

索通发展

603612

审慎增持 (维持)

Q1 业绩超预期, “北铝南移” 打开成长空间

2021年05月06日

市场数据

市场数据日期	2021-04-30
收盘价(元)	17.71
总股本(百万股)	434
流通股本(百万股)	426
总市值(百万元)	7686
流通市值(百万元)	7544
净资产(百万元)	4517
总资产(百万元)	9631
每股净资产(元)	8.69

主要财务指标

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5851	9000	10400	11800
同比增长	33.8%	53.8%	15.6%	13.5%
归母净利润(百万元)	214	464	569	674
同比增长	147.6%	116.9%	22.6%	18.4%
毛利率	15.7%	12.7%	12.8%	12.9%
归母净利润率	3.7%	5.2%	5.5%	5.7%
净资产收益率	5.8%	11.1%	12.0%	12.4%
每股收益(元)	0.49	1.07	1.31	1.55
每股经营现金流(元)	0.79	-0.10	1.46	1.81

相关报告

分析师:

邱祖学

qiuzuxue@xyzq.com.cn

S0190515030003

研究助理:

赖丹丹

laidandan@xyzq.com.cn

于嘉懿

yujiayi@xyzq.com.cn

投资要点

- **事件—公司 2020 年度&2021Q1 业绩报告:** 公司 2020 年实现营业收入 58.51 亿元, 同比+33.84%; 归母净利润 2.14 亿元, 同比+147.64%; 扣非归母经利润 2.09 亿元, 同比+80.93%, 符合预期。**分季度来看,** 2020Q4 公司实现营业收入 18.1 亿元, 同比+27.79%, 环比+28.19%, 归母净利润 0.97 亿元, 同比+251.98%, 环比+76.36%, 扣非归母净利润 1.04 亿元, 同比+194.54%, 环比+116.67%, **业绩略超预期。2021Q1 业绩:** 公司 2021Q1 实现营业收入 16.98 亿元, 同比+43.34%, 归母净利润为 1.1 亿元, 同比+722.11%, 环比+13.4%, 扣非归母经利润 1.11 亿元, 同比+714.91%, 环比+6.73%, **业绩超预期。**
- 点评: 新增项目持续兑现, 吨利润逐步回升
 - ①**2020 年“量价齐升”, 吨盈利同比提升 42.37 元/吨。**2020 年公司受益于山东创新 600kt/a 预焙阳极项目(一期)和索通齐力 300kt/a 预焙阳极项目产能的持续释放, 销量较 2019 年增加 45.16% 至 192.84 万吨。叠加 2020H2 铝产业链景气度攀升, 公司预焙阳极年均吨盈利为 449.6 元, 同比 2019 年提升 42.37 元/吨, 量价齐升下, 有效拉动公司利润释放。
 - ②**2021Q1: 吨盈利提升或是利润释放的主因。**公司 2021Q1 扣非归母净利润为 1.11 亿元, 同比+714.91%, 或主要是由于电解铝供需错配加重, 行业景气度攀升, 预焙阳极 Q1 均价为 3498.49 元/吨, 环比提升 326.59 元/吨, 而石油焦平均成本仅增长 212 元/吨, 公司产品吨利润或环比进一步提升, 有效拉动公司利润释放。(Q4 为销量旺季, 通常为一年最多)
 - ③**2020 年期间费用提升明显, 同比增长 14.57%。**2020 年公司期间费用为 3.63 亿元。同比+14.57%。其中销售费用为 5019 万元, 同比-63.75%; 管理费用为 1.42 亿元, 同比+55.32%; 财务费用为 1.72 亿元, 同比+96.69%。除此研发费用为 9064 万元, 同比+70.35%, 主要是由于新增研发项目使研发费用增加所致。
 - ④**2020 年资产减值损失&信用减值损失合计为 0.23 亿元, 同比增加近 0.07 亿元。**其中资产减值损失为 0.05 亿元, 主要是由于存货跌价损失及合同履行成本减值损失提高所致; 信用减值损失为 0.18 亿元, 主要是受其他应收款坏账损失拖累, 同比增加近 600 万元。
- **未来展望: “北铝南移”+优质预焙阳极需求景气度高, 打开成长空间。**①持续推进西北、西南、山东、海外四个战略布局, 构筑未来新增长点。公司力争未来五年, 每年至少有 60 万吨预焙阳极产能投放, 五年后总产能预计达到 500 万吨; ②“碳中和”拉动优质预焙阳极需求, 高端产品或打开成长空间。
- **业绩预测:** 受益于下游电解铝高景气带来的需求提振, 预焙阳极盈利空间有望继续维持较好水平; 加之云铝索通项目等推进来带的持续“内生成长”, 上调业绩, 预计 2021-2023 年归母净利润至 4.64 亿元、5.69 亿元、6.74 亿元, 对应的 EPS 分别为 1.07 元、1.31 元、1.55 元以 4 月 30 日收盘价 17.71 元/股对应的 PE 为 16.5X、13.5X、11.4X。维持“审慎增持”评级。

风险提示: 下游需求不及预期、云南项目进展不及预期、宏观风险等

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

事件

- **公司发布 2020 年度报告:** 公司 2020 年实现营业收入 58.51 亿元, 同比+33.84%; 归母净利润 2.14 亿元, 同比+147.64%; 扣非归母经利润 2.09 亿元, 同比+80.93%, 符合预期。
- **分季度来看:** 2020Q4 公司实现营业收入 18.1 亿元, 同比+27.79%, 环比+28.19%, 归母净利润 0.97 亿元, 同比+251.98%, 环比+76.36%, 扣非归母净利润 1.04 亿元, 同比+194.54%, 环比+116.67%, 业绩略超预期。
- **2021Q1 业绩:** 公司 2021Q1 实现营业收入 16.98 亿元, 同比+43.34%, 归母净利润为 1.1 亿元, 同比+722.11%, 环比+13.4%, 扣非归母经利润 1.11 亿元, 同比+714.91%, 环比+6.73%, 业绩超预期。

图 1、公司营业收入及同比变化

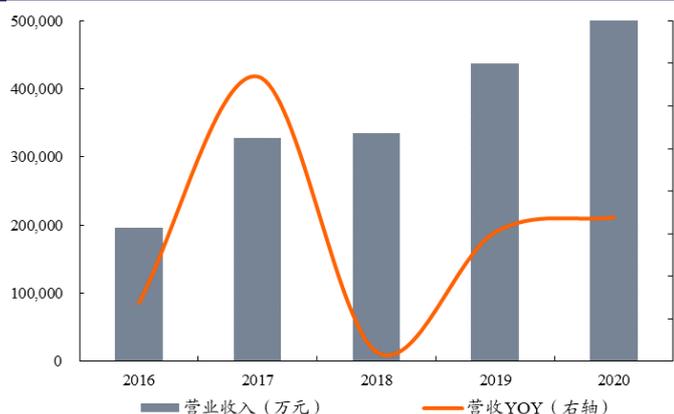
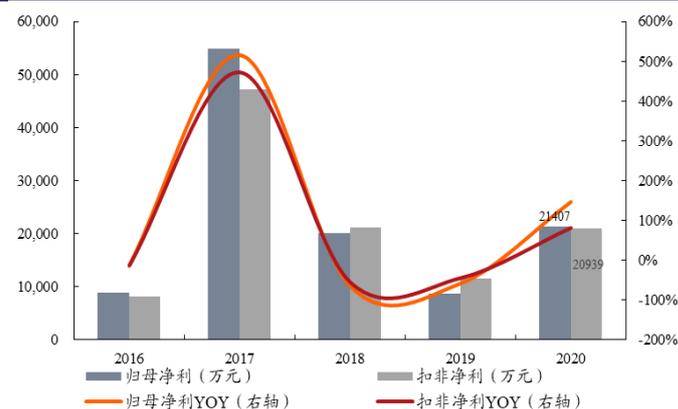


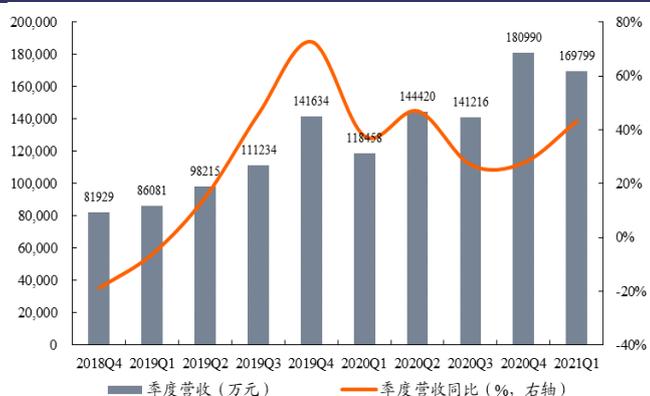
图 2、公司净利润及同比变化



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

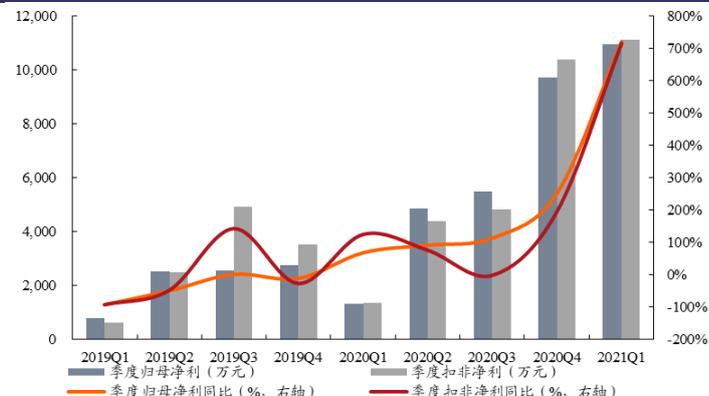
数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、公司营业收入及同比变化 (分季度)



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、公司净利润及同比变化 (分季度)



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

点评

● 预焙阳极业务：新增项目持续兑现，吨利润逐步回升

- ✓ 2020年“量价齐升”，吨盈利同比提升42.37元/吨。2020年公司受益于山东创新600kt/a预焙阳极项目（一期）和索通齐力300kt/a预焙阳极项目产能的持续释放，销量较2019年增加45.16%至192.84万吨。叠加2020H2铝产业链景气度攀升，公司预焙阳极年均吨盈利为449.6元，同比2019年提升42.37元/吨，量价齐升下，有效拉动公司利润释放。

表1、公司2020年预焙阳极业务销量增长45.16%

预焙阳极业务	2016	2017	2018	2019	2020
收入(亿元)	18.16	31.60	31.38	40.51	52.23
成本(亿元)	14.09	22.26	25.61	35.10	43.56
单价(万元/吨)	0.24	0.34	0.34	0.30	0.27
单位成本(万元/吨)	0.19	0.24	0.28	0.26	0.23
毛利率	22%	30%	18%	13%	17%
单位毛利(元/吨)	538.22	1004.09	631.64	407.23	449.60
销量(万吨)	75.62	93.02	91.35	132.85	192.84

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表2、2020年测算成本与跟踪成本一致，均为4年低点

项目	吨阳极单耗	含税单价 (元/吨)	含税成本 (元/吨)	不含税单价 (元/吨)	不含税成本 (元/吨)
原材料			1890		1672
石油焦	1.09t	1430.00	1559	1265	1379
改质煤沥青	0.17t	1946.50	331	1723	293
燃料动力			147.86		129.87
天然气(煤气)	61.7m ³	1.87	115.43	1.66	102.15
电力	138.60kwh	0.23	32.43	0.20	27.72
直接人工			93.67		93.67
制造费用			246.18		246.18
折旧费					
物料维修费					
其他					
生产成本			2377.32		2141.94
期间费用			193.94		193.94
销售费用			25.93		25.93
管理费用			120.83		120.83
财务成本			47.19		47.19
完全成本			2571.27		2335.89

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- ✓ 2021Q1：吨盈利提升或是利润释放的主因。公司2021Q1扣非归母净利润

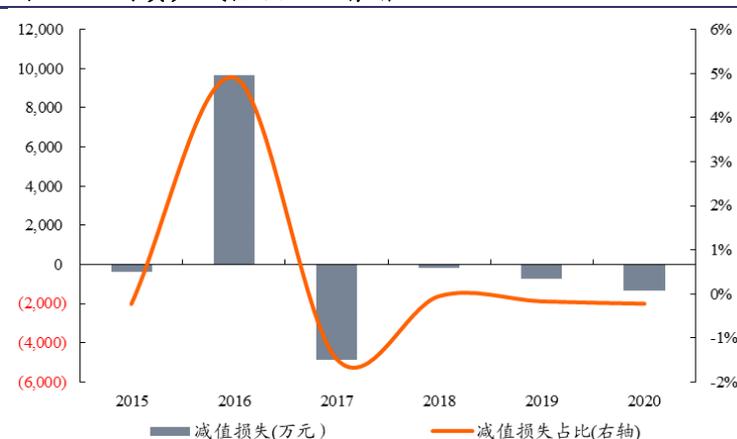
润为 1.11 亿元，同比+714.91%，或主要是由于电解铝供需错配加重，行业景气度攀升，预焙阳极 Q1 均价为 3498.49 元/吨，环比提升 326.59 元/吨，而石油焦平均成本仅增长 212 元/吨，公司产品利润或环比进一步提升，有效拉动公司利润释放。(Q4 为销量旺季，通常为一年最多)

- **2020 年期间费用提升明显，同比增长 14.57%。**2020 年公司期间费用为 3.63 亿元。同比+14.57%。其中销售费用为 5019 万元，同比-63.75%，主要是因为销售产品相关运费、港杂费等费用调整至营业成本所致；管理费用为 1.42 亿元，同比+55.32%，主要是由于公司 2020 年度产销量增加，人员薪酬增加及股权激励费用增加所致；财务费用为 1.72 亿元，同比+96.69%，主要是可转债利息费用增加、索通齐力 300kt/a 预焙阳极项目及山东创新 600kt/a 预焙阳极项目（一期）投产后贷款利息费用化所致。除此研发费用为 9064 万元，同比+70.35%，主要是由于新增研发项目使研发费用增加所致。
- **2020 年资产减值损失&信用减值损失合计为 0.23 亿元，同比增加近 0.07 亿元。**其中资产减值损失为 0.05 亿元，主要是由于存货跌价损失及合同履行成本减值损失提高所致；信用减值损失为 0.18 亿元，主要是受其他应收款坏账损失拖累，同比增加近 600 万元。

图 5、公司期间费用微增



图 6、公司资产减值损失略有增加



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- **未来核心看点：“北铝南移”+优质预焙阳极需求景气度高，打开成长空间。**
 - ✓ **持续推进西北、西南、山东、海外四个战略布局，构筑未来新增长点。**公司力争未来五年，每年至少有 60 万吨预焙阳极产能投放，五年后总产能预计达到 500 万吨。目前索通云铝 900kt/a 炭材料项目（一期 600kt/a）项目正在加班加点，持续推进，预计 2021 年三季度投产；在各项条件具备的情况下，预计索通云铝 900kt/a 炭材料项目（二期 300kt/a）项目、索通豫恒 350kt/a 炭材料项目将于 2021 年下半年开工建设，2022 年底建成投产，届时公司预焙阳极建成产能达 317 万吨。

- ✓ “碳中和”拉动优质预焙阳极需求，高端产品或打开成长空间。据 IAI 统计，预焙阳极碳排放量占电解铝非电力碳排放的 29%。而优质预焙阳极在电解铝生产过程中碳排放为 1.4 吨，劣质预焙阳极碳排放为 1.7 吨，高端产品或成为碳减排的优选之一，“碳中和”有望拉动优质预焙阳极需求，打开公司成长空间。

表 3、阳极特性对比：优质预焙阳极 vs 劣质阳极

阳极特性	优质阳极	劣质阳极
炭耗	阳极消耗低 降低碳排放	阳极消耗高 多消耗炭转变为 CO ₂
均质性	电解槽运行平稳 电压波动小 噪声值低 磁流场 MHD 稳定	电解槽运行不稳定 电压摆异常 噪声值高 磁流场 MHD 不稳定
等高性	阳极电流分布均匀 消耗均匀稳定性好	阳极电流分布不均 导致阳极消耗不均
抗氧化性	无炭渣 阳极投影面积完整 极距稳定 高效低电耗	氧化掉渣易漏槽 影响极距 打捞炭渣氟盐流失 效率降低增加电耗
导电性	电阻率低且稳定 可降低设定电压	需增设定电压 单位耗电量大
原铝质量	纯度高，效率高	杂质含量高
电化学性能	炭氧一次结合能力好 降低阳极反应	易诱发阳极效应
抗热冲击性	性能好，不裂纹	脱极、碎脱
结论	优质预焙阳极生产 1 吨铝节约 200-300 度电 直接或间接降低碳排放共 535-571kgCO ₂ /t-al	

数据来源：CNKI，兴业证券经济与金融研究院整理

- **业绩预测：**受益于下游电解铝高景气带来的需求提振，预焙阳极盈利空间有望继续维持较好水平；加之云铝索通项目等推进来带的持续“内生成长”，上调业绩，预计 2021-2023 年归母净利润至 4.64 亿元、5.69 亿元、6.74 亿元，对应的 EPS 分别为 1.07 元、1.31 元、1.55 元以 4 月 30 日收盘价 17.71 元/股对应的 PE 为 16.5X、13.5X、11.4X。维持“审慎增持”评级。
- **风险提示：**下游需求不及预期、云南项目进展不及预期、宏观风险等。

附表

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	4225	5664	6572	7808
货币资金	1315	1315	1509	2084
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1040	1655	1974	2194
其他应收款	8	11	14	15
存货	1269	2193	2475	2801
非流动资产	4263	3923	3597	3269
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	3242	3143	2902	2589
在建工程	494	247	124	62
油气资产	0	0	0	0
无形资产	380	413	453	495
资产总计	8488	9587	10169	11077
流动负债	3330	3953	3898	4113
短期借款	2061	2272	2061	2061
应付票据	7	11	13	15
应付账款	787	1296	1479	1683
其他	475	374	345	354
非流动负债	781	706	730	704
长期借款	706	706	701	680
其他	75	0	30	24
负债合计	4111	4659	4628	4817
股本	434	434	434	434
资本公积	1894	1894	1894	1894
未分配利润	1294	1718	2246	2876
少数股东权益	714	751	794	840
股东权益合计	4377	4928	5540	6260
负债及权益合计	8488	9587	10169	11077
现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	214	464	569	674
折旧和摊销	356	353	372	382
资产减值准备	4	92	-12	4
无形资产摊销	11	7	7	7
公允价值变动损失	1	0	0	0
财务费用	155	150	149	138
投资损失	-6	0	0	0
少数股东损益	72	37	43	46
营运资金的变动	-489	-1074	-518	-450
经营活动产生现金流量	343	-42	634	784
投资活动产生现金流量	-221	-24	-47	-49
融资活动产生现金流量	-18	66	-393	-159
现金净变动	95	-0	194	575
现金的期初余额	625	1315	1315	1509
现金的期末余额	720	1315	1509	2084

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	5851	9000	10400	11800
营业成本	4935	7856	9068	10281
营业税金及附加	52	82	94	107
销售费用	50	59	68	77
管理费用	142	223	249	286
财务费用	172	150	149	138
资产减值损失	-5	-3	-4	-4
公允价值变动	-1	0	0	0
投资收益	-17	0	0	0
营业利润	382	634	777	915
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	15	29	30	25
利润总额	368	606	747	892
所得税	83	105	135	172
净利润	286	502	612	720
少数股东损益	72	37	43	46
归属母公司净利润	214	464	569	674
EPS(元)	0.49	1.07	1.31	1.55

主要财务比率

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
成长性				
营业收入增长率	33.8%	53.8%	15.6%	13.5%
营业利润增长率	154.0%	65.9%	22.5%	17.8%
净利润增长率	147.6%	116.9%	22.6%	18.4%
盈利能力				
毛利率	15.7%	12.7%	12.8%	12.9%
净利率	3.7%	5.2%	5.5%	5.7%
ROE	5.8%	11.1%	12.0%	12.4%
偿债能力				
资产负债率	48.4%	48.6%	45.5%	43.5%
流动比率	1.27	1.43	1.69	1.90
速动比率	0.89	0.88	1.05	1.22
营运能力				
资产周转率	72.0%	99.6%	105.3%	111.1%
应收帐款周转率	551.8%	646.3%	547.7%	545.1%
每股资料(元)				
每股收益	0.49	1.07	1.31	1.55
每股经营现金	0.79	-0.10	1.46	1.81
每股净资产	8.45	9.63	10.95	12.50
估值比率(倍)				
PE	35.9	16.5	13.5	11.4
PB	2.1	1.8	1.6	1.4

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100033	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn