

索通发展 (603612.SH) 买入 (维持评级)

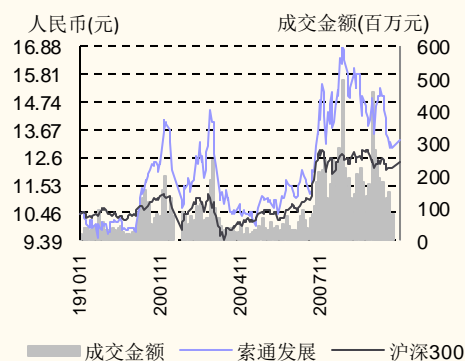
公司点评

市场价格 (人民币): 13.28 元

北铝南移打开公司第二成长曲线

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	4.34
已上市流通 A 股(亿股)	4.26
总市值(亿元)	57.58
年内股价最高最低(元)	15.29/12.99
沪深 300 指数	4681
上证指数	3272



相关报告

- 1.《索通发展 20 年中报点评-单吨盈利回升, 成长逻辑清晰》, 2020.8.30
- 2.《阳极产能扩张, 受益成本下降-索通发展 2019 年报点评》, 2020.4.28
- 3.《商用炭素龙头企业, 行业低谷扩张产能-索通发展(603612....)》, 2020.4.9

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	0.566	0.817	1.456
每股净资产(元)	7.17	7.70	5.98	6.47	7.34
每股经营性现金流(元)	1.45	-0.67	1.96	2.10	2.31
市盈率(倍)	19.65	48.30	23.48	16.25	9.12
净利润增长率(%)	-63.21%	-57.11%	183.68%	44.49%	78.20%
净资产收益率(%)	8.26%	3.33%	9.46%	12.63%	19.83%
总股本(百万股)	340.24	336.99	433.58	433.58	433.58

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司拟对外投资 2.16 亿元, 与四川豫恒实业有限公司共同设立四川索通豫恒炭材料有限公司。未来新设立公司将建设年产 35 万吨铝用炭材料项目, 索通发展持股比例 60%。

点评

- **西南布局再下一省, 总产能继续增长:** 公司阳极已建成产能 192 万吨, 云铝索通(一期)在建产能 60 万吨, 云铝索通(二期)拟建产能 30 万吨。通过在四川设立新公司, 公司总产能将增至 317 万吨。本次在四川新建产能符合公司布局西南市场的发展战略, 四川将成为继重庆和云南后, 公司在西南地区布局的第三个省份。一直以来, 国内阳极市场的定价主要参考山东某电解铝企业的采购价格(阳极年采购量约 300 万吨)。未来随着公司阳极产能的持续增长, 公司在阳极市场的影响力将不断增大, 有利于提升定价能力。
- **电解铝产能向西南转移, 开启公司第二成长曲线:** 公司布局西南市场的原因主要与中国电解铝产能的北铝南移有关。17 年随着华北地区环保政策趋严, 河南和山东地区不再适合发展电解铝产业, 当地的铝企向四川、云南转移产能。由于电解铝行业从 18 年开始盈利下滑, 电解铝企业为了减少资本开支, 在转移产能时没有自建阳极产能。当地独立的阳极企业受到资金实力和环保政策的影响, 向云南转移产能受到制约。公司作为阳极行业唯一上市公司, 抓住了本轮产能转移的机会, 有望实现市占率提升。
- **阳极价格有望继续回升, 吨净利回升可期:** 从长期看, 阳极价格波动与铝价和电解铝行业盈利的相关度高。20 年 3 月国内铝价见底以来最大涨幅 30%, 阳极价格在 6-9 月提价四次, 累计涨幅仅为 15%。由于阳极在电解铝生产成本占比仅为 10%, 随着铝价回升和下游电解铝企业盈利好转, 我们预计阳极提价具有延续性。从公司成本看, 石油焦和煤沥青占比约 67%。随着原油价格低位运行, 我们预计公司吨净利有望继续回升。

盈利调整与投资建议

- 由于阳极价格持续上涨, 我们上调阳极价格预测, 因此同步上调公司 20-22 年归母净利润至 2.45/3.54/6.31 亿元(较上次预测上调 35/25/17%)。我们认为公司是周期股中的成长股, beta 收益来自于产品售价上涨, alpha 收益来自于自身产能增长, 维持“买入”评级。

风险提示

- 经济下行; 价格下跌; 产量不及预期; 成本上涨; 全球疫情持续。

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

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	5,364	5,750	7,019
增长率		2.2%	30.3%	22.7%	7.2%	22.1%
主营业务成本	-2,319	-2,745	-3,783	-4,359	-4,564	-5,384
%销售收入	70.7%	81.9%	86.5%	81.3%	79.4%	76.7%
毛利	962	609	588	1,005	1,185	1,635
%销售收入	29.3%	18.1%	13.5%	18.7%	20.6%	23.3%
营业税金及附加	-38	-38	-42	-49	-53	-64
%销售收入	1.2%	1.1%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-85	-89	-138	-268	-287	-351
%销售收入	2.6%	2.7%	3.2%	5.0%	5.0%	5.0%
管理费用	-123	-114	-91	-112	-120	-146
%销售收入	3.7%	3.4%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
研发费用	0	-52	-53	-65	-70	-85
%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	510	655	988
%销售收入	21.8%	9.4%	6.0%	9.5%	11.4%	14.1%
财务费用	-119	-95	-87	-211	-224	-228
%销售收入	3.6%	2.8%	2.0%	3.9%	3.9%	3.2%
资产减值损失	49	2	-4	0	0	0
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	299	431	760
营业利润率	19.8%	7.9%	3.4%	5.6%	7.5%	10.8%
营业外收支	46	-23	-47	-3	-3	-3
税前利润	696	241	104	296	427	757
利润率	21.2%	7.2%	2.4%	5.5%	7.4%	10.8%
所得税	-130	-36	-15	-44	-64	-114
所得税率	18.6%	15.0%	14.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	566	205	89	251	363	643
少数股东损益	19	4	2	6	9	12
归属于母公司的净利润	548	202	86	245	354	631
净利率	16.7%	6.0%	2.0%	4.6%	6.2%	9.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	566	205	89	251	363	643
少数股东损益	19	4	2	6	9	12
非现金支出	132	174	273	366	379	391
非经营收益	70	97	162	235	251	258
营运资金变动	-533	18	-750	-2	-81	-291
经营活动现金净流	235	493	-226	850	912	1,003
资本开支	-323	-788	-567	-513	-533	-333
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	-467	-533	-333
股权募资	663	149	0	-150	0	0
债权募资	-164	940	1,801	345	85	130
其他	-313	-481	-497	-330	-390	-508
筹资活动现金净流	186	608	1,304	-135	-305	-377
现金净流量	85	315	31	249	74	292

来源：公司年报、国金证券研究所

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	1,360	1,434	1,726
应收款项	894	471	1,052	1,270	1,361	1,662
存货	696	910	1,081	1,075	1,125	1,328
其他流动资产	122	213	697	634	637	650
流动资产	2,119	2,410	3,941	4,338	4,558	5,366
%总资产	47.8%	40.7%	50.8%	52.3%	52.6%	57.0%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	1,857	3,107	3,417	3,458	3,587	3,506
%总资产	41.9%	52.5%	44.1%	41.7%	41.4%	37.2%
无形资产	301	298	323	347	369	388
非流动资产	2,310	3,505	3,816	3,958	4,109	4,048
%总资产	52.2%	59.3%	49.2%	47.7%	47.4%	43.0%
资产总计	4,430	5,915	7,756	8,296	8,667	9,414
短期借款	964	1,447	2,152	2,643	2,728	2,859
应付款项	485	890	738	923	967	1,143
其他流动负债	113	50	62	70	90	140
流动负债	1,563	2,388	2,952	3,636	3,785	4,141
长期贷款	182	629	816	716	716	716
其他长期负债	71	72	916	869	869	869
负债	1,816	3,088	4,685	5,222	5,370	5,726
普通股股东权益	2,371	2,440	2,595	2,592	2,805	3,184
其中：股本	243	340	337	434	434	434
未分配利润	1,045	1,061	1,101	1,248	1,461	1,840
少数股东权益	243	387	477	483	492	504
负债股东权益合计	4,430	5,915	7,756	8,296	8,667	9,414

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	2.254	0.592	0.257	0.566	0.817	1.456
每股净资产	9.754	7.172	7.701	5.978	6.469	7.343
每股经营现金净流	0.966	1.448	-0.672	1.961	2.104	2.313
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.226	0.327	0.583
回报率						
净资产收益率	23.11%	8.26%	3.33%	9.46%	12.63%	19.83%
总资产收益率	12.37%	3.41%	1.11%	2.96%	4.09%	6.71%
投入资本收益率	15.37%	5.42%	3.26%	5.94%	7.32%	10.33%
增长率						
主营业务收入增长率	66.94%	2.22%	30.34%	22.70%	7.19%	22.08%
EBIT增长率	190.16%	-56.04%	-16.28%	93.67%	28.41%	50.79%
净利润增长率	516.06%	-63.21%	-57.11%	183.68%	44.49%	78.20%
总资产增长率	42.05%	33.53%	31.14%	6.96%	4.46%	8.62%
资产管理能力						
应收账款周转天数	51.9	45.2	57.7	66.0	66.0	66.0
存货周转天数	84.3	106.8	96.1	90.0	90.0	90.0
应付账款周转天数	51.5	71.3	67.3	61.7	61.7	61.7
固定资产周转天数	158.5	146.4	277.2	208.3	177.1	130.5
偿债能力						
净负债/股东权益	28.29%	44.57%	72.68%	77.25%	72.39%	60.33%
EBIT利息保障倍数	6.0	3.3	3.0	2.4	2.9	4.3
资产负债率	40.99%	52.21%	60.40%	62.94%	61.96%	60.83%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
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	0.00

来源：朝阳永续

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
2	2020-04-28	买入	10.00	N/A
3	2020-08-30	买入	14.96	N/A

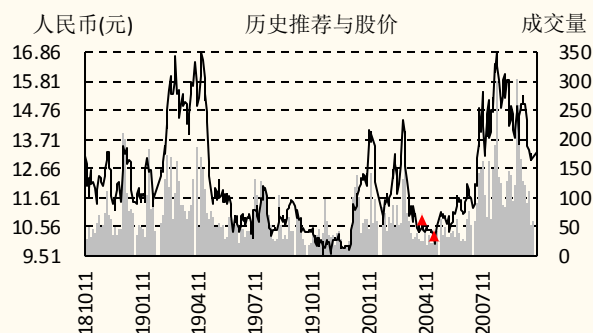
来源：国金证券研究所

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


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：**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