

## 方大炭素（600516）/钢铁

## 供给持续承压，石墨电极下行压力不减

**评级：持有（下调）**

市场价格：25.9

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

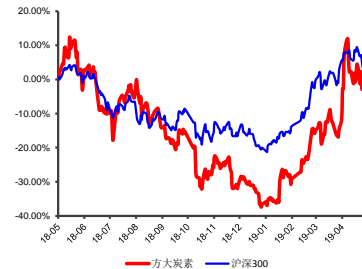
电话：021-20315223

研究助理：曹云

电话：021-20315766

**基本状况**

总股本(百万股)	1,807
流通股本(百万股)	1,772
市价(元)	25.90
市值(百万元)	46,801
流通市值(百万元)	45,895

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

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

**公司盈利预测及估值**

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,350	11,651	6,941	7,101	7,325
增长率 yoy%	248.62%	39.52%	-40.43%	2.31%	3.15%
净利润	3,620	5,593	2,675	2,754	2,873
增长率 yoy%	5267.65	54.48%	-52.17%	2.94%	4.32%
每股收益(元)	2.00	3.09	1.48	1.52	1.59
每股现金流量	1.91	3.16	2.58	1.15	2.07
净资产收益率	37.31%	44.30%	17.40%	15.19%	13.68%
P/E	12.93	8.37	17.50	17.00	16.30
PEG	-1.37	-0.42	0.05	-1.80	-0.82
P/B	4.82	3.71	3.05	2.58	2.23

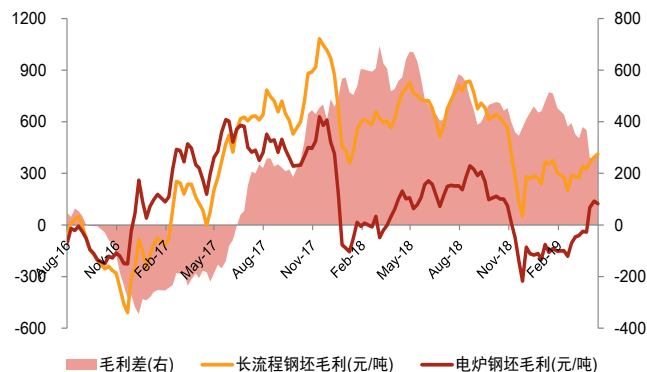
备注：

**投资要点**

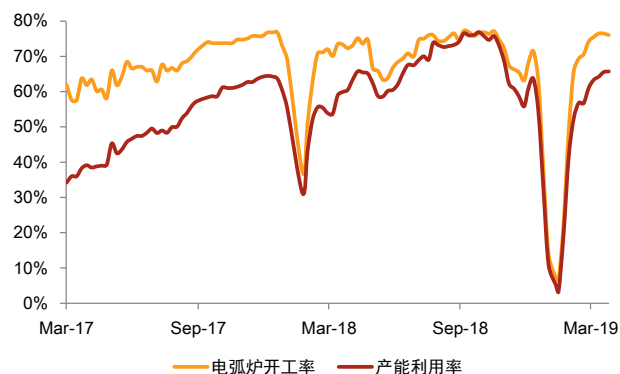
- 业绩概要：**公司发布 2018 年年度报告，全年实现营业收入 116.5 亿元，同比增长 39.5%；实现归属上市公司股东净利润 55.9 亿元，同比增长 54.5%；扣非后归母净利润为 55.3 亿元，同比增长 58.1%。报告期内 EPS 为 3.21 元，单季度 EPS 分别为 1.06 元、0.71 元、0.76 元和 0.59 元。公司拟以总股本为基数，每 10 股转增 4.9 股，转增后公司总股本变更为 26.9 亿股；为满足生产经营和项目建设的资金需求，今年不分红。同时公司发布 2019 年第一季度报告，实现营业收入 18.0 亿元，同比降低 48.9%；实现归属上市公司股东净利润 7.1 亿元，同比降低 65.3%，折合 EPS 为 0.39 元；
- 需求端整体维持高位：**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，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。2018 年 4 月至 11 月随着钢价企稳反弹以及原材料价格回落，电炉盈利有所反弹，开工率及产能利用率稳步抬升，对应石墨电极需求稳中有增。但随着去年 11 月份钢价由于环保限产放松大幅杀跌，以及废钢价格相对维持高位，电弧炉盈利快速收缩，叠加春节假期因素，电弧炉开工率和产能利用率一度跌至个位数。但随着节后钢价企稳抬升，以及废钢价格回落，电弧炉生产强度重回高位；
- 供给端持续增压，石墨电极下行压力不减：**受 2017 年石墨电极市场上涨效应的影响，以及 2018 年 3 月份开始采暖季限产压制力度的减弱，石墨电极产量逐步反弹，2018-2019 年采暖季限产一定程度限制了供给释放，但随着限产解除，今年 3 月份产量再创新高。据百川资讯统计，2018 年炼钢用石墨电极产量 70.3 万吨，同比增长 27%，2019 年一季度石墨电极产量 20.4 万吨，同比大幅增长 45%。虽然需求端整体维持高位，但随着产能端限制性政策的减弱，供需关系持续弱化，产品价格步入下行通道。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 2018 年年初分别大幅下挫 61%、74%、68%。当前公司炭素制品产量基本已达到 18 万吨产能上限，受产品价格下跌影响，去年三季度开始营业收入和盈利已显著下滑。2018 年公司财务费用同比降低 223%，主要原因为报告期内利息收入增加；
- 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蓉光炭素有限责任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：**供给端持续增压导致石墨电极供需关系显著恶化，产品价格下行情况下，公司盈利下滑趋势显现。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，但行业产能端约束的减弱仍将持续增压。预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.48 元、1.52 元和 1.59 元，对应 PE 分别为 18X、17X 和 16X，下调评级至“持有”；
- 风险提示：**电弧炉生产强度下滑，石墨电极供给端投放压力。

**图表 1: 供给端限制性政策减弱产量持续反弹**

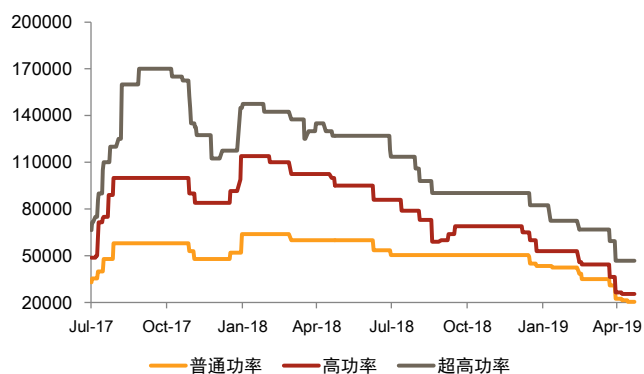

来源: 百川资讯, 中泰证券研究所

**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: 电弧炉生产情况**


来源: Mysteel, 中泰证券研究所

**图表 4: 石墨电极产品价格走势(元/吨)**


来源: 百川资讯, 中泰证券研究所

**图表 5: 单季度财务数据比较**

	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
营业收入(百万元)	1121	3416	3121	3522	2561	3093	2475	1801
营业成本(百万元)	506	357	630	594	558	969	780	859
销售费用(百万元)	47	57	47	42	38	57	47	54
管理费用(百万元)	117	750	170	415	229	275	145	148
研发费用(百万元)						5	4	8
财务费用(百万元)	2	2	33	13	-40	-2	-21	-9
利润总额(百万元)	432	2116	2187	2432	1683	1750	1423	863
所得税费用(百万元)	56	348	432	403	326	296	274	123
净利润(百万元)	376	1768	1756	2029	1357	1453	1149	740
EPS	0.20	0.90	0.90	1.06	0.71	0.76	0.59	0.39
毛利率	54.8%	89.6%	79.8%	83.1%	78.2%	68.7%	68.5%	52.3%
三项费用率	14.8%	23.7%	8.0%	13.3%	8.9%	10.8%	7.0%	11.2%
所得税率	12.9%	16.4%	19.7%	16.6%	19.4%	16.9%	19.3%	14.2%
净利润率	33.5%	51.8%	56.3%	57.6%	53.0%	47.0%	46.4%	41.1%

来源: 中泰证券研究所

图表 6: 财务数据预测

损益表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	8,350	11,651	6,941	7,101	7,325
增长率	248.6%	39.5%	-40.4%	2.3%	3.2%
营业成本	-1,955	-2,901	-2,565	-2,579	-2,614
% 销售收入	23.4%	24.9%	36.9%	36.3%	35.7%
毛利	6,395	8,750	4,376	4,522	4,711
% 销售收入	76.6%	75.1%	63.1%	63.7%	64.3%
营业税金及附加	-166	-198	-118	-121	-125
% 销售收入	2.0%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
营业费用	-193	-185	-111	-114	-117
% 销售收入	2.3%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
管理费用	-1,120	-1,054	-694	-710	-732
% 销售收入	13.4%	9.0%	10.0%	10.0%	10.0%
息税前利润 (EBIT)	4,916	7,313	3,453	3,578	3,737
% 销售收入	58.9%	62.8%	49.8%	50.4%	51.0%
财务费用	-41	51	29	0	10
% 销售收入	0.5%	-0.4%	-0.4%	0.0%	-0.1%
资产减值损失	38	54	45	49	47
公允价值变动收益	-43	-38	0	0	0
投资收益	9	59	60	60	47
% 税前利润	0.2%	0.8%	1.7%	1.6%	1.2%
营业利润	4,878	7,438	3,587	3,688	3,841
营业利润率	58.4%	63.8%	51.7%	51.9%	52.4%
营业外收支	3	-43	-12	-2	-4
税前利润	4,881	7,396	3,575	3,686	3,836
利润率	58.5%	63.5%	51.5%	51.9%	52.4%
所得税	-858	-1,300	-620	-638	-666
所得税率	17.6%	17.6%	17.4%	17.3%	17.4%
净利润	3,972	5,988	2,864	2,949	3,076
少数股东损益	352	395	189	195	203
归属于母公司的净利润	3,620	5,593	2,675	2,754	2,873
净利率	43.4%	48.0%	38.5%	38.8%	39.2%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	3,972	5,988	2,864	2,949	3,076
加: 折旧和摊销	205	229	214	225	227
资产减值准备	38	54	0	0	0
公允价值变动损失	43	38	0	0	0
财务费用	58	6	-29	0	-10
投资收益	-9	-59	-60	-60	-47
少数股东损益	352	395	189	195	203
营运资金的变动	-2,671	-2,046	1,669	-1,041	490
经营活动现金净流	3,459	5,714	4,658	2,072	3,736
固定资本投资	121	-87	-60	-60	-50
投资活动现金净流	-3,400	-765	63	63	60
股利分配	-3,399	-3,399	0	0	0
其他	3,478	-60	-571	0	10
筹资活动现金净流	79	-3,458	-571	0	10
现金净流量	138	1,491	4,150	2,135	3,806

资产负债表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,617	3,150	7,299	9,435	13,240
应收款项	3,981	3,170	1,843	2,956	2,164
存货	1,406	2,187	1,802	1,801	2,057
其他流动资产	3,984	4,347	4,358	4,348	4,362
流动资产	10,988	12,854	15,302	18,541	21,823
% 总资产	78.8%	79.9%	83.5%	86.9%	89.5%
长期投资	314	572	572	572	572
固定资产	1,619	1,639	1,505	1,368	1,230
% 总资产	11.6%	10.2%	8.2%	6.4%	5.0%
无形资产	480	417	305	183	62
非流动资产	2,965	3,238	3,020	2,792	2,552
% 总资产	21.2%	20.1%	16.5%	13.1%	10.5%
资产总计	13,953	16,091	18,322	21,332	24,375
短期借款	807	670	0	0	0
应付款项	1,323	1,024	990	1,052	1,019
其他流动负债	1,273	534	534	534	534
流动负债	3,402	2,228	1,524	1,586	1,553
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	357	350	350	350	350
负债	3,759	2,578	1,874	1,936	1,903
普通股股东权益	9,703	12,626	15,371	18,125	20,998
少数股东权益	491	887	1,077	1,271	1,474
负债股东权益合计	13,953	16,091	18,322	21,332	24,375

比率分析					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标</b>					
每股收益 (元)	2.00	3.09	1.48	1.52	1.59
每股净资产 (元)	5.37	6.99	8.50	10.03	11.62
每股经营现金净流 (元)	1.91	3.16	2.58	1.15	2.07
每股股利 (元)	1.88	1.88	0.00	0.00	0.00
<b>回报率</b>					
净资产收益率	37.31%	44.30%	17.40%	15.19%	13.68%
总资产收益率	28.47%	37.21%	15.63%	13.82%	12.62%
投入资本收益率	77.47%	67.28%	27.08%	34.13%	32.48%
<b>增长率</b>					
营业总收入增长率	248.62%	39.52%	-40.43%	2.31%	3.15%
EBIT增长率	5134.43%	50.26%	-52.36%	3.47%	4.13%
净利润增长率	5267.65%	54.48%	-52.17%	2.94%	4.32%
总资产增长率	73.20%	15.33%	13.86%	16.43%	14.26%
<b>资产管理能力</b>					
应收账款周转天数	42.7	26.2	35.0	32.0	33.5
存货周转天数	50.6	55.5	103.5	91.3	94.8
应付账款周转天数	64.2	42.6	55.0	50.0	52.5
固定资产周转天数	68.4	50.3	81.5	72.8	63.8
<b>偿债能力</b>					
净负债/股东权益	-22.61%	-49.05%	-57.35%	-68.25%	-70.87%
EBIT利息保障倍数	117.0	-143.2	-120.8	-38,344.8	-391.0
资产负债率	26.94%	16.02%	10.23%	9.08%	7.81%

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。