

公司研究

业绩超出预告上限，看好主业稳定增长和新型碳材料布局

——索通发展（603612.SH）2021 年年报点评

要点

事件：公司4月14日盘后公告2021年年报，实现营收94.58亿元，同比增长62%；归母净利润6.20亿元，同比增长189.6%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益净利润6.14亿元，同比增长183.5%。拟每10股派4.7元。

点评：

业绩超出预告上限，ROE创2018年以来新高。Q4单季归母净利润1.46亿元，全年归母净利润超出原预告的5.6-6亿元。预焙阳极年销量202.5万吨，同比增长5%；预焙阳极毛利率18.2%，同比提升1.59个百分点，主要系预焙阳极价格涨幅大于石油焦等原料涨幅。ROE（摊薄）13.74%，同比提升7.89个百分点，创2018年以来新高。

量价齐升，2022年业绩有望继续高增长。公司3月28日晚公告2022Q1归母净利润为1.4-1.5亿元，同比增加28%-37%，主要源于销量增加和价格上涨。1)量：目前公司运行产能252万吨/年，索通云铝一期年产60万吨项目已于2021年12月投产；2)价：截至4月14日，国内预焙阳极均价7379元/吨，同比增长72%，较2022年初增长41%。预计2022年业绩仍将维持高速增长。

石油焦采购优势显著，切入锂电负极。公司4月8日公告拟在嘉峪关市投建年产20万吨锂离子电池负极材料一体化项目的首期5万吨项目（年产5万吨锂离子电池负极材料石墨化炉以及配套公辅设施项目），切入锂电负极。公司是石油焦最大采购方之一，与中石化、中石油等国内外上游供应商建立了稳定合作关系，还介入石油焦贸易稳定渠道供应，成本优势有望延续至锂电负极。

制定C+ (carbon) 战略，形成“双驱两翼，低碳智造”布局。公司将以预焙阳极（2025年目标产能500万吨/年）和石油焦（全球供应体系）为双驱，同时形成“电解槽综合和服务方案”、新型碳材料生产平台为两翼。即：1) 依托于预焙阳极优势向“多产品+服务”模式的“电解槽减碳节能综合服务解决方案”发展；2) 利用光伏、风能、氢能等绿色新能源为基石，打造以锂电池负极、特碳、碳陶、碳化硅等为代表的新型碳材料生产平台。

盈利预测、估值与评级：公司预焙阳极产能稳定扩张，依托于产品优质和低成本优势，盈利有望脱离周期性波动实现稳定增长。暂不考虑新业务业绩贡献，预计2022-2023年归母净利润分别为7.8/9.3亿元（较前次调整+1%/-1%），新增2024年归母净利润预测11.1亿元，同比增长25.5%/19.7%/19.6%，当前股价对应PE分别为12/10/9X，维持“增持”评级。

风险提示：产能投建不及预期；原材料价格大幅波动风险；惰性阳极替代风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	5,851	9,458	15,415	17,884	21,044
营业收入增长率	33.84%	61.65%	62.99%	16.02%	17.67%
净利润（百万元）	214	620	778	931	1,114
净利润增长率	147.64%	189.64%	25.50%	19.70%	19.60%
EPS（元）	0.49	1.35	1.69	2.03	2.42
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.84%	13.74%	15.33%	16.32%	17.20%
P/E	42	15	12	10	9
P/B	2.4	2.1	1.9	1.7	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-04-14

增持（维持）

当前价：20.60元

作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

021-52523811

wangzh@ebsecn.com

分析师：方驭涛

执业证书编号：S0930521070003

021-52523823

fangyutao@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.60
总市值(亿元)	94.75
一年最低/最高(元)	14.76/34.43
近3月换手率	150.27%

股价相对走势



收益表现

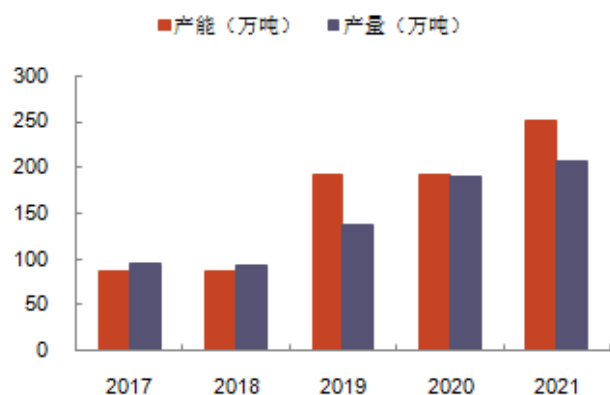
%	1M	3M	1Y
相对	9.82	9.18	30.22
绝对	10.22	-2.14	15.79

资料来源：Wind

相关研报

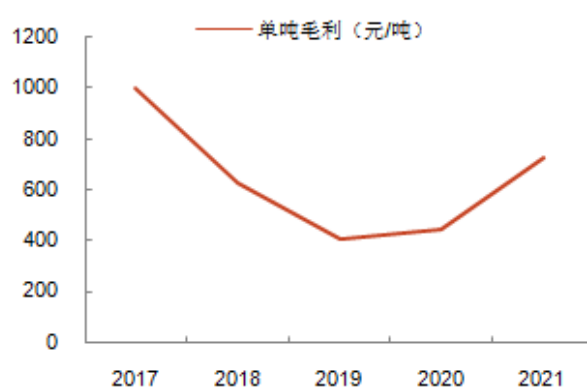
进军锂电负极材料，打开多元化成长空间——索通发展（603612.SH）公告点评（2022-04-08）
低成本高增长的低碳预焙阳极龙头——索通发展（603612.SH）投资价值分析报告（2021-12-19）

图 1: 公司预焙阳极产能及产量 (万吨)



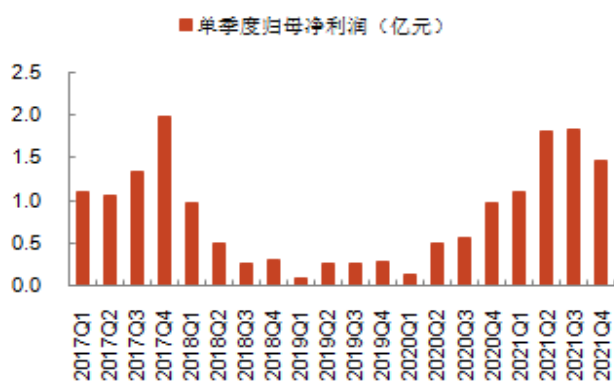
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 2: 公司预焙阳极产品毛利单吨变化 (元/吨)



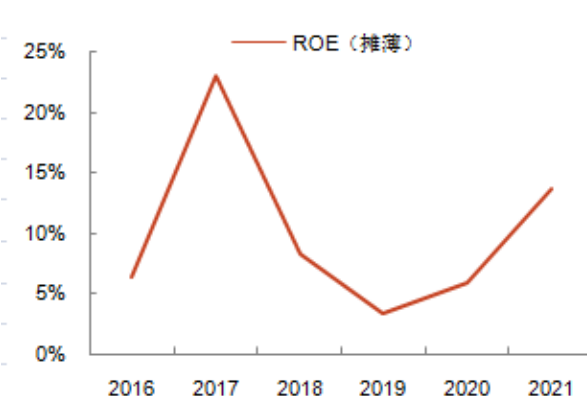
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 3: 公司历年单季度归母净利润变化 (亿元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 4: 公司 2021 年 ROE (摊薄) 创 2018 年以来新高



资料来源: Wind, 光大证券研究所

表 1: 公司主要财务指标

单位: 亿元	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
营业收入	18	17	20	33	34	44	59	95
同比增长	-5.0%	-5.2%	13.7%	66.9%	2.2%	30.3%	33.8%	61.7%
毛利	5	4	4	10	6	6	9	16
毛利率	25.1%	20.4%	22.1%	29.3%	18.1%	13.5%	15.7%	17.1%
销售费用	0.7	0.8	0.8	0.8	0.9	1.4	0.5	0.5
管理费用	0.8	1.0	0.9	1.2	1.1	0.9	1.4	1.8
财务费用	0.8	0.3	0.4	1.2	1.0	0.9	1.7	1.6
研发费用					0.5	0.5	0.9	1.4
期间费用率	12.2%	12.1%	10.5%	10.0%	10.5%	8.5%	7.8%	5.6%
资产减值损失	-0.23	0.04	-0.96	0.49	0.02	-0.04	-0.05	-0.15
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.19	-0.17	-0.35
营业外收入	0.06	0.05	0.08	0.50	0.03	0.01	0.01	0.02
营业外支出	0.01	0.01	0.00	0.04	0.26	0.47	0.15	0.11
税前利润	2	1	1	7	2	1	4	10
税前利润率	11.4%	8.0%	6.0%	21.2%	7.2%	2.4%	6.3%	10.2%
净利润	2	1	1	6	2	1	3	8
所得税率	17%	18.6%	12.1%	18.6%	15.0%	14.4%	22.4%	20.7%
归母净利	2	1	1	5	2	1	2	6
同比增长率	265%	-38%	-11%	516%	-63%	-57%	148%	190%
扣非净利润	1.6	1.0	0.8	4.7	2.1	1.2	2.1	6.1
总资产	26	32	31	44	59	78	85	121
期末净资产	14	14	15	26	28	31	44	54
ROE (摊薄)	12.40%	7.38%	6.29%	23.11%	8.26%	3.33%	5.84%	13.74%
资产负债率	47.2%	54.2%	53.3%	41.0%	52.2%	60.4%	48.4%	55.8%
归母净资产	13	14	14	24	24	26	37	45
其他权益工具	0	0	0	0	0	1	0	0
在建工程	1.0	3.5	0.0	3.7	17.2	1.0	4.9	1.0
带息债务	10	14	12	11	21	38	30	53
货币资金	2	5	2	4	8	11	13	18
存货金额	3	3	4	7	9	11	13	32
存货/销售收入	19.2%	15.7%	19.1%	21.2%	27.1%	24.7%	21.7%	33.7%
存货周转次数	0.98	1.11	1.18	1.08	0.85	0.95	1.05	0.88
折旧	1.27	1.30	1.59	1.81	1.75	2.69	3.56	3.74
自由现金流	-0.27	0.08	0.42	-0.91	-2.95	-7.82	-3.26	-18.80
支付的各项税费	1.2	1.8	1.4	3.0	2.3	1.6	2.2	3.3
税费/销售收入	8.6%	9.1%	8.8%	10.0%	4.9%	4.1%	4.6%	3.9%
应收账款/销售收入	26.89%	25.09%	24.81%	13.60%	11.47%	22.81%	17.78%	17.28%

资料来源: Wind, 光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	5,851	9,458	15,415	17,884	21,044
营业成本	4,935	7,841	13,062	15,205	17,883
折旧和摊销	356	374	390	407	427
税金及附加	52	56	92	107	126
销售费用	50	48	77	89	105
管理费用	142	182	308	358	421
研发费用	91	138	231	268	316
财务费用	172	160	283	319	308
投资收益	-17	-35	-20	-20	-20
营业利润	382	972	1,357	1,548	1,894
利润总额	368	963	1,344	1,535	1,881
所得税	83	200	282	322	395
净利润	286	763	1,062	1,212	1,486
少数股东损益	72	143	284	281	372
归属母公司净利润	214	620	778	931	1,114
EPS(元)	0.49	1.35	1.69	2.03	2.42

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	343	-1,193	874	1,391	1,711
净利润	214	620	778	931	1,114
折旧摊销	356	374	390	407	427
净营运资金增加	507	2,831	1,748	933	1,002
其他	-732	-5,018	-2,042	-880	-832
投资活动产生现金流	-221	-749	-552	-645	-620
净资本支出	-669	-686	-550	-550	-550
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	448	-63	-2	-95	-70
融资活动现金流	-18	2,111	215	-376	-617
股本变化	97	26	0	0	0
债务净变化	-825	2,335	714	244	34
无息负债变化	252	329	540	314	375
净现金流	95	166	538	370	474

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	15.7%	17.1%	15.3%	15.0%	15.0%
EBITDA 率	16.3%	16.8%	13.4%	12.8%	12.7%
EBIT 率	10.2%	13.0%	10.8%	10.6%	10.6%
税前净利润率	6.3%	10.2%	8.7%	8.6%	8.9%
归母净利润率	3.7%	6.6%	5.0%	5.2%	5.3%
ROA	3.4%	6.3%	7.5%	7.7%	8.6%
ROE (摊薄)	5.8%	13.7%	15.3%	16.3%	17.2%
经营性 ROIC	6.7%	9.5%	10.8%	11.2%	12.1%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	48%	56%	56%	55%	52%
流动比率	1.27	1.35	1.43	1.53	1.68
速动比率	0.89	0.76	0.92	1.02	1.18
归母权益/有息债务	1.23	0.85	0.84	0.91	1.03
有形资产/有息债务	2.70	2.20	2.28	2.42	2.64

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	8,488	12,141	14,241	15,710	17,262
货币资金	1,315	1,775	2,312	2,683	3,157
交易性金融资产	0	0	10	10	10
应收账款	1,040	1,634	2,568	3,067	3,712
应收票据	97	0	15	18	21
其他应收款 (合计)	8	14	77	89	105
存货	1,269	3,188	3,261	3,497	3,577
其他流动资产	297	398	547	609	688
流动资产合计	4,225	7,272	9,243	10,490	11,866
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	3,242	4,161	3,955	3,805	3,689
在建工程	494	101	376	582	736
无形资产	380	378	420	461	501
商誉	16	21	21	21	21
其他非流动资产	53	63	63	63	63
非流动资产合计	4,263	4,869	4,998	5,220	5,395
总负债	4,111	6,775	8,029	8,587	8,996
短期借款	2,061	3,634	4,455	4,499	4,333
应付账款	787	895	1,567	1,825	2,146
应付票据	7	80	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	3	9	9	9	9
流动负债合计	3,330	5,394	6,478	6,835	7,044
长期借款	706	1,274	1,474	1,674	1,874
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	43	76	76	76	76
非流动负债合计	781	1,381	1,552	1,752	1,952
股东权益	4,377	5,366	6,212	7,123	8,266
股本	434	460	460	460	460
公积金	1,988	2,275	2,352	2,399	2,399
未分配利润	1,294	1,814	2,299	2,883	3,654
归属母公司权益	3,663	4,513	5,075	5,706	6,477
少数股东权益	714	853	1,136	1,417	1,789

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	0.86%	0.51%	0.50%	0.50%	0.50%
管理费用率	2.42%	1.93%	2.00%	2.00%	2.00%
财务费用率	2.93%	1.69%	1.84%	1.78%	1.46%
研发费用率	1.55%	1.46%	1.50%	1.50%	1.50%
所得税率	22%	21%	21%	21%	21%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.20	0.47	0.65	0.75	0.92
每股经营现金流	0.79	-2.59	1.90	3.03	3.72
每股净资产	8.45	9.81	11.03	12.41	14.08
每股销售收入	13.49	20.56	33.52	38.88	45.76

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	42	15	12	10	9
PB	2.4	2.1	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	13.5	10.1	8.6	8.1	7.3
股息率	1.0%	2.3%	3.2%	3.6%	4.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE