资源与环境研究中心

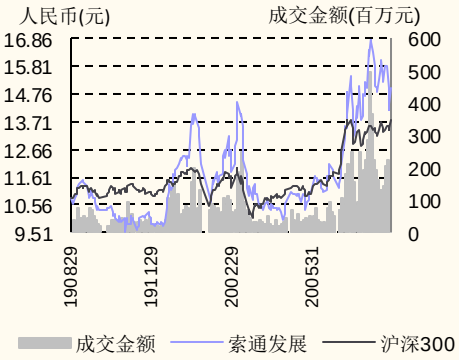
索通发展 (603612.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：14.96 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	3.80
已上市流通 A 股(亿股)	3.73
总市值(亿元)	56.86
年内股价最高最低(元)	16.88/14.20
沪深 300 指数	4844
上证指数	3404



相关报告

1.《阳极产能扩张，受益成本下降-索通发展 2019 年报点评》，2020.4.28

2.《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

曾智勤 联系人
zengzhiqin@gjzq.com.cn

单吨盈利回升，成长逻辑清晰

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	0.475	0.745	1.425
每股净资产(元)	7.17	7.70	6.72	7.17	8.02
每股经营性现金流(元)	1.45	-0.67	2.09	2.22	2.42
市盈率(倍)	19.65	48.30	31.47	20.09	10.50
净利润增长率(%)	-63.21%	-57.11%	109.03%	56.63%	91.31%
净资产收益率(%)	8.26%	3.33%	7.08%	10.39%	17.76%
总股本(百万股)	340.24	336.99	380.06	380.06	380.06

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布 20 年半年报，实现营收 26.29 亿元，同比增长 42.64%；归母净利润 6191.44 万元，同比增长 86.68%；基本每股收益 0.18 元。

经营分析

- **毛利率提升明显，销售费用拖累利润：**20 年上半年公司自产阳极产销量 92.08 万吨/89.04 万吨，同比增长 77%/65%。20 年上半年公司阳极售价（不含税）2642 元，同比下跌 20%；生产成本 2174 元，同比下跌 25%；单吨毛利 468 元，同比增加 81 元。由于成本降幅高于价格降幅，公司毛利率同比回升 4.67 个百分点至 16.68%。20 年上半年公司阳极单吨费用（含研发）338 元，同比增加 47 元，其中单吨销售费用增长最大。上半年公司单吨净利 93 元，同比增加 25 元，净利率回升 1.17 个百分点至 3.16%。
- **募投项目投产，成长逻辑清晰：**重庆锦旗扩建项目已经试生产，随着公司募投项目的投产，20 年公司阳极产销量同比大幅增长。公司与云铝合资的索通云铝项目正在积极推进，建设周期约 18 个月，22 年有望带动阳极产销量的增长。云南是中国未来电解铝新增产能的主要地区，未来公司将借助索通云铝项目实现辐射云南和广西的市场布局，公司成长逻辑清晰。
- **阳极价格有望继续回升，吨净利回升可期：**从长期看，阳极跟铝价的相关度高。20 年 3 月国内铝价见底以来最大涨幅 30%，阳极价格仅在 6、7 月底提价两次，累计涨幅 5%。随着铝价的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。从公司成本看，石油焦和煤沥青占比约 67%。随着原油价格低位运行，我们预计公司吨净利有望继续回升。
- **综合竞争优势突出：**公司是商用阳极唯一上市公司，产能规模位列行业首位，原材采购和资金优势构成公司的竞争力。由于公司与下游电解铝企业采用紧平衡的股权合作模式，可以使得公司产能充分释放，规模效应突出。

盈利调整与投资建议

- 由于公司销售费用大幅增长，我们上调 20-21 年销售费用率至 5%，预计 20-21 年归母净利润 1.81/2.83 亿元（较上次预测下调 38/24%）。由于索通云铝项目启动，我们上调 22 年销量预测，预计 22 年归母净利润 5.41 亿元（较上次预测上调 21%），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；全球疫情持续。

敬请参阅最后一页特别声明

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**3,281**	**3,354**	**4,372**	**5,281**	**5,661**	**6,910**
增长率		2.2%	30.3%	20.8%	7.2%	22.1%
主营业务成本	-2,319	-2,745	-3,783	-4,359	-4,564	-5,384
%销售收入	70.7%	81.9%	86.5%	82.5%	80.6%	77.9%
毛利	962	609	588	922	1,096	1,525
%销售收入	29.3%	18.1%	13.5%	17.5%	19.4%	22.1%
营业税金及附加	-38	-38	-42	-48	-52	-63
%销售收入	1.2%	1.1%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-85	-89	-138	-264	-283	-345
%销售收入	2.6%	2.7%	3.2%	5.0%	5.0%	5.0%
管理费用	-123	-114	-91	-110	-118	-144
%销售收入	3.7%	3.4%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
研发费用	0	-52	-53	-64	-69	-84
%销售收入	0.0%	1.6%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
息税前利润（EBIT）	716	315	264	435	574	888
%销售收入	21.8%	9.4%	6.0%	8.2%	10.1%	12.9%
财务费用	-119	-95	-87	-212	-228	-234
%销售收入	3.6%	2.8%	2.0%	4.0%	4.0%	3.4%
资产减值损失	49	2	-4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	1	0	0	0
投资收益	0	0	-19	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	650	264	151	223	347	655
营业利润率	19.8%	7.9%	3.4%	4.2%	6.1%	9.5%
营业外收支	46	-23	-47	-3	-3	-3
税前利润	696	241	104	220	344	651
利润率	21.2%	7.2%	2.4%	4.2%	6.1%	9.4%
所得税	-130	-36	-15	-33	-52	-98
所得税率	18.6%	15.0%	14.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	566	205	89	187	292	553
少数股东损益	19	4	2	6	9	12
归属于母公司的净利润	**548**	**202**	**86**	**181**	**283**	**541**
净利率	16.7%	6.0%	2.0%	3.4%	5.0%	7.8%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	566	205	89	187	292	553
少数股东损益	19	4	2	6	9	12
非现金支出	132	174	273	366	379	391
非经营收益	70	97	162	236	254	265
营运资金变动	-533	18	-750	6	-81	-289
经营活动现金净流	**235**	**493**	**-226**	**795**	**844**	**921**
资本开支	-323	-788	-567	-513	-533	-333
投资	-13	0	-479	46	0	0
其他	1	2	0	0	0	0
投资活动现金净流	**-336**	**-786**	**-1,047**	**-467**	**-533**	**-333**
股权募资	663	149	0	-150	0	0
债权募资	-164	940	1,801	370	127	181
其他	-313	-481	-497	-305	-364	-478
筹资活动现金净流	**186**	**608**	**1,304**	**-85**	**-237**	**-297**
现金净流量	**85**	**315**	**31**	**243**	**74**	**291**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	407	816	1,111	1,354	1,428	1,718
应收款项	894	471	1,052	1,250	1,340	1,636
存货	696	910	1,081	1,075	1,125	1,328
其他流动资产	122	213	697	634	637	650
流动资产	2,119	2,410	3,941	4,313	4,530	5,332
%总资产	47.8%	40.7%	50.8%	52.1%	52.4%	56.8%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	1,857	3,107	3,417	3,458	3,587	3,506
%总资产	41.9%	52.5%	44.1%	41.8%	41.5%	37.4%
无形资产	301	298	323	347	369	388
非流动资产	2,310	3,505	3,816	3,958	4,109	4,048
%总资产	52.2%	59.3%	49.2%	47.9%	47.6%	43.2%
资产总计	**4,430**	**5,915**	**7,756**	**8,271**	**8,639**	**9,380**
短期借款	964	1,447	2,152	2,668	2,795	2,976
应付款项	485	890	738	922	966	1,142
其他流动负债	113	50	62	60	78	125
流动负债	1,563	2,388	2,952	3,650	3,839	4,243
长期贷款	182	629	816	716	716	716
其他长期负债	71	72	916	869	869	869
负债	**1,816**	**3,088**	**4,685**	**5,235**	**5,425**	**5,828**
普通股股东权益	**2,371**	**2,440**	**2,595**	**2,553**	**2,723**	**3,048**
其中：股本	243	340	337	380	380	380
未分配利润	1,045	1,061	1,101	1,209	1,379	1,704
少数股东权益	243	387	477	483	492	504
负债股东权益合计	**4,430**	**5,915**	**7,756**	**8,271**	**8,639**	**9,380**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	2.254	0.592	0.257	0.475	0.745	1.425
每股净资产	9.754	7.172	7.701	6.718	7.165	8.020
每股经营现金净流	0.966	1.448	-0.672	2.092	2.222	2.423
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.190	0.298	0.570
回报率						
净资产收益率	23.11%	8.26%	3.33%	7.08%	10.39%	17.76%
总资产收益率	12.37%	3.41%	1.11%	2.18%	3.28%	5.77%
投入资本收益率	15.37%	5.42%	3.26%	5.08%	6.43%	9.31%
增长率						
主营业务收入增长率	66.94%	2.22%	30.34%	20.81%	7.18%	22.06%
EBIT 增长率	190.16%	-56.04%	-16.28%	65.18%	31.99%	54.64%
净利润增长率	516.06%	-63.21%	-57.11%	109.03%	56.63%	91.31%
总资产增长率	42.05%	33.53%	31.14%	6.64%	4.45%	8.57%
资产管理能力						
应收账款周转天数	51.9	45.2	57.7	66.0	66.0	66.0
存货周转天数	84.3	106.8	96.1	90.0	90.0	90.0
应付账款周转天数	51.5	71.3	67.3	61.7	61.7	61.7
固定资产周转天数	158.5	146.4	277.2	211.5	179.9	132.5
偿债能力						
净负债/股东权益	28.29%	44.57%	72.68%	79.23%	76.48%	66.14%
EBIT 利息保障倍数	6.0	3.3	3.0	2.1	2.5	3.8
资产负债率	40.99%	52.21%	60.40%	63.29%	62.79%	62.13%

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。

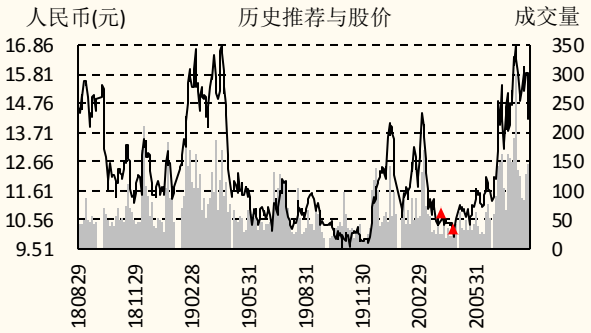
最终评分与平均投资建议对照：

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

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，不作为或被视为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