资源与环境研究中心

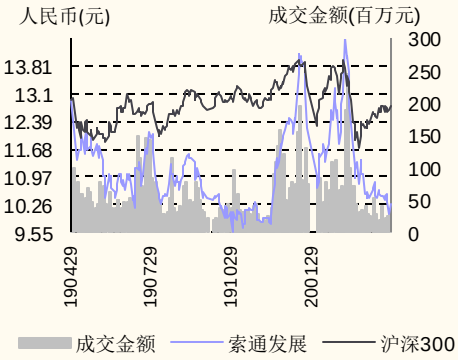
索通发展 (603612.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：10.28 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	3.37
已上市流通 A 股(亿股)	1.79
总市值(亿元)	34.64
年内股价最高最低(元)	10.84/10.00
沪深 300 指数	3849
上证指数	2810



相关报告

1.《商用炭素龙头企业，行业低谷扩张产能-索通发展(603612....)》，2020.4.9

丁士涛 分析师 SAC 执业编号：S1130520030002
dingshitao@gjzq.com.cn

曾智勤 联系人
zengzhiqin@gjzq.com.cn

阳极产能扩张，受益成本下降

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.592	0.257	0.865	1.110	1.327
每股净资产(元)	7.17	7.70	8.05	8.89	9.89
每股经营性现金流(元)	1.45	-0.67	2.50	2.66	2.87
市盈率(倍)	19.65	48.30	11.57	9.01	7.54
净利润增长率(%)	-63.21%	-57.11%	237.03%	28.39%	19.53%
净资产收益率(%)	8.26%	3.33%	10.73%	12.48%	13.41%
总股本(百万股)	243.03	340.24	336.99	336.99	336.99

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布 19 年年报，实现营收 43.72 亿元，同比增长 30.34%；归母净利润 8644.52 万元，同比减少 57.11%。19 年业绩高于公司此前预告的盈利区间（5685.35 万元-7535.36 万元）。

经营分析

- **阳极价格下跌导致毛利率回落，处置资产导致营业外支出增加：**19 年公司自产阳极产销量 137.21 万吨/132.85 万吨，同比增长 57%/45%。19 年公司阳极售价（不含税）3049.46 元，同比下跌 14%，价格下跌导致毛利率同比减少 4.69 个百分点至 13.46%。2019 年公司其他收益减少 0.34 亿元，信用减值损失增加 0.12 亿元，处置设备产生营业外支出 0.47 亿元，对 2019 年业绩同样造成拖累。19 年公司产品吨净利 67 元，同比减少 157 元。
- **募投项目陆续投产，行业龙头稳固：**随着索通齐力 30 万吨/年项目、山东创新 60 万吨/年项目陆续投产，19 年公司产能增至 192 万吨，商用阳极龙头地位稳固。19 年公司国内销量 89 万吨，出口销量 44 万吨，国内出口份额 39%，第一大出口企业地位稳固。由于出口定价与国内定价不同，在阳极价格下跌的背景下，出口销售毛利率高于国内销售。随着募投项目的逐步达产，我们预计公司 20 年阳极产量约 170 万吨，同比增长 24%。
- **阳极价格见底，吨净利有望回升：**从长期看，阳极跟铝价的相关度高。我们判断国内铝价已于 3 月中旬见底，阳极价格有望止跌。从公司成本看，石油焦和煤沥青占比约 67%，受益于原油价格下跌，原材料成本从 3 月起出现下降。随着原油价格低位运行，我们预计公司吨净利有望回升。
- **电解铝产能扩张拉动阳极炭素需求：**阳极下游主要是电解铝行业，中国电解铝 4500 万吨产能上限拉动对阳极长期需求。未来原铝产量约有 920 万吨增量，对应新增预焙阳极需求量 460 万吨。20 年将是中国电解铝新产能集中投产的年份，待复产产能 130.88 万吨、已建成待投产 79.5 万吨，产能增速约 5%，阳极企业有望受益需求增长。

盈利调整与投资建议

- 我们预计公司 20-22 年归母净利润分别为 2.91 亿元/3.74 亿元/4.47 亿元，同比增长 237%/28%/20%，维持“买入”评级。

风险提示

- 经济下行；价格下跌；产量不及预期；海外疫情持续；解禁；股权质押。

敬请参阅最后一页特别声明

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**3,281**	**3,354**	**4,372**	**4,903**	**5,220**	**5,542**
增长率		2.2%	30.3%	12.2%	6.5%	6.2%
主营业务成本	-2,319	-2,745	-3,783	-3,951	-4,144	-4,337
%销售收入	70.7%	81.9%	86.5%	80.6%	79.4%	78.3%
毛利	962	609	588	952	1,076	1,205
%销售收入	29.3%	18.1%	13.5%	19.4%	20.6%	21.7%
营业税金及附加	-38	-38	-42	-47	-50	-53
%销售收入	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-85	-89	-138	-196	-209	-222
%销售收入	2.6%	2.7%	3.2%	4.0%	4.0%	4.0%
管理费用	-123	-114	-91	-102	-109	-116
%销售收入	3.7%	3.4%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
研发费用	0	-52	-53	-60	-64	-67
%销售收入	0.0%	1.6%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
息税前利润（EBIT）	716	315	264	547	644	747
%销售收入	21.8%	9.4%	6.0%	11.2%	12.3%	13.5%
财务费用	-119	-95	-87	-167	-183	-195
%销售收入	3.6%	2.8%	2.0%	3.4%	3.5%	3.5%
资产减值损失	49	2	-4	-9	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	1	0	0	0
投资收益	0	0	-19	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	650	264	151	371	461	552
营业利润率	19.8%	7.9%	3.4%	7.6%	8.8%	10.0%
营业外收支	46	-23	-47	-23	0	0
税前利润	696	241	104	347	461	552
利润率	21.2%	7.2%	2.4%	7.1%	8.8%	10.0%
所得税	-130	-36	-15	-50	-66	-80
所得税率	18.6%	15.0%	14.4%	14.4%	14.4%	14.4%
净利润	566	205	89	297	394	472
少数股东损益	19	4	2	6	20	25
归属于母公司的净利润	**548**	**202**	**86**	**291**	**374**	**447**
净利率	16.7%	6.0%	2.0%	5.9%	7.2%	8.1%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	566	205	89	297	394	472
少数股东损益	19	4	2	6	20	25
非现金支出	132	174	273	395	416	457
非经营收益	70	97	162	258	213	226
营运资金变动	-533	18	-750	-106	-129	-189
经营活动现金净流	**235**	**493**	**-226**	**844**	**895**	**966**
资本开支	-323	-788	-567	-546	-655	-755
投资	-13	0	-479	46	0	0
其他	1	2	0	0	0	0
投资活动现金净流	**-336**	**-786**	**-1,047**	**-500**	**-655**	**-755**
股权募资	663	149	0	-101	0	0
债权募资	-164	940	1,801	517	146	202
其他	-313	-481	-497	-263	-304	-335
筹资活动现金净流	**186**	**608**	**1,304**	**153**	**-158**	**-134**
现金净流量	**85**	**315**	**31**	**497**	**82**	**77**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	407	816	1,111	1,608	1,690	1,767
应收款项	894	471	1,052	1,217	1,376	1,536
存货	696	910	1,081	1,137	1,192	1,248
其他流动资产	122	213	697	638	614	645
流动资产	2,119	2,410	3,941	4,599	4,872	5,197
%总资产	47.8%	40.7%	50.8%	54.1%	54.0%	53.9%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	1,857	3,107	3,417	3,535	3,725	3,976
%总资产	41.9%	52.5%	44.1%	41.6%	41.3%	41.2%
无形资产	301	298	323	374	423	471
非流动资产	2,310	3,505	3,816	3,909	4,148	4,447
%总资产	52.2%	59.3%	49.2%	45.9%	46.0%	46.1%
资产总计	**4,430**	**5,915**	**7,756**	**8,508**	**9,021**	**9,644**
短期借款	964	1,447	2,152	2,515	2,462	2,463
应付款项	485	890	738	806	845	884
其他流动负债	113	50	62	104	128	147
流动负债	1,563	2,388	2,952	3,425	3,434	3,495
长期贷款	182	629	816	1,016	1,216	1,416
其他长期负债	71	72	916	870	871	872
负债	**1,816**	**3,088**	**4,685**	**5,312**	**5,522**	**5,783**
普通股股东权益	**2,371**	**2,440**	**2,595**	**2,714**	**2,996**	**3,334**
其中：股本	243	340	337	337	337	337
未分配利润	1,045	1,061	1,101	1,321	1,603	1,940
少数股东权益	243	387	477	483	503	528
负债股东权益合计	**4,430**	**5,915**	**7,756**	**8,508**	**9,021**	**9,644**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	2.254	0.592	0.257	0.865	1.110	1.327
每股净资产	9.754	7.172	7.701	8.054	8.892	9.893
每股经营现金净流	0.966	1.448	-0.672	2.504	2.656	2.865
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.212	0.273	0.326
回报率						
净资产收益率	23.11%	8.26%	3.33%	10.73%	12.48%	13.41%
总资产收益率	12.37%	3.41%	1.11%	3.42%	4.15%	4.64%
投入资本收益率	15.37%	5.42%	3.26%	6.16%	6.85%	7.42%
增长率						
主营业务收入增长率	66.94%	2.22%	30.34%	12.15%	6.46%	6.18%
EBIT 增长率	190.16%	-56.04%	-16.28%	107.50%	17.85%	15.98%
净利润增长率	516.06%	-63.21%	-57.11%	237.03%	28.39%	19.53%
总资产增长率	42.05%	33.53%	31.14%	9.70%	6.02%	6.91%
资产管理能力						
应收账款周转天数	51.9	45.2	57.7	65.0	65.0	65.0
存货周转天数	84.3	106.8	96.1	105.0	105.0	105.0
应付账款周转天数	51.5	71.3	67.3	65.0	65.0	65.0
固定资产周转天数	158.5	146.4	277.2	233.6	211.8	196.2
偿债能力						
净负债/股东权益	28.29%	44.57%	72.68%	71.91%	67.52%	64.41%
EBIT 利息保障倍数	6.0	3.3	3.0	3.3	3.5	3.8
资产负债率	40.99%	52.21%	60.40%	62.43%	61.21%	59.96%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	1
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**1.00**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

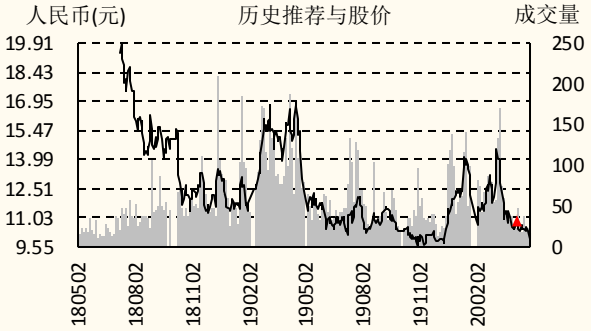
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-04-09	买入	10.69	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7GH