284.30	-111.28	-148.54
归属母公司股东净利润	280.16	305.30	407.80	588.62	<b>现金流量净额</b>	-85.77	-928.92	175.58	298.92
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	2542.53	1613.61	1789.18	2088.10	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1777.52	1901.26	2141.17	2409.14	销售收入增长率	2.24%	9.19%	12.11%	12.62%
存货	1547.49	1757.10	1916.49	2051.23	营业利润增长率	-8.22%	13.32%	37.32%	47.03%
其他流动资产	607.89	650.38	711.49	782.93	净利润增长率	12.67%	9.36%	33.57%	44.34%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-8.41%	7.00%	16.63%	30.40%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2200.98	2000.25	1786.66	1566.33	毛利率	29.30%	26.42%	28.42%	31.99%
无形资产和开发支出	665.10	605.78	546.47	487.15	三费率	20.39%	17.13%	16.89%	16.85%
其他非流动资产	241.97	238.17	234.36	230.55	净利率	7.64%	7.65%	9.12%	11.69%
<b>资产总计</b>	9583.49	8766.54	9125.83	9615.43	ROE	4.38%	4.66%	5.96%	8.09%
短期借款	1094.00	0.00	0.00	0.00	ROA	2.28%	2.75%	3.29%	4.22%
应付和预收款项	678.73	796.19	861.26	926.47	ROIC	5.00%	4.93%	6.08%	8.72%
长期借款	101.00	101.00	101.00	101.00	EBITDA/销售收入	17.91%	17.55%	18.26%	21.14%
其他负债	1691.40	1683.36	1703.80	1721.07	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	3565.14	2580.54	2666.06	2748.53	总资产周转率	0.35	0.41	0.47	0.51
股本	1719.16	1719.16	1719.16	1719.16	固定资产周转率	2.00	2.21	2.50	3.03
资本公积	1672.66	1672.66	1672.66	1672.66	应收账款周转率	3.92	3.99	4.14	4.11
留存收益	2334.67	2537.95	2834.57	3274.69	存货周转率	1.43	1.68	1.64	1.63
归属母公司股东权益	5745.01	5929.77	6226.39	6666.51	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	87.33%	—	—	—
少数股东权益	273.34	256.23	233.38	200.39	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	6018.35	6186.00	6459.77	6866.90	资产负债率	37.20%	29.44%	29.21%	28.58%
负债和股东权益合计	9583.49	8766.54	9125.83	9615.43	带息债务/总负债	67.18%	50.42%	48.80%	47.33%
					流动比率	3.23	5.80	5.92	6.16
					速动比率	2.46	4.08	4.19	4.44
					股利支付率	30.68%	33.42%	27.26%	25.23%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.16	0.18	0.24	0.34
					每股净资产	3.50	3.60	3.76	3.99
					每股经营现金	0.29	0.18	0.14	0.24
					每股股利	0.05	0.06	0.06	0.09
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E					
EBITDA	617.81	661.08	771.00	1005.40					
PE	74.93	68.75	51.47	35.66					
PB	3.49	3.39	3.25	3.06					
PS	6.09	5.57	4.97	4.41					
EV/EBITDA	33.23	30.75	26.14	19.75					
股息率	0.41%	0.49%	0.53%	0.71%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

### 上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

### 北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn