

## 索通发展(603612)

### 产能扩张持续推进，阳极产品开始提价

#### 事件：

索通发展发布 2023 年年报，公司实现营业总收入 153.11 亿元、同比下降 21.08%，归母净利润-7.23 亿元、同比由盈转亏，基本 EPS-1.4 元。

#### ➤ 价格下跌和计提减值导致业绩亏损

2023 年，公司主要产品预焙阳极价格持续回落，预焙阳极 12 月月均价格指数较 1 月月均价格下跌 38.01%。公司主要原材料石油焦价格持续回落，石油焦 12 月月均价格指数较 1 月月均价格下降 48.06%。由于生产成本滞后于原材料及产品价格变动，导致公司预焙阳极毛利率大幅下滑 12.4 个百分点至 1.41%。价格下跌导致公司计提存货减值准备 0.74 亿元，由于公司收购的欣源股份纳入合并报表范围，导致公司计提商誉减值 7.46 亿元。

#### ➤ 在建项目顺利推进，新产能持续布局

2023 年，公司预焙阳极产量 296.09 万吨，同比增长 10.32%；运行产能 282 万吨。根据公司生产指引，2024 年预焙阳极产量将增至 330 万吨，运行产能增至 346 万吨。公司主要在建项目顺利推进，山东创新二期项目、内蒙欣源新建 4 万吨石墨化项目、嘉峪关盛源首期一步 2.5 万吨石墨化产能已建成调试，陇西索通 30 万吨铝用炭材料项目等顺利推进。2024 年 3 月，公司与吉利百矿集团合资建设年产 60 万吨预焙阳极项目也在推进中。

#### ➤ 阳极需求回暖，产品开始提价

2024 年一季度，中国电解铝产量 1069.4 万吨，同比增长 6.8%。随着二季度云南丰水期到来，云南电解铝产量有望恢复，进而带动预焙阳极需求回暖。2024 年 5 月，预焙阳极提价 60 元，为 2022 年 11 月以来首次提价。随着下游需求回暖及产品价格上涨，公司盈利能力有望修复。

#### ➤ 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 156.45/179.58/202.74 亿元，分别同比增长 2.18%/14.78%/12.9%；归母净利润分别为 3.68/4.9/5.27 亿元，分别同比增长-33.25%/7.57%；EPS 分别为 0.68/0.91/0.97 元。我们给予公司 2024 年 25 倍 PE，目标价 17 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**产品价格波动风险；原材料价格大幅下跌；产量不及预期。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	19401	15311	15645	17958	20274
增长率(%)	105.12%	-21.08%	2.18%	14.78%	12.90%
EBITDA(百万元)	2132	-126	1760	2087	2219
归母净利润(百万元)	905	-723	368	490	527
增长率(%)	45.99%	-179.84%	150.87%	33.25%	7.57%
EPS(元/股)	1.67	-1.34	0.68	0.91	0.97
市盈率(P/E)	8.9	-11.1	21.8	16.4	15.2
市净率(P/B)	1.5	1.4	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	9.5	-116.1	8.0	6.8	6.4

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 05 月 08 日收盘价

行业：	基础化工/非金属材料 II
投资评级：	买入(维持)
当前价格：	14.82 元
目标价格：	17.00 元

#### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	540.85/470.02
流通 A 股市值(百万元)	6,965.66
每股净资产(元)	10.28
资产负债率(%)	57.94
一年内最高/最低(元)	19.97/8.77

#### 股价相对走势



#### 作者

分析师：丁士涛  
执业证书编号：S0590523090001  
邮箱：dingsht@glsc.com.cn  
分析师：刘依然  
执业证书编号：S0590523110010  
邮箱：liuyr@glsc.com.cn

#### 相关报告

1、《索通发展(603612)：原料价格企稳，盈利拐点或已到来》2023.10.28  
2、《索通发展(603612)：全球预焙阳极龙头，有望困境反转的周期成长股》2023.10.09

**财务预测摘要**
**资产负债表**

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2988	2569	1564	1796	2027
应收账款+票据	2703	3266	3338	3831	4325
预付账款	537	232	237	272	307
存货	4659	2515	2361	2721	3085
其他	725	594	597	620	643
<b>流动资产合计</b>	<b>11611</b>	<b>9176</b>	<b>8097</b>	<b>9239</b>	<b>10387</b>
长期股权投资	1	1	1	1	1
固定资产	4403	5530	5801	6326	6016
在建工程	493	1520	1160	400	400
无形资产	429	502	488	514	531
其他非流动资产	417	451	502	500	500
<b>非流动资产合计</b>	<b>5743</b>	<b>8004</b>	<b>7952</b>	<b>7741</b>	<b>7447</b>
<b>资产总计</b>	<b>17354</b>	<b>17180</b>	<b>16049</b>	<b>16980</b>	<b>17834</b>
短期借款	5728	2996	2288	2942	3488
应付账款+票据	1286	1399	1313	1514	1716
其他	1062	1694	1597	1840	2086
<b>流动负债合计</b>	<b>8075</b>	<b>6089</b>	<b>5199</b>	<b>6296</b>	<b>7291</b>
长期带息负债	1748	2953	2346	1692	1024
长期应付款	139	166	166	166	166
其他	80	434	434	434	434
<b>非流动负债合计</b>	<b>1968</b>	<b>3553</b>	<b>2946</b>	<b>2292</b>	<b>1624</b>
<b>负债合计</b>	<b>10043</b>	<b>9642</b>	<b>8145</b>	<b>8587</b>	<b>8915</b>
少数股东权益	1862	1903	2012	2158	2315
股本	461	541	541	541	541
资本公积	2385	3737	3737	3737	3737
留存收益	2603	1357	1614	1957	2326
<b>股东权益合计</b>	<b>7311</b>	<b>7537</b>	<b>7904</b>	<b>8393</b>	<b>8919</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>17354</b>	<b>17180</b>	<b>16049</b>	<b>16980</b>	<b>17834</b>

**现金流量表**

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1175	-795	477	636	684
折旧摊销	483	545	957	1116	1199
财务费用	191	237	211	182	170
存货减少(增加为“-”)	-1471	2144	154	-360	-364
营运资金变动	-2548	1384	-108	-468	-468
其它	1828	-1864	-64	370	374
<b>经营活动现金流</b>	<b>-342</b>	<b>1651</b>	<b>1627</b>	<b>1475</b>	<b>1595</b>
资本支出	-823	-919	-905	-905	-905
长期投资	-5	-147	0	0	0
其他	-775	-361	-90	-10	-10
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1602</b>	<b>-1427</b>	<b>-995</b>	<b>-915</b>	<b>-915</b>
债权融资	2537	-1527	-1315	-1	-121
股权融资	1	80	0	0	0
其他	-86	2103	-321	-329	-328
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2451</b>	<b>657</b>	<b>-1636</b>	<b>-329</b>	<b>-449</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>505</b>	<b>867</b>	<b>-1004</b>	<b>231</b>	<b>232</b>

**利润表**

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>19401</b>	<b>15311</b>	<b>15645</b>	<b>17958</b>	<b>20274</b>
营业成本	16833	15059	14135	16291	18470
营业税金及附加	87	88	90	104	117
营业费用	52	62	64	73	82
管理费用	466	438	447	513	580
财务费用	191	237	211	182	170
资产减值损失	-222	-827	0	0	0
公允价值变动收益	0	458	-100	0	0
投资净收益	-30	-8	-8	-8	-8
其他	-46	60	19	19	19
<b>营业利润</b>	<b>1473</b>	<b>-891</b>	<b>609</b>	<b>806</b>	<b>866</b>
营业外净收益	-14	-16	-16	-16	-16
<b>利润总额</b>	<b>1459</b>	<b>-907</b>	<b>592</b>	<b>789</b>	<b>849</b>
所得税	284	-113	115	154	165
<b>净利润</b>	<b>1175</b>	<b>-795</b>	<b>477</b>	<b>636</b>	<b>684</b>
少数股东损益	270	-72	109	146	157
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>905</b>	<b>-723</b>	<b>368</b>	<b>490</b>	<b>527</b>

**财务比率**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	105.12%	-21.08%	2.18%	14.78%	12.90%
EBIT	46.94%	-140.65%	219.82%	20.84%	5.00%
EBITDA	42.49%	-105.90%	1,499.42%	18.55%	6.32%
归属于母公司净利润	45.99%	-179.84%	150.87%	33.25%	7.57%
<b>获利能力</b>					
毛利率	13.23%	1.64%	9.65%	9.28%	8.90%
净利率	6.06%	-5.19%	3.05%	3.54%	3.37%
ROE	16.61%	-12.83%	6.24%	7.86%	7.98%
ROIC	14.10%	-7.24%	6.43%	6.67%	6.72%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	57.87%	56.13%	50.75%	50.57%	49.99%
流动比率	1.4	1.5	1.6	1.5	1.4
速动比率	0.8	1.0	1.0	1.0	0.9
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	7.2	4.8	4.8	4.8	4.8
存货周转率	3.6	6.0	6.0	6.0	6.0
总资产周转率	1.1	0.9	1.0	1.1	1.1
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.7	-1.3	0.7	0.9	1.0
每股经营现金流	-0.6	3.1	3.0	2.7	3.0
每股净资产	10.1	10.4	10.9	11.5	12.2
<b>估值比率</b>					
市盈率	8.9	-11.1	21.8	16.4	15.2
市净率	1.5	1.4	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	9.5	-116.1	8.0	6.8	6.4
EV/EBIT	12.2	-21.8	17.6	14.7	14.0

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2024年05月08日收盘价

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼