

索通发展 (603612.SH)

阳极行业底部信号明确，负极行业打造第二成长曲线

核心观点

公司发布 2022 年年报：实现营收 194.01 亿元，同比+105.12%；实现归母净利润 9.05 亿元，同比+45.99%。公司 22Q4 实现归母净利润-5967 万元，主要是由于 22Q4 计提存货跌价损失约为 2.18 亿元，拖累了业绩。

公司发布 2023 年一季报：实现营收 42.22 亿元，同比+32.54%；实现归母净利润-2.73 亿元，公司 23Q1 计提存货跌价损失约为 2.91 亿元，再次拖累了业绩。公司连续两个季度计提大额存货跌价损失。主要是由于石油焦和预焙阳极价格出现了比较明显的调整。

预焙阳极产能和产销量数据方面：随着索通云铝二期项目已经于 2022 年底满产运行，公司预焙阳极年产能进一步提升至 282 万吨。2022 年，预焙阳极产量 268.4 万吨，同比+29.36%；销量 269.5 万吨，同比+33.09%，其中出口销售为 71.96 万吨，占比 26.70%。

预焙阳极新建产能稳步推进，十四五期间产能有望实现翻倍增长。截至目前，陇西索通 30 万吨预焙阳极项目、湖北枝江 100 万吨煅烧焦项目、山东创新 34 万吨预焙阳极和 30 万吨煅后焦项目正在稳步推进中。预计公司未来每年有望新增 60 万吨产能，2025 年总产能有望达到 500 万吨。

抓住机遇切入锂电负极，打造第二成长曲线。截至目前，欣源股份收购相关工作已经完成，新建 4 万吨石墨化项目已建成通电，处于试生产过程当中；索通盛源年产 20 万吨负极首期 5 万吨项目同样在稳步推进当中，项目一步 2.5 万吨建设工作目前已接近完成，770 兆瓦光伏项目力争于 2023 年上半年建成。未来锂电负极材料产业逻辑或从石墨化供应紧张转向原料供应紧张；公司作为国内商用预焙阳极领域的龙头企业，在石油焦采购方面有较为明显的竞争优势，在原料端低硫石油焦方面的保供能力要优于同行其他企业。

风险提示：项目建设进度不达预期，项目产品产销量不达预期。

投资建议：维持“买入”评级。

考虑到公司 23Q1 计提了较多的资产减值损失，下调公司的盈利预测。预计公司 2023-2025 年营收分别为 206.45/260.44/336.62 (原预测 229.47/310.64/-) 亿元，同比增速 6.4%/26.2%/29.2%，归母净利润分别为 7.77/16.04/19.97 (原预测 16.65/22.06/-) 亿元，同比增速-14.2%/106.6%/24.5%；摊薄 EPS 分别为 1.53/3.17/3.94 元，当前股价对应 PE 为 12.3/5.9/4.8X。我们认为公司在预焙阳极领域已取得非常明显的竞争优势，有望抓住国内“北铝南移”战略机遇期实现产能的快速扩张；公司战略延伸发力新型碳材料领域，有望凭借石油焦领域的采购优势及低成本电价优势，实现人造石墨负极材料产能的突破和快速扩张，具有极大的成长空间；维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9458	19401	20645	26044	33662
(+/-%)	61.7%	105.1%	6.4%	26.2%	29.2%
净利润(百万元)	620	905	777	1604	1997
(+/-%)	189.6%	46.0%	-14.2%	106.6%	24.5%
每股收益(元)	1.35	1.97	1.53	3.17	3.94
EBIT Margin	12.6%	10.1%	9.8%	12.1%	11.3%
净资产收益率 (ROE)	13.7%	16.6%	13.0%	22.5%	23.5%
市盈率 (PE)	13.9	9.6	12.3	5.9	4.8
EV/EBITDA	9.9	7.7	8.3	6.2	5.9
市净率 (PB)	1.92	1.59	1.59	1.34	1.12

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

公司研究·财报点评

有色金属·金属新材料

证券分析师：刘孟峦

证券分析师：杨耀洪

010-88005312

021-60933161

liumengluan@guosen.com.cn

yangyaozhong@guosen.com.cn

S0980520040001

S0980520040005

基础数据

投资评级	合理估值	买入(维持)
收盘价		18.80 元
总市值/流通市值		9529/8187 百万元
52 周最高价/最低价		50.10/17.37 元
近 3 个月日均成交额		218.65 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

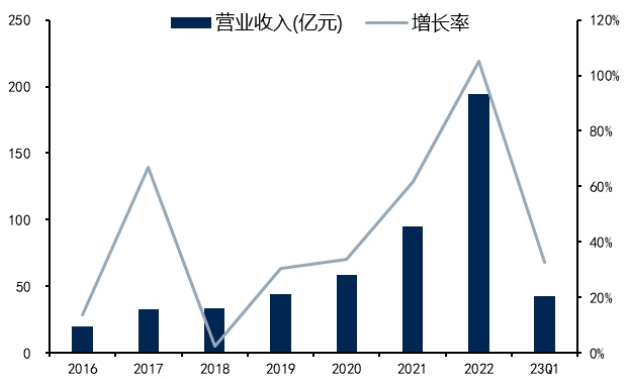
- 《索通发展(603612.SH)-阳极产能盈利能力维持，负极产能布局稳步推进》——2022-10-30
- 《索通发展(603612.SH)半年度报告点评：阳极产能盈利能力提升，负极产能布局稳步推进》——2022-08-30
- 《索通发展-603612.SH-深度报告：预焙阳极产能稳步扩张，战略延伸锂电负极材料领域》——2022-08-24
- 《索通发展(603612.SH)2021 年年报点评：阳极产品量价齐升提升利润，战略延伸发力新型碳材料领域》——2022-04-17
- 《索通发展-603612-2021 年业绩预告点评：全年维持高盈利景气周期，预焙阳极产能稳步扩张》——2022-01-24

◆ 存货跌价损失拖累业绩，阳极行业底部信号明确

公司发布 2022 年年报：全年实现营收 194.01 亿元，同比+105.12%；实现归母净利润 9.05 亿元，同比+45.99%；实现扣非归母净利润 9.01 亿元，同比+46.66%；实现经营活动产生的现金流量净额-3.42 亿元。公司 22Q4 实现营收 56.91 亿元，同比+99.70%，环比-0.97%；实现归母净利润-5967 万元，同比转亏，环比转亏；实现扣非归母净利润-5923 万元，同比转亏，环比转亏；实现经营活动产生的现金流量净额 2.81 亿元，同比转正，环比-52.85%。公司 22Q4 计提存货跌价损失约为 2.18 亿元，拖累了业绩。

公司同时发布 2023 年一季报：实现营收 42.22 亿元，同比+32.54%；实现归母净利润-2.73 亿元，同比转亏；实现扣非归母净利润-2.74 亿元，同比转亏；实现经营活动产生的现金流量净额-2.43 亿元。公司 23Q1 计提存货跌价损失约为 2.91 亿元，再次拖累了业绩。

图1: 公司营业收入及增速 (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: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

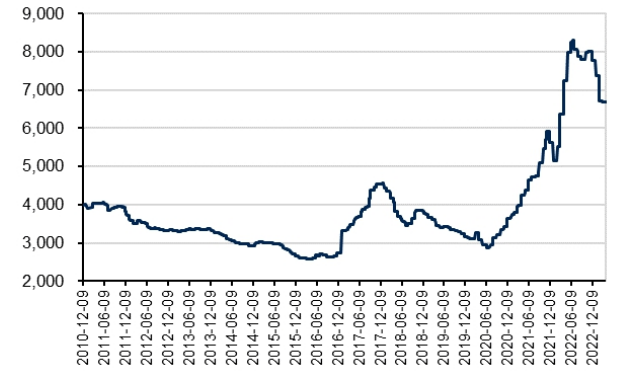
公司 22Q4 和 23Q1 连续两个季度计提大额存货跌价损失主要是由于石油焦和预焙阳极价格出现了比较明显的调整。国内中硫石油焦价格由 2022 年三季度末 4555 元/吨跌至 2023 年一季度末 2995 元/吨，跌幅约 1560 元/吨或 34.25%；国内预焙阳极价格由 2022 年三季度末 7810 元/吨跌至 2023 年一季度末 6689 元/吨，跌幅约 1121 元/吨或 14.35%。在原料和产品处于跌价的过程当中，公司的生产库存及贸易库存存在着高价原料库存所带来的存货跌价损失的风险。公司作为国内预焙阳极行业的龙头企业，出现了亏损的情况，意味着行业普遍都是处在深度亏损的状态，阳极行业底部信号明确。

图3: 国内中硫石油焦价格 (元/吨)



资料来源: 亚洲金属网、国信证券经济研究所整理

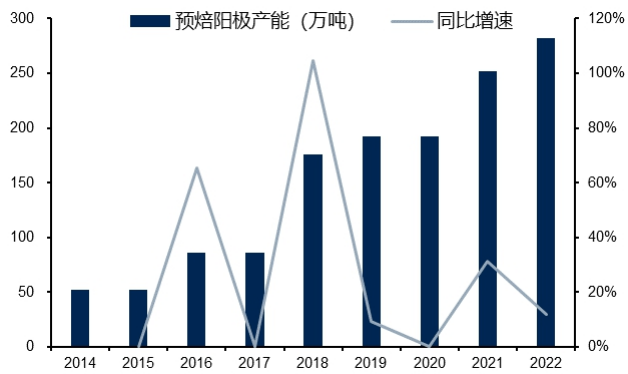
图4: 国内预焙阳极价格 (元/吨)



资料来源: 亚洲金属网、国信证券经济研究所整理

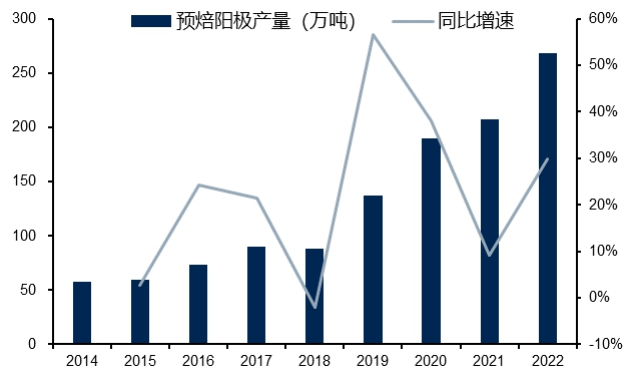
预焙阳极产能和产销量数据方面：随着索通云铝二期 300kt/a 项目已经于 2022 年下半年投产，且于 2022 年底正式满产运行，公司预焙阳极年产能进一步提升至 282 万吨。2022 年，公司预焙阳极自产产量 268.4 万吨，同比+29.36%，OEM 产量 0.11 万吨；预焙阳极销量 269.5 万吨，同比+33.09%，其中出口销售为 71.96 万吨，占比 26.70%，国内销售为 197.54 万吨，占比 73.30%。

图5：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

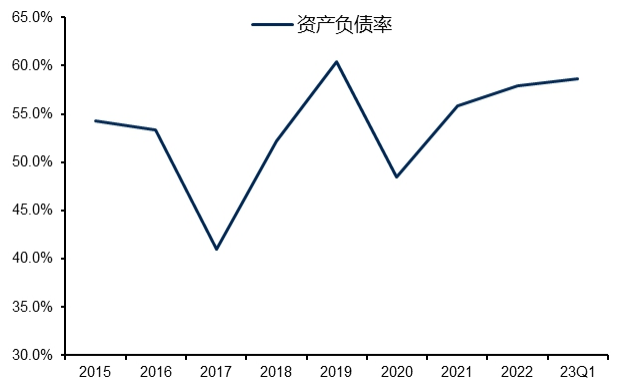
图6：公司预焙阳极产量快速提升



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

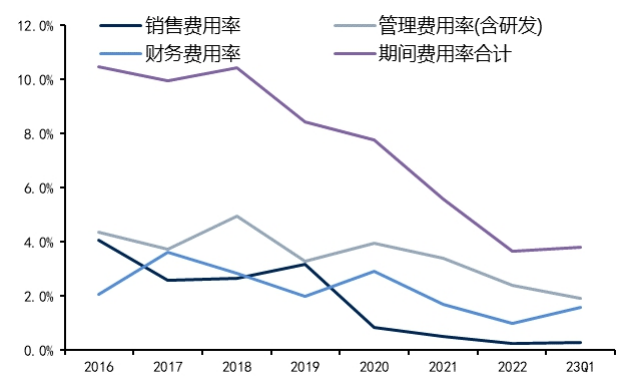
财务数据方面：截至 2023 年一季度末公司资产负债率为 58.66%，相比 2022 年末的 57.87%增加了 0.79 个百分点；货币资金约 28.59 亿元，同比+25.34%，环比-4.32%；存货约 42.79 亿元，同比+12.63%，环比-8.16%。期间费用方面，公司 23Q1 销售费用约 1212 万元，同比 48.34%；管理费用约 3894 万元，同比+6.39%；研发费用约 4271 万元，同比+41.46%；财务费用约 6706 万元，同比+20.19%；23Q1 期间费用率合计 3.81%，相比 2022 年全年上升了 0.15 个百分点。

图7：公司资产负债率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图8：公司期间费用率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

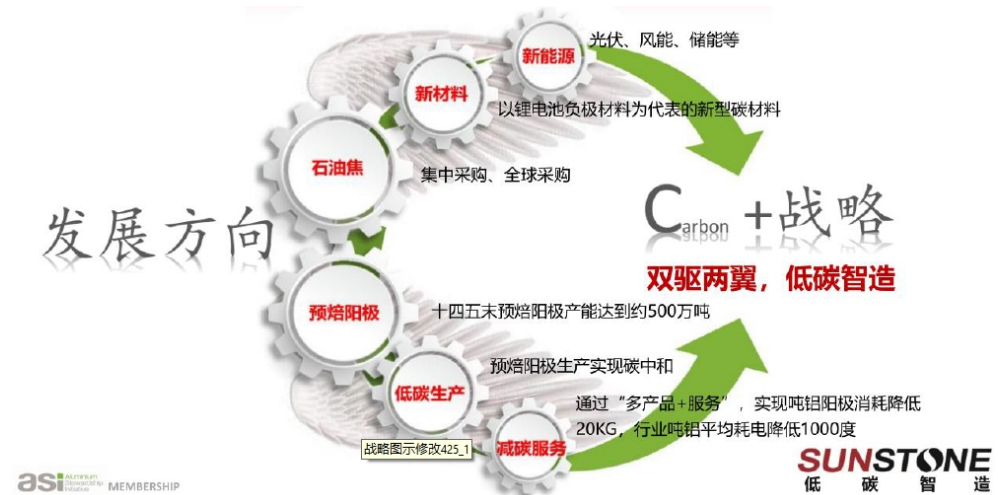
◆ 预焙阳极新建产能稳步推进，切入锂电负极打造第二成长曲线

预焙阳极领域，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，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 282 万吨，年石油焦采购量及贸易量达 400 万吨以上，原材料采购采用集中采购和全球化采购模式，采购端议价能力将进一步提升；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增产能的扩张。

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。

公司新项目建设也在稳步的推进当中。索通云铝二期年产 30 万吨项目于 2021 年 9 月开工建设，于 2022 年下半年建成投产，且于 2022 年底正式满产运行，项目充分体现出索通云铝团队强有力的执行力度与集团内各公司之间高度的协同合作水平。同时，筹建项目陇西索通 30 万吨项目也在积极推进中，该项目将增加公司在西北市场的竞争优势；湖北枝江 100 万吨煅烧焦项目计划总投资约为 20.5 亿元，建设周期 12 个月，此次规划公司有利于发挥沿江区位优势及园区产业集群带来的降本优势，为进一步夯实公司原材料优势奠定坚实基础；筹建项目山东创新 34 万吨预焙阳极和 30 万吨煅后焦项目已经董事会审议通过，该项目是公司统筹国内和国际市场战略布局的重要举措。综上我们判断，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背景下，公司有望凭借上市企业的平台优势，通过多渠道融资，新建产能或横向并购存量产能，实现预焙阳极产能的逆势扩张和稳步扩张。公司现有年产 282 万吨预焙阳极产能，权益产能约 187 万吨，未来每年有望新增 60 万吨产能，2025 年总产能将有望达到 500 万吨。

图9：公司“C+战略”



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

锂电负极领域，公司抓住机遇打造第二成长曲线。公司提出“C+战略”，将以风光储氢一体化的绿色能源供应为基础，聚焦“预焙阳极+锂电负极”等碳材料产业，通过低碳智造，打造中高端碳材料为主的产品和服务体系，为实现中国的“双碳目标”贡献索通力量。

双碳背景下，构建“绿电+新型碳材料”发展模式是公司培育未来第二成长曲线的战略方向。人造石墨负极和铝用预焙阳极在原材料和生产工艺方面具有高度的相似性，主要原料均包含石油焦。公司为充分发挥石油焦领域的采购优势，抓住新能源产业链发展机遇，构建“绿电+新型碳材料”发展模式，2022年4月发布公告：拟在甘肃省嘉峪关市嘉北工业园区投建年产20万吨锂离子电池负极材料一体化项目首期5万吨项目，将根据嘉峪关索通低碳产业园区推进情况，加快770兆瓦

光伏项目、20万吨锂电池负极首期5万吨项目建设进度。截至目前，项目一步2.5万吨建设目前已接近完成，770兆瓦光伏项目力争于2023年上半年建成。

另外公司通过发行股份及支付现金方式收购欣源股份94.9777%股权。项目获得中国证监会并购重组委无条件审核通过，欣源股份目前已成为公司控股子公司。欣源股份的人造石墨负极材料产品广泛应用于动力电池、消费类电池和储能电池等领域，此外公司还承接石墨化代加工、一体化代加工以及其他工序的代加工。目前欣源股份已成功进入宁德时代、国轩高科等下游锂电池厂商供应链体系。通过此次收购欣源股份，索通发展能利用欣源股份多年积累的技术和工艺，并直接利用欣源股份现有市场及客户渠道，快速切入负极材料领域，大幅降低客户导入周期，较快实现自建负极材料产能的运营。欣源股份新建4万吨石墨化项目目前已建成通电，处于试生产过程当中。

锂电负极材料产业逻辑或从石墨化供应紧张转向原料供应紧张。目前负极产能的瓶颈石墨化环节，随着石墨化产能供给增加，市场供给相对宽裕，石墨化加工费快速调整。但与此同时，随着负极材料需求快速增长，原料针状焦和石油焦供应预计将会逐步趋紧。石油焦方面主要是由于优质的低硫焦产量占比低，且石油焦作为炼厂的副产品，炼厂本身很难有新的扩产规划，而原油品质的重质化和劣质化也会使得低硫焦产量不增反减。索通发展作为国内商用预焙阳极龙头企业，在石油焦采购方面有较为明显的竞争优势，公司进入到人造石墨负极材料领域，在原料端低硫石油焦方面的保供能力要优于同行其他企业。

投资建议：维持“买入”评级。预计公司2023-2025年营收分别为206.45/260.44/336.62（原预测229.47/310.64/-）亿元，同比增速6.4%/26.2%/29.2%，归母净利润分别为7.77/16.04/19.97（原预测16.65/22.06/-）亿元，同比增速-14.2%/106.6%/24.5%；摊薄EPS分别为1.53/3.17/3.94元，当前股价对应PE为12.3/5.9/4.8X。我们认为公司在预焙阳极领域已取得非常明显的竞争优势，有望抓住国内“北铝南移”战略机遇期实现产能的快速扩张；公司战略延伸发力新型碳材料领域，有望凭借石油焦领域的采购优势及低成本电价优势，实现人造石墨负极材料产能的突破和快速扩张，具有极大的成长空间；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)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1775	2988	1000	1000	1000	营业收入	9458	19401	20645	26044	33662
应收款项	1648	3006	3394	4281	5349	营业成本	7841	16833	18072	22212	28963
存货净额	3188	4659	7246	8597	10847	营业税金及附加	56	87	103	130	168
其他流动资产	661	959	1021	1287	1664	销售费用	48	52	54	68	88
流动资产合计	7272	11611	12660	15166	18860	管理费用	182	235	203	252	320
固定资产	4264	4860	6477	8209	9784	研发费用	138	231	206	260	337
无形资产及其他	378	429	412	394	377	财务费用	160	191	310	391	505
投资性房地产	227	453	453	453	453	投资收益	(35)	(30)	0	0	0
长期股权投资	0	1	2	3	4	资产减值及公允价值变动	15	222	(257)	0	0
资产总计	12141	17354	20003	24225	29478	其他收入	(177)	(723)	(189)	(243)	(319)
短期借款及交易性金融负债	4040	6270	6600	8227	9908	营业利润	972	1473	1457	2749	3298
应付款项	975	1286	2415	2965	3874	营业外净收支	(9)	(14)	0	0	0
其他流动负债	379	519	894	1399	2214	利润总额	963	1459	1457	2749	3298
流动负债合计	5394	8075	9908	12591	15997	所得税费用	200	284	291	550	660
长期借款及应付债券	1274	1723	1723	1723	1723	少数股东损益	143	270	389	595	641
其他长期负债	107	245	245	245	245	归属于母公司净利润	620	905	777	1604	1997
长期负债合计	1381	1968	1968	1968	1968	现金流量表 (百万元)					
负债合计	6775	10043	11876	14559	17965	净利润	620	905	777	1604	1997
少数股东权益	853	1862	2134	2550	2999	资产减值准备	10	198	82	67	72
股东权益	4513	5449	5993	7116	8514	折旧摊销	364	473	561	718	870
负债和股东权益总计	12141	17354	20003	24225	29478	公允价值变动损失	(15)	(222)	257	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	160	191	310	391	505
每股收益	1.35	1.97	1.53	3.17	3.94	营运资本变动	(2328)	(2566)	(1450)	(1384)	(1897)
每股红利	0.49	1.04	0.46	0.95	1.18	其它	80	(71)	190	350	377
每股净资产	9.81	11.83	11.82	14.04	16.80	经营活动现金流	(1268)	(1283)	417	1355	1419
ROIC	9%	11%	9%	12%	12%	资本开支	0	(1482)	(2500)	(2500)	(2500)
ROE	14%	17%	13%	23%	23%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	17%	13%	12%	15%	14%	投资活动现金流	0	(1483)	(2501)	(2501)	(2501)
EBIT Margin	13%	10%	10%	12%	11%	权益性融资	(2)	983	0	0	0
EBITDA Margin	16%	13%	13%	15%	14%	负债净变化	568	449	0	0	0
收入增长	62%	105%	6%	26%	29%	支付股利、利息	(227)	(478)	(233)	(481)	(599)
净利润增长率	190%	46%	-14%	107%	24%	其它融资现金流	1049	3054	329	1628	1681
资产负债率	63%	69%	70%	71%	71%	融资活动现金流	1728	3979	96	1146	1082
股息率	2.6%	5.5%	2.7%	5.6%	6.9%	现金净变动	459	1213	(1988)	0	0
P/E	13.9	9.6	12.3	5.9	4.8	货币资金的期初余额	1315	1775	2988	1000	1000
P/B	1.9	1.6	1.6	1.3	1.1	货币资金的期末余额	1775	2988	1000	1000	1000
EV/EBITDA	9.9	7.7	8.3	6.2	5.9	企业自由现金流	(1927)	(1994)	(1770)	(655)	(485)
						权益自由现金流	315	1509	(1706)	653	817

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 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 层
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