

## 公允价值变动损益拖累业绩，炭素项目稳步推进

2022 年 09 月 01 日

► **事件概述：**公司发布 2022 年中报：2022 上半年公司实现营收 26.71 亿元，同比增长 13%；归母净利润 3.41 亿元，同比减少 32.14%；扣非归母净利润 4.18 亿元，同比减少 8.7%。分季度看，2022Q2，公司实现营收 15.22 亿元，同比增长 6.16%、环比增长 32.47%；归母净利润 3.07 亿元，同比减少 17%、环比增加 811%；扣非归母净利润 2.93 亿元，同比减少 9%、环比增加 135%。

► **点评：积极调整产品结构，Q2 毛利率同比仅下滑 0.46pct**

- 量：积极调整产品结构，22H1 石墨电极产量 8.4 万吨，炭砖产量 1.3 万吨。**上半年公司实现炭素制品产量 10.1 万吨，其中石墨电极 8.4 万吨，炭砖 1.3 万吨，铁精粉产量为 18.8 万吨。在上半年电炉开工大幅下滑，原料强势的局面下，公司积极调整产品结构，炭砖产量增长（上半年 1.3 万吨，2021 年整年 1.9 万吨），石墨电极产量预计有所下滑。
- 价：原料价格强势，22H1 毛利率同比下滑 1.47pct，至 31.22%。**上半年原料价格强势，其中石油焦价格同比+56%，针状焦价格同比+42%，而公司主要产品石墨电极价格同比+24%。下游电炉受废钢回收等问题制约开工率仅为 56%（去年同期 71%），石墨电极需求不佳。公司积极调整产品结构，加大炭砖产量，22H1 毛利率 31.22%，同比下滑 1.47pct。Q2 毛利率 34%，同比仅下滑 0.46pct。

► **未来核心看点：产能释放+石墨电极需求好转，公司业绩将稳步回升**

- 废钢回收趋于正常，电炉开工有望回升，带动石墨电极需求好转。**疫情等因素对废钢回收冲击逐步减缓，下半年电炉开工有望回升，公司石墨电极出货将逐步回暖。电炉炼钢吨 CO<sub>2</sub> 排放仅为 0.5 吨左右，不到高炉炼钢排放的 1/4，政策鼓励电炉钢发展，石墨电极需求空间广阔。
- 超高功率石墨电极项目陆续投产，龙头地位更加稳固。**随着合肥炭素 5 万吨迁建项目，眉山方大 5 万吨新建项目，成都蓉光 2.5 万吨迁建项目，龙头地位更加稳固。产品结构上，由于投产石墨电极项目主要是超高功率产品系列，未来公司高端石墨电极产品占比将进一步提升。
- 等静压石墨逐步放量，业绩贡献预计将稳步抬升。**子公司成都炭材是国内生产等静压石墨制品质量好、规格大、产量高的专业研发生产企业。公司当前等静压石墨产能 1 万吨，总规划产能 3 万吨，随着后期产能逐步投放，业绩贡献预计将稳步抬升。

► **投资建议：**公司多个在建项目逐步释放产能，石墨电极需求空间广阔，公司业绩释放可期。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润依次 9.15/14.32/19.79 亿元，对应现价，2022-2024 年 PE 依次为 29/19/13 倍，维持公司“推荐”评级。

► **风险提示：**电炉炼钢发展不及预期；项目进展不及预期；原料价格大幅波动。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	4,652	5,564	7,463	9,694
增长率 (%)	31.4	19.6	34.1	29.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,085	915	1,432	1,979
增长率 (%)	98.1	-15.7	56.5	38.2
每股收益 (元)	0.28	0.24	0.38	0.52
PE	24	29	19	13
PB	1.8	1.7	1.6	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 8 月 31 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

6.97 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 张航

执业证书：S0100522080002

邮箱：zhanghang@mszq.com

分析师 张建业

执业证书：S0100522080006

邮箱：zhangjianye@mszq.com

研究助理 孙二春

执业证书：S0100121120036

邮箱：sunerchun@mszq.com

### 相关研究

1. 方大炭素 (600516.SH) 2021 年年报点评：产能释放+石墨电极价格回升，公司业绩大幅增长-2022/04/24

2. 【民生金属】方大炭素 (600516) 公司深度研究报告：双碳驱动+产能释放，石墨电极龙头再起航-2022/02/09

# 目录

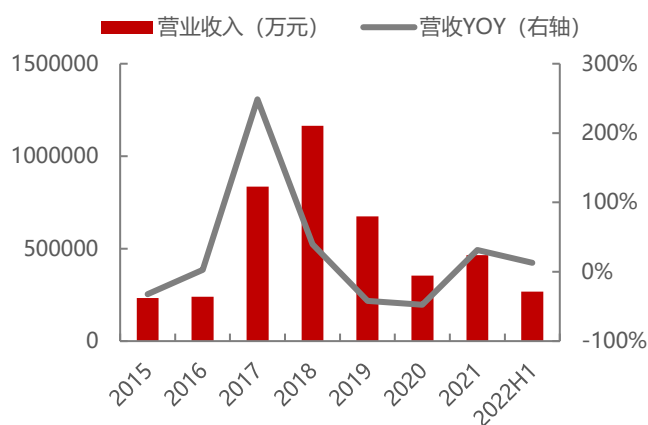
1 事件概述：2022 上半年归母净利润同比-32.14%.....	3
2 点评：积极调整产品结构，Q2 毛利率同比仅下滑 0.46pct .....	4
2.1 原料价格表现强势，公司积极调整产品结构.....	4
2.2 Q2 毛利同比增加 2341 万元，投资收益、信用减值损失拖累业绩 .....	7
3 核心看点：产能释放+石墨电极需求好转，公司业绩将稳步回升 .....	7
4 盈利预测与投资建议 .....	9
5 风险提示 .....	10
插图目录 .....	12
表格目录 .....	12

# 1 事件概述:2022 上半年归母净利润同比-32.14%

**公司发布 2022 年半年报:** 2022 上半年, 公司实现营收 26.71 亿元, 同比增长 13%; 归母净利润 3.41 亿元, 同比减少 32.14%; 扣非归母净利润 4.18 亿元, 同比减少 8.7%。

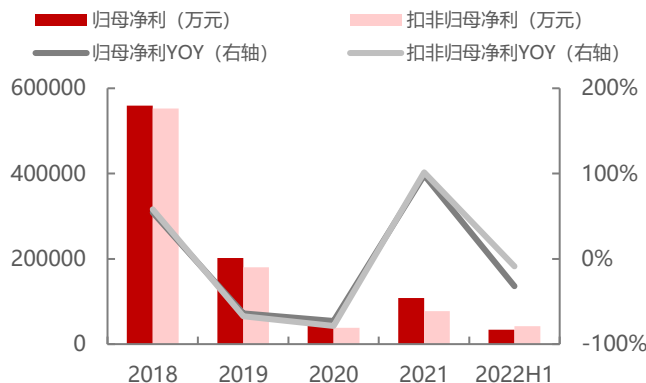
**分季度看,** 2022Q2, 公司实现营收 15.22 亿元, 同比增长 6.16%、环比增长 32.47%; 归母净利润 3.07 亿元, 同比减少 17%、环比增加 811%; 扣非归母净利润 2.93 亿元, 同比减少 9%、环比增加 135%。

**图1: 2022H1 公司营收同比+13%**



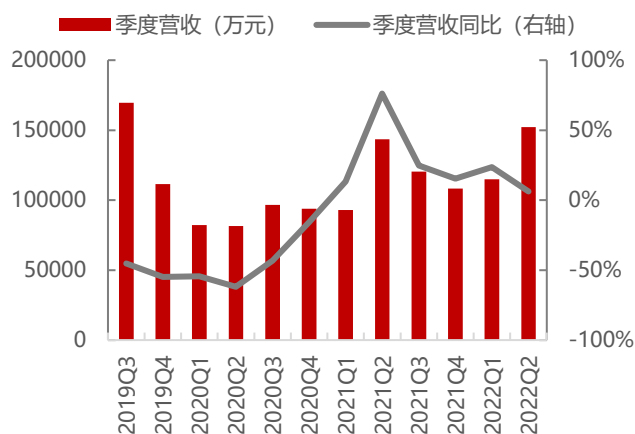
资料来源: wind, 民生证券研究院

**图2: 2022H1 公司归母净利润同比-32.14%**



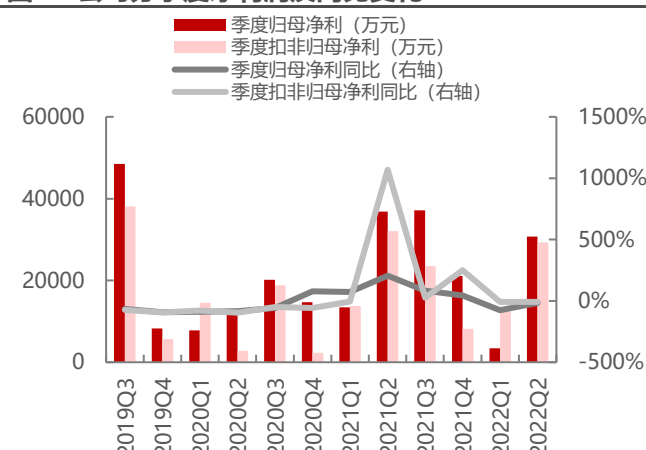
资料来源: wind, 民生证券研究院

**图3: 公司分季度营业收入及同比变化**



资料来源: wind, 民生证券研究院

**图4: 公司分季度净利润及同比变化**



资料来源: wind, 民生证券研究院

## 2 点评：积极调整产品结构，Q2 毛利率同比仅下滑 0.46pct

### 2.1 原料价格表现强势，公司积极调整产品结构

**量：**积极调整产品结构，22H1 石墨电极产量 8.4 万吨，炭砖产量 1.3 万吨。

上半年公司实现炭素制品产量 10.1 万吨，其中石墨电极 8.4 万吨，炭砖 1.3 万吨，铁精粉产量为 18.8 万吨。在上半年电炉开工大幅下滑，原料强势的局面下，公司积极调整产品结构，炭砖产量增长（上半年 1.3 万吨，2021 年整年 1.9 万吨），石墨电极产量 8.4 万吨。

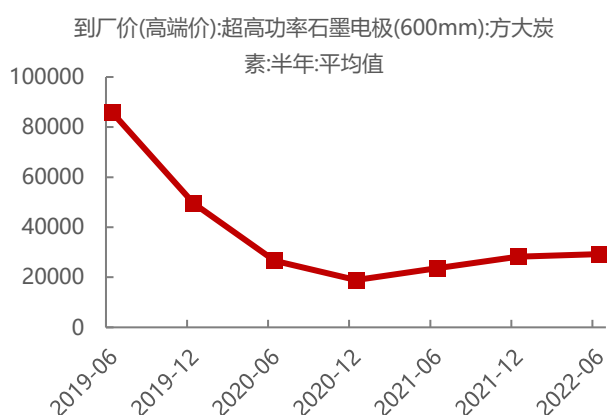
**价：**原料价格强势，22H1 毛利率同比下滑 1.47pct，至 31.22%。上半年原料价格强势，其中石油焦价格同比+56%，针状焦价格同比+42%，而公司主要产品石墨电极价格同比+24%。下游电炉受废钢回收等问题制约开工率仅为 56%（去年同期 71%），石墨电极需求不佳。此外，上半年铁精粉走势偏弱，铁精粉价格同比-15.69%，抚顺莱河矿业实现净利润 0.55 亿元，同比大幅下滑 47%。对此，公司积极调整产品结构，加大毛利率更高的炭砖产量，22H1 毛利率 31.22%，同比下滑 1.47pct。Q2 毛利率 34%，同比仅下滑 0.46pct。

表 1：公司主要产品产量情况（单位：万吨）

类别	2019 年	2020 年	2021 年	2022H1
炭素制品	19.41	18.44	19.79	10.1
铁精粉	135.38	50.24	31.90	18.8

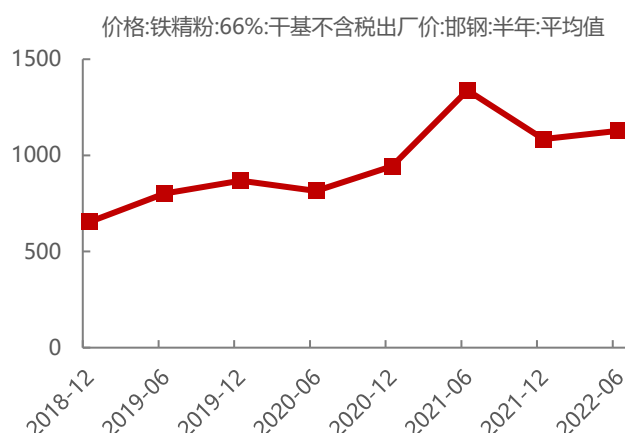
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图5：2022H1 石墨电极价格同比+24%（单位：元/吨）



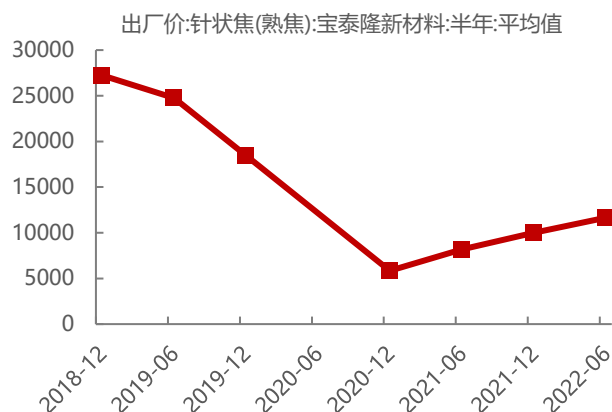
资料来源：wind，民生证券研究院（截至 2022 年 8 月 29 日）

图6：2022H1 年铁精粉价格同比-15.69%（单位：元/吨）



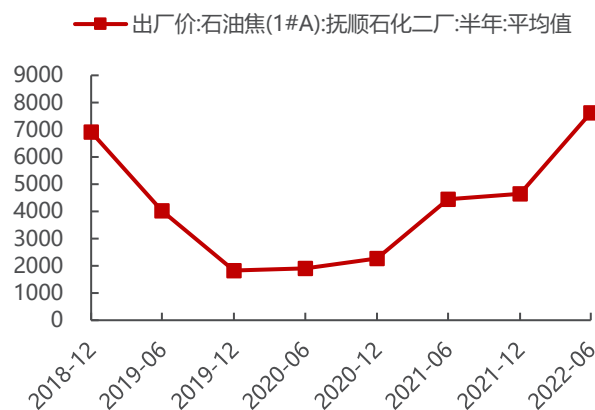
资料来源：wind，民生证券研究院

图7: 2022H1 针状焦价格同比+42% (单位: 元/吨)



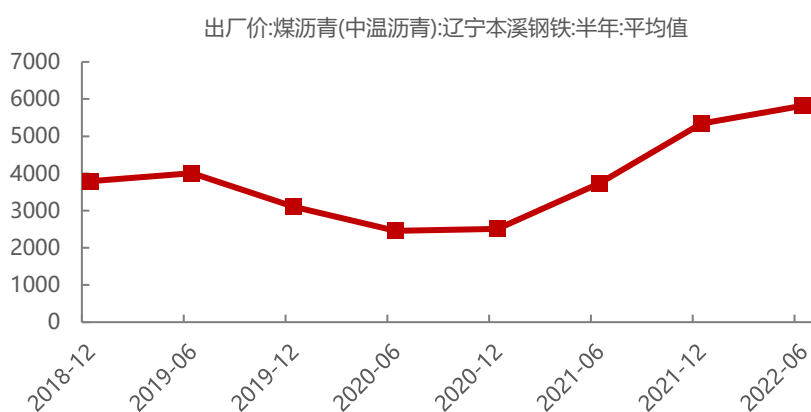
资料来源: wind, 民生证券研究院

图8: 2022H1 石油焦价格同比+72% (单位: 元/吨)



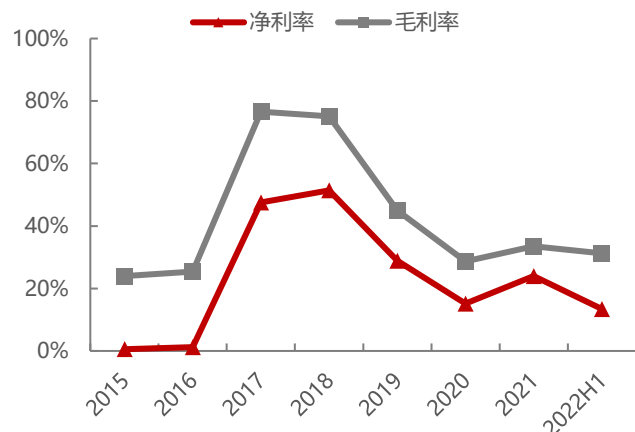
资料来源: wind, 民生证券研究院

图9: 2022H1 煤沥青价格同比+56% (单位: 元/吨)



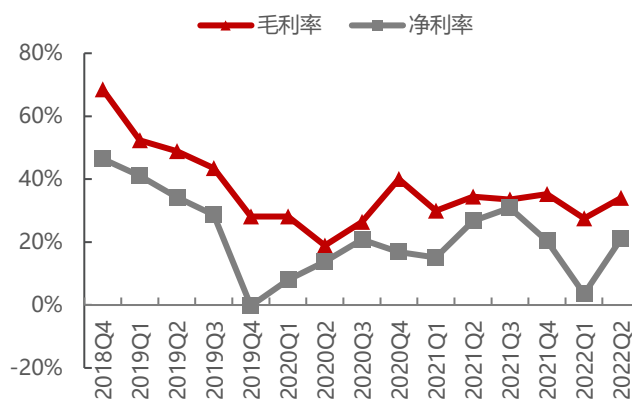
资料来源: wind, 民生证券研究院

图10: 2022H1 公司毛利率同比下滑 1.47pct



资料来源: wind, 民生证券研究院

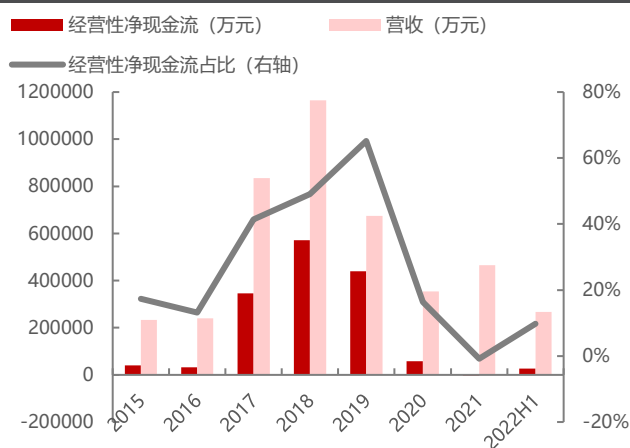
图11: 2022Q2 毛利率同比下滑 0.46pct



资料来源: wind, 民生证券研究院

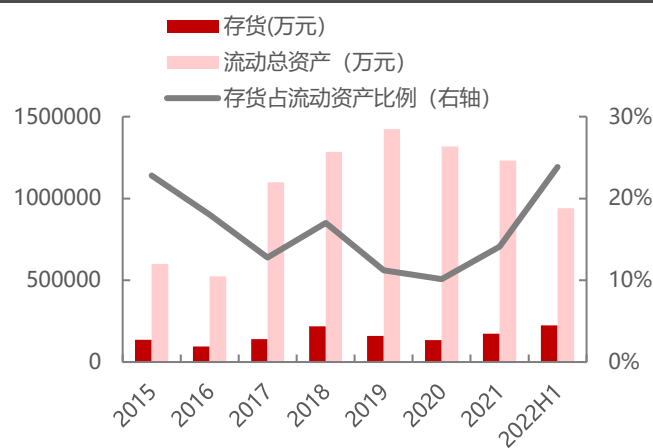
**22H1 经营性现金流净流入 2.60 亿元，较上年同期减少 55.85%。**上半年原料价格大幅上涨，公司购买原料、工程物资增加，22H1 存货同比大幅增长+51.14%，至 22.41 亿元，导致 22H1 公司经营性现金流同比大幅减少 55.85%，至 2.60 亿元。

**图12：2022H1 年公司经营性现金流净流入 2.6 亿元**



资料来源：wind，民生证券研究院

**图13：2022H1 存货同比+51.14%**

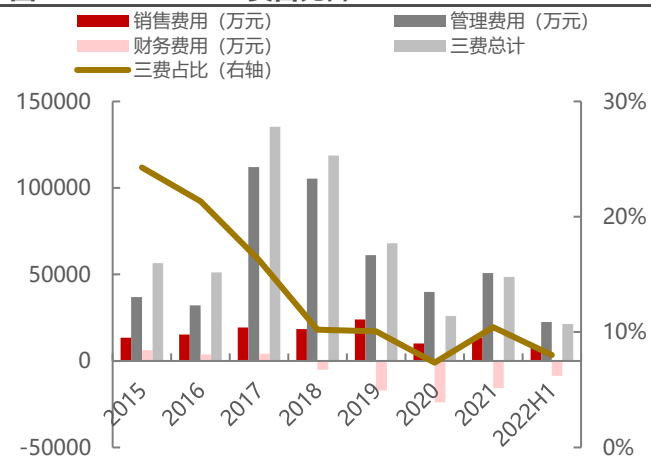


资料来源：wind，民生证券研究院

**2022H1 三费占比降至 8.01%。**公司 2022H1 年三费同比-0.74%，至 2.14 亿元，三费费用率同比下降 1.11pct 至 8.01%。其中销售费用同比增加 15.57%至 0.74 亿元，主要是销售量增加所致；财务费用增加 0.82 亿元，主要是公司的利息收入增加所致；管理费用同比增加 1.45%，变化较小。

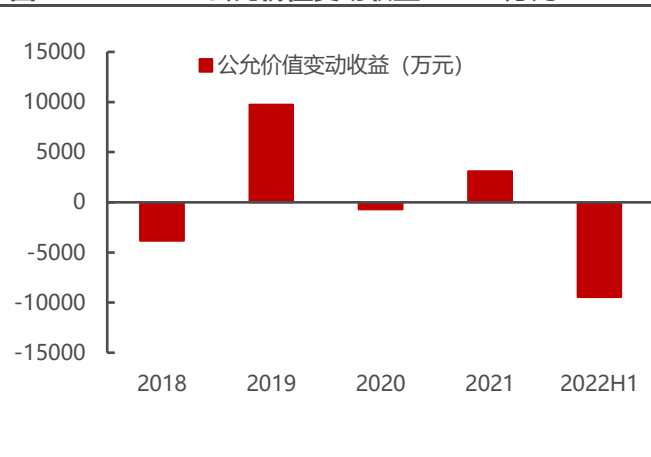
**2022H1 公允价值变动收益-9435 万元。**公司上半年公允价值变动收益-9435 万元（去年同期 5501 万元），主要是交易性金融资产公允价值下降所致。分季度看，22Q1 公允价值变动收益-14514 万元，22Q2 公允价值变动收益 5079 万元。

**图14：2022H1 三费占比降至 8.01%**



资料来源：wind，民生证券研究院

**图15：2022H1 公允价值变动收益-9435 万元**



资料来源：wind，民生证券研究院



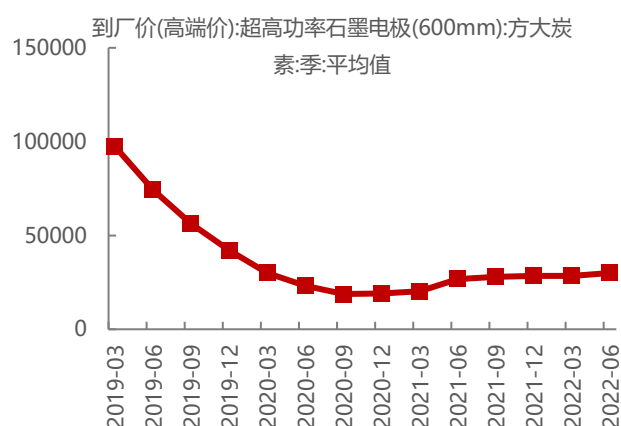
## 2.2 Q2 毛利同比增加 2341 万元，投资收益、信用减值损失拖累业绩

### 失拖累业绩

**22Q2 归母净利润同比下降 17%。**2022 年二季度公司实现归母净利润 3.07 亿元，同比减少 17%、环比增加 811%；扣非归母净利润 2.93 亿元，同比减少 9%、环比增加 135%。

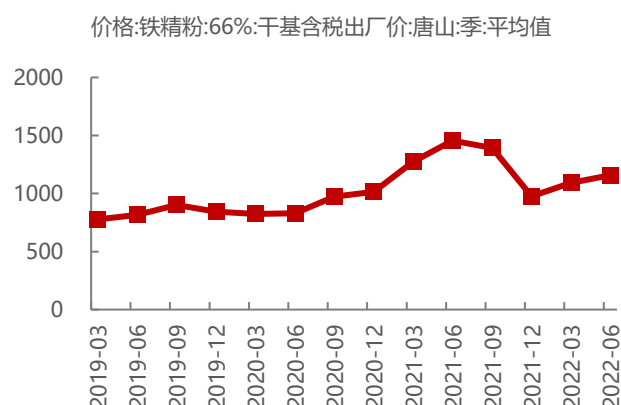
**Q2 毛利同比增加 2341 万元，投资收益、信用减值损失拖累业绩。**2022Q2 原料价格依旧强势，石油焦价格同比+79%，针状焦价格同比+42%，而石墨电极价格仅上涨 12%。公司积极调整产品结构，深挖降本潜力，Q2 实现毛利 5.17 亿元，同比增加 2341 万元。但由于投资收益（同比-7220 万元）、信用减值损失（同比-3042 万元）拖累，导致 Q2 归母净利润同比-17%。

图16： 22Q2 石墨电极价格小幅走高（单位：元/吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

图17： 铁精粉季度价格（单位：元/吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

## 3 核心看点：产能释放+石墨电极需求好转，公司业绩将稳步回升

**废钢回收趋于正常，电炉开工有望回升，带动石墨电极需求好转。**疫情等因素对废钢回收冲击逐步减缓，下半年电炉开工有望回升，公司石墨电极出货将逐步回暖。电炉炼钢吨 CO<sub>2</sub> 排放仅为 0.5 吨左右，不到高炉炼钢排放的 1/4，为有效减少钢铁行业碳排放，政策鼓励电炉钢占比提升，“十四五”末电炉钢产量占粗钢产量比重有望达到 20%，石墨电极需求空间广阔。

**超高功率石墨电极项目陆续投产，龙头地位更加稳固。**截至 2021 年，公司拥有石墨电极产能 21.4 万吨（包括宝方炭材料的 4.9 万吨权益产能），炭砖 3 万吨，在国内处于龙头地位。随着合肥炭素 5 万吨迁建项目，眉山方大 5 万吨新建项目，成都蓉光 2.5 万吨迁建项目，龙头地位更加稳固。产品结构上，由于投产石墨电极

项目主要是超高功率产品系列，未来公司高端石墨电极产品占比将进一步提升。

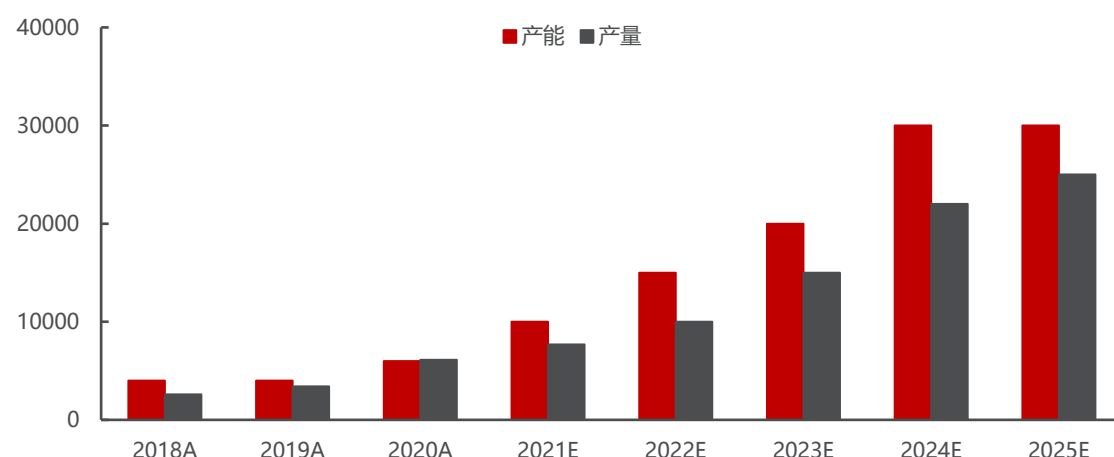
**表 2：公司炭素项目投资建设情况**

项目实施公司	项目类型	总产能 (万吨)	新增产能 (万吨)	项目进度	产品
合肥方大	迁建	5	3	43.51%	超高功率石墨电极
眉山方大	新建	5	5	53%	超高功率石墨电极
成都蓉光	迁建	2.5	0.5	96%	超高功率石墨电极
成都炭素	新建	3	3	37%	特种石墨

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**成都炭素 3 万吨产能逐步投产释放产量，对公司业绩贡献将稳步抬升。**公司全资子公司成都炭素是目前中国生产等静压石墨制品质量好、规格大、产量高的专业研发生产企业。公司当前等静压石墨产能 1 万吨，总规划产能 3 万吨，随着后期产能逐步投放，业绩贡献预计将稳步抬升。

**图18：预计成都炭素等静压石墨项目逐步放量（单位：吨）**



资料来源：辽宁方大集团实业有限公司 2022 年度跟踪评级报告，公司公告，公司官网，民生证券研究院预测



## 4 盈利预测与投资建议

公司多个在建项目逐步释放产能, 石墨电极需求空间广阔, 公司业绩释放可期。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润依次 9.15/14.32/19.79 亿元, 对应现价, 2022-2024 年 PE 依次为 29/19/13 倍, 维持公司“推荐”评级。

## 5 风险提示

**1) 电炉炼钢发展不及预期。**一方面能耗双控等政策可能影响电炉钢开工率,另一方面,废钢回收量存在不确定性,有可能影响电炉炼钢发展。

**2) 公司石墨电极产能投放不及预期。**公司石墨电极部分工序需要采购海外设备,疫情、物流等原因有可能影响设备安装调试进程。

**3) 原材料价格大幅波动。**上游石油焦、针状焦等受原油、煤炭等大宗商品价格影响,价格波动较大。

### 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4,652	5,564	7,463	9,694
营业成本	3,093	3,724	4,916	6,214
营业税金及附加	74	89	119	155
销售费用	134	156	202	252
管理费用	507	473	634	824
研发费用	70	111	149	194
EBIT	773	1,056	1,518	2,152
财务费用	-156	-177	-171	-199
资产减值损失	-41	-28	-22	-24
投资收益	413	39	60	87
营业利润	1,349	1,159	1,774	2,452
营业外收支	-18	-5	2	2
利润总额	1,331	1,154	1,776	2,454
所得税	215	196	284	393
净利润	1,116	958	1,492	2,061
归属于母公司净利润	1,085	915	1,432	1,979
EBITDA	1,014	1,389	1,878	2,547

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	7,756	3,806	4,136	5,122
应收账款及票据	609	851	1,063	1,362
预付款项	160	194	223	285
存货	1,738	2,332	2,825	3,275
其他流动资产	2,055	2,527	3,049	3,950
流动资产合计	12,318	9,709	11,296	13,994
长期股权投资	2,468	7,168	7,268	7,068
固定资产	2,242	2,498	2,710	2,893
无形资产	455	448	441	435
非流动资产合计	6,185	11,131	11,437	11,415
资产合计	18,503	20,840	22,734	25,408
短期借款	398	448	498	548
应付账款及票据	745	1,511	1,785	2,141
其他流动负债	965	1,127	1,405	1,713
流动负债合计	2,108	3,087	3,689	4,402
长期借款	0	400	200	100
其他长期负债	644	644	644	644
非流动负债合计	644	1,044	844	744
负债合计	2,752	4,131	4,533	5,147
股本	3,806	3,806	3,806	3,806
少数股东权益	986	1,029	1,089	1,171
股东权益合计	15,751	16,709	18,200	20,262
负债和股东权益合计	18,503	20,840	22,734	25,408

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	31.44	19.62	34.13	29.88
EBIT 增长率	102.77	36.53	43.76	41.79
净利润增长率	98.11	-15.66	56.54	38.20
盈利能力 (%)				
毛利率	33.51	33.07	34.13	35.90
净利润率	23.32	16.44	19.19	20.41
总资产收益率 ROA	5.86	4.39	6.30	7.79
净资产收益率 ROE	7.35	5.83	8.37	10.37
偿债能力				
流动比率	5.84	3.15	3.06	3.18
速动比率	4.92	2.31	2.22	2.36
现金比率	3.68	1.23	1.12	1.16
资产负债率 (%)	14.87	19.82	19.94	20.26
经营效率				
应收账款周转天数	36.66	43.21	42.15	41.03
存货周转天数	178.84	198.31	191.03	178.34
总资产周转率	0.25	0.28	0.34	0.40
每股指标 (元)				
每股收益	0.28	0.24	0.38	0.52
每股净资产	3.88	4.12	4.50	5.02
每股经营现金流	-0.01	0.23	0.29	0.35
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	24	29	19	13
PB	1.8	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	19.17	17.16	12.44	8.76
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1,116	958	1,492	2,061
折旧和摊销	241	334	360	395
营运资金变动	-998	-531	-687	-1,043
经营活动现金流	-38	860	1,106	1,331
资本开支	-151	-576	-556	-560
投资	656	-4,615	-145	165
投资活动现金流	3,724	-5,239	-598	-275
股权募资	3	0	0	0
债务募资	177	450	-150	-50
筹资活动现金流	-1,766	429	-178	-70
现金净流量	1,923	-3,950	330	985

## 插图目录

图 1: 2022H1 公司营收同比+13%	3
图 2: 2022H1 公司归母净利润同比-32.14%	3
图 3: 公司分季度营业收入及同比变化	3
图 4: 公司分季度净利润及同比变化	3
图 5: 2022H1 石墨电极价格同比+24% (单位: 元/吨)	4
图 6: 2022H1 年铁精粉价格同比-15.69% (单位: 元/吨)	4
图 7: 2022H1 针状焦价格同比+42% (单位: 元/吨)	5
图 8: 2022H1 石油焦价格同比+72% (单位: 元/吨)	5
图 9: 2022H1 煤沥青价格同比+56% (单位: 元/吨)	5
图 10: 2022H1 公司毛利率同比下滑 1.47pct	5
图 11: 2022Q2 毛利率同比下滑 0.46pct	5
图 12: 2022H1 年公司经营性现金流净流入 2.6 亿元	6
图 13: 2022H1 存货同比+51.14%	6
图 14: 2022H1 三费占比降至 8.01%	6
图 15: 2022H1 公允价值变动收益-9435 万元	6
图 16: 22Q2 石墨电极价格小幅走高 (单位: 元/吨)	7
图 17: 铁精粉季度价格 (单位: 元/吨)	7
图 18: 预计成都炭素等静压石墨项目逐步放量 (单位: 吨)	8

## 表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司主要产品产量情况 (单位: 万吨)	4
表 2: 公司炭素项目投资建设情况	8
公司财务报表数据预测汇总	11

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026