

量利齐升催化业绩，锂电负极乘帆远航

2022 年 04 月 18 日

► **事件：2022 年 4 月 14 日晚间，公司发布 2021 年报。**2021 年，公司实现营业收入 94.58 亿元，同比增长 61.7%；归母净利润 6.2 亿元，同比增长 189.6%；扣非归母净利润 6.14 亿元，同比增长 193.5%。2021Q4，公司实现营业收入 28.5 亿元，同比增长 57.4%、环比增长 6.3%；归母净利润 1.46 亿元，同比增长 50.6%、环比减少 19.7%；扣非归母净利润 1.44 亿元，同比增长 38.4%、环比减少 21.7%。业绩好于公司预告。

► **受限产影响，产品量利齐升。**量：2021 年公司预焙阳极产销量 206.9 万吨、202.5 万吨，同比分别增加 9.2%和 5.0%，其中出口销量 64.3 万吨，同比增加 11.6%，主要因为公司海外客户广泛，**2022 年公司力争销量 262 万吨。**利：2021 年受能耗管控影响预焙阳极供应，公司产品价格上涨明显，2021 年公司预焙阳极吨毛利 729 元，同比增加 280 元；其中，国内吨毛利 698 元，同比增加 288 元；海外吨毛利 797 元，同比增加 255 元，海外销量增加有助于提升整体盈利水平。公司毛利率、净利率为 17.1%和 8.1%，分别提升 1.4 pct 和 3.2pct。

► **三费费用拖累 21Q4 归母净利，原料囤货或将提升 22Q1 吨毛利。**2021Q4 公司毛利率、净利率为 16.6%和 6.4%，环比分别上升 1.1pct、下降 1.8pct；三费费率 5.4%，环比上升 2.6pct，主要因为管理层薪酬支付和财务费用增长较多。Q4 公司逢低采购原料，**存货环比大增 13.0 亿元**，而 22Q1 石油价格大涨，推高预焙阳极产品价，公司的低价原料，或将提升吨毛利，**22Q1 公司归母净利预增 27.7%-36.8%至 1.4-1.5 亿元**，环比-4.1%至+2.7%，主要因为冬奥会，华北地区限产，公司产量有所下降。

► **未来看点：1) 实施“C+战略：双驱两翼，低碳智造”。**做大做强“双驱”，巩固公司预焙阳极龙头地位。左驱动轮指“预焙阳极”，公司借助北铝南移的时机，积极扩大市场份额，预计 22/23 年预焙阳极产能 282/347 万吨，“十四五”末实现产能约 500 万吨。右驱动轮是指“原料石油焦”，公司 2022 年采购量达 300 万吨，占全国石油焦产量近 10%，公司发挥采购规模优势，保障原料的低成本供应。2) 加快培育未来“两翼”，打造锂电负极第二增长极。左翼基于预焙阳极优势，向下游客户提供“多产品+服务”，帮助电解铝企业挖掘电解槽减碳节能潜力。右翼基于石油焦原材料优势，利用光伏等绿色新能源，打造以锂电池负极为代表的新型碳材料平台。公司嘉峪关一期 5 万吨锂电负极材料，并配套 770MW 光伏项目，有望贡献归母净利 3.5 亿元。

► **投资建议：**随着预焙阳极产能释放以及锂电负极项目积极推进，公司业绩或将继续增长。我们预计公司 2022-2024 年将实现归母净利 8.04 亿元、9.36 亿元和 11.98 亿元，EPS 分别为 1.75 元、2.03 元和 2.61 元，对应 4 月 15 日收盘价的 PE 分别为 11、10 和 8 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**原材料价格大幅上涨，产能释放不及预期，下游需求不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	9458	14248	17744	20492
增长率 (%)	61.7	50.6	24.5	15.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	620	804	936	1198
增长率 (%)	189.6	29.6	16.4	28.0
每股收益 (元)	1.35	1.75	2.03	2.61
PE	15	11	10	8
PB	2.0	1.8	1.6	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 4 月 15 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

20.0 元



分析师：邱祖学

执业证号：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理：张弋清

执业证号：S0100121120057

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

相关研究

1.索通发展 (603612.SH) 动态报告：锂电负极+绿电，打开全新增长空间

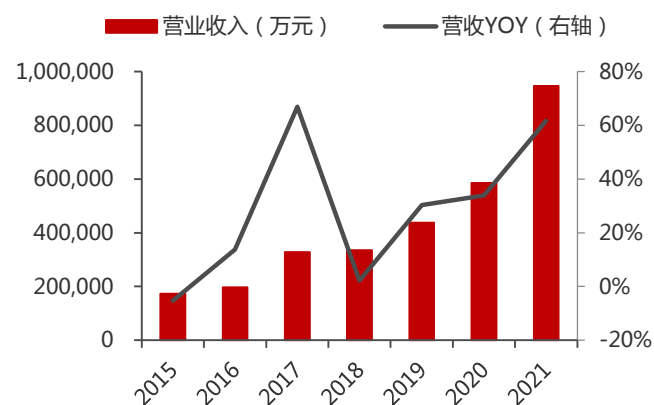
目录

1 事件：公司发布 2021 年年报	3
2 点评	4
2.1 2021 年度业绩：产能不断释放，产品量利齐升	4
2.2 主要子公司利润大幅增加，股权投资围绕“C+战略”展开	6
2.3 2021Q4 业绩：费用上升拖累利润	7
2.4 2022Q1 业绩预告：归母净利环比-4.1%至+2.7%，或因冬奥会限产影响	9
2.5 电解铝复产加快，预焙阳极需求走强	9
2.6 坚持“C+战略：双驱两翼，低碳智造”，锂电负极布局焕发新春	11
3 盈利预测与投资建议	16
3.1 估值分析	16
3.2 投资建议	16
4 风险提示	17
插图目录	19
表格目录	19

1 事件：公司发布 2021 年年报

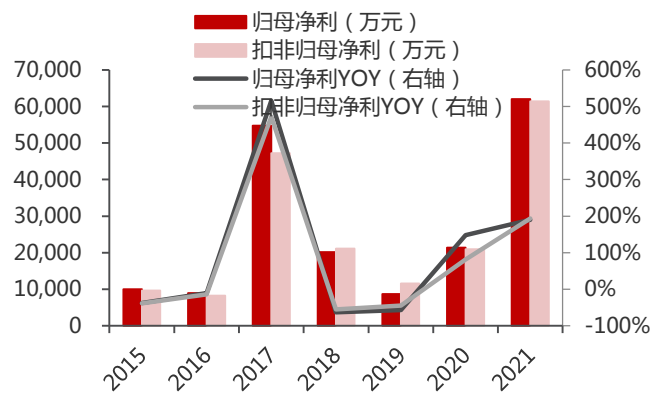
公司发布 2021 年年报。2021 年，公司实现营收 94.58 亿元，同比增长 61.7%；归母净利润 6.2 亿元，同比增长 189.6%；扣非归母净利 6.14 亿元，同比增长 193.5%。2021Q4，公司实现营收 28.5 亿元，同比增长 57.4%、环比增长 6.3%；归母净利润 1.46 亿元，同比增长 50.6%、环比减少 19.7%；扣非归母净利 1.44 亿元，同比增长 38.4%、环比减少 21.7%。业绩好于公司预告。

图 1：2021 年，公司营收同比增加 61.7%



资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：2021 年，公司归母净利润同比增加 189.6%



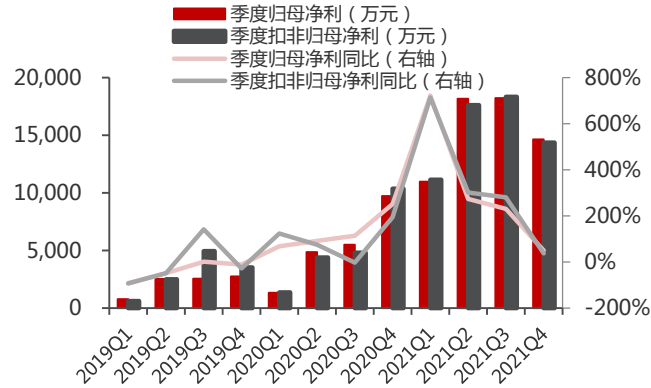
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：2021Q4，公司营收同比增长 57.4%



资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：2021Q4，公司归母净利润同比增长 50.6%



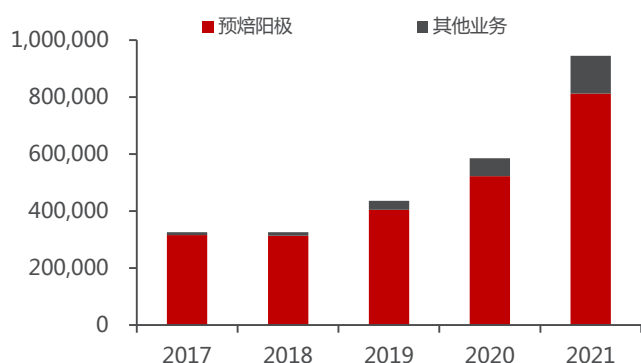
资料来源：wind，民生证券研究院

2 点评

2.1 2021 年度业绩：产能不断释放，产品量利齐升

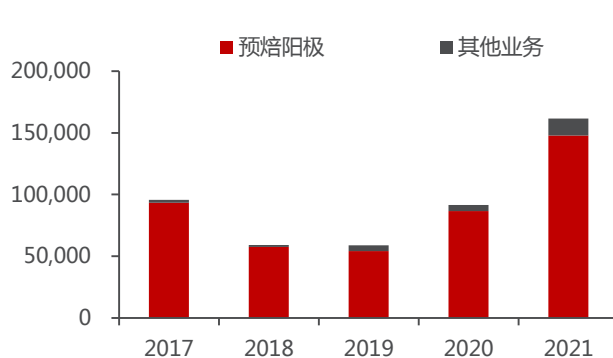
分产品看，预焙阳极业务贡献 85.9% 营收和 91.4% 毛利。公司主要生产预焙阳极，主营业务比较集中。2021 年，公司预焙阳极营收 81.2 亿元，同比增加 55.5%，占总营收 85.9%；贡献毛利 14.77 亿元，同比增加 70.4%，占总毛利比 91.4%，公司业绩上升，主要因为预焙阳极价格大幅上涨。

图 5：2021 年，公司预焙阳极营收占比 85.9%（单位：万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

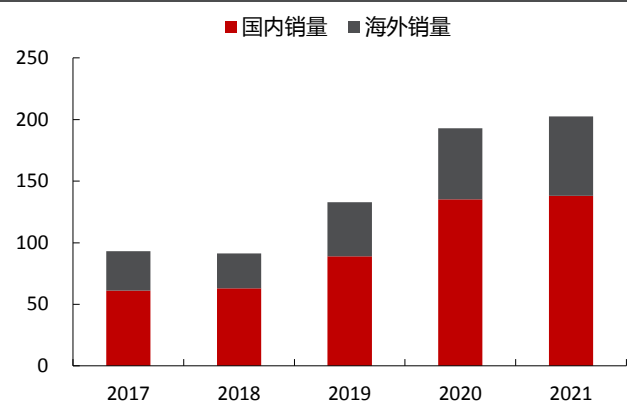
图 6：2021 年，公司预焙阳极贡献 91.4% 毛利（单位：万元）



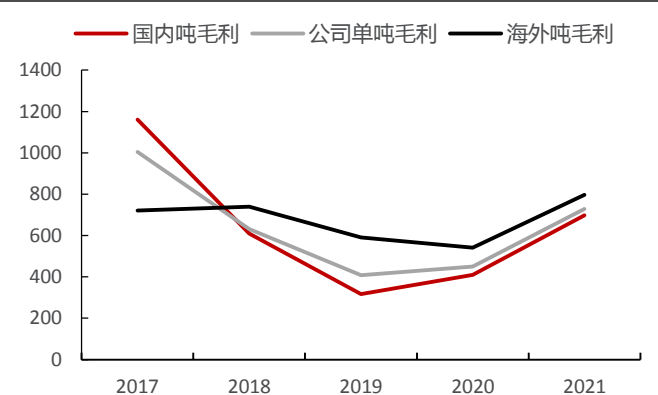
资料来源：wind，民生证券研究院

量：海外销量稳步提升，出口占比远高于行业。随着国内电解铝产量增长，以及海外产量恢复，公司预焙阳极产量小幅增加。2021 年公司预焙阳极产销量 206.9 万吨、202.5 万吨，同比分别增加 9.2% 和 5.0%，分地区看，国内预焙阳极销量 138.2 万吨，同比增加 2.2%，出口销量 64.3 万吨，同比增加 11.6%，出口保持较快增长，主要因为公司海外客户广泛，合作深化，公司出口量占总销量比重 31.8%，远高于行业 9.1% 的平均值。**2022 年目标：**预焙阳极销量争取达到 262 万吨。

利：能耗管控致预焙阳极价格大涨，公司盈利能力提升。2021 年，国内能耗双控较严，行业受限明显，加上电解铝价格上行，预焙阳极价格大幅上涨，而公司属于 A 类生产企业，受能耗管控影响相对有限，公司盈利能力提升。**吨盈利方面，**2021 年公司预焙阳极单吨毛利 729 元，同比增加 280 元；其中，国内单吨毛利 698 元，同比增加 288 元；海外单吨毛利 797 元，同比增加 255 元。**毛利率方面，**公司综合毛利率 17.1%，同比上升 1.4pct，其中，预焙阳极产品毛利率 18.2%，同比上升 1.6pct。

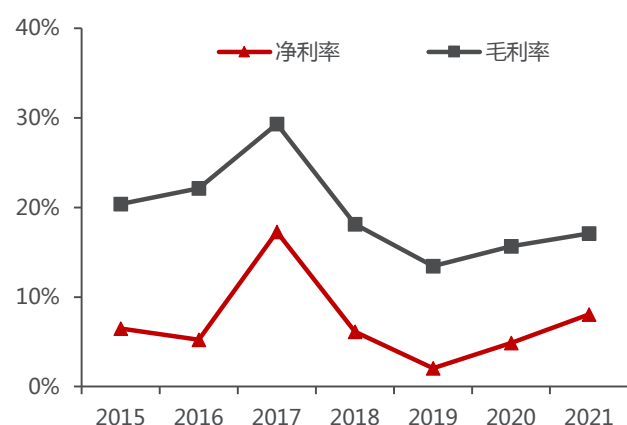
图 7：2021 年，公司预焙阳极销量同比增加 5.0%（单位：万吨）


资料来源：wind，民生证券研究院

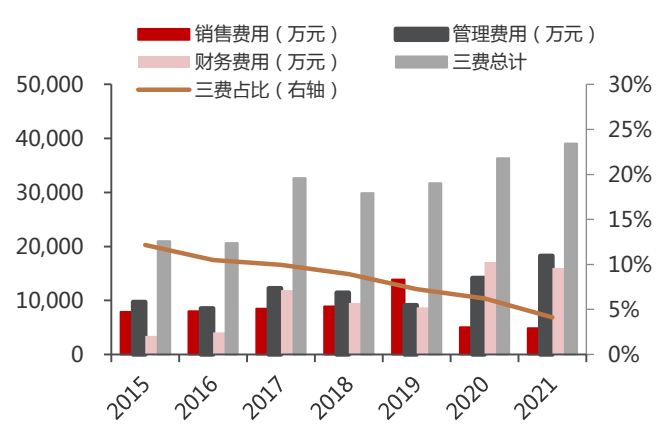
图 8：2021 年，公司预焙阳极吨毛利增加 280 元（单位：元）


资料来源：wind，民生证券研究院

三费费率下降 2.1pct，净利率上升 3.2pct。公司 2021 年三费费用 3.91 亿元，同比上升 7.5%，三费费率 4.1%，同比下降 2.1pct，其中销售费用 4849 万元，同比下降 3.4%，主要系销售人员薪资、销售佣金、运费大幅下降所致；管理费用为 1.82 亿元，同比增加 28.7%，主要系报告期内公司达到经营目标，人员薪酬增加所致；财务费用 3.91 亿元，同比下降 6.8%，主要系汇兑损失大幅下降所致。公司毛利率、净利率为 17.1% 和 8.1%，分别提升 1.4 pct 和 3.2pct。

图 9：2021 年，公司净利率同比上升 3.2pct


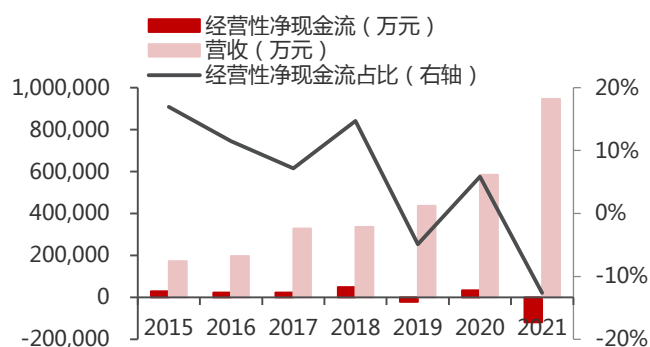
资料来源：wind，民生证券研究院

图 10：2021 年，公司三费费率同比下降 2.1pct


资料来源：wind，民生证券研究院

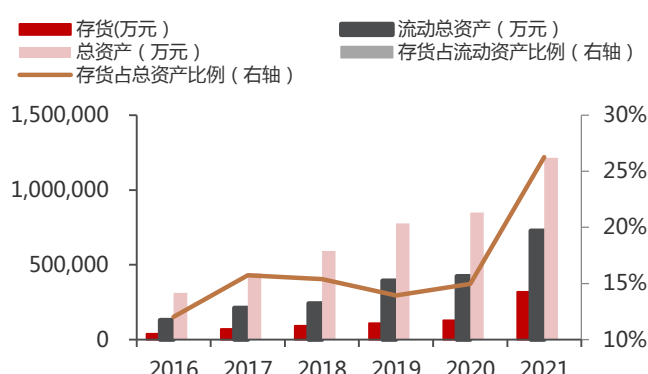
经营性净现金流为-11.9 亿元，存货大幅增加 19.2 亿元，资产负债率提升 7.4pct，2021Q4 的原材料囤货或将催化 2022Q1 业绩。2021 年公司经营性现金流净额较去年下降 15.4 亿元，主要因为公司 4 季度购买原材料增多，存货大幅增加，而购买资金多以短期借款为主，也因此推升资产负债率 7.4pct 至 55.8%。2022Q1，石油焦价格大幅上涨，推高预焙阳极价格，而公司在 4 季度逢低大量采购原材料，有效控制成本，产品价格的上升或将推高公司吨毛利。

图 11：2021 年，公司经营净现金流为-11.9 亿元



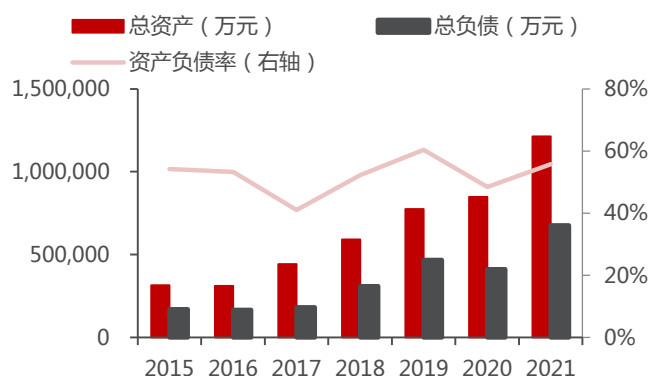
资料来源：wind，民生证券研究院

图 12：2021 年，公司存货大幅增加 19.2 亿元



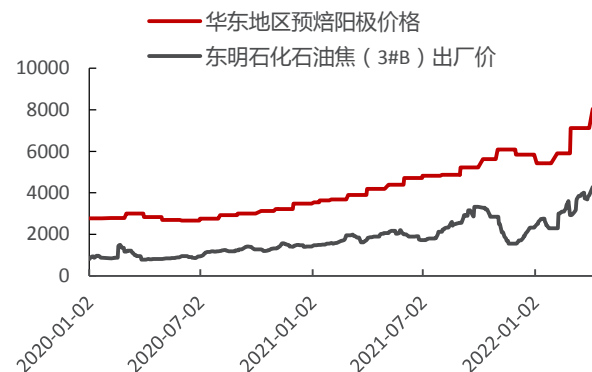
资料来源：wind，民生证券研究院

图 13：2021 年，公司资产负债率提升 7.4pct



资料来源：wind，民生证券研究院

图 14：2022Q1，石油焦预焙阳极价格明显上涨(单位：元/吨)



资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 主要子公司利润大幅增加，股权投资围绕“C+战略”展开

主要子公司 2021 年业绩同比大增。嘉峪关碳材料、山东创新材料、嘉峪关预焙阳极、索通齐力 2021 年分别实现净利润 2.03 亿元、1.59 亿元、1.31 亿元和 1.31 亿元，同比分别增长 61.5%、104.4%、73.8%和 57.7%，索通云铝一期 60 万吨产能 2021Q4 试生产，2022 年利润将会明显上升。

从盈利能力看，甘肃领域子公司强于山东。嘉峪关子公司平均单位产能净利润 561 元/吨，较山东 351 元/吨的平均值，高出 210 元/吨，主要因为甘肃化石能源以及电力成本较低。“双碳”政策背景下，一方面能源价格上涨，另一方面企业也开始向低碳转型，而预焙阳极作为高耗能产品，行业产能开始向绿电+能源成本低的地区转移，这也与电解铝的布局方向较为一致，公司也在积极扩张西北和西南地

区的产能,西北、西南地区的扩张,不只是带来量的增长,也有利于公司降本增效。

表 1：主要参控股子公司净利润变化

公司名称	权益比例	预焙阳极产能(万吨)	2020 年净利润(万元)	2021H1 净利润(万元)	2021 年净利润(万元)	单位产能净利润(元/吨)
嘉峪关预焙阳极	96%	25	4785	6285	13103	524
嘉峪关碳材料	96%	34	12588	9528	20325	598
山东创新碳材料	51%	60	7799	7698	15940	266
索通齐力碳材料	80%	30	8293	6264	13077	436
索通云铝碳材料	65%	60	-346	-293	-1632	-27

资料来源：公司公告，民生证券研究院；产能为 2021 年底数据；索通云铝 2021 年 Q4 试生产

2021 年投资围绕“C+战略：双驱两翼，低碳智造”的发展战略展开。2021 年，公司及子公司股权投资 1.95 亿元，基本投向公司长期战略领域，其中，**两驱领域**的投资包括设立陇西索通，投资 200 万元；**左翼领域**的投资包括设立碳通科技、收购中南力行，参股北京数字绿土科技和北京中辰至刚科技，投资 1.48 亿元；**右翼领域**的投资包括设立甘肃索通绿碳新材料，参股苏州东南佳新科技和武汉众宇动力系统科技，投资 4500 万元。

表 2：2021 年公司股权投资情况

公司名称	持股比例	主营业务	注册地	出资方	投资额(万元)
碳通科技	100%	电解铝行业低碳、可持续发展技术的研发与应用，提供低碳可持续发展综合解决方案。	北京	索通发展	10000
陇西索通碳材料	100%	预焙阳极	甘肃陇西	索通发展	200
甘肃索通绿碳新材料	100%	绿色能源	甘肃嘉峪关	索通发展	500
苏州东南佳新材料	2.9%	索通新动能出资，电机电器等碳刷，轨道交通碳滑板、工业碳刷、碳材料等	江苏苏州	子公司索通新动能	2000
中南力行(孙公司)	60.4%	低碳科研为主		子公司碳通科技	2845
北京数字绿土科技	0.6%	以激光点云三维建模算法为基础，为电力、林业、测绘提供解决方案	北京	子公司索通新动能	1000
北京中辰至刚科技	4%	高熔合金	北京	子公司索通新动能	1000
武汉众宇动力系统科技	4%	氢燃料电池核心零部件、电堆及动力系统、电源系统、电解水制氢等	武汉	子公司索通新动能	2000

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.3 2021Q4 业绩：费用上升拖累利润

2021Q4 净利率同比下降 0.7pct，环比下降 1.8pct。2021Q4，公司实现营收 28.5 亿元，同比增长 57.4%、环比增长 6.3%；归母净利润 1.46 亿元，同比增长 50.6%、环比减少 19.7%；扣非归母净利 1.44 亿元，同比增长 38.4%、环比减少 21.7%。2021Q4 公司毛利率、净利率为 16.6%和 6.4%，同比分别上升 6.2pct、

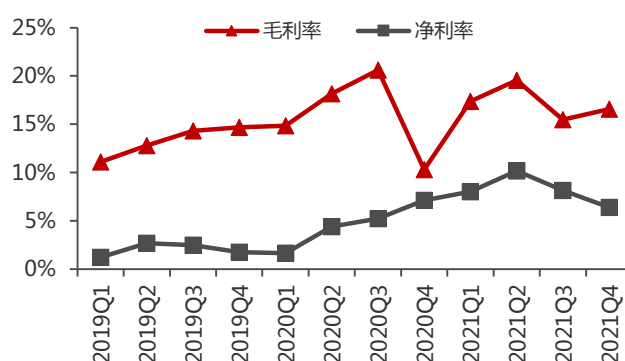
下降 0.7pct，环比分别上升 1.1pct、下降 1.8pct。公司 Q4 业绩下滑，主要因为三费费用增加 0.77 亿元。

图 15：2021Q4，行业利润有所下滑



资料来源：wind，民生证券研究院

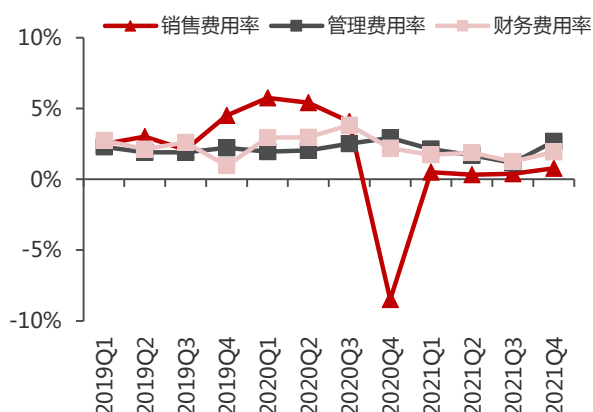
图 16：2021Q4，净利率环比下降 1.8pct



资料来源：wind，民生证券研究院

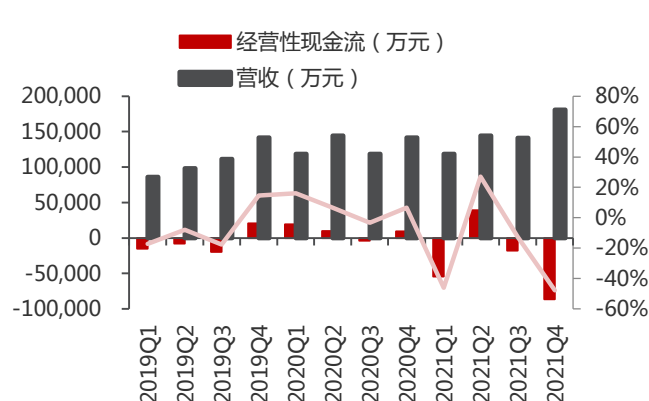
三费费率环比上升 2.6pct，研发费率环比上升 0.6pct。从费用率来看，2021Q4 公司销售费用率环比上升 0.4pct，管理费用率环比上升 1.5pct，主要因为公司业绩达标，管理层薪酬 4 季度支付较多，财务费用率环比上升 0.7pct，主要因为年底财务结算，部分费用上升；研发费用率环比上升 63.5%，研发费率 1.7%，环比上升 0.6pct。**2021Q4，公司经营性净现金流 8.6 亿元，环比下降 6.9 亿元，存货 12.1 亿元，环比大增 13.0 亿元，**主要因为公司大量购买原料，原材料存货大幅上升。

图 17：2021Q4，三费费率环比上升 2.6pct

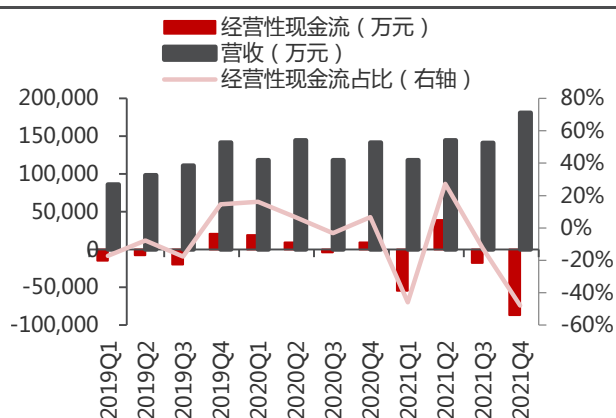


资料来源：wind，民生证券研究院

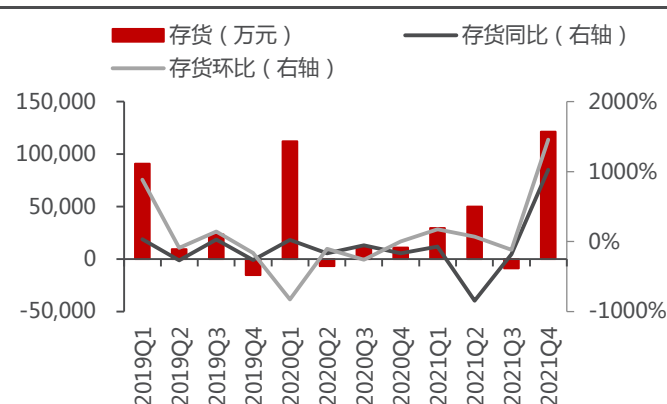
图 18：2021Q4，研发费率环比上升 0.6pct



资料来源：wind，民生证券研究院

图 19：2021Q4，经营性净现金流环比下降 6.9 亿元


资料来源：wind，民生证券研究院

图 20：2021Q4，存货环比增加 13.0 亿元


资料来源：wind，民生证券研究院

2.4 2022Q1 业绩预告：归母净利环比-4.1%至+2.7%，或因冬奥会限产影响

2022Q1 归母净利 14-15 亿元，同比增加 26.7%-36.8%。2022 年 3 月 29 日晚，公司发布一季度业绩预增公告，2022Q1 公司实现归母净利润 14-15 亿元，同比增加 26.7%-36.8%，扣非归母净利润 14-15 亿元，同比增加 25.8%-34.8%，公司业绩同比上涨主要因为产品量价齐升，降本增效成果也比较显著。

受冬奥会影响，2022Q1 产量或下降。2022Q1 归母净利润环比-4.1%至+2.7%，前文我们分析到，公司 21Q4 囤低价原材料较多，而 22Q1 预焙阳极价格大幅上涨，公司吨毛利或上升，但由于冬奥会影响，河北、山东高耗能行业受限，产量下降，公司在山东产能约 117 万吨，生产可能受影响。

2.5 电解铝复产加快，预焙阳极需求走强

2022 年已建成产能可投产 187.5 万吨，复产产能 166.7 万吨，西南电力供应恢复，电解铝复产较快。2021 年，国内实施能耗管控，电解铝停产和延迟投产产能较多，2022 年，电解铝复产是主题，据百川盈孚统计，新建成产能中，2022 年预计可投产 187.5 万吨，停产电解铝企业复产产能为 166.7 万吨，产能增加 354.2 万吨，预计将带动预焙阳极需求增加 170 万吨。

云南电力供应逐步上升，电力紧张局面缓解，电解铝复产加快，2022 年 Q1 我国电解铝产量 946.5 万吨，同比下降 2.3%，其中 3 月产量 331.5 万吨，同比微降 0.9%，日均产量环比增加 1.6%。未来随着西南丰水期的到来，电解铝产量将进一步提升。

表 3：已建成产能 2022 年投产计划（万吨）

	所在地区	新产能	待开工新产能	投产时间	预计可投产
田林百矿	广西	10	10	2022 年 4 月	10
隆林百矿	广西	10	10	2022 年 1 季度	10
甘肃中瑞铝业	甘肃	22.5	22.5	2022 年 5 月	22.5
内蒙白音华	内蒙	40	40	2022 年 6 月	40
云南其亚	云南	20	20	待定	20
云南宏泰新型材料	云南	75	75	待定	0
神火铝业	云南	15	15	待定	15
云铝海鑫铝业	云南	30	30	待定	30
登高新材料	贵州	25	25	待定	25
元豪铝业	云南	10	10	待定	10
广元中孚高精铝材	四川	5	5	待定	5
合计		262.5	262.5		187.5

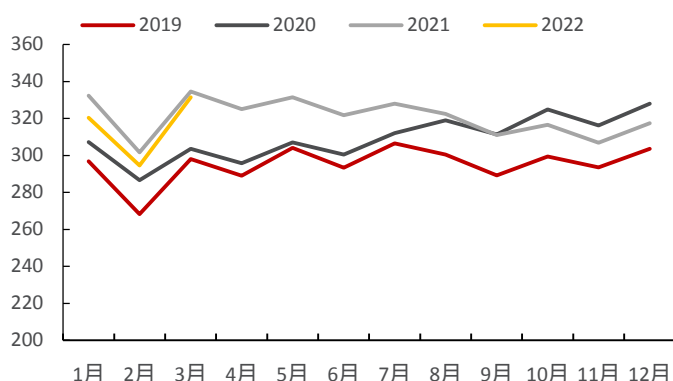
资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

表 4：2022 年拟复产产能统计（万吨）

	所在地区	复产规模	已复产	始复产通电时间	2022 年还可复产
华仁新材料	贵州	15	1	2022 年 1 月	4
文山铝业	云南	14	1	2022 年 1 月	13
云南神火铝业	云南	30	10	2022 年 1 月	20
宏泰新材料	云南	10	0	2022 年 1 月	10
云南其亚	云南	2	0	2022 年 1 月	2
云南铝业	云南	78	15	2022 年 1 月	63
霍煤鸿俊铝电	内蒙	4	4	2022 年 1 月	0
蒙泰新型铝合金	内蒙	8	3	2022 年 1 月	5
锦联铝材	内蒙	4	0	2022 年 1 月	4
包头铝业	内蒙	2	2	2022 年 1 月	0
创源金属	内蒙	15	5	2022 年 1 月	10
中铝山西新材料	山西	16	8	2022 年 1 月	8
山西兆丰铝电	山西	5.7	0	2022 年 2 季度	5.7
海源绿能铝业	青海	10	0	待定	10
焦作万方铝业	河南	12	0	待定	12
合计		225.7	49		166.7

资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

图 21：2022Q1，国内电解铝产量同比减少 2.3%（单位：万吨）



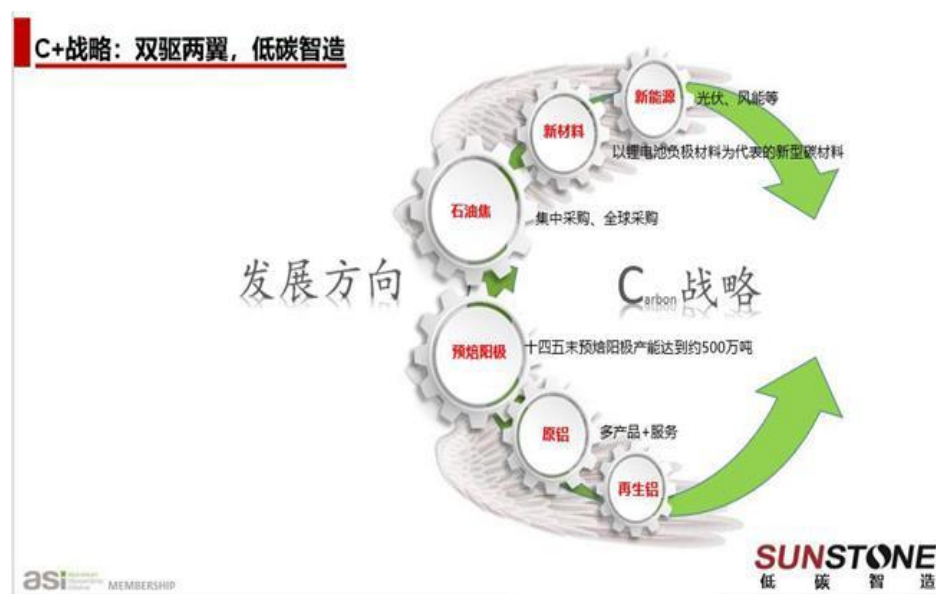
资料来源：Wind，民生证券研究院；

2.6 坚持“C+战略：双驱两翼，低碳智造”，锂电负极布局焕发新春

2.6.1 实施“C+战略”，构筑全球竞争体系

“C+战略”字义：“C”是碳“Carbon”的首字母，也是中国“China”的首字母。在碳达峰、碳中和背景下，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。

图 22：公司“C+战略：双驱两翼，低碳智造”规划



资料来源：公司公告，民生证券研究院；

2.6.2 做大做强“双驱”，巩固公司预焙阳极龙头地位

做强做大“双驱”。左驱动轮指“预焙阳极碳材料”，公司借助北铝南移的时机，积极在云南扩建预焙阳极产能，截止 2021 年底，公司产能 252 万吨，索通云铝一期 60 万吨产能 2021Q4 投产，2022 年开始放量，二期 30 万吨产能在建，预计 2022 年下半年投产，其余规划产能 65 万吨，**预计公司 2022-2023 年产能分别为 282/347 万吨。**公司持续推进在西北、西南、山东、海外四区域的战略布局，争取“十四五”期间平均每年实现 60 万吨预焙阳极产能投放，“十四五”末实现公司总产能达到约 500 万吨。

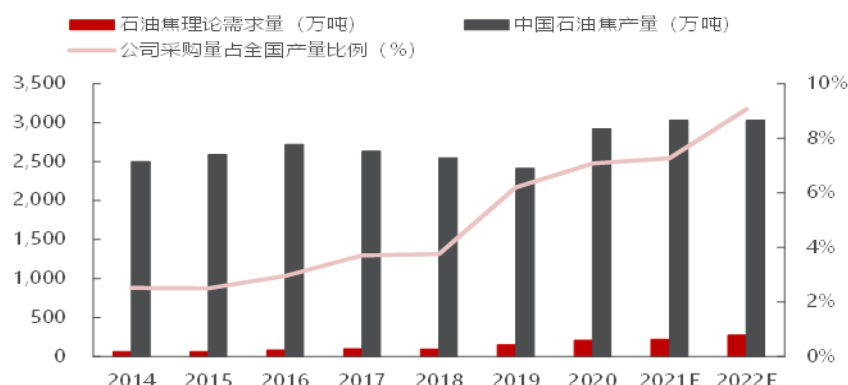
表 5：公司预焙阳极规划产能进展

项目	产能（万吨）	进展
索通云铝（一期）	60	2021Q4 试生产
索通云铝（二期）	30	2021 年 9 月开工，预计 2022 年下半年投产
陇西索通	30	2022 年 2 月 25 日，第一次环评公示
索通豫恒	35	正在筹建
总计	155	

资料来源：wind，民生证券研究院

右驱动轮是指“原材料石油焦”，目前公司 252 万吨预焙阳极产能，年石油焦采购量达 300 万吨，2021 年全国石油焦产量为 3029.5 万吨，公司采购占比 9.9%，未来产能达到 500 万吨时，石油焦采购量超过 550 万吨，采购占比有望超过 15%，公司利用巨大的采购规模，发挥石油焦集中采购、全球采购优势，为铝用碳素、锂电池负极等碳材料夯实成本和保障供应基础。

图 23：公司理论需要采购的石油焦量占全国产量近 10%



资料来源：国家统计局，Wind，民生证券研究院

2.6.3 加快培育未来“两翼”，打造锂电负极第二增长极

加快培育未来的“两翼”。左翼是指基于预焙阳极碳材料优势，以“铝产业链

绿色减碳”为发展方向，向下游客户提供“多产品+服务”模式的“电解槽减碳节能综合服务解决方案”，助力下游原铝行业实现碳达峰目标。

“双碳”目标下，优惠电价的取消，阶梯电价的实施以及未来电解铝行业碳交易的进行，将大大激发电解铝企业减碳节能需求，公司充分发挥技术、数据、研发优势，挖掘电解槽各部位减碳节能潜力。

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。

公司积极布局锂电负极领域，规划在嘉峪关投资建设年产 20 万吨锂电负极材料一体化项目，首期 5 万吨项目将开工，建设周期预计 12 个月，项目总投资约 7.2 亿元，单吨负极材料投资额 1.44 万元，远低于上市公司，项目或为分步建设。

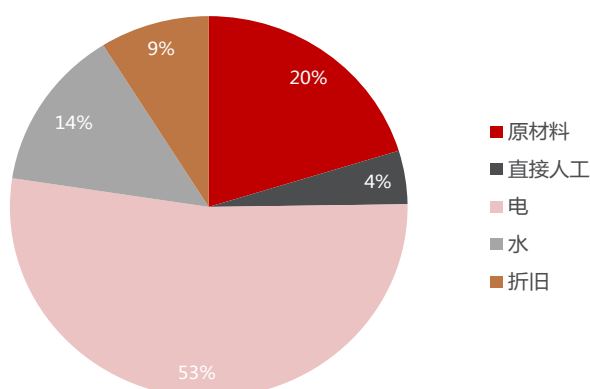
表 6：同类型项目中，公司的单万吨投资额较低

公司	时间	事件	投资额 (亿元)	产能 (万吨)	单万吨投资额 (亿元)
索通发展	2022/4/7	20 万吨负极材料一体化项目一期 5 万吨	7.2	5	1.44
贝特瑞	2021/1/6	收购四川金贝投建 5 万吨高端人造石墨负极材料项目	16.5	5	3.30
贝特瑞	2021/3/3	与山东京阳科技合作建设石墨负极一体化基地	26	8	3.25
贝特瑞	2021/5/17	天津贝特瑞投资年产 4 万吨锂电负极材料	7.62	4	1.91
杉杉股份	2021/8/3	四川眉山 20 万吨锂电负极材料一体化基地	80	20	4.00
璞泰来	2021/3/4	投资建设 20 万吨负极材料和石墨化一体化项目	80	20	4.00
尚太科技	2022/1/18	北苏总部 7 万吨锂电负极材料	11	7	1.57
中科电气	2021/8/25	湖南中科星城石墨有限公司年产 5 万吨锂电池负极材料生产基地项目	8	5	1.60

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

石墨化是人造石墨工序中的核心步骤之一，为高耗电工序。石墨化过程单吨负极材料耗电 1.2-1.4 万度。假设单吨负极材料石墨化耗电 1.3 万度，电价 0.5 元/度，根据翔丰华环评，电力成本约占到石墨化总成本的 53%，而根据尚太科技招股说明书，电力成本占总营业成本的 21%，用电成本每降低 0.1 元/度，石墨化成本将降低 1300 元，因此低电价是人造石墨负极材料重要的优势。

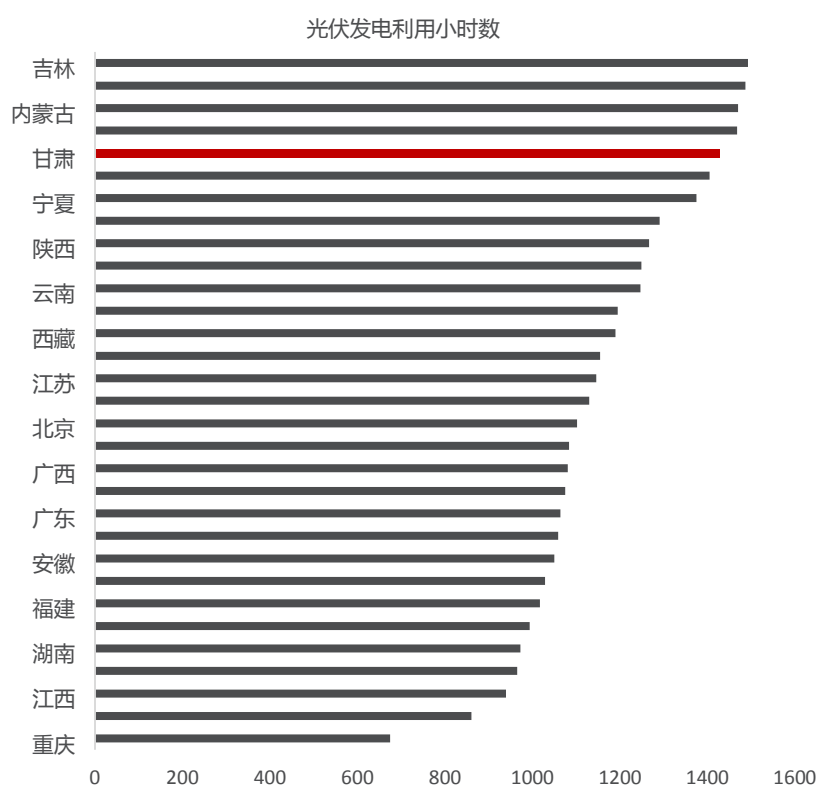
图 24：电力成本约占到石墨化总成本的 53%



资料来源：翔丰华 2017 年项目环评，民生证券研究院；

公司布局锂电负极，核心竞争力在于电力和石油焦原料优势。2022 年 4 月 4 日，公司预中标 770MW 光伏项目，作为锂电负极材料的配套。甘肃太阳能资源丰富，2021 年光伏发电利用小时数 1427 小时，位于全国第 5 位，公司光伏项目预计可发电量约 11 亿度，公司配套光伏发电可以满足一期 5 万吨负极材料的 6.5 亿度的用电需要，多余 4.5 亿度电力将上网出售。而公司在石油焦采购中的规模优势，将为锂电负极提供稳定廉价的原料。

图 25：2021 年各省（区、市）光伏发电利用小时数（单位：小时）



资料来源：Wind，民生证券研究院；

5万吨锂电项目预计将贡献归母净利 3.5 亿元。2021 年上市公司锂电负极材料单吨毛利约 1 万元，预计公司一期 5 万吨项目有望贡献归母净利 3.5 亿元，受电解铝产能天花板所限，传统预焙阳极业务未来成长性相对不足，而新能源车市场发展前景广阔，在“双碳”背景下，构建“绿电+新型碳材料”的发展模式，是公司培育未来第二成长曲线的战略方向。

3 盈利预测与投资建议

3.1 估值分析

目前公司主营预焙阳极业务，由于上市公司中没有该细分领域公司，我们选择与公司业务相对接近的方大炭素、中国铝业以及云铝股份，作为可比公司，2022年可比公司 PE 平均值为 14 倍，高于公司的 11 倍。公司估值相对较低，又切入到新能源车赛道，应当给予一定的估值溢价，因此我们认为公司估值水平具备提升空间。

表 7：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
600516.SH	方大炭素	10.82	0.29	0.42	0.58	37	26	19
601600.SZ	中国铝业	5.72	0.30	0.74	0.91	20	8	6
000807.SH	云铝股份	13.16	0.96	1.59	1.85	12	8	7
可比公司估值平均值						23	14	11
603612.SH	索通发展	20.00	1.35	1.75	2.03	15	11	10

资料来源：wind，民生证券研究院预测；

注：云铝股份采用 Wind 一致预期，股价时间为 2022 年 4 月 15 日；方大炭素 2021 年数据为预测值；

3.2 投资建议

随着预焙阳极产能释放以及锂电负极项目积极推进，公司业绩或将继续增长。我们预计公司 2022-2024 年将实现归母净利润 8.04 亿元、9.36 亿元和 11.98 亿元，EPS 分别为 1.75 元、2.03 元和 2.61 元，对应 4 月 15 日收盘价的 PE 分别为 11、10 和 8 倍，维持“推荐”评级。

4 风险提示

1) 原材料价格大幅上涨。公司原料主要为石油焦和沥青，石油焦价格大涨将对公司利润产生不利影响。

2) 产能释放不及预期。公司有较多产能规划，若部分项目的投产、达产进度受到外部因素干扰延期，则会对公司利润产生不利影响。

3) 下游需求不及预期等。公司在建项目较多，产能持续增长，若下游市场开拓遇到困难，或是需求不及预期，导致公司产能利用率不足，单吨折旧摊销会增加，从而使得成本增加，叠加产量减少，对公司盈利产生影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	9458	14248	17744	20492
营业成本	7841	12082	15105	17315
营业税金及附加	56	85	115	128
销售费用	48	71	100	109
管理费用	182	271	354	400
研发费用	138	214	265	306
EBIT	1172	1525	1805	2234
财务费用	160	271	312	344
资产减值损失	-15	-3	-3	-3
投资收益	-35	-28	-48	-54
营业利润	972	1251	1479	1875
营业外收支	-9	-11	-6	-5
利润总额	963	1240	1473	1869
所得税	200	248	304	382
净利润	763	992	1169	1487
归属于母公司净利润	620	804	936	1198
EBITDA	1546	2001	2312	2789

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1775	1863	1957	2054
应收账款及票据	1634	2695	3275	3773
预付款项	263	362	453	530
存货	3188	4067	5236	6117
其他流动资产	413	528	669	752
流动资产合计	7272	9516	11590	13227
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	4161	4218	4298	4369
无形资产	378	404	429	449
非流动资产合计	4869	5150	5402	5604
资产合计	12141	14666	16992	18831
短期借款	3634	4165	5194	5442
应付账款及票据	975	2017	2402	2677
其他流动负债	785	961	1124	1219
流动负债合计	5394	7143	8720	9338
长期借款	1274	1274	1074	1074
其他长期负债	107	107	117	127
非流动负债合计	1381	1381	1191	1201
负债合计	6775	8524	9911	10539
股本	460	460	460	460
少数股东权益	853	1041	1274	1563
股东权益合计	5366	6142	7081	8292
负债和股东权益合计	12141	14666	16992	18831

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	61.65	50.64	24.54	15.48
EBIT 增长率	104.92	30.13	18.40	23.76
净利润增长率	189.64	29.61	16.45	28.04
盈利能力 (%)				
毛利率	17.09	15.20	14.88	15.50
净利润率	8.07	6.96	6.59	7.26
总资产收益率 ROA	5.11	5.48	5.51	6.36
净资产收益率 ROE	13.74	15.76	16.12	17.81
偿债能力				
流动比率	1.35	1.33	1.33	1.42
速动比率	0.71	0.71	0.68	0.70
现金比率	0.33	0.26	0.22	0.22
资产负债率 (%)	55.80	58.12	58.33	55.97
经营效率				
应收账款周转天数	63.06	67.03	65.35	65.53
存货周转天数	148.39	122.87	126.54	128.96
总资产周转率	0.78	0.97	1.04	1.09
每股指标 (元)				
每股收益	1.35	1.75	2.03	2.61
每股净资产	9.81	11.09	12.62	14.63
每股经营现金流	-2.59	1.90	1.39	2.85
每股股利	0.20	0.47	0.50	0.60
估值分析				
PE	15	11	10	8
PB	2.0	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	8.26	6.60	6.04	5.06
股息收益率 (%)	1.00	2.35	2.50	3.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	763	992	1169	1487
折旧和摊销	374	477	507	554
营运资金变动	-2518	-937	-1433	-1169
经营活动现金流	-1193	872	640	1309
资本开支	-686	-771	-767	-764
投资	-60	0	0	0
投资活动现金流	-749	-799	-815	-819
股权募资	279	0	0	0
债务募资	2377	531	839	258
筹资活动现金流	2111	16	268	-393
现金净流量	166	89	93	98

插图目录

图 1：2021 年，公司营收同比增加 61.7%	3
图 2：2021 年，公司归母净利润同比增加 189.6%	3
图 3：2021Q4，公司营收同比增长 57.4%	3
图 4：2021Q4，公司归母净利润同比增长 50.6%	3
图 5：2021 年，公司预焙阳极营收占比 85.9%（单位：万元）	4
图 6：2021 年，公司预焙阳极贡献 91.4%毛利（单位：万元）	4
图 7：2021 年，公司预焙阳极销量同比增加 5.0%（单位：万吨）	5
图 8：2021 年，公司预焙阳极吨毛利增加 280 元（单位：元）	5
图 9：2021 年，公司净利率同比上升 3.2pct	5
图 10：2021 年，公司三费费率同比下降 2.1pct	5
图 11：2021 年，公司经营性净现金流为-11.9 亿元	6
图 12：2021 年，公司存货大幅增加 19.2 亿元	6
图 13：2021 年，公司资产负债率提升 7.4pct	6
图 14：2022Q1，石油焦预焙阳极价格明显上涨（单位：元/吨）	6
图 15：2021Q4，行业利润有所下滑	8
图 16：2021Q4，净利率环比下降 1.8pct	8
图 17：2021Q4，三费费率环比上升 2.6pct	8
图 18：2021Q4，研发费率环比上升 0.6pct	8
图 19：2021Q4，经营性净现金流环比下降 6.9 亿元	9
图 20：2021Q4，存货环比增加 13.0 亿元	9
图 21：2022Q1，国内电解铝产量同比减少 2.3%（单位：万吨）	11
图 22：公司“C+ 战略：双驱两翼，低碳智造”规划	11
图 23：公司理论需要采购的石油焦量占全国产量近 10%	12
图 24：电力成本约占到石墨化总成本的 53%	14
图 25：2021 年各省（区、市）光伏发电利用小时数（单位：小时）	14

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1：主要控股子公司净利润变化	7
表 2：2021 年公司股权投资情况	7
表 3：已建成产能 2022 年投产计划（万吨）	10
表 4：2022 年拟复产产能统计（万吨）	10
表 5：公司预焙阳极规划产能进展	12
表 6：同类型项目中，公司的单万吨投资额较低	13
表 7：可比公司 PE 数据对比	16
公司财务报表数据预测汇总	18

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001