

## 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



## 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
<b>主营业务收入</b>	<b>3,281</b>	<b>3,354</b>	<b>4,372</b>	<b>5,364</b>	<b>5,750</b>	<b>7,019</b>
增长率	2.2%	30.3%	22.7%	7.2%	22.1%	
<b>主营业务成本</b>	<b>-2,319</b>	<b>-2,745</b>	<b>-3,783</b>	<b>-4,359</b>	<b>-4,564</b>	<b>-5,384</b>
%销售收入	70.7%	81.9%	86.5%	81.3%	79.4%	76.7%
<b>毛利</b>	<b>962</b>	<b>609</b>	<b>588</b>	<b>1,005</b>	<b>1,185</b>	<b>1,635</b>
%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%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>716</b>	<b>315</b>	<b>264</b>	<b>510</b>	<b>655</b>	<b>988</b>
%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%
<b>营业利润</b>	<b>650</b>	<b>264</b>	<b>151</b>	<b>299</b>	<b>431</b>	<b>760</b>
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
<b>税前利润</b>	<b>696</b>	<b>241</b>	<b>104</b>	<b>296</b>	<b>427</b>	<b>757</b>
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
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>548</b>	<b>202</b>	<b>86</b>	<b>245</b>	<b>354</b>	<b>631</b>
净利率	16.7%	6.0%	2.0%	4.6%	6.2%	9.0%

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>货币资金</b>	<b>407</b>	<b>816</b>	<b>1,111</b>	<b>1,360</b>	<b>1,434</b>	<b>1,726</b>
<b>应收款项</b>	<b>894</b>	<b>471</b>	<b>1,052</b>	<b>1,270</b>	<b>1,361</b>	<b>1,662</b>
<b>存货</b>	<b>696</b>	<b>910</b>	<b>1,081</b>	<b>1,075</b>	<b>1,125</b>	<b>1,328</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>122</b>	<b>213</b>	<b>697</b>	<b>634</b>	<b>637</b>	<b>650</b>
<b>流动资产</b>	<b>2,119</b>	<b>2,410</b>	<b>3,941</b>	<b>4,338</b>	<b>4,558</b>	<b>5,366</b>
%总资产	47.8%	40.7%	50.8%	52.3%	52.6%	57.0%
<b>长期投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>固定资产</b>	<b>1,857</b>	<b>3,107</b>	<b>3,417</b>	<b>3,458</b>	<b>3,587</b>	<b>3,506</b>
%总资产	41.9%	52.5%	44.1%	41.7%	41.4%	37.2%
<b>无形资产</b>	<b>301</b>	<b>298</b>	<b>323</b>	<b>347</b>	<b>369</b>	<b>388</b>
<b>非流动资产</b>	<b>2,310</b>	<b>3,505</b>	<b>3,816</b>	<b>3,958</b>	<b>4,109</b>	<b>4,048</b>
%总资产	52.2%	59.3%	49.2%	47.7%	47.4%	43.0%
<b>资产总计</b>	<b>4,430</b>	<b>5,915</b>	<b>7,756</b>	<b>8,296</b>	<b>8,667</b>	<b>9,414</b>
<b>短期借款</b>	<b>964</b>	<b>1,447</b>	<b>2,152</b>	<b>2,643</b>	<b>2,728</b>	<b>2,859</b>
<b>应付款项</b>	<b>485</b>	<b>890</b>	<b>738</b>	<b>923</b>	<b>967</b>	<b>1,143</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>113</b>	<b>50</b>	<b>62</b>	<b>70</b>	<b>90</b>	<b>140</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,563</b>	<b>2,388</b>	<b>2,952</b>	<b>3,636</b>	<b>3,785</b>	<b>4,141</b>
<b>长期贷款</b>	<b>182</b>	<b>629</b>	<b>816</b>	<b>716</b>	<b>716</b>	<b>716</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>71</b>	<b>72</b>	<b>916</b>	<b>869</b>	<b>869</b>	<b>869</b>
<b>负债</b>	<b>1,816</b>	<b>3,088</b>	<b>4,685</b>	<b>5,222</b>	<b>5,370</b>	<b>5,726</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>2,371</b>	<b>2,440</b>	<b>2,595</b>	<b>2,592</b>	<b>2,805</b>	<b>3,184</b>
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
<b>负债股东权益合计</b>	<b>4,430</b>	<b>5,915</b>	<b>7,756</b>	<b>8,296</b>	<b>8,667</b>	<b>9,414</b>

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标</b>						
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
<b>回报率</b>						
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%
<b>增长率</b>						
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%
<b>资产管理能力</b>						
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
<b>偿债能力</b>						
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%

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	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

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