

证券研究报告

公司研究——跟踪点评

索通发展（603612.SH）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2020.03.12

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

相关研究

索通发展（603612.SH）：行业产能加速出清，龙头优势凸显（2020-03-12）

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

下游需求向好，阳极价格趋稳

2020年6月22日

事件：根据百川资讯数据，截至6月20日，预焙阳极BCIX价格指数为2722元/吨，主要阳极生产企业库存为19.68万吨，主要原材料石油焦部分厂商上调10-30/吨。

点评：

- **成本支撑叠加需求较好，阳极价格有望企稳。**预焙阳极价格在2-3月受到石油焦价格大幅上涨支撑短暂反弹，4月随石油焦价格回落；5月下旬以来石油焦价格企稳反弹，下游电解铝利润较好至开工率回升，同时前期推迟复产和投产的产能加快复产、投产，6月以来预备阳极价格企稳，并略回升；我们预计随着下游需求继续向好，成本形成一定支撑，中短期内阳极价格有望在2700元/吨的行业平均盈亏平衡点附近企稳。
- **原材料石油焦价格受炼化影响波动较大。**成本端为现阶段预焙阳极价格波动的主导因素，2020年公共卫生事件影响成品油需求，造成炼化环节开工率波动，对副产品石油焦供给预期形成干扰，加大其价格波动。吨阳极需1-1.1吨石油焦，2-3月的石油焦价格快速上涨以及4-5的回落均对预焙阳极成本端形成较大影响。我们预计随疫情逐步得到控制、石油需求恢复，炼化开工率恢复到正常水平，石油焦价格在2020H2将以稳为主，不具有大幅上涨的基础。
- **电解铝利润较好，开工率提升高位带动阳极需求。**电解铝价格从3月连续反弹至14000元/吨，而氧化铝、阳极等原材料价格维持在较低水平，电解铝环节利润回升至相对高位，刺激复工复产和新产能投放。截至6月20号年内累计复产、新投产91万吨，其中6月复产投产25.5万吨，预计年内仍具备复产、投产条件产能合计超过400万吨，若后期电解铝维持现期盈利水平，复产、节奏将加快，对预焙阳极的需求形成较强支撑。
- **预焙阳极年内新增产能较少，开工率稳步回升。**年内新投产产能相对较少，预计仅有两家厂商80万吨；同时开工率维持在相对高位，4-5月月产量恢复至150-160万吨的水平，预计开工率将继续回升。主要生产厂商库存跌至19.68万吨，为2019年7月以来的最低值，后期将在阳极和电解铝厂商开工率提升共同作用下将维持低位。
- **盈利预测与投资评级：**我们维持公司2020-21年摊薄每股收益0.54元和0.86元的盈利预测，增加22年EPS预测1.49元，考虑到下半年阳极价格企稳、电解铝产业链利润修复带动需求，给予公司2021年20x PE，对应合理股价在17.2元/股，维持“买入”评级。
- **风险因素：**石油焦价格大幅上涨，电解铝需求及投产不及预期，公司新项目建设进度低于预期等。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	3,354.03	4,371.64	5,306.31	6,612.56	8,556.87
增长率 YoY %	2.22%	30.34%	21.38%	24.62%	29.40%
归属母公司净利润(百万元)	201.55	86.45	180.89	288.39	501.00
增长率 YoY%	-63.21%	-57.11%	109.26%	59.42%	73.72%
毛利率%	18.15%	13.46%	14.57%	15.81%	16.60%
净资产收益率 ROE%	8.38%	3.43%	6.78%	10.11%	16.45%
EPS(摊薄)(元)	0.60	0.26	0.54	0.86	1.49
市盈率 P/E(倍)	21	50	24	15	9
市净率 P/B(倍)	1.77	1.66	1.57	1.46	1.38

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为2020年06月22日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,409.64	3,940.76	3,761.13	4,094.27	4,696.11
货币资金	815.87	1,111.07	1,018.83	973.57	842.87
应收票据	82.52	46.78	0.00	0.00	0.00
应收账款	384.79	997.19	795.95	925.76	1,283.53
预付账款	59.17	91.73	109.91	134.98	173.04
存货	910.05	1,081.47	1,223.92	1,447.44	1,784.16
其他	157.25	612.52	612.52	612.52	612.52
非流动资产	3,505.13	3,815.62	4,597.85	4,375.31	4,074.68
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产(合计)	1,345.12	3,320.51	4,074.00	3,866.49	3,599.91
无形资产	293.77	305.11	313.81	290.88	266.50
其他	1,866.24	190.00	210.04	217.94	208.27
资产总计	5,914.78	7,756.38	8,358.99	8,469.58	8,770.79
流动负债	2,387.53	2,952.27	3,133.11	3,063.15	3,521.33
短期借款	1,233.82	1,884.42	1,984.42	1,684.42	1,684.42
应付票据	113.90	38.63	46.28	56.84	72.86
应付账款	729.64	665.90	797.84	979.83	1,427.33
其他	310.17	363.32	304.57	342.06	336.71
非流动负债	700.43	1,732.32	1,935.06	1,839.80	1,423.41
长期借款	628.75	815.97	1,015.97	915.97	515.97
其他	71.67	916.36	919.10	923.84	907.45
负债合计	3,087.96	4,684.59	5,068.18	4,902.96	4,944.74
少数股东权益	386.55	476.70	548.21	603.03	698.46
归属母公司股东权益	2,440.26	2,595.08	2,742.60	2,963.59	3,127.60
负债和股东权益	5,914.78	7,756.38	8,358.99	8,469.58	8,770.79

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3,354.03	4,371.64	5,306.31	6,612.56	8,556.87
同比(%)	2.22%	30.34%	21.38%	24.62%	29.40%
归属母公司净利润	201.55	86.45	180.89	288.39	501.00
同比(%)	-63.21%	-57.11%	109.26%	59.42%	73.72%
毛利率(%)	18.15%	13.46%	14.57%	15.81%	16.60%
ROE%	8.38%	3.43%	6.78%	10.11%	16.45%
EPS(摊薄)(元)	0.60	0.26	0.54	0.86	1.49
P/E	21	50	24	15	9
P/B	1.77	1.66	1.57	1.46	1.38
EV/EBITDA	13.36	17.12	11.52	8.85	6.80

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3,354.03	4,371.64	5,306.31	6,612.56	8,556.87
营业成本	2,745.44	3,783.40	4,533.06	5,567.06	7,136.63
营业税金及附加	38.32	41.87	50.83	76.04	98.40
销售费用	88.99	138.47	143.27	165.31	188.25
管理费用	114.49	91.19	137.96	160.02	188.25
研发费用	52.04	53.21	63.68	92.58	136.91
财务费用	95.41	87.20	109.61	110.03	85.36
减值损失合计	-1.81	-16.10	-7.36	-6.00	-1.01
投资净收益	0.00	-19.09	-6.36	-8.48	-11.31
其他	43.03	-22.75	-8.91	-3.20	18.79
营业利润	264.19	150.56	259.99	435.84	731.54
营业外收支	-22.94	-46.74	-25.10	-34.61	-29.87
利润总额	241.25	103.82	234.90	401.23	701.67
所得税	36.19	14.99	33.90	57.91	105.25
净利润	205.06	88.84	200.99	343.32	596.42
少数股东损益	3.51	2.39	20.10	54.93	95.43
归属母公司净利润	201.55	86.45	180.89	288.39	501.00
EBITDA	481.43	474.21	721.97	898.30	1,108.42
EPS(当年)(元)	0.59	0.26	0.54	0.86	1.49

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	492.80	-226.50	235.36	670.62	782.35
净利润	205.06	88.84	200.99	343.32	596.42
折旧摊销	175.37	268.56	391.96	401.26	323.75
财务费用	64.81	101.83	95.12	95.81	83.00
投资损失	0.00	19.09	6.36	8.48	11.31
营运资金变动	-13.70	-750.12	-489.21	-214.40	-252.76
其它	61.27	45.32	30.15	36.15	20.63
投资活动现金流	-785.67	-1,046.64	-405.23	-247.72	-243.07
资本支出	-787.52	-567.43	-407.40	-247.91	-240.73
长期投资	0.00	-18.84	-6.36	-8.48	-11.31
其他	1.85	-460.37	8.53	8.67	8.96
筹资活动现金流	608.09	1,302.83	560.63	-463.36	-667.28
吸收投资	148.80	0.00	200.00	100.00	50.00
借款	940.11	1,801.21	500.00	-400.00	-300.00
支付利息或股息	247.42	200.24	139.37	163.36	417.28
现金流净增加额	315.31	42.86	393.70	-45.26	-130.71

研究团队简介

姜永刚，金属和新材料行业首席分析师。中南大学冶金工程硕士。2008年就职于中国有色金属工业协会，曾任中国有色金属工业协会副处长。2016年任广发证券有色金属行业研究员。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。

黄礼恒，金属和新材料行业分析师。中国地质大学（北京）矿床学硕士，2017年任广发证券有色金属行业研究员，2020年4月加入信达证券研究开发中心，从事有色及新能源研究。

董明斌，中国科学技术大学物理学硕士，2020年4月加入信达证券研究开发中心，从事建材及钢铁研究。

云琳，乔治华盛顿大学金融学硕士，2020年3月加入信达证券研究发展中心，从事贵金属及小金属研究。

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
华北	魏冲	18340820155	weichong@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
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyupei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@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。