

三季度业绩环比小幅改善，看好公司的长期发展

公司动态

◆**Q3 业绩靓丽，环比小幅改善。**公司 2017 年 1-9 月实现营业收入 22.70 亿元，同比增长 71.56%，实现归母净利润 3.49 亿元，同比增长 594.27%。Q3 实现归母净利润 1.33 亿元 (Q1 为 1.10 亿元，Q2 为 1.06 亿元)，同比增长 216.28%，吨毛利高达 1088.12 元/吨，相比上半年增加了 235.42 元/吨，吨净利高达 580.41 元/吨，相比上半年增加了 109.1 元/吨。另外值得注意的是，公司资产负债率持续下降，2017 年三季度末已降至 44.29%。

◆**目前拥有 86 万吨预焙阳极产能，明年年底将新投产 30 万吨。**公司主营业务为预焙阳极的生产、研发及销售，目前共拥有 86 万吨产能，其中山东生产中心 27 万吨，嘉峪关索通 25 万吨，嘉峪关索通炭材料 34 万吨。公司正与马来西亚齐力工业集团在中国境内设立合资公司生产预焙阳极，设计产能 30 万吨，预计 2018 年底建成投产，届时公司总产能将达 116 万吨。

◆**完善全员激励，整体利大于弊。**公司拟向 400 名核心管理和技术人员授予限制性股票 246.4 万股，授予价格为 30.41 元/股。此次激励计划对公司 EPS 的影响分为两个部分：1) 总股本在未来 2 年预计会增加 1.02%；2) 需摊销的总费用预计为 6315.23 万元，但考虑到其对公司发展的正向作用，由此激发管理、业务、技术团队的积极性，从而提高公司经营效率，激励计划带来的公司业绩提升将高于因其带来的费用增加。

◆**年初至今价格已涨 63%，“2+26”采暖季限产或更严执行。**全国预焙阳极含税均价已涨至 4447.5 元/吨，年初至今上涨 62.91%。山东、河南、河北主动将限产范围扩大至全省，假设限产的四省现运行的预焙阳极产能全部达到特排标准（实际肯定存在不达标企业），测算受限影响的运行产能合计为 504 万吨，占比全国 2311 万吨预焙阳极产能高达 21.81%，再考虑到关停达不到特排标准的企业，受影响的比例还将大幅上升，随着采暖季的到来，预焙阳极供给将会更加趋于紧张。

◆**投资建议：**预焙阳极的模拟毛利已由年初的 417.5 元/吨上涨至目前的 1333.5 元/吨，随着采暖季环保限产的到来，供给进一步收紧，预计价格仍将上行，高盈利状态仍将持续。我们预计公司 2017-2019 年的归母净利润分别为 5.22 亿元、5.44 亿元、7.37 亿元，给予 2017 年 30 倍 PE 估值，6 个月目标价 65.10 元/股，首次覆盖，给予“增持”评级。

◆**风险提示：**1) 采暖季限产不及预期；2) 原材料价格大幅上涨；3) 下游需求疲软；4) 次新股股价波动大；5) 大盘波动。

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,728	1,965	3,812	4,313	5,762
营业收入增长率	-5.25%	13.74%	93.97%	13.13%	33.59%
净利润(百万元)	100	89	522	544	737
净利润增长率	-37.95%	-10.77%	487.17%	4.20%	35.53%
EPS(元)	0.41	0.37	2.17	2.26	3.06
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.38%	6.29%	26.16%	21.42%	22.50%
P/E	142	159	27	26	19

增持(首次)

当前价/目标价：58.87/65.10 元

目标期限：6 个月

分析师

王招华 (执业证书编号：S0930515050001)
021-22167202wangzh@ebsec.com

杨华 (执业证书编号：S0930517090001)

021-22169319

yangh@ebsec.com

联系人

沈继富

021-22169174

shenjif@ebsec.com

王凯

021-22169126

wangk@ebsec.com

市场数据

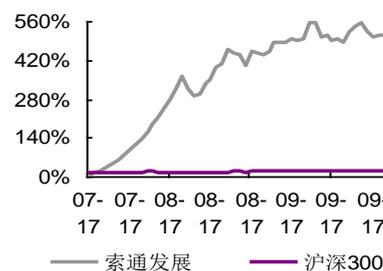
总股本(亿股)：2.41

总市值(亿元)：138.50

一年最低/最高(元)：11.35/78.88

近 3 月换手率：293.54%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-22.26	239.9	0.00
绝对	-18.64	246.2	0.00
		1	

相关研报

1、Q3 业绩靓丽，创年内单季新高

公司发布三季报，2017 年 1-9 月实现营业收入 22.70 亿元，同比增长 71.56%，实现归母净利润 3.49 亿元，同比增长 594.27%。

2016 年全年归母净利润仅为 0.89 亿元，2017 年上半年实现归母净利润 2.16 亿元，其中 Q1 为 1.10 亿元，Q2 为 1.06 亿元，由此计算得公司 2017 年 Q3 实现归母净利润 1.33 亿元，同比增长 216.28%。

参考公司 2017 年上半年预焙阳极的销量 45.83 万吨，假设 Q3 的销量为 22.92 万吨，则吨毛利高达 1088.12 元/吨，相比上半年增加了 235.42 元/吨，吨净利高达 580.41 元/吨，相比上半年增加了 109.1 元/吨。

另外值得注意的是，公司资产负债率持续下降，2017 年三季度末已降至 44.29%。

表 1：索通发展年度季度财务数据表

年度季度表	2015 年	2016 年	2017H1	2017Q3
营业收入 (亿元)	17.28	19.65	14.19	8.51
同比增长率	-5.25%	13.74%	91.34%	46.32%
预焙阳极销量 (万吨)	62.83	75.62	45.83	22.92E
毛利 (亿元)	3.52	4.35	3.91	2.49
吨阳极毛利 (元/吨)	560.49	574.92	852.70	1088.12
毛利率	20.38%	22.12%	27.54%	29.30%
归母净利润 (亿元)	1.00	0.89	2.16	1.33
吨阳极净利 (元/吨)	158.60	117.57	471.31	580.41
净利率	6.47%	5.23%	15.75%	16.27%
同比增长率	-38.65%	-14.23%	2532.82%	216.28%
扣非净利润 (亿元)	0.96	0.82	1.88	1.32
期末净资产 (亿元)	14.47	14.56	16.42	17.67
资产负债率	54.23%	53.30%	49.92%	44.29%
最新总股本 (亿股)	2.41	2.41	2.41	2.41
全面摊薄 EPS (元/股)	0.55	0.49	1.20	0.60

资料来源：wind，招股说明书，光大证券研究所

2、86 万吨在产产能，明年再落地 30 万吨

公司主营业务为预焙阳极的生产、研发及销售，目前共拥有 86 万吨产能，其中山东生产中心 27 万吨，嘉峪关索通 25 万吨，嘉峪关索通炭材料 34 万吨。公司 100%控股山东生产中心，而嘉峪关索通和嘉峪关索通炭材料都是与酒钢集团合资，公司对两家子公司都控股 95.63%。

另外值得关注的是，公司正与马来西亚齐力工业集团在中国境内设立合资公司生产预焙阳极，设计产能 30 万吨，预计 2018 年底建成投产，届时公司总产能预计将达到 116 万吨。

公司目前的三大预焙阳极生产基地上半年共计贡献净利润 1.94 亿元，其中山东生产中心贡献 3115 万元，嘉峪关索通贡献 8258 万元，嘉峪关索通炭材料贡献 8752 万元。

表 2: 表各子公司业务分拆 (万元)

2017H1	主要产品或服务	控股	总资产	净资产	净利润
山东本部	27 万吨预焙阳极产能	100%	43,877.93	41,825.56	3,115.44
嘉峪关索通	25 万吨预焙阳极产能	95.63%	100,920.22	63,839.12	8,258.42
嘉峪关索通炭材料	34 万吨预焙阳极产能	95.63%	141,826.22	46,420.41	8,751.62
临邑索通国际工贸	贸易	100%	11,916.22	11,916.1	2,356.22
索通香港物料	进出口	100%	87.38	82.13	-2.80
甘肃索通工贸	贸易	100%	39,574.70	52.95	-93.36
邳州索通	未开展业务	100%	--	--	--
德州索通何氏	未开展业务	100%	138.13	98.13	-1.77
索通齐力	未开展业务, 30 万吨预焙阳极项目预计 2018 年底投产	100%	151.86	-31.25	-25.76
并表			327,884.64	159,384.8	21,614.67

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

3、完善全员激励, 整体利大于弊

10 月 26 日, 公司公布《2017 年限制性股票激励计划(草案)》, 拟向 400 名人员授予限制性股票 246.4 万股, 占目前公司总股本的 1.02%, 授予价格为 30.41 元/股。

索通发展 10 月 26 日的收盘价为 58.87 元/股, 不考虑资金(贷款、利息)以及税收成本, 若未来全按照这个价格解锁, 人均获益 17.53 万元; 若未来全按 70 元/股解锁, 人均获益 24.39 万元。

此次限制性股票激励计划对公司 EPS 的影响分为两个部分: 1) 总股本在未来 2 年预计会增加 1.02%, 若预期净利润不变, 会小幅摊薄 EPS; 2) 预计 2017 年需摊销费用 394.70 万元, 2018 年 4473.29 万元, 2019 年 1447.24 万元, 费用增加, 相应将降低净利润, 从而降低 EPS。

但要考虑到限制性股票激励计划对公司发展的正向作用, 由此激发管理、业务、技术团队的积极性, 从而提高公司经营效率, 激励计划带来的公司业绩提升将高于因其带来的费用增加。

表 3: 限制性股票激励计划(草案)

限制性股票激励计划	详细
份数(万股)	246.4
占总股本比重	1.02%
授予价格(元/股)	30.41
授予人数	400
预计成本费用(万元)	6315.23 (394.70+4473.29+1447.24)

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

从激励对象上来看, 包括董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术(业务)骨干(不包括独立董事、监事), 其中有总经理张新海、财务总监郝俊文、董秘袁钢及多位董事、副总经理, 董事长袁光辉不在激励名单中。

表 4：限制性股票激励对象分配情况

激励对象	职务	获授的限制性股票数量 (万份)	占比
张新海	董事、总经理	14	5.68%
郝俊文	董事、副总经理兼财务总监	10	4.06%
刘瑞	董事、副总经理	8	3.25%
荆升阳	副总经理	8	3.25%
郎静	副总经理	8	3.25%
张中秋	副总经理	8	3.25%
袁钢	董秘	3.5	1.42%
中层管理人员、核心技术 (业务) 骨干 (393 人)		186.9	75.85%
合计		246.4	100%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

本次限制性股票激励计划分两期解锁，每一期各执行 50%，第一期的业绩考核目标为 2017 年公司实现扣非净利润超过 4.3 亿元；第二期的业绩考核目标为 2018 年公司实现扣非净利润超过 4.7 亿元。

表 5：股票期权行权/限制性股权解锁条件说明

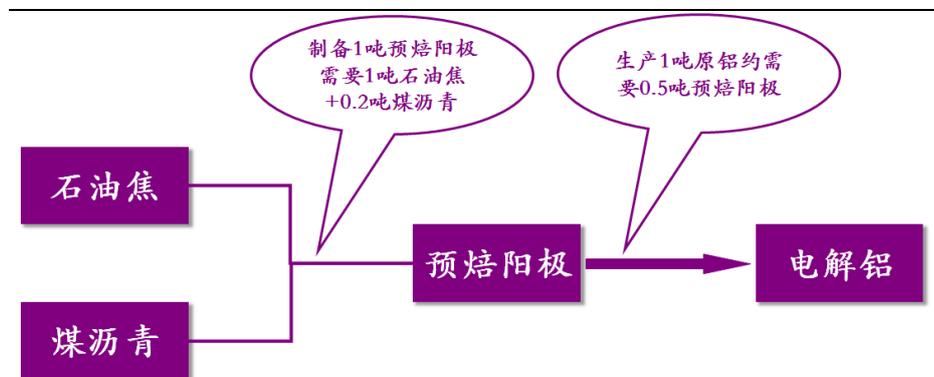
解锁期	解锁时间	解锁比例	公司业绩考核目标
第一个解锁期	自授予日起 12 个月后的首个交易日起至授予日起 24 个月内的最后一个交易日止	50%	2017 年公司实现扣非净利润超过 4.3 亿元。
第二个解锁期	自授予日起 24 个月后的首个交易日起至授予日起 36 个月内的最后一个交易日止	50%	2018 年公司实现扣非净利润超过 4.7 亿元。

资料来源：公司公告，光大证券研究所

4、行业特点：集中度低，具备一定准入门槛

预焙阳极的生产流程是以炼油厂的副产品石油焦为骨料，以焦化厂副产品煤沥青为粘结剂，是一个集约生产、资源综合利用的过程。制备 1 吨预焙阳极需要 1 吨石油焦+0.2 吨煤沥青。预焙阳极的下游是电解铝行业，作为铝工业生产的主要原料之一（每生产 1 吨原铝约需要 0.5 吨预焙阳极，大约占原铝冶炼成本的 16%-18%）。

图 1：预焙阳极上游是石油焦和煤沥青，下游用于制备电解铝



资料来源：光大证券研究所

预焙阳极行业的市场集中度较低，以 2016 年为例，我国预焙阳极总产量 1704 万吨，其中生产商用预焙阳极 836 万吨，铝厂自备配套生产预焙阳极 868 万吨。行业龙头索通发展自产产量 74 万吨，占全国商用的 8.85%，占全国总产量的 4.34%。业内前五大生产企业共生产 282 万吨预焙阳极，占全国商用的 32.49%，占全国总产量的 16.55%。

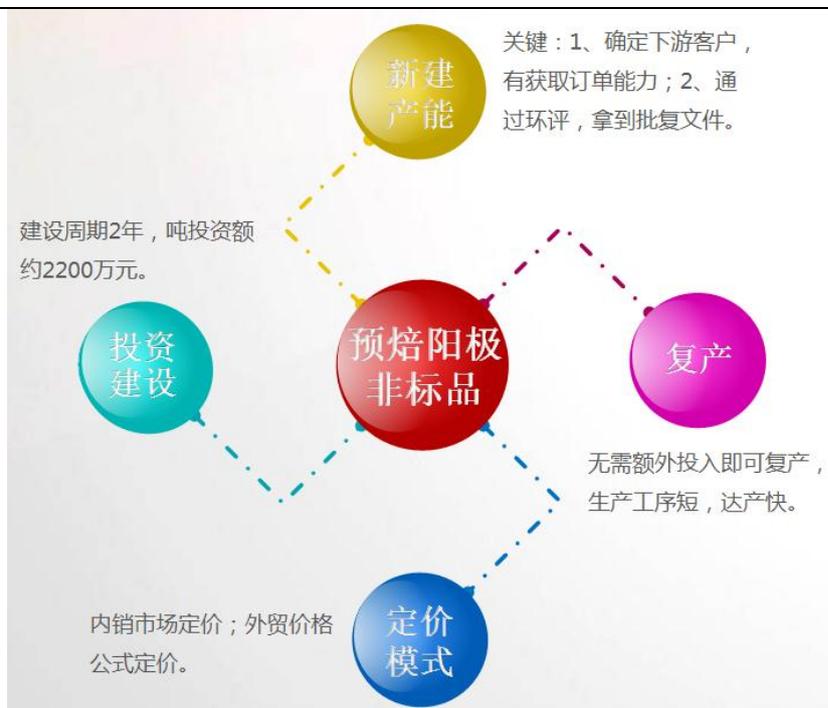
表 6：预焙阳极市场集中度较低

企业名称	2016 年自产产量 (万吨)	占比全国商用产量	占比全国总产量
索通发展	74	8.85%	4.34%
济南澳海炭素	67	8.01%	3.93%
山东晨阳新型碳材料	54	6.46%	3.17%
济南万方炭素	50	5.98%	2.93%
广西强强碳素	37	4.42%	2.17%
合计	282	32.49%	16.55%

资料来源：招股说明书，光大证券研究所

预焙阳极属于非标品，型号根据电解槽的不同而不同，所以一般商用预焙阳极厂商的都是采用 MTO（接单生产）的模式组织生产，即依据收到的订单制定生产计划及购买原料。如果要新建一座商用预焙阳极厂，首先要做的就是确定下游电解铝厂，保证能有订单。另外，现在我国正在进行供给侧改革，环保督查力度非常大，通过环评审查也是新建厂区的先决条件。确定下游客户和通过环评审查对于新建预焙阳极产能都非常重要。

图 2：预焙阳极属于非标品



资料来源：光大证券研究所

预焙阳极企业与电解铝企业紧密联系在一起，所以预焙阳极企业的销售策略基本以稳定经营、稳定客户为首要原则。国内预焙阳极产品定价模式基本按市场价格的方法；外贸出口的预焙阳极产品主要采用价格公式的方法定

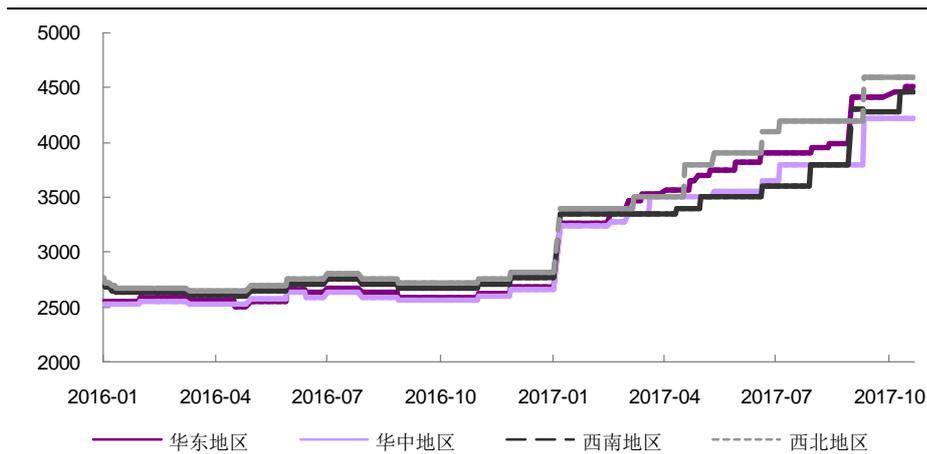
价，公式内包含原材料价格、汇率等各种因素，约定条款中也包含了政策类等影响的相应内容。我们认为无论是内销还是外贸，预焙阳极企业的定价会保证一定的毛利率，从而使得企业能够稳定经营。

5、环保不断加码，供给持续趋紧

今年以来，市场原材料价格上涨且货源偏紧推动预焙阳极价格上调，另外环保的持续加压使得预焙阳极供给偏紧，下游电解铝企业为了应对采暖季而提前备货造成需求较大，多方面因素共振使得预焙阳极价格持续上涨。截至2017年10月25日，全国预焙阳极含税均价已涨至4447.5元/吨，年初至今上涨62.91%。

分月度来看，一月份上涨580元/吨，二月份上涨36.25元/吨，三月份上涨123.75元/吨，四月份上涨108.75元/吨，五月份上涨73.75元/吨，六月份上涨120元/吨，七月份上涨62.5元/吨，八月份上涨72.5元/吨，九月份上涨428.75元/吨，十月份上涨70元/吨。可以看出，一月份和九月份预焙阳极价格都有较大幅度的上涨，其余各月均稳定小幅上涨。

图3：今年以来预焙阳极价格持续上涨（元/吨）



资料来源：wind，光大证券研究所

分地区来看，华东地区的预焙阳极价格今年以来累计上调1825元/吨，仅7月份价格没有变化；华中地区今年以来累计上调1565元/吨，西南地区累计上调1695元/吨，西北地区累计上调1785元/吨。各地区之间的价格变化差别不是特别大，具有一定的同步性。

表7：分地区来看价格涨幅（元/吨）

2017年	华东地区	华中地区	西南地区	西北地区	全国平均
1月份	580	580	580	580	580
2月份	105	40	0	0	36.25
3月份	165	225	0	105	123.75
4月份	110	0	55	300	108.75
5月份	100	50	100	100	73.75
6月份	160	100	100	200	120
7月份	0	150	0	100	62.5

8 月份	90	0	200	0	72.5
9 月份	420	420	475	400	428.75
10 月份	95	0	185	0	70
累计	1,825	1,565	1,695	1,785	1717.5

资料来源：wind，光大证券研究所

2017 年 3 月，环保部、发改委、财政部和能源局四部委及各省市人民政府联合印发《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》，要求“2+26”地区在采暖季期间，炭素企业达不到特别排放限值的，全部停产，达到特别排放限值的，限产 50%以上，以生产线计。近期，山东、河南、河北都相继发布相关文件，在认真执行“2+26”大气污染防治工作方案的同时，将范围扩大至全省。

表 8：京津冀及周边地区相继出台环保限产政策

组织单位	时间	方案	备注
环保部、发改委、财政部和能源局四部委及各省市人民政府	2017 年 3 月	《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》	对“2+26”地区：采暖季电解铝厂限产 30%以上，以停产的电解槽数量计；氧化铝企业限产 30%左右，以生产线计；炭素企业达不到特别排放限值的，全部停产，达到特别排放限值的，限产 50%以上，以生产线计。
山东省委、省政府办公厅	2017 年 7 月 31 日	《山东省 2017 年环境保护突出问题综合整治攻坚方案》	在“2+26”的基础上，覆盖全省
河南省政府	2017 年 9 月 12 日	《河南省 2017-2018 年秋冬季工业企业错峰生产实施方案》（征求意见稿）	在“2+26”的基础上，覆盖全省
河北省政府	2017 年 8 月 4 日	《河北省重污染天气应对及采暖季错峰生产专项实施方案》	在“2+26”的基础上，覆盖全省

资料来源：光大证券研究所整理

假设山东、河南、河北和江西四省现运行的预焙阳极产能全部达到特别排放标准（实际肯定存在不达标企业），测算受限影响的运行产能合计为 504 万吨，占比全国 2311 万吨预焙阳极产能高达 21.81%，再考虑到关停达不到特别排放标准的预焙阳极企业，受影响的比例还将大幅上升，随着采暖季的到来，预焙阳极供给将会趋于紧张。

表 9：四省预焙阳极运行产能预计受影响 504 万吨

区域	自备预焙阳极（万吨）			商用预焙阳极（万吨）		
	已建产能	运行产能	限产 50%	已建产能	运行产能	限产 50%
山东	136	126	63	656	537.5	268.75
河南	112	107	53.5	221	158	79
河北	0	0	0	52	35	17.5
山西	26	26	13	27	18.5	9.25
合计	274	259	129.5	959	749	374.5

资料来源：亚洲金属网，光大证券研究所

河南省 2017 年 9 月 20 日提前发布不达标企业名单，关停预焙阳极产能 167 万吨，50%限产影响产能 99.5 万吨，全省供暖季受影响的产能总计 266.5 万吨，占全省总产能的比重高达 72.8%，影响程度大于预期，如果其余三省也与河南相类似，那么预焙阳极市场供应紧张的局面将进一步加剧。

表 10: 2017 年河南省采暖季预焙阳极产能 (万吨)

城市	自备	商用	不达标	限产 50%
郑州	18	149	134	16.5
林州		10		5
新乡		5		2.5
焦作		80		40
洛阳	69		33	18
三门峡		35		17.5
总计	87	279	167	99.5

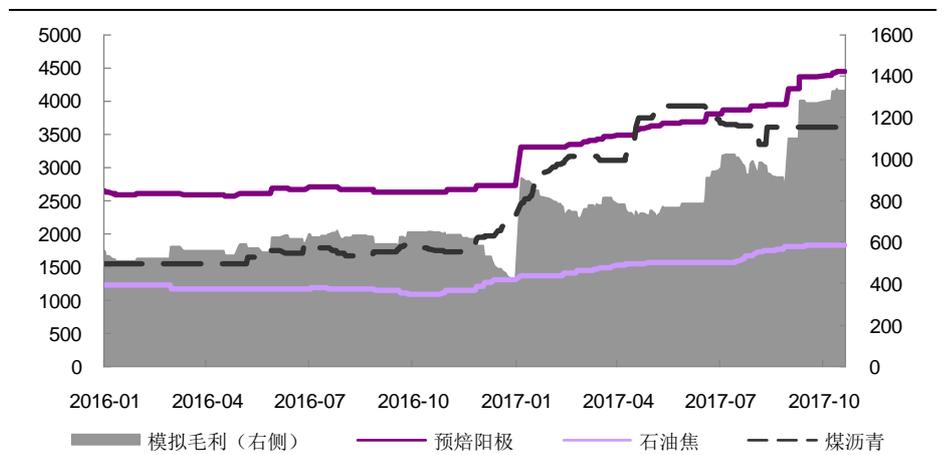
资料来源: 百川资讯

6、模拟吨毛利持续上行，四季度靓丽业绩可期

模拟预焙阳极的毛利情况，用预焙阳极市场均价减去原材料石油焦、煤沥青和其他费用（包括人工费用、能耗费用等，假设总共为 550 元/吨），生产 1 吨预焙阳极需要 1 吨石油焦和 0.2 吨煤沥青，因为制备预焙阳极对石油焦的硫分要求不高，故选取型号为 1#B、2#B、3#B 和 4# 的四种石油焦价格取平均，煤沥青选取山西地区的改制煤沥青。

2017 年以来，预焙阳极价格持续上涨，石油焦价格也一路上涨，煤沥青价格在 6 月下旬开始下跌，近期保持稳定。模拟的预焙阳极毛利目前已经高达 1333.5 元/吨，而年初时毛利仅 417.5 元/吨，增长了 219.4%，预计高盈利的状态仍将持续。

图 4: 目前预焙阳极模拟毛利已超过 1300 (元/吨)



资料来源: wind, 光大证券研究所

公司拥有 86 万吨预焙阳极产能，考虑到山东省处于“2+26”地区所受到的限产影响，假设今年产量为 85 万吨，而嘉峪关两家子公司拥有 59 万吨产能，控股 95.63%，所以公司权益产量为 82.42 万吨。

测算索通发展的归母净利润对预焙阳极的敏感性。假设：增值税率为 17%，企业所得税率为 25%，生产预焙阳极的成本保持不变，公司期间费用率与 2016 年一致，为 10.50%。

假设预焙阳极年度均价上涨 1000 元/吨，乘于权益产量 82.42 万吨，营业收入增加 8.24 亿元，扣除期间费用、增值税和企业所得税后，净利润增厚为 $8.24 \times (1-10.50\%) / 1.17 \times 0.75 = 4.73$ 亿元。

表 11：索通表发展对预焙阳极涨价的弹性测算

2017E	价格涨 500 元/吨	价格涨 1000 元/吨	价格涨 1500 元/吨
预焙阳极权益产量 (万吨)	82.42	82.42	82.42
增厚营收 (亿元)	4.12	8.24	12.36
增厚净利 (亿元)	2.36	4.73	7.09

资料来源：光大证券研究所

7、首次覆盖，给予“增持”评级

关键假设：公司上半年共计生产预焙阳极 43.55 万吨，销售 45.83 万吨，目前盈利水平处于高位，预计三季度满产运行，四季度考虑到采暖季对山东生产基地 27 万吨产能的限产影响，或减产 1.69 万吨，所以我们预计全年产量约为 85 万吨，销量约为 90 万吨。2017 年 1-10 月，预焙阳极市场均价为 3729 元/吨，目前价格为 4447.5 元/吨，我们预计随着采暖季的到来，供给将进一步缩紧，价格到年底还有 200-600 元/吨的上行区间，预计 2017 全年均价约为 4250 元/吨。2016 年销量为 75.62 万吨，预焙阳极均价 2646 元/吨。由此可以得出 2017 年主营收入预计增长 93%。通过模拟的毛利情况可以看出，预焙阳极的盈利水平一直处于上行态势，2017 年上半年毛利率为 27.54%，Q3 毛利率为 29.30%，所以我们预计全年毛利率为 29.59%。

预焙阳极行业较为稳定，如没有重大意外发生，我们预计预焙阳极的价格将在 2018 年和 2019 年继续保持 [4000-6000] 元/吨的区间运行，而索通发展与马来西亚齐力工业集团合资设立的 30 万吨产能将在 2018 年底建成投产，所以预计 2018/2019 年的营收增速分别为 13.13%、33.59%。毛利率稳定在 27.67%。

暂不考虑限制性股票激励计划的影响。

表 12：索通发展 2015-2019E 盈利预测表

单位：百万元	2015 年	2016 年	2017E	2018E	2019E
营业总收入	1,727.99	1,965.46	3812.49	4313.01	5761.54
预焙阳极	1,670.42	1,816.38	3514.33	3865.77	5180.13
生阳极	9.90	70.78	141.56	212.34	276.04
其他业务	47.66	78.30	156.60	234.90	305.37
营收增速	-5.25%	13.74%	93.97%	13.13%	33.59%
预焙阳极	-4.78%	8.74%	93%	10%	34%
生阳极		614.95%	100%	50%	30%
其他业务	-31.36%	64.29%	100%	50%	30%
毛利率	20.38%	22.12%	29.59%	27.66%	27.67%
预焙阳极	20.60%	22.43%	30%	28%	28%
生阳极	30.61%	21.53%	30%	30%	30%
其他业务	10.45%	15.39%	20%	20%	20%

资料来源：wind，光大证券研究所

盈利预测：我们预计公司 2017-2019 年的归母净利润分别为 5.22 亿元、5.44 亿元、7.37 亿元，对应 EPS 分别为 2.17 元/股、2.26 元/股、3.06 元/股。

估值与投资评级：我们采用相对估值法给公司估值。索通发展的主营业务为预焙阳极的生产、研发与销售，故我们选取方大炭素（主业石墨电极，同为炭素制品）、濮耐股份（主业耐火材料，是冶炼行业的重要原料，细分领域龙头）、北京利尔（与濮耐股份类似）、深圳新星（主业铝晶粒细化剂，铝加工的重要辅料，次新股）作为可比公司，2017 年 wind 一致预期分别为 19.7 倍、29.2 倍、34.3 倍、40.8 倍。

表 13：可比公司 PE 估值（2017E）

可比公司	当前股价（元/股）	2017 年 EPS（E）（元/股）	2017 年 PE
方大炭素	27.56	1.40	19.7
濮耐股份		0.21	29.2
北京利尔		0.18	34.3
深圳新星		1.95	40.8
均值	--	--	31.0
索通发展	58.87	2.17	27.1

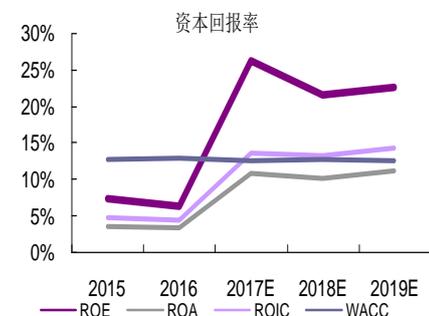
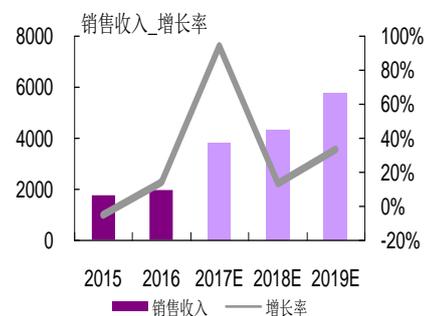
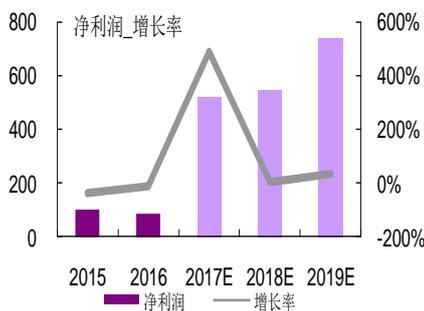
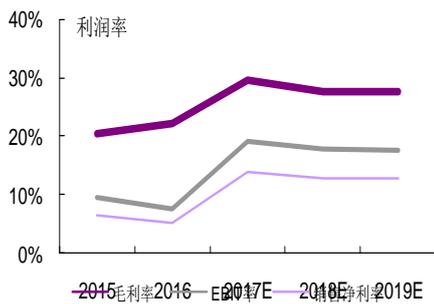
备注：可比公司的 EPS 和 PE 来自 wind 一致预期，索通发展的 EPS 和 PE 来自光大证券研究所预测

资料来源：wind，光大证券研究所

综上所述，公司 2017Q3 业绩靓丽，环保限产持续施压，随着预焙阳极价格的继续上行，将大幅增厚公司业绩，可比公司 2017 年的平均 PE 为 31 倍，公司目前股价对应 PE 为 27.1 倍，我们看好公司的长期发展，给予 2017 年 30 倍 PE 估值，6 个月目标价 65.10 元/股，首次覆盖，给予“增持”评级。

8、风险提示

- 1) 采暖季炭素企业限产不及预期的风险；
- 2) 原材料价格大幅上涨的风险；
- 3) 下游电解铝企业经营困难导致需求疲软的风险；
- 4) 次新股股价波动较大的风险；
- 5) 大盘波动的风险。



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,728	1,965	3,812	4,313	5,762
营业成本	1,376	1,531	2,684	3,120	4,167
折旧和摊销	130	159	120	129	138
营业税费	13	23	44	50	66
销售费用	79	80	155	175	234
管理费用	97	86	166	188	251
财务费用	34	41	71	87	89
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	133	109	656	683	925
利润总额	137	117	665	693	934
少数股东损益	12	14	10	10	10
归属母公司净利润	99.65	88.91	522.08	544.02	737.31

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	3,162	3,118	4,988	5,484	6,753
流动资产	1,465	1,302	3,112	3,557	4,783
货币资金	504	194	953	1,078	1,440
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	434	488	946	1,070	1,429
应收票据	199	145	280	317	424
其他应收款	2	2	5	5	7
存货	271	375	657	764	1,020
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,103	1,645	1,675	1,703	1,726
无形资产	121	118	112	107	101
总负债	1,715	1,662	2,940	2,882	3,403
无息负债	275	425	710	817	1,080
有息负债	1,440	1,237	2,230	2,065	2,323
股东权益	1,447	1,456	2,049	2,603	3,350
股本	181	181	241	241	241
公积金	677	690	742	766	766
未分配利润	494	543	1,013	1,533	2,270
少数股东权益	96	43	53	63	73

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	293	226	-43	557	373
净利润	100	89	522	544	737
折旧摊销	130	159	120	129	138
净营运资金增加	-72	67	1,228	338	964
其他	134	-88	-1,913	-453	-1,466
投资活动产生现金流	-281	-237	-180	-180	-180
净资本支出	-285	-184	-180	-180	-180
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	4	-53	0	0	0
融资活动现金流	304	-314	982	-252	169
股本变化	0	0	60	0	0
债务净变化	432	-203	993	-165	259
无息负债变化	52	150	285	107	263
净现金流	327	-322	759	125	362

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-5.25%	13.74%	93.97%	13.13%	33.59%
净利润增长率	-37.95%	-10.77%	487.17%	4.20%	35.53%
EBITDA 增长率	-27.00%	3.82%	174.02%	6.19%	28.11%
EBIT 增长率	-40.46%	-10.03%	383.16%	6.04%	31.64%
估值指标					
PE	142	159	27	26	19
PB	10	10	7	6	4
EV/EBITDA	41	40	19	18	14
EV/EBIT	72	81	23	21	16
EV/NOPLAT	89	92	28	26	20
EV/Sales	7	6	4	4	3
EV/IC	4	4	4	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	20.38%	22.12%	29.59%	27.66%	27.67%
EBITDA 率	17.22%	15.72%	22.21%	20.84%	19.99%
EBIT 率	9.67%	7.65%	19.06%	17.86%	17.60%
税前净利润率	7.95%	5.96%	17.45%	16.06%	16.21%
税后净利润率 (归属母公司)	5.77%	4.52%	13.69%	12.61%	12.80%
ROA	3.54%	3.30%	10.67%	10.10%	11.07%
ROE (归属母公司) (摊薄)	7.38%	6.29%	26.16%	21.42%	22.50%
经营性 ROIC	4.83%	4.42%	13.59%	13.20%	14.30%
偿债能力					
流动比率	1.37	1.04	1.24	1.45	1.62
速动比率	1.12	0.74	0.98	1.14	1.27
归属母公司权益/有息债务	0.94	1.14	0.90	1.23	1.41
有形资产/有息债务	2.10	2.39	2.17	2.58	2.84
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.41	0.37	2.17	2.26	3.06
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	1.22	0.94	-0.18	2.32	1.55
每股自由现金流(FCFF)	0.20	0.56	-2.78	0.99	-0.69
每股净资产	5.61	5.87	8.29	10.55	13.61
每股销售收入	7.18	8.17	15.84	17.92	23.94

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

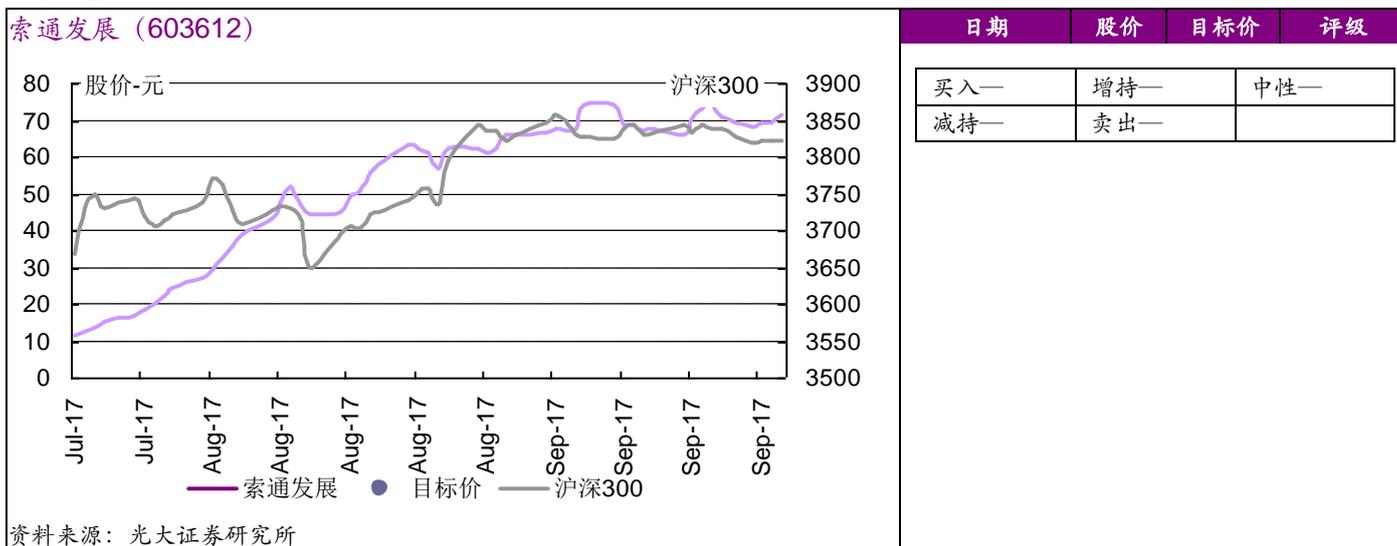
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

王招华，光大证券钢铁+首席分析师，中国农业大学学士、北京大学 CCER 双学士，8 年钢铁证券研究经验，曾供职于天相投顾、国金证券、广发证券等机构，2015 年新财富钢铁行业第五名、水晶球钢铁行业第四名，2014 年新财富钢铁行业第二名（团队），2010 年新财富钢铁行业第一名（团队），对大宗商品电商及互联网物流领域研究有特长，熟悉公司：上海钢联、欧浦智网、宝钢股份、常宝股份、华菱钢铁、五矿发展、传化股份等。

杨华，复旦大学经济学硕士，2015 年加入光大证券，负责钢铁行业研究。5 年以上钢铁行业研究经验，曾就任上海钢联（300226，SZ）研究中心主任助理、咨询部副主任等职，对钢铁产业链有深入研究；期间负责工信部、商务部等政府部门专项课题，在钢铁领域有较为丰富的人脉。

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 - 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 - 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 - 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 - 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
 - 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
- 市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebscn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhoujj@ebscn.com
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebscn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com
王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com	
安玲娟	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com	
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
	关明雨	010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
	王曦	010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com

	张彦斌	010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebscn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixiao1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com