

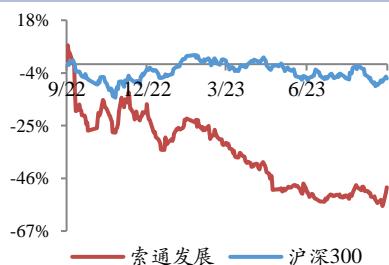
# 预焙阳极盈利筑底，H2 需求修复可期

**投资评级：买入（维持）**

报告日期：2023-09-06

收盘价（元）	18.27
近 12 个月最高/最低（元）	39.83/15.99
总股本（百万股）	541
流通股本（百万股）	436
流通股比例（%）	80.62
总市值（亿元）	99
流通市值（亿元）	80

## 公司价格与沪深 300 走势比较



## 分析师：许勇其

执业证书号: S0010522080002

邮箱: xuqy@hazq.com

## 联系人：汪浚哲

执业证书号: S0010121070002

邮箱: wangjz@hazq.com

## 联系人：黄玺

执业证书号: S0010122060011

邮箱: huangxi@hazq.com

## 主要观点：

### ● 公司发布 2023 年半年报

23H1 公司营收 81.30 亿元，同比+2.09%，归母净利润-4.1 亿元，同比-179.97%。23Q2 公司营收 39.08 亿元，同比/环比-18.2%/-7.4%，归母净利润-1.36 亿元，同比/环比-133.1%/+50.3%。

### ● 产销旺盛，成本改善滞后拖累业绩

23H1 随公司索通云铝二期 30 万吨产能投产爬坡，预焙阳极产能保持满负荷运行，上半年产量 145.59 万吨，同比+10.02%，销量 142.09 万吨，同比+12.28%，其中出口 29.48 万吨，同比-11.76%，内销 112.61 万吨，同比+20.9%。公司上半年盈利承压主因成本改善滞后，根据 wind, 23H1 我国预焙阳极平均市场价 6183.52 元/吨，同比-9.04%，同期主要原材料石油焦(参考抚顺石化二厂 1#A)均价 4817.68 元/吨，同比-36.63%，成本端降幅大于产品均价降幅，成本改善滞后拖累业绩。此外，阳极、石油焦价格下跌也使得公司计提大额存货减值损失，其中 Q1/Q2 分别计提 2.91/0.75 亿元。

### ● H2 需求有望回暖，看好盈利触底回升

6 月起石油焦价格触底小幅反弹，当前价格趋稳，同时预焙阳极价格亦止跌。预计 Q3 存货跌价损失影响逐渐减弱，后续随电解铝开工率修复，看好需求向上带动公司盈利触底回升。

### ● 布局优质海外阳极产能，稳步推进锂电负极

当前公司预焙阳极产能合计 282 万吨，山东创新二期 34 万吨项目、陇西索通 30 万吨铝用炭材、湖北枝江 100 万吨煅烧焦项目有序推进，6 月公司与 EGA 签署《投资谅解备忘录》，推动海外预焙阳极产能建设，公司力争到 2025 年实现总产能 500 万吨。除阳极外，公司锂电负极项目稳步推进，上半年锂电负极产品产量 1.29 万吨，销量 0.94 万吨。公司共规划锂电负极产能 30 万吨，到 2023 年末预期形成 8 万吨负极材料产能，其中上半年内蒙欣源新建 4 万吨石墨化项目与盛源负极项目首期 2.5 万吨石墨化产能投产，锂电负极将成为公司增长第二曲线。

### ● 投资建议

上半年原材料石油焦及预焙阳极价格持续回落，考虑成本滞后改善与计提的资产减值损失，下调公司盈利预测，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.52/8.07/11.6 亿元，同比-83.2%/+432%/+43.8%，对应 PE 为 65X/12.2X/8.5X，维持“买入”评级。

### ● 风险提示

海外项目建设不及预期、石油焦价格大幅下跌、下游需求持续回落等。

### ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	19401	16488	23817	28600
收入同比（%）	105.1%	-15.0%	44.4%	20.1%

## 相关报告

1.22Q3 经营稳定，规划百万吨煅烧焦  
项目保障原材料优势 2022-11-02

归属母公司净利润	905	152	807	1161
净利润同比 (%)	46.0%	-83.2%	431.8%	43.8%
毛利率 (%)	13.2%	5.6%	8.6%	9.4%
ROE (%)	16.6%	2.2%	10.5%	13.2%
每股收益 (元)	1.97	0.28	1.49	2.15
P/E	13.21	65.08	12.24	8.51
P/B	2.20	1.44	1.29	1.12
EV/EBITDA	7.82	11.84	7.19	5.91

资料来源：wind，华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	11611	10581	13938	16909	<b>营业收入</b>	19401	16488	23817	28600
现金	2988	4532	5525	5971	<b>营业成本</b>	16833	15572	21758	25914
应收账款	2330	2270	3043	3842	<b>营业税金及附加</b>	87	74	113	132
其他应收款	676	103	162	156	<b>销售费用</b>	52	58	71	89
预付账款	537	505	653	799	<b>管理费用</b>	235	124	262	287
存货	4659	2062	3780	4856	<b>财务费用</b>	191	27	-7	-40
其他流动资产	422	1108	775	1285	<b>资产减值损失</b>	-222	-202	-3	-1
<b>非流动资产</b>	5743	6883	7769	8670	<b>公允价值变动收益</b>	0	0	0	0
长期投资	1	2	2	3	<b>投资净收益</b>	-30	-41	-57	-65
固定资产	4368	4665	4845	4995	<b>营业利润</b>	1473	239	1299	1843
无形资产	429	462	501	538	<b>营业外收入</b>	2	1	0	0
其他非流动资产	945	1754	2421	3135	<b>营业外支出</b>	16	5	0	0
<b>资产总计</b>	17354	17464	21706	25579	<b>利润总额</b>	1459	235	1299	1843
<b>流动负债</b>	8075	6404	8608	10380	<b>所得税</b>	284	38	260	342
短期借款	5728	3928	5928	6661	<b>净利润</b>	1175	197	1039	1500
应付账款	1249	1186	1231	2039	<b>少数股东损益</b>	270	45	231	339
其他流动负债	1098	1290	1448	1680	<b>归属母公司净利润</b>	905	152	807	1161
<b>非流动负债</b>	1968	2298	3298	3898	<b>EBITDA</b>	2176	1005	1934	2504
长期借款	1723	2023	3023	3623	<b>EPS (元)</b>	1.97	0.28	1.49	2.15
其他非流动负债	245	275	275	275					
<b>负债合计</b>	10043	8702	11905	14278					
<b>少数股东权益</b>	1862	1907	2139	2478					
股本	461	541	541	541					
资本公积	2385	3780	3780	3780					
留存收益	2603	2534	3341	4502					
归属母公司股东权	5449	6854	7662	8823					
<b>负债和股东权益</b>	17354	17464	21706	25579					
现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					<b>会计年度</b>	2022A	2023E	2024E	2025E
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E					
<b>经营活动现金流</b>	-342	3581	-382	841	<b>成长能力</b>				
净利润	1175	197	1039	1500	<b>营业收入</b>	105.1%	-15.0%	44.4%	20.1%
折旧摊销	483	539	587	640	<b>营业利润</b>	51.5%	-83.8%	443.9%	41.9%
财务费用	299	97	99	126	<b>归属于母公司净利润</b>	46.0%	-83.2%	431.8%	43.8%
投资损失	0	41	57	65	<b>盈利能力</b>				
营运资金变动	-2543	2524	-2162	-1487	<b>毛利率 (%)</b>	13.2%	5.6%	8.6%	9.4%
其他经营现金流	3962	-2143	3200	2983	<b>净利率 (%)</b>	4.7%	0.9%	3.4%	4.1%
<b>投资活动现金流</b>	-1602	-1724	-1526	-1603	<b>ROE (%)</b>	16.6%	2.2%	10.5%	13.2%
资本支出	-950	-1682	-1469	-1537	<b>ROIC (%)</b>	8.9%	2.6%	5.6%	6.8%
长期投资	-5	-1	-1	-1	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	-647	-41	-57	-65	<b>资产负债率 (%)</b>	57.9%	49.8%	54.8%	55.8%
<b>筹资活动现金流</b>	2451	-313	2901	1207	<b>净负债比率 (%)</b>	137.4%	99.3%	121.5%	126.3%
短期借款	2093	-1800	2000	733	<b>流动比率</b>	1.44	1.65	1.62	1.63
长期借款	449	300	1000	600	<b>速动比率</b>	0.79	1.24	1.10	1.08
普通股增加	1	80	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	216	1395	0	0	<b>总资产周转率</b>	1.32	0.95	1.22	1.21
其他筹资现金流	-308	-288	-99	-126	<b>应收账款周转率</b>	9.79	7.20	9.00	8.31
<b>现金净增加额</b>	505	1544	993	445	<b>应付账款周转率</b>	15.70	12.79	18.00	15.85
					<b>每股指标(元)</b>				
					<b>每股收益</b>	1.97	0.28	1.49	2.15
					<b>每股经营现金流薄</b>	-0.63	6.62	-0.71	1.55
					<b>每股净资产</b>	11.83	12.67	14.17	16.31
					<b>估值比率</b>				
					<b>P/E</b>	13.21	65.08	12.24	8.51
					<b>P/B</b>	2.20	1.44	1.29	1.12
					<b>EV/EBITDA</b>	7.82	11.84	7.19	5.91

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参阅。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。  
本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。