

**方大炭素 (600516) / 金属非金属  
属新材料**
**供需弱化石墨电极价格回落**
**评级：增持（维持）**

市场价格：23.93

分析师：葛慧

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

电话：021-20315128

分析师：邓轲

执业证书编号：S0740518040002

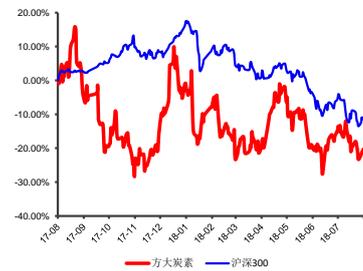
电话：021-20315223

联系人：曹云

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)	23.93
市值(百万元)	42,811
流通市值(百万元)	41,136

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 环保限产助力一季度盈利向好
- 2 供需偏紧格局延续，盈利维持高位
- 3 价格涨势不断，盈利创新高
- 4 二季度盈利创上市以来记录
- 5 供需依然偏紧价格继续上涨
- 6 石墨电极回暖，盈利持续改善

**公司盈利预测及估值**

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,395	8,350	10,575	10,955	11,428
增长率 yoy%	2.78%	248.62%	26.64%	3.59%	4.32%
净利润	67	3,620	4,886	5,197	5,499
增长率 yoy%	117.48%	5267.65	34.97%	6.36%	5.81%
每股收益(元)	0.04	2.02	2.73	2.91	3.07
每股现金流量	0.18	1.93	2.99	3.28	3.20
净资产收益率	1.16%	37.31%	32.81%	27.21%	22.70%
P/E	634.64	11.82	8.76	8.24	7.78
PEG	1.34	0.79	0.01	0.02	0.52
P/B	7.33	4.41	2.87	2.24	1.77

备注：

**投资要点**

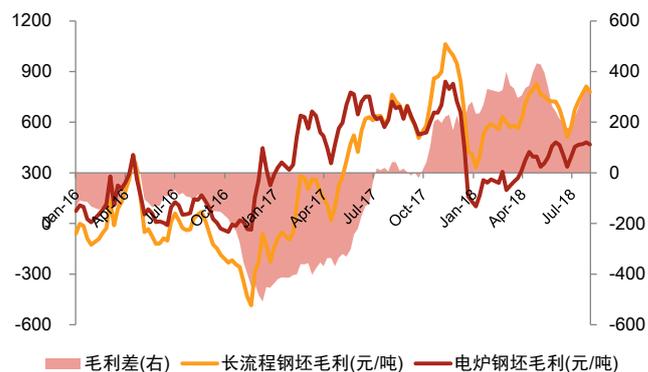
- 业绩概要：**公司发布 2018 年半年报，上半年实现营业收入 60.83 亿元，同比增长 235.4%；实现归属上市公司股东净利润 31.67 亿元，同比增长 668.9%；扣非后归属上市公司股东净利润为 31.63 亿元，同比增长 673.6%。报告期内 EPS 为 1.77 元，单季度 EPS 分别为 1.06 元、0.71 元；
- 需求端稳中有增：**考虑到 2017 年供给侧改革中去除的部分钢企原本具有电弧炉生产资质，叠加高盈利状态下市场自发追加部分产能，后续电弧炉建成投放后将形成产能增量，我们预计 2018 年新增电弧炉产能约 1600 万吨，但投放进度还取决于电弧炉企业盈利性和行政约束。去年下半年随着废钢以及石墨电极价格上涨带动电弧炉炼钢成本抬升，相比长流程炼钢，短流程炼钢成本优势快速收缩，但随着近期 4 月份以来钢价企稳反弹以及原材料价格回落，电炉钢毛利有所反弹，开工率包括产能利用率稳步抬升，对应石墨电极需求稳中有增；
- 环保限产压制减弱产量反弹：**2017 年受益于石墨电极供需基本面偏紧，产品价格维持高位，产能的复产、增产导致产量增加，供需关系缓解导致 2017 年 10-11 月份石墨电极价格出现一定程度回调。其后的采暖季环保限产对“2+26”地区炭素企业限产力度重新趋严，期间产量环比逐步减少，12 月以来价格出现反弹，一季度基本维持高位。3 月份开始由于环保限产压制力度减弱，产量逐步反弹，据百川资讯，今年 1-7 月份炼钢用石墨电极累积产量 37.0 万吨，同比增长 18.5%；
- 供需弱化石墨电极价格面临下行压力：**需求端稳中有增，但与此同时产能端随着环保限产压制减弱，产量释放更加明显，供需关系弱化，产品价格逐步进入下行通道。以 550mm 产品为例，截止到目前，普通功率、高功率、超高功率产品价格相比年初分别下调 2.9%、40.4%、37.7%。进入 6 月份以来价格回落速度有加速现象。上半年公司石墨炭素制品 7.9 万吨，与去年同期基本持平，受产品价格下跌主要影响，二季度营业收入和盈利环比下滑。近期环保限产事件频发，采暖季临近后期需要密切关注环保限产对行业产能端的约束。报告期内，管理费用为 6.44 亿元，同比大幅增长 222.39%，主要系职工薪酬增加和股权激励摊销成本增加；资产减值损失为 0.22 亿元，同比增长 387.3%，主要系计提坏账损失较大；
- 公司产能有望扩张：**2018 年 4 月 26 日，公司签署协议与上海宝钢化工有限公司共同出资设立宝方炭材料科技有限公司，公司以现金出资 6.37 亿元，持股比例 49%。拟在红古区投资建设 10 万吨/年超高功率石墨电极生产线，项目计划总投资额为 27 亿元，分 2 期实施，建设周期两年。7 月 9 日和 8 月 22 日公司分别召开会议审议通过议案，同意成都蓉光炭素股份有限公司全资子公司眉山方大炭素炭素有限公司在甘眉工业园区投资建设年产 5 万吨超高功率石墨电极及特种石墨项目，项目投资概算总额为 14 亿元；
- 投资建议：**需求端稳中有增，供给端随着环保限产压制减弱，供需关系弱化，产品价格下行导致公司二季度盈利环比有所回落。目前下游钢铁行业景气度向好为石墨电极价格提供一定支撑，近期环保限产事件频发，采暖季临近后期需要密切关注环保限产对行业产能端的约束。预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 2.73 元、2.91 元和 3.07 元，对应 PE 分别为 8.7X、8.2X 和 7.8X，维持“增持”评级；
- 风险提示：**环保限产不达预期，电弧炉投产低于预期，石墨电极价格回落。

图表 1: 限产压制减弱产量反弹



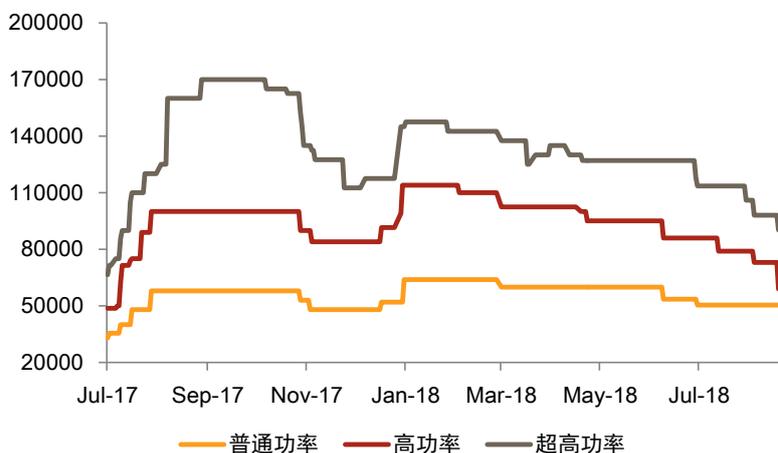
来源: 百川资讯, 中泰证券研究所

图表 2: 长短流程钢坯毛利比较



来源: 中泰证券研究所

图表 3: 石墨电极产品价格走势 (元/吨)



来源: 中泰证券研究所

图表 4: 单季度财务数据比较

	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入(百万元)	637	687	693	1121	3416	3121	3522	2561
营业成本(百万元)	463	471	462	506	357	630	594	558
销售费用(百万元)	40	50	42	47	57	47	42	38
管理费用(百万元)	78	71	83	117	750	170	415	229
财务费用(百万元)	7	12	5	2	2	33	13	-40
利润总额(百万元)	74	-4	95	432	2116	2187	2432	1683
所得税费用(百万元)	16	28	23	56	348	432	403	326
净利润(百万元)	58	-31	72	376	1768	1756	2029	1357
EPS	0.04	-0.01	0.04	0.20	0.90	0.90	1.06	0.71
毛利率	27.3%	31.5%	33.3%	54.8%	89.6%	79.8%	83.1%	78.2%
三项费用率	19.6%	19.3%	18.7%	14.8%	23.7%	8.0%	13.3%	8.9%
所得税率	21.1%	-741.4%	23.8%	12.9%	16.4%	19.7%	16.6%	19.4%
净利润率	9.2%	-4.6%	10.5%	33.5%	51.8%	56.3%	57.6%	53.0%

来源: 中泰证券研究所

图表 5: 财务数据预测

## 损益表 (人民币百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业总收入</b>	<b>2,395</b>	<b>8,350</b>	<b>10,575</b>	<b>10,955</b>	<b>11,428</b>
增长率	2.8%	248.6%	26.6%	3.6%	4.3%
营业成本	-1,787	-1,955	-2,557	-2,629	-2,628
% 销售收入	74.6%	23.4%	24.2%	24.0%	23.0%
毛利	609	6,395	8,018	8,326	8,800
% 销售收入	25.4%	76.6%	75.8%	76.0%	77.0%
营业税金及附加	-56	-166	-211	-219	-229
% 销售收入	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
营业费用	-152	-193	-190	-164	-171
% 销售收入	6.4%	2.3%	1.8%	1.5%	1.5%
管理费用	-321	-1,120	-1,163	-1,095	-1,143
% 销售收入	13.4%	13.4%	11.0%	10.0%	10.0%
息税前利润 (EBIT)	79	4,916	6,453	6,847	7,257
% 销售收入	3.3%	58.9%	61.0%	62.5%	63.5%
财务费用	-38	-41	-61	-51	-48
% 销售收入	1.6%	0.5%	0.6%	0.5%	0.4%
资产减值损失	95	38	45	41	43
公允价值变动收益	-6	-43	0	0	0
投资收益	114	9	95	89	77
% 税前利润	41.4%	0.2%	1.5%	1.3%	1.0%
营业利润	245	4,878	6,532	6,926	7,329
营业利润率	10.2%	58.4%	61.8%	63.2%	64.1%
营业外收支	30	3	17	26	27
税前利润	275	4,881	6,549	6,953	7,356
利润率	11.5%	58.5%	61.9%	63.5%	64.4%
所得税	-55	-858	-1,098	-1,168	-1,236
所得税率	20.0%	17.6%	16.8%	16.8%	16.8%
净利润	30	3,972	5,361	5,702	6,034
少数股东损益	-37	352	475	505	534
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>67</b>	<b>3,620</b>	<b>4,886</b>	<b>5,197</b>	<b>5,499</b>
净利率	2.8%	43.4%	46.2%	47.4%	48.1%

## 现金流量表 (人民币百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	30	3,972	5,361	5,702	6,034
加: 折旧和摊销	208	205	189	195	197
资产减值准备	95	38	0	0	0
公允价值变动损失	6	43	0	0	0
财务费用	72	58	61	51	48
投资收益	-114	-9	-95	-89	-77
少数股东损益	-37	352	475	505	534
营运资金的变动	70	-2,671	-164	13	-480
<b>经营活动现金净流</b>	<b>315</b>	<b>3,459</b>	<b>5,352</b>	<b>5,872</b>	<b>5,721</b>
固定资本投资	51	121	-60	-60	-50
<b>投资活动现金净流</b>	<b>212</b>	<b>-3,400</b>	<b>78</b>	<b>72</b>	<b>70</b>
股利分配	-38	-38	0	-990	-368
其他	-1,145	117	-565	-51	-48
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-1,183</b>	<b>79</b>	<b>-565</b>	<b>-1,040</b>	<b>-416</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-656</b>	<b>138</b>	<b>4,865</b>	<b>4,903</b>	<b>5,375</b>

## 资产负债表 (人民币百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,617	6,481	11,385	11,385	16,760
应收款项	3,981	2,658	4,186	4,186	2,971
存货	1,406	2,571	1,053	1,053	2,803
其他流动资产	3,984	3,964	3,994	3,994	3,964
流动资产	10,988	15,674	20,617	20,617	26,498
% 总资产	78.8%	84.9%	88.8%	88.8%	91.6%
长期投资	314	314	314	314	314
固定资产	1,619	1,498	1,375	1,375	1,249
% 总资产	11.6%	8.1%	5.9%	5.9%	4.3%
无形资产	480	399	315	315	231
非流动资产	2,965	2,788	2,611	2,611	2,420
% 总资产	21.2%	15.1%	11.2%	11.2%	8.4%
<b>资产总计</b>	<b>13,953</b>	<b>18,463</b>	<b>23,228</b>	<b>23,228</b>	<b>28,919</b>
短期借款		807	0	0	0
应付款项	1,323	975	1,027	1,027	1,053
其他流动负债	1,273	1,273	1,273	1,273	1,273
流动负债	3,402	2,248	2,300	2,300	2,326
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	357	357	357	357	357
<b>负债</b>	<b>3,759</b>	<b>2,605</b>	<b>2,657</b>	<b>2,657</b>	<b>2,683</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>9,703</b>	<b>14,892</b>	<b>19,099</b>	<b>19,099</b>	<b>24,231</b>
少数股东权益	491	966	1,471	1,471	2,005
<b>负债股东权益合计</b>	<b>13,953</b>	<b>18,463</b>	<b>23,228</b>	<b>23,228</b>	<b>28,919</b>

## 比率分析

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>每股指标</b>					
每股收益 (元)		2.02	2.73	2.91	3.07
每股净资产 (元)		5.42	8.32	10.68	13.55
每股经营现金净流 (元)		1.93	2.99	3.28	3.20
每股股利 (元)		0.02	0.00	0.55	0.21
<b>回报率</b>					
净资产收益率		37.31%	32.81%	27.21%	22.70%
总资产收益率		28.47%	29.04%	24.55%	20.86%
投入资本收益率		77.47%	60.71%	64.39%	69.58%
<b>增长率</b>					
营业总收入增长率		248.62%	26.64%	3.59%	4.32%
EBIT 增长率		5134.43%	34.24%	6.02%	5.74%
净利润增长率		5267.65%	34.97%	6.36%	5.81%
总资产增长率		73.20%	32.32%	25.81%	24.50%
<b>资产管理能力</b>					
应收账款周转天数		42.7	35.0	32.0	33.5
存货周转天数		50.6	67.7	59.5	60.7
应付账款周转天数		64.2	55.0	50.0	52.5
固定资产周转天数		68.4	53.1	47.2	41.3
<b>偿债能力</b>					
净负债/股东权益		-55.30%	-71.56%	-81.29%	-87.21%
EBIT 利息保障倍数		117.0	106.9	136.1	153.0
资产负债率		26.94%	14.11%	11.44%	9.28%

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。