

**证券研究报告—动态报告**

有色金属

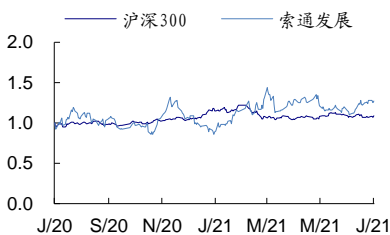
金属非金属新材料

**索通发展(603612)**
**买入**

2021年半年度业绩预告点评

(维持评级)

2021年07月16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)	459/430
总市值/流通(百万元)	8,175/7,651
上证综指/深圳成指	3,565/15,169
12个月最高/最低(元)	20.91/11.91

**相关研究报告:**

《索通发展-603612-2020年年报&2021年一季报点评: 盈利能力保持高水平, 新项目建设稳步推进》——2021-04-29

《索通发展-603612-2020年业绩预增公告点评: 全年业绩超预期, 公司迎北铝南移的战略机遇期》——2021-01-29

《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: 刘孟峦**

电话: 010-88005312  
 E-MAIL: liumengluan@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码: 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码: 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**
**Q2 利润超预期, 索通云铝项目提前建成**
**● 公司发布中报预告, 21Q2 利润大超预期**

预计上半年实现归母净利润 2.6-2.9 亿元, 实现扣非归母净利润 2.6-2.9 亿元。公司 2021Q1 实现归母净利润 1.1 亿元, 实现扣非归母净利润 1.1 亿元, 据此推算公司 2021Q2 实现归母净利润 1.5-1.8 亿元, 实现扣非归母净利润 1.5-1.8 亿元。公司业绩超出我们此前预期, 所以我们重新上调公司全年的业绩预测。

公司经营业绩实现大幅度增长, 主要受益于: 1) 下游需求强劲, 预焙阳极行业价格较去年同期增幅较高。百川数据显示 20H1/21H1 预焙阳极含税均价为 2851/4043 元/吨, 今年上半年均价同比增长 41.82%。2) 今年上半年预焙阳极销量较去年同期略有增长。3) 产能规模优势稳步增强, 内部精益化管理水平持续提升, 降本增效成果不断显现。公司产能规模优势主要体现在石油焦的集中采购和全球采购, 这部分成为公司二季度利润超预期非常重要的原因。4) 预焙阳极行业景气度提升, 价格处于上行周期, 公司能享受到部分低成本原料库存带来的溢价。

**● 索通云铝 1 期项目提前建成试生产**

索通云铝 1 期年产 60 万吨项目已提前建设完成并试生产, 预计下半年会释放部分产量。另外在各项条件具备的情况下, 预计索通云铝 2 期年产 30 万吨项目、索通豫恒年产 35 万吨项目有望于今年下半年开工建设, 于 2022 年底建成投产, 届时公司预焙阳极建成产能将达到 317 万吨。我们判断, 在国内“北铝南移”以及国外铝厂配套预焙阳极厂面临更新换代的背景下, 公司有望凭借上市企业平台优势, 通过多渠道融资, 新建产能或横向并购存量产能, 在未来五年内每年至少有 60 万吨产能释放, 五年后总产能预计将达到 500 万吨。

**● 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 2021-2023 年营收分别为 85.71/98.46/105.62 亿元, 同比增速 46.5%/14.9%/7.3%, 归母净利润分别为 6.08/7.00/7.55 亿元, 同比增速 184.0%/15.2%/7.8%, 摊薄 EPS 分别为 1.32/1.52/1.64 元, 当前股价对应 PE 分别为 13/12/11X。考虑到公司是国内商用预焙阳极领域唯一的上市公司, 通过新建产能或并购存量产能, 产能有望实现快速扩张, 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**

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,851	8,571	9,846	10,562
(+/-%)	33.8%	46.5%	14.9%	7.3%
净利润(百万元)	214	608	700	755
(+/-%)	147.6%	184.0%	15.2%	7.8%
摊薄每股收益(元)	0.49	1.32	1.52	1.64
EBIT Margin	11.5%	14.0%	14.1%	14.2%
净资产收益率(ROE)	5.8%	14.9%	15.3%	14.8%
市盈率(PE)	36.1	13.4	11.7	10.8
EV/EBITDA	11.5	7.7	6.8	6.1
市净率(PB)	2.11	2.00	1.79	1.60

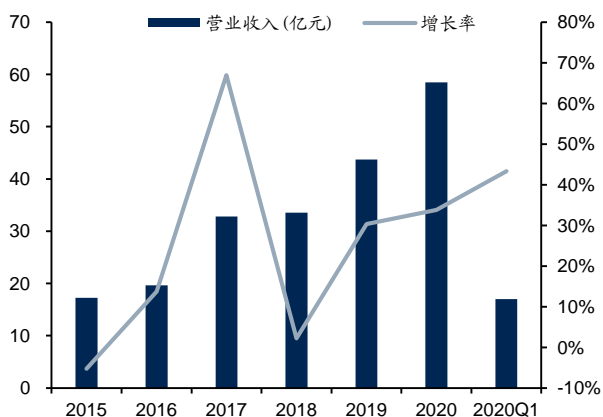
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司发布 2021 年半年度业绩预增公告：预计上半年实现归母净利润 2.6-2.9 亿元，同比增加 3.2-3.7 倍；实现扣非归母净利润 2.6-2.9 亿元，同比增加 3.5-4.0 倍。公司 2021Q1 实现归母净利润 1.1 亿元，扣非归母净利润 1.1 亿元；据此推算公司 2021Q2 实现归母净利润 1.5-1.8 亿元，单季度同比增加 2.1-2.7 倍，环比增加 36.4%-63.6%；实现扣非归母净利润 1.5-1.8 亿元，单季度同比增加 2.4-3.1 倍，环比增加 36.4%-63.6%。公司业绩超出我们此前的预期，所以我们重新上调公司全年的业绩预测。

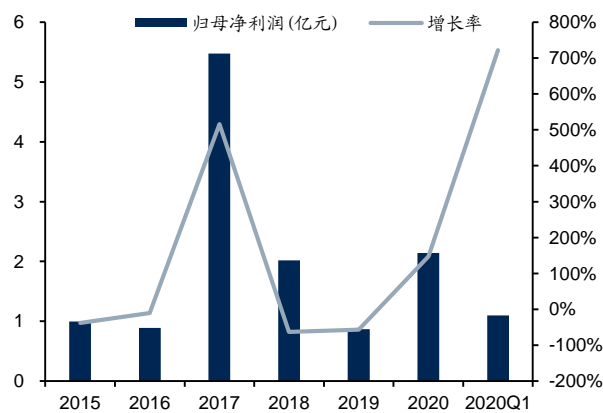
公司经营业绩实现大幅度增长，主要受益于：1) 下游需求强劲，预焙阳极行业价格较去年同期增幅较高。百川数据显示 20Q1/Q2/Q3/Q4/21Q1/Q2 预焙阳极含税均价为 2951/2751/2912/3315/3756/4328 元/吨，20H1/21H1 预焙阳极含税均价为 2851/4043 元/吨，今年上半年均价同比增长 41.82%；另外山东某大型铝厂采购基准价自 2020 年 7 月以来已经连续 13 个月上涨，单月环比涨幅分别是 80/180/80/125/80/270/60/50/180/280/110/230/75 元/吨，累计涨幅达 1800 元/吨。2) 今年上半年预焙阳极销量较去年同期略有增长；另外索通云铝 1 期年产 60 万吨项目已提前建设完成并试生产，预计下半年会释放部分产量，公司产销量规模将进一步提升。3) 产能规模优势稳步增强，内部精益化管理水平持续提升，降本增效成果不断显现。公司产能规模优势主要体现在石油焦的集中采购和全球采购，这部分成为公司二季度利润超预期非常重要的原因。4) 预焙阳极行业景气度提升，价格处于上行周期，公司能享受到部分低成本原料库存带来的溢价。

图 1：索通发展营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

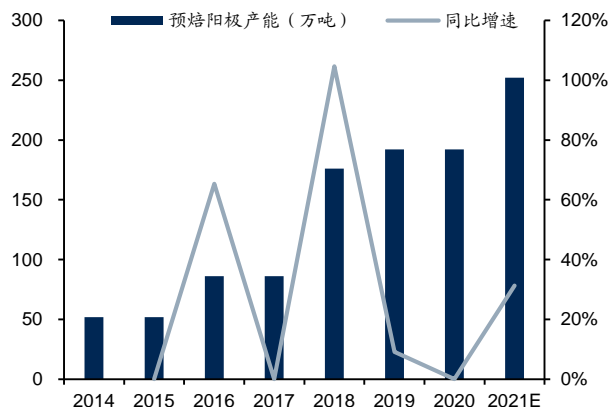
图 2：索通发展归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

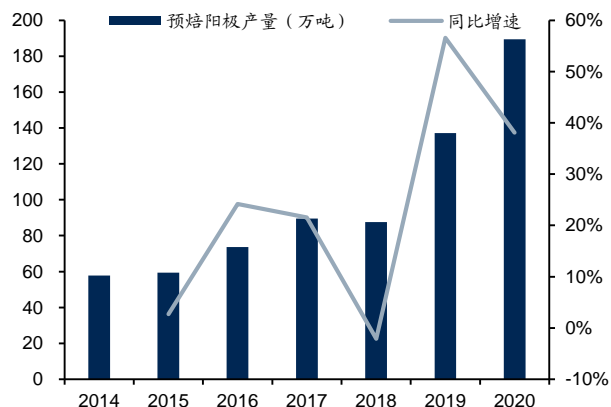
公司是国内商用预焙阳极领域的龙头企业，2020 年预焙阳极自产产量 189.47 万吨，同比+38.09%，OEM 产量 0.64 万吨，合计产量 190.11 万吨；销量 192.84 万吨，同比+45.16%，其中出口销售 57.65 万吨，同比+31.11%，占国内出口总量 36.15%；国内销售 135.19 万吨，同比+52.10%。根据百川数据统计，2020 年国内商用预焙阳极总产量是 1030.92 万吨，所以公司自产产量市占率约为 18.38%，市场影响力进一步提升。

图 3: 公司预焙阳极产能快速提升



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。**一是最佳建厂位置选择，结合与下游合资合作客户签订的优先采购协议，产能充分释放，规模效应显现，形成索通独特的成本竞争优势；二是采购成本优势，公司目前运行产能 192 万吨，下半年随着索通云铝 1 期 60 万吨产能正式投产之后将达到 252 万吨，采购议价能力有望进一步提升；三是资金成本优势，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。

**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，特别是山东省和河南省。**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。当前河南地区阳极总产能约为 348 万吨，总需求约为 100 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 1 期年产 60 万吨项目已提前建设完成并试生产，预计下半年会释放部分产量。另外在各项条件具备的情况下，预计索通云铝 2 期年产 30 万吨项目、索通豫恒年产 35 万吨项目有望于今年下半年开工建设，于 2022 年底建成投产，届时公司预焙阳极建成产能将达到 317 万吨。我们判断，在国内“北铝南移”以及国外铝厂配套预焙阳极厂面临更新换代的背景下，公司有望凭借上市企业平台优势，通过多渠道融资，新建产能或横向并购存量产能，在未来五年内每年至少有 60 万吨产能释放，五年后总产能预计将达到 500 万吨。

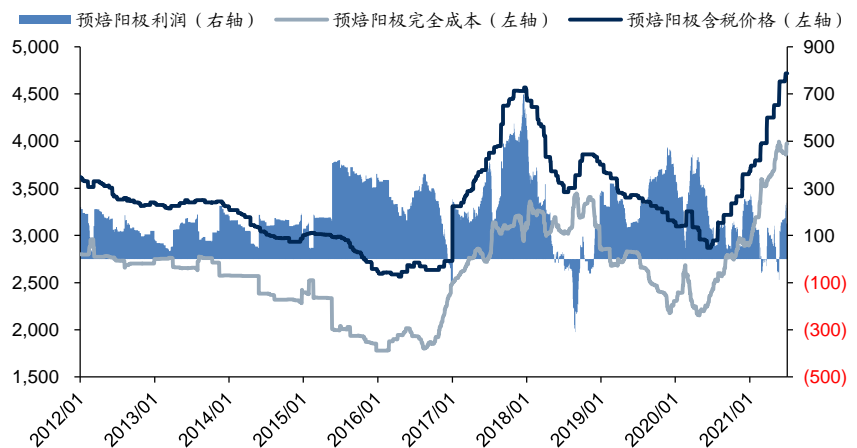
图 5: 索通发展产能分布



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**电解铝保持高景气度, 预焙阳极行业处于上行周期。**目前国内铝价已超过 19000 元/吨, 国产电解铝利润是非常丰厚的, 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: 1) 在国家“碳达峰”、“碳中和”大背景下, 电解铝产能受限, 同时终端应用领域又不断地拓展, 供需基本面将持续优化; 2) 国内氧化铝产能过剩, 很难挤占电解铝利润。电解铝丰厚的利润有望逐步向原料端预焙阳极传导。自去年 7 月份以来国内预焙阳极价格持续上涨, 一方面是因为原料端石油焦和煤沥青价格上涨, 从成本端推动预焙阳极价格上涨, 另一方面是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涨。综上预焙阳极行业景气度持续提升。

图 6: 国内预焙阳极价格以及动态盈亏(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 2021-2023 年营收分别为 85.71/98.46/105.62 亿元，同比增速 46.5%/14.9%/7.3%，归母净利润分别为 6.08/7.00/7.55 亿元，同比增速 184.0%/15.2%/7.8%，摊薄 EPS 分别为 1.32/1.52/1.64 元，当前股价对应 PE 分别为 13/12/11X。考虑到公司是国内商用预焙阳极领域唯一的上市公司，通过新建产能或并购存量产能，产能有望实现快速扩张，提升市占率和行业话语权，维持“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1315	300	300	300	营业收入	5851	8571	9846	10562
应收款项	1145	1677	1927	2067	营业成本	4935	6996	8032	8614
存货净额	1269	1832	2105	2257	营业税金及附加	52	60	69	74
其他流动资产	496	727	835	896	销售费用	50	43	49	53
<b>流动资产合计</b>	<b>4225</b>	<b>4537</b>	<b>5167</b>	<b>5520</b>	管理费用	142	285	318	335
固定资产	3736	3875	3974	4040	财务费用	172	154	167	169
无形资产及其他	380	365	350	335	投资收益	(17)	0	0	0
投资性房地产	147	147	147	147	资产减值及公允价值变动	4	(6)	(2)	(2)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(105)	15	15	15
<b>资产总计</b>	<b>8488</b>	<b>8924</b>	<b>9638</b>	<b>10041</b>	营业利润	382	1042	1223	1330
短期借款及交易性金融负债	2273	1674	1500	1057	营业外净收支	(14)	(4)	(4)	(4)
应付款项	794	1146	1317	1412	<b>利润总额</b>	<b>368</b>	<b>1038</b>	<b>1219</b>	<b>1326</b>
其他流动负债	263	382	439	470	所得税费用	83	233	274	298
<b>流动负债合计</b>	<b>3330</b>	<b>3203</b>	<b>3256</b>	<b>2939</b>	少数股东损益	72	196	244	273
长期借款及应付债券	706	706	706	706	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>214</b>	<b>608</b>	<b>700</b>	<b>755</b>
其他长期负债	75	75	75	75					
<b>长期负债合计</b>	<b>781</b>	<b>781</b>	<b>781</b>	<b>781</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>4111</b>	<b>3984</b>	<b>4037</b>	<b>3721</b>	净利润	214	608	700	755
少数股东权益	714	851	1022	1213	资产减值准备	0	1	0	0
股东权益	3663	4089	4579	5108	折旧摊销	354	369	414	447
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8488</b>	<b>8924</b>	<b>9638</b>	<b>10041</b>	公允价值变动损失	(4)	6	2	2
					财务费用	172	154	167	169
关键财务与估值指标					营运资本变动	(343)	(854)	(403)	(226)
每股收益	0.49	1.32	1.52	1.64	其它	31	137	171	191
每股红利	0.28	0.40	0.46	0.49	<b>经营活动现金流</b>	<b>252</b>	<b>266</b>	<b>885</b>	<b>1169</b>
每股净资产	8.45	8.90	9.97	11.12	资本开支	(667)	(500)	(500)	(500)
ROIC	8%	13%	14%	15%	其它投资现金流	461	0	0	0
ROE	6%	15%	15%	15%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(207)</b>	<b>(500)</b>	<b>(500)</b>	<b>(500)</b>
毛利率	16%	18%	18%	18%	权益性融资	217	0	0	0
EBIT Margin	11%	14%	14%	14%	负债净变化	(110)	0	0	0
EBITDA Margin	18%	18%	18%	18%	支付股利、利息	(122)	(182)	(210)	(227)
收入增长	34%	46%	15%	7%	其它融资现金流	406	(599)	(174)	(442)
净利润增长率	148%	184%	15%	8%	<b>融资活动现金流</b>	159	(781)	(385)	(669)
资产负债率	57%	54%	52%	49%	<b>现金净变动</b>	204	(1015)	0	0
息率	1.6%	2.4%	2.7%	2.9%	货币资金的期初余额	1111	1315	300	300
P/E	36.1	13.4	11.7	10.8	货币资金的期末余额	1315	300	300	300
P/B	2.1	2.0	1.8	1.6	企业自由现金流	(135)	(54)	590	884
EV/EBITDA	11.5	7.7	6.8	6.1	权益自由现金流	161	(735)	337	374

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。

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