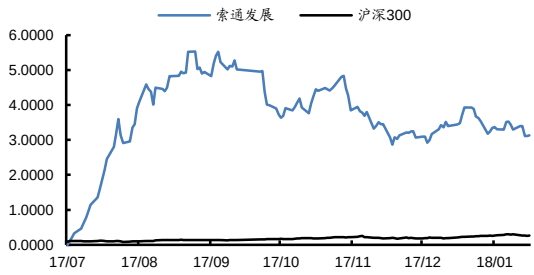
研究所
证券分析师: 代鹏举 S0350512040001
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn
联系人 : 李浩
021-68930177 lih07@ghzq.com.cn
联系人 : 郝思行
02168930175 haosx@ghzq.com.cn

商用预焙阳极龙头产能持续扩张，采暖季限产推升产品价格——索通发展（603612）动态研究

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
索通发展	-12.4	-23.5	313.2
沪深 300	3.2	7.0	27.0

市场数据	2018-02-02
当前价格（元）	46.90
52 周价格区间（元）	11.35 - 78.88
总市值（百万）	11398.01
流通市值（百万）	2823.38
总股本（万股）	24302.79
流通股（万股）	6020.00
日均成交额（百万）	477.39
近一月换手（%）	216.10

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

投资要点:

- **国内商用预焙阳极龙头持续扩张产能，增厚业绩。**2017 公司拥有 86 万吨预焙阳极产能，是国内商用预焙阳极龙头，市场占有率达到了 4.3%。2016 年 9 月公司与马来西亚齐力工业集团共同投资 30 万吨预焙阳极产能，预计 2018 年年底投产，其中公司占股 80%，齐力集团占股 20%。此外，公司还与魏桥铝电和山东创新成立了山东创新炭材料公司，索通发展持有山东创新炭材料公司 51%的控股权。山东创新炭材料公司拟建设年产 188 万吨的预焙阳极项目，其中一、三、四期分别建设年产 60 万吨预焙阳极生产线一条，二期建设年产 4 万吨石墨化生产线二条，预计一期项目将于 2018 年下半年开始投产。预计 2018 年年底公司将拥有 176 万吨的预焙阳极产能，考虑采暖季限产的影响，预计 2018 年公司预焙阳极产量约为 110 万吨。

- **采暖季限产推升产品价格。** 2017 年 2 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印发的《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》中明确指出针对“2+26”城市，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。该政策加剧了预焙阳极的紧张程度，各大铝厂纷纷在三季度提前采购预焙阳极进行备货，推升了产品价格，三季度华中地区预焙阳极价格从 3550 元/吨上升到 4220 元/吨，涨幅 18.8%。

- **采暖季限产对公司预焙阳极产量影响有限。**公司于 2017 年 11 月 24 日发布公告，根据采暖季错峰生产的要求，公司山东生产中心自 2017 年 11 月 15 日至 2018 年 3 月 15 日采取限产措施，1 条 7.5 万吨和 1 条 6 万吨预焙阳极生产线停产检修。公司预焙阳极产量 2017 年将减少约 1.4 万吨，约占全年产能的 1.6%；2018 年产量将减少约 3.5 万吨，约占目前全年产能的 4%。

- **首次覆盖，给予“买入”评级。**公司受益于未来产能的快速扩张和环保限产带来的高利润率。我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 1.95 元，2.76 元，3.56 元，对应当前股价的 PE 分别为 24.05 倍，16.97 倍，13.17 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：** 原材料石油焦、煤沥青价格上行的风险；预焙阳极行业环保要求及采暖季限产不及预期的风险；电解铝行业利润下滑，新增产量减少，导致预焙阳极需求疲软价格走低的风险；公司新增产能投产不及预期的风险。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	1965	3255	4286	6107
增长率(%)	14%	66%	32%	43%
净利润（百万元）	89	474	672	865
增长率(%)	-11%	433%	42%	29%
摊薄每股收益（元）	0.49	1.95	2.76	3.56
ROE(%)	6.29%	25.33%	26.65%	25.78%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

表 1：索通发展盈利预测表

证券代码:	603612.SH		股价:	46.90	投资评级:	买入		日期:	2018-02-02
财务指标	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**	**每股指标与估值**	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
盈利能力					**每股指标**				
ROE	6%	25%	27%	26%	EPS	0.49	1.95	2.76	3.56
毛利率	22%	29%	32%	29%	BVPS	7.83	7.70	10.37	13.81
期间费率	12%	14%	13%	11%	**估值**				
销售净利率	5%	15%	16%	14%	P/E	95.21	24.05	16.97	13.17
成长能力					P/B	5.99	6.09	4.52	3.40
收入增长率	14%	66%	32%	43%	P/S	4.31	3.50	2.66	1.87
利润增长率	-11%	433%	42%	29%					
营运能力					**利润表（百万元）**	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
总资产周转率	0.63	0.78	0.82	0.88	**营业收入**	**1965**	**3255**	**4286**	**6107**
应收账款周转率	3.10	15.21	15.21	15.21	营业成本	1531	2307	2917	4315
存货周转率	4.09	4.09	4.09	4.09	营业税金及附加	23	37	49	70
偿债能力					销售费用	80	74	80	100
资产负债率	53%	53%	48%	44%	管理费用	86	88	97	110
流动比	1.04	1.30	1.71	2.02	财务费用	41	129	116	84
速动比	0.74	1.13	1.56	1.90	其他费用/（-收入）	(96)	0	0	0
					营业利润	**109**	**620**	**1026**	**1428**
资产负债表（百万元）	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**	营业外净收支	8	0	0	0
现金及现金等价物	194	1791	2901	4534	**利润总额**	**117**	**620**	**1026**	**1428**
应收款项	634	214	282	402	所得税费用	14	124	205	286
存货净额	375	326	326	326	**净利润**	103	496	821	1142
其他流动资产	99	164	216	308	少数股东损益	14	22	149	277
流动资产合计	**1302**	**2495**	**3725**	**5569**	**归属于母公司净利润**	**89**	**474**	**672**	**865**
固定资产	1645	1521	1377	1248					
在建工程	1	15	8	1	**现金流量表（百万元）**	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
无形资产及其他	118	79	54	36	**经营活动现金流**	**226**	**1434**	**1140**	**1669**
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	103	474	672	865
资产总计	**3118**	**4162**	**5216**	**6907**	少数股东权益	14	22	149	277
短期借款	597	943	943	943	折旧摊销	159	209	184	160
应付款项	320	490	620	917	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	11	18	24	34	营运资金变动	(49)	729	135	367
其他流动负债	322	469	589	860	**投资活动现金流**	**(237)**	**(61)**	**(7)**	**(7)**
流动负债合计	**1249**	**1921**	**2176**	**2754**	资本支出	(350)	(61)	(7)	(7)
长期借款及应付债券	393	286	286	286	长期投资	0	0	0	0
其他长期负债	20	20	20	20	其他	113	0	0	0
长期负债合计	**413**	**306**	**306**	**306**	**筹资活动现金流**	**(299)**	**223**	**(23)**	**(29)**
负债合计	**1662**	**2226**	**2481**	**3060**	债务融资	(309)	239	0	0
股本	181	243	243	243	权益融资	0	0	0	0
股东权益	1456	1936	2734	3847	其它	10	(16)	(23)	(29)
负债和股东权益总计	**3118**	**4162**	**5216**	**6907**	**现金净增加额**	**(310)**	**1597**	**1110**	**1633**

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【煤炭钢铁有色组介绍】

代鹏举，上海交通大学硕士，8 年证券行业从业经历，目前负责化工行业和中小市值研究。
李浩，工商管理硕士，十年钢铁行业工作经验，七年钢铁市场研究经验，曾就职武钢股份。目前从事钢铁行业及上市公司研究。
郝思行，美国德雷塞尔大学金融硕士，1 年投资和咨询经验，现从事有色金属行业研究。
邓聿轲，澳麦考瑞大学经济学硕士，经济学学士，2 年证券及其相关行业从业经历，2016 年进入国海证券从事公用事业行业上市公司研究与创新发展服务工作。

【分析师承诺】

代鹏举，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数;
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数;
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间;
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间;
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。