

证券研究报告—动态报告

有色金属

金属非金属新材料

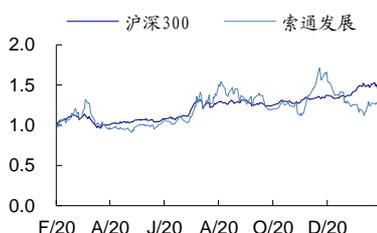
索通发展(603612)
买入

2020 年业绩预增公告点评

(维持评级)

2021 年 01 月 29 日

一年该股与沪深 300 走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	434/426
总市值/流通(百万元)	6,061/5,956
上证综指/深圳成指	3,505/14,913
12 个月最高/最低(元)	19.09/9.96

相关研究报告:

《索通发展-603612-2020 年中报点评: 二季度业绩环比大幅改善, 底部扩张有望加快行业产能出清》——2020-08-31

《国信证券-索通发展-603612-深度报告: 国内预焙阳极产能加速出清, 龙头逆势扩张》——2020-07-19

证券分析师: 刘孟孟

电话: 010-88005312

E-MAIL: liumengluan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040001

证券分析师: 杨耀洪

电话: 021-60933161

E-MAIL: yangyaohong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040005

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

全年业绩超预期, 公司迎北铝南移的战略机遇期

● 预计全年实现归母净利润 2.07-2.47 亿元

公司发布 2020 年业绩预增公告: 预计全年实现归母净利润 2.07-2.47 亿元, 同比增长 139.40%-185.67%; 实现扣非归母净利润 2.02-2.42 亿元, 同比增长 74.90%-109.46%。据此推算公司在第四季度实现归母净利润 0.9-1.3 亿元, 单季度环比增长 63.64%-136.36%; 实现扣非归母净利润 0.97-1.37 亿元, 单季度环比增长 101.67%-185%。公司全年业绩非常超市场预期。

公司业绩超预期, 一方面是预焙阳极产销量同比大幅增长, 我们预计全年产销量超过 180 万吨, 同比增长超过 30%; 另一方面是预焙阳极价格触底反弹, 自 2020 年 7 月以来已连续 7 个月上涨, 单月环比涨幅分别是 80/180/80/125/80/270/60 元/吨, 累计涨幅达 875 元/吨, 叠加公司内部提质增效, 产品毛利率稳步提升。

● 北铝南移给预焙阳极行业带来了行业整合的战略机遇期

在环保趋严及电力成本差距不断拉大的情况下, 国内电解铝企业开始向资源丰富的西南地区转移, 主要由于西南地区水电资源丰富, 电价优势凸显, 同时距离终端消费市场近, 吸引北方地区部分电解铝产能转移。索通作为国内商用预焙阳极的龙头企业, 努力抓住北铝南移的战略机遇期, 新项目建设在稳步推进当中。索通云铝一期 60 万吨项目预计在今年三季度投产; 索通豫恒拟通过并购和新建相结合的方式在四川建设年产 35 万吨铝用炭素项目。公司有望凭借上市企业平台优势来进一步提升市占率, 在未来 3-5 年总产能有望扩展到 400-500 万吨, 在商用预焙阳极领域的市占率有望提升至 40-50%。

● 风险提示: 项目建设进度不达预期, 阳极产品产销量不达预期。

● 投资建议: 维持“买入”评级。

预计公司 2020-2022 年营收分别为 55.55/77.17/91.57 亿元, 同比增速 27.1%/38.9%/18.7%, 归母净利润分别为 2.19/4.39/5.07 亿元, 同比增速 153.4%/100.2%/15.6%; 摊薄 EPS 为 0.51/1.01/1.17 元, 当前股价对应 PE 为 28/14/12X。考虑到公司是国内商用预焙阳极领域唯一的上市公司, 通过新建产能或者并购存量产能, 有望实现逆势扩张, 进一步提升市占率和行业话语权, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,354	4,372	5,555	7,717	9,157
(+/-%)	2.2%	30.3%	27.1%	38.9%	18.7%
净利润(百万元)	202	86	219	439	507
(+/-%)	-63.2%	-57.1%	153.4%	100.2%	15.6%
摊薄每股收益(元)	0.59	0.26	0.51	1.01	1.17
EBIT Margin	10.9%	7.2%	9.8%	12.5%	12.2%
净资产收益率(ROE)	8.3%	3.3%	8.0%	14.4%	14.9%
市盈率(PE)	23.6	54.5	27.7	13.8	12.0
EV/EBITDA	14.5	16.1	11.5	8.3	7.5
市净率(PB)	1.95	1.82	2.21	1.98	1.78

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司发布 2020 年业绩预增公告：预计全年实现归母净利润 20,695.09 万元至 24,695.09 万元，同比增长 139.40%-185.67%；实现扣非归母净利润 20,240.26 万元至 24,240.26 万元，同比增长 74.90%-109.46%。据此推算公司在四季度实现归母净利润 9,000 万元至 13,000 万元，单季度环比增长 63.64%-136.36%；实现扣非净利润 9,680 万元至 13,680 万元，单季度环比增长 101.67%-185%。公司全年业绩非常超市场预期。

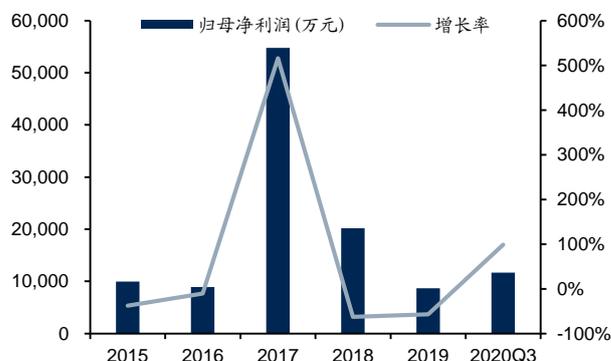
公司业绩预增的主要原因：1) 销量较上年大幅增加。控股子公司山东创新炭材料有限公司 600kt/a 预焙阳极项目（一期）、索通齐力炭材料有限公司 300kt/a 预焙阳极项目产能正常释放，下游客户对预焙阳极需求旺盛，销售价格从 2020 年 7 月至 12 月环比持续上涨，公司销量较上年有大幅增加；2) 毛利率较上年稳步提升。公司持续提高经营管理水平，充分发挥产能规模大幅提升带来集中采购优势，通过限制性股票、期权、奖金等多层次激励方式，调动员工积极性，持续优化技术工艺，提质增效，毛利率稳步提升。

图 1：索通发展营业收入及增速（单位：万元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

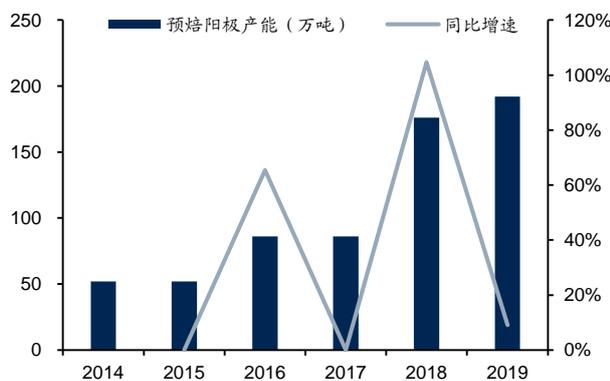
图 2：索通发展归母净利润及增速（单位：万元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

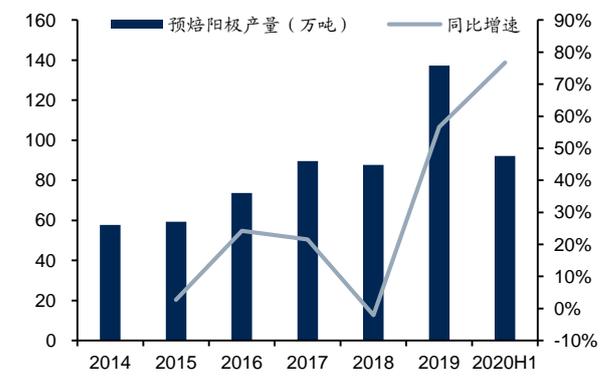
公司是国内商用预焙阳极领域的龙头企业，按照公司 2019 年预焙阳极的产量是 137 万吨来测算，约占国内商用预焙阳极总产量的 14.62%，市场占有率还有很大的提升空间。而随着新产能的逐步爬产，公司 2020 年上半年预焙阳极自产产量是 92.08 万吨，同比增长 76.73%；销售量是 89.04 万吨，同比增长 65.42%，其中出口销售 29.27 万吨，同比增长 58.94%，产销量数据均创历史新高，实现逆势扩张。我们预计公司 2020 年全年产销量将达到 180 万吨以上，同比增长超过 30%，市占率超过 18%。

图 3：公司预焙阳极自产产能合计 192 万吨



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：公司预焙阳极产量快速提升



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司核心竞争优势在于综合成本优势。一是采购成本优势：公司目前在产产能192万吨，未来随着产能持续扩张，采购端议价能力将进一步提升。二是资金成本优势：公司银行贷款利率更具有竞争性，相比同行业其他企业，通过资本市场有多种融资渠道可供选择，有助于存量产能的并购和新产能的扩张。三是单位成本优势：通常公司采用与下游客户合资建厂的方式来绑定销售，下游市场稳定，公司产能可以充分释放，规模效应逐步显现，因此单位成本更具有竞争性。

北铝南移给预焙阳极行业带来了行业整合的战略机遇期。近年来，在环保趋严以及电力成本差距不断拉大的情况下，中国越来越多的电解铝企业开始主动将产能转移到资源丰富的地区。目前中国电解铝产能正在向云南、四川、广西等西南地区逐步转移，主要是由于西南地区等地水电资源丰富，电价优势凸显，同时距离终端消费市场近，吸引北方地区部分电解铝产能转移。“北铝南移”的趋势已经形成。西南地区新增产能增加，必然增加对预焙阳极的需求，也就给预焙阳极行业带来了行业整合的战略机遇期。

预焙阳极属于资金密集型行业，行业现在处于底部的区间，各省纷纷出台淘汰落后产能方案，特别是河南省。河南省郑州市在2020年上半年发布《郑州市2020年鼓励炭素产能退出资金补贴方案》，拉开了河南地区阳极产能切实退出的序幕。河南地区阳极总产能约为348万吨，总需求约为95万吨，未来或将有200-250万吨的产能面临退出。

公司新项目建设也在稳步的推进当中。索通云铝600kt/a炭材料项目预计将在今年三季度投产。索通豫恒拟通过并购和新建相结合的方式在四川建设年产35万吨铝用炭素项目。我们判断，公司有望凭借上市企业的平台优势，通过多渠道融资，新建产能或横向并购存量产能，来进一步提升市占率，在未来3-5年总产能有望扩展到400-500万吨，市占率有望提升至40-50%。

图5：索通发展产能分布



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

铝产业链利润向上游预焙阳极环节传导。2020 年四季度国产电解铝利润是非常丰厚的，根据我们的测算，单吨净利润远远超过 1000 元/吨的，而且我们判断未来这种高利润的状态是有望延续的，主要是因为国内氧化铝产能过剩，很难挤占电解铝利润。百川数据显示，国内预焙阳极价格自 2020 年 7 月以来已经连续 7 个月上涨，单月环比涨幅分别是 80/180/80/125/80/270/60 元/吨，累计涨幅达 875 元/吨。预焙阳极价格连续上涨，一方面是由于原料石油焦和煤沥青价格上行，从成本端推动预焙阳极价格上行，另一方面是由于国内电解铝单位利润丰厚，开工率提升，从需求端拉动预焙阳极价格上行。

图 6: 预焙阳极动态盈亏(元/吨)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持“买入”评级。预计公司 2020-2022 年营收分别为 55.55/77.17/91.57 亿元, 同比增速 27.1%/38.9%/18.7%, 归母净利润分别为 2.19/4.39/5.07 亿元, 同比增速 153.4%/100.2%/15.6%, 摊薄 EPS 分别为 0.51/1.01/1.17 元, 当前股价对应 PE 分别为 28/14/12X。考虑到公司是国内商用预焙阳极领域唯一的上市公司, 通过新建产能或者并购存量产能, 有望实现逆势扩张, 提升市占率和行业话语权, 维持“买入”评级。

表 1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 210128	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (19A)	PEG (20E)	投资 评级
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E			
603612	索通发展	13.98	61	0.26	0.51	1.01	1.17	53.8	27.7	13.8	12.0	3.3	14.8	买入
000807	云铝股份	7.32	229	0.19	0.30	0.51	0.64	38.5	24.4	14.4	11.4	4.5	12.6	买入
000933	神火股份	6.74	150	0.71	0.39	0.54	0.68	9.5	17.3	12.5	9.9	17.3	-15.0	买入
601600	中国铝业	3.24	503	0.04	0.06	0.11	0.17	87.6	57.3	30.0	18.8	1.6	6.1	NA

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 中国铝业业绩和投资评级来自 Wind 一致预测。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1111	300	300	300	营业收入	4372	5555	7717	9157
应收款项	1005	1277	1774	2105	营业成本	3783	4501	6080	7280
存货净额	1081	1276	1752	2111	营业税金及附加	42	53	77	92
其他流动资产	283	359	499	592	销售费用	138	298	386	421
流动资产合计	3941	3672	4785	5568	管理费用	91	170	224	260
固定资产	3417	3564	3679	3763	财务费用	87	160	193	229
无形资产及其他	305	293	281	268	投资收益	(19)	(5)	0	0
投资性房地产	93	93	93	93	资产减值及公允价值变动	5	(3)	(2)	(2)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(65)	21	15	15
资产总计	7756	7622	8838	9693	营业利润	151	386	769	889
短期借款及交易性金融负债	2152	1667	2111	2218	营业外净收支	(47)	(5)	(4)	(4)
应付款项	705	831	1141	1375	利润总额	104	381	765	885
其他流动负债	96	118	161	192	所得税费用	15	91	168	195
流动负债合计	2952	2615	3413	3785	少数股东损益	2	70	158	183
长期借款及应付债券	1652	1652	1652	1652	归属于母公司净利润	86	219	439	507
其他长期负债	80	80	80	80					
长期负债合计	1732	1732	1732	1732	现金流量表 (百万元)				
负债合计	4685	4348	5146	5517	净利润	86	219	439	507
少数股东权益	477	526	637	765	资产减值准备	6	0	0	0
股东权益	2595	2748	3055	3410	折旧摊销	266	362	395	426
负债和股东权益总计	7756	7622	8838	9693	公允价值变动损失	(5)	3	2	2
					财务费用	87	160	193	229
关键财务与估值指标					营运资本变动	(890)	(394)	(759)	(518)
每股收益	0.26	0.51	1.01	1.17	其它	(9)	49	111	128
每股红利	0.59	0.15	0.30	0.35	经营活动现金流	(546)	240	187	546
每股净资产	7.70	6.34	7.05	7.87	资本开支	(582)	(500)	(500)	(500)
ROIC	5%	7%	11%	12%	其它投资现金流	(461)	0	0	0
ROE	3%	8%	14%	15%	投资活动现金流	(1043)	(500)	(500)	(500)
毛利率	13%	19%	21%	21%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	7%	10%	12%	12%	负债净变化	187	0	0	0
EBITDA Margin	13%	16%	18%	17%	支付股利、利息	(200)	(66)	(132)	(152)
收入增长	30%	27%	39%	19%	其它融资现金流	1910	(485)	444	106
净利润增长率	-57%	153%	100%	16%	融资活动现金流	1884	(551)	313	(46)
资产负债率	67%	64%	65%	65%	现金净变动	295	(811)	0	0
息率	4.3%	1.4%	2.8%	3.2%	货币资金的期初余额	816	1111	300	300
P/E	54.5	27.7	13.8	12.0	货币资金的期末余额	1111	300	300	300
P/B	1.8	2.2	2.0	1.8	企业自由现金流	(935)	(117)	(115)	280
EV/EBITDA	16.1	11.5	8.3	7.5	权益自由现金流	1162	(710)	213	259

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032