

证券研究报告

公司研究——事件点评

索通发展（603612.SH）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：增持，2020.06.22

姜永刚 金属&新材料行业首席分析师
执业编号：S1500520010002
联系电话：+86 10 83326716
邮箱：louyonggang@cindasc.com

黄礼恒 金属&新材料行业资深分析师
执业编号：S1500520040001
邮箱：huangliheng@cindasc.com

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

索通发展：以量补价和毛利回升推动业绩高增长

2020年8月03日

事件：公司发布2020年中报业绩预告，上半年实现归母净利润5500-6500万元，同比增长66%-96%，主要原因为原材料采购优势凸显及公司降本增效，成本下降比例大于售价下降推动毛利率同比提升。

点评：

- **以量补价和降本增效是上半年业绩高增原因。**公司Q2实现归母净利润4167-5167万元，中值为4667万元，同比增长约84.7%。在上半年阳极价格维持整体震荡下行趋势中，公司实现毛利率和净利润的较大幅度增长，略超预期。主要原因有以下4方面：依托规模优势，批量采购降低原材料采购价格；内部降本增效，以及部分原材料价格下降带动成本端下降幅度大于售价下滑；同时2019投产的山东创新和索通齐力合计90万吨产能放量，摊薄综合成本，实现以量补价。公司管理效率及成本控制能力优势进一步凸显，在行业整体景气度位于底部的情况下，取得大幅超过行业平均盈利的成绩，真正将管理优势转化为效益。
- **行业景气度有望迎来拐点，阳极价格触底反弹。**预备阳极行业自2018年4季度以来持续下行，2020年一季度疫情加速行业探底，部分厂商为出货降价至2500元/吨（不含税）以下。4月份以来随电解铝价格持续上涨及盈利水平恢复，电解铝投产、复产量快速增加带动对阳极的需求；油价反弹带动石油焦价格稳步上涨形成一定成本支撑，预焙阳极价格触底回升，7月各品类阳极价格平均环比上涨100-200元/吨，山东电解铝龙头两轮提高招标价格。但行业总体盈利仍处于较低水平，整体开工率维持在70%以下，周度产量稳定在39-40万吨，短期内供给增量弹性有限。在需求持续恢复、供给受制于行业平均盈利仍未得到修复的情况下，供给过剩有望得到一定缓解。
- **政策助推产能淘汰，龙头扩产加速集中度提升。**2020年国内无大型阳极产能投放；2021年规划的三个大型厂商进度大幅推迟，到目前仍未动工；未来2-3年新产能增量较少，行业仍处于整合消化2018-2019年投放的产能阶段。7月初河南郑州市出台政策补助碳素厂商退出市场将加速其辖区内179万吨产能中高成本、落后产能的退出。而以索通发展为主的龙头厂商通过内生外延快速扩张产能，加速行业集中度提升；现阶段公司产能占比仅10%，仍有较大提升空间，参照头部电解铝厂商的产能占比，公司市占率有望提升至25%以上。
- **盈利预测与投资评级：**小幅上调对公司2020-2022年EPS预测至0.64元、0.92元和1.52元（原为0.54元、0.86元、1.49元），当前股价对应的PE分别为23.4x、16.2x和9.8x。考虑公司降本增效效果显著、毛利率稳步提升，维持公司“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

项目/年度 单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4371.64	5115.90	6375.28	8249.82
增长率（%）	30.3%	17.0%	24.6%	29.4%
归母净利润	86.45	220.47	316.76	525.27
增长率（%）	-57.1%	155.0%	43.7%	65.8%
EPS（元/股）	0.25	0.64	0.92	1.52
市盈率（P/E）	49.38	23.38	16.27	9.81
市净率（P/B）	1.64	1.83	1.64	1.41

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为2020年07月31日收盘价

利润表 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4372	5116	6375	8250
%同比增速	30.3%	17.0%	24.6%	29.4%
营业成本	3783	4321	5337	6832
毛利	588	795	1039	1418
%营业收入	13.5%	15.5%	16.3%	17.2%
税金及附加	42	56	68	85
%营业收入	1.0%	1.1%	1.1%	1.0%
销售费用	138	143	183	243
%营业收入	3.2%	2.8%	2.9%	2.9%
管理费用	91	134	172	204
%营业收入	2.1%	2.6%	2.7%	2.5%
研发费用	53	71	88	110
%营业收入	1.2%	1.4%	1.4%	1.3%
财务费用	87	148	162	146
%营业收入	2.0%	2.9%	2.5%	1.8%
资产减值损失	-4	-2	-2	-2
信用减值损失	-12	0	0	0
其他收益	9	28	43	39
投资收益	-19	-7	-12	-21
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	81	0	0	0
资产处置收益	-1	9	7	7
营业利润	151	261	394	646
%营业收入	3.4%	5.1%	6.2%	7.8%
营业外收支	-47	9	-11	-10
利润总额	103.82	269.44	382.20	635.49
%营业收入	2.4%	5.3%	6.0%	7.7%
所得税费用	15	43	58	97

资产负债表 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1111	1561	1172	1833
交易性金融资产	461	461	461	461
应收账款及应收票据	997	817	1068	1527
存货	1081	1235	1525	1953
预付账款	92	105	129	166
其他流动资产	2	2	2	2
流动资产合计	3941	4378	4558	6144
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	3321	3310	3801	3691
无形资产	305	340	359	381
商誉	16	16	16	16
递延所得税资产	43	43	43	43
其他非流动资产	1	2	2	1
资产总计	7756	8239	8936	10424
短期借款	1884	1884	1884	1884
应付票据及应付账款	705	805	994	1272
预收账款	3	3	4	5
应付职工薪酬	32	36	45	57
应交税费	30	35	44	57
其他流动负债	3	3	3	3
流动负债合计	2952	3067	3282	3600
长期借款	816	816	816	816
应付债券	836	836	836	836
递延所得税负债	34	34	34	34
其他非流动负债	0	0	0	0

净利润	89	226	324	539
% 营业收入	2.0%	4.4%	5.1%	6.5%
归属于母公司的净利润	86	220	317	525
% 同比增速	-57.1%	155.0%	43.7%	65.8%
少数股东损益	2.39	5.81	7.54	13.63
EPS (元/股)	0.25	0.64	0.92	1.52

基本指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
EPS	0.25	0.64	0.92	1.52
BVPS	7.53	8.19	9.11	10.64
PE	49.38	23.38	16.27	9.81
PEG	—	0.15	0.37	0.15
PB	1.64	1.83	1.64	1.41
EV/EBITDA	12.91	12.67	10.59	7.26
ROE	3%	8%	10%	14%
ROIC	3%	5%	6%	8%

负债合计	4685	4799	5015	5332
归属于母公司的所有者权益	2595	2823	3140	3665
少数股东权益	477	483	490	504
股东权益	3072	3306	3630	4169
负债及股东权益	7756	8105	8645	9501

现金流量表 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流净额	-215	705	363	327
投资	-479	0	0	0
资本性支出	-567	-98	-581	513
其他	-0	-0	-0	-0
投资活动现金流净额	-1,047	-105	-594	492
债权融资	0	-0	-0	-0
股权融资	0	8	0	0
银行贷款增加 (减少)	3,606	0	0	-0
筹资成本	-200	-158	-158	-158
其他	-21	0	0	0
筹资活动现金流净额	1,303	-150	-158	-158
现金净流量	43	450	-389	661

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，金属和新材料行业资深分析师。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。