

索通发展 (603612.SH) 买入 (维持评级)

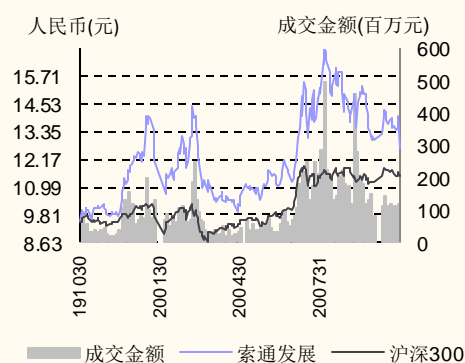
公司点评

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)

总股本(亿股)	4.34
已上市流通 A 股(亿股)	4.26
总市值(亿元)	54.72
年内股价最高最低(元)	16.88/9.51
沪深 300 指数	4695
上证指数	3225



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。

相关报告

1. 《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
2. 《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
3. 《阳极产能扩张, 受益成本下降-索通发展 2019 年报点评》, 2020.4.28
4. 《商用炭素龙头企业, 行业低谷扩张产能-索通发展(603612....)》, 2020.4.9

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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	3,281	3,354	4,372	5,447	5,893	7,263	货币资金	407	816	1,111	1,376	1,456	1,757
增长率		2.2%	30.3%	24.6%	8.2%	23.3%	应收账款	894	471	1,052	1,290	1,395	1,720
主营业务成本	-2,319	-2,745	-3,783	-4,396	-4,603	-5,431	存货	696	910	1,081	1,084	1,135	1,339
%销售收入	70.7%	81.9%	86.5%	80.7%	78.1%	74.8%	其他流动资产	122	213	697	634	638	651
毛利	962	609	588	1,050	1,289	1,832	流动资产	2,119	2,410	3,941	4,384	4,624	5,468
%销售收入	29.3%	18.1%	13.5%	19.3%	21.9%	25.2%	%总资产	47.8%	40.7%	50.8%	52.6%	52.9%	57.5%
营业税金及附加	-38	-38	-42	-50	-54	-66	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	1.2%	1.1%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	1,857	3,107	3,417	3,458	3,587	3,506
销售费用	-85	-89	-138	-272	-295	-363	%总资产	41.9%	52.5%	44.1%	41.4%	41.1%	36.8%
%销售收入	2.6%	2.7%	3.2%	5.0%	5.0%	5.0%	无形资产	301	298	323	347	369	388
管理费用	-123	-114	-91	-114	-123	-152	非流动资产	2,310	3,505	3,816	3,958	4,109	4,048
%销售收入	3.7%	3.4%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	%总资产	52.2%	59.3%	49.2%	47.4%	47.1%	42.5%
研发费用	0	-52	-53	-71	-77	-94	资产总计	4,430	5,915	7,756	8,342	8,733	9,515
%销售收入	0.0%	1.6%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%	短期借款	964	1,447	2,152	2,633	2,634	2,611
息税前利润 (EBIT)	716	315	264	544	741	1,156	应付款项	485	890	738	931	976	1,154
%销售收入	21.8%	9.4%	6.0%	10.0%	12.6%	15.9%	其他流动负债	113	50	62	75	104	166
财务费用	-119	-95	-87	-211	-207	-202	流动负债	1,563	2,388	2,952	3,639	3,714	3,931
%销售收入	3.6%	2.8%	2.0%	3.9%	3.5%	2.8%	长期贷款	182	629	816	716	716	716
资产减值损失	49	2	-4	0	0	0	其他长期负债	71	72	916	869	869	869
公允价值变动收益	0	0	1	0	0	0	负债	1,816	3,088	4,685	5,224	5,299	5,517
投资收益	0	0	-19	0	0	0	普通股股东权益	2,371	2,440	2,595	2,571	2,774	3,139
%税前利润	0.0%	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	243	340	337	434	434	434
营业利润	650	264	151	333	534	954	未分配利润	1,045	1,061	1,101	1,227	1,430	1,795
营业利润率	19.8%	7.9%	3.4%	6.1%	9.1%	13.1%	少数股东权益	243	387	477	547	659	859
营业外收支	46	-23	-47	-3	-3	-3	负债股东权益合计	4,430	5,915	7,756	8,342	8,733	9,515
税前利润	696	241	104	329	531	951	比率分析						
利润率	21.2%	7.2%	2.4%	6.0%	9.0%	13.1%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-130	-36	-15	-49	-80	-143	每股指标						
所得税率	18.6%	15.0%	14.4%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	2.254	0.592	0.257	0.484	0.782	1.403
净利润	566	205	89	280	451	808	每股净资产	9.754	7.172	7.701	5.930	6.399	7.240
少数股东损益	19	4	2	70	113	200	每股经营现金净流	0.966	1.448	-0.672	1.955	2.257	2.609
归属于母公司的净利润	548	202	86	210	339	608	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.194	0.313	0.561
净利率	16.7%	6.0%	2.0%	3.9%	5.8%	8.4%	回报率						
							净资产收益率	23.11%	8.26%	3.33%	8.17%	12.22%	19.37%
现金流量表 (人民币百万元)							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%
净利润	566	205	89	280	451	808	增长率						
少数股东损益	19	4	2	70	113	200	主营业务收入增长率	66.94%	2.22%	30.34%	24.59%	8.19%	23.26%
非现金支出	132	174	273	366	379	391	EBIT 增长率	190.16%	-56.04%	-16.28%	106.40%	36.29%	55.99%
非经营收益	70	97	162	220	234	233	净利润增长率	516.06%	-63.21%	-57.11%	142.92%	61.40%	79.44%
营运资金变动	-533	18	-750	-18	-86	-302	总资产增长率	42.05%	33.53%	31.14%	7.55%	4.68%	8.96%
经营活动现金净流	235	493	-226	848	979	1,131	资产管理能力						
资本开支	-323	-788	-567	-513	-533	-333	应收账款周转天数	51.9	45.2	57.7	66.0	66.0	66.0
投资	-13	0	-479	46	0	0	存货周转天数	84.3	106.8	96.1	90.0	90.0	90.0
其他	1	2	0	0	0	0	应付账款周转天数	51.5	71.3	67.3	61.7	61.7	61.7
投资活动现金净流	-336	-786	-1,047	-467	-533	-333	固定资产周转天数	158.5	146.4	277.2	205.1	172.8	126.1
股权募资	663	149	0	-150	0	0	偿债能力						
债权募资	-164	940	1,801	335	1	-23	净负债/股东权益	28.29%	44.57%	72.68%	75.34%	66.11%	48.65%
其他	-313	-481	-497	-300	-366	-473	EBIT 利息保障倍数	6.0	3.3	3.0	2.6	3.6	5.7
筹资活动现金净流	186	608	1,304	-116	-365	-496	资产负债率	40.99%	52.21%	60.40%	62.63%	60.68%	57.98%
现金净流量	85	315	31	265	80	302							

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

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。

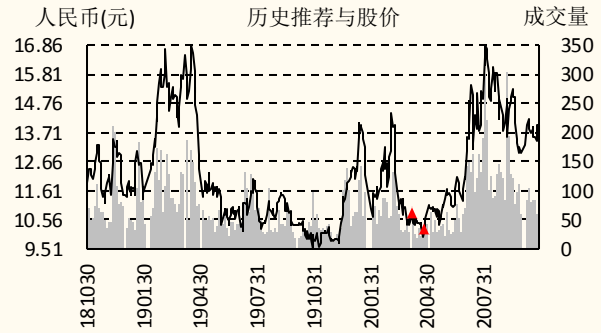
最终评分与平均投资建议对照：

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

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：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH