

证券研究报告

盈利有望改善，新增项目可期

公司研究

2023 年 09 月 01 日

公司点评报告

索通发展（603612.SH）

投资评级

上次评级

张 航 金属&新材料行业首席分析师

执业编号：S1500523080009

邮箱：zhanghang@cindasc.com

➤ **事件：**公司发布 2023 年半年报，2023 年 H1 公司实现营业收入 81.3 亿元，同比增长 2.1%；归母净利润-4.09 亿元，同比下降 172%。扣非净利-4.12 亿元，同比下降 172.4%。Q2 实现营业收入 39.1 亿元，同比下降 18.2%、环比下降 7.4%；归母净利润-1.36 亿元，同比下降 133.1%、环比增长 50.34%。扣非净利-1.37 亿元，同比下降 133.2%，环比增长 50%。业绩符合业绩预告。

➤ **降本增效，公司业绩环比改善：**1) 营业收入：Q2 营业收入环比下降，主因预焙阳极价格下降所致（预焙阳极 Q2 均价环比下降 20.3%至 5485 元/吨），但降幅收窄，主因预焙阳极销量增长，以及欣源负极项目并表所致（欣源负极 4-6 月份并表营业收入约 1.6 亿元）。2) 净利润：公司 Q2 业绩环比改善明显，一方面得益于新业务并表（欣源负极 Q2 并表净利润 400.7 万元），另一方面公司营业成本滞后于原材料及产品市场价格变动，Q1、Q2 石油焦平均价格降幅约 26.7%（2022 年 Q4 及 2023 年 Q1 石油焦平均价格降幅约 14.9%），原料成本降幅大于价格降幅，叠加公司通过精细化管理降本增效，公司业绩环比改善。3) 财务分析：公司 Q2 财务费用环比改善明显（Q2 财务费用环比下降 0.63 亿元），主因公司负债下降（Q2 公司合计负债环比下降 10.68 亿元），公司资产负债表持续优化，业绩环比改善。

➤ **盈利有望改善，新增项目可期：**1) 石油焦 Q2，以及 7-8 月份平均价格降幅约 16.5%，预焙阳极 Q3 平均价格环比下降约 9.1%，且自 7 月份以来，预焙阳极止跌趋稳，我们预计伴随下游云南电解铝复产，需求回暖，预焙阳极价格有望回升，公司产品盈利空间有望进一步打开。2) 内蒙欣源新建 4 万吨/年石墨化项目与盛源负极项目首期一步 2.5 万吨/年石墨化产能投产，770MW 光伏发电项目已主体完工，公司预计 2023 年下半年通电。山东创新二期项目、陇西索通 30 万吨/年铝用炭材料项目、湖北枝江 100 万吨/年煅烧焦项目已正式启动。綦江区年产 25 万吨/年高导电节能型铝用炭材料和 5 万吨/年锂电池高端负极材料生产用箱板项目目前已与当地政府签署《招商引资协议》。待项目全部投产落地，公司新能源业务占比有望进一步提升，采购端规模优势有望进一步提升。3) 公司与阿联酋环球铝业（EGA）签署《投资谅解备忘录》，拟在阿联酋通过合资公司投建一期+二期 60 万吨/年预焙阳极项目，项目落地有助于公司进一步开拓全球市场，为开展全球范围合作奠定基础。

➤ **盈利预测：**我们预计 2023-2025 年摊薄每股收益分别为 0.27 元、1.71 元、2.53 元，当前股价对应的 PE 分别为 61x、10x、6x。

➤ **风险因素：**产品价格大幅下探，项目产能投产不及预期。

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

主要财务指标 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	9,458	19,401	15,717	17,733	21,247
同比(%)	61.7%	105.1%	-19.0%	12.8%	19.8%
归属母公司净利润	620	905	144	925	1,366
同比(%)	189.6%	46.0%	-84.0%	540.2%	47.7%
毛利率(%)	17.1%	13.2%	8.1%	12.8%	14.6%
ROE(%)	13.7%	16.6%	1.8%	10.0%	12.3%
EPS (摊薄) (元)	1.40	1.97	0.27	1.71	2.53
P/E	14.66	13.21	61.30	9.57	6.48
P/B	2.46	2.58	1.13	0.96	0.80
EV/EBITDA	8.42	7.82	14.13	6.27	4.79

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 9 月 1 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	7,272	11,611	10,998	10,754	12,566
货币资金	1,775	2,988	2,383	2,327	2,761
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	1,634	2,330	3,014	2,915	3,493
预付账款	263	537	461	493	579
存货	3,188	4,659	2,799	3,337	3,929
其他	413	1,098	2,341	1,682	1,804
非流动资产	4,869	5,743	7,739	8,651	9,541
长期股权投资	0	1	2	3	4
固定资产(合计)	4,161	4,368	4,889	5,089	5,268
无形资产	378	429	479	530	581
其他	330	945	2,368	3,029	3,689
资产总计	12,141	17,354	18,737	19,405	22,108
流动负债	5,394	8,075	6,331	4,583	4,288
短期借款	3,634	5,728	3,976	2,224	1,847
应付票据	80	37	107	107	107
应付账款	895	1,249	1,263	1,231	1,231
其他	785	1,062	986	1,021	1,102
非流动负债	1,381	1,968	2,668	3,368	4,068
长期借款	1,274	1,723	2,423	3,123	3,823
其他	107	245	245	245	245
负债合计	6,775	10,043	8,999	7,951	8,356
少数股东权益	853	1,862	1,905	2,197	2,628
归属母公司股东权益	4,513	5,449	7,832	9,257	11,123
负债和股东权益	12,141	17,354	18,737	19,405	22,108

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	9,458	19,401	15,717	17,733	21,247
同比(%)	61.7%	105.1%	-19.0%	12.8%	19.8%
归属母公司净利润	620	905	144	925	1,366
同比(%)	189.6%	46.0%	-84.0%	540.2%	47.7%
毛利率(%)	17.1%	13.2%	8.1%	12.8%	14.6%
ROE%	13.7%	16.6%	1.8%	10.0%	12.3%
EPS(摊薄)(元)	1.40	1.97	0.27	1.71	2.53
P/E	14.66	13.21	61.30	9.57	6.48
P/B	2.46	2.58	1.13	0.96	0.80
EV/EBITDA	8.42	7.82	14.13	6.27	4.79

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	9,458	19,401	15,717	17,733	21,247
营业成本	7,841	16,833	14,442	15,455	18,154
营业税金及附加	56	87	88	99	119
销售费用	48	52	51	57	69
管理费用	182	235	180	203	243
研发费用	138	231	188	212	254
财务费用	160	191	184	167	151
减值损失合计	-15	-222	-366	-50	-50
投资净收益	-35	-30	0	0	0
其他	-9	-46	18	20	24
营业利润	972	1,473	236	1,511	2,232
营业外收支	-9	-14	-4	0	0
利润总额	963	1,459	233	1,511	2,232
所得税	200	284	45	294	434
净利润	763	1,175	187	1,217	1,797
少数股东损益	143	270	43	292	431
归属母公司净利润	620	905	144	925	1,366
EBITDA	1,546	2,176	951	1,984	2,572
EPS(当年)(元)	1.40	1.97	0.27	1.71	2.53

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-1,193	-342	1,014	2,211	1,322
净利润	763	1,175	187	1,217	1,797
折旧摊销	374	483	577	599	621
财务费用	143	299	228	204	200
投资损失	3	0	0	0	0
营运资金变动	-2,518	-2,543	-349	141	-1,346
其它	42	245	370	50	50
投资活动现金流	-749	-1,602	-1,777	-1,011	-1,011
资本支出	-686	-950	-1,776	-1,010	-1,010
长期投资	-60	-5	-1	-1	-1
其他	-4	-647	0	0	0
筹资活动现金流	2,111	2,451	159	-1,256	123
吸收投资	279	983	1,439	0	0
借款	5,646	7,492	-1,052	-1,052	323
支付利息或股息	-227	-478	-228	-204	-200
现金流净增加额	166	505	-605	-56	434

研究团队简介

张 航，信达证券金属与新材料首席分析师，中国人民大学金融学本科，法国 KEDGE 商学院管理学硕士，先后任职于兴业证券、民生证券，2023 年加入信达证券。曾荣获第二十届新财富金属与新材料第二名（核心成员），第十九届新财富金属与新材料第三名（核心成员），第十六届水晶球奖有色金属第二名、第十届 wind 金牌分析师有色金属第一名、第十三届金牛奖有色金属组最佳分析师（核心成员）、第四届金麒麟有色金属白金分析师（核心成员）、上海证券报 2022 最佳材料分析师、第十届 choice 有色金属行业最佳分析师。

陈光辉，中南大学冶金工程硕士，2022 年 8 月加入信达证券研究开发中心，从事电池金属等能源金属研究。

云 琳，乔治华盛顿大学金融学硕士，2020 年 3 月加入信达证券研究开发中心，从事铝铅锌及贵金属研究。

白紫薇，吉林大学区域经济学硕士，2021 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事钛镁等轻金属及锂钴等新能源金属研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。