

**方大炭素(600516)/金属非金属新材料**
**价格涨势不断, 盈利创新高**
**评级: 增持(维持)**

市场价格: 30.54

**分析师: 笃慧**
**执业证书编号: S0740510120023**

Email: duhui@r.qizq.com.cn

**分析师: 赖福洋**
**执业证书编号: S0740517080002**

Email: laify@r.qizq.com.cn

**联系人: 邓轶**

Email: dengke@r.qizq.com.cn

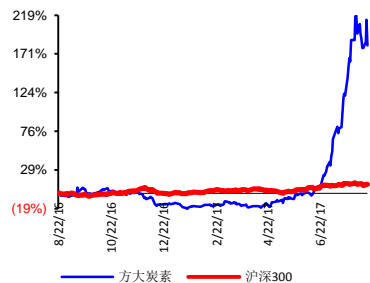
**联系人: 曹云**

Email: caoyun@r.qizq.com.cn

电话: 021-20315766

**基本状况**

总股本(百万股)	1,789
流通股本(百万股)	1,719
市价(元)	30.54
市值(百万元)	54,636
流通市值(百万元)	52,498

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 二季度盈利创上市以来记录
- 2 供需依然偏紧价格继续上涨
- 3 石墨电极回暖, 盈利持续改善
- 4 方大炭素年报点评

**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,330.41	2,395.29	12,293.4	12,905.3	13,322.1
增长率 yoy%	-32.43%	2.78%	413.24%	4.98%	3.23%
净利润	31.01	67.45	3,233.98	3,251.74	3,323.70
增长率 yoy%	-88.89%	117.48%	4694.72	0.55%	2.21%
每股收益(元)	0.02	0.04	1.88	1.89	1.93
每股现金流量	0.23	0.18	1.80	1.96	1.90
净资产收益率	0.54%	1.16%	35.81%	26.47%	21.30%
P/E	693.46	236.02	16.23	16.15	15.80
PEG	—	2.01	0.00	29.40	7.14
P/B	3.73	2.73	5.81	4.27	3.36

备注:

**投资要点**

- 业绩概要:** 公司 2017 年上半年实现营业收入 18.13 亿元, 同比增长 69.23%; 实现归属上市公司股东净利润 4.12 亿元, 同比增长 2647.66%; 扣非后归属上市公司股东净利润 4.09 亿元, 同比增长 7518.84%。上半年 EPS 为 0.24 元, 单季度 EPS 分别为 0.04 元、0.20 元;
- 石墨电极大幅提价, 业绩显著改善:** 公司上半年一二季度归母净利润分别为 0.74 亿元和 3.38 亿元, 同比和环比均有大幅增长, 二季度盈利更是创公司上市以来单季度盈利记录。自年初以来, 受益于供需偏紧, 石墨电极产品提价速度幅度大幅超市场预期。截至目前, 从行业层面来看, 普通功率产品上调比例达 450%-530%, 高功率产品上调比例达 550%-770%, 超高功率产品上调比例达 690%-750%。从公司层面来看, 近期提价幅度尤其明显, 根据公告, 公司 6 月份石墨电极产品平均价格为 36000 元/吨, 7 月份大幅提升至 78000 元/吨, 8 月份截至目前产品价格继续上调, 带来盈利大幅改善;
- 电弧炉投产带来增量需求:** 去年年底取缔地条钢事件席卷全国, 高利润刺激下增加了电弧炉取代需求。尽管近期由于原材料端焦炭、铁矿石价格下跌, 导致高炉—转炉炼钢成本出现回落, 而随着废钢及石墨电极价格上涨带动电炉钢成本抬升, 电炉钢成本优势有所收敛, 但总体盈利性依然向好。我们预计 2017 年实际取代需求约为 3500 万吨, 带来石墨电极需求增量约为 10.5 万吨。当然电弧炉投产进度仍需进一步观察, 根据政府政策及调研情况我们了解到, 取缔的地条钢产能不能用于产能置换, 国家政策将严守新增产能管控红线, 其次, 考虑到设备安装调试、员工召集等因素, 短期电弧炉产量难以大量释放;
- 供给端偏紧尚未发生实质性变化:** 在之前的报告中我们总结了供给受限的三方面原因(环保限产、生产周期、原材料供应限制), 目前来看, 三者还未发生实质性变化。第一点, 环保限产导致多地厂家自去年底一直处于停产或者减产状态, 涉及产能 20-30 万吨, 我们前段时间调研的情况也验证了这一情况, “2+26” 环保政策对炭素行业影响很大, 例如山东最大炭素企业产能利用率今年乐观估计有 50%, 且目前监管没有放松的迹象, 且后期采暖季有进一步趋严的可能性, 还需进一步观察; 第二点, 石墨电极产品生产周期至少要 4 个月以上, 叠加备货周期, 短期很难放量。尽管近几个月石墨电极产量有所上升, 但总体还处于合理范围内, 且增长主要集中在用于电弧炉冶炼的超高功率产品; 第三点, 由于主要原材料针状焦受国外控制, 且进入国内后主要流向了负极材料, 供应限制导致国内很多公司产量不能有效释放。国内产能来看, 山西宏特煤化工有限公司 6 月复产, 7 月产量为 200-300 吨, 对行业供需影响较小;
- 关注原材料涨价趋势:** 石墨电极核心原材料针状焦涨幅同样显著, 其中油系针状焦价格从年初的 4000 元/吨上涨至目前 37000 元/吨, 比例高达 825%。符合我们之前的判断: 供需关系偏紧背景下, 产能利用率维持高位, 石墨电极产品价格会伴随原材料价格同步上涨;
- 投资建议:** 行业供需偏紧格局带来石墨电极价格持续攀升, 公司盈利显著提升。预计公司 2017/18 年归母净利润为 32.34 亿元、32.52 亿元, EPS 为 1.88 元、1.89 元, 对应 PE 分别为 16.23 倍、16.15 倍, 维持“增持”评级。
- 风险提示:** 环保限产不达预期, 石墨电极价格回落。

图表 1: 国内石墨电极供需分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	
粗钢产量(万吨)	82270	80382	80836	84474	88697	
粗钢产量增速	0.90%	-2.3%	1.2%	4.5%	5.0%	
电炉炼钢部分	电炉法占粗钢比例	6.10%	6.1%	9%	11%	13%
	电炉钢产量(万吨)	5018	4903	7275	9292	11531
	中频炉替换需求(万吨)	0	0	500	3500	0
	吨钢用量(kg)	3	3	3	3	3
	电炉炉冶炼需求(万吨)	15.1	14.7	23.3	38.4	34.6
炼钢精炼部分	钢水炉外精炼比例	30%	30%	30%	30%	30%
	精炼钢量(万吨)	24681	24115	24251	25342	26609
	吨钢用量(kg)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
	精炼炉需求(万吨)	14.8	14.5	14.6	15.2	16.0
钢铁行业需求(万吨)	29.9	29.2	37.9	53.6	50.6	
钢铁行业占比	80%	80%	80%	80%	80%	
石墨电极总需求(万吨)	37.3	36.5	47.3	67.0	63.2	
石墨电极产量(万吨)	56.5	53.9	50.4	50	55	
行业产能利用率	66%	68%	94%	134%	115%	

来源: 中泰证券研究所

图表 2: 财务数据预测

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	3,449	2,330	2,395	12,293	12,905	13,322	货币资金	2,543	2,154	1,610	4,082	7,154	10,334
增长率	2.24%	-32.4%	2.8%	413.2%	5.0%	3.2%	应收账款	1,693	1,651	1,846	3,585	3,643	3,666
营业成本	-2,438	-1,772	-1,787	-6,393	-6,694	-6,894	存货	1,547	1,370	942	1,051	917	944
% 销售收入	70.7%	76.0%	74.6%	52.0%	51.9%	51.8%	其他流动资产	692	829	829	981	996	1,009
毛利	1,011	558	609	5,900	6,212	6,428	流动资产	6,475	6,003	5,228	9,698	12,709	15,952
% 销售收入	29.3%	24.0%	25.4%	48.0%	48.1%	48.2%	% 总资产	67.6%	66.6%	64.9%	79.2%	84.9%	89.0%
营业税金及附加	-32	-29	-56	-214	-239	-253	长期投资	72	61	36	36	36	36
% 销售收入	0.9%	1.2%	2.3%	1.7%	1.9%	1.9%	固定资产	2,205	2,157	2,106	1,914	1,724	1,538
营业费用	-201	-134	-152	-745	-788	-817	% 总资产	23.0%	23.9%	26.1%	15.6%	11.5%	8.6%
% 销售收入	5.8%	5.8%	6.4%	6.1%	6.1%	6.1%	无形资产	703	650	536	445	345	250
管理费用	-401	-369	-321	-1,711	-1,815	-1,852	非流动资产	3,108	3,013	2,828	2,545	2,254	1,974
% 销售收入	11.6%	15.8%	13.4%	13.9%	14.1%	13.9%	% 总资产	32.4%	33.4%	35.1%	20.8%	15.1%	11.0%
息税前利润 (EBIT)	377	27	79	3,231	3,369	3,506	资产总计	9,583	9,017	8,056	12,244	14,963	17,926
% 销售收入	10.9%	1.1%	3.3%	26.3%	26.1%	26.3%	短期借款	1,129	1,941	912	37	37	37
财务费用	-101	-63	-38	-60	-50	-55	应付账款	736	585	676	2,389	2,549	2,633
% 销售收入	2.9%	2.7%	1.6%	0.5%	0.4%	0.4%	其他流动负债	142	144	114	430	432	446
资产减值损失	-62	-55	-95	-81	-43	-22	流动负债	2,006	2,670	1,702	2,855	3,018	3,116
公允价值变动收益	22	-22	-6	0	0	0	长期贷款	101	71	36	36	36	36
投资收益	76	139	114	116	119	117	其他长期负债	1,225	15	265	265	265	265
% 税前利润	21.6%	305.3%	134.0%	3.6%	3.5%	3.3%	负债	3,333	2,756	2,004	3,157	3,319	3,417
营业利润	311	26	55	3,206	3,395	3,546	普通股股东权益	5,745	5,772	5,836	9,032	12,284	15,608
营业利润率	9.0%	1.1%	2.3%	26.1%	26.3%	26.6%	少数股东权益	273	254	216	55	-116	-224
营业外收支	40	20	30	28	27	28	负债股东权益合计	9,583	9,017	8,056	12,244	14,963	17,926
税前利润	351	45	85	3,234	3,423	3,574	比率分析						
利润率	10.2%	2.0%	3.5%	26.3%	26.5%	26.8%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-87	-32	-55	-162	-342	-357	每股指标						
所得税率	24.9%	71.4%	64.7%	5.0%	10.0%	10.0%	每股收益(元)	0.162	0.018	0.039	1.881	1.891	1.933
净利润	264	13	30	3,072	3,081	3,216	每股净资产(元)	3.342	3.358	3.395	5.254	7.145	9.079
少数股东损益	-16	-18	-37	-162	-171	-107	每股经营现金净额(元)	0.289	0.235	0.183	1.804	1.956	1.897
归属于母公司的净利润	279	31	67	3,234	3,252	3,324	每股股利(元)	0.000	0.000	0.022	0.022	0.000	0.000
净利率	8.1%	1.3%	2.8%	26.3%	25.2%	24.9%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	4.86%	0.54%	1.16%	35.81%	26.47%	21.30%
净利润	264	13	30	3,072	3,081	3,216	总资产收益率	2.99%	0.35%	0.84%	26.41%	21.00%	17.68%
少数股东损益	0	0	0	-162	-171	-107	投入资本收益率	4.96%	0.13%	0.52%	61.00%	60.17%	62.15%
非现金支出	267	250	303	258	210	178	增长率						
非经营收益	83	0	-56	-144	-146	-145	营业总收入增长率	2.24%	-32.43%	2.78%	413.24%	4.98%	3.23%
营运资金变动	-117	141	38	-86	219	13	EBIT增长率	-18.68%	-92.96%	198.72%	3972.23%	4.29%	4.05%
经营活动现金净流	497	403	315	2,939	3,191	3,154	净利润增长率	18.27%	-88.89%	117.48%	4694.72%	0.55%	2.21%
资本开支	110	54	-54	-133	-152	-153	总资产增长率	-6.67%	-6.08%	-8.27%	51.98%	22.21%	19.80%
投资	-15	65	-4	0	0	0	资产管理能力						
其他	676	133	162	116	119	117	应收账款周转天数	93.0	154.4	153.6	60.0	50.0	40.0
投资活动现金净流	550	145	212	249	271	270	存货周转天数	254.3	300.4	236.1	60.0	50.0	50.0
股权筹资	0	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	58.3	73.8	70.2	69.4	70.4	70.0
债权筹资	-582	-418	-1,065	-875	-523	-352	固定资产周转天数	182.2	255.1	238.7	43.0	35.2	28.7
其他	-550	-132	-121	-4	-38	0	偿债能力						
筹资活动现金净流	-1,133	-550	-1,186	-879	-561	-352	净负债/股东权益	-4.29%	-2.36%	-11.33%	-44.37%	-58.39%	-66.85%
现金净流量	-86	-2	-659	2,309	2,901	3,072	EBIT利息保障倍数	3.7	0.4	2.1	53.8	67.4	63.7
							资产负债率	35.64%	31.38%	24.87%	25.78%	21.43%	18.18%

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。