

强烈推荐-A (首次)

索通发展 603612.SH

当前股价: 62.33 元
2017年08月25日

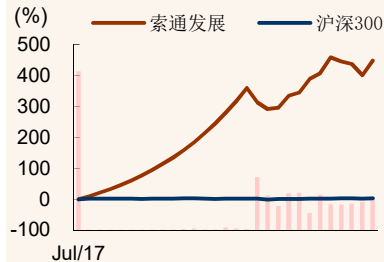
主营产品量价齐升 公司盈利持续看好

基础数据

上证综指	3332
总股本(万股)	24070
已上市流通股(万股)	6020
总市值(亿元)	150
流通市值(亿元)	38
每股净资产(MRQ)	6.6
ROE(TTM)	18.6
资产负债率	49.9%
主要股东	郎光辉
主要股东持股比例	46.92%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	275	691	691
相对表现	273	682	676



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

刘文平

liuwenping@cmschina.com.cn
S1090517030002

研究助理

刘伟洁

liuweijie@cmschina.com.cn

研究助理

黄昱颖

huangyuying@cmschina.com.cn

我们看好预焙阳极后市价格, 而索通发展作为预焙阳极行业唯一上市标的, 量价齐升下, 持续看好公司盈利。截至8月25日公司收盘价62.33元, 对应2017年的PE为30.9, 给予“强烈推荐”评级。

- **主营产品量价齐升, 公司营收大幅提高。**公司公开发股募投项目“年产34万吨焙阳极及余热发电项目”于2016年7月投产, 随着该项目逐步达产, 公司产能将增至86万吨/年。预焙阳极已从年初3400元/吨一路飙升至当前4200元/吨, 且受“2+26”城采暖季错峰生产影响, 后市价格有望再走高。公司2017年上半年报告披露营收14.19亿元, 同比增长91.34%; 归属上市公司股东净利润2.16亿元, 同比暴增2,532.83%。预计随着公司主营产品下半年量价齐升, 盈利会再创新高。
- **成本优势提升行业竞争力。**我国石油焦资源丰富, 公司与中石化签订长期供货战略合作协议, 降低原材料短缺风险。公司拥有先进的余热发电系统, 年发电量8000万度, 满足公司70%的生产、生活用电, 有效降低电力成本。公司山东生产基地被认定为高新技术企业, 所得税减至15%; 嘉峪关索通根据“西部大开发”战略, 也享受15%的所得税优惠政策。
- **客户资源优势明显。**公司作为最早从事预焙阳极出口业务的企业, 有着较好的品牌口碑与客户粘度, 建立有长期稳定的国外客户资源网, 一直以来都是国内最大的预焙阳极出口企业。国内业务方面, 公司联手酒钢集团, 建立战略合作, 提早布局西北地区。
- **“强烈推荐”评级。**通过测算, 预估公司2017-2019年每股收益分别为2.02元、2.54元与3.26元。截至8月25日公司收盘价62.33元, 对应的PE为30.9、24.6与19.1。看好预焙阳极后市价格, 给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示: 预焙阳极后市价格不及预期、新建项目达产进度不及预期。**

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1728	1965	3080	3867	4116
同比增长	-5%	14%	57%	26%	6%
营业利润(百万元)	133	109	631	796	1025
同比增长	-35%	-18%	476%	26%	29%
净利润(百万元)	100	89	485	611	784
同比增长	-38%	-11%	446%	26%	28%
每股收益(元)	0.55	0.49	2.02	2.54	3.26
PE	112.9	126.5	30.9	24.6	19.1
PB	8.3	8.0	6.7	5.5	4.5

资料来源: 公司公告、招商证券

正文目录

一、索通发展“前世今生”	4
1、发展历程	4
2、股权结构	5
3、参控股公司	6
(1) 临邑索通国际工贸有限公司	6
(2) 嘉峪关索通预焙阳极有限公司	6
(3) 嘉峪关索通炭材料有限公司	7
4、公司产业链	8
二、主营产品量价齐升，公司营收大幅提高	8
1、产能逐步释放	8
2、阳极价格持续走高	9
3、毛利率稳定，营收大增提升毛利	10
三、成本优势提升行业竞争力	11
1、我国石油焦资源丰富	11
2、先进的余热发电系统	12
3、税收优惠	13
四、客户资源优势明显	13
1、行业经营模式转变	13
2、国外客户资源网	13
3、国内战略合作	14
五、主营业务成本拆分及公司盈利测算	15
1、主营业务成本拆分	15
2、公司盈利测算	16
(1) 基本假设	16
(2) 盈利测算	16
3、风险提示	17

图表目录

图 1：“索通发展”发展历程	4
图 2：“索通发展”股权结构	5

图 3: “索通发展”公开发股后、上市前股本结构	6
图 4: “索通发展”参、控股公司	7
图 5: 公司产业链	8
图 6: 公司产能提升进程	9
图 7: 中国原铝产量与预焙阳极产量 (单位: 万吨)	9
图 8: 预焙阳极西北地区市场价格 (单位: 元/吨)	10
图 9: 公司预焙阳极毛利率历史数据	11
图 10: 公司预焙阳极生产工艺流程	12
图 11: 公司余热发电量 (单位: 万度)	12
图 12: 公司预焙阳极出口量历史数据	13
图 13: 公司出口量占总销量比重	14
图 14: 东兴铝业预焙阳极销售额国内占比	15
图 15: 索通发展历史 PE Band	错误!未定义书签。
图 16: 索通发展历史 PB Band	错误!未定义书签。
表 1: “索通发展”股权结构	5
表 2: “索通发展”控股、参股公司	7
表 3: “2+26”城采暖季错峰生产涉及地区的阳极产能	10
表 4: 公司预焙阳极业务收入占比 (单位: 百万元)	10
表 5: “索通发展”2017 年上半年主要财务指标和数据 (单位: 百万元)	11
表 6: 山东生产基地主营业务成本拆分	15
表 7: 嘉峪关生产基地主营业务成本拆分	16
表 8: 公司收入、成本结构 (单位: 百万元)	17
附: 财务预测表	18

一、索通发展“前世今生”

1、发展历程

索通发展前身为“索通临邑碳素有限公司”，由天津市索通国际工贸有限公司（350 万现金）和北京索通房地产开发有限公司（450 万现金）于 2003 年 8 月 27 日共同出资设立。

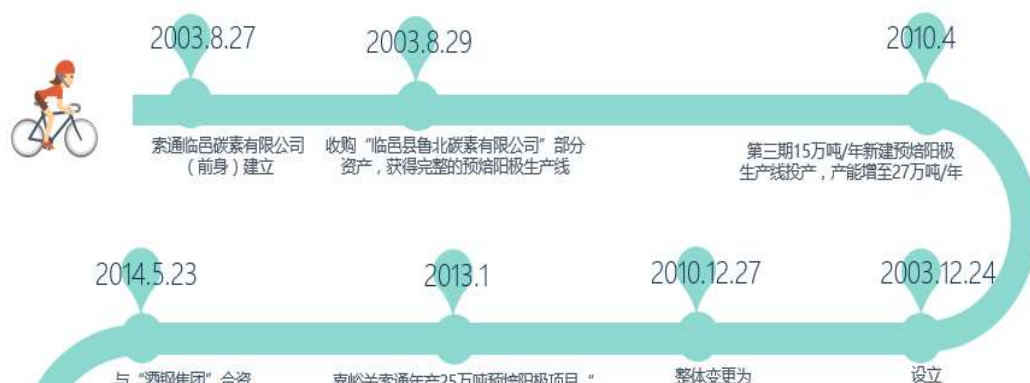
2003 年 8 月 29 日，公司收购临邑县鲁北碳素有限公司部分资产，获得完整预焙阳极生产线，完成了公司由贸易商向生产商的转型。但此时公司预焙阳极产能只有 2 万吨/年，公司主营产品仍以 OEM 外购为主。

2005 年~2010 年 4 月，公司分三期新建的预焙阳极生产线先后投产，产能提升至 27 万吨/年。此时公司主营产品转为自产为主、OEM 外购为辅。

公司于 2011 年、2014 年先后成立“嘉峪关索通预焙阳极有限公司”与“嘉峪关索通炭材料有限公司”，促使公司国内业务的发展并实现向西北扩张的战略规划。2013 年 1 月嘉峪关索通“年产 25 万吨预焙阳极项目”投产、2016 年 7 月嘉峪关碳材料“年产 34 万吨预焙阳极及余热发电项目”投产，两个大跨步实现公司产能跃至 86 万吨/年。

2017 年 7 月 18 日，公司首次公开发行股票 6020 万股，并在上交所上市（股票代码：603612.SH）。发行价格 7.88 元/股，募集资金净额 44,279 万元。募集资金运用于嘉峪关碳材料“年产 34 万吨预焙阳极及余热发电项目”及补充流动资金。

图 1：“索通发展”发展历程



资料来源：招股说明书、招商证券

2、股权结构

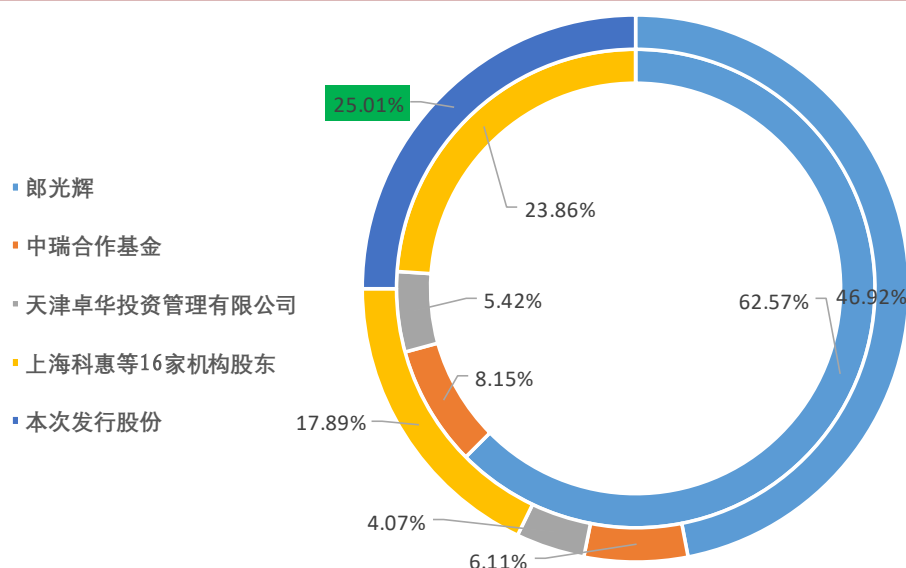
索通发展实际控制人为公司法定代表人及董事长“郎光辉”。首次公开发股前，郎光辉持股 62.57%，发行后降至 46.92%。首次公开发股后，公司总股本增至 24,070.49 万股（全为 A 股）。发行后、上市前，公司股东户数为 55248 户。

表 1：“索通发展”股权结构

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数量（股）	持股比例	持股数量（股）	持股比例
1	郎光辉	112,946,236	62.57%	112,946,236	46.92%
2	中瑞合作基金	14,713,789	8.15%	14,713,789	6.11%
3	天津卓华	9,789,230	5.42%	9,789,230	4.07%
4	上海科惠	5,349,790	2.96%	5,349,790	2.22%
5	上海熙晨	4,279,832	2.37%	4,279,832	1.78%
6	创翼德晖	4,279,832	2.37%	4,279,832	1.78%
7	德晖景远	4,018,625	2.23%	4,018,625	1.67%
8	富汇科众	3,744,853	2.07%	3,744,853	1.56%
9	浙江中胜	3,209,873	1.78%	3,209,873	1.33%
10	杭州胜辉	2,139,915	1.19%	2,139,915	0.89%
11	浦东科技	2,139,915	1.19%	2,139,915	0.89%
12	硅谷天堂	2,139,915	1.19%	2,139,915	0.89%
13	山东德泰	2,139,915	1.19%	2,139,915	0.89%
14	山东锦桥	2,139,915	1.19%	2,139,915	0.89%
15	中兴盛世	2,000,000	1.11%	2,000,000	0.83%
16	德晖宝鑫	1,878,710	1.05%	1,878,710	0.78%
17	富汇天使	1,604,937	0.89%	1,604,937	0.67%
18	烟台源创	1,050,263	0.58%	1,050,263	0.44%
19	德晖声远	939,355	0.52%	939,355	0.39%
20	本次拟发行股份	0	0	60,200,000	25.01%
	合计	180,504,900	100.00%	240,704,900	100.00%

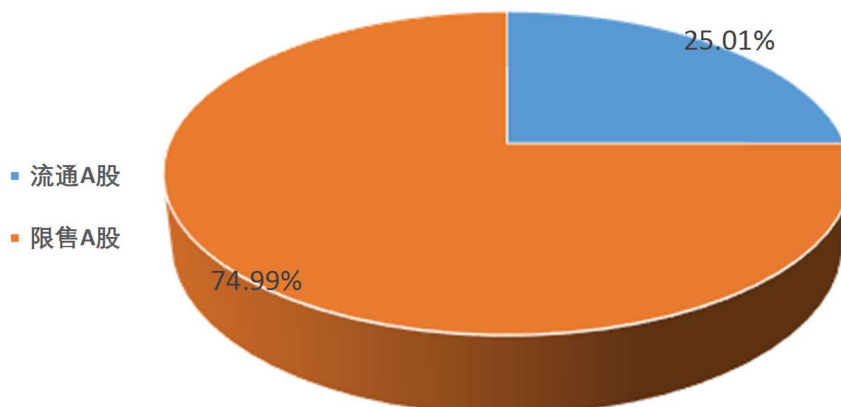
资料来源：招股说明书、招商证券

图 2：“索通发展”股权结构



资料来源：上市公告书、招商证券

图 3：“索通发展”公开发股后、上市前股本结构



资料来源：WIND、招商证券

3、参控股公司

索通发展目前共 9 家子公司，其中全资子公司 6 家、非全资控股公司 3 家。

(1) 临邑索通国际工贸有限公司

2005 年 10 月 18 日，天津索通与索通临邑（即索通发展前身）共同以现金出资 100 万元设立临邑索通国际工贸有限公司。其中，天津索通出资 80 万元，占注册资本的 80%；索通临邑出资 20 万元，占注册资本的 20%。索通工贸主要从事预焙阳极经销业务。

2006 年 3 月 1 日，索通临邑货币增资 2000 万。2008 年 5 月 7 日，天津索通将持有的索通工贸 3.81% 的股份转让给索通临邑，作价 80 万元。至此，索通工贸变更为索通临邑的全资子公司。

索通工贸设立前，公司是通过天津索通进行出口。索通工贸成立后，公司的出口业务转为由索通工贸实施。通过成立索通工贸，使公司完善了产业结构，减少了与关联方的关联交易。

(2) 嘉峪关索通预焙阳极有限公司

2010 年 12 月 24 日，索通发展现金出资 2,000 万元，成立嘉峪关索通预焙阳极有限公司。嘉峪关索通从事预焙阳极的研发、生产和销售业务，主要产品为预焙阳极。通过设立嘉峪关索通，促进公司国内业务的发展并实现向西北扩张的战略规划。

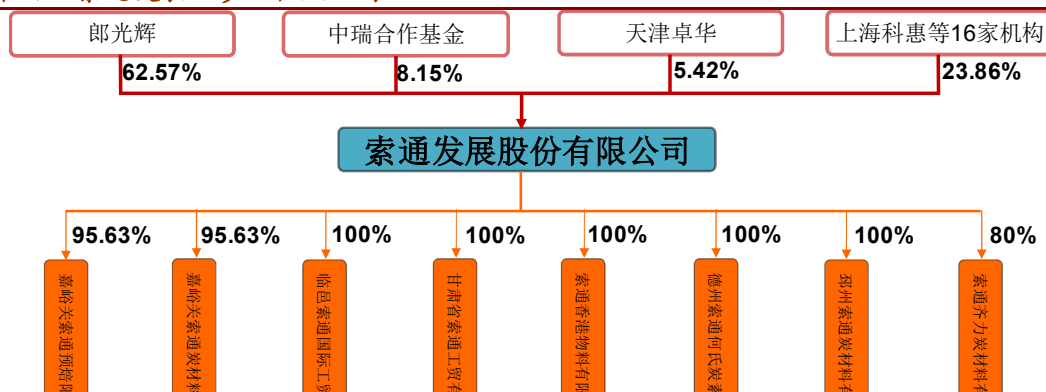
2011 年 2 月 28 日，公司货币增资 3,000 万元。2011 年 7 月 1 日，酒钢集团以经评估为 5,407.3 万元的土地使用权向嘉峪关索通增资，其中 1,351.82 万元计入实收资本，4,055.48 万元计入资本公积；索通发展以现金 25,642.12 万元对嘉峪关索通增资，其中 2,660.31 万元计入实收资本，22,981.81 万元计入资本公积。2016 年 12 月 22 日，酒钢集团向索通发展转让其所持有的嘉峪关索通预焙阳极 10.63% 股权。股权转让完成后，索通发展出资额为 8,618.3 万元，占注册资本的 95.63%。

(3) 嘉峪关索通炭材料有限公司

2014年5月23日，索通发展与酒钢集团合资成立嘉峪关索通炭材料有限公司。嘉峪关炭材料从事预焙阳极的研发、生产和销售业务，主要产品为预焙阳极。设立该子公司，是为开始实施公司“34万吨/年预焙阳极生产线建设项目”

2016年12月21日，索通发展货币资金对嘉峪关炭材料继续增资。增资完成后，嘉峪关炭材料注册资本为35,000万元，索通发展占比95.63%。

图 4：“索通发展”参、控股公司



资料来源：招股说明书、招商证券

表 2：“索通发展”控股、参股公司

序号	被参控公司	参控关系	持股比例	表决权比例	被参控公司注册资本(万元)	投资额	主营业务	是否合并报表
1	临邑索通国际工贸有限公司	子公司	100.00	100.00	2,100.00	2,100.00	预焙阳极经销业务。	是
2	嘉峪关索通预焙阳极有限公司	子公司	95.63	95.63	9,012.13	8,618.30	预焙阳极的研发、生产和销售业务	是
3	嘉峪关索通炭材料有限公司	子公司	95.63	95.63	35,000.00	33,470.00	预焙阳极的研发、生产和销售业务	是
4	索通香港物料有限公司	子公司	100.00	100.00	100.00	100.00	自营和代理石油焦和铝锭进出口业务	是
5	邳州索通炭材料有限公司	子公司	100.00	100.00	100.00	100.00	预焙阳极生产、批发、零售	是
6	临邑索通炭材料有限公司	子公司	100.00	100.00	100.00	100.00	已注销	是
7	德州索通何氏炭素炉窑设计有限公司	子公司	100.00	100.00	100.00	100.00	各种炭素窑炉设计、服务	是
8	索通齐力炭材料有限公司	子公司	80.00	80.00	26,400.00	21,120.00	炭素材料生产、销售	是
9	甘肃省索通工贸有限公司	子公司	100.00	100.00	40.00	40.00	预焙阳极、残极经销	是

资料来源：招股说明书、招商证券

4、公司产业链

公司主营业务为预焙阳极的研发、生产及销售业务。自设立以来，公司的主营业务、主要产品未发生变化。

预焙阳极是资源综合利用产品，以石化工业的副产品“石油焦”为骨料、以煤化工的副产品煤沥青为黏结剂，经煅烧、配料、混捏、成型、焙烧等工序制造而成。预焙阳极作为当前铝电解工艺不可替代的原料之一，每生产一吨电解铝，大约需消耗 0.5 吨的预焙阳极。

图 5：公司产业链



资料来源：招股说明书、招商证券

二、主营产品量价齐升，公司营收大幅提高

1、产能逐步释放

募投项目“年产 34 万吨预焙阳极及余热发电项目”由公司控股子公司“嘉峪关索通炭材料有限公司”实施，并于 2016 年 7 月投产。2016 年，该项目已实现 13.71 万吨产量。随着该项目的逐步达产，公司产能将增至 86 万吨/年。

该项目产品面向国内西北地区铝冶炼企业，主要客户是东兴铝业。东兴铝业原铝产能 172 万吨/年，年产量约 137 万吨/年。按吨铝阳极单耗 0.5 折算，东兴铝业预焙阳极年需求量约为 68.5 万吨。东兴铝业为酒钢集团的全资子公司，而酒钢集团与公司建立战略合作，并参股“嘉峪关索通炭材料”。公司子公司嘉峪关索通、嘉峪关炭材料所产预焙阳极远不能满足东兴铝业的预焙阳极需求。因此该项目产能有稳定的下游需求。

公司拟与马来西亚齐力工业集团加深合作，在中国境内设立合资公司生产预焙阳极，主要面向齐力工业集团销售。拟合资建设的 30 万吨/年预焙阳极项目位于临邑县恒源经济开发区，该项目为公司继山东生产中心、嘉峪关生产基地后的又一个大型预焙阳极生产项目，有助于提高公司预焙阳极产量，扩大市场占有率，促进公司主营业务发展，是公司进一步加深合作关系、深耕东南亚市场的重要举措。

图 6: 公司产能提升进程

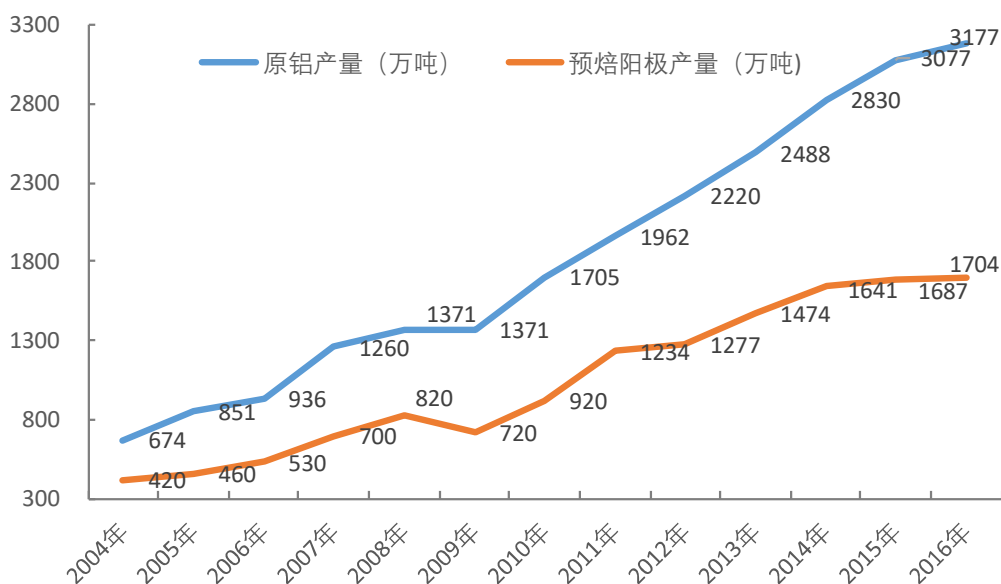


资料来源: 招股说明书、招商证券

2、阳极价格持续走高

铝作为国民经济发展的基础材料, 广泛运用于建筑、交运、电力、电子电器等行业。随着全球宏观经济持续复苏, 铝产业下游需求强劲。叠加铝供改+环保, 基本面与政策面共推铝价上扬。电解铝企业自 2017 年以来, 盈利大幅改善, 开工率高位运行。作为铝电解槽的“心脏”, 预焙阳极是铝电解工艺不可替代的消耗材料。原铝产量的增加也推升预焙阳极需求量。

图 7: 中国原铝产量与预焙阳极产量 (单位: 万吨)



资料来源: WIND、招商证券

进入 2017 年以来，预焙阳极价格也随铝价水涨船高，已由年初 3400 元/吨上升至目前 4200 元/吨。且受“2+26”城采暖季错峰生产，相关地区炭素企业达不到特别排放限值的全面停产，达到特别排放限值的限产 50%以上（以生产线计）。预焙阳极供需未来更加紧张，价格有望再走高。

图 8：预焙阳极西北地区市场价格（单位：元/吨）



资料来源：WIND、招商证券

表 3：“2+26”城采暖季错峰生产涉及地区的阳极产能

地区	自备阳极年产能 (万吨)	自备阳极厂数目	商用阳极年产能 (万吨)	商用阳极厂数目
河北	0	0	60	3
山西	0	0	0	0
山东	92	2	680	27
河南	33	2	206	16
汇总	125	4	946	46

资料来源：阿拉丁、招商证券

3、毛利率稳定，营收大增提升毛利

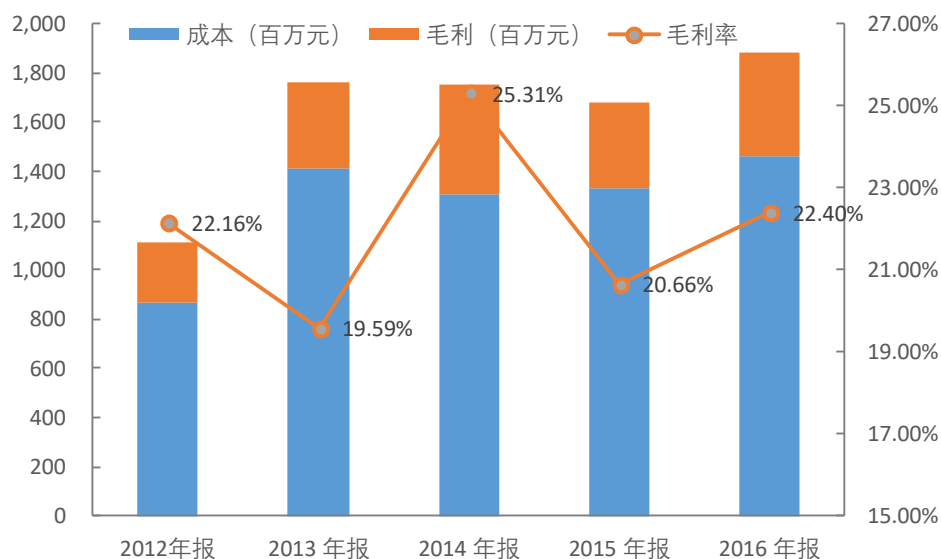
索通发展所属行业为电解铝行业上游的预焙阳极行业，预焙阳极产品销售收入是发行人的主要收入来源。公司预焙阳极业务的销售收入占营业收入的比重达到了 95%以上，主营业务高度集中。且预焙阳极业务的毛利率稳定在 20%以上。

表 4：公司预焙阳极业务收入占比（单位：百万元）

项目	2014 年报	2015 年报	2016 年报
总收入	1,823.69	1,727.99	1,965.46
预焙阳极业务收入	1,754.26	1,680.32	1,887.16
预焙阳极业务占比	96.19%	97.24%	96.02%

资料来源：招股说明书、招商证券

图 9: 公司预焙阳极毛利率历史数据



资料来源：招股说明书、招商证券

公司 2017 年上半年报告披露营收 14.19 亿元，同比增长 91.34%；归属上市公司股东净利润 2.16 亿元，同比暴增 2,532.83%。预计随着公司主营产品下半年量价齐升，盈利会再创新高。

表 5: “索通发展” 2017 年上半年主要财务指标和数据 (单位: 百万元)

项目	2016 年同期	2017 年 1-6 月	同比增幅
营业收入	741.68	1,419.12	91.34%
归属上市公司股东净利润	8.21	216.15	2,532.83%
归属上市公司股东扣非净利润	3.26	188.29	5,677.50%
基本每股收益 (元)	0.05	1.20	2,300%
加权平均净资产收益率	0.61%	14.38%	2,257.38%

资料来源：公司公告、招商证券

三、成本优势提升行业竞争力

1、我国石油焦资源丰富

石油焦是生产预焙阳极的主要原材料，约占生产成本的 60% 左右。中国石油焦资源丰富，2016 年中国国产石油焦产量高达 2695 万吨，其中中石化年产 1350 万吨、中石油年产 300 万吨。

公司已与中石化、中石油签订了长期供货的战略合作协议。公司从中石化、中石油合计采购的石油焦占比高达 60%。与上游供应商良好、稳定的供销关系，降低原材料短缺风险。同时，作为国内最大、最早经营炭素阳极出口贸易的公司，国内丰富的石油焦资源优势提升公司的国际竞争力。

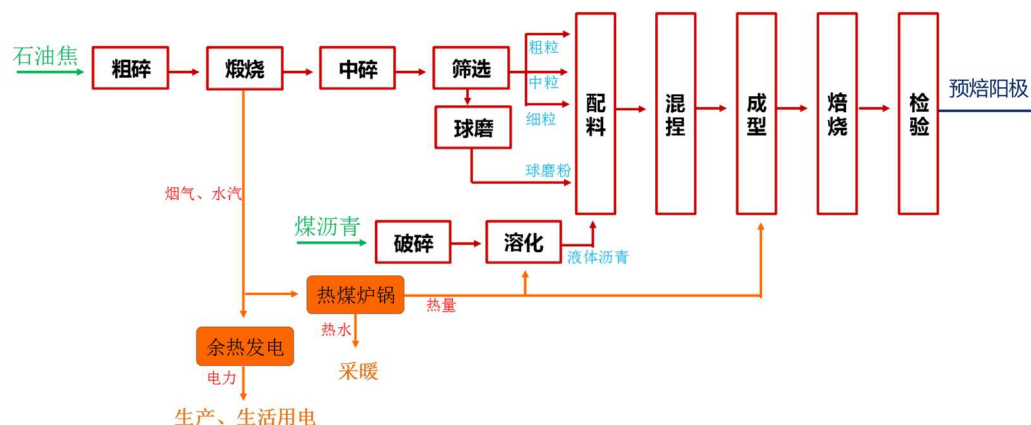
2、先进的余热发电系统

索通发展自 2003 年成立以来即确立了“科技创新”的竞争策略，公司已先后取得了多项专利及核心生产技术。截至 2016 年 12 月 31 日，发行人及子公司合计拥有 7 项发明专利和 42 项实用新型专利。公司共负责起草国家标准 17 项，行业标准 5 项，参与起草国家标准 3 项，行业标准 4 项，科研实力与产品质量均居国内领先水平。

公司拥有先进的余热发电系统。利用石油焦煅烧过程的大量余热，年发电量 8000 万度左右，能满足公司 70% 的生产、生活用电。且随着募投项目“年产 34 万吨预焙阳极及余热发电”的投产，发电自备率进一步提高。公司电力供应压力较小，有效地降低电力成本。

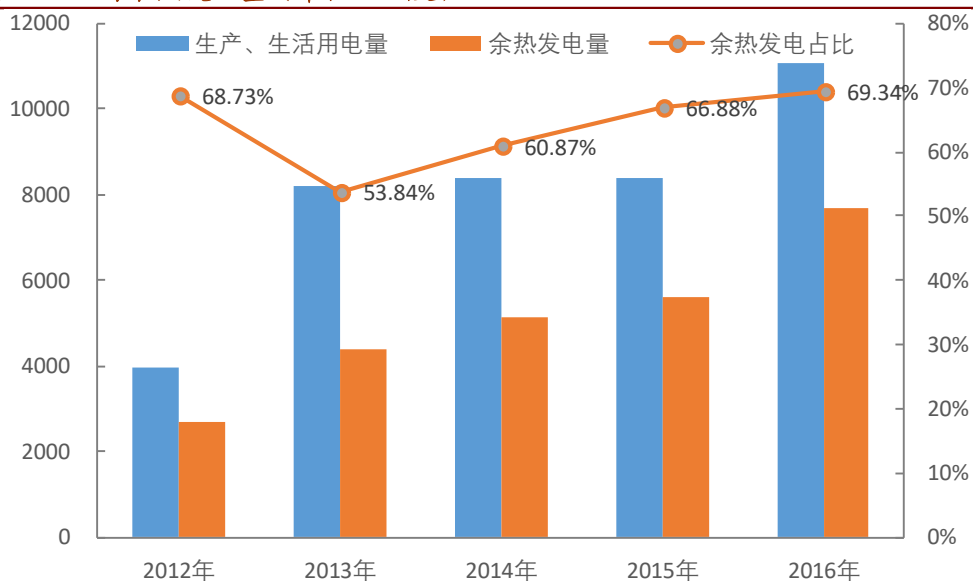
目前公司重点开发低温余热发电技术。2016 年利用低温余热发电技术，发电量 289.71 万度，提高余热综合利用效率。

图 10：公司预焙阳极生产工艺流程



资料来源：招股说明书、招商证券

图 11：公司余热发电量（单位：万度）



资料来源：招股说明书、招商证券

3、税收优惠

公司山东生产基地 2010 年 9 月被认定为高新技术企业，企业所得税三年按 15% 税率。2013 年又通过山东省高新技术企业复审。2017 年 1 月再通过山东省高新技术企业复审，继续享受 15% 的企业所得税优惠政策。

子公司嘉峪关索通属于西部地区资源类企业。根据“西部大开发”战略，享受企业所得税率的优惠政策。自 2012 年至 2020 年，减按 15% 的税率征收企业所得税。

四、客户资源优势明显

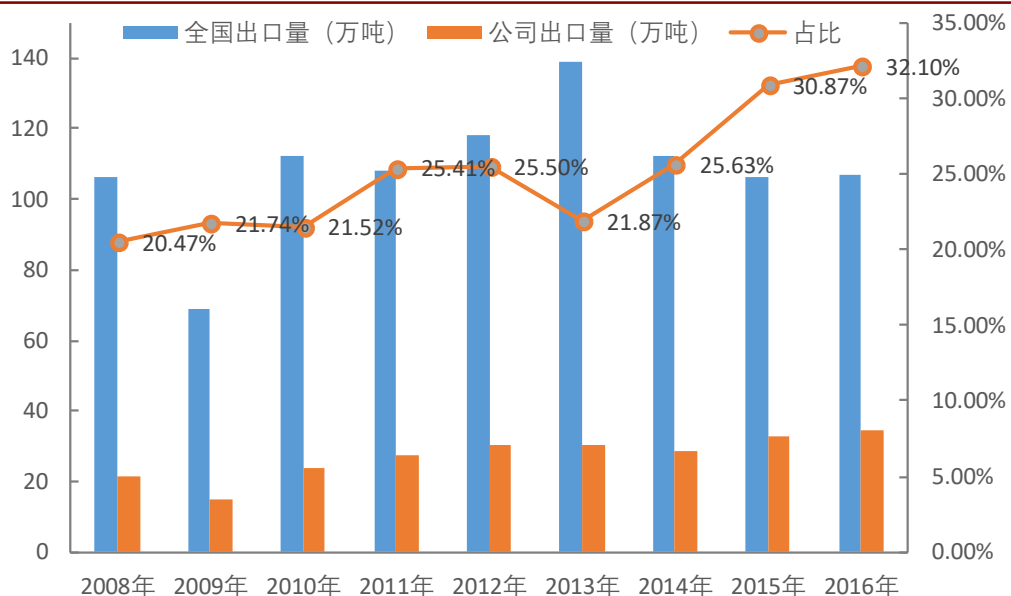
1、行业经营模式转变

全球范围内，目前电解铝配套的预焙阳极厂产量仍占预焙阳极总产量的大部分。随着电解铝行业市场规模不断扩大、集中度越来越高，新建铝厂或改扩建等将导致其预焙阳极产能不足。铝厂逐步倾向外购的方式解决预焙阳极的供给。作为国内预焙阳极行业规模最大、产品型号最为齐全的龙头企业之一，公司将享受行业经营模式转变的红利。

2、国外客户资源网

全球预焙阳极市场，大型的独立商用预焙阳极生产企业较少，且多数独立预焙阳极生产商的产品基本由其控股的电解铝厂消化，市场流通数量小。大部分西方国家都从中国市场采购，目前我国每年出口预焙阳极 100 万吨以上，成为全球最大的预焙阳极出口国。公司作为最早从事预焙阳极出口业务的公司，有着较好的品牌口碑与客户粘度，建立有长期稳定的国外客户资源网，一直以来都是国内最大的预焙阳极出口企业。

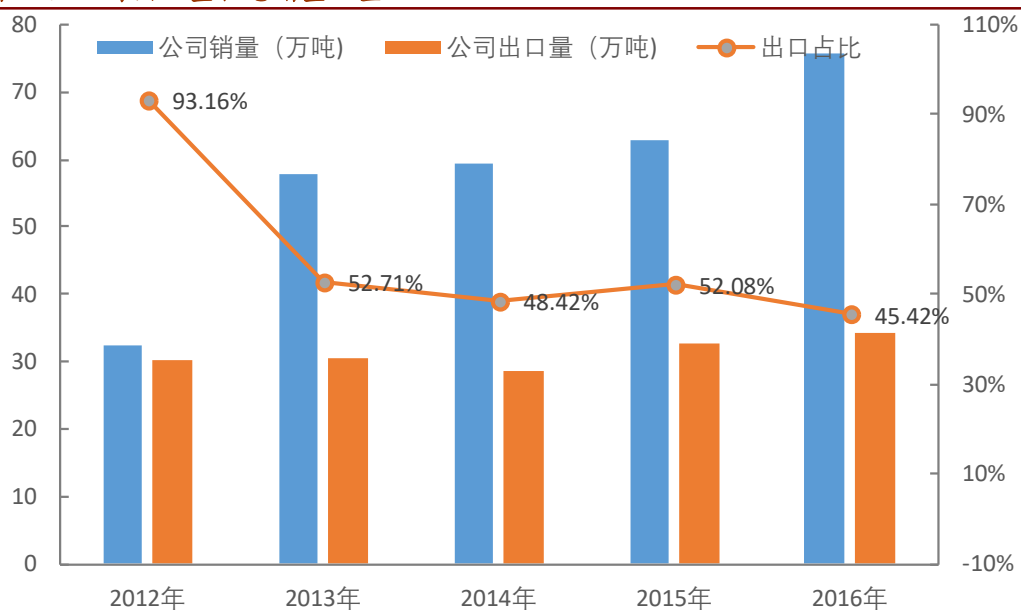
图 12：公司预焙阳极出口量历史数据



资料来源：招股说明书、招商证券

近年来，随着嘉峪关索通“年产 25 万吨预焙阳极项目”以及嘉峪关碳材料“年产 34 万吨预焙阳极及余热发电项目”的投产，公司国内业务取得大幅的发展。但公司出口业务比重仍一直稳定在 50%左右。国外客户主要为铝行业领先企业。核心客户有：俄罗斯联合铝业（RUSAL）、伊朗铝业（IRALCO）、伊朗阿拉穆迪铝业（AAC）、迪拜铝业（DUBAL）、阿塞拜疆铝业（DETAL）、马来西亚齐力铝业（PM）、德国崔马特铝业（TRIMET）、美国铝业（ALCOA）、力拓加铝（RTA）、必和必拓希尔塞得铝业（HABHP）等。这些企业拥有很好的信誉，本身发展迅速，业务不断增长，使得本公司业务稳定，且增长潜力巨大。

图 13: 公司出口量占总销量比重



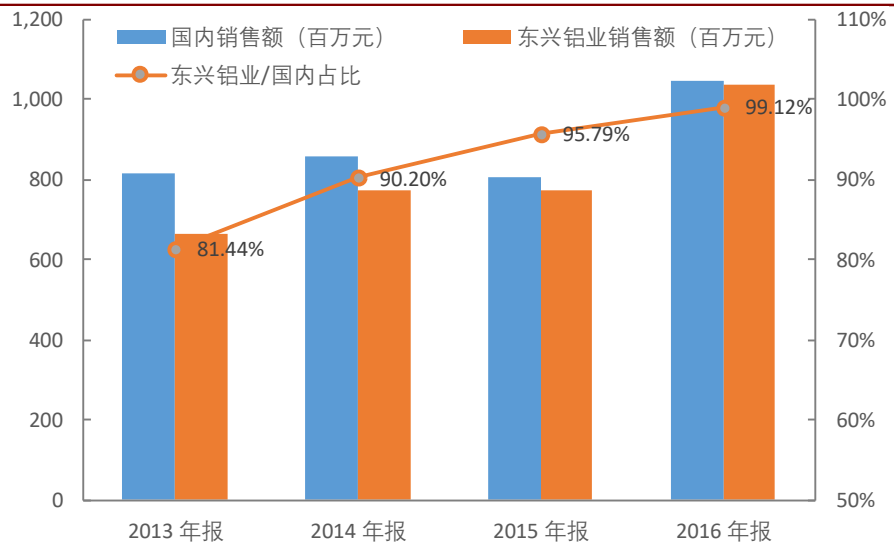
资料来源：招股说明书、招商证券

3、国内战略合作

随着国内电解铝产能的西迁，预焙阳极产能也随之转移。公司联手酒钢集团，建立战略合作，提早布局西北地区，设立“嘉峪关索通预焙阳极有限公司”和“嘉峪关索通炭材料有限公司”，年产能高达 59 万吨/年，目前产品主要满足酒钢集团控股子公司“东兴铝业”的生产需求。

公司国内预焙阳极主要客户为东兴铝业，其销售额占比高达 95%以上。东兴铝业原铝产能 172 万吨/年，年产量约 137 万吨/年。按吨铝阳极单耗 0.5 折算，东兴铝业预焙阳极年需求量约为 68.5 万吨。东兴铝业为酒钢集团的全资子公司，而酒钢集团与公司建立战略合作，并参股“嘉峪关索通炭材料”。公司子公司嘉峪关索通、嘉峪关炭材料所产预焙阳极远不能满足东兴铝业的预焙阳极需求。因此公司国内客户需求稳定。

图 14: 东兴铝业预焙阳极销售额国内占比



资料来源: 招股说明书、招商证券

五、主营业务成本拆分及公司盈利测算

1、主营业务成本拆分

索通发展主营业务为预焙阳极的研发、生产与销售。目前共两个生产基地——“山东生产基地”与“嘉峪关生产基地”，其中“山东生产基地”产品用于出口，而“嘉峪关生产基地”产品面对国内客户，主要为西北地区铝企业。

表 6: 山东生产基地主营业务成本拆分

项目		2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
石油焦炭及 煨后焦	采购价 (元/吨)	947.50	920.80	778.89	1217.95	1534.19	1534.19
	运费 (元/吨)	193.39	207.79	167.75	167.75	167.75	167.75
	吨单耗	1.08	1.11	1.09	1.09	1.09	1.09
	吨成本	1232.16	1252.73	1031.83	1327.56	1672.26	1672.26
煤沥青	采购价 (元/吨)	1962.77	1733.66	1658.89	2985.47	3034.19	3034.19
	运费 (元/吨)	194.93	236.89	181.70	181.70	181.70	181.70
	吨单耗	0.16	0.17	0.17	0.17	0.17	0.17
	吨成本	345.23	334.99	312.90	507.53	515.81	515.81
电力	自备单价 (元/度)	0	0	0	0	0	0
	自备率	61.60%	70.19%	78.60%	78.60%	78.60%	78.60%
	外购单价 (元/度)	0.68	0.70	0.71	0.71	0.71	0.71
	外购率	38.40%	29.81%	21.40%	21.40%	21.40%	21.40%
	加权成本	0.26	0.21	0.15	0.15	0.15	0.15
	吨单耗	156.37	148.32	136.46	136.46	136.46	136.46
天然气	外购单价 (元/立方)	2.57	2.65	2.17	2.17	2.17	2.17
	吨单耗	83.74	71.80	63.21	63.21	63.21	63.21
	吨成本	215.14	190.30	136.86	136.86	136.86	136.86
人工、制造费用	吨成本 (元)	425.48	414.69	392.70	392.70	392.70	392.70
单吨成本		2258.91	2223.54	1894.94	2385.30	2738.29	2738.29

资料来源: 招股说明书、招商证券

表 7: 嘉峪关生产基地主营业务成本拆分

项目			2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
石油焦及 煨后焦	采购价 (元/吨)		947.50	920.80	778.89	1217.95	1534.19	1534.19
	运费 (元/吨)		193.39	207.79	167.75	167.75	167.75	167.75
	吨单耗		1.08	1.11	1.09	1.09	1.09	1.09
	吨成本		1232.16	1252.73	1031.83	1327.56	1672.26	1672.26
煤沥青	采购价 (元/吨)		1962.77	1733.66	1658.89	2985.47	3034.19	3034.19
	运费 (元/吨)		194.93	236.89	181.70	181.70	181.70	181.70
	吨单耗		0.16	0.17	0.17	0.17	0.17	0.17
	吨成本		345.23	334.99	312.90	507.53	515.81	515.81
电力	自备单价 (元/度)	余热发	0	0	0	0	0	0
	自备率		65.07%	68.29%	54.49%	70%	70%	70%
	外购单价 (元/度)	酒钢集	0.58	0.60	0.57	0.57	0.57	0.57
	外购率		34.93%	31.71%	45.51%	30%	30%	30%
	加权成本		0.20	0.19	0.26	0.17	0.17	0.17
	吨单耗		154.95	155.12	206.57	206.57	206.57	206.57
		吨成本	31.46	29.53	53.19	35.06	35.06	35.06
煤气	外购单价 (元/立方)	酒钢集	0.15	0.56	0.73	0.73	0.73	0.73
	吨单耗		159.76	114.64	30.96	30.96	30.96	30.96
	吨成本		23.66	64.33	22.72	22.72	22.72	22.72
天然气	外购单价 (元/立方)	嘉峪关	0	1.84	1.74	1.74	1.74	1.74
	吨单耗		0	4.99	51.69	51.69	51.69	51.69
	吨成本		0	9.17	89.81	89.81	89.81	89.81
人工、制 造费用	吨成本 (元)		425.48	414.69	392.70	392.70	392.70	392.70
单吨成本			2058	2105.35	1903.16	2375.39	2728.38	2728.38

资料来源: 招股说明书、招商证券

2、公司盈利测算

(1) 基本假设

a) 公司“年产 34 万吨预焙阳极及余热发电项目”于 2016 年 7 月投产, 且 2016 年产量为 13.71 万吨。假设该项目 2017 年产能利用率为 70%、2018 年 100%达产。

b) 鉴于公司其他业务占比 5%以下, 影响较小, 故简化处理。假设其他业务收入、其他业务成本皆保持不变。

(2) 盈利测算

根据测算, 索通发展 2017-2019 年收入为: 30.80 亿元、38.67 亿元、41.16 亿元; 归母净利润为: 4.85 亿元、6.11 亿元、7.84 亿元; EPS 为: 2.02、2.54、3.26。截至 2017 年 8 月 25 日收盘价 62.33 元, 对应的 P/E 为 30.9、24.6、19.1。看好预焙阳极后市价格, 给予“强烈推荐”评级。

表 8: 公司收入、成本结构 (单位: 百万元)

项目	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,754.26	1,680.32	1,887.16	3,002.17	3,788.66	4,037.93
内销						
收入	858.08	804.60	1,047.35	1,830.61	2,467.31	2,631.79
数量 (万吨)	30.56	30.53	44.90	53.95	64.15	64.15
单价 (元/吨)	2807.53	2635.19	2332.68	3393.16	3846.15	4102.56
外销						
收入	896.20	875.72	839.81	1,171.57	1,321.35	1,406.13
数量 (万吨)	28.70	32.72	34.35	33.06	33.06	33.06
单价 (元/吨)	3122.35	2676.38	2444.86	3543.16	3996.15	4252.56
主营业务成本	1,310.26	1,333.09	1,464.44	2,111.12	2,699.82	2,708.17
主营业务毛利	443.99	347.23	422.72	891.06	1,088.84	1,329.76
毛利率	25.31%	20.66%	22.40%	29.68%	28.74%	32.93%
其他业务收入	69.43	47.66	78.29	78.29	78.29	78.29
增长率	-	-31.35%	64.27%	0%	0%	0%
其他业务成本	55.68	42.68	66.25	66.25	66.25	66.25
增长率	-	23.35%	55.23%	0%	0%	0%
其他业务毛利	13.75	4.99	12.05	12.05	12.05	12.05
毛利率	19.81%	10.46%	15.39%	15.39%	15.39%	15.39%

资料来源: 招股说明书、招商证券

3、风险提示

预焙阳极后市价格不及预期, 公司新建项目达产进度不及预期。

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1465	1302	2110	3029	3925
现金	504	194	477	970	1780
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	199	145	227	284	303
应收款项	434	488	734	922	981
其它应收款	2	2	4	5	5
存货	271	375	522	663	665
其他	56	99	147	186	192
非流动资产	1697	1816	1621	1447	1293
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1103	1645	1461	1298	1154
无形资产	121	118	106	96	86
其他	472	53	53	53	53
资产总计	3162	3118	3731	4477	5218
流动负债	1066	1249	949	1133	1151
短期借款	659	597	0	0	0
应付账款	217	311	443	563	564
预收账款	0	11	15	20	20
其他	191	330	491	551	567
长期负债	649	413	413	413	413
长期借款	640	393	393	393	393
其他	9	20	20	20	20
负债合计	1715	1662	1361	1546	1563
股本	181	181	241	241	241
资本公积金	643	645	1028	1028	1028
留存收益	527	587	982	1447	2049
少数股东权益	96	43	119	215	338
归属于母公司所有者权益	1351	1413	2251	2716	3317
负债及权益合计	3162	3118	3731	4477	5218

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	293	226	812	653	1003
净利润	100	89	485	611	784
折旧摊销	130	159	197	175	156
财务费用	51	50	38	15	10
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	(1)	(57)	5	(253)	(71)
其它	12	(14)	87	105	124
投资活动现金流	(281)	(237)	0	0	0
资本支出	(285)	(185)	0	0	0
其他投资	4	(52)	0	0	0
筹资活动现金流	304	(314)	(529)	(160)	(193)
借款变动	363	(251)	(844)	0	0
普通股增加	0	0	60	0	0
资本公积增加	0	2	383	0	0
股利分配	(29)	(36)	(40)	(146)	(183)
其他	(30)	(30)	(38)	(15)	(10)
现金净增加额	316	(325)	283	493	810

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1728	1965	3080	3867	4116
营业成本	1376	1531	2177	2766	2774
营业税金及附加	13	23	35	44	47
营业费用	79	80	71	89	94
管理费用	97	86	95	119	127
财务费用	34	41	38	15	10
资产减值损失	(4)	96	33	37	39
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	133	109	631	796	1025
营业外收入	5	8	8	8	8
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	137	117	639	804	1033
所得税	26	14	77	97	125
净利润	112	103	561	707	907
少数股东损益	12	14	76	96	123
归属于母公司净利润	100	89	485	611	784
EPS (元)	0.55	0.49	2.02	2.54	3.26

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-5%	14%	57%	26%	6%
营业利润	-35%	-18%	476%	26%	29%
净利润	-38%	-11%	446%	26%	28%
获利能力					
毛利率	20.4%	22.1%	29.3%	28.5%	32.6%
净利率	5.8%	4.5%	15.7%	15.8%	19.1%
ROE	7.4%	6.3%	21.5%	22.5%	23.6%
ROIC	4.7%	4.9%	21.3%	21.4%	22.5%
偿债能力					
资产负债率	54.2%	53.3%	36.5%	34.5%	30.0%
净负债比率	45.5%	39.7%	10.5%	8.8%	7.5%
流动比率	1.4	1.0	2.2	2.7	3.4
速动比率	1.1	0.7	1.7	2.1	2.8
营运能力					
资产周转率	0.5	0.6	0.8	0.9	0.8
存货周转率	4.4	4.7	4.9	4.7	4.2
应收帐款周转率	3.7	4.3	5.0	4.7	4.3
应付帐款周转率	7.6	5.8	5.8	5.5	4.9
每股资料 (元)					
每股收益	0.55	0.49	2.02	2.54	3.26
每股经营现金	1.62	1.25	3.38	2.71	4.17
每股净资产	7.48	7.83	9.35	11.28	13.78
每股股利	0.16	0.22	0.60	0.76	0.98
估值比率					
PE	112.9	126.5	30.9	24.6	19.1
PB	8.3	8.0	6.7	5.5	4.5
EV/EBITDA	54.0	52.0	18.3	16.1	13.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘文平

5年有色金属和新材料研究和投资经验，善于从一级市场的角度研究二级市场上市公司，注重行业长期发展趋势和上市公司竞争优势分析。2014年新财富钢铁行业入围（第四名）。2015年度“天眼”明星分析师。2016年金贝塔组合最高收益奖、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师第五名。

刘伟浩

招商证券有色研究员。中南大学硕士，6年基本金属研究经验，对基本金属板块有着深刻的认识和人脉资源。2017年3月份加入招商证券。

黄昱颖

清华大学材料科学与工程硕士，2016年7月加入招商证券，现为有色金属行业研究员

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。