

# 索通发展 (603612.SH) 有色金属行业

评级：买入 维持评级

公司点评

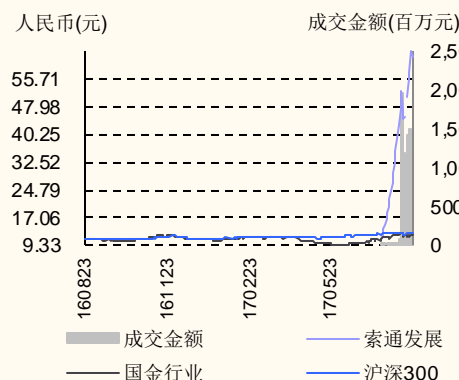
市场价格(人民币)：61.93元

## 阳极短缺愈演愈烈，盈利空间有望打开

长期竞争力评级：高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	60.20
总市值(百万元)	14,906.85
年内股价最高最低(元)	63.43/11.35
沪深300指数	3752.30
上证指数	3290.23



### 相关报告

1. 《阳极龙头恰逢其时，受益供给大幅短缺-索通发展公司深度研究》，2017.8.17

李帅华 分析师 SAC 执业编号：S1130517080002  
lishuaihua@gjzq.com.cn

廖淦 分析师 SAC 执业编号：S1130517020001  
(8675583830558)  
liaogan@gjzq.com.cn

### 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.552	0.493	2.005	2.551	3.265
每股净资产(元)	7.48	7.83	9.71	12.16	15.33
每股经营性现金流(元)	1.62	1.25	2.14	2.95	3.91
市盈率(倍)	0.00	0.00	30.89	24.27	18.97
行业优化市盈率(倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润增长率(%)	-37.95%	-10.77%	442.72%	27.26%	27.97%
净资产收益率(%)	7.38%	6.29%	20.64%	20.97%	21.30%
总股本(百万股)	180.50	180.50	240.70	240.70	240.70

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

### 业绩简评

■ 公司发布 2017 年中报，报告期内公司实现营业收入 14.19 亿元，同比增长 91.34%；实现归母净利润 2.16 亿元，同比增长 2532.83%；实现基本每股收益 1.2 元，同比增长 2300%。

### 经营分析

■ **公司业绩爆发式增长**：报告期内公司实现归母净利润 2.16 亿元，同比增长 2532.83%，归属母公司的扣非净利润 1.88 亿元，同比增长 5677.50%。公司业绩大幅增长的原因有三：一是预焙阳极价格大涨；二来公司产品销售量提升；再者公司降本提质成效显著。

1. 截至目前，华东地区预焙阳极市场价格为 3995 元/吨，较年初的 2685 元/吨涨幅接近 50%，公司预焙阳极产品报价也由年初的 3500 元涨至 4150 元，公司营收的同比增幅达到了 91.34%。
2. 同时，公司嘉峪关年产 34 万吨预焙阳极及余热发电项目投产，使得公司销售量大幅增加，报告期内公司共销售预焙阳极 45.83 万吨，同比增长 57.91%。
3. 另一方面，公司销售毛利率一直稳步上升，报告期内销售毛利率为 27.54%，较上年增长 5.24 个百分点，产品的单吨毛利为 853 元左右，较去年同期增长 25%，毛利的提升公司未来业绩增长提供保障。

■ **预焙阳极颠覆性的供给收缩，预计短缺量 10%**：2+26 区域阳极产能约占 1070 万吨，占比全国 45.2%。商用阳极 946 万吨，占比全国 75%。山东全省的环保愈演愈烈，2+26 采暖季停产政策有望面临两个超预期，一个是时间提前至 9 月底，一个是范围扩大至全省。河南地区小厂较多，大多受制于前期环保的高投入，大多会选择不开。我们预计，下半年预焙阳极市场短缺 84.3 万吨，占整体市场近 10%，若停产政策能够超预期推进，整个行业短缺程度要超过这个数字。

■ **供需矛盾+成本上涨共同推涨预焙阳极价格，公司业绩弹性巨大**：除供需短缺导致预焙阳极价格上涨的因素外，生产预焙阳极的主要原材料石油焦和煤沥青价格分别较年初上涨 48%和 72%，成本价格的上涨也支撑了预焙阳极价格的上涨。我们预计未来三个月内，预焙阳极价格有望突破 6000 元/吨。公司作为行业龙头，环保设备齐全，受停产政策影响较小，价格上涨对盈利贡献很大。

### 盈利调整

- 我们维持公司 2017/2018 公司实现净利润 4.83/6.14 亿的盈利预测。

### 投资建议

- 我们认为随着采暖季限产政策的临近，涨价预期愈发强烈，下游开始加库存，阳极价格开始加速上涨。公司作为行业龙头，产能受影响较小，同时受益行业供给大幅短缺形成的价格上涨，有望打开盈利空间。我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 2.005 元、2.551 元、3.265 元，对应当前股价的 PE 分别为 30.98 倍、24.27 倍、18.97 倍，维持“买入”评级。

### 风险

- 环保限产对预焙阳极产量的影响不及预期；预焙阳极价格上涨不及预期；原材料价格上涨高于预期。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,824</b>	<b>1,728</b>	<b>1,965</b>	<b>3,190</b>	<b>3,646</b>	<b>4,198</b>
增长率		-5.2%	13.7%	62.3%	14.3%	15.1%
主营业务成本	-1,366	-1,376	-1,531	-2,334	-2,627	-2,949
%销售收入	74.9%	79.6%	77.9%	73.2%	72.1%	70.3%
毛利	458	352	435	856	1,019	1,249
%销售收入	25.1%	20.4%	22.1%	26.8%	27.9%	29.7%
营业税金及附加	-9	-13	-23	-32	-36	-42
%销售收入	0.5%	0.8%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-65	-79	-80	-112	-128	-147
%销售收入	3.6%	4.6%	4.1%	3.5%	3.5%	3.5%
管理费用	-80	-97	-86	-96	-109	-126
%销售收入	4.4%	5.6%	4.4%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	304	163	247	617	745	934
%销售收入	16.7%	9.4%	12.6%	19.3%	20.4%	22.2%
财务费用	-78	-34	-41	-38	-10	4
%销售收入	4.3%	2.0%	2.1%	1.2%	0.3%	-0.1%
资产减值损失	-23	4	-96	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	203	133	109	579	735	938
营业利润率	11.1%	7.7%	5.6%	18.2%	20.2%	22.4%
营业外收支	5	4	8	5	5	5
税前利润	208	137	117	584	740	943
利润率	11.4%	8.0%	6.0%	18.3%	20.3%	22.5%
所得税	-36	-26	-14	-88	-111	-142
所得税率	17.3%	18.6%	12.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	172	112	103	497	629	802
少数股东损益	11	12	14	14	15	16
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>161</b>	<b>100</b>	<b>89</b>	<b>483</b>	<b>614</b>	<b>786</b>
净利率	8.8%	5.8%	4.5%	15.1%	16.8%	18.7%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	172	112	103	497	629	802
少数股东损益	11	12	14	14	15	16
非现金支出	150	126	255	186	190	193
非经营收益	67	52	22	37	19	19
营运资金变动	-181	3	-154	-205	-127	-73
<b>经营活动现金净流</b>	<b>208</b>	<b>293</b>	<b>226</b>	<b>514</b>	<b>711</b>	<b>940</b>
资本开支	-219	-285	-184	-88	-45	-35
投资	0	0	-65	-1	0	0
其他	0	4	12	0	0	0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-219</b>	<b>-281</b>	<b>-237</b>	<b>-89</b>	<b>-45</b>	<b>-35</b>
股权募资	15	0	0	466	0	0
债权募资	-15	432	-204	-664	0	1
其他	-81	-117	-108	-67	-48	-48
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-81</b>	<b>315</b>	<b>-311</b>	<b>-265</b>	<b>-48</b>	<b>-47</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-92</b>	<b>327</b>	<b>-322</b>	<b>160</b>	<b>618</b>	<b>858</b>

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	179	504	194	354	973	1,831
应收款项	566	634	634	851	973	1,120
存货	349	271	375	512	576	646
其他流动资产	45	56	99	86	97	108
流动资产	1,139	1,465	1,302	1,803	2,618	3,706
%总资产	43.7%	46.3%	41.8%	51.1%	62.3%	72.1%
长期投资	0	0	0	1	1	1
固定资产	1,298	1,471	1,645	1,543	1,395	1,234
%总资产	49.7%	46.5%	52.8%	43.7%	33.2%	24.0%
无形资产	103	121	118	126	134	142
非流动资产	1,471	1,697	1,816	1,725	1,585	1,432
%总资产	56.3%	53.7%	58.2%	48.9%	37.7%	27.9%
<b>资产总计</b>	<b>2,610</b>	<b>3,162</b>	<b>3,118</b>	<b>3,528</b>	<b>4,203</b>	<b>5,138</b>
短期借款	683	800	844	200	200	200
应付款项	172	240	345	442	498	560
其他流动负债	45	26	61	98	112	207
流动负债	900	1,066	1,249	741	810	966
长期贷款	326	640	393	393	393	394
其他长期负债	5	9	20	0	0	0
<b>负债</b>	<b>1,231</b>	<b>1,715</b>	<b>1,662</b>	<b>1,134</b>	<b>1,203</b>	<b>1,360</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,295</b>	<b>1,351</b>	<b>1,413</b>	<b>2,338</b>	<b>2,928</b>	<b>3,690</b>
少数股东权益	84	96	43	57	72	88
<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,610</b>	<b>3,162</b>	<b>3,118</b>	<b>3,528</b>	<b>4,203</b>	<b>5,138</b>

**比率分析**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.890	0.552	0.493	2.005	2.551	3.265
每股净资产	7.175	7.484	7.830	9.713	12.164	15.329
每股经营现金净流	1.152	1.622	1.253	2.136	2.954	3.905
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.100	0.100	0.100
<b>回报率</b>						
净资产收益率	12.40%	7.38%	6.29%	20.64%	20.97%	21.30%
总资产收益率	6.15%	3.15%	2.85%	13.68%	14.61%	15.30%
投入资本收益率	10.52%	4.60%	8.05%	17.55%	17.64%	18.16%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	-0.61%	-5.25%	13.74%	62.32%	14.27%	15.14%
EBIT 增长率	34.50%	-46.27%	51.22%	150.01%	20.83%	25.29%
净利润增长率	441.64%	-37.95%	-10.77%	442.72%	27.26%	27.97%
总资产增长率	0.84%	21.15%	-1.38%	13.15%	19.12%	22.25%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	78.7	97.6	85.5	70.0	70.0	70.0
存货周转天数	100.7	82.3	77.0	80.0	80.0	80.0
应付账款周转天数	55.3	47.9	62.9	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	238.6	233.1	305.4	172.9	135.5	102.8
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	60.15%	64.70%	71.62%	9.97%	-12.66%	-32.75%
EBIT 利息保障倍数	3.9	4.8	6.0	16.4	72.4	-210.6
资产负债率	47.16%	54.23%	53.30%	32.13%	28.62%	26.47%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	1	1	1	1
增持	2	3	3	3	3
中性	1	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

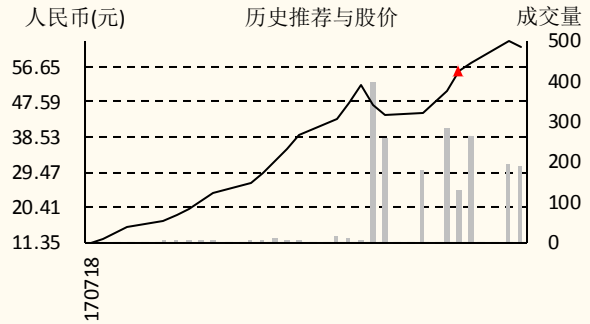
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-08-17	买入	44.91	63.80~65.00

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD