

方大炭素（600516）/金属非金属新材料
环保限产助力一季度盈利向好
评级：增持（维持）

市场价格：25.87

分析师：葛慧

执业证书编号：S0740510120023

Email: duhui@r.qlzq.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

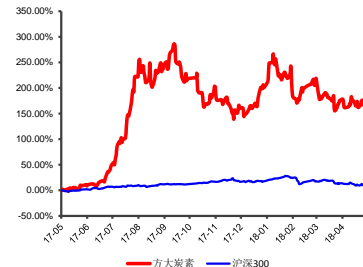
电话：021-20315223

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)	25.87
市值(百万元)	46,281
流通市值(百万元)	44,471

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 供需偏紧格局延续，盈利维持高位
- 2 价格涨势不断，盈利创新高
- 3 二季度盈利创上市以来记录
- 4 供需依然偏紧价格继续上涨
- 5 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	13,299	13,777	14,372
增长率 yoy%	2.78%	248.62%	59.26%	3.59%	4.32%
净利润	67	3,620	5,989	6,311	6,576
增长率 yoy%	117.48%	5267.65	65.43%	5.38%	4.19%
每股收益（元）	0.04	2.02	3.35	3.53	3.68
每股现金流量	0.18	1.93	2.82	4.47	3.73
净资产收益率	1.16%	37.31%	37.45%	29.91%	24.14%
P/E	686.09	12.78	7.73	7.33	7.04
PEG	1.34	0.58	0.01	0.01	0.32
P/B	7.93	4.77	2.89	2.19	1.70

备注：

投资要点

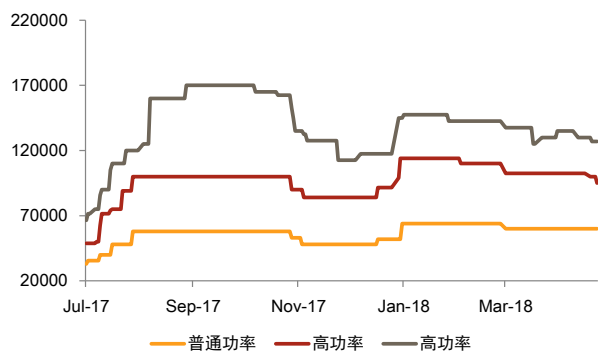
- **业绩概要：**公司发布 2018 年第一季度报告，报告期内实现营业收入 35.22 亿元，同比增长 408.4%；实现归属上市公司股东净利润 18.94 亿元，同比增长 2476.75%；扣非后归属上市公司股东净利润为 18.95 亿元，同比增长 2600.92%。对应 EPS 为 1.06 元；
- **环保限产助力一季度盈利向好：**2017 年年初以来，受益于地条钢取缔增加电弧炉取代需求，以及环保限产、生产周期、原材料供应限制三方面原因带来的供给瓶颈，导致石墨电极供需面持续偏紧，产品提价速度和幅度超市场预期，其中三季度提价速度尤其明显。但随着产品价格持续维持高位，停工的部分企业陆续恢复生产，部分产能开始放量，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。但随着采暖季环保限产启动，对“2+26”地区炭素企业限产力度重新趋严，采暖季期间石墨电极产量环比逐步减少，12 月以来价格出现反弹，一季度基本维持高位。3 月份由于环保限产压制力度逐步降低，产量开始反弹，价格小幅回落。公司作为行业龙头，生产运营稳定，且生产基地都位于环保限产范围之外，受益于产品价格上涨盈利大幅改善。2017 三季度至 2018 年一季度，公司单季度 EPS 分别为 0.9 元、0.9 元和 1.06 元，盈利环比持续改善；
- **下游维稳提供有力支撑：**近期央行降准以及政治局会议定调重新扩大内需，表明政府在外部和内部经济下行双重压力下，重新采取需求刺激手段稳定内需，地产投资有望重新抬头对冲财政支出收缩导致的基建投资下滑。短期来看，近几周库存去化顺利，旺季需求释放明显，钢价连续回升，企业盈利进一步修复。在主要下游钢铁行业基本面维稳背景下，石墨电极供给端依然健康，为产品盈利提供有力支撑；
- **关注电弧炉投产情况：**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，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。2017 年 7 月份以来，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。根据我们的测算，一季度电弧炉钢坯毛利明显低于长流程钢坯毛利，电弧炉替代性减弱。但随着近期钢价企稳反弹以及原材料价格回落，电炉钢毛利有所反弹。此外国家政策严守新增产能管控红线，前期受到市场广泛关注的四川省 1000 万吨中频炉产能置换方案撤销，也体现了新增产能面临的行政约束压力；
- **投资建议：**采暖季环保限产助力石墨电极产品价格一季度继续维持高位，公司业绩持续改善。下游钢铁行业基本面维稳为产品盈利提供有力支撑，高利润刺激下后期需关注电弧炉投产情况。预计公司 2018/19 年归母净利润为 59.89 亿元、63.11 亿元，EPS 为 3.35 元、3.53 元，对应 PE 分别为 7.7 倍、7.3 倍，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: 国内石墨电极产量

	炼钢用石墨电极(吨)	普通(吨)	高功(吨)	超高(吨)
2017年1月	43200	10505	14710	17985
2017年2月	39200	8495	13380	17325
2017年3月	39342	8121	13836	17385
2017年4月	48870	12840	16480	19550
2017年5月	44990	10080	15640	19270
2017年6月	46040	11500	14590	19950
2017年7月	50640	11500	16340	22800
2017年8月	50440	11655	16200	22585
2017年9月	51240	11230	16680	23330
2017年10月	48140	8400	16960	22780
2017年11月	45960	10155	11700	24105
2017年12月	44800	10710	10030	24060
2017年合计	552862	125191	176546	251125
2018年1月	44900	10800	10100	24000
2018年2月	45300	12540	11010	21750
2018年3月	50300	11340	12600	26360
2018年1-3月合计	140500	34680	33710	72110

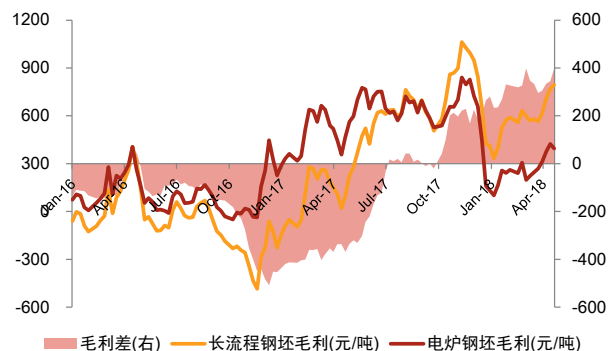
来源: 百川资讯, 中泰证券研究所

图表 2: 石墨电极产品价格走势(元/吨)



来源: 中泰证券研究所

图表 3: 长短流程钢坯毛利比较



来源: 中泰证券研究所

图表 4：财务数据预测
损益表 (人民币百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	2,395	8,350	13,299	13,777	14,372
增长率	2.8%	248.6%	59.3%	3.6%	4.3%
营业成本	-1,787	-1,955	-3,051	-3,031	-3,162
% 销售收入	74.6%	23.4%	22.9%	22.0%	22.0%
毛利	609	6,395	10,248	10,746	11,210
% 销售收入	25.4%	76.6%	77.1%	78.0%	78.0%
营业税金及附加	-56	-166	-266	-276	-287
% 销售收入	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
营业费用	-152	-193	-308	-318	-332
% 销售收入	6.4%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
管理费用	-321	-1,120	-1,782	-1,846	-1,926
% 销售收入	13.4%	13.4%	13.4%	13.4%	13.4%
息税前利润 (EBIT)	79	4,916	7,892	8,306	8,665
% 销售收入	3.3%	58.9%	59.3%	60.3%	60.3%
财务费用	-38	-41	-61	-51	-48
% 销售收入	1.6%	0.5%	0.5%	0.4%	0.3%
资产减值损失	95	38	62	62	64
公允价值变动收益	-6	-43	0	0	0
投资收益	114	9	84	86	73
% 税前利润	41.4%	0.2%	1.1%	1.0%	0.8%
营业利润	245	4,878	7,978	8,404	8,755
营业利润率	10.2%	58.4%	60.0%	61.0%	60.9%
营业外收支	30	3	23	20	21
税前利润	275	4,881	8,001	8,425	8,776
利润率	11.5%	58.5%	60.2%	61.1%	61.1%
所得税	-55	-858	-1,305	-1,375	-1,433
所得税率	20.0%	17.6%	16.3%	16.3%	16.3%
净利润	30	3,972	6,571	6,924	7,215
少数股东损益	-37	352	582	613	639
归属于母公司的净利润	67	3,620	5,989	6,311	6,576
净利率	2.8%	43.4%	45.0%	45.8%	45.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	30	3,972	6,571	6,924	7,215
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	-84	-86	-73
少数股东损益	-37	352	582	613	639
营运资金的变动	70	-2,671	-1,686	916	-719
经营活动现金净流	315	3,459	5,050	7,999	6,667
固定资本投资	51	121	-60	-60	-50
投资活动现金净流	212	-3,400	67	70	66
股利分配	-38	-38	0	-1,202	-440
其他	-1,145	117	-565	-51	-48
筹资活动现金净流	-1,183	79	-565	-1,252	-488
现金净流量	-656	138	4,552	6,816	6,245

资产负债表 (人民币百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,617	6,169	12,985	19,231	19,231
应收款项	3,981	4,885	4,984	4,955	4,955
存货	1,406	1,984	1,520	2,064	2,064
其他流动资产	3,984	4,027	3,982	4,043	4,043
流动资产	10,988	17,065	23,471	30,293	30,293
% 总资产	78.8%	86.0%	90.0%	92.6%	92.6%
长期投资	314	314	314	314	314
固定资产	1,619	1,498	1,375	1,249	1,249
% 总资产	11.6%	7.5%	5.3%	3.8%	3.8%
无形资产	480	399	315	231	231
非流动资产	2,965	2,788	2,611	2,420	2,420
% 总资产	21.2%	14.0%	10.0%	7.4%	7.4%
资产总计	13,953	19,853	26,082	32,713	32,713
短期借款	807	0	0	0	0
应付款项	1,323	1,156	1,662	1,519	1,519
其他流动负债	1,273	1,273	1,273	1,273	1,273
流动负债	3,402	2,429	2,935	2,792	2,792
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	357	357	357	357	357
负债	3,759	2,786	3,292	3,149	3,149
普通股股东权益	9,703	15,994	21,104	27,239	27,239
少数股东权益	491	1,073	1,686	2,325	2,325
负债股东权益合计	13,953	19,853	26,082	32,713	32,713

比率分析

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
每股指标					
每股收益 (元)	2.02	3.35	3.53	3.68	3.68
每股净资产 (元)	5.42	8.94	11.80	15.23	15.23
每股经营现金净流 (元)	1.93	2.82	4.47	3.73	3.73
每股股利 (元)	0.02	0.00	0.67	0.25	0.25
回报率					
净资产收益率	37.31%	37.45%	29.91%	24.14%	24.14%
总资产收益率	28.47%	33.10%	26.55%	22.05%	22.05%
投入资本收益率	77.47%	74.27%	66.76%	77.68%	77.68%
增长率					
营业总收入增长率	248.62%	59.26%	3.59%	4.32%	4.32%
EBIT 增长率	5134.43%	63.36%	5.26%	4.13%	4.13%
净利润增长率	5267.65%	65.43%	5.38%	4.19%	4.19%
总资产增长率	73.20%	42.29%	31.37%	25.43%	25.43%
资产管理能力					
应收账款周转天数	42.7	35.0	45.0	40.0	40.0
存货周转天数	50.6	45.9	45.8	44.9	44.9
应付账款周转天数	64.2	60.0	62.1	61.0	61.0
固定资产周转天数	68.4	42.2	37.5	32.9	32.9
偿债能力					
净负债/股东权益	-52.23%	-75.86%	-84.22%	-87.95%	-87.95%
EBIT 利息保障倍数	117.0	130.1	164.4	182.0	182.0
资产负债率	26.94%	14.03%	12.62%	9.63%	9.63%

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。