

# 索通发展 (603612)

## 22 年报&23Q1 业绩点评: 减值损失拖累业绩表现, 行业底部龙头 $\alpha$ 彰显

买入 (维持)

2023 年 05 月 04 日

证券分析师 刘博

执业证书: S0600518070002

liub@dwzq.com.cn

证券分析师 唐亚辉

执业证书: S0600520070005

tangyh@dwzq.com.cn

研究助理 米宇

执业证书: S0600122090066

miy@dwzq.com

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	19,401	22,394	28,050	34,201
同比	105%	15%	25%	22%
归属母公司净利润 (百万元)	905	1,076	1,593	1,960
同比	46%	19%	48%	23%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.79	2.12	3.14	3.87
P/E (现价&最新股本摊薄)	10.53	8.86	5.98	4.86

关键词: #比同类公司便宜 #产品结构变动带来利润率上升 #市占率上升

### 投资要点

■ **事件:** 1) 22 年营收 194.01 亿元、增长 105.12%; 归母净利润 9.05 亿元、增长 45.99%; 扣非后增长 46.66%。2) 23Q1 营收 42.22 亿元、增长 32.54%; 归母净利润为-2.73 亿元、增长-272.68%; 扣非后增长-276.88%。

■ **2022 年满产满销、业绩符合预期, 2023Q1 减值损失拖累业绩表现。**

根据公司公告, 2022 年实现收入 194.01 亿元、增长 105.12%; 归母净利润 9.05 亿元、增长 45.99%; 扣非后为 9.01 亿元、增长 46.66%, 符合市场预期。2022 年, 公司已建产能满负荷运行, 部分生产基地超负荷运行, 预焙阳极产量为 268.40 万吨、增长 29.36%; 销售量为 269.50 万吨、增长 33.09%; 库存量为 19.61 万吨、增长-5.31%。根据公司年报内容和公开调研信息, **2023 年预焙阳极产量争取达到 286 万吨、2025 年达到 500 万吨, 相比 2022 年产量仍有充足成长空间。**

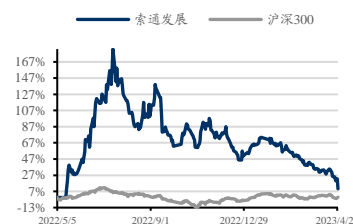
2023Q1 实现收入 42.22 亿元、增长 32.54%; 归母净利润为-2.73 亿元、增长-272.68%; 扣非后为-2.74 亿元、增长-276.88%, 低于市场预期。**需要注意的是, 2022Q4、2023Q1 是公司自上市以来, 首次出现单季度亏损, 其中资产减值损失分别为 2.32、2.91 亿元, 考虑到: 1) 2022Q4、2023Q1 公司存货分别为 46.59、42.79 亿元; 2) 存货中绝大部分都是核心原材料石油焦; 3) 截至 2023Q1 末, 石油焦价格相比 2022Q4 末下降 40%; 因此我们推断资产减值损失主要来自于石油焦的价格波动。**根据我们测算, 2023Q1 剔除资产减值损失后, 实际业务亏损约为 0.4 亿; 产量大约为 70 万吨, 对应预焙阳极的盈利约为-57 元/吨; 存货的实际减值额应该为 8 亿左右, 扣除了计提的 3.9 亿元之后, 对应到成本端应该为 586 元/吨; 由此可以测算出, **不考虑减值情况下, 预焙阳极业务的正常盈利应该为 529 元/吨, 符合甚至略超我们预期。**

■ **行业底部主动布局产业链, 海外市场、高端产品市场值得期待。** 1) 根据公司调研内容, 2023Q1 预焙阳极全行业亏损, 有 139 家生产企业处于停产状态、49 家处于长期停产状态、4 家处于半停产状态, 行业底部公司加速产业链布局, 目前已经在海外建立了自己的石油焦专属码头, 节省运费、稳定价格。2) 高端产品为主的海外市场方面, 公司是连续 14 年预焙阳极海外出口第一名, 很多客户都有了 10 年以上的商业合作。近年来华峰铝业在印尼、山东创新在沙特均有产能布局, 公司作为这些下游铝业公司的重要客户和战略合作伙伴, 海外市场拓展值得期待。

■ **盈利预测与投资评级:** 我们调整公司 2023-2024EPS 预测值为 2.12/3.14 元 (前值为 2.65/3.24 元), 新增 2025 年预测值 EPS 3.87 元, 对应 PE 分别为 9、6、5 倍, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 行业需求下降、竞争加剧造成产品价格和毛利率持续下降等

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	18.80
一年最低/最高价	17.37/50.10
市净率(倍)	1.60
流通 A 股市值(百万元)	8,186.86
总市值(百万元)	9,528.61

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	11.78
资产负债率(% ,LF)	58.66
总股本(百万股)	506.84
流通 A 股(百万股)	435.47

### 相关研究

《索通发展(603612): 与北摩高科签署合作协议, 打造新型碳材料生产平台》

2023-03-07

《索通发展(603612): 西南区域产能再扩张, 规模和成本优势彰显强者恒强》

2023-02-17

## 索通发展三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>11,611</b>	<b>14,035</b>	<b>15,732</b>	<b>18,795</b>	<b>营业总收入</b>	<b>19,401</b>	<b>22,394</b>	<b>28,050</b>	<b>34,201</b>
货币资金及交易性金融资产	2,988	6,308	5,351	6,725	营业成本(含金融类)	16,833	19,420	24,319	29,648
经营性应收款项	3,241	3,697	4,903	5,617	税金及附加	87	100	126	153
存货	4,659	3,897	4,578	6,098	销售费用	52	60	75	92
合同资产	0	0	0	0	管理费用	235	271	339	413
其他流动资产	725	134	901	355	研发费用	231	266	333	406
<b>非流动资产</b>	<b>5,743</b>	<b>6,165</b>	<b>6,401</b>	<b>6,507</b>	财务费用	191	250	313	366
长期股权投资	1	1	1	1	加:其他收益	13	13	13	13
固定资产及使用权资产	4,403	4,850	5,109	5,238	投资净收益	-30	-30	-31	-31
在建工程	493	478	463	450	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	429	419	410	401	减值损失	-287	-327	-40	-49
商誉	16	16	16	16	资产处置收益	5	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	<b>1,473</b>	<b>1,683</b>	<b>2,487</b>	<b>3,056</b>
其他非流动资产	401	401	401	401	营业外净收支	-14	-14	-14	-14
<b>资产总计</b>	<b>17,354</b>	<b>20,200</b>	<b>22,133</b>	<b>25,301</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,459</b>	<b>1,669</b>	<b>2,473</b>	<b>3,042</b>
<b>流动负债</b>	<b>8,075</b>	<b>8,951</b>	<b>9,145</b>	<b>10,176</b>	减:所得税	284	325	481	592
短期借款及一年内到期的非流动负债	6,270	6,270	6,270	6,270	<b>净利润</b>	<b>1,175</b>	<b>1,344</b>	<b>1,992</b>	<b>2,450</b>
经营性应付款项	1,286	2,085	2,136	3,011	减:少数股东损益	270	269	398	490
合同负债	189	218	273	333	<b>归属母公司净利润</b>	<b>905</b>	<b>1,076</b>	<b>1,593</b>	<b>1,960</b>
其他流动负债	330	377	465	562	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.79	2.12	3.14	3.87
非流动负债	1,968	1,968	1,968	1,968	EBIT	1,693	2,326	2,896	3,535
长期借款	1,723	1,723	1,723	1,723	EBITDA	2,176	2,828	3,493	4,178
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	13.23	13.28	13.30	13.31
租赁负债	25	25	25	25	归母净利率(%)	4.67	4.80	5.68	5.73
其他非流动负债	220	220	220	220	收入增长率(%)	105.12	15.43	25.26	21.93
<b>负债合计</b>	<b>10,043</b>	<b>10,919</b>	<b>11,113</b>	<b>12,144</b>	归母净利润增长率(%)	45.99	18.82	48.14	23.02
归属母公司股东权益	5,449	7,151	8,490	10,138					
少数股东权益	1,862	2,131	2,529	3,019					
<b>所有者权益合计</b>	<b>7,311</b>	<b>9,282</b>	<b>11,019</b>	<b>13,157</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>17,354</b>	<b>20,200</b>	<b>22,133</b>	<b>25,301</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-342	3,662	174	2,480	每股净资产(元)	11.83	14.11	16.75	20.00
投资活动现金流	-1,602	-969	-877	-794	最新发行在外股份(百万股)	507	507	507	507
筹资活动现金流	2,451	626	-254	-312	ROIC(%)	10.47	11.48	12.84	14.16
现金净增加额	505	3,320	-957	1,375	ROE-摊薄(%)	16.61	15.04	18.77	19.33
折旧和摊销	483	502	597	643	资产负债率(%)	57.87	54.05	50.21	48.00
资本开支	-950	-938	-846	-763	P/E (现价&最新股本摊薄)	10.53	8.86	5.98	4.86
营运资本变动	-2,543	1,445	-2,499	-706	P/B (现价)	1.59	1.33	1.12	0.94

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

