

索通发展(603612.SH)

景气周期低点已现, 预焙阳极龙头腾飞在即

评级: 买入

市场价格: 15.09

分析师: 谢鸿鹤

执业证书编号: S0740517080003

电话: 021-20315185

Email: xiehh@r.qlzq.com.cn

分析师: 李翔

执业证书编号: S0740518110002

电话: 0755-22660869

Email: lixiang@r.qlzq.com.cn

研究助理: 张强

电话: 0755-22660869

Email: zhangqiang@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	340
流通股本(百万股)	179
市价(元)	15.18
市值(百万元)	5,165
流通市值(百万元)	2715

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1.《索通发展: 预焙阳极龙头, 产能扩张再腾飞》

20180222

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3281.12	3354.03	5348.41	7757.41	10111.17
增长率 yoy%	66.94%	2.22%	59.46%	45.04%	30.34%
净利润	544.84	201.55	344.28	454.42	605.04
增长率 yoy%	512.77%	-63.01%	70.82%	31.99%	33.15%
每股收益(元)	1.601	0.592	1.012	1.336	1.778
每股现金流量	0.734	1.463	-3.547	5.645	-1.203
净资产收益率	22.98%	8.26%	13.01%	15.58%	18.45%
P/E	9.42	25.47	14.91	11.30	8.49
PEG	-1.61	0.63	N/A	N/A	N/A
P/B	2.17	2.10	1.94	1.76	1.57

备注:

投资要点

- 事件:** 公司发布 2018 年年度报告, 2018 年实现营业收入约 33.54 亿, 同比增长 2.2%, 实现归母净利润约 2.02 亿, 同比下滑 63.2%, 符合预期。其中, 2018Q4 分别实现归母净利润约 0.31 亿, 环比 2018Q3 增加 22.7%; 期末经营性现金流净额为 4.9 亿, 较 2017 年大幅好转, 增加 2.58 亿。
- 2018 年业绩较 2017 年大幅下滑 63%, 主要原因是营业成本大幅提升 18%。** 从公司内外销整体来看, 预焙阳极产销量基本持平, 虽然 2018 年度预焙阳极市场价格小幅下降, 但实际上, 公司 2018 年实际单吨销售价格约 3532 元, 较 2017 年的 3418 元, 小幅上升约 3%, 而与此同时, 原材料市场价格却大幅上涨, 2018 年公司单吨生产成本约 2804 元, 较 2017 年约 2393 元上升 17%, 公司毛利率由 2017 年的 29% 下滑至 2018 年的 18%, 毛利缩水 37% 至 6.09 亿; 另外, 公司确认股权激励费用约 3100 万, 增加管理费用, 并且, 公司“嘉峪关索通预焙阳极有限公司 54 室焙烧炉节能改造项目”计提约 2600 万固定资产处置损失, 发生营业外支出, 所以, 在预焙阳极销量基本持平的情况下, 公司 2018 年归母净利润较 2017 年大幅下降约 63%。
- 毛利增厚与退税对冲计提固定资产损失以及股权激励费用影响。** 单季度来看, 2018 年四季度预焙阳极市场均价由约 3300 元上涨约 10% 至近 3600 元, 2018Q4 环比 Q3, 公司毛利由 1.15 亿增厚 19% 至 1.37 亿, 公司毛利率由 15% 提升至 17%, 另外, 嘉峪关炭材料享受 15% 的优惠税率, 收到退税 0.35 亿, 政府补助约 800 万, 所以尽管由于四季度确认约 3100 万股股权激励费用以及 2600 万固定资产处置损失, 毛利增厚、退税以及政府补贴基本对冲计提固定资产处置损失以及股权激励费用的影响。
- 加大资金回笼, 期末经营性现金流净额为 4.9 亿, 较 2017 年大幅好转, 增加 2.58 亿。** 公司销售形成的应收票据变现增加, 2018 年应收票据 8252 万, 较 2017 年 4.43 亿, 下滑 81%, 另外, 应收账款由 1.9 亿下降至 1.6 亿, 公司回款能力加强, 因此, 公司期末经营性现金流净额明显增加, 2018 年经营现金流为 4.9 亿, 较 2017 年增加 2.58 亿。
- 下游电解铝行业低迷, 预焙阳极价格显著回落, 周期低点已现。** 2018 年下游电解铝行业持续低迷, 电解铝价格由 2018 年初约 14700 元回落至 2018 年底低点约 13500 元, 全行业持续亏损而出现较大面积减停产, 叠加预焙阳极行业充分竞争, 预焙阳极价格由 2018 年初高点 4600 元随之回落至 2018 年内低点约 3500 元, 当前预焙阳极价格低位震荡, 约 3600 元, 根据百川统计, 行业平均毛利回落至零附近, 当前价格已经贴近行业整体生产成本线, 行业周期低点已现。
- 向后展望, 公司依靠“投建并收”, 2019 年公司实现产能近翻倍增长, 增量来自索通齐力、山东创新炭材料等新投项目。** 随着 2018-2019 年创新

炭材料一期 60 万吨、索通齐力 30 万吨项目、16 万吨重庆锦旗投产后,2019 年总产能可达到 192 万吨,权益产能达到 146 万吨,产能增速达到 75%。另外,索通云铝规划建设 90 万吨,其中第一期为 60 万吨,将于 2020 年投产。创新炭材料一期 60 万吨、索通齐力 30 万吨项目或将在 2019Q2 较为明显贡献增量,全年来看,产能扩张有望带来销量增长,2018 年销量约 91 万吨,我们预估 2019 年、2020 年分别实现超过 165 万吨、240 万吨销量,复合增速在 50%以上。公司与现有战略供应商签订战略合作协议,搭建战略合作平台,一方面成为公司业绩主要驱动力,另外一方面也保障公司订单销售。

- **投资建议:** 我们预计公司 2019/2020/2021 年归母净利润分别为 3.44/4.54/6.05 亿元,对应 EPS 分别为 1.01/1.34/1.78 元,目前股价对应的 PE 估值水平则分别为 15X/11X/8X,给予“买入”评级。
- **风险提示:** 预焙阳极价格下降;新投产项目不及预期。

图表 1: 公司财务报表及预测

利润表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1965.46	3281.12	3354.03	5348.41	7757.41	10111.17
减: 营业成本	1530.69	2319.50	2745.44	4316.35	6288.10	8195.62
营业税金及附加	22.60	38.11	38.32	61.11	88.63	115.52
营业费用	79.86	84.60	88.99	112.32	155.15	202.22
管理费用	85.56	122.96	114.49	160.45	232.72	303.34
财务费用	40.89	119.09	100.43	166.19	265.30	313.77
资产减值损失	96.38	-48.57	-1.81	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	42.97	0.00	0.00	0.00
营业利润	109.47	645.43	311.15	531.99	727.51	980.69
加: 其他非经营损益	7.58	45.93	-22.94	0.00	0.00	0.00
利润总额	117.05	691.36	288.21	531.99	727.51	980.69
减: 所得税	14.19	127.83	29.31	79.80	109.13	147.10
净利润	102.86	563.53	258.90	452.19	618.38	833.59
减: 少数股东损益	13.95	18.69	3.51	107.91	163.97	228.55
归属母公司股东净利润	88.91	544.84	201.55	344.28	454.42	605.04
资产负债表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	162.04	267.92	731.20	534.84	775.74	1011.12
应收和预付款项	690.21	954.22	530.00	2290.47	1801.74	3532.11
存货	374.63	696.21	910.05	1163.47	1857.26	2079.82
其他流动资产	43.38	61.68	153.72	153.72	153.72	153.72
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1645.49	1857.32	3107.25	4336.19	5965.13	5460.74
无形资产和开发支出	118.16	301.36	293.77	261.37	228.97	196.57
其他非流动资产	4.07	106.91	65.72	63.54	61.36	61.36
资产总计	3037.99	4245.62	5791.72	8803.61	10843.92	12495.43
短期借款	596.81	881.87	1233.82	2291.75	2836.02	3586.68
应付和预收款项	344.95	484.93	889.00	771.89	1608.28	1467.80
长期借款	392.86	182.43	628.75	2386.19	2610.36	3061.60
其他负债	247.14	82.43	213.33	213.33	213.33	213.33
负债合计	1581.76	1631.66	2964.90	5663.16	7267.98	8329.41
股本	180.50	243.03	340.24	340.24	340.24	340.24
资本公积	645.46	1028.01	963.50	963.50	963.50	963.50
留存收益	587.33	1099.50	1136.52	1342.24	1613.77	1975.30
归属母公司股东权益	1413.30	2370.54	2440.26	2645.98	2917.51	3279.04
少数股东权益	42.93	243.42	386.55	494.46	658.43	886.98
股东权益合计	1456.23	2613.96	2826.82	3140.45	3575.94	4166.02
负债和股东权益合计	3037.99	4245.62	5791.72	8803.61	10843.92	12495.43
现金流量表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营性现金净流量	207.18	249.73	497.82	-1206.98	1920.65	-409.25
投资性现金净流量	-236.92	-335.80	-785.67	-1500.00	-2000.00	0.00
筹资性现金净流量	-314.31	191.48	608.09	2510.62	320.25	644.63
现金流量净额	-340.78	100.10	320.32	-196.36	240.90	235.38

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司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, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。