

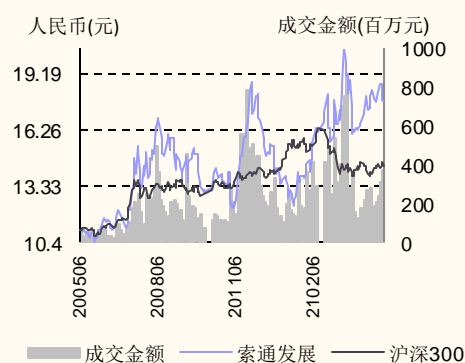
## 索通发展 (603612.SH) 买入 (维持评级)

## 公司点评

市场价格 (人民币): 17.71 元

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	4.35
已上市流通 A 股(亿股)	4.26
总市值(亿元)	76.98
年内股价最高最低(元)	20.50/10.40
沪深 300 指数	5123
上证指数	3447



## 相关报告

- 1.《下游盈利向好,量价齐升逻辑未变-索通发展三季报点评》,2020.11.1
- 2.《北铝南移打开公司第二成长曲线-索通发展对外投资点评》,2020.10.11
- 3.《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

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

## 单吨盈利不断提升,成长逻辑即将兑现

## 公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
摊薄每股收益(元)	0.257	0.494	1.067	1.521	2.084
每股净资产(元)	7.70	8.45	9.20	10.38	12.06
每股经营性现金流(元)	-0.67	0.73	1.74	2.20	2.81
市盈率(倍)	48.30	27.69	16.60	11.64	8.50
净利润增长率(%)	-57.11%	147.64%	116.56%	42.62%	36.98%
净资产收益率(%)	3.33%	5.84%	11.62%	14.70%	17.31%
总股本(百万股)	336.99	433.58	434.66	434.66	434.66

来源:公司年报、国金证券研究所

## 事项简评

- 21年4月30日SMM报道,自21年5月1日起,山东某大型铝厂将预焙阳极招标基准价上调110元/吨。

## 经营分析

- **预焙阳极持续提价,单吨盈利不断提升:**随着铝价反弹和电解铝企业盈利好转,阳极价格持续上涨。自20年7月1日提价以来,阳极已经连续提价11个月,累计涨价1495元,涨幅52%。由于电解铝行业产能天花板出现,铝价上涨叠加氧化铝价格低位运行,我们预计电解铝行业盈利仍有提升空间。20年公司阳极单吨毛利566元、单吨净利148元,较19年增加74元和81元。由于阳极在电解铝企业成本占比仅10%,预计阳极价格仍有上涨空间。
- **落后产能淘汰,行业集中度提升:**预焙阳极下游是电解铝行业,电解铝产能天花板出现意味着国内阳极需求见顶。随着电解铝产能搬迁,下游客户流失导致传统电解铝大省河南和山东的阳极供应过剩明显。20年河南省淘汰10万吨以下独立碳素企业18家,中小企业退出导致行业集中度提升。
- **绑定下游客户,成长逻辑进入兑现期:**新建电解铝产能集中在西南地区,当地阳极供应短缺。公司通过锁定下游电解铝企业,实现自身市占率的提升。随着21年三季度索通云铝一期60万吨项目投产、22年底索通云铝二期30万吨和索通豫恒35万吨项目投产,公司总产能将增至317万吨,在商用市场市占率从13%增加至21%。根据公司20年年报披露,25年底总产能将增至500万吨,未来五年每年新增60万吨产能投放,成长逻辑逐步兑现。
- **股权激励和定增落地,公司治理持续改善:**20年3月公司推出股权激励计划,21年4月向实际控制人定增事项获得证监会审核通过,在公司产能扩张前,实现了管理人员和核心技术人员利益的绑定。

## 盈利调整与投资建议

- 我们预计未来三年公司阳极销量200/248/308万吨,阳极售价(含税)4500/4600/4700元,煤沥青价格(含税)4100/4150/4200元,石油焦价格(含税)2370/2400/2430元,预计公司未来三年归母净利润4.64(上调37%)/6.61(上调9%)/9.06亿元,EPS1.07/1.52/2.08元,对应PE17/12/9X,维持“买入”评级。

## 风险提示

- 全球央行收紧流动性;电解铝行业盈利下滑;煤沥青和石油焦价格大幅上涨;在建项目进度缓慢;安全和环保等突发事件对产量的影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	3,354	4,372	5,851	7,958	10,089	12,804
增长率		30.3%	33.8%	36.0%	26.8%	26.9%
主营业务成本	-2,745	-3,783	-4,935	-6,516	-8,172	-10,262
%销售收入	81.9%	86.5%	84.3%	81.9%	81.0%	80.1%
毛利	609	588	916	1,442	1,917	2,542
%销售收入	18.1%	13.5%	15.7%	18.1%	19.0%	19.9%
营业税金及附加	-38	-42	-52	-71	-90	-114
%销售收入	1.1%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-89	-138	-50	-68	-87	-110
%销售收入	2.7%	3.2%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
管理费用	-114	-91	-142	-193	-244	-310
%销售收入	3.4%	2.1%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
研发费用	-52	-53	-91	-123	-156	-198
%销售收入	1.6%	1.2%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
息税前利润 (EBIT)	315	264	581	987	1,341	1,810
%销售收入	9.4%	6.0%	9.9%	12.4%	13.3%	14.1%
财务费用	-95	-87	-172	-186	-221	-246
%销售收入	2.8%	2.0%	2.9%	2.3%	2.2%	1.9%
资产减值损失	2	-4	5	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	-1	0	0	0
投资收益	0	-19	-17	0	0	0
%税前利润	0.0%	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	264	151	382	801	1,120	1,564
营业利润率	7.9%	3.4%	6.5%	10.1%	11.1%	12.2%
营业外收支	-23	-47	-14	-10	-10	-10
税前利润	241	104	368	791	1,110	1,554
利润率	7.2%	2.4%	6.3%	9.9%	11.0%	12.1%
所得税	-36	-15	-83	-177	-249	-348
所得税率	15.0%	14.4%	22.4%	22.4%	22.4%	22.4%
净利润	205	89	286	614	861	1,206
少数股东损益	4	2	72	150	200	300
归属于母公司的净利润	202	86	214	464	661	906
净利率	6.0%	2.0%	3.7%	5.8%	6.6%	7.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	205	89	286	614	861	1,206
少数股东损益	4	2	72	150	200	300
非现金支出	174	273	351	363	396	429
非经营收益	97	162	152	219	260	296
营运资金变动	18	-750	-473	-440	-565	-712
经营活动现金净流	493	-226	316	755	953	1,219
资本开支	-788	-567	-669	-746	-720	-670
投资	0	-479	435	10	10	10
其他	2	0	13	0	0	0
投资活动现金净流	-786	-1,047	-221	-736	-710	-660
股权募资	149	0	217	-7	0	0
债权募资	940	1,801	6	707	613	479
其他	-481	-497	-250	-337	-402	-460
筹资活动现金净流	608	1,304	-27	362	211	19
现金净流量	315	31	68	381	454	578

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	816	1,111	1,315	1,696	2,150	2,728
应收账款	471	1,052	1,342	1,730	2,193	2,783
存货	910	1,081	1,269	1,552	1,946	2,444
其他流动资产	213	697	300	282	321	373
流动资产	2,410	3,941	4,225	5,260	6,611	8,328
%总资产	40.7%	50.8%	49.8%	53.2%	57.2%	61.7%
长期投资	0	0	25	25	25	25
固定资产	3,107	3,417	3,736	3,979	4,191	4,371
%总资产	52.5%	44.1%	44.0%	40.2%	36.3%	32.4%
无形资产	298	323	396	500	603	653
非流动资产	3,505	3,816	4,263	4,635	4,948	5,179
%总资产	59.3%	49.2%	50.2%	46.8%	42.8%	38.3%
资产总计	5,915	7,756	8,488	9,895	11,559	13,507
短期借款	1,447	2,152	2,273	2,980	3,593	4,072
应付款项	890	738	880	1,067	1,338	1,680
其他流动负债	50	62	176	214	284	379
流动负债	2,388	2,952	3,330	4,261	5,215	6,131
长期贷款	629	816	706	706	706	706
其他长期负债	72	916	75	75	75	75
负债	3,088	4,685	4,111	5,042	5,996	6,912
普通股股东权益	2,440	2,595	3,663	3,989	4,499	5,231
其中：股本	340	337	434	434	434	434
未分配利润	1,061	1,101	1,294	1,627	2,137	2,869
少数股东权益	387	477	714	864	1,064	1,364
负债股东权益合计	5,915	7,756	8,488	9,895	11,559	13,507

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.592	0.257	0.494	1.067	1.521	2.084
每股净资产	7.172	7.701	8.449	9.178	10.350	12.035
每股经营现金净流	1.448	-0.672	0.729	1.742	2.197	2.811
每股股利	0.090	0.062	0.200	0.300	0.350	0.400
回报率						
净资产收益率	8.26%	3.33%	5.84%	11.62%	14.70%	17.31%
总资产收益率	3.41%	1.11%	2.52%	4.69%	5.72%	6.71%
投入资本收益率	5.42%	3.26%	6.11%	8.94%	10.51%	12.31%
增长率						
主营业务收入增长率	2.22%	30.34%	33.84%	36.02%	26.78%	26.91%
EBIT 增长率	-56.04%	-16.28%	120.65%	69.80%	35.81%	34.99%
净利润增长率	-63.21%	-57.11%	147.64%	116.56%	42.62%	36.98%
总资产增长率	33.53%	31.14%	9.43%	16.57%	16.82%	16.86%
资产管理能力						
应收账款周转天数	45.2	57.7	63.6	63.6	63.6	63.6
存货周转天数	106.8	96.1	86.9	86.9	86.9	86.9
应付账款周转天数	71.3	67.3	53.7	53.7	53.7	53.7
固定资产周转天数	146.4	277.2	202.2	146.1	112.0	84.9
偿债能力						
净负债/股东权益	44.57%	72.68%	38.02%	41.00%	38.64%	31.09%
EBIT 利息保障倍数	3.3	3.0	3.4	5.3	6.1	7.4
资产负债率	52.21%	60.40%	48.43%	50.95%	51.88%	51.18%

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	1	3	7	11	22
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：朝阳永续

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。

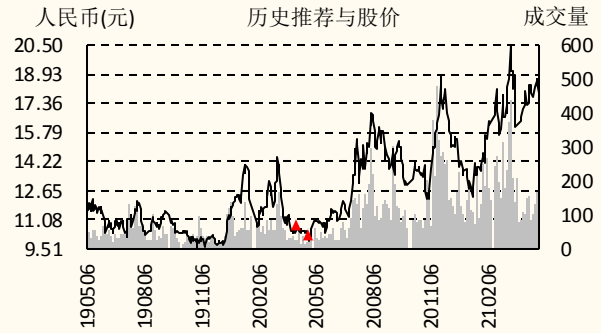
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

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
5	2020-11-01	买入	12.62	N/A

来源：国金证券研究所



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，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402