

索通发展(603612.SH) 买入(维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 12.62元

下游盈利向好, 量价齐升逻辑未变

市场数据(人民币)



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	0.484	0.782	1.403
每股净资产(元)	7.17	7.70	5.93	6.40	7.24
每股经营性现金流(元)	1.45	-0.67	1.96	2.26	2.61
市盈率(倍)	19.65	48.30	26.06	16.14	9.00
净利润增长率(%)	-63.21%	-57.11%	142.92%	61.40%	79.44%
净资产收益率(%)	8.26%	3.33%	8.17%	12.22%	19.37%
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

业绩简评

- 公司发布20年三季报, 前三季度实现营收40.41亿元, 同比增长36.74%; 实现归母净利润1.17亿元, 同比增长98.7%; 基本每股收益0.34元。

点评

- **量价齐升, 盈利向好:** 20年三季度公司实现营收14.12亿元、同比增长134%, 主要与在建项目陆续投产有关; 单季归母净利润0.55亿元、同比增长112%, 主要与单吨盈利好转有关。三季度阳极均价较二季度环比上涨2.7%, 而公司三季度营收环比二季度下滑, 我们判断主要与产品未实现销售有关。我们参考阳极价格测算, 预计三季度未实现销售的产量为2.6万吨。随着产品提价的继续和产销恢复正常, 四季度利润有望继续增长。
- **汇兑损失和研发费用拖累业绩:** 根据公司半年报, 公司货币资金中美元余额2091万、应收账款中美元余额6640万、短期借款中美元余额1495万、应付账款中美元余额65万, 以上美元资产和负债在半年报中的结算汇率为7.0795, 三季度末美元中间价6.8101, 人民币持续升值导致公司出现汇兑损失。此外, 公司三季度研发费用较二季度环比增加2000万元。
- **电解铝产能转移, 开启公司第二成长曲线:** 20年四季度和21年上半年将是下游电解铝新增产能集中投产的时间段。公司凭借着云铝索通项目率先在云南布局, 可以实现向云南和广西市场的辐射。除了西南地区, 内蒙古凭借着低电价优势, 也是电解铝新增产能的聚集地。公司凭借着此前的合资模式和客户资源, 未来也可以实现辐射内蒙地区电解铝企业的潜力。
- **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。3月国内铝价见底以来最大涨幅30%, 阳极价格在7-10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。根据最新的采购协议, 阳极价格将在11月继续提价80元。

盈利调整与投资建议

- 由于三季度出现汇兑损失, 我们下调公司20-22年归母净利润至2.1/3.39/6.08亿元(较上次预测下调14/4/2%), 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; 汇率波动; 疫情持续。

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

冯孟乾 联系人
 fengmengqian@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	5,447	5,893	7,263
增长率	2.2%	30.3%	24.6%	8.2%	23.3%	
主营业务成本	-2,319	-2,745	-3,783	-4,396	-4,603	-5,431
%销售收入	70.7%	81.9%	86.5%	80.7%	78.1%	74.8%
毛利	962	609	588	1,050	1,289	1,832
%销售收入	29.3%	18.1%	13.5%	19.3%	21.9%	25.2%
营业税金及附加	-38	-38	-42	-50	-54	-66
%销售收入	1.2%	1.1%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-85	-89	-138	-272	-295	-363
%销售收入	2.6%	2.7%	3.2%	5.0%	5.0%	5.0%
管理费用	-123	-114	-91	-114	-123	-152
%销售收入	3.7%	3.4%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
研发费用	0	-52	-53	-71	-77	-94
%销售收入	0.0%	1.6%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%
息税前利润 (EBIT)	716	315	264	544	741	1,156
%销售收入	21.8%	9.4%	6.0%	10.0%	12.6%	15.9%
财务费用	-119	-95	-87	-211	-207	-202
%销售收入	3.6%	2.8%	2.0%	3.9%	3.5%	2.8%
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	333	534	954
营业利润率	19.8%	7.9%	3.4%	6.1%	9.1%	13.1%
营业外收支	46	-23	-47	-3	-3	-3
税前利润	696	241	104	329	531	951
利润率	21.2%	7.2%	2.4%	6.0%	9.0%	13.1%
所得税	-130	-36	-15	-49	-80	-143
所得税率	18.6%	15.0%	14.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	566	205	89	280	451	808
少数股东损益	19	4	2	70	113	200
归属于母公司的净利润	548	202	86	210	339	608
净利率	16.7%	6.0%	2.0%	3.9%	5.8%	8.4%

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	1,376	1,456	1,757
应收款项	894	471	1,052	1,290	1,395	1,720
存货	696	910	1,081	1,084	1,135	1,339
其他流动资产	122	213	697	634	638	651
流动资产	2,119	2,410	3,941	4,384	4,624	5,468
%总资产	47.8%	40.7%	50.8%	52.6%	52.9%	57.5%
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%	41.4%	41.1%	36.8%
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%	47.4%	47.1%	42.5%
资产总计	4,430	5,915	7,756	8,342	8,733	9,515
短期借款	964	1,447	2,152	2,633	2,634	2,611
应付款项	485	890	738	931	976	1,154
其他流动负债	113	50	62	75	104	166
流动负债	1,563	2,388	2,952	3,639	3,714	3,931
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	5,224	5,299	5,517
普通股股东权益	2,371	2,440	2,595	2,571	2,774	3,139
其中：股本	243	340	337	434	434	434
未分配利润	1,045	1,061	1,101	1,227	1,430	1,795
少数股东权益	243	387	477	547	659	859
负债股东权益合计	4,430	5,915	7,756	8,342	8,733	9,515

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	2.254	0.592	0.257	0.484	0.782	1.403
每股净资产	9.754	7.172	7.701	5.930	6.399	7.240
每股经营现金净流	0.966	1.448	-0.672	1.955	2.257	2.609
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.194	0.313	0.561
回报率						
净资产收益率	23.11%	8.26%	3.33%	8.17%	12.22%	19.37%
总资产收益率	12.37%	3.41%	1.11%	2.52%	3.88%	6.39%
投入资本收益率	15.37%	5.42%	3.26%	6.30%	8.23%	11.99%
增长率						
主营业务收入增长率	66.94%	2.22%	30.34%	24.59%	8.19%	23.26%
EBIT增长率	190.16%	-56.04%	-16.28%	106.40%	36.29%	55.99%
净利润增长率	516.06%	-63.21%	-57.11%	142.92%	61.40%	79.44%
总资产增长率	42.05%	33.53%	31.14%	7.55%	4.68%	8.96%
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	205.1	172.8	126.1
偿债能力						
净负债/股东权益	28.29%	44.57%	72.68%	75.34%	66.11%	48.65%
EBIT利息保障倍数	6.0	3.3	3.0	2.6	3.6	5.7
资产负债率	40.99%	52.21%	60.40%	62.63%	60.68%	57.98%

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	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
4	2020-10-11	买入	13.28	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：

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