

## 收购欣源股份，打造新的盈利增长极

2022年05月17日

➤ **事件概述**：2022年5月16日，公司发布定增预案，拟收购欣源股份94.98%股权，欣源股份100%股权作价不超过12亿元，公司现金支付不高于30%。本次发行股份购买资产的发行股份为17.73元，高于停牌前的17.37元。

➤ **补齐锂电负极技术短板，切入新能源车产业链**。公司石油焦年采购量300万吨，带量采购优势明显，公司积极布局锂电负极材料领域，2022年4月宣布建设年产20万吨锂电负极材料，首期5万吨项将开工建设，建设周期12个月，4月4日，公司中标770MW光伏配套项目，公司介入锂电负极材料领域，主要优势在绿电和原料。石墨负极工艺复杂，技术壁垒较高，欣源股份2016年开始生产石墨负极，采用全工序一体化生产，工艺优势突出，弥补公司在锂电负极领域的技术短板，协同效应明显。

➤ **完成最后一块拼图，锂电负极材料扬帆启航**。收购欣源股份后，公司锂电负极布局完善，欣源股份2021年石墨负极材料销量约0.6万吨，吨毛利约1.7万元，据此测算，公司首期5万吨锂电材料有望贡献8.5亿元毛利，第二增长极逐步形成，未来有望实现“预焙阳极+锂电负极”双引擎。

➤ **预焙阳极需求向好，行业利润高**。随着国内电力紧张缓解，电解铝复产加快，3月电解铝运行产能达4000万吨，创历史新高，产量333万吨，同比持平，随着丰水期到来，复产继续，预焙阳极需求向好。受电解铝需求上升，石油焦供应增长缓慢，价格大幅上涨，预焙阳极价格也持续上升，据我们测算，5月16日预焙阳极利润692元/吨，公司石油焦采购优势突出，利润表现更好。

➤ **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，根据2021年欣源股份盈利水平，一期项目有望共享毛利8.5亿元。

➤ **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年将实现归母净利润8.05亿元、9.38亿元和12.01亿元，EPS分别为1.75元、2.04元和2.61元，对应4月27日收盘价的PE分别为10、9和7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   | 805   | 938   | 1201  |
| 增长率(%)          | 189.6 | 29.8  | 16.6  | 28.0  |
| 每股收益(元)         | 1.35  | 1.75  | 2.04  | 2.61  |
| PE              | 13    | 10    | 9     | 7     |
| PB              | 1.8   | 1.6   | 1.4   | 1.2   |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2022年4月27日收盘价)

### 推荐

维持评级

当前价格：

17.37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)2021年年报点评

评：量利齐升催化业绩，锂电负极乘帆远航

2.索通发展(603612.SH)动态报告：锂电

负极+绿电，打开全新增长空间

**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   | 270   | 308   | 339   |
| 资产减值损失    | -15   | -3    | -3    | -3    |
| 投资收益      | -35   | -28   | -48   | -54   |
| 营业利润      | 972   | 1253  | 1483  | 1880  |
| 营业外收支     | -9    | -11   | -6    | -5    |
| 利润总额      | 963   | 1242  | 1477  | 1874  |
| 所得税       | 200   | 248   | 305   | 383   |
| 净利润       | 763   | 993   | 1172  | 1491  |
| 归属于母公司净利润 | 620   | 805   | 938   | 1201  |
| 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   | 533   | 680   | 769   |
| 流动资产合计      | 7272  | 9522  | 11601 | 13243 |
| 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 | 14672 | 17003 | 18847 |
| 短期借款        | 3634  | 3897  | 4728  | 4977  |
| 应付账款及票据     | 975   | 2017  | 2402  | 2677  |
| 其他流动负债      | 785   | 977   | 1140  | 1235  |
| 流动负债合计      | 5394  | 6890  | 8270  | 8889  |
| 长期借款        | 1274  | 1534  | 1534  | 1534  |
| 其他长期负债      | 107   | 104   | 114   | 124   |
| 非流动负债合计     | 1381  | 1638  | 1648  | 1658  |
| 负债合计        | 6775  | 8529  | 9918  | 10547 |
| 股本          | 460   | 460   | 460   | 460   |
| 少数股东权益      | 853   | 1041  | 1275  | 1565  |
| 股东权益合计      | 5366  | 6143  | 7085  | 8300  |
| 负债和股东权益合计   | 12141 | 14672 | 17003 | 18847 |

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  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力 (%)</b> |        |        |        |        |
| 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 | 29.77  | 16.62  | 28.02  |
| <b>盈利能力 (%)</b> |        |        |        |        |
| 毛利率             | 17.09  | 15.20  | 14.88  | 15.50  |
| 净利润率            | 8.07   | 6.97   | 6.60   | 7.28   |
| 总资产收益率 ROA      | 5.11   | 5.48   | 5.52   | 6.37   |
| 净资产收益率 ROE      | 13.74  | 15.77  | 16.15  | 17.84  |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |
| 流动比率            | 1.35   | 1.38   | 1.40   | 1.49   |
| 速动比率            | 0.71   | 0.74   | 0.71   | 0.74   |
| 现金比率            | 0.33   | 0.27   | 0.24   | 0.23   |
| 资产负债率 (%)       | 55.80  | 58.13  | 58.33  | 55.96  |
| <b>经营效率</b>     |        |        |        |        |
| 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   |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益            | 1.35   | 1.75   | 2.04   | 2.61   |
| 每股净资产           | 9.81   | 11.09  | 12.63  | 14.64  |
| 每股经营现金流         | -2.59  | 1.92   | 1.38   | 2.83   |
| 每股股利            | 0.20   | 0.47   | 0.50   | 0.60   |
| <b>估值分析</b>     |        |        |        |        |
| PE              | 13     | 10     | 9      | 7      |
| PB              | 1.8    | 1.6    | 1.4    | 1.2    |
| EV/EBITDA       | 7.48   | 5.99   | 5.51   | 4.63   |
| 股息收益率 (%)       | 1.15   | 2.71   | 2.88   | 3.45   |

| 现金流量表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润         | 763   | 993   | 1172  | 1491  |
| 折旧和摊销       | 374   | 477   | 507   | 554   |
| 营运资金变动      | -2518 | -927  | -1438 | -1174 |
| 经营活动现金流     | -1193 | 882   | 634   | 1303  |
| 资本开支        | -686  | -771  | -767  | -765  |
| 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  | 520   | 841   | 259   |
| 筹资活动现金流     | 2111  | 6     | 275   | -386  |
| 现金净流量       | 166   | 89    | 93    | 98    |

## 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       |
| <b>公司评级</b>                                                                                                           | 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       |
| <b>行业评级</b>                                                                                                           | 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