



Research and
Development Center

行业产能加速出清，龙头优势凸显

—— 索通发展（603612.SH）深度报告

2020年03月13日

娄永刚 首席分析师

冯孟乾 研究助理

索通发展：行业产能加速出清，龙头优势凸显

2020年03月13日

本期内容提要：

- ◆ **公司竞争优势明显，龙头地位不断巩固，盈利能力优异。** 成本方面：公司作为阳极龙头唯一上市公司，在客户、规模、管理、融资及采购销售等方面优势明显，成本优于行业平均水平，在行业低迷期仍能保持较高的盈利能力。产能方面：2018-2019年逆势扩张产能，完成三大电解铝产区的产能布局，总产能从86万吨有望提升至2019-2020年的192万和252万，产量市占率有望从10%提升到20%以上。经营模式方面：和大型电解铝企业深度绑定，产能布局合理、利用率高、满产满销。盈利方面：公司依靠品牌优势和质量优势，不断提高利润率较高的出口量，进一步提升公司整体利润率。
- ◆ **预焙阳极市场格局分散，商用阳极渐成主流。** 2017年行业高景气度后引发过度投资，2018年大量产能投放进一步加剧产能过剩，2019年行业整体持续低迷。目前行业仍处于产能过剩阶段，中小厂商众多，竞争格局相对较差。预焙阳极的唯一下游为电解铝行业，其价值量和成本结构决定阳极价值量相对较低，叠加残极回收再造，宜环电解铝产能分布。商用阳极在成本控制方面的优势凸显，逐步成为新投产产能主流。
- ◆ **多因素加速产能出清，行业集中度快速提升，公司迎来扩张机遇期。** 行业持续低迷、北铝南移和新冠疫情等多因素快速产能出清。预焙阳极行业景气度取决于电解铝行业利润在各环节的分配情况。从行业发展历程来看电解铝行业高景气度是阳极环节取得超额利润的必须条件。短期内疫情加速高成本中小厂商停产淘汰整合退出市场；中期电解铝区域性转移加速电解铝和阳极产能向西南西北转移，淘汰资金实力较弱、不能跟随转移的产能；长期而言，商用阳极厂商在管理、技术、成本方面的优势加速替代自备产能。公司作为行业龙头在产能兼并淘汰过程中壮大，并加强与电解铝厂商的合作，或将迎来产能扩张、盈利回升的历史性机遇期。
- ◆ **盈利预测与投资评级：** 预计公司2019-2021年摊薄EPS为0.19/0.54/0.86元。2020年H2阳极行业有望触底，疫情之后原材料价格回归，阳极环节价差或走阔，公司有望迎来产量大幅提升和利润空间增加的“甜蜜期”。考虑2019年公司非经常性损益以及2020-2021年股权激励考核条件，给予公司2021年20x PE（对应股价为17.2元），给予“增持”评级。
- ◆ **股价催化剂：** 阳极价格大幅反弹、石油焦价格大幅回落、宏观政策刺激超预期等。
- ◆ **风险因素：** 全球疫情防控进度不及预期、电解铝行业需求超预期下滑、预焙阳极价格及价差持续下降，公司新产能投放不及预期等。

证券研究报告

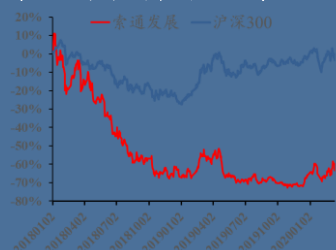
公司研究——深度研究

索通发展（603612.SH）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

索通发展相对沪深300表现



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据（2020.3.12）

收盘价(元)	12.88
52周内股价波动区间(元)	17.22-9.5
最近一月涨跌幅(%)	8.2
总股本(亿股)	3.37
流通A股比例(%)	53.12
总市值(亿元)	46.0

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

姜永刚 首席分析师

执业编号：S1500520010002

联系电话：+86 10 83326716

邮箱：louyonggang@cindasc.com

冯孟乾 研究助理

联系电话：+86 10 83326730

邮箱：fengmengqian@cindasc.co

主要财务指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	3,281.12	3,354.03	3,767.91	5,115.90	6,975.28
同比(%)	66.94%	2.22%	12.34%	35.78%	36.35%
归属母公司净利润	547.77	201.55	64.02	180.93	288.31
同比(%)	516.06%	-63.21%	-68.23%	182.60%	59.35%
毛利率(%)	29.31%	18.15%	13.23%	14.57%	15.78%
ROE(%)	28.95%	8.38%	2.61%	7.11%	10.57%
EPS (摊薄)(元)	1.63	0.60	0.19	0.54	0.86
P/E	8	21	67	24	15
P/B	1.82	1.77	1.75	1.65	1.52

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测 (注: 股价为2020年03月12日收盘价)

目 录

公司资质优异，行业景气度下滑阶段保持较好盈利能力	1
深耕阳极细分行业，成为行业龙头	1
控制权稳定，通过股权激励绑定核心管理技术层	1
行业景气度连续下滑阶段仍能保持较好盈利能力，发行转债优化资本结构	3
预焙阳极行业基本情况	6
行业跟随电解铝产能布局发展	6
竞争格局分散，厂商规模较小，但产业整合加速进行	7
商用阳极产能扩张后迎来整合期，产能利用率有望提升	8
电解铝决定碳素市场景气度，产能集中趋势加速，商用碳素渐成主流	10
电解铝产能向低电价成本区域转移趋势确定	10
电解铝景气度是阳极行业景气度的长期决定因素	14
预计中期内阳极价格维持在较低水平	16
行业产能加速淘汰和整合，商用阳极占优	16
索通发展产能快速扩张，最为受益行业转移和整合	19
全国产能布局，牟定海外高利润市场	19
龙头优势凸显，盈利探底之后将迎来收获期	20
估值与投资评级	22
风险因素	23

表 目 录

表 1. 公司两次股权激励情况	2
表 2. 2019 年国内阳极产能产量区域分布 (万吨)	7
表 3. 三类阳极厂商	8
表 4. 2019 年预焙阳极行业重回过剩 (万吨)	9
表 5. 西南西北地区电解铝产量快速增长	12
表 6. 2019 年电解铝新扩产能集中在云南内蒙地区	12
表 7. 根据产品价格计算吨毛利和索通报表数据差距较小 (元/吨)	15
表 8. 公司产能情况 (万吨)	20
表 9. 公司单位建设产能相对较低	21
表 10. 可比公司估值情况	22
表 11. 重要财务指标	23

图 目 录

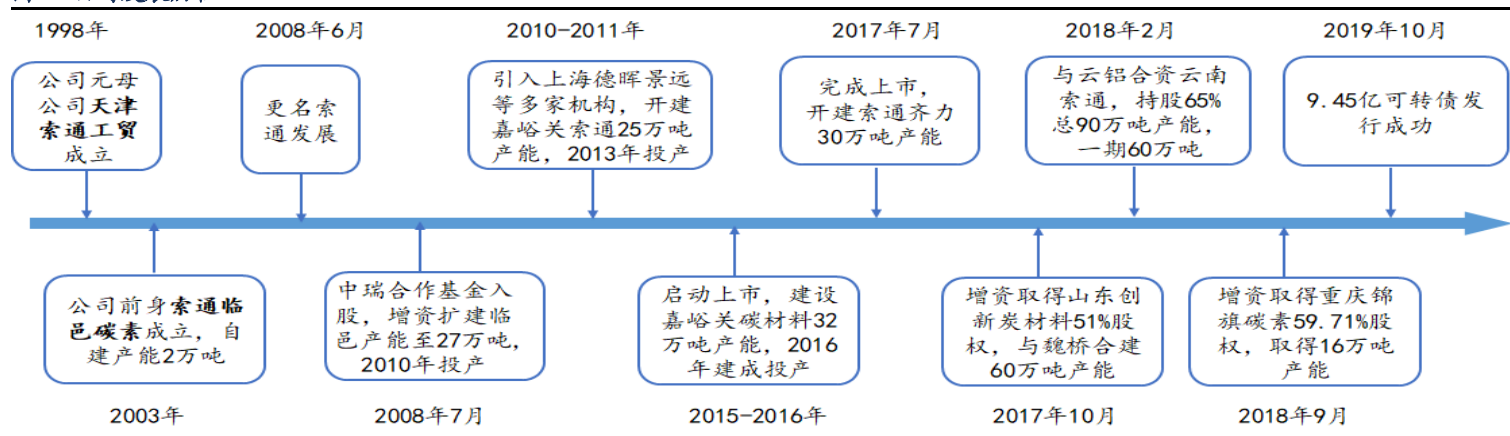
图 1. 公司发展历程	1
图 2. 公司股权架构及子公司情况	2
图 3. 2019Q4 产品价格下行影响利润	3
图 4. 扣非净利润相对较好	3
图 5. 产量增长带动营收增速回升	4
图 6. 2019Q2-3 毛利率有所回升	4
图 7. 三费率呈下降趋势	4
图 8. 公司资产负债率较为合理	5
图 9. 公司在建项目基本全部投产	5
图 10. 发行转债利好现金流	5
图 11. 公司有息负债增加较多	5
图 12. 预焙阳极的唯一下游为电解铝	6
图 13. 龙头厂商产量均相对较小	7
图 14. 全国阳极总产量区域平稳	9
图 15. 商用阳极产量超过自备阳极	9
图 16. 商用阳极产能利用率大幅提升	9
图 17. 国内电解铝产量 2018-2019 年连续下降	10
图 18. 国内电解铝产量 2018-2019 年连续下降	10
图 19. 2019 年电解铝社会库存快速下降	11
图 20. 电解铝测算毛利率情况	11
图 21. 西北西南五省电解铝产量占比快速上升	13
图 22. 2019 年商用阳极产量快速增长	13
图 23. 河南阳极产量快速下行	13
图 24. 电解铝价格决定阳极价格走势	14
图 25. 阳极价格决定阳极的吨毛利走势	15
图 26. 原材料价格跟随阳极波动	16
图 27. 自备阳极产量开始下滑	17
图 28. 河南山东电解铝产量下降	18
图 29. 及河南省内阳极产能过剩严重	18
图 30. 2020 年公司出口数量将大幅增长	19
图 31. 公司产量情况	20
图 32. 公司回款能力较好	20

公司资质优异，行业景气度下滑阶段保持较好盈利能力

深耕阳极细分行业，成为行业龙头

索通发展成立于2003年，17年来专注预备阳极行业；2010年完成股份制改造，经历2010年、2011年和2015年四次创投公司增资后于2017年在上交所主板上市，公司的成长历程见证商用碳素和电解铝行业的发展。2016年公司嘉峪关索通碳素公司投产满产使公司产能产量超过济南澳海碳素成为国内最大商用阳极厂商，上市后利用融资优势快速扩充产能，在管理、产能、成本控制、融资能力方面的优势大幅领先同行业厂商。

图1. 公司发展历程

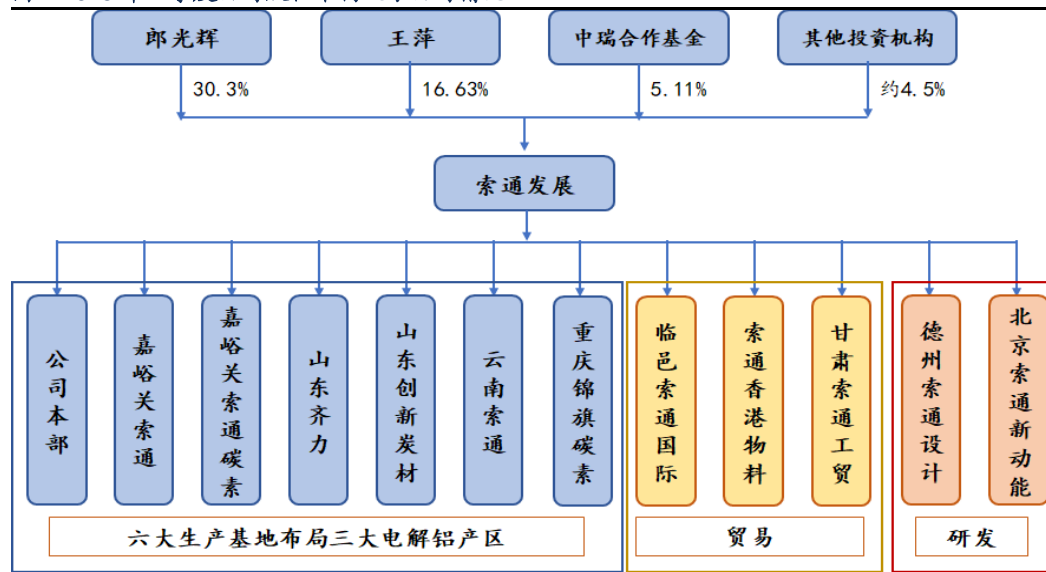


资料来源：Wind，公司公告，信达证券研究中心整理

控制权稳定，通过股权激励绑定核心管理技术层

公司股权相对集中，控股权稳定

根据2019年三季报，实控人持股郎光辉持股30.29%，第二大股东王萍（郎光辉前妻）持股16.63%，投资机构合计持股在10%左右。作为传统民营企业，其深厚的国际贸易背景是公司中早期产品能够大量出口的保障，使公司的产品进入俄铝、美铝等海外电解铝龙头供应链的主要保障。在国内市场，公司强大的销售能力和资本市场影响力，保障公司与国内电解铝龙头公司合作建厂的模式，提前锁定产能，以销定产，保障较高的产能利用率。

图 2.2019 年三季度公司股权架构及子公司情况


资料来源: Wind, 信达证券研究中心整理

再次对核心管理和技术人员大额激励，诚意较足

上市之前公司无员工持股平台，2017 年上市后即开展员工激励计划。由于当年是预焙阳极行业多年来景气度最好一年，公司盈利较好，股价及激励解锁条件均较高。2018 年行业景气度跟随电解铝回落，公司盈利大幅下滑，导致股价跌破股权激励价格，且第二期解锁条件未能达成，于 2018 年底回购注销未解锁股份。

2020 年 3 月 4 日公告新一期权益激励计划，相对于第一次股权激励，本次激励条件更为成熟；经历行业周期之后，公司股价安全边际更高，且产能扩展之后将迎来产量释放期。同时对不同激励对象施行不同的激励权益，对于核心技术人员实施期权激励，降低其持股风险；对管理人员实施限制性股票激励，更能调动其主动性，且激励价格较低，足够安全。

本次股权激励的解锁条件相对于 2017 年解锁条件大幅降低。2017 年以扣非净利润绝对数为标准，本次以营收或净利润的增长率为条件，完成概率大幅增长。激励权益数量也大幅增加，本次激励 1025.4 万股，占激励前总股本 3.04%，为 2017 年的三倍，绑定核心管理和技术人员的力度较大。

表 1. 公司两次股权激励情况

时间	类型	数量/万股	比例	价格/元	激励人数	解锁条件
2017-10	限制股权激励	246.4	1.02%	27.79	400	2017 年扣非净利润不低于 4.3 亿元

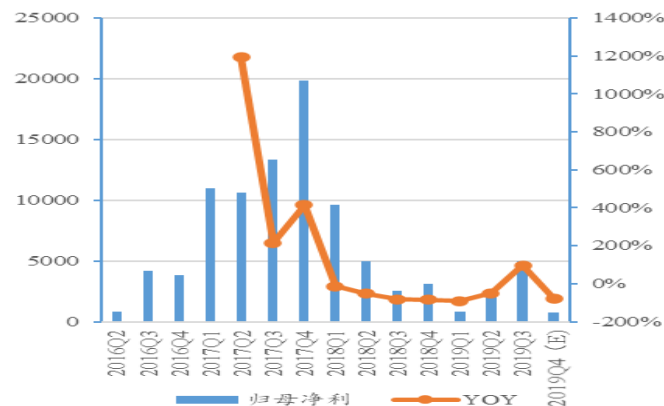
2020-3	限制性股权、 期权	1025.41	3.04%	13.1/6.55	314	2018 年扣非净利润不低于 4.7 亿元 以 2019 年净利润为基数，2020-2021 年增长 15%、25%（分两期各解锁 50%） 或者以 2019 年营收为基数，2020-2021 年增长 25%、40%
--------	--------------	---------	-------	-----------	-----	--

资料来源: Wind, 公司公告, 信达研发中心整理

行业景气度连续下滑阶段仍能保持较好盈利能力，发行转债优化资本结构

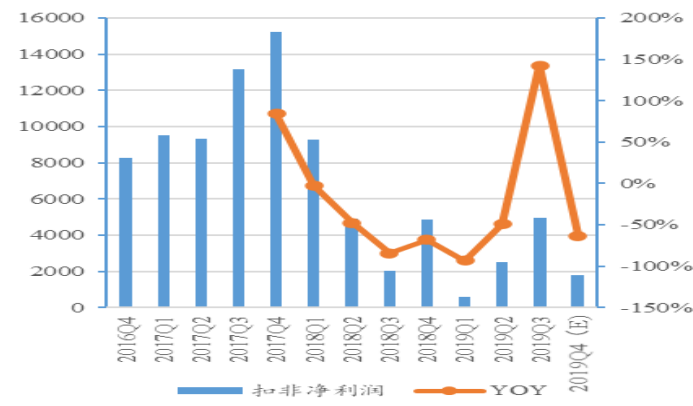
公司 2019 年业绩预告归母净利 5685 万--7535 万元 (YOY 下降 62.61%--71.79%)，中位数为 6610 万；扣非净利润 8912—10762 万 (YOY 减少 49.02%--57.78%)，中位数为 9837 万。对应 Q4 单季度净利润 -199 到 1654 万元、扣非净利润 862 到 2712 万元。考虑营业外支出和信用减值情况，在行业景气度连续两年下滑的情况下，仍保持相对优于行业的盈利能力。

图 3. 2019Q4 产品价格下行影响利润 (万元)



资料来源: Wind, 信达证券研究中心整理

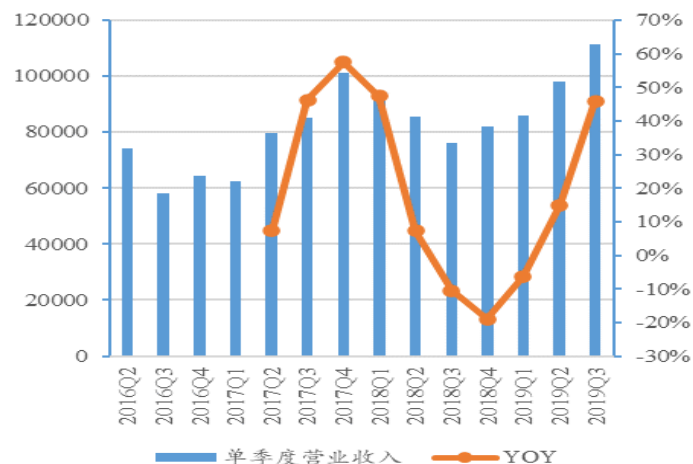
图 4. 扣非净利润相对较好 (万元)



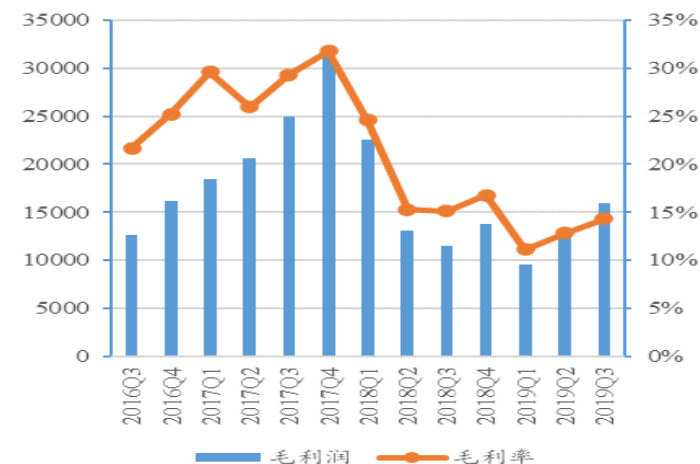
资料来源: Wind, 信达证券研究中心整理

2017 年公司营收主要受益产品价格上涨，2018Q4 营收增速探底，2019 年新产能投放带来 Q3 单季度营收增速连续回升至 46%，毛利率也在 2019Q1 的 11.1%触底回升至 14.3%。而净利润方面，2019 年营收带动净利润回升，二三季度均录得较高的同比增速，四季度受到产品价格继续下滑以及营业外支出影响。2020Q1 受到疫情扰动，2 月以来产品价格在本支撑下有所弹，我们预计复工后石油焦价格回归，向阳极环节让渡利润，行业利润水平有望触底，但需考虑阳极厂商产能恢复速度。

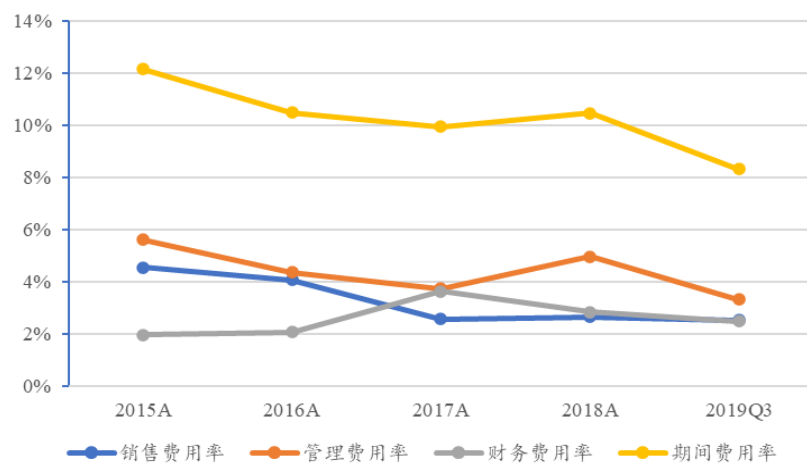
2018 以来公司加强内部增效，管控期间费用，在规模快速扩张的过程中费用率保持稳定，在 10%--11%。管理费用率和销售费用率成下降趋势，财务费用率收益公司上市后融资成降低有所下降。

图 5. 产量增长带动营收增速回升 (万元)


资料来源: Wind, 信达证券研究中心整理

图 6. 2019Q2-3 毛利率有所回升 (万元)


资料来源: Wind, 信达证券研究中心整理

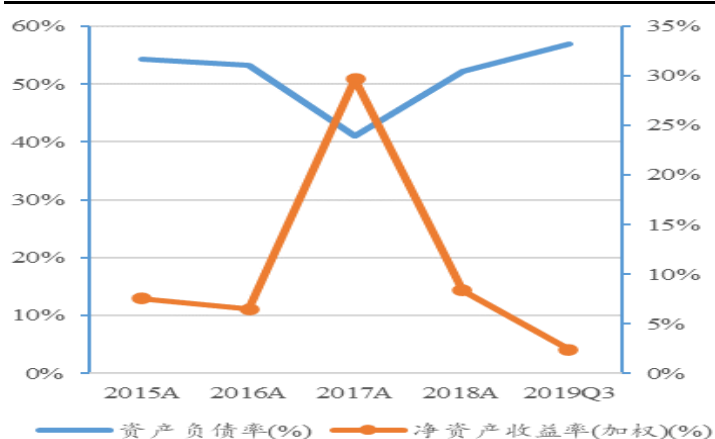
图 7. 三费率呈下降趋势


资料来源: Wind, 信达证券研究中心整理

2018-2019 年大力扩建产能遭遇行业下行, 影响公司现金流状况, 2019 年发行可转债调节资本结构。投资现金流方面, 在 2015-2019 年连续大额投资支出之后, 2020 年将放缓 (在建工程基本全部转固); 经营性现金流方面, 2019 年受产品价格持续下跌影响转差; 而筹资一直是公司的优势, 2017-2019 年有息借款大幅增长, 10 月可转债发行成功将大幅缓解经营及偿债压力。

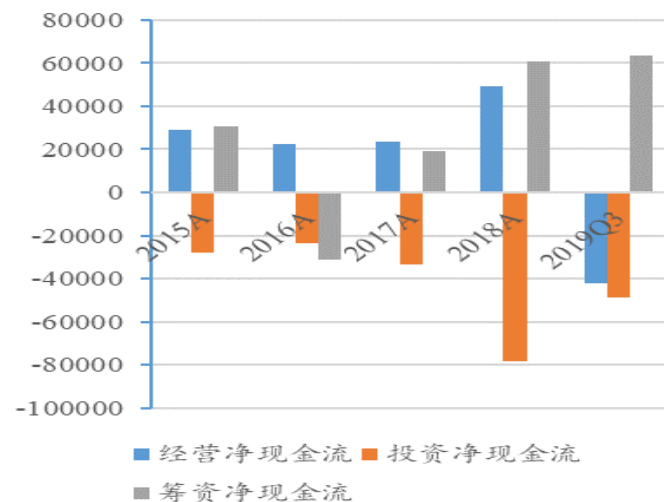
但公司借款数额大幅增长带来财务费用压力，截至 2019Q3 公司短期借款和长期借款达到 28.5 亿元，利息支出压较大。同时固定资产从 2017 年的 14.25 亿增长 33.35 亿元，在建工程大额转固也表明公司 2020 年将迎来产量爬升期。

图 8. 公司资产负债率较为合理



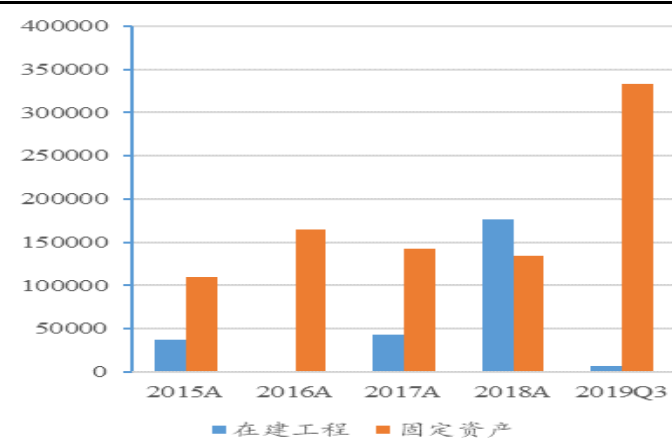
资料来源: Wind, 信达证券研究中心整理

图 10. 发行转债利好现金流 (万元)



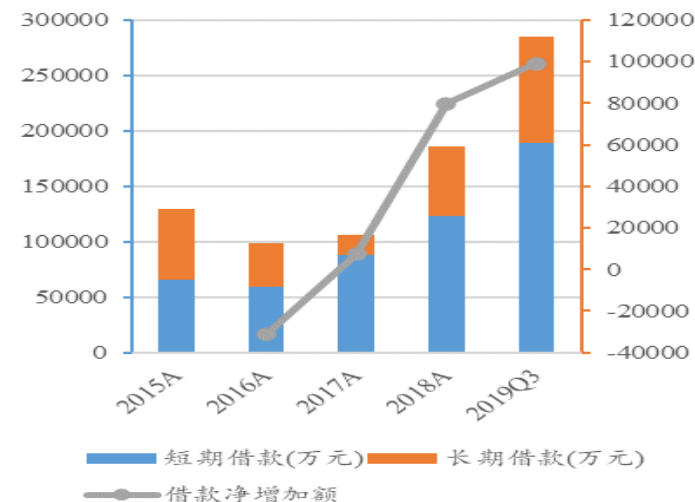
资料来源: Wind, 信达证券研究中心整理

图 9. 公司在建项目基本全部投产 (万元)



资料来源: Wind, 信达证券研究中心整理

图 11. 公司有息负债增加较多 (万元)



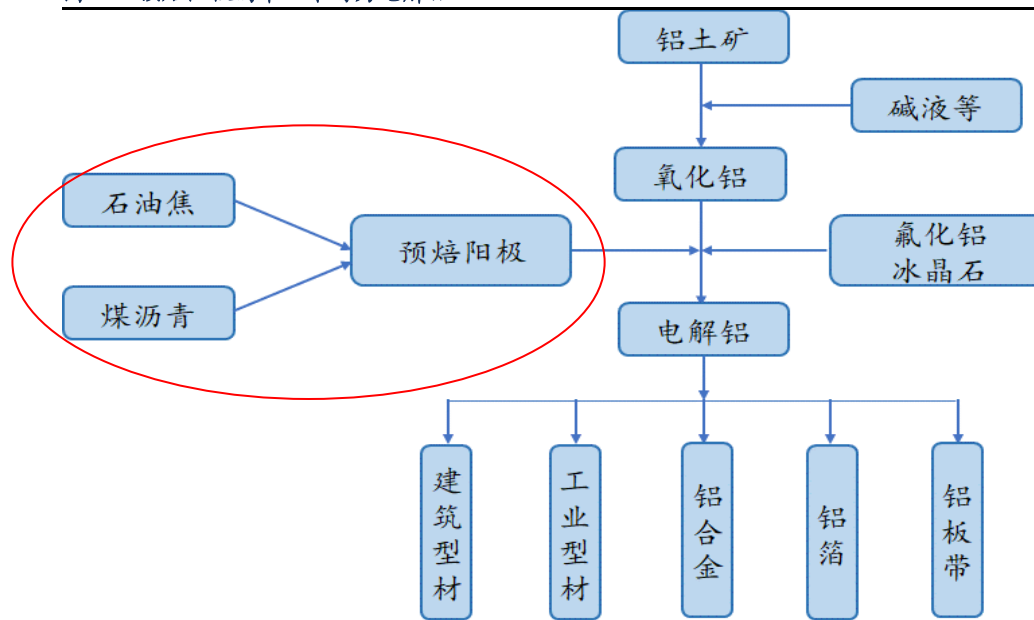
资料来源: Wind, 信达证券研究中心整理

预焙阳极行业基本情况

行业跟随电解铝产能布局发展

预焙阳极的唯一下游是电解铝行业。预焙阳极是电解铝技术发展选择的兼顾经济和效率的电极产品。在电解铝生产过程中，预备阳极既作为阳极浸入电解槽电解质中，又参与电化学反应产生消耗，生产每吨电解铝需要消耗 0.49-0.5 吨预焙阳极，因此电解铝的产量决定了预焙阳极的需求量。

图 12. 预焙阳极的唯一下游为电解铝



资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

电解铝的价格及成本结构决定阳极的价格区间，预焙阳极以低成本的石油焦和煤沥青为原料，生产一吨预焙阳极消耗 1-1.1 吨石油焦和 0.17-0.2 吨煤沥青。而石油焦的主要下游是用于预焙阳极的制备，根据石油焦的等级及含硫量决定具体下游方向。作为电解铝产业链的支链，预焙阳极产业链较短，技术门槛相对较低，造成行业集中度较低、竞争激烈。电解铝的发展和政策周期决定预焙阳极的产能扩张和价格周期。从电解铝的成本构成来看，阳极的价格空间在 2000—4500，上限超过 5000 的可能性较小。

同时电解铝产能分布决定阳极厂商的产能布局。预焙阳极价值量相对较低，同时考虑残极的回收便利性（残极的价值量是阳极的 1/3—1/2），因此配套电解铝厂商进行产能规划能够大幅降低运输成本。在 1995 年之前电解铝厂商自建配套阳极厂商，

之后由于商用阳极厂商因在管理、成本控制等方面的优势迅速成长。电解铝的产能决定商用阳极的产能布局。山东、河南为国内电解铝产能占比较大省份，且民营电解铝厂商较多，商用阳极厂商主要集中于此两个省份。

表 2. 2019 年国内阳极产能产量区域分布 (万吨)

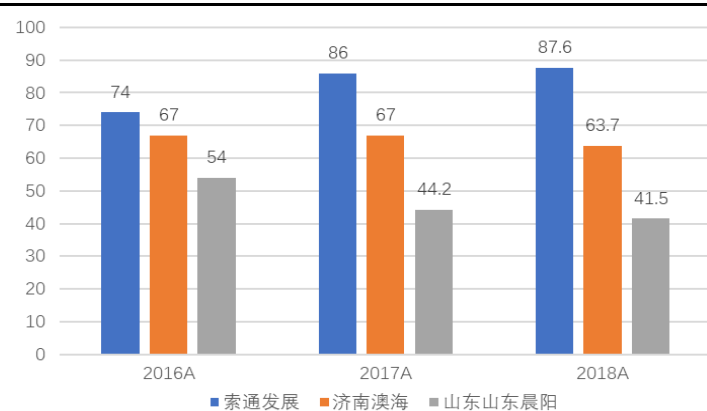
区域	2019 年产量	同比	存量产能	产能利用率
山东	519.46	19.36%	755	68.8%
内蒙	101.05	28.93%	114	88.6%
河南	78.37	-20.17%	280	28.0%
甘肃	59.5	5.74%	75	79.3%
广西	48	6.12%	90	53.3%
江苏	38.45	4.01%	54	71.2%
河北	36.5	19.52%	73	50.0%
全国	938.28	12.28%	1601.5	58.6%

资料来源: Wind, 百川资讯, 信达证券研发中心整理

竞争格局分散、厂商规模较小，但产业整合加速进行

2019 年国内商用阳极产能超过 1600 万吨，配套产能约为 1280 万吨，总产能在 2880 万吨。但行业集中度较低，2018 年产能最大厂商索通发展为 86 万吨，2018-2019 年通过并购和新建扩充产能 100 万吨，达到 192 万吨左右；其他厂商产能在 100 万吨之下。2016 年前三大预焙阳极厂商中只有索通发展在 2017-2018 年实现产量增长。

图 13. 龙头厂商产量均相对较小 (万吨)



资料来源: Wind, 索通发展公告, 信达证券研发中心整理

政府从 2011 年开始加大对行业的规范力度，提高新建产能规模标准、环保政策等限制中小落后厂商，禁止 15 万吨以下独立阳极厂商建设等，鼓励行业并购整。2018-2019 年行业景气度持续下行给龙头厂商带来整合中小厂商的机会，河南省内众多小型厂商逐步退出市场，索通发展在 2018-2019 年整合滨州创新、重庆锦旗炭素等厂商。

商用阳极产能扩张后迎来整合期，产能利用率有望提升

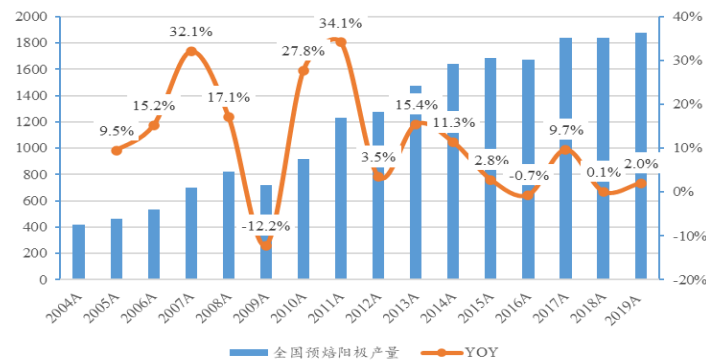
国内预焙阳极厂商按照建设形式以及销售客户可以分为三类，一是**电解铝自备阳极厂**，产能与电解铝匹配或者略小于电解铝产能，产品基本不对外出售；一般初始投资成本和资质较高，如中国铝业现有电解铝产能所需阳极基本自给。**第二类为专业化商业阳极厂商**，无电解铝产能，阳极完全对外出售，2009 年之后产能快速扩张；厂商资质差距较大，初始投资成本相对较低，综合生产成本低于自备厂商，索通发展和济南的多个厂商。**第三类为被电解铝厂参股或控股的商业碳素厂商**，此类厂商多为中小厂商，但综合素质相对优异；产品多为专供相应电解铝产能，如魏桥参控股多家阳极厂商，形成类自备的供应格局；一般而言，将第三类也归为商用阳极厂商。

表 3. 三类阳极厂商

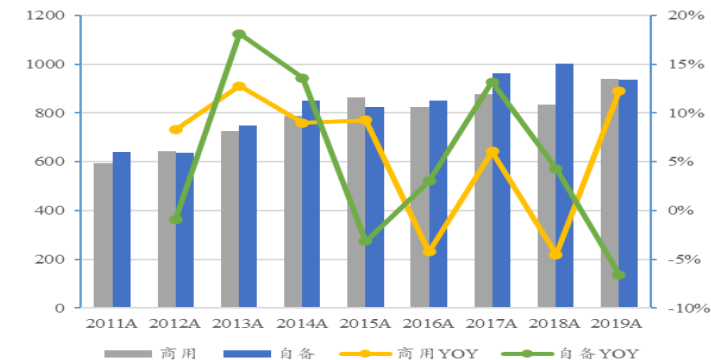
厂商类型	特点
电解铝自备厂商	一般体量较大，产品不对外出售，资质较高，初始投资成本较高
独立商用阳极厂商	厂商资质差异较大，产能扩张迅速，受市场周期性影响较大，整合形成规模优势是行业未来发展趋势之一
被电解铝厂商参控股厂商	多为中小优质厂商，是介于上面两种类型之间的厂商，是电解铝厂商对阳极供给进行探索形成的模式，既能保证供给又能减少市场波动的影响。

资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

商用阳极经历三次产能扩张过程，分别为 2006-2007 年、2009-2011 年和 2017-2018 年，第一二轮产能扩张均带来产量的增长，而第三轮并未带来产量的同步扩张。2006-2007 年国内经济高速增长带来电解铝产业链同步快速增长；2009-2011 年为 4 万亿刺激再次带来产业链产能扩张。而 2017 年供给侧改革预期、环保限产带来电解铝和预焙阳极的高景气度，预焙阳极价格大幅上涨，阳极环节利润率高企，刺激商用阳极厂商大量投资扩张产能，但遭遇 2018-2019 年需求增速大幅下滑，产能投放即过剩，产量并未大幅增长，产能利用率快速下滑。2019 年较多中小厂商未开动就寻求被大型商用厂商或电解铝厂商并购。

图 14. 全国阳极总产量区域平稳 (万吨)


资料来源: Wind, 百川资讯, 信达证券研发中心整理

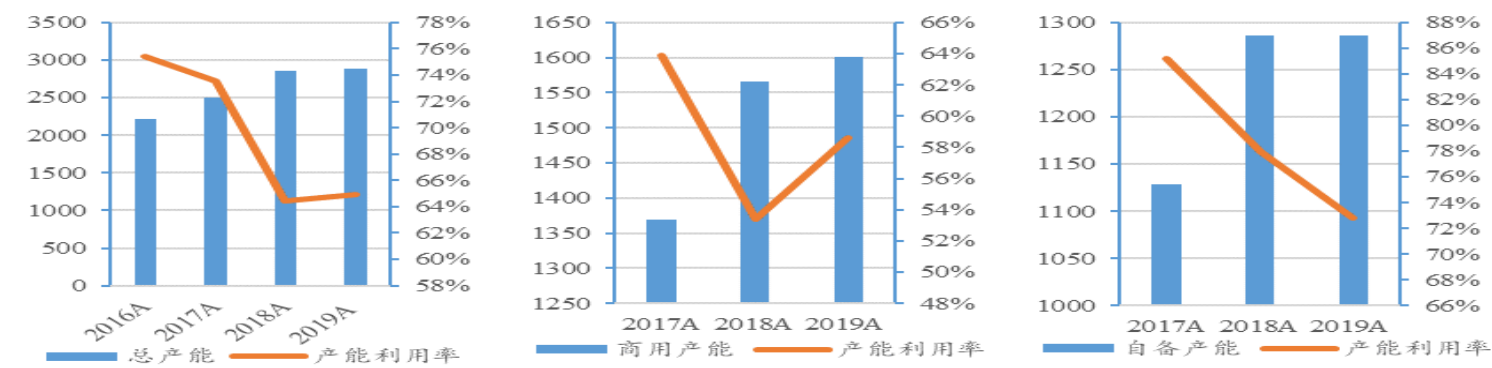
图 15. 商用阳极产量超过自备阳极 (万吨)


资料来源: Wind, 百川资讯, 信达证券研发中心整理

表 4. 2019 年预焙阳极行业重回过剩 (万吨)

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
电解铝产量	2277.0	2520.9	2806.9	3080.8	3248.8	3651.8	3647.8	3573.3
国内阳极需求量	1115.7	1235.2	1375.4	1509.6	1591.9	1789.4	1787.4	1750.9
出口数量	118	139	112	105	108	102.58	121.3	112.5
国内产量	1277	1474	1641	1687	1704	1837	1907	1875
供给-需求	43.3	99.8	153.6	72.4	4.1	-55.0	-1.8	11.4

资料来源: Wind, 阿拉丁, 百川资讯, 信达证券研发中心整理

图 16. 商用阳极产能利用率大幅提升 (万吨)


资料来源: Wind, 百川资讯, 信达证券研发中心整理

2019年总体产能投放基本结束，产能利用率触底。2019年总产能微增长1.26%至2888万吨，产能利用率提升0.5 PCT至64.9%，主要为商用阳极提升。2019年行业景气度再度下行，商业阳极厂商成本控制能力优势显现，产能利用率大幅提升5.2 PCT，而自备厂商产能利用率继续下滑，从2017年在85%以上下降到2019年的72.8%。产量方面，2019年商用阳极超过自备厂商产量，未来随着商业阳极厂商和电解铝厂商的合作进一步加深，将替代更多低成本自备阳极产能。同时大型商用厂商加速整合中小型阳极厂商，带来技术、资金及管理优势，推动其成本降低和产能利用率提升。

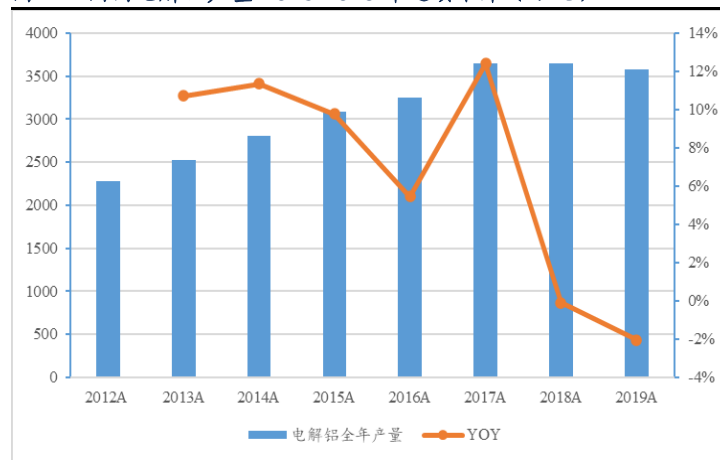
电解铝决定碳素市场景气度，产能集中趋势加速，商用碳素渐成主流

电解铝产能向低电价成本区域转移趋势确定

电解铝总产量 2018-2019 年成下滑趋势。下游需求疲弱导致新产能延期投放、高成本产能降低开工率等，在2017年行政化去产能之后，市场化去产能逐步发挥作用。2018-2019年金融去杠杆、贸易摩擦等因素导致市场对需求预期悲观，2019年电解铝产量、社会库存以及铝价均呈下降趋势。

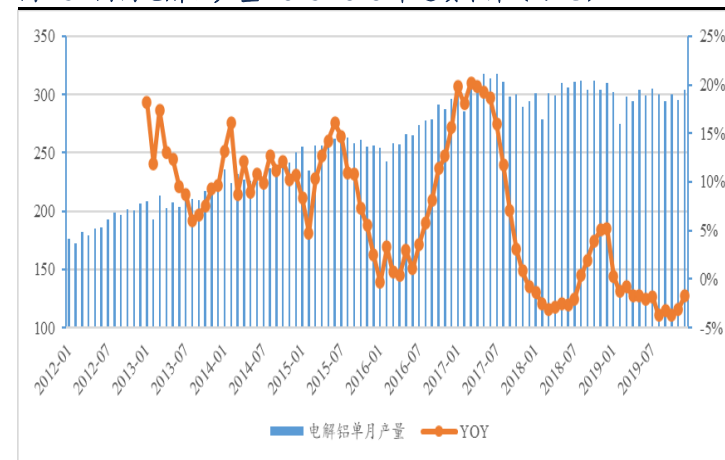
电解铝产业链利润空间持续压缩，上半年氧化铝受环保停产、海外供给波动影响处于高位，利润集中在氧化铝环节；下半年随着氧化铝价格回落、电解铝价格企稳回升，利润向电解铝环节转移，电解铝利润一度炒1000元/吨；而预焙阳极由于产能产量过剩价格全年处于下降趋势，叠加2019年四季度石油焦价格上涨，利润空间再次被压缩，行业龙头出现亏损。

图 17. 国内电解铝产量 2018-2019 年连续下降 (万吨)



资料来源: Wind, 阿拉丁, Wind, 信达证券研发中心整理

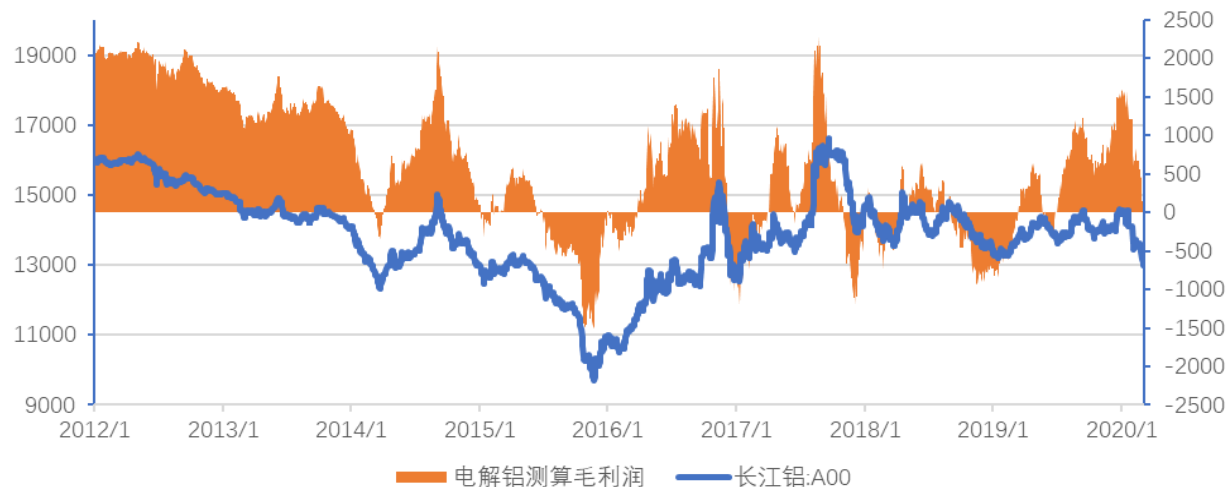
图 18. 国内电解铝产量 2018-2019 年连续下降 (万吨)



资料来源: Wind, 达证证券研发中心整理

图 19. 2019 年电解铝社会库存快速下降 (万吨)


资料来源: Wind, SMM, 百川资讯, 信达证券研发中心整理

图 20. 电解铝测算毛利率情况 (元/吨)


资料来源: Wind, SMM, 信达证券研发中心整理

产业链持续低利润加速电解铝产能向低成本的西南和西北地区转移。2016 年后供给侧改革及环保政策趋严，对自备电厂的管理政策等驱动中东部产能向西南和西北地区转移。山东、河南等省份高电解区域产能向云南、内蒙等地方搬迁。神火集团将

产能指标转移至云南文山，建设 90 万吨水电铝一体化项目；魏桥集团兴建 200 万吨水电铝产业园等。2019 年全年国内电解铝总产量下降，而云南、广西、内蒙、陕西及贵州等区域实现两位数增长。广西、云南、贵州、山西、内蒙产量占比从 21% 提升至 2019 年 12 月的 33.6%，我们预计在 2020-2021 年产能置换以及新建产能投产的投产，产量占比将提升至 40% 以上。

表 5. 西南西北地区电解铝产量快速增长

地区	2019 年产量	同比	地区	2019 年产量	同比
陕西	82.30	34.9%	新疆	607.76	-5.3%
广西	224.97	32.7%	湖北	8.10	-5.8%
贵州	128.46	23.3%	青海	219.04	-9.2%
云南	190.00	18.0%	山东	819.91	-10.0%
辽宁	59.46	17.7%	甘肃	227.35	-10.1%
内蒙	509.93	13.0%	四川	48.03	-12.2%
重庆	50.30	2.2%	山西	80.80	-19.2%
河北	0.00	0.0%	河南	185.26	-24.2%
宁夏	124.00	-2.1%	福建	9.48	-32.3%
			全国	3575.15	-1.9%

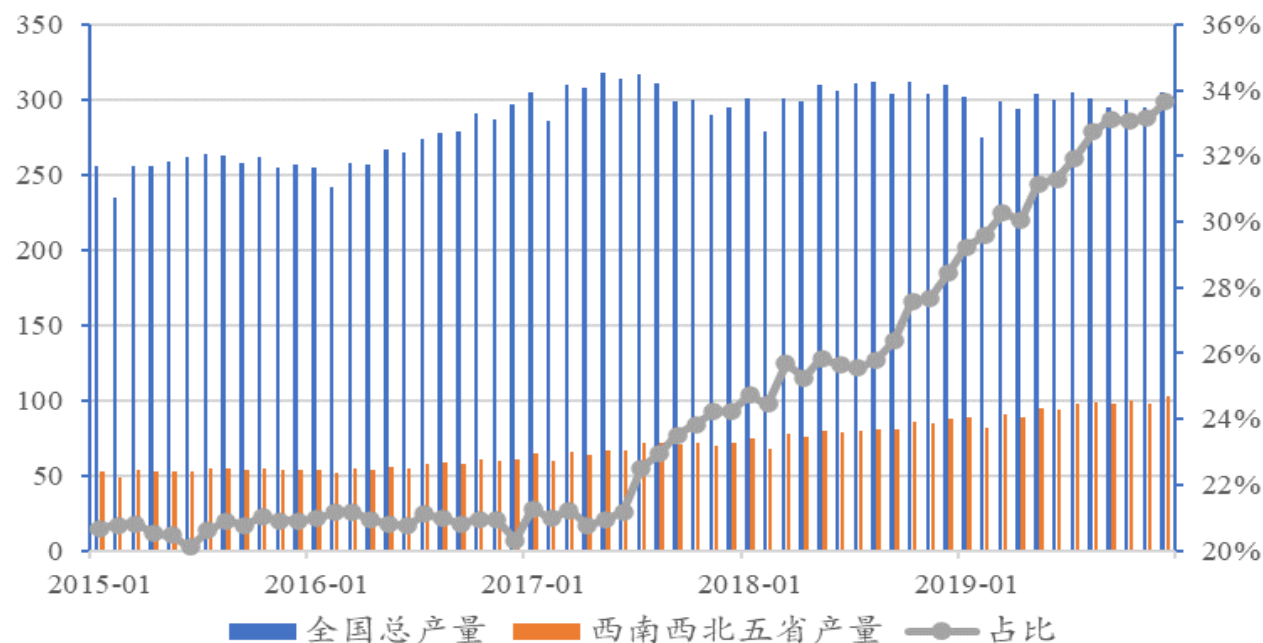
资料来源：Wind，百川资讯，信达证券研发中心整理

根据我的有色网统计，2019 年计划投产产能约在 407.5 万吨，其中上述五省为 357.5 万吨占比 87.7%，其中云南和内蒙分别为 135 万、120 万吨，合计占比 62.6%。其他省份在 2019 年无新投产产能（含产能置换），而原有产能复产的进度也受到电解铝价格、启动资金等方面的限制未能按计划复产。

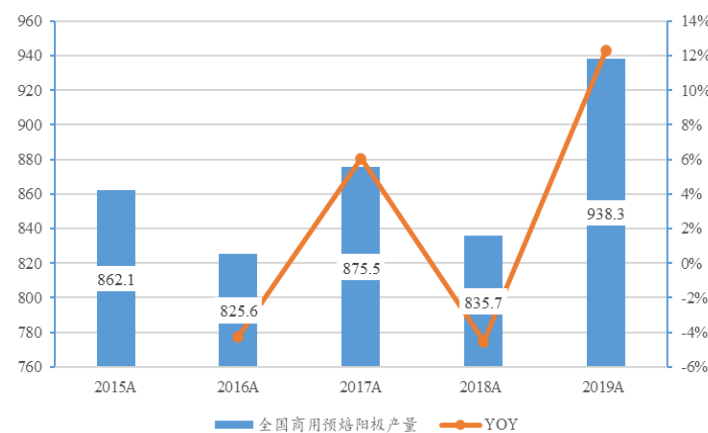
表 6. 2019 年电解铝新扩产能集中在云南内蒙地区

	Q1	Q2	Q3	Q4	规划产能
广西	0	20	20	10	50
内蒙古	20	20	60	20	120
云南	20	20	30	65	135
辽宁	5	5	0	0	10
山西	0	15	15	10	40
贵州	0	10	7.5	0	17.5
陕西	20	15	0	0	35
合计	65	105	132.5	105	407.5

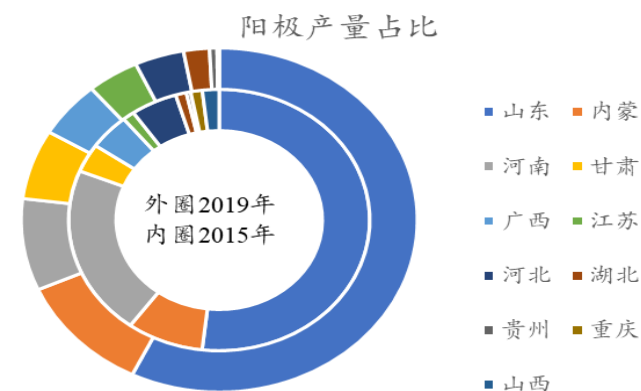
资料来源：Wind，Mymetal，信达证券研发中心整理

图 21. 西北西南五省电解铝产量占比快速上升 (万吨)


资料来源: Wind, 阿拉丁, 信达证券研发中心整理

图 22. 2019 年商用阳极产量快速增长 (万吨)


资料来源: Wind, 百川资讯, 信达证券研发中心整理

图 23. 河南阳极产量快速下行


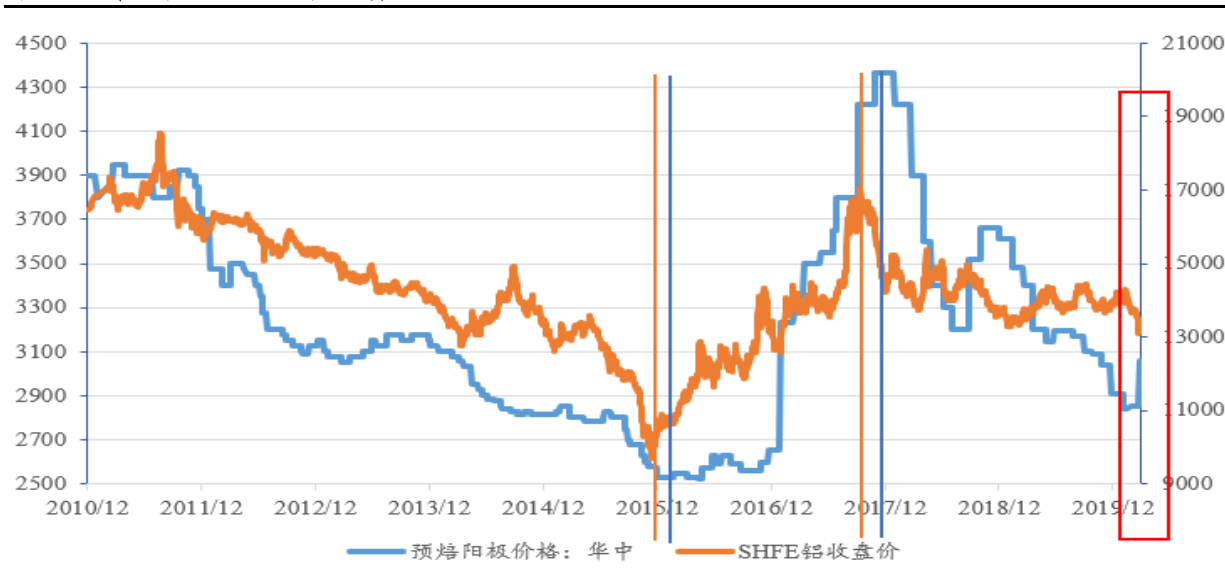
资料来源: Wind, 百川资讯, 信达证券研发中心整理

预备阳极产量跟随电解铝产能转移。考虑单吨运输成本以及后续相应阳极残极的回收利用，产能跟随电解铝转移。2016年之后环保、自备电厂管理等原因驱动电解铝向内蒙、云南、广西等低成本地区。分省份来看，中部省份由于环保政策、电解铝产能转移等原因产量呈现下降趋势，河南河北尤甚。2017年环保限产，河北产量大幅下滑，2018-2019年逐步恢复，但较2016年高点仍有较大差距，表明部分中小产能在政策下逐步退出；河南省对电解铝产业链呈限制态度，预焙阳极产量连续下降，未来商用阳极厂商将大部分退出或转移。

电解铝景气度是阳极行业景气度的长期决定因素

预焙阳极行业的利润水平受到自身供需情况和电解铝行业整体景气度的影响，其中在电解铝行业景气度较差时期，阳极环节的利润水平均维持在较低水平。产能过剩和下游需求预期较差导致电解铝价格连续两年价格下降；海外铝价受到欧洲等发达国家经济下行影响，自2017年开始进入下行通道，虽2018年初受到俄铝被制裁事件影响，但并未改变下行趋势。国内铝价走势类似，2019年受益国内流动性宽松预期影响有所反弹，2020年在疫情影响快速下跌。

图 24. 电解铝价格决定阳极价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，信达证券研究中心整理

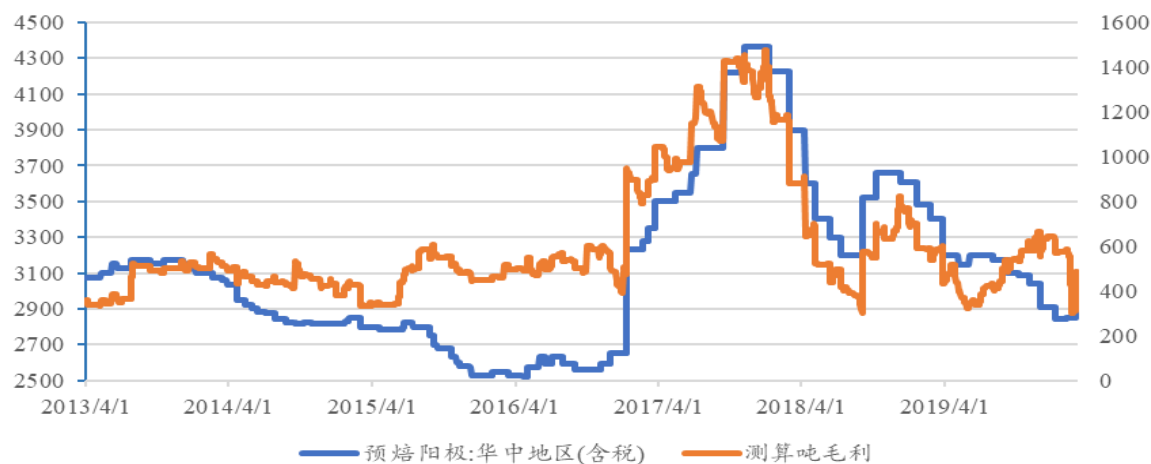
而产业链利润在不同环节分配取决于各环节的供需情况。2017年环保限产，铝价创5年高位，带动行业水涨船高，铝土矿、氧化铝、预焙阳极以及电解铝等环节利润均达到较高水平；2018年2-3季度氧化铝受到海德鲁事件影响价格高企，利润在氧化铝环节集中，其他环节利润水平较低，电解铝环节亏损甚至超过1000/吨；2019年3-4季度氧化铝、阳极价格持续下降，电解铝有所反弹，产业链利润集中在电解铝行业，利润水平回升至1000/吨以上。而在2018-2019年由于预焙阳极环节供给

过剩，环节利润较为微薄。

预焙阳极价格跟随电解铝的价格走势。2010年以来电解铝的价格走势领先于预焙阳极价格走势2个月左右，2015年11月下旬电解铝价格见底，2016年1月底预焙阳极价格达到最低点；2017年9月电解铝价格见顶，预焙阳极价格在11月达到最高点4360元/吨。2020年2月之后阳极价格受到成本影响受到一定影响，但预计不改变中期价格跟随电解铝下行趋势。

阳极价格决定环节利润水平，而上游石油焦和煤沥青价格多数情况跟随阳极价格波动。同时由于阳极行业自身行业特点出现亏损的情况较少。根据公司成本构成，选取华中其他预焙阳极均价、燕山石化石油焦价格、山东煤沥青（改性）价格测算阳极吨毛利状况，与索通发展报表吨毛利情况进行对比，差异不大。从图中可以看出预焙阳极的吨毛利状况与产品价格密切相关。上游石油焦和煤沥青价格走势基本与预焙阳极走势一致，但可能受到外部因素干扰；如“新冠”疫情影响国内汽柴油消费量带来上游炼化厂开动率较低，致使石油焦产量大幅下降出现供给短缺价格快速上涨，但事件冲击之后将回归正常跟随预焙阳极价格波动的趋势。

图 25 阳极价格决定阳极的吨毛利走势（元/吨）



资料来源：Wind，信达证券研究中心整理

表 7. 根据产品价格计算吨毛利和索通报表数据差距较小（元/吨）

吨毛利	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019Q1	2019Q2	2019H1	2019A
根据索通报表计算	468.66	473.95	502.51	1118.2	694.5			424.7	
根据价格数据计算	468.00	449.57	510.58	1117.1	703.2	602.0	400.0		547
差异	-0.1%	-5.1%	1.6%	-0.1%	1.3%				

资料来源：Wind，公司公告，信达证券研究中心整理（注：由于非原材料成本数据按照年度调整，可能导致吨毛利数据出现突变）。

图 26. 原材料价格跟随阳极波动 (元/吨)


资料来源: Wind, 信达证券研究中心整理

预计中期内阳极价格维持在较低水平

新冠疫情扰动全球经济复苏预期, 工业金属和石油价格大幅下滑, 电解铝需求预期较为悲观, 价格跌破 13000 元/吨, 吨毛利下降到亏损, 产业链利润被大幅压缩。国内外受疫情影响的程度仍有较大不确定性, 需求将在中期时间内维持在较弱水平。同时国内电解铝产能利用率较低, 停产、建成未投产产能较多, 对国内中期铝价形成一定压制。短期内, 预焙阳极价格在短期受到成本支撑之后, 中期将跟随铝价维持在较低水平, 阳极环节利润水平重新被压缩。

行业产能加速淘汰和整合, 商用阳极占优

2018-2019 年行业的下行周期带来预备阳极行业的整合, 2020 年“新冠”疫情的影响将加速行业出清和整合, 商用阳极龙头厂商将在整合趋势中受益。

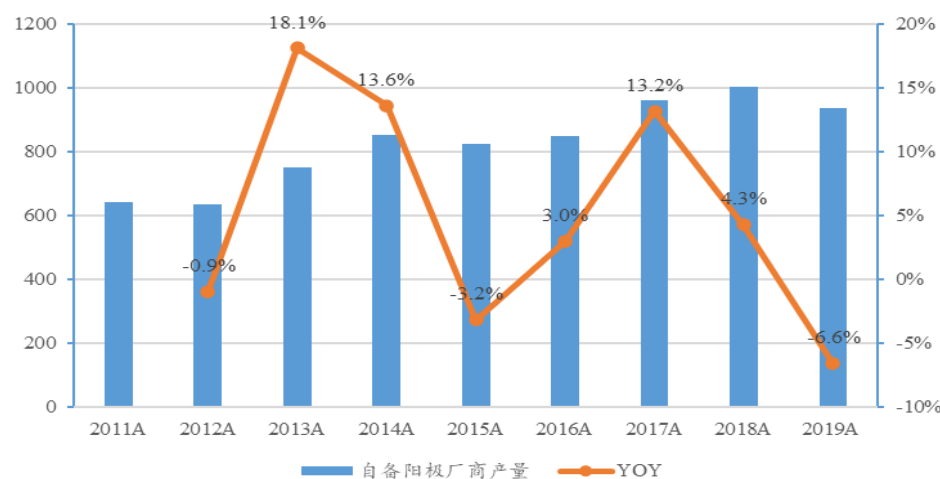
短期内疫情加速高成本中小产能厂商退出

中小厂商由于技术、客户以及资金等方面劣势将最早被出清。国内政策从 2011 年开始限制 15 万吨以下产能建设, 存量中小商用阳极厂商的产线建成时间较长, 初始投资成本相对较高, 环保、安全等资质条件相对不够完善, 受行业影响较大。索通

发展产能建设成本在 2300-2800 元/吨，而较多中小厂商的建设成本在 3000 元/吨以上；某些自备厂商由于历史原因初始建设成本高达 7000 元/吨，也是某些国资自备阳极厂商在 2018-2019 年压缩高成本产量，外购低成本商用阳极的原因。2019 年自备阳极厂商产量下降 6.66% 至 936.5 万吨，超过 2015 年下降幅度。我们预计在 2020 年此过程将延续，更多高成本自备阳极厂商削减产量，寻求与外部商用阳极厂商合作。

同时 2016-2017 年行业景气度较高时期投资建设的产能在 2018-2019 年建成后并未投产，2020 年主要原材料价格上涨、阳极利润空间进一步压缩的情况下预计难以开动，寻求被整合的诉求加强。

图 27. 自备阳极产量开始下滑（万吨）

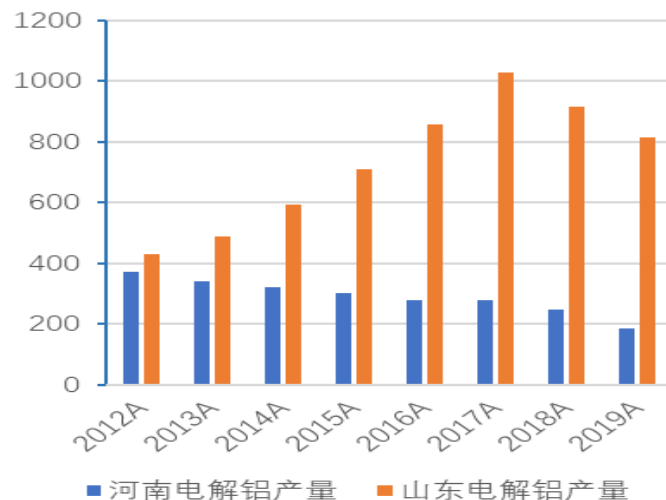


资料来源：Wind，百川资讯，信达证券研究中心整理

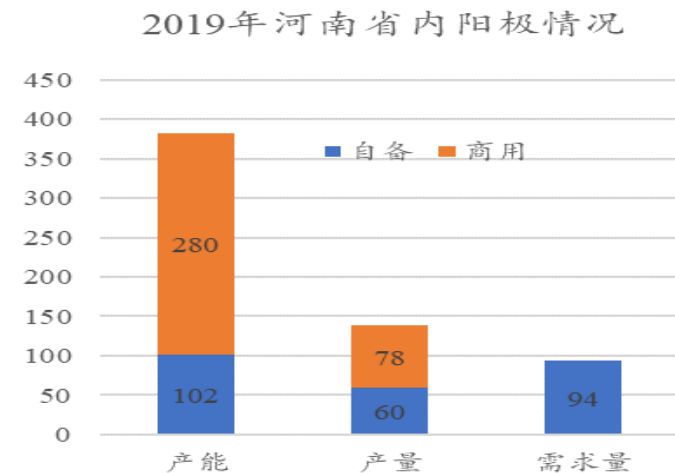
中长期北铝南移淘汰无法能跟随转移的产能

电解铝产能从山东、河南等高成本省份向西南西北五省等具有电力成本优势的区域转移的趋势较为确定，铝价低迷将加速此过程。河南省电解铝产量从 2012 年的 373 万吨下降到 2019 年的 187 万吨，降幅为 50%；山东产量则从 2017 年开始下滑，两年减少超过 200 万吨。考虑阳极的整体运输半径以及价值量更低的原材料的运输成本，产能需要跟随电解铝转移。河南山东等省内众多中小型阳极厂商不具备搬迁可能，将直接被淘汰。同时河南省政策不支持电解铝行业发展，神火集团 45.11 万吨产能转移至云南，中孚铝业 25 万吨产能指标转移至四川广元等。

据百川资讯数据，河南省内 2019 年底存量商用阳极产能 280 万吨，较 2018 年增加 10 万吨，而产量为 78.37 万吨，产能利用率仅为 28%。配套产能 102 万吨，产量为 59.8 万吨，产能利用率为 58.6%。2019 年全省产量为 138.17 万吨，而需求量为 93.5 万吨。我们预计随着电解铝产能搬迁，仅河南省内商用和自备阳极有超过 150 万吨产能被淘汰。

图 28. 河南山东电解铝产量下降 (万吨)


资料来源: Wind, 阿拉丁, 百川资讯, 信达证券研究中心整理

图 29. 及河南省内阳极产能过剩严重 (万吨)


资料来源: Wind, 阿拉丁, 百川资讯, 信达证券研究中心整理

长期商业碳素占比提升, 与电解铝厂商合作建厂优势逐步凸显

整体而言预焙阳极环节在电解铝产业链中议价能力较弱、利润分配较薄。电解铝厂商在新建产能时考虑建设成本、环节利润以及供给安全等因素, 开始降低自备阳极配备比例。2019 年商用阳极产量两位数增长, 自备产量则下滑 6.6%, 原因为部分自备厂商综合生产成本更高。

更多电解铝厂商寻求与商用厂商合作的模式。 合资建厂、单独配套对应电解铝厂商的合作模式进一步提升商用阳极的产量占比。如索通发展增资取得山东创新炭材料控股权, 合作方魏桥集团及其子公司, 60 万吨产能专供魏桥集团; 索通在曲靖与云南铝业合作建设 90 万吨的总产能。该种合作模式一是能够以相对较低的价格保障阳极完全供应, 降低电解铝整体投资成本, 根据索通发展与酒钢的合作情况来看, 索通供给给东兴铝业的阳极较市场价格低 50--100 元/吨左右(索通发展招股说明书 276 页)。二是利用民营企业的管理和成本管控优势, 通过让渡部分相对较薄的阳极环节利润提升综合收益。三是能够提升残极回收效率, 降低回收成本, 东兴铝业的残极能够通过履带运回嘉峪关索通, 配套优势凸显。

具备资金、规模和成本优势的厂商将受益产业淘汰整合过程

大型电解铝厂商选择合作对象时对其规模、技术、管理能力等多方面要求均较高, 索通发展作为国内商用预焙阳极行业唯一上市公司在上述方面均有较大优势, 也是赢得魏桥集团、云铝集团等大客户的关键。首先, 预备阳极初始投资成本相对较大, 单吨产能投资在 2000-2500 元, 加上铺底资金将达到 2500—3000 元左右, 30 万吨产能投资额将达到 8—10 亿元。预备阳

极厂商对电解铝厂商话语权较弱，资金被占用相对较多，尤其是中小厂商。其次在规模稳定供应方面，龙头规模厂商抗风险能力较强，能够保障持续稳定的供应能力。最后在成本方面，龙头厂商的资金成本较低，集中规模采购能够降低原材料价格，带来成本的进一步降低。

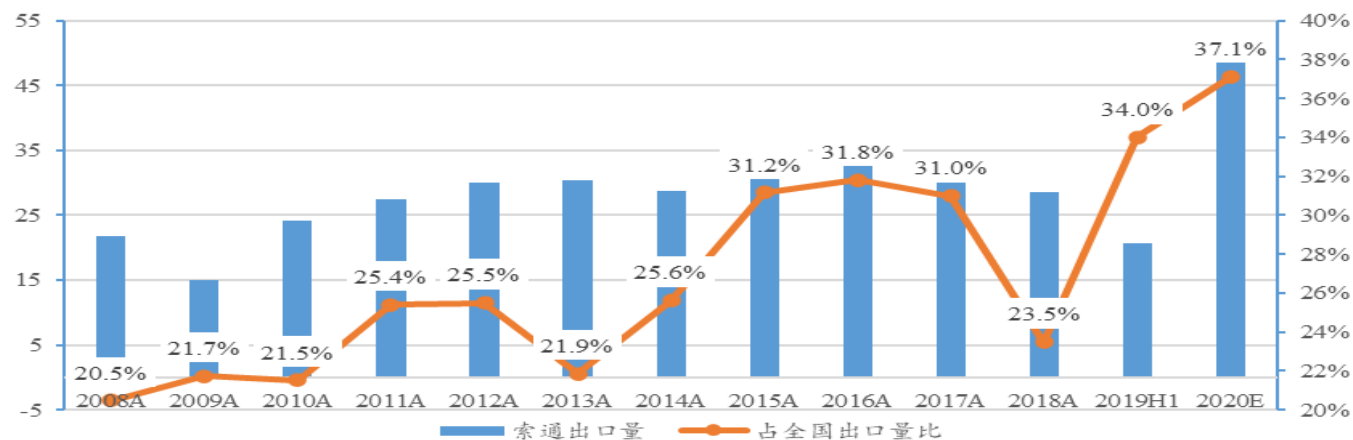
索通发展产能快速扩张，最为受益行业转移和整合

全国产能布局，牟定海外高利润市场

公司专注预焙阳极细分行业，探索出一条独立的发展路径，坚持国内、国外两个市场同步发展道路。在国内，坚持走与下游大型电解铝厂商合作的模式；在海外，利用产品和销售优势享受海外市场的高利润。

以外贸起家，公司最早依靠 OEM 厂商，2003 年收购索通临邑 2 万吨产能，2010 年扩充到 27 万吨，绝大部分用于出口。2010 年临邑 25 万吨产能投产之后公司成为国内最大的出口厂商，出口份额占国内份额的 20--30%。2012 年开始探索与国内电解铝厂商合作模式，和酒钢东兴铝业合资成立嘉峪关索通建设 25 万吨产能。2019 年山东齐力碳素投产，2020 年满产出口量将提升到 50 万吨以上，较 2018-2019 年提升一倍。

图 30. 2020 年公司出口数量将大幅增长（万吨）



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研究中心整理

2012 年之后出口基本稳定，公司主要成长依靠国内产能扩张。与东兴铝业成功的合作模式在公司上市后加速复制推广，密集开展产能扩张布局。2017 年 7 月、10 月分别开建山东齐力碳素 30 万吨产能、增资山东创新炭材 60 万吨产能，于 2019 年下半年投产；2018 年 9 月增资控股重庆锦旗碳素 16 万吨产能（现有产能）；2018 年 2 月与云铝合作建设云南索通 90 万吨产能，一期 60 万吨 2020 年投产，二期 30 万吨 2021 年投产。

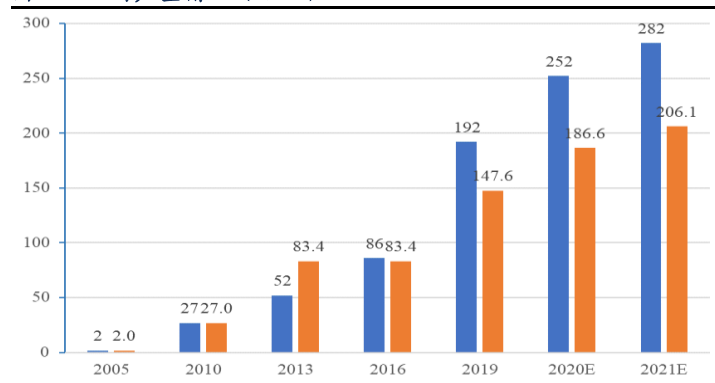
2017 年是行业 10 年来景气度最好一年，下游需求旺盛，环保政策导致大量停产，供给下降价格大幅上涨；同时上游原材料价格涨幅较小，产业链利润在阳极环节分配较多。在政府政策不发生较大转变假设下，根据现有产业链状况观察，我们判断未来 3 年内难以出现 2017 年景气度，2020-2021 年行业维持较低利润水平，加速落后、过剩产能淘汰；行业龙头在此过程中逆势扩张兼并产能；并通过成本客户和成本优势取得高于行业平均水平的利润率，并依靠产能扩张实现总利润的稳步增长。

表 8. 公司产能情况 (万吨)

	持股比例	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
山东本部	100%	27	27	27	27	27
嘉峪关索通	95.63%	25	25	25	25	25
嘉峪关索通碳素	95.63%	34	34	34	34	34
山东齐力	80%			30	30	30
创新炭材料	51%			60	60	60
重庆锦旗碳素	59.71%			16	16	16
云南索通	65%				60	90
合计		86	86	192	252	282
权益产能		83	83	148	187	206

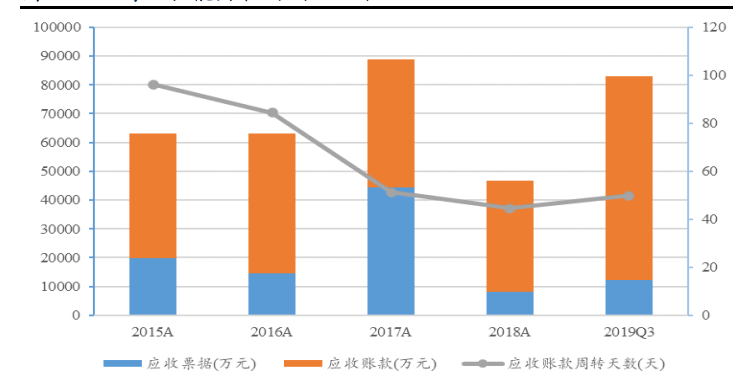
资料来源: Wind, 公司公告, 信达证券研究中心整理

图 31. 公司产量情况 (万吨)



资料来源: Wind, 公司公告, 信达证券研究中心整理

图 32. 公司回款能力较好 (万元)



资料来源: Wind, 信达证券研究中心整理

龙头优势凸显，盈利探底之后将迎来收获期

作为商用阳极行业唯一上市公司，索通在管理、客户、产能、成本控制、融资能力等多个方面优势明显，龙头价值进一步凸

显。同时逆周期扩张整合产能，到 2021 年公司产能将达到 282 万吨（权益产能也将超过 200 万吨），商用市场市占率提升至 20%以上；在 2020 年疫情加速行业探底之后竞争格局将大幅好转，公司有望迎来产量和利润水平的齐升。

首先，公司产能规模大、布局较好，客户优异，产能满产带来规模优势。三大产能基地分别布局山东（海外）、西南及西北三大电解铝低成本区域，在确定下游客户及订单之后开建产能，销售有保障。在商用阳极总体产能利用率不足 60%的背景下，公司能够保持全部达产产能满负荷运营，主要得益于公司在产能、销售方面的“紧匹配”发展原则。公司近 200 万吨以上的产能带来集中采购优势，中石化将公司升级为战略客户，石油焦等原材料采购价格低于市场价格 30 元/吨以上。客户结构优异保障公司回款能力优异，应收款项并未跟随营收大幅增长，周转天数维持在 50 天以下，保持较为健康状态。

再者，公司融资能力较强、成本较低。公司总体财务和盈利能力较好，作为上市公司融资渠道较多、融资成本较低，是公司能够实现逆周期扩张的根本保障，是与拉开其他公司差距的基础，在行业淘汰整合期依然保持良好的现金流情况。2018-2019 年国内民营企业融资环境整体较差，公司实现大额低成本借款，综合融资成本仅在 5%左右。2019 年 10 月发行 9.45 亿元可转债，融资成本进一步降低，保障后续产能爬坡。

此外，公司前期投资成本相对较低。在确保环保要求、安全性，考虑后续维护检修等条件下，在行业内处于中等偏低水平。根据公司 2015 年以来建设项目投资额数据，单位产能投资额在 2300-3500 之间，平均投资额在 2900 左右，包括工程建设、铺底资金、建设期间利息费用等，而设备及工程建设成本在 2000 元--2500/吨；云铝索通投资额较高主要由于当地建设成本相对较高。

表 9. 公司单位建设产能相对较低

项目名称	投产时间	产能	总投资额/万	单吨投资额/元
1 嘉峪关索通炭材	2016 年 6 月	34	101526.4	2986
2 山东创新一期	2019 年 6	60	141750	2363
3 索通齐力	2019 年 6	30	89000	2967
4 索通云铝	2020 年 12 月	60	207977.2	3466
5 重庆锦旗扩建	2020 年 2 月	16	37762.2	2360
合计		200	578015.8	2890

资料来源：Wind，公司公告，Wind，信达证券研究中心整理

加之，公司在国内行情景气度较低时享受海外高利润。海外预焙阳极需求稳定，价格波动弱于国内，2018 年之后出口产品价格高于国内产品 50—100 元/吨，盈利能力较高。同时公司绑定海外大客户稳定出货，海外客户主要为海外电解铝龙头，包括俄铝、美铝以及马来西亚齐力等。公司出口数量始终占国内出口量的 25%以上，2020 年山东齐力 30 万吨达产后出口数量大幅增长，提升公司盈利能力。

2019年商用阳极行业的整合初见成效，龙头厂商的产能产量提升，带动整体产能利用率提升；随着2020年行业淘汰整合加速，阳极环节利润在Q2-3原材料价格回归之后走扩，叠加索通发展2020年产量大幅增长，公司料将享受产量和利润齐升的双击式发展机遇。

估值与投资评级

核心假设：

(1) 2020年电解铝市场受需求较弱影响整体低位运行，但考虑财政、货币政策对基建的拉动以及房地产韧性，电解铝产量同比持平略降。预焙阳极新产能投放基本结束，产能过剩及产业转移趋势继续，行业整合加速，需求较弱叠加行业继续探底，整体价格预计维持2019年的弱势水平。随疫情得到控制炼化厂复产，石油焦价格回落，并跟随石油价格进一步下降，带来阳极整体成本的下移。

(2) 公司继续保持满产满销状态，投产进度跟随计划，2020年云南索通一期60万吨投产，2021年二期30万吨投产。考虑产能爬坡时间实际产量低于产能。

盈利预测：预计公司2019-2021年营业收入分别为37.7亿、51.2亿和69.8亿元，同比增长12.3%、35.8%、36.6%；毛利率分别为13.2%、14.6%和15.9%；归母净利润分别为0.64、1.81和2.88亿元，EPS为0.19、0.54、0.86元，根据公司最新收盘价测算，对应19-21年PE分别为67x、24x和15x。考虑公司资产质量、盈利能力以及2020-2021年的成长能力，给予2021年行业平均水平20x PE，对应股价为17.2元/股，予以“增持”评级。

表 10. 可比公司估值情况

证券代码	证券简称	营收 (亿元)				净利润 (亿元)				PE			
		2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
000933.SZ	神火股份	188.3	184.4	207.7	232.5	2.4	21.2	5.7	6.2	31.0	4.0	14.8	13.6
000807.SZ	云铝股份	216.9	242.1	298.4	342.8	-14.7	4.7	4.0	5.1	-6.9	50.4	33.5	26.3
603612.SH	索通发展	33.5	37.7	51.2	69.8	2.0	0.7	2.0	3.4	19.7	65.1	24.0	15.0

资料来源：Wind，信达证券研究中心预测（注：股价为2020年3月12日股价，神火股份2019年由于大额非经营性损益导致PE较低）

表 11. 重要财务指标

主要财务指标/百万	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	3,281.12	3,354.03	3,767.91	5,115.90	6,975.28
同比(%)	66.94%	2.22%	12.34%	35.78%	36.35%
归属母公司净利润	547.77	201.55	64.02	180.93	288.31
同比(%)	516.06%	-63.21%	-68.23%	182.60%	59.35%
毛利率(%)	29.31%	18.15%	13.23%	14.57%	15.78%
ROE(%)	28.95%	8.38%	2.61%	7.11%	10.57%
EPS (摊薄)(元)	1.63	0.60	0.19	0.54	0.86
P/E	8	21	67	24	15
P/B	1.82	1.77	1.75	1.65	1.52
EV/EBITDA	4.56	13.36	20.56	12.97	9.17

资料来源: Wind, 公司公告, 信达证券研究中心整理

风险因素

全球疫情防控进度不及预期、电解铝行业需求超预期下滑、预焙阳极价格及价差持续下降, 新产能投放不及预期等。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,119.31	2,409.64	2,954.45	3,604.80	4,013.70
货币资金	407.20	815.87	798.82	930.48	701.93
应收票据	443.02	82.52	92.70	125.87	171.61
应收账款	446.29	384.79	527.51	767.38	976.54
预付账款	60.20	59.17	70.46	94.19	126.60
存货	696.21	910.05	1,307.71	1,529.64	1,879.77
其他	66.40	157.25	157.25	157.25	157.25
非流动资产	2,310.31	3,505.13	4,116.66	4,382.86	4,362.45
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产(合计)	1,424.50	1,345.12	3,504.51	3,696.21	3,672.26
无形资产	301.36	293.77	378.39	429.76	432.56
其他	584.44	1,866.24	233.76	256.89	257.64
资产总计	4,429.62	5,914.78	7,071.11	7,987.66	8,376.16
流动负债	1,562.52	2,387.53	2,275.77	2,755.36	2,951.53
短期借款	881.87	1,233.82	1,035.94	1,135.94	835.94
应付票据	44.32	113.90	135.63	181.31	243.71
应付账款	343.32	729.64	868.86	1,161.50	1,561.18
其他	293.01	310.17	235.34	276.61	310.70
非流动负债	253.14	700.43	1,744.83	1,947.60	1,852.39
长期借款	182.43	628.75	728.75	928.75	828.75
其他	70.71	71.67	1,016.07	1,018.85	1,023.64
负债合计	1,815.66	3,087.96	4,020.60	4,702.96	4,803.92
少数股东权益	243.42	386.55	579.83	666.81	733.49
归属母公司股东权益	2,370.54	2,440.26	2,470.70	2,617.94	2,838.85
负债和股东权益	4,429.62	5,914.78	7,071.13	7,987.71	8,376.26

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	3,281.12	3,354.03	3,767.91	5,115.90	6,975.28
同比(%)	66.94%	2.22%	12.34%	35.78%	36.35%
归属母公司净利润	547.77	201.55	64.02	180.93	288.31
同比(%)	516.06%	-63.21%	-68.23%	182.60%	59.35%
毛利率(%)	29.31%	18.15%	13.23%	14.57%	15.78%
ROE%	28.95%	8.38%	2.61%	7.11%	10.57%
EPS(摊薄)(元)	1.63	0.60	0.19	0.54	0.86
P/E	8	21	67	24	15
P/B	1.82	1.77	1.75	1.65	1.52
EV/EBITDA	4.56	13.36	20.56	12.97	9.17

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	3,281.12	3,354.03	3,767.91	5,115.90	6,975.28
营业成本	2,319.50	2,745.44	3,269.29	4,370.39	5,874.29
营业税金及附加	38.11	38.32	43.33	58.83	80.22
销售费用	84.60	88.99	94.20	138.13	174.38
管理费用	122.96	114.49	97.97	133.01	195.31
研发费用	0.00	52.04	48.98	61.39	97.65
财务费用	119.09	95.41	93.09	94.28	112.62
减值损失合计	-48.57	-1.81	-22.36	-20.70	-27.05
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	4.66	43.03	-35.73	-36.40	-46.10
营业利润	650.08	264.19	107.69	244.16	421.76
营业外收支	45.93	-22.94	-27.56	-7.65	-17.95
利润总额	696.01	241.25	80.13	236.51	403.80
所得税	129.56	36.19	12.02	35.48	60.57
净利润	566.46	205.06	68.11	201.03	343.23
少数股东损益	18.69	3.51	4.09	20.10	54.92
归属母公司净利润	547.77	201.55	64.02	180.93	288.31
EBITDA	934.06	481.43	348.81	576.05	774.88
EPS(当年)(元)	2.25	0.59	0.19	0.54	0.86

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	234.78	492.80	-349.35	287.60	697.64
净利润	566.46	205.06	68.11	201.03	343.23
折旧摊销	180.61	175.37	185.41	257.84	273.04
财务费用	57.44	64.81	83.27	81.69	98.03
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-488.88	-13.70	-711.71	-259.96	-28.65
其它	-80.84	61.27	25.57	6.99	11.99
投资活动现金流	-335.80	-785.67	-864.83	-724.93	-450.60
资本支出	-323.23	-787.52	-874.14	-733.33	-459.11
长期投资	-13.40	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.83	1.85	9.31	8.41	8.51
筹资活动现金流	191.48	608.09	1,432.37	564.52	-470.79
吸收投资	663.00	148.80	150.00	200.00	100.00
借款	-164.08	940.11	500.00	500.00	-400.00
支付利息或股息	93.12	247.42	147.63	135.48	170.79
现金流净增加额	85.15	315.31	216.54	131.66	-228.54

研究团队简介

娄永刚，金属和新材料行业首席分析师。中南大学冶金工程硕士，曾任中国有色金属工业协会副处长，2016年任广发证券有色行业研究员，开始从事证券行业研究工作，2020年1月加入信达证券研究开发中心，担任金属和新材料行业首席分析师。

冯孟乾，金属和新材料行业研究助理。中国矿业大学（北京）采矿工程硕士，2018年7月加入信达证券研究开发中心，从事建材行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。