



2022-05-22

公司点评报告

买入/维持

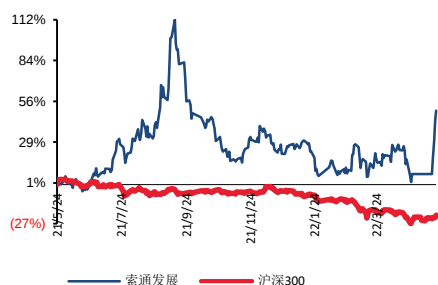
索通发展(603612)

昨收盘: 24.31

基础化工 非金属材料 II

定增收购欣源，两翼形成腾飞在即

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	460/431
总市值/流通(百万元)	11,181/10,478
12 个月最高/最低(元)	34.30/15.46

相关研究报告:

证券分析师: 李帅华

电话: 010-88695231

E-MAIL: lish@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190521070002

事件: 5月16日公司公告定增收购欣源股份 94.98% 股权。本次交易完成后, 欣源股份将成为索通发展的控股子公司。

点评:

收购欣源, 横向打通碳产业链两翼成形。索通作为国内预焙阳极龙头, 一直致力于打造 C+ (carbon) 战略, 打造以“预焙阳极+锂电负极”为两翼的发展模式。目前锂电池负极材料第一大成本是石墨化, 第二大成本是石油焦, 而石墨化环节第一大成本是电力, 所以降本的关键在于石油焦。预焙阳极和锂电负极的原材料都是石油焦, 2021 年索通石油焦采购量达 300 万吨, 未来采购量超过 550 万吨, 占到国内石油焦产量的 1/4, 有着集中采购的成本优势。此次收购欣源股份, 横向打通石油焦→锂电负极, 碳产业链协同效应优势显著。

欣源股份石墨负极业务快速发展。欣源股份主营石墨负极和薄膜电容, 旗下内蒙古欣源主要负责石墨负极材料的研发、生产与销售。2021 年欣源股份营收 5.15 亿元, 其中石墨负极营收 2.59 亿元, 同比增长 56.92%, 石墨负极的毛利率为 40.40%, 同比增加 18.46pct。欣源股份的客户覆盖贝特瑞、山东科宇、宁波杉杉等, 占比分别为 19.59%、11.29%、9.75%, 产品市场认可度较高。

20 万吨锂离子电池负极材料一体化项目, 打开公司成长空间。2022 年 4 月公司计划投资 7.2 亿元, 在甘肃省嘉峪关市投资建设年产 20 万吨锂离子电池负极材料一体化项目, 其中首期为 5 万吨, 整个项目预计 2023 年投产。根据高工锂电数据, 2021 年我国负极材料出货量达 72 万吨, 同比增长 97%, 2016-2021 年负极材料的复合增长率为 43.58%。公司近期扩产负极+收购欣源, 行动力极强, 有望充分受益于新能源汽车快速发展的浪潮, 打开未来成长的天花板。

预焙阳极稳步扩产, 2025 年规划 500 万吨。当前国内电解铝扩产项目加速释放, 4 月运行产能 4030 万吨, 预焙阳极需求旺盛。2021 年索通预焙阳极产能为 252 万吨, 其中嘉峪关 59 万吨, 德州 57 万吨, 云南 60 万吨, 滨州 60 万吨, 重庆 16 万吨。2022 年将继续在四川新建 35 万吨, 在云南扩产 30 万吨, 届时预计总产能将达到 317 万吨。2021 年公司预焙阳极单吨利润为 729 元, 远高于同行水平, 盈利优势明显。公司“十四五”规划产能达到 500 万吨, 年增量约 60 万吨, 扩产保障了业绩增长和稳定的现金流。

投资建议：公司预焙阳极稳步扩产，石墨负极成长可期。预计2022-2024 年公司净利润为 8.31/11.47/15.06 亿元，对应 EPS 为 1.81/2.49/3.27 元，对应 PE 为 11.6/8.4/6.4 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：扩产不及预期，新能源需求不及预期。

■ 盈利预测和财务指标：

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	9458	14660	16440	19600
(+/-%)	61.65	55.00	12.14	19.22
净利润(百万元)	620	831	1147	1506
(+/-%)	1.90	0.34	0.38	0.31
摊薄每股收益(元)	1.40	1.81	2.49	3.27
市盈率(PE)	14.66	11.64	8.43	6.42

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

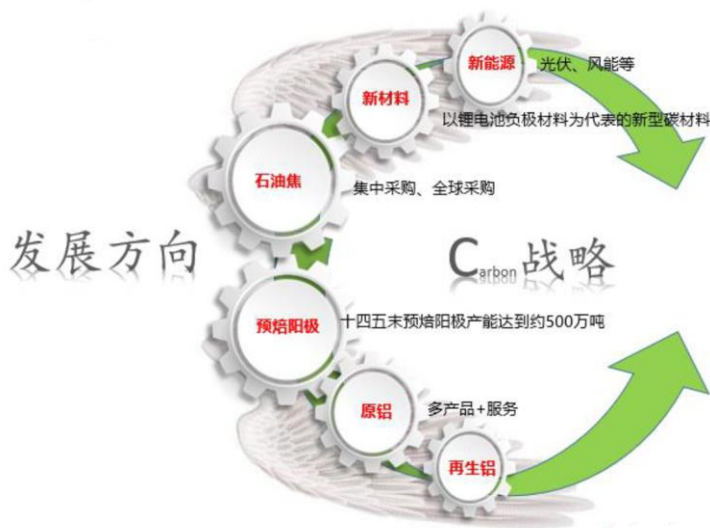
一、事件

5月16日公司公告定增收购欣源股份94.98%股权。本次交易完成后，欣源股份将成为索通发展的控股子公司。欣源股份100%股权对应的交易价格不高于12亿元，本次发行股份购买资产的发行股价为17.73元。

二、点评

收购欣源，横向打通碳产业链两翼成形。索通作为国内预焙阳极龙头，一直致力于打造C+（carbon）战略，通过聚焦中高端碳材料，打造以“铝电解槽+锂电负极”为两翼的发展模式。目前锂电池负极材料第一大成本是石墨化，第二大成本是石油焦，其中石墨化环节第一大成本是电力，所以降本的关键在于石油焦。预焙阳极和锂电负极的原材料都是石油焦，2021年索通石油焦采购量达300万吨，未来采购量超过550万吨，占到国内石油焦产量的1/4，有着集中采购的成本优势。此次收购欣源股份，横向打通石油焦→锂电负极，碳产业链协同效应优势显著。

图表1：索通发展的C+（carbon）战略：双驱两翼，低碳智造

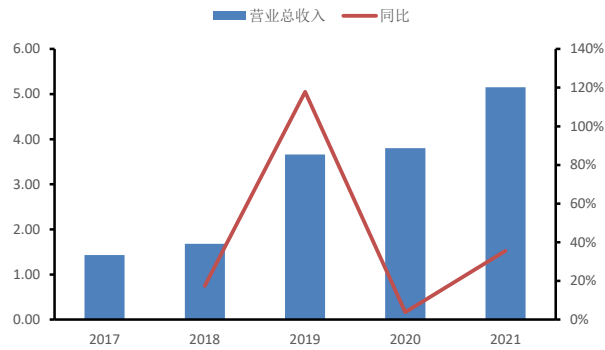


资料来源：特斯拉年报，太平洋研究院整理

欣源股份石墨负极业务快速发展。欣源股份旗下内蒙古欣源石墨烯科技股份有限公司主要负责石墨负极材料的研发、生产与销售。2021年欣源股份营收5.15亿元，其中石墨负极营收2.59亿元，同比增长56.92%，石墨负极的毛利率为40.40%，同比增加18.46pct。欣源股份的客户覆盖贝特瑞、山东科宇、宁波杉杉等，占比分别为19.59%、

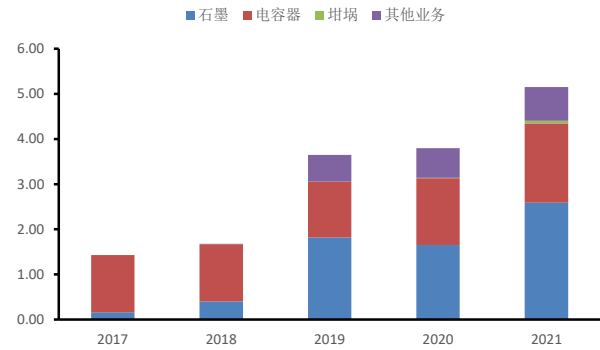
11.29%、9.75%，产品市场认可度较高。

图表2：欣源股份营收及同比情况（亿元）



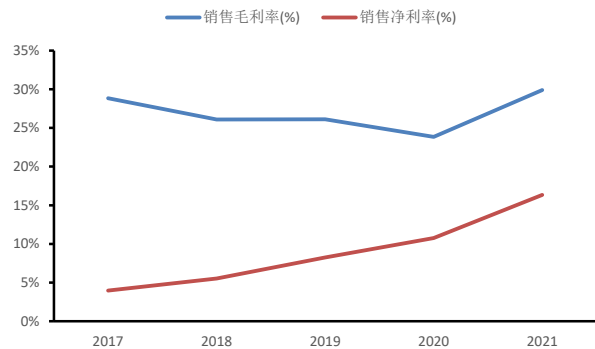
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表3：欣源股份分业务营收情况（亿元）



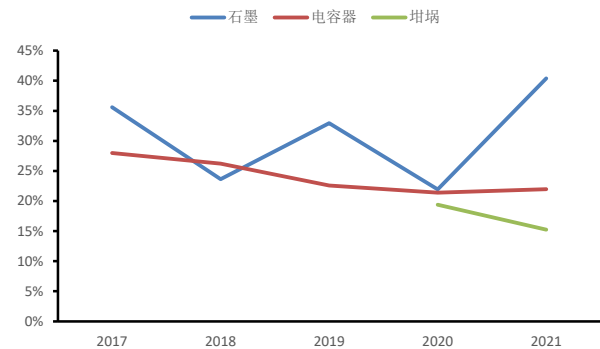
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表4：欣源股份毛利率、净利率情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表5：欣源股份分产品毛利率情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表6：欣源股份前五大客户情况

单位：元

序号	客户	销售金额	年度销售占比%	是否存在关联关系
1	贝特瑞新材料集团股份有限公司	114,369,874.14	19.59%	否
2	山东科宇能源有限公司	65,898,680.89	11.29%	否
3	宁波杉杉新材料科技有限公司	56,937,608.70	9.75%	否
4	贝特瑞（江苏）新能源材料有限公司	23,718,902.23	4.06%	否
5	佛山市生益进出口有限公司	23,718,902.23	4.79%	否
合计		284,643,968.19	49.48%	-

资料来源：欣源股份年报，太平洋研究院整理

20万吨锂离子电池负极材料一体化项目，打开公司成长空间。2022年4月公司计划投资7.2亿元，在甘肃省嘉峪关市投资建设年产20万吨锂离子电池负极材料一体化项目，

其中首期为5万吨，整个项目预计2023年投产。根据高工锂电数据，2021年我国负极材料出货量达72万吨，同比增长97%，2016-2021年负极材料的复合增长率为43.58%。公司近期扩产负极+收购欣源，行动力极强，有望充分受益于新能源快速发展的浪潮，打开未来成长的天花板。

预焙阳极稳步扩产，2025年规划500万吨。当前国内电解铝扩产项目加速释放，4月建成产能4300万吨，运行产能4030万吨，预焙阳极需求旺盛。2021年索通预焙阳极产能为252万吨，其中嘉峪关59万吨，德州57万吨，云南60万吨，滨州60万吨，重庆16万吨。2022年将继续在四川新建35万吨，在云南继续扩产30万吨，届时预计总产能将达到317万吨。2021年公司预焙阳极单吨利润为729元，远高于同行水平，盈利优势明显。公司“十四五”规划产能达到500万吨，年增量约60万吨，扩产保障了业绩增长和稳定的现金流。

图表7：2022年索通发展预焙阳极产能分布情况（万吨）



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

三、风险提示

项目落地进度不及预期，新能源需求不及预期。

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,315	1,775	979	1,383	2,980	营业收入	5,851	9,458	14,660	16,440	19,600
应收和预付款项	1,240	1,897	2,942	3,398	3,943	营业成本	4,935	7,841	12,578	13,980	16,600
存货	1,269	3,188	3,446	3,830	4,548	营业税金及附加	52	56	118	126	142
其他流动资产	496	661	876	1,151	1,290	销售费用	50	48	362	353	333
流动资产合计	4,225	7,272	7,935	9,406	12,234	管理费用	142	182	297	316	376
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	172	160	90	17	0
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	(5)	(15)	0	0	0
固定资产	3,242	4,161	4,229	4,371	4,487	投资收益	(17)	(35)	0	0	0
在建工程	494	104	52	26	13	公允价值变动	(1)	0	0	0	0
无形资产	380	378	378	378	378	营业利润	382	972	1,060	1,478	1,938
长期待摊费用	0	0	(0)	(0)	(0)	其他非经营损益	(23)	(43)	0	0	0
其他非流动资产	131	206	206	206	206	利润总额	368	963	1,060	1,478	1,938
资产总计	8,488	12,141	12,820	14,407	17,338	所得税	83	200	229	331	432
短期借款	2,061	3,634	856	0	0	净利润	286	763	831	1,147	1,506
应付和预收款项	787	895	1,378	1,532	1,819	少数股东损益	72	143	0	0	0
长期借款	706	1,274	1,274	1,274	1,274	归母股东净利润	214	620	831	1,147	1,506
其他负债	557	972	3,114	4,257	5,394						
负债合计	4,111	6,775	6,623	7,063	8,487						
股本	434	460	460	460	460	预测指标					
资本公积	1,894	2,169	2,169	2,169	2,169		2020	2021	2022E	2023E	2024E
留存收益	1,387	1,920	2,751	3,898	5,405	毛利率	0.16	0.17	0.14	0.15	0.15
归母公司股东权益	3,663	4,513	5,344	6,492	7,998	销售净利率	0.07	0.10	0.07	0.09	0.10
少数股东权益	714	853	853	853	853	销售收入增长率	0.34	0.62	0.55	0.12	0.19
股东权益合计	4,377	5,366	6,197	7,344	8,850	EBIT 增长率	1.20	1.05	(0.05)	0.31	0.30
负债和股东权益	8,488	12,141	12,820	14,407	17,338	净利润增长率	1.48	1.90	0.34	0.38	0.31
						ROE	0.06	0.14	0.16	0.18	0.19
						ROA	0.03	0.05	0.06	0.08	0.09
						ROIC	0.06	0.09	0.08	0.09	0.10
						EPS(X)	0.59	1.40	1.81	2.49	3.27
						PE(X)	23.17	14.66	11.64	8.43	6.42
						PB(X)	1.62	2.09	1.81	1.49	1.21
						PS(X)	0.92	0.66	0.64	0.59	0.49
						EV/EBITDA(X)	8.18	8.42	8.47	6.73	5.10

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyew@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远 企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。