

## 索通发展(603612)/基本金属

## 业绩符合预期, 预焙阳极龙头快速成长

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 14.96

分析师: 谢鸿鹤

执业证书编号: S0740517080003

电话: 021-20315185

Email: xiehh@r.qizq.com.cn

研究助理: 郭中伟

电话: 0755-22660869

Email: guozw@r.qizq.com

**公司盈利预测及估值**

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3354.03	4371.64	5099.28	7043.29	8350.69
增长率 yoy%	2.22%	30.34%	16.64%	38.12%	18.56%
净利润(百万元)	171.43	80.30	223.72	314.22	449.09
增长率 yoy%	-68.54%	-53.16%	178.61%	40.45%	42.92%
每股收益(元)	0.451	0.211	0.589	0.827	1.182
每股现金流量	1.310	-0.600	2.441	-0.733	4.246
净资产收益率	7.02%	3.09%	8.24%	10.90%	14.39%
P/E	33	71	25	18	13
PEG	-0.48393542	-1.332005245	0.14	0.45	0.29
P/B	2.33	2.19	2.09	1.97	1.82

备注: 股价为 2020 年 8 月 28 日收盘价

**基本状况**

总股本(百万股)	380.06
流通股本(百万股)	372.53
市价(元)	14.96
市值(百万元)	5685.75
流通市值(百万元)	5573.00

**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

**投资要点**

- **【事件】:** 公司披露 2020 年中报, 报告期内公司实现营收 26.29 亿元, 同比增 42.64%, 其中单 Q2 营收 14.44 亿元, 同比增 47.04%, 环比增 21.92%; 归母净利润 6191.44 万元, 同比增 86.68%, 其中单 Q2 归母净利润 4857.59 万元, 同比增 92.23%, 环比增 264.18%; 基本每股收益 0.18 元, 同比增 80%。
- **重点项目陆续达产, 行业盈利改善, 推动公司业绩大幅增长。**一方面, 索通齐力、山东创新项目达产, 报告期内公司预焙阳极产量 92.08 万吨, 同比增 76.73%, 销量 89.04 万吨, 同比增 65.42%, 其中出口 29.27 万吨, 同比增 58.94%, 出口量居国内首位; 另一方面, 行业盈利水平明显修复, 报告期内预焙阳极行业平均毛利 37 元/吨, 相比于去年同期行业平均毛利-265 元/吨明显提升。
- **综合成本优势明显, 铸就公司长期发展护城河。**公司充分发挥原材料集中采购、资本市场多渠道融资以及同下游客户合作共赢等优势, 在原料成本、资金成本及固定成本上具备明显的竞争优势, 根据我们测算, 公司相比行业均值, 单吨成本低 350 元/吨左右, 综合成本优势突出, 是公司不断扩张的重要保障。
- **产能快速扩张, 成长属性优异。**公司目前在产产能 192 万吨, 其中索通云铝一期 60 万吨项目正积极推进施工建设, 重庆锦旗 16 万吨扩建及技改项目于 8 月 3 日建设完成并进行试生产, 此外包括索通云铝二期 30 万吨以及已签字待建设产能 120 万吨在内, 公司未来合计新增产能超 200 万吨, 成长动力强劲。
- **预焙阳极利润有望维持, 公司将充分受益。**预焙阳极行业平均毛利从年初盈亏平衡附近回升至目前 200 元/吨, 基于三方面因素的考虑: 1) 供给端, 过剩产能不断退出, 行业格局不断优化; 2) 需求端, 下游电解铝产能集中投放, 而下游电解铝的高盈利为预焙阳极提价提供较好承接; 3) 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。上述三因素仍持续支撑预焙阳极行业盈利, 索通发展作为行业龙头将充分受益于此。
- **盈利预测及投资建议:** 公司依托低成本的产能扩张战略, 随着新增产能陆续投产, 具备盈利安全边际同时未来成长性突出, 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别 2.24 亿、3.14 亿、4.49 亿, 截止目前公司最新 56.9 亿市值, 对应 2020-2022 年 PE 分别为 25/18/13X。维持公司“买入”评级。

- **风险提示事件：**原材料价格波动、预焙阳极价格波动、疫情反复等风险。

**图表 1：公司财务简表（单位：亿元）**

	2020Q1	2020Q2	环比	2019H1	2020H1	同比	指标变动原因
营业收入	11.85	14.44	21.92%	18.43	26.29	42.64%	主要系山东创新 600kt/a 预焙阳极项目（一期）、索通齐力 300kt/a 预焙阳极项目达产、销量增加所致
营业成本	10.09	11.82	17.17%	16.22	21.90	35.07%	主要系山东创新 600kt/a 预焙阳极项目（一期）、索通齐力 300kt/a 预焙阳极项目达产、销量增加所致
毛利	1.76	2.62	49.13%	2.21	4.38	98.14%	
毛利率	14.85%	18.17%	3.32%	12.00%	16.68%	4.67%	
销售费用	0.68	0.78	14.76%	0.51	1.46	185.46%	主要系山东创新、索通齐力预焙阳极项目达产、销量增加所致
销售费用率	5.75%	5.41%	-0.34%	2.78%	5.57%	2.78%	

管理费用	0.23	0.30	27.65%	0.38	0.53	37.69%	主要系山东创新一期、索通齐力预焙阳极项目达产及 2020 年股权激励费用增加所致
管理费用率	1.96%	2.05%	0.09%	2.08%	2.01%	-0.07%	
财务费用	0.35	0.43	22.96%	0.45	0.78	74.31%	主要系山东创新一期、索通齐力预焙阳极项目达产，长期贷款利息增加和可转债利息增加所致
财务费用率	2.94%	2.97%	0.03%	2.42%	2.96%	0.54%	
研发费用	0.10	0.14	44.76%	0.22	0.24	7.77%	
研发费用率	0.83%	0.99%	0.16%	1.22%	0.92%	-0.30%	
期间费用	1.36	1.65	21.24%	1.57	3.01	92.18%	
期间费用率	11.49%	11.43%	-0.06%	8.50%	11.45%	2.95%	
公允价值变动净收益	-0.01	0.00	-100.00%	0.00	-0.01	-	
资产减值损失	0.00	0.00	-	0.00	0.00	-	
信用减值损失	0.04	-0.05	-235.48%	-0.01	-0.01	-5.15%	
营业利润	0.28	0.84	197.94%	0.45	1.12	149.10%	
利润总额	0.25	0.84	233.26%	0.45	1.09	140.63%	
归母净利润	0.13	0.49	264.18%	0.33	0.62	86.68%	
EPS	0.04	0.14	250.00%	0.10	0.18	80.00%	

来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 2：公司财务报表及预测（单位：百万元）**

利润表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3281.12	3354.03	4371.64	5099.28	7043.29	8350.69
减: 营业成本	2319.50	2745.44	3783.40	4277.37	5953.00	6971.80
营业税金及附加	38.11	38.32	41.87	48.84	67.46	79.99
营业费用	84.60	88.99	138.47	163.18	225.39	267.22
管理费用	122.96	114.49	91.19	106.57	147.20	174.53
财务费用	119.09	95.41	87.20	147.58	144.26	133.91
资产减值损失	-48.57	-1.81	-4.29	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	-19.09	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.81	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	-52.04	-73.60	0.00	0.00	0.00
营业利润	645.43	221.16	141.92	355.74	505.97	723.24
加: 其他非经营损益	45.93	-22.94	-46.74	0.00	0.00	0.00
利润总额	691.36	198.22	95.18	355.74	505.97	723.24
减: 所得税	127.83	23.28	12.49	51.71	73.54	105.12
净利润	563.53	174.94	82.69	304.03	432.43	618.12
减: 少数股东损益	18.69	3.51	2.39	80.31	118.21	169.03
归属母公司股东净利润	544.84	171.43	80.30	223.72	314.22	449.09
资产负债表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	267.92	731.20	1012.48	509.93	704.33	835.07
应收和预付款项	954.22	530.00	1096.51	1114.09	1941.25	1677.43
存货	696.21	910.05	1081.47	1140.53	1951.92	1669.77
其他流动资产	61.68	153.72	604.93	604.93	604.93	604.93
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	1857.32	3107.25	3417.38	3202.20	2980.56	2752.46
无形资产和开发支出	301.36	293.77	321.22	286.85	252.48	218.11
其他非流动资产	106.91	65.72	33.96	32.92	31.88	31.88
资产总计	4245.62	5791.72	7567.95	6891.44	8467.35	7789.64
短期借款	881.87	1233.82	1884.42	1619.31	2081.47	2274.44
应付和预收款项	484.93	889.00	738.36	943.51	1372.83	1329.42
长期借款	182.43	628.75	1652.43	836.47	1235.39	0.00
其他负债	82.43	213.33	267.73	267.73	267.73	267.73
负债合计	1631.66	2964.90	4542.94	3667.01	4957.42	3871.59
股本	243.03	340.24	336.99	380.06	380.06	380.06
资本公积	1028.01	963.50	965.07	965.07	965.07	965.07
留存收益	1099.50	1136.52	1293.02	1412.13	1579.42	1818.52
归属母公司股东权益	2370.54	2440.26	2595.08	2714.19	2881.48	3120.58
少数股东权益	243.42	386.55	476.70	557.01	675.22	844.25
股东权益合计	2613.96	2826.82	3071.78	3271.20	3556.70	3964.82
负债和股东权益合计	4245.62	5791.72	7567.95	6891.44	8467.35	7789.64
现金流量表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金净流量	249.73	497.82	-228.20	927.60	-278.62	1613.94
投资性现金净流量	-335.80	-785.67	-1046.64	-96.88	-96.88	-96.88
筹资性现金净流量	191.48	608.09	1302.83	-1333.27	569.89	-1386.32
现金流量净额	100.10	320.32	29.34	-502.55	194.40	130.74

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。