

节能降碳政策推动电炉钢发展，期待公司业绩回暖

2024年12月31日

► **电炉钢利润低位，年内石墨电极价格走弱。** 尽管汽车、家电等制造业需求维持高景气，但房地产需求仍较为低迷，基建需求由于总项目数下滑，开工率不及往年同期水平，钢材需求同比下行，钢材价格回落，电炉钢利润走低，钢厂阶段性减停产，压制石墨电极需求，石墨电极行业整体表现惨淡，年内价格走弱。

► **公司前三季度业绩有所承压。** 电炉钢开工率低位，石墨电极出货受阻，叠加价格走弱，公司前三季度业绩承压。2024Q1-3，公司实现归母净利润 2.57 亿元，同比-33.23%；扣非归母净利润 1.67 亿，同比-48.43%。

► **节能降碳政策有望在 2025 年大力推动电炉钢发展，石墨电极需求或将逐步回暖。** 《钢铁行业节能降碳专项行动计划》要求 2025 年底电炉钢占比力争达到 15%。5 月 27 日，国家发展改革委、工业和信息化部、生态环境部、市场监管总局、国家能源局等部门印发《钢铁行业节能降碳专项行动计划》，要求到 2025 年底，废钢利用量达到 3 亿吨，电炉钢产量占粗钢总产量比例力争提升至 15%。此外，9 月 9 日，生态环境部办公厅发布关于公开征求《全国碳排放权交易市场覆盖水泥、钢铁、电解铝行业工作方案（征求意见稿）》意见的函，旨在通过市场机制优化碳减排资源配置，降低全社会碳减排成本，并推动建成更加有效、更有活力、更具国际影响力的碳市场。节能降碳政策有望在 2025 年大力推动电炉钢发展。2025 年电炉钢产量有望突破 1.3 亿度。根据鑫椏资讯估算 2025 年电炉钢产量在政策带动下，有望增长 27%，达到 1.34 亿吨，石墨电极需求或将逐步回暖。

核心看点

(1) **超高功率石墨电极项目陆续投产，公司龙头地位更加稳固。** 随着合肥炭素 5 万吨迁建项目，眉山方大 5 万吨新建项目逐步投产，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。

(2) **特种石墨逐步放量。** 公司全资子公司成都炭材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，总规划产能 3 万吨，随着后期产能逐步投放，业绩贡献有望抬升。

► **投资建议：** 基于当前石墨电极行业现状，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润依次为 3.31/4.46/5.68 亿元，对应现价，2024-2026 年 PE 依次为 61/45/35 倍。节能降碳政策有望推动电炉钢发展加速，石墨电极需求向好，公司作为石墨电极龙头，新增产能逐步投放，未来将受益于行业回暖，维持公司“推荐”评级。

► **风险提示：** 项目不及预期，原料涨价超预期，下游需求不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	5,132	4,328	5,161	5,966
增长率 (%)	-3.5	-15.7	19.3	15.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	416	331	446	568
增长率 (%)	-50.4	-20.5	34.9	27.3
每股收益 (元)	0.10	0.08	0.11	0.14
PE	48	61	45	35
PB	1.2	1.2	1.2	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 12 月 30 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

4.98 元

**分析师 邱祖学**

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 孙二春

执业证书：S0100523120003

邮箱：sunerchun@mszq.com

相关研究

1. 方大炭素 (600516.SH) 2022 年年报点评：石墨电极需求好转+特种石墨放量，公司业绩释放可期-2023/04/17

2. 方大炭素 (600516.SH) 2022 年业绩快报点评：非经常性损益助力 22Q4 业绩大幅回升，炭素项目逐步释放产能-2023/03/08

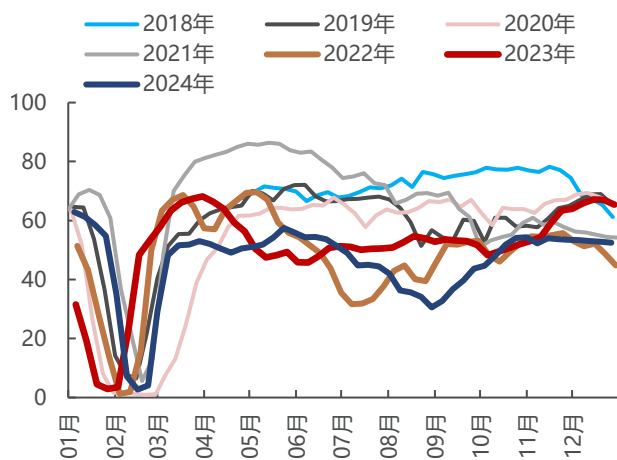
目录

1 石墨电极价格走低，业绩承压	3
2 节能降碳政策有望在 2025 年大力推动电炉钢发展	5
3 公司作为石墨电极龙头，受益于行业回暖	7
4 盈利预测与投资建议	8
5 风险提示	9
插图目录	11
表格目录	11

1 石墨电极价格走低，业绩承压

电炉钢利润低位，年内石墨电极价格走弱。尽管汽车、家电等制造业需求维持高景气，但房地产需求仍较为低迷，基建需求由于总项目数下滑，开工率不及往年同期水平，钢材需求同比下行，钢材价格回落，电炉钢利润走低，钢厂阶段性减停产，压制石墨电极需求，石墨电极行业整体表现惨淡，年内价格走弱。

图1：国内电炉钢开工率（单位：%）



资料来源：Mysteel，民生证券研究院

图2：国内电炉钢利润承压（单位：元/吨）



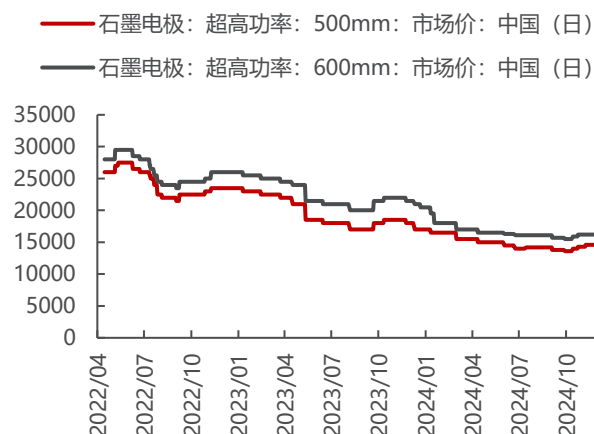
资料来源：Mysteel，民生证券研究院

图3：低硫石油焦价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Mysteel，民生证券研究院

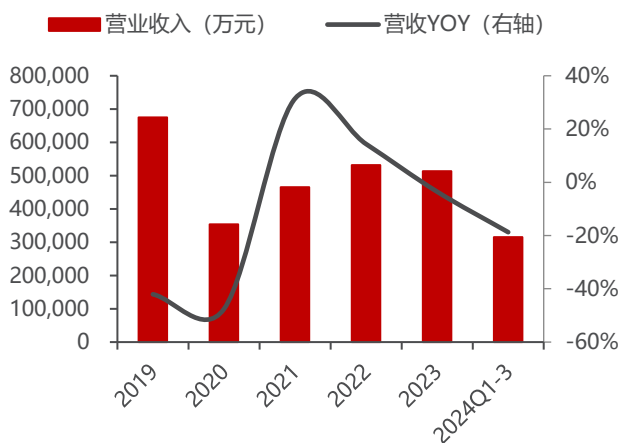
图4：石墨电极价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Mysteel，民生证券研究院

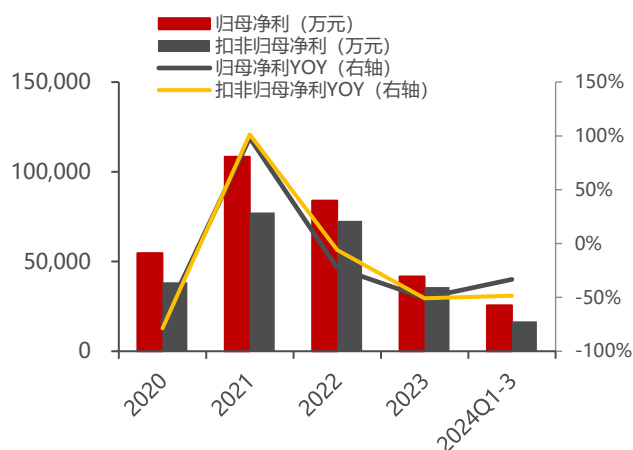
公司前三季度业绩有所承压。电炉钢开工率低，石墨电极出货受阻，叠加价格走弱，公司前三季度业绩承压。2024Q1-3，公司实现归母净利润 2.57 亿元，同比-33.23%；扣非归母净利润 1.67 亿，同比-48.43%。

图5：2024Q1-3，公司营收同比下降 19%



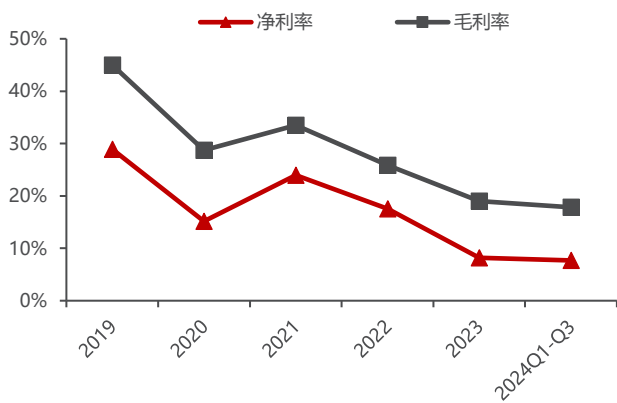
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：2024Q1-3，公司归母净利润同比下滑 33%



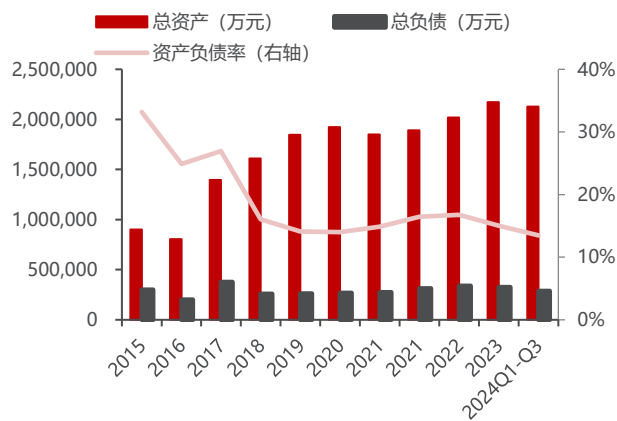
资料来源：wind，民生证券研究院

图7：公司毛利率、净利率情况



资料来源：wind，民生证券研究院

图8：公司资产负债率低位



资料来源：wind，民生证券研究院

2 节能降碳政策有望在 2025 年大力推动电炉钢发展

电炉炼钢碳排放量不到高炉炼钢的 1/4。生产钢铁主要有高炉（长流程）与电炉（短流程）两种路径。长流程主要采用铁矿石、冶金焦为原料，核心设备为高炉。短流程主要采用废钢为原料，核心设备为电弧炉。根据王国军等《电炉钢与转炉钢成本比较》分析，高炉炼钢吨钢 CO₂ 排放达到 2.2 吨，而电炉炼钢吨钢 CO₂ 排放仅为 0.5 吨左右，不到高炉炼钢排放的 1/4。

表1：高炉与电炉炼钢 CO₂ 排放、能耗等指标对比

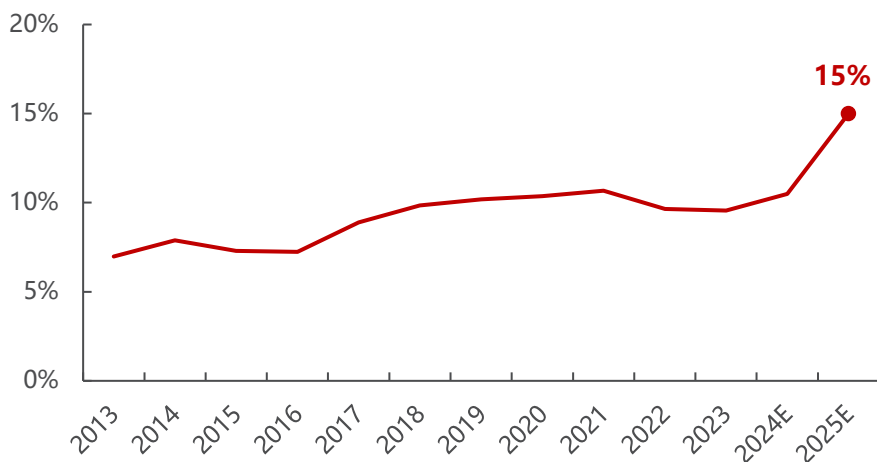
类别	高炉-转炉长流程	电炉短流程
吨钢 CO ₂ 排放/kg	2200	500
原料到钢水能耗（吨钢标煤）	15.8	9.48
建设周期（年）	2	0.6

资料来源：电炉钢与转炉钢成本比较，民生证券研究院

国内电炉炼钢发展缓慢，2023 年电炉炼钢占比不到 10%。受制于废钢资源回收质量参差不齐，电力成本竞争力不强等原因，2023 年国内电炉炼钢占比仅 9.6%，据鑫椏资讯测算，2024 年电炉钢占比缓慢增长至 10.5%。

《钢铁行业节能降碳专项行动计划》要求 2025 年底电炉钢占比力争达到 15%。5 月 27 日，国家发展改革委、工业和信息化部、生态环境部、市场监管总局、国家能源局等部门印发《钢铁行业节能降碳专项行动计划》，要求到 2025 年底，废钢利用量达到 3 亿吨，电炉钢产量占粗钢总产量比例力争提升至 15%。此外，9 月 9 日，生态环境部办公厅发布关于公开征求《全国碳排放权交易市场覆盖水泥、钢铁、电解铝行业工作方案（征求意见稿）》意见的函，旨在通过市场机制优化碳减排资源配置，降低全社会碳减排成本，并推动建成更加有效、更有活力、更具国际影响力的碳市场。节能降碳政策有望在 2025 年大力推动电炉钢发展。

图9：中国电炉钢占比（单位：%）



资料来源：Mysteel，鑫椏资讯，《钢铁行业节能降碳专项行动计划》，民生证券研究院

2025 年电炉钢产量有望突破 1.3 亿吨，石墨电极需求有望逐步回暖。根据鑫椏资讯估算 2025 年电炉钢产量在政策带动下，有望增长 27%，达到 1.34 亿吨，石墨电极需求有望逐步回暖。

图10：2025 年电炉钢产量有望超过 1.3 亿吨



资料来源：鑫椏资讯，民生证券研究院

3 公司作为石墨电极龙头，受益于行业回暖

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 万吨新建项目逐步投产，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。

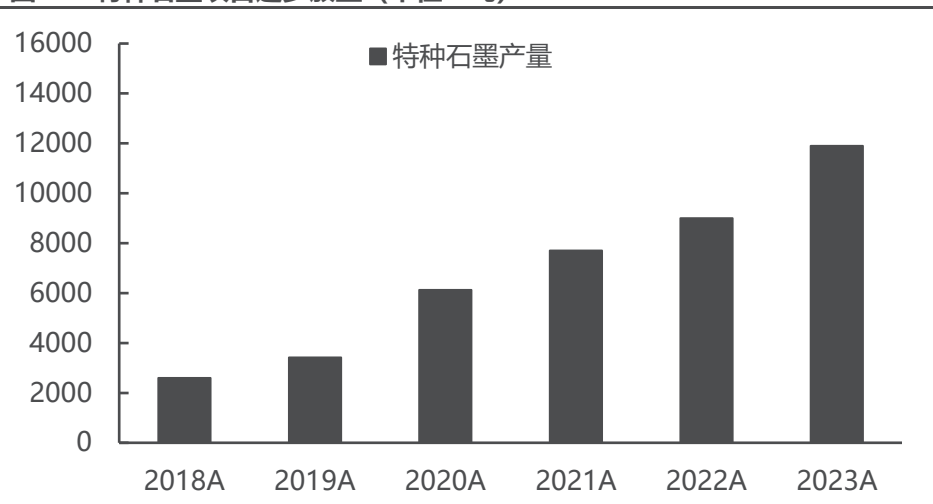
表2：公司炭素项目投资建设情况

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
合肥炭素	迁建	5	3	99%	超高功率石墨电极
眉山方大	新建	5	5	98%	超高功率石墨电极
成都蓉光	迁建	2.5	0.5	已投产	超高功率石墨电极
成都炭材	新建	3	3	50%	特种石墨

资料来源：公司公告，民生证券研究院（注：项目进度截至 2024 年年中）

特种石墨逐步放量。公司全资子公司成都炭材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，总规划产能 3 万吨，随着后期产能逐步投放，业绩贡献有望抬升。

图11：特种石墨项目逐步放量（单位：吨）



资料来源：辽宁方大集团实业有限公司 2024 年度跟踪评级报告，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

基于当前石墨电极行业现状，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润依次为 3.31/4.46/5.68 亿元，对应现价，2024-2026 年 PE 依次为 61/45/35 倍。节能降碳政策有望推动电炉钢发展加速，石墨电极需求向好，公司作为石墨电极龙头，新增产能逐步投放，未来将受益于行业回暖，维持公司“推荐”评级。

表3：方大炭素盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	5,132	4,328	5,161	5,966
增长率 (%)	-3.5	-15.7	19.3	15.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	416	331	446	568
增长率 (%)	-50.4	-20.5	34.9	27.3
每股收益 (元)	0.10	0.08	0.11	0.14
PE	48	61	45	35
PB	1.2	1.2	1.2	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 12 月 30 日收盘价）

5 风险提示

1) 项目不及预期: 公司石墨电极部分工序需要采购海外设备, 物流等原因有可能影响设备安装调试进程, 此外公司基于石墨电极行业现状, 有可能放缓产能建设, 公司新增产能投放可能不及预期。

2) 原料涨价超预期: 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。

3) 下游需求不及预期: 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

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5,132	4,328	5,161	5,966
营业成本	4,155	3,577	4,151	4,663
营业税金及附加	61	61	65	75
销售费用	120	117	124	143
管理费用	382	346	387	447
研发费用	90	78	90	104
EBIT	318	197	383	575
财务费用	-136	-145	-163	-160
资产减值损失	-66	-60	-22	-24
投资收益	152	9	26	12
营业利润	519	432	600	775
营业外收支	-7	1	2	2
利润总额	512	433	602	777
所得税	91	95	133	179
净利润	421	338	470	598
归属于母公司净利润	416	331	446	568
EBITDA	632	581	786	1,004

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	6,191	6,206	6,555	7,067
应收账款及票据	1,565	1,248	1,476	1,606
预付款项	86	107	125	140
存货	1,867	1,545	1,822	1,878
其他流动资产	962	1,071	1,108	1,188
流动资产合计	10,672	10,177	11,087	11,878
长期股权投资	6,775	6,775	6,775	6,775
固定资产	2,666	2,643	2,652	2,635
无形资产	443	448	453	457
非流动资产合计	11,036	11,103	11,101	11,073
资产合计	21,708	21,280	22,187	22,951
短期借款	431	631	831	1,031
应付账款及票据	866	823	1,068	1,134
其他流动负债	883	1,055	1,197	1,330
流动负债合计	2,180	2,509	3,097	3,495
长期借款	638	738	788	838
其他长期负债	447	447	447	447
非流动负债合计	1,085	1,185	1,235	1,285
负债合计	3,265	3,694	4,332	4,780
股本	4,026	4,026	4,026	4,026
少数股东权益	1,369	1,375	1,399	1,429
股东权益合计	18,442	17,587	17,855	18,171
负债和股东权益合计	21,708	21,280	22,187	22,951

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-3.54	-15.67	19.26	15.59
EBIT 增长率	-56.14	-38.11	94.32	50.23
净利润增长率	-50.44	-20.53	34.94	27.26
盈利能力 (%)				
毛利率	19.03	17.35	19.57	21.84
净利润率	8.11	7.64	8.65	9.52
总资产收益率 ROA	1.92	1.55	2.01	2.47
净资产收益率 ROE	2.44	2.04	2.71	3.39
偿债能力				
流动比率	4.89	4.06	3.58	3.40
速动比率	3.98	3.39	2.94	2.82
现金比率	2.84	2.47	2.12	2.02
资产负债率 (%)	15.04	17.36	19.52	20.83
经营效率				
应收账款周转天数	38.11	47.00	45.00	45.00
存货周转天数	180.47	175.00	150.00	145.00
总资产周转率	0.25	0.20	0.24	0.26
每股指标 (元)				
每股收益	0.10	0.08	0.11	0.14
每股净资产	4.24	4.03	4.09	4.16
每股经营现金流	0.21	0.33	0.17	0.24
每股股利	0.00	0.03	0.05	0.07
估值分析				
PE	48	61	45	35
PB	1.2	1.2	1.2	1.2
EV/EBITDA	23.41	25.43	18.81	14.73
股息收益率 (%)	0.00	0.64	1.00	1.41

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	421	338	470	598
折旧和摊销	313	384	403	429
营运资金变动	149	663	-199	-111
经营活动现金流	856	1,347	678	951
资本开支	-130	-443	-391	-391
投资	741	-90	0	0
投资活动现金流	809	-386	-317	-331
股权募资	1,464	0	0	0
债务募资	372	300	250	250
筹资活动现金流	1,511	-945	-12	-109
现金净流量	3,177	15	349	511

插图目录

图 1: 国内电炉钢开工率 (单位: %)	3
图 2: 国内电炉钢利润承压 (单位: 元/吨)	3
图 3: 低硫石油焦价格走势 (单位: 元/吨)	3
图 4: 石墨电极价格走势 (单位: 元/吨)	3
图 5: 2024Q1-3, 公司营收同比下降 19%	4
图 6: 2024Q1-3, 公司归母净利润同比下滑 33%	4
图 7: 公司毛利率、净利率情况	4
图 8: 公司资产负债率低位	4
图 9: 中国电炉钢占比 (单位: %)	6
图 10: 2025 年电炉钢产量有望超过 1.3 亿吨	6
图 11: 特种石墨项目逐步放量 (单位: 吨)	7

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 高炉与电炉炼钢 CO ₂ 排放、能耗等指标对比	5
表 2: 公司炭素项目投资建设情况	7
表 3: 方大炭素盈利预测与财务指标	8
公司财务报表数据预测汇总	10

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。本报告清晰准确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。	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获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048