

索通发展 (603612.SH)

阳极产能盈利能力维持，负极产能布局稳步推进

核心观点

公司发布三季报：前三季度实现营收 137.10 亿元，同比+107.47%；实现归母净利润 9.65 亿元，同比+103.68%。22Q3 单季实现营收 57.47 亿元，同比+114.28%，环比+20.29%；实现归母净利润 3.97 亿元，同比+117.75%，环比-3.09%。公司归母净利润连续两个季度维持约 4 亿元左右的水平，表明预焙阳极强劲的盈利能力有望维持。

公司前三季度经营业绩实现大幅度增长，主要受益于：1) 石油焦价格上行提供成本支撑，推动预焙阳极价格持续上行；2) 预焙阳极产销量同比稳步增加，已建产能满负荷甚至超负荷运转，预计三季度预焙阳极产销量能维持二季度左右水平；3) 产能规模进一步扩大，降本增效成果显著。

预焙阳极新建产能稳步推进，十四五期间产能有望实现翻倍增长。截至目前，索通云铝二期 30 万吨产能基本建成，在进行试产工作。同时公司积极筹建陇西索通 30 万吨项目，有望增强西北市场竞争优势。另外公司拟在湖北省枝江市姚家港化工园区投资建设年产 100 万吨煅烧焦项目，有利于夯实公司的原材料优势。公司现有年产 252 万吨预焙阳极产能，未来每年有望新增 60 万吨产能，2025 年总产能有望达到 500 万吨。公司通常采用与核心客户合资并由公司控股的模式来建设预焙阳极产能，保障优质销售订单，且在原材料石油焦的采购环节，有集中采购和全球采购的优势。

抓住机遇切入锂电负极，打造第二成长曲线。截至目前，欣源股份收购相关工作稳步推进；索通盛源年产 20 万吨负极首期 5 万吨项目同样在稳步推进当中，项目一步 2.5 万吨建设工作争取在今年年末完成。未来锂电负极材料产业逻辑或从石墨化供应紧张转向原料供应紧张；而公司作为国内商用预焙阳极领域的龙头企业，在石油焦采购方面有较为明显的竞争优势，在原料端低硫石油焦方面的保供能力要优于同行其他企业。

风险提示：项目建设进度不达预期，项目产品产销量不达预期。

投资建议：维持“买入”评级。

上调 2022 年盈利预测。假设公司今年能够顺利实现欣源股份收购前提下，预期公司 2022-2024 年营收分别为 179.54/229.47/310.64 亿元，同比增速 89.8%/27.8%/35.4%，归母净利润分别为 14.92/16.65/22.06 亿元，同比增速 140.6%/11.6%/32.4%；摊薄 EPS 分别为 3.24/3.62/4.79 元，当前股价对应 PE 为 8.5/7.6/5.8X。我们认为公司在预焙阳极领域已取得非常明显的竞争优势；公司战略延伸发力新型碳材料领域，有望凭借石油焦领域的采购优势及低成本电价优势，实现人造石墨负极材料产能的突破和快速扩张，具有极大的成长空间；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	17954	22947	31064
(+/-%)	33.8%	61.7%	89.8%	27.8%	35.4%
净利润(百万元)	214	620	1492	1665	2206
(+/-%)	147.6%	189.6%	140.6%	11.6%	32.4%
每股收益(元)	0.49	1.35	3.24	3.62	4.79
EBIT Margin	9.9%	12.6%	16.2%	13.4%	12.6%
净资产收益率 (ROE)	5.8%	13.7%	26.8%	24.8%	26.7%
市盈率 (PE)	55.8	20.4	8.5	7.6	5.8
EV/EBITDA	17.2	12.5	6.7	7.0	6.4
市净率 (PB)	3.26	2.81	2.28	1.89	1.53

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

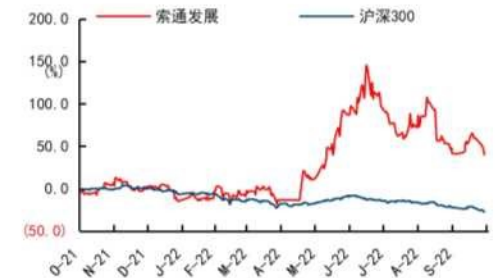
证券分析师：杨耀洪

021-60933161
yangyaozhong@guosen.com.cn
S0980520040005

基础数据

投资评级	合理估值	买入(维持)
收盘价		27.55 元
总市值/流通市值		12701/11984 百万元
52 周最高价/最低价		50.10/15.90 元
近 3 个月日均成交额		516.10 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

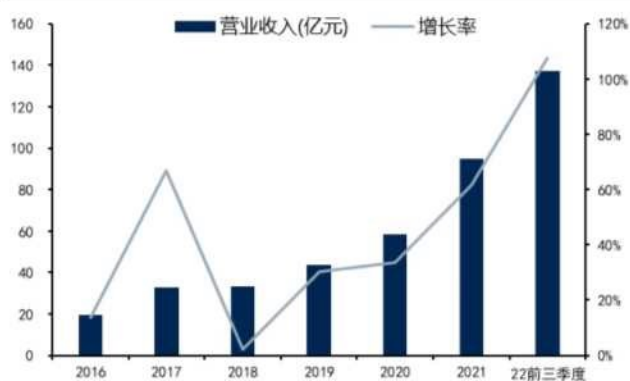
相关研究报告

- 《索通发展(603612.SH)半年度报告点评：阳极产能盈利能力提升，负极产能布局稳步推进》——2022-08-30
- 《索通发展-603612.SH-深度报告：预焙阳极产能稳步扩张，战略延伸锂电负极材料领域》——2022-08-24
- 《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》——2022-04-17
- 《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

◆ 前三季度实现归母净利润 9.65 亿元，三季度实现归母净利润 3.97 亿元

公司发布三季报：前三季度实现营收 137.10 亿元，同比+107.47%；实现归母净利润 9.65 亿元，同比+103.68%，数据在此前业绩预告 9.2-9.7 亿元区间范围内靠近上限的位置；实现扣非归母净利润 9.60 亿元，同比+103.97%。22Q3 单季度实现营收 57.47 亿元，同比+114.28%，环比+20.29%；实现归母净利润 3.97 亿元，同比+117.75%，环比-3.09%；实现扣非归母净利润 3.92 亿元，同比+113.76%，环比-5.13%。公司归母净利润连续两个季度维持约 4 亿元左右的水平，表明主营产品预焙阳极强劲的盈利能力有望维持。

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、%）

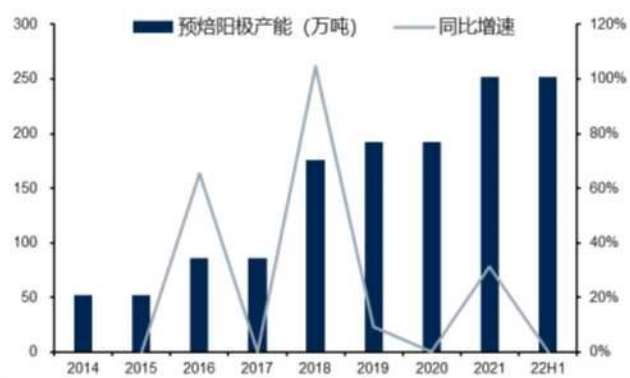


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司前三季度经营业绩实现大幅度增长，主要受益于：

- 1) **石油焦价格上行提供成本支撑，推动预焙阳极行业价格持续上行。**今年6月预焙阳极月均价格指数 7596.71 元/吨，较1月月均价格指数 5326.43 元/吨上涨了 42.62%；三季度预焙阳极价格有所波动，但总体仍维持在高位。另外在石油焦价格方面，亚洲金属网数据显示，今年9月国内中硫石油焦月均价约为 4089.29 元/吨（出厂含税价），较1月月均价 2821.67 元/吨上涨了约 45%。在石油焦和预焙阳极价格不断上行的过程当中，预计公司能获得生产和贸易库存所带来的库存收益。
- 2) **预焙阳极销量同比稳步增加。**今年上半年公司控股子公司索通云铝项目一期年产 60 万吨预焙阳极产能释放；与此同时，公司有效保障已建产能的满负荷运行，部分生产基地甚至实现超负荷运转。公司上半年预焙阳极产量 132.33 万吨，同比+36.68%；销量 126.55 万吨，同比+31.17%。预计公司三季度预焙阳极产销量能够维持二季度左右的水平。

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

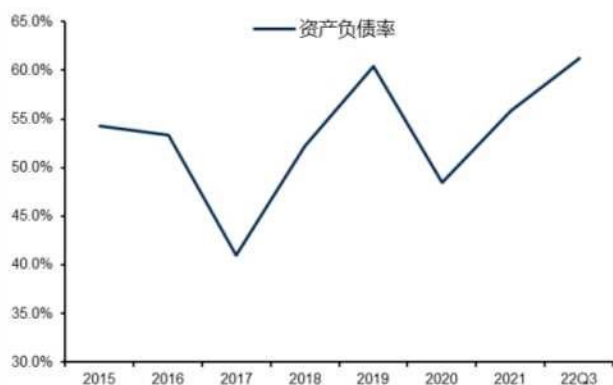


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

- 3) 公司产能规模进一步扩大, 原材料集中化、全球化采购更具优势, 以及生产技术、工艺流程的不断优化, 内部精益管理水平的持续提升, 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。

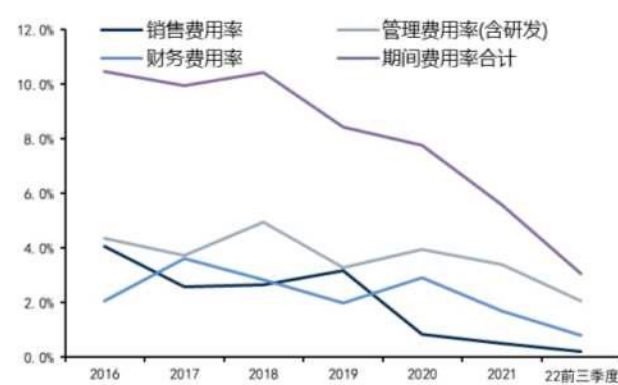
财务数据方面:截至三季报公司资产负债率为 61.25%, 相比 2021 年末增加了 5.45 个百分点; 货币资金约 30.04 亿元, 相比 2021 年末提升了 69.24%; 存货约 48.60 亿元, 相比 2021 年末提升了 52.45%。期间费用方面, 公司前三季度销售费用约 2814 万元, 同比+5.57%; 管理费用约 1.38 亿元, 同比+30.89%; 研发费用约 1.44 亿元, 同比+61.70%; 财务费用约 1.10 亿元, 同比+4.37%; 公司前三季度的期间费用率合计 3.06%, 相比 2021 年全年下降了 2.53 个百分点。

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

◆ 预焙阳极新建产能稳步推进, 切入锂电负极打造第二成长曲线

预焙阳极领域, 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, 公司目前运行产能为 252 万吨, 原材料采购采用集中采购和全球化采购模式, 采购端议价能力将进一步提升; 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增产能的扩张。

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。

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 万吨项目于 2021 年 9 月 1 日开工建设, 截至半年报项目基本建成, 下一步将进行试生产工作, 项目充分体现出索通云铝团队强有力的执行力度与集团内各公司之间高度的协同合作水平。同时, 筹建项目陇西索通 30 万吨项目也在积极推进中, 该项目将增加公司在西北市场的竞争优势。另外公司于今年 10 月 20 日发布公告: 公司拟在湖北省枝江市姚家港化工园区投资建设年产 100 万吨煅烧焦项目, 计划总投资约为 20.5 亿元, 建设周期 12 个月, 此次规划公司有利于发挥沿江区位优势及园区产业集群带来的降本优势, 为进一步夯实公司原材料优势奠定坚实基础。

综上所述我们判断，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，实现预焙阳极产能的逆势扩张和稳步扩张。公司现有年产 252 万吨预焙阳极产能，权益产能约为 174 万吨，未来每年有望新增 60 万吨产能，2025 年总产能将有望达到 500 万吨。

锂电负极领域，公司抓住机遇打造第二成长曲线。公司提出“C+战略”，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。

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。人造石墨负极和铝用预焙阳极在原材料和生产工艺方面具有高度的相似性，主要原料均包含石油焦。公司为充分发挥石油焦领域的采购优势，抓住新能源产业链发展机遇，构建“绿电+新型碳材料”发展模式，今年 4 月发布公告：拟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，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。截至目前，项目一步 2.5 万吨建设工作在稳步推进中，将争取在 2022 年年末完成。

另外公司筹划以发行股份及支付现金方式收购欣源股份 94.9777%股权。欣源股份的人造石墨负极材料产品广泛应用于动力电池、消费类电池和储能电池等领域，此外公司还承接石墨化代加工、一体化代加工以及其他工序的代加工。目前欣源股份已成功进入宁德时代、国轩高科等下游锂电池厂商供应链体系。通过此次收购欣源股份，索通发展能利用欣源股份多年积累的技术和工艺，并直接利用欣源股份现有市场及客户渠道，快速切入负极材料领域，大幅降低客户导入周期，较快实现自建负极材料产能的运营。截至目前，欣源股份的相关收购工作也在稳步推进当中。

锂电负极材料产业逻辑或从石墨化供应紧张转向原料供应紧张。目前负极产能的瓶颈在石墨化环节，石墨化价格高企，但随着石墨化产能供给的增加，预计明年市场供给相对来说会比较宽裕。但与此同时，随着负极材料需求快速增长，原料针状焦和石油焦供应会逐步趋紧。石油焦方面主要是由于优质的低硫焦产量占比低，且石油焦作为炼厂的副产品，炼厂本身很难有新的扩产规划，而原油品质的重质化和劣质化也会使得低硫焦产量不增反减。索通发展作为国内商用预焙阳极龙头企业，在石油焦采购方面有较为明显的竞争优势，公司进入到人造石墨负极材料领域，在原料端低硫石油焦方面的保供能力要优于同行其他企业。

投资建议：维持“买入”评级。假设公司今年能够顺利实现欣源股份收购前提下，我们预期公司 2022-2024 年营收分别为 179.54/229.47/310.64 亿元，同比增速 89.8%/27.8%/35.4%，归母净利润分别为 14.92/16.65/22.06 亿元，同比增速 140.6%/11.6%/32.4%；摊薄 EPS 分别为 3.24/3.62/4.79 元，当前股价对应 PE 为 8.5/7.6/5.8X。我们认为公司在预焙阳极领域已取得非常明显的竞争优势，有望抓住国内“北铝南移”战略机遇期实现产能的快速扩张；公司战略延伸发力新型碳材料领域，有望凭借石油焦领域的采购优势及低成本电价优势，实现人造石墨负极材料产能的突破和快速扩张，具有极大的成长空间；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	1000	1000	1000	营业收入	5851	9458	17954	22947	31064
应收款项	1145	1648	2951	3772	4936	营业成本	4935	7841	14525	19232	26325
存货净额	1269	3188	5823	7466	9892	营业税金及附加	52	56	108	138	186
其他流动资产	496	661	1256	1605	2173	销售费用	50	48	50	60	75
流动资产合计	4225	7272	11030	13843	18001	管理费用	142	182	195	222	264
固定资产	3736	4264	5247	7166	8940	研发费用	91	138	180	229	311
无形资产及其他	380	378	363	348	333	财务费用	172	160	215	275	373
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	(50)	0	0
资产总计	8488	12141	16867	21584	27500	其他收入	(105)	(177)	(164)	(214)	(296)
短期借款及交易性金融负债	2273	4040	5977	7990	10229	营业利润	382	972	2646	2806	3546
应付款项	794	975	1941	2575	3533	营业外净收支	(14)	(9)	0	0	0
其他流动负债	263	379	720	1219	1952	利润总额	368	963	2646	2806	3546
流动负债合计	3330	5394	8638	11783	15714	所得税费用	83	200	529	561	709
长期借款及应付债券	706	1274	1274	1274	1274	少数股东损益	72	143	625	580	632
其他长期负债	75	107	107	107	107	归属于母公司净利润	214	620	1492	1665	2206
长期负债合计	781	1381	1381	1381	1381	现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	4111	6775	10019	13164	17094	净利润	214	620	1492	1665	2206
少数股东权益	714	853	1290	1696	2138	资产减值准备	0	10	3	5	6
股东权益	3663	4513	5558	6724	8267	折旧摊销	354	364	479	591	736
负债和股东权益总计	8488	12141	16867	21584	27500	公允价值变动损失	(4)	(15)	50	0	0
						财务费用	172	160	215	275	373
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(343)	(2328)	(3222)	(1675)	(2461)
每股收益	0.49	1.35	3.24	3.62	4.79	其它	31	80	434	401	436
每股红利	0.28	0.49	0.97	1.08	1.44	经营活动现金流	252	(1268)	(764)	987	922
每股净资产	8.45	9.81	12.07	14.60	17.95	资本开支	0	(907)	(1500)	(2500)	(2500)
ROIC	5%	9%	17%	14%	14%	其它投资现金流	461	0	0	0	0
ROE	6%	14%	27%	25%	27%	投资活动现金流	461	(907)	(1500)	(2500)	(2500)
毛利率	16%	17%	19%	16%	15%	权益性融资	(9)	279	0	0	0
EBIT Margin	10%	13%	16%	13%	13%	负债净变化	(110)	568	0	0	0
EBITDA Margin	16%	16%	19%	16%	15%	支付股利、利息	(122)	(227)	(448)	(500)	(662)
收入增长	34%	62%	90%	28%	35%	其它融资现金流	(35)	1674	1937	2013	2239
净利润增长率	148%	190%	141%	12%	32%	融资活动现金流	(508)	2634	1489	1513	1578
资产负债率	57%	63%	67%	69%	70%	现金净变动	204	459	(775)	0	0
股息率	1.0%	1.8%	3.5%	3.9%	5.2%	货币资金的期初余额	1111	1315	1775	1000	1000
P/E	55.8	20.4	8.5	7.6	5.8	货币资金的期末余额	1315	1775	1000	1000	1000
P/B	3.3	2.8	2.3	1.9	1.5	企业自由现金流	0	(1927)	(1914)	(1119)	(1090)
EV/EBITDA	17.2	12.5	6.7	7.0	6.4	权益自由现金流	0	315	(184)	608	787

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