

投资评级：买入(维持)

索通发展(603612)

产销增长+价差扩大，公司营业利润大增

事件：公司发布三季报，Q3实现营业收入11.1亿元，同比增长45%，环比增长13%；实现归母净利润2568万元，同比增长2%，环比增长1.6%。

市场数据 2019-10-30

收盘价(元)	9.55
一年内最低/最高(元)	9.50/17.37
市盈率	34.4
市净率	1.58

基础数据

净资产收益率(%)	8.38
资产负债率(%)	52.2
总股本(亿股)	3.37

最近12月股价走势

联系信息

李帅华	分析师
SAC证书编号: S0160518030001	
lishuaihua@ctsec.com	
郝思行	分析师
SAC证书编号: S0160519100001	021-68592511
haosx@ctsec.com	

相关报告

- 《索通发展(603612):可转债发行获批助力公司逆势扩张》 2019-07-23
- 《索通发展(603612):业绩底利空尽,龙头扩张,静待行业复苏》 2019-03-20
- 《索通发展(603612):天时地利人和,阳极龙头整装待发》 2019-02-22

- **营业外支出拖累业绩，Q3 公司营业利润同比增长 85%。**2019Q3 公司实现毛利润 1.59 亿元，同比增 38%，环比增 26%，实现营业利润 0.62 亿元，同比增 85%，环比增 94%，业绩大幅改善。公司净利润增速较低主要受 3065 万元营业外支出的影响，根据公司季报披露，营业外支出主要用于嘉峪关索通 54 室焙烧炉节能改造支出。不考虑营业外支出，预计公司 Q3 归母净利润 0.5 亿元。

- **产销增长+阳极价差扩大助推公司业绩。**产销方面，Q2 华东地区阳极均价为 3160 元/吨，Q3 下降为 3105 元/吨，降幅 55 元/吨，Q2 西北地区阳极均价为 3663 元/吨，Q3 下降为 3618 元/吨，降幅 45 元/吨，与此同时公司 Q3 营收环比增长 13%，说明公司创新炭材料一期 60 万吨产能已经投产，这从公司 Q3 资产负债表中在建工程减少 16 亿元，固定资产增加 12 亿元中也可以体现出来。此外，随着公司对焙烧炉进行了节能改造，预计可以增加 4-5 万吨阳极产能。**价差方面**，尽管 Q3 阳极价格环比下跌 55 元/吨，但与此同时华东煤沥青价格环比下降 570 元/吨，青岛石化石油焦价格环比下降 168 元/吨，成本的坍塌带来了价差的环比改善。

- **产量爬升，下游需求改善，四季度利润仍有释放空间。**产量方面看，创新炭材料一期 60 万吨产能刚刚投产，产能利用率约 60% 左右，四季度仍有产能释放空间，更重要的是重资产行业的规模效应明显，因折旧费用的存在，在越过盈亏平衡线后，产能的继续释放将带来丰厚的利润。我们发现公司 Q3 少数股东损益仅 200 万元，因此大致判断 60%-70% 的产能利用率是一期 60 万吨产能的盈亏平衡线，Q4 后续产能的释放将为公司带来丰厚的利润。**从供需情况来看**，阳极下游为电解铝行业，2019 年 H1 受制于行业利润的低迷，电解铝新增产能投产缓慢，随着三季度行业利润的大幅修复和库存的快速去化，预计 2019Q4 以及 2020 年电解铝行业的供给增速有望加快，阳极的下游需求将出现改善。

- **盈利预测及评级。**维持公司“买入”评级，预计 2019-2021 年公司的 EPS 为 0.39、0.95、1.38 元，PE 为 24.5、10.1、6.9 倍。

风险提示：预焙阳极供给超预期导致价格下跌，电解铝投产不及预期。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	3,281	3,354	3,380	3,887	4,431
增长率	66.9%	2.2%	0.8%	15.0%	14.0%
归属母公司股东净利润(百万)	548	202	131	320	464
增长率	516.1%	-63.2%	-34.8%	143.2%	45.1%
每股收益(元)	1.63	0.60	0.39	0.95	1.38
市盈率(倍)	5.9	16.0	24.5	10.1	6.9

数据来源：贝格数据，财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

公司财务报表及指标预测						公司财务报表及指标预测					
利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,281	3,354	3,380	3,887	4,431	成长性					
减: 营业成本	2,319	2,745	2,816	2,956	3,311	营业收入增长率	66.9%	2.2%	0.8%	15.0%	14.0%
营业税费	38	38	39	45	51	营业利润增长率	493.8%	-59.4%	-29.2%	149.1%	46.9%
销售费用	85	89	88	108	108	净利润增长率	516.1%	-63.2%	-34.8%	143.2%	45.1%
管理费用	123	114	155	155	110	EBITDA 增长率	205.9%	-42.6%	-10.5%	75.2%	29.7%
财务费用	119	95	95	156	166	EBIT 增长率	408.4%	-51.8%	-23.5%	120.6%	36.6%
资产减值损失	-49	-2	-	-	-	NOPLAT 增长率	373.8%	-51.2%	-19.5%	94.8%	35.8%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	30.9%	24.4%	7.9%	1.7%	-0.7%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	79.5%	8.1%	6.0%	9.0%	12.5%
营业利润	650	264	187	466	685	利润率					
加: 营业外净收支	46	-23	-31	-	-	毛利率	29.3%	18.1%	16.7%	23.9%	25.3%
利润总额	696	241	218	466	685	营业利润率	19.8%	7.9%	5.5%	12.0%	15.5%
减: 所得税	130	36	77	117	171	净利润率	16.7%	6.0%	3.9%	8.2%	10.5%
净利润	548	202	131	320	464	EBITDA/营业收入	28.8%	16.2%	14.4%	21.9%	24.9%
						EBIT/营业收入	23.3%	11.0%	8.3%	16.0%	19.2%
资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	运营效率					
货币资金	407	816	592	720	1,135	固定资产周转天数	168	149	143	123	105
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	100	95	89	102	98
应收帐款	451	385	567	565	646	流动资产周转天数	188	243	254	230	238
应收票据	443	83	288	328	366	应收帐款周转天数	52	45	51	52	49
预付帐款	60	59	70	71	78	存货周转天数	59	86	85	67	66
存货	696	910	689	757	876	总资产周转天数	414	555	626	550	514
其他流动资产	62	157	157	157	157	投资资本周转天数	310	386	441	401	354
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	23.1%	8.3%	5.1%	11.2%	14.5%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	12.8%	3.5%	2.4%	5.8%	7.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	25.6%	9.5%	6.2%	11.2%	14.9%
固定资产	1,425	1,345	1,345	1,321	1,272	费用率					
在建工程	368	1,762	1,817	1,885	1,968	销售费用率	2.6%	2.7%	2.6%	2.8%	2.4%
无形资产	301	294	290	287	283	管理费用率	3.7%	3.4%	4.6%	4.0%	2.5%
其他非流动资产	216	104	27	-56	-152	财务费用率	3.6%	2.8%	2.8%	4.0%	3.7%
资产总额	4,430	5,915	5,812	5,967	6,525	三费/营业收入	10.0%	8.9%	10.0%	10.8%	8.7%
短期债务	882	1,234	1,184	1,134	1,084	偿债能力					
应付帐款	433	730	567	517	682	资产负债率	41.0%	52.2%	48.2%	44.7%	43.0%
应付票据	44	114	81	85	95	负债权益比	69.5%	109.2%	94.0%	82.6%	77.5%
其他流动负债	203	310	283	262	288	流动比率	1.36	1.01	1.12	1.30	1.52
长期借款	182	629	629	629	629	速动比率	0.91	0.63	0.79	0.92	1.11
其他非流动负债	71	72	72	72	72	利息保障倍数	6.42	3.86	2.97	3.98	5.13
负债总额	1,816	3,088	2,816	2,699	2,849	分红指标					
少数股东权益	243	387	397	427	477	DPS(元)	0.49	0.09	0.11	0.23	0.31
股本	243	340	337	337	337	分红比率	30.0%	15.2%	28.4%	24.6%	22.7%
留存收益	2,198	2,169	2,263	2,504	2,863	股息收益率	5.1%	1.0%	1.2%	2.4%	3.3%
股东权益	2,614	2,827	2,997	3,268	3,676	业绩和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	1.63	0.60	0.39	0.95	1.38
净利润	566	205	131	320	464	BVPS(元)	7.03	7.24	7.72	8.43	9.49
加: 折旧和摊销	181	175	203	228	252	PE(X)	5.9	16.0	24.5	10.1	6.9
资产减值准备	-49	-2	-	-	-	PB(X)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-10.8	9.2	-10.9	23.1	7.4
财务费用	57	65	95	156	166	P/S	1.0	1.0	1.0	0.8	0.7
投资收益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	3.3	8.8	10.1	5.6	3.9
少数股东损益	19	4	10	30	50	CAGR(%)	-14.9%	35.8%	11.2%	-14.9%	35.8%
营运资金的变动	-503	-75	-364	-150	-71	PEG	-0.4	0.4	2.2	-0.7	0.2
经营活动产生现金流量	235	493	75	584	861	ROIC/WACC	3.0	1.1	0.7	1.3	1.7
投资活动产生现金流量	-336	-786	-	-	-	REP	0.3	1.1	1.6	0.8	0.6
融资活动产生现金流量	191	608	-299	-457	-446						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地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，作者也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。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。