

索通发展（603612.SH）-2021 年年报点评

阳极产品量价齐升推升利润，战略延伸发力新型碳材料领域

买入

核心观点

公司发布 2021 年年报：全年实现营收 94.58 亿元，同比+61.65%；实现归母净利润 6.20 亿元，同比+189.64%，略超此前预告中 5.6-6.0 亿元的指引范围；实现扣非归母净利润 6.14 亿元，同比+193.47%，也是略超此前预告中 5.6-6.0 亿元的指引范围。公司在 21Q4 实现营收 28.50 亿元，同比+57.45%，环比+6.26%；实现归母净利润 1.46 亿元，同比+50.64%，环比-19.78%；实现扣非归母净利润 1.44 亿元，同比+38.41%，环比-21.31%。

预焙阳极销量较上年度稳步增加。2021 年公司预焙阳极（含试生产自产产量）206.87 万吨，同比+9.18%，OEM 产量 0.61 万吨；销售预焙阳极 202.49 万吨，同比+5.00%，其中出口销售 64.31 万吨，同比+11.55%；国内销售 138.18 万吨，同比+2.21%。产量增长主要是得益于索通云铝一期项目在年中提前进行试生产，年末项目正式转固。

索通云铝二期建设稳步推进，预计今年下半年投产。索通云铝一期年产 60 万吨项目于 2021 年底实现转固，二期 30 万吨产能于 2021 年 9 月 1 日开工建设，预计 2022 年下半年建成投产，届时公司总产能将达到 282 万吨/年。另外在各项条件具备的情况下，索通豫恒年产 35 万吨项目有望于今年启动，投产后公司预焙阳极建成产能将达到 317 万吨。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的背景下，公司有望凭借上市企业平台优势，通过多渠道融资，新建产能或横向并购存量产能，在未来五年内每年至少有 60 万吨产能释放，五年后总产能预计将达到 500 万吨。

首次提出“C+战略”，有望通过战略延伸发力新型碳材料领域。公司为充分发挥在石油焦领域的采购优势，抓住新能源产业链发展机遇，决定在甘肃省嘉峪关市嘉北工业园区投建年产 20 万吨锂离子负极材料一体化项目首期 5 万吨项目。碳负极材料与铝用预焙阳极在生产原料、生产设备、生产工艺等方面有较强的联系和相通之处，公司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。

风险提示：项目建设进度不达预期，阳极产品产销量不达预期。

投资建议：维持“买入”评级。

预计公司 2022-2024 年营收分别为 148.08/168.15/175.65 亿元，同比增速 56.6%/13.6%/4.5%，归母净利润分别为 7.36/8.23/8.53 亿元，同比增速 18.8%/11.7%/3.7%，摊薄 EPS 分别为 1.60/1.79/1.85 元，当前股价对应 PE 分别为 12/11/11X。考虑到公司是国内商用预焙阳极领域唯一的上市公司，通过新建产能或并购存量产能，产能有望实现快速扩张，提升市场占有率和行业话语权，另外公司有望依托在石油焦领域的采购优势，实现在新型碳材料领域的突破，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5851	9458	14808	16815	17565
(+/-%)	33.8%	61.7%	56.6%	13.6%	4.5%
净利润(百万元)	214	620	736	823	853
(+/-%)	147.6%	189.6%	18.8%	11.7%	3.7%
每股收益(元)	0.49	1.35	1.60	1.79	1.85
EBIT Margin	9.9%	12.6%	10.5%	10.5%	10.5%
净资产收益率(ROE)	5.8%	13.7%	14.6%	14.7%	13.8%
市盈率(PE)	40.5	14.8	12.5	11.2	10.8
EV/EBITDA	13.7	10.3	8.5	7.8	7.3
市净率(PB)	2.37	2.04	1.83	1.64	1.48

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

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：杨耀洪

021-60933161

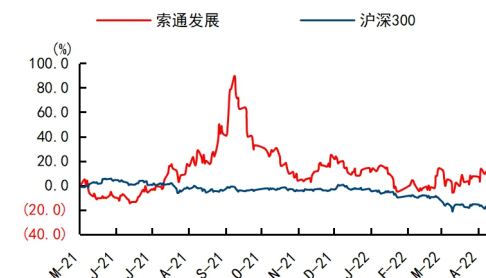
yangyaozhong@guosen.com.cn

S0980520040005

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	20.00 元
总市值/流通市值	9200/8600 百万元
52 周最高价/最低价	34.43/14.76 元
近 3 个月日均成交额	232.36 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

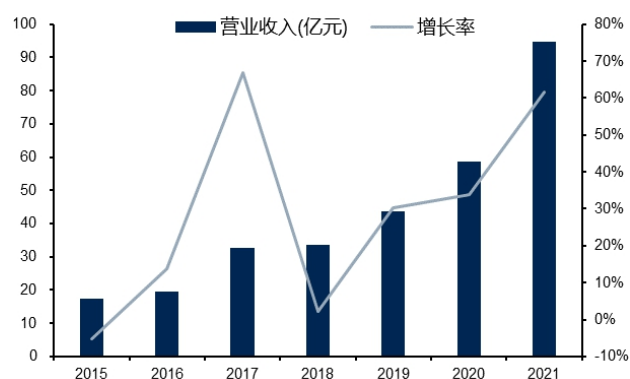
相关研究报告

- 《索通发展-603612-2021 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
- 《索通发展-603612-2021 年三季报点评：21Q3 利润保持平稳，索通云铝二期项目启动》——2021-10-28
- 《索通发展-603612-2021 年中报预告点评：Q2 利润超预期，索通云铝项目提前建成》——2021-07-17
- 《索通发展-603612-2020 年年报&2021 年一季报点评：盈利能力保持高水平，新项目建设稳步推进》——2021-04-29
- 《索通发展-603612-2020 年业绩预告公告点评：全年业绩超预期，公司迎北铝南移的战略机遇期》——2021-01-29

◆ 2021 年实现归母净利润约 6.20 亿元，预焙阳极产量约 207 万吨

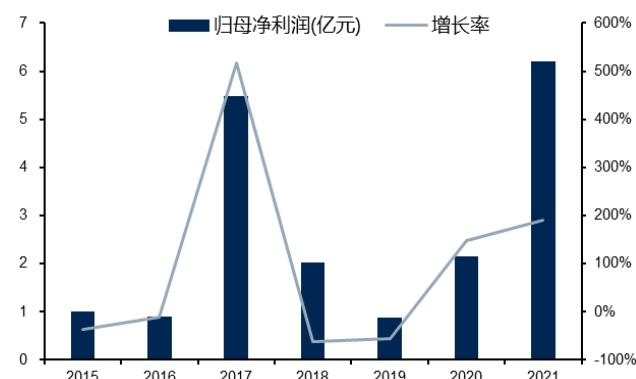
公司发布 2021 年年报：全年实现营收 94.58 亿元，同比+61.65%；实现归母净利润 6.20 亿元，同比+189.64%，略超此前预告中 5.6-6.0 亿元的指引范围；实现扣非归母净利润 6.14 亿元，同比+193.47%，也是略超此前预告中 5.6-6.0 亿元的指引范围。公司在 21Q4 实现营收 28.50 亿元，同比+57.45%，环比+6.26%；实现归母净利润 1.46 亿元，同比+50.64%，环比-19.78%；实现扣非归母净利润 1.44 亿元，同比+38.41%，环比-21.31%。

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、%）

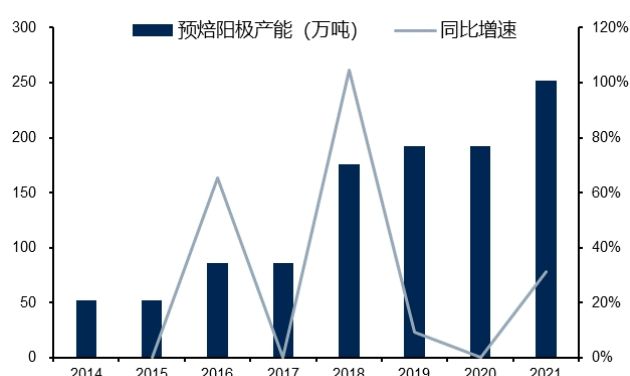


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司经营业绩实现大幅度增长，主要受益于：

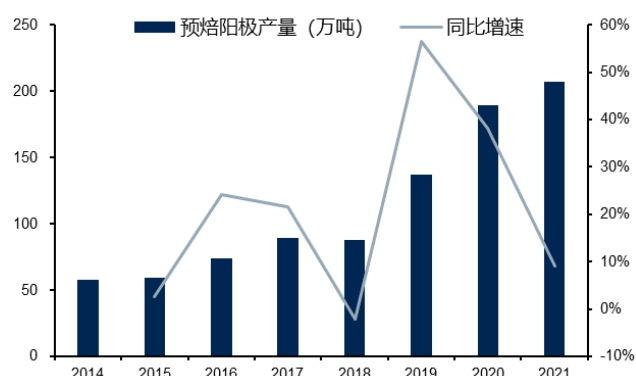
- 1) 产能规模优势凸显，集中化、全球化采购以及内部精益化管理水平持续提升，使得降本增效成果显著，单位成本更具竞争力，盈利能力逐步提高。
- 2) 预焙阳极销量较上年度稳步增加。2021 年公司预焙阳极(含试生产自产产量)206.87 万吨，同比+9.18%，OEM 产量 0.61 万吨；销售预焙阳极 202.49 万吨，同比+5.00%，其中出口销售 64.31 万吨，同比+11.55%；国内销售 138.18 万吨，同比+2.21%。产量增长主要是得益于索通云铝一期项目在年中提前进行试生产，年末项目正式转固。

图3：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

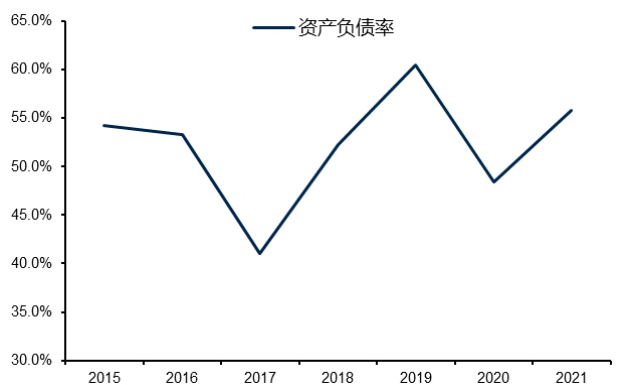
图4：公司预焙阳极产量快速提升



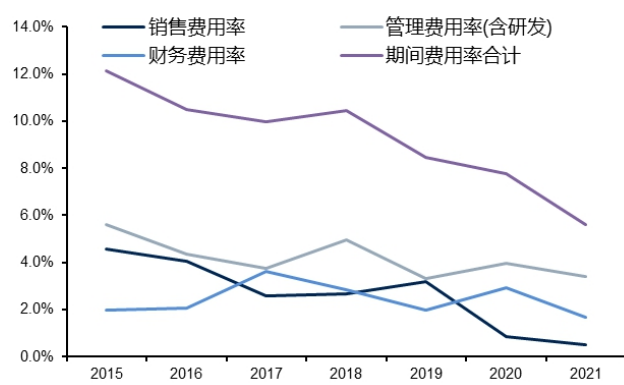
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

- 3) 下游需求强劲，预焙阳极行业价格较上年度增幅较高。百川数据显示，20Q1/Q2/Q3/Q4/21Q1/Q2/Q3/Q4 预焙阳极含税均价为 2951/2751/2912/3315/3756/4328/4706/5347 元/吨，2021 全年含税均价为 4539 元/吨，同比+52.16%。

财务数据方面，截至 2021 年末公司资产负债率为 55.80%，同比提升 7.37 个百分点；货币资金 17.75 亿元，同比+34.93%；存货 31.88 亿元，同比+151.23%。期间费用方面，公司 2021 年销售费用约 4849 万元，同比-3.39%；管理费用约 1.82 亿元，同比+28.73%；研发费用约 1.38 亿元，同比+52.54%，主要系因为公司持续加大研发力度和研发投入，新项目全面推进所致；财务费用约 1.60 亿元，同比-6.84%；公司期间费用率合计 5.59%，同比下降 2.17 个百分点。另外在 2021 年利润分配预案方面，公司拟向全体股东每 10 股派发现金股利 4.7 元(含税)，共计派发现金股利约 2.16 亿元。

图5：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6：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

◆ 索通云铝一期转固，二期建设稳步推进，预计将于今年下半年投产

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 252 万吨，另外索通云铝二期 30 万吨产能于 2021 年 9 月 1 日开工建设，预计 2022 年下半年能建成投产，届时公司总产能将达到 282 万吨/年，采购议价能力有望进一步提升；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。

预焙阳极属于资金密集型行业，各省纷纷出台淘汰落后产能方案，特别是山东省和河南省。河南省郑州市在 2020 年上半年发布《郑州市 2020 年鼓励炭素产能退出资金补贴方案》，拉开了河南地区阳极产能切实退出的序幕。当前河南地区阳极总产能约为 348 万吨，总需求约为 100 万吨，未来或将有 200-250 万吨的产能面临退出。

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 万吨项目已开工建设，索通豫恒年产 35 万吨项目也有望于今年启动，两个项目都投产后，公司预焙阳极建成产能将达到 317 万吨。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的背景下，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，在未来五年内每年至少有 60 万吨产能释放，五年后总产能预计将达到 500 万吨。

◆ 首次提出“C+战略”，有望通过战略延伸发力新型碳材料领域

公司年报中的关键词是“C+战略”，公司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。

公司要做大做强当前的“双驱”：左驱动轮是指以“预焙阳极碳材料”，争取未来五年预焙阳极产能持续提升，总产能达到约 500 万吨；右驱动轮是指“原材料石油焦”，发挥石油焦集中采购、全球采购的优势，构筑具有索通特色的石油焦供应体系。**公司要加快培育未来的“双翼”：**左翼是指基于左驱动轮预焙阳极碳材料的优势，以“铝产业链绿色减碳”为发展方向，由向下游客户提供“单一预焙阳极产品”向“多产品+服务”模式的“电解槽减碳节能综合服务解决方案”提质升级，助力下游原铝行业实现碳达峰目标。右翼是指基于右驱动轮石油焦原材料的优势，以“绿电+新型碳材料”为发展方向，公司利用光伏、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平台。

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。公司于 4 月 8 日发布公告：拟投建年产 20 万吨锂离子负极材料一体化项目首期 5 万吨项目，项目总投资额约 7.2 亿元。公司为充分发挥在石油焦领域的采购优势，抓住新能源产业链发展机遇，决定在甘肃省嘉峪关市嘉北工业园区投建年产 20 万吨锂离子负极材料一体化项目首期 5 万吨项目。碳负极材料与公司主营产品铝用预焙阳极在生产原料、生产设备、生产工艺等方面有较强的联系和相通之处。公司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，争取早日建成投产。

投资建议：维持“买入”评级。预计公司 2022-2024 年营收分别为 148.08/168.15/175.65 亿元，同比增速 56.6%/13.6%/4.5%，归母净利润分别为 7.36/8.23/8.53 亿元，同比增速 18.8%/11.7%/3.7%，摊薄 EPS 分别为 1.60/1.79/1.85 元，当前股价对应 PE 分别为 12/11/11X。考虑到公司是国内商用预焙阳极领域唯一的上市公司，通过新建产能或并购存量产能，产能有望实现快速扩张，提升市场占有率和行业话语权，另外公司有望依托在石油焦领域的采购优势，实现在新型碳材料领域的突破，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）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1315	1775	300	300	300	营业收入	5851	9458	14808	16815	17565
应收款项	1145	1648	2581	2930	3061	营业成本	4935	7841	12684	14414	15060
存货净额	1269	3188	5213	5935	6196	营业税金及附加	52	56	89	101	105
其他流动资产	496	661	1036	1176	1228	销售费用	50	48	67	76	79
流动资产合计	4225	7272	9129	10341	10786	管理费用	142	182	237	267	279
固定资产	3736	4264	4326	4355	4353	研发费用	91	138	185	210	220
无形资产及其他	380	378	363	348	333	财务费用	172	160	222	252	263
投资性房地产	147	227	227	227	227	投资收益	(17)	(35)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	4	15	(2)	(2)	(2)
资产总计	8488	12141	14045	15271	15698	其他收入	(105)	(177)	(170)	(195)	(204)
短期借款及交易性金融负债	2273	4040	4341	4090	3169	营业利润	382	972	1337	1508	1572
应付款项	794	975	1594	1815	1895	营业外净收支	(14)	(9)	(4)	(4)	(4)
其他流动负债	263	379	616	1029	1418	利润总额	368	963	1333	1504	1568
流动负债合计	3330	5394	6551	6934	6481	所得税费用	83	200	267	301	314
长期借款及应付债券	706	1274	1274	1274	1274	少数股东损益	72	143	330	381	402
其他长期负债	75	107	107	108	110	归属于母公司净利润	214	620	736	823	853
长期负债合计	781	1381	1381	1382	1384	现金流量表（百万元）					
负债合计	4111	6775	7932	8316	7865	净利润	214	620	736	823	853
少数股东权益	714	853	1084	1350	1631	资产减值准备	0	10	0	(0)	(0)
股东权益	3663	4513	5029	5605	6202	折旧摊销	354	364	451	484	516
负债和股东权益总计	8488	12141	14045	15271	15698	公允价值变动损失	(4)	(15)	2	2	2
关键财务与估值指标						财务费用	172	160	222	252	263
每股收益	0.49	1.35	1.60	1.79	1.85	营运资本变动	(343)	(2328)	(2474)	(577)	25
每股红利	0.28	0.49	0.48	0.54	0.56	其它	31	80	231	267	281
每股净资产	8.45	9.81	10.93	12.19	13.48	经营活动现金流	252	(1268)	(1054)	998	1677
ROIC	5%	9%	10%	10%	10%	资本开支	0	(907)	(500)	(500)	(500)
ROE	6%	14%	15%	15%	14%	其它投资现金流	461	0	0	0	0
毛利率	16%	17%	14%	14%	14%	投资活动现金流	461	(907)	(500)	(500)	(500)
EBIT Margin	10%	13%	11%	10%	10%	权益性融资	(9)	279	0	0	0
EBITDA Margin	16%	16%	14%	13%	13%	负债净变化	(110)	568	0	0	0
收入增长	34%	62%	57%	14%	4%	支付股利、利息	(122)	(227)	(221)	(247)	(256)
净利润增长率	148%	190%	19%	12%	4%	其它融资现金流	(35)	1674	300	(251)	(921)
资产负债率	57%	63%	64%	63%	60%	融资活动现金流	(508)	2634	80	(498)	(1177)
股息率	1.3%	2.5%	2.4%	2.7%	2.8%	现金净变动	204	459	(1475)	0	0
P/E	40.5	14.8	12.5	11.2	10.8	货币资金的期初余额	1111	1315	1775	300	300
P/B	2.4	2.0	1.8	1.6	1.5	货币资金的期末余额	1315	1775	300	300	300
EV/EBITDA	13.7	10.3	8.5	7.8	7.3	企业自由现金流	0	(1927)	(1275)	817	1511
						权益自由现金流	0	315	(1158)	366	411

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