

索通发展(603612)/有色金属

索通发展：索通云铝一期建成，成长逻辑逐步兑现

评级：买入（维持）

市场价格：17.43

分析师：谢鸿鹤

执业证书编号：S0740517080003

电话：021-20315185

Email: xiehh@r.qlzq.com.cn

研究助理：郭中伟

电话：0755-22660869

Email: guozw@r.qlzq.com

研究助理：安永超

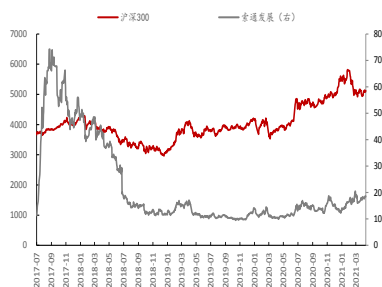
电话：0755-22660869

Email: anyc@r.qlzq.com

基本状况

总股本(百万股)	434.66
流通股本(百万股)	429.81
市价(元)	17.43
市值(百万元)	7576.17
流通市值(百万元)	7491.57

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1、《预焙阳极：涨价具备持续性，重申索通发展“买入”评级!》20200804
- 2、《基本金属：经济景气延续上行，重申“优选格局优化与周期成长标的”》20200720
- 3、《索通发展：股权激励方案落地，彰显公司长远发展信心》20200306
- 4、《索通发展：预焙阳极龙头，产能扩张再腾飞，买入评级》20190224

公司盈利预测及估值

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4371.64	5850.84	8505.73	10474.97	12444.20
增长率 yoy%	30.34%	33.84%	45.38%	23.15%	18.80%
净利润(百万元)	86.45	214.07	539.49	680.67	830.85
增长率 yoy%	-53.16%	157.70%	160.71%	26.17%	22.06%
每股收益(元)	0.260	0.590	1.241	1.566	1.911
每股现金流量	-0.525	0.833	0.069	2.170	1.025
净资产收益率	3.09%	5.65%	13.68%	15.84%	17.57%
P/E	100	39	14	11	9
PEG	-0.4839354	0.25	0.09	0.45	0.44
P/B	3.09	2.19	2.03	1.87	1.70

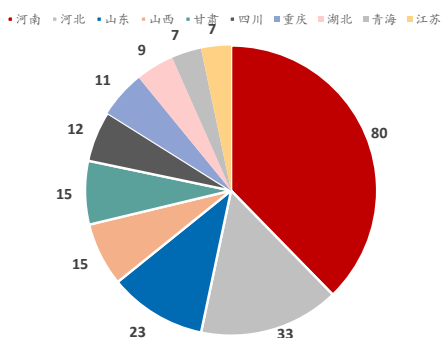
备注：股价为2021年6月28日收盘价

投资要点

- **【事件】**：2021年6月29日索通发展发布公告，云南索通云铝炭材料有限公司900kt/a高电流密度节能型炭材料及余热发电项目，一期600kt/a预焙阳极工程已建设完成并进行试生产，公司持有该项目65%股权。
- **索通云铝一期预焙阳极工程建设完成并试生产，公司成长逻辑持续兑现**：索通云铝900kt/a炭材料项目（一期600kt/a）建设内容为年产60万吨阳极生产系统及与之相配套的辅助设施，项目位于云南地区，有助于缓解当地预焙阳极供需错配现状。该项目建成并达产后，叠加22年底索通云铝二期30万吨和索通豫恒35万吨项目陆续投放，预计公司2021/2022年的预焙阳极产能能够由192万吨增加到252/317万吨。根据公司2020年年报披露，2025年底总产能将实现500万吨，对应每年至少60万吨的产能投放。公司的“量升”的成长逻辑持续兑现。
- **预焙阳极行业景气度有望持续扩张，高质量预焙阳极更为受益**。预焙阳极行业趋势仍向好：1)供给端，过剩产能陆续出清，在北铝南移背景下，原铝分布格局发生重大转变，行业龙头索通发展借助低成本及卡位优势，在西南等电解铝扩产区域持续扩充产能，市占率不断提升；2)成本端，油价触底回升，石油焦持续上涨推动预焙阳极价格不断上涨，龙头企业获得库存收益；3)需求端，下游电解铝产能持续投放，抬升预焙阳极需求，同时电解铝的高盈利也很好地承接了预焙阳极的进一步提价，此外目前国内外电解铝企业都朝着降低成本、规模化生产的方向发展，不断提高电解槽电流容量及电流密度以提高铝产量是各电解铝厂努力的方向，在这一趋势下，行业对高质量预焙阳极的需求不断提升。上述三因素支撑预焙阳极行业景气度持续提升，同时高质量预焙阳极有望获得行业超额收益，索通发展作为预焙阳极行业龙头，将充分受益于此。
- **盈利预测及投资建议**：索通云铝一期项目建成，公司成长逻辑将持续兑现。预计公司21-23年预焙阳极产量分别223、279、335万吨，预焙阳极售价（不含税）分别3526、3526、3526元/吨，吨生产成本分别2909、2909、2909元/吨，对应公司21-23年归母净利润分别5.39亿、6.81亿、8.31亿，目前最新市值75.76亿，对应21-23年PE分别为14/11/9X。维持公司“买入”评级。
- **风险提示事件**：电解铝行业需求疲软而盈利下滑；预焙阳极价格波动风险；在建项目开展缓慢不及预期；安全和环保等突发事件影响产量等。

附图6: 公司财务报表及预测 (单位: 百万元)

附图1: 2020年预焙阳极闲置产能分布情况 (万吨)



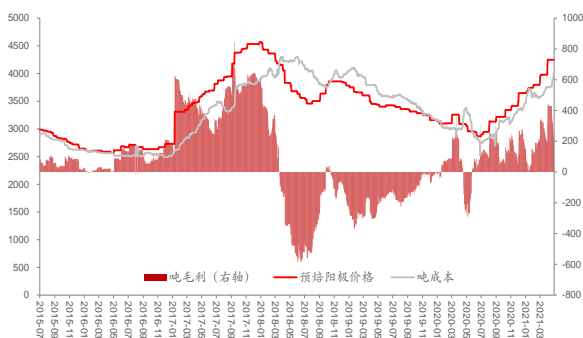
来源: 百川, 中泰证券研究所

附图2: 2019-2020年已拆除预备阳极产能统计 (万吨)

企业名称	总计	备注
山东晨阳新型碳材料股份有限公司	20	2019年四季度拆除
河南竹林萨辛碳素有限公司	15	2018年底停产, 2019年拆除
河南嵩岳碳素有限公司	9	承包的产能退出
中国铝业股份有限公司河南分公司	10	2019年中拆除
中国铝业贵州分公司碳素厂	23	2019年初拆除
山东兖矿铝用阳极有限公司	10	2020年5月份拆除

来源: 百川, 中泰证券研究所

附图3: 预焙阳极行业毛利水平持续回升(元/吨)



附图5: 索通发展未来成长性突出

子公司	股权比例	产能 (万吨)				
		2018	2019	2020	2021	2022
山东生产中心	100%	27	27	27	27	27
嘉峪关索通	96%	25	25	25	25	25
嘉峪关炭材料	96%	34	34	34	34	34
索通齐力	80%	-	30	30	30	30
山东创新	51%	-	60	60	60	60
索通云铝	65%	-	-	-	60	90
索通豫恒	60%	-	-	-	-	35
重庆锦旗	51%	-	16	16	16	16
合计产能		86	192	192	252	317

资料来源: Wind, 中泰证券研究所

来源: Wind, 中泰证券研究所

附图4: 行业龙头索通发展成本优势突出(元/吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

利润表	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3354.03	4371.64	5850.84	8505.73	10474.97	12444.20
减: 营业成本	2745.44	3783.40	4935.02	7078.53	8703.23	10327.92
营业税金及附加	38.32	41.87	51.92	75.49	92.96	110.44
营业费用	88.99	138.47	50.19	72.97	89.86	106.76
管理费用	114.49	91.19	141.64	205.91	253.59	301.26
财务费用	95.41	87.20	171.51	150.63	171.79	177.58
资产减值损失	-1.81	-4.29	-4.68	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	-19.09	-17.12	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.81	-0.81	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	-52.04	-73.60	-117.86	0.00	0.00	0.00
营业利润	221.16	141.92	369.43	922.20	1163.54	1420.25
加: 其他非经营损益	-22.94	-46.74	-14.01	0.00	0.00	0.00
利润总额	198.22	95.18	355.42	922.20	1163.54	1420.25
减: 所得税	23.28	12.49	76.75	202.88	255.98	312.46
净利润	174.94	82.69	278.67	719.32	907.56	1107.80
减: 少数股东损益	3.51	2.39	71.74	179.83	226.89	276.95
归属母公司股东净利润	171.43	80.30	206.93	539.49	680.67	830.85
资产负债表	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	731.20	1012.48	1153.43	2126.43	2618.74	3111.05
应收和预付款项	530.00	1096.51	1344.29	2116.81	2144.94	2917.46
存货	910.05	1081.47	1268.90	2451.00	2122.71	3304.80
其他流动资产	153.72	604.93	100.18	100.18	100.18	100.18
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	3107.25	3417.38	3735.64	3702.71	3669.77	3636.83
无形资产和开发支出	293.77	321.22	396.34	396.34	396.34	396.34
其他非流动资产	65.72	33.96	53.39	53.39	53.39	53.39
资产总计	5791.72	7567.95	8052.16	10946.85	11106.07	13520.05
短期借款	1233.82	1884.42	2061.35	2753.79	3252.31	3842.72
应付和预收款项	889.00	738.36	880.23	1962.13	1492.88	2574.78
长期借款	628.75	1652.43	706.20	1366.18	915.30	948.00
其他负债	213.33	267.73	214.46	214.46	214.46	214.46
负债合计	2964.90	4542.94	3862.23	6296.56	5874.96	7579.97
股本	340.24	336.99	433.58	433.58	433.58	433.58
资本公积	963.50	965.07	1845.02	1845.02	1845.02	1845.02
留存收益	1136.52	1293.02	1384.66	1665.18	2019.12	2451.14
归属母公司股东权益	2440.26	2595.08	3663.26	3943.79	4297.72	4729.74
少数股东权益	386.55	476.70	713.75	893.57	1120.46	1397.41
股东权益合计	2826.82	3071.78	4377.01	4837.36	5418.19	6127.16
负债和股东权益合计	5791.72	7567.95	8052.16	10946.85	11106.07	13520.05
现金流量表	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营性现金净流量	497.82	-228.20	362.24	30.17	943.19	445.60
投资性现金净流量	-785.67	-1046.64	-220.51	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	608.09	1302.83	-18.07	942.84	-450.88	46.71
现金流量净额	320.32	29.34	114.46	973.01	492.31	492.31

来源: 公司公告, 中泰证券研究所, 注: 股本单位为百万股

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。