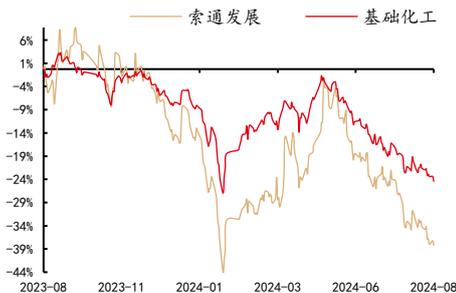


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	10.38
总股本/流通股本(亿股)	5.41 / 4.98
总市值/流通市值(亿元)	56 / 52
52周内最高/最低价	18.85 / 9.41
资产负债率(%)	56.1%
市盈率	-7.41
第一大股东	郎光辉

研究所

分析师:魏欣  
SAC 登记编号:S1340524070001  
Email:weixin@cnpsec.com  
分析师:李帅华  
SAC 登记编号:S1340522060001  
Email:lishuaihua@cnpsec.com

索通发展(603612)

阳极盈利恢复，出口份额提升

● 投资要点

**事件：**公司发布 2024 年半年报，报告期内公司实现营业收入 64.75 亿元，较上年同期下降 20.35%；实现归母净利润/扣非归母净利润 0.31/1.12 亿元，较上年同期扭亏。Q2 公司实现营收 33.70 亿元，同比/环比-13.77%/+8.50%，实现扣非归母净利润 0.49 亿元，同比扭亏，环比下降 22.22%。公司业绩符合预期。

**量：阳极产销量稳步增长，出口份额大增。**2024H1 公司预焙阳极产销量为 156.87/153.90 万吨，同比增长 7.75%/8.31%，其中出口销 39.37 万吨，同比增长 33.55%，出口份额占全国出口总量达 38.77%。锂电负极产销量为 2.32/2.00 万吨，同比增长 80.07%/111.75%，电容器产销量为 7.49/7.26 亿只，同比增长 22.37%/28.81%。

**价：Q2 阳极价格环比改善。**山东预焙阳极价格 2024H1 同比下跌 27.25%，24Q2 同比下跌 15.82%，环比 24Q1 上涨 1.45%。高端人造石墨负极 24H1 环比下跌 16.60%。

**本：石油焦价格下降带动盈利改善。**石油焦价格 2024H1 同比下跌 30.60%，24Q2 同比下跌 16.75%，环比下跌 11.37%。

**利：阳极盈利恢复稳定。**2024H1 公司实现毛利 6.14 亿元，其中预焙阳极实现毛利 5.65 亿元，毛利率为 9.75%，吨毛利为 367 元/吨，较去年同期提升 340 元/吨。负极业务/电容器/其他业务贡献毛利-0.2/0.15/0.53 亿元。

**计提公允价值损失 0.85 亿元，资产减值损失大幅收窄。**2024H1 公司销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 0.43%/1.58%/1.71%/1.14%，较去年同期 +0.11/+0.44/+0.83/-0.06pct，财务费用变化主要系汇率波动影响汇兑收益减少及利息收入减少所致。此外，2024H1 公司计提公允价值损失 0.85 亿元，主要由于欣源股份业绩补偿退回股份确认为交易性金融资产，股价下跌影响公允价值；计提资产减值损失 0.11 亿元，较去年同期大幅收窄，主要由于本期原材料/产品价格波动收窄。

**在建项目稳步推进。**(1) 根据公司规模，公司 2024 年预计生产预焙阳极为 330 万吨，负极材料产量 5 万吨，薄膜电容器产品产量 14.5 亿支。(2) 公司山东创新二期 34 万吨预焙阳极项目已建成试产；陇西索通 30 万吨铝用炭材料项目、山东创新二期 30 万吨煅后焦项目预计于年内正式投产，年底公司预焙阳极产能有望达到 346 万吨/年。(3) 湖北索通 100 万吨煅后焦项目，广西吉利百矿年产 60 万吨预焙阳极项目、海外与 EGA 合资建设项目正在稳步推进中，2025 年签约产能有望达到 500 万吨/年。

**投资建议：**考虑到公司预焙阳极业务盈利恢复，负极价格有望企稳，在建项目按计划顺利推进，公司产销量有望稳步增长，预计

公司 2024/2025/2026 年实现营业收入 160.98/209.53/249.86 亿元，分别同比变化 5.14%/30.16%/19.25%；归母净利润分别为 4.31/7.34/10.50 亿元，分别同比增长 159.59%/70.46%/43.07%，对应 EPS 分别为 0.80/1.36/1.94 元。

以 2024 年 8 月 21 日收盘价为基准，对应 2024-2026E 对应 PE 分别为 13.01/7.63/5.34 倍。维持公司“买入”评级。

● **风险提示：**

价格波动风险；项目进度不及预期风险；下游需求不及预期风险；模型假设与实际不符；政策超预期风险等。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	15311	16098	20953	24986
增长率(%)	-21.08	5.14	30.16	19.25
EBITDA（百万元）	195.98	1252.35	1718.28	2203.63
归属母公司净利润（百万元）	-722.68	430.63	734.05	1050.19
增长率(%)	-179.85	159.59	70.46	43.07
EPS(元/股)	-1.34	0.80	1.36	1.94
市盈率(P/E)	-7.75	13.01	7.63	5.34
市净率(P/B)	0.99	0.92	0.82	0.71
EV/EBITDA	66.88	8.61	5.58	4.09

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	15311	16098	20953	24986	营业收入	-21.1%	5.1%	30.2%	19.3%
营业成本	15059	14551	18847	22248	营业利润	-160.5%	175.7%	68.8%	42.4%
税金及附加	88	93	121	144	归属于母公司净利润	-179.9%	159.6%	70.5%	43.1%
销售费用	62	44	57	68	<b>获利能力</b>				
管理费用	232	244	318	379	毛利率	1.6%	9.6%	10.1%	11.0%
研发费用	205	216	281	335	净利率	-4.7%	2.7%	3.5%	4.2%
财务费用	237	179	179	179	ROE	-12.8%	7.1%	10.8%	13.4%
资产减值损失	-827	-3	-3	-3	ROIC	-2.1%	4.3%	6.4%	8.1%
<b>营业利润</b>	<b>-891</b>	<b>675</b>	<b>1138</b>	<b>1621</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	3	3	3	3	资产负债率	56.1%	55.0%	53.2%	50.7%
营业外支出	20	20	20	20	流动比率	1.51	1.62	1.78	1.98
<b>利润总额</b>	<b>-907</b>	<b>658</b>	<b>1122</b>	<b>1605</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	-113	128	219	313	应收账款周转率	7.04	8.14	8.92	8.24
<b>净利润</b>	<b>-795</b>	<b>530</b>	<b>903</b>	<b>1292</b>	存货周转率	4.27	4.92	5.84	7.28
<b>归母净利润</b>	<b>-723</b>	<b>431</b>	<b>734</b>	<b>1050</b>	总资产周转率	0.89	0.92	1.13	1.25
<b>每股收益(元)</b>	<b>-1.34</b>	<b>0.80</b>	<b>1.36</b>	<b>1.94</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	-1.34	0.80	1.36	1.94
货币资金	2569	2264	3446	4018	每股净资产	10.42	11.24	12.59	14.53
交易性金融资产	444	359	359	359	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	2118	1934	2765	3297	PE	-7.75	13.01	7.63	5.34
预付款项	232	298	387	456	PB	0.99	0.92	0.82	0.71
存货	2515	4027	3148	3715	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>9176</b>	<b>10240</b>	<b>11830</b>	<b>13878</b>	净利润	-795	530	903	1292
固定资产	5457	5084	4707	4328	折旧和摊销	545	415	418	420
在建工程	1520	1516	1522	1528	营运资本变动	1384	-1308	-92	-1092
无形资产	502	502	502	502	其他	516	312	207	207
<b>非流动资产合计</b>	<b>8004</b>	<b>7727</b>	<b>7356</b>	<b>6983</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1651</b>	<b>-51</b>	<b>1436</b>	<b>827</b>
<b>资产总计</b>	<b>17180</b>	<b>17967</b>	<b>19186</b>	<b>20862</b>	资本开支	-1298	-67	-66	-66
短期借款	2996	2996	2996	2996	其他	-129	-121	-8	-8
应付票据及应付账款	1399	1352	1751	2067	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1427</b>	<b>-189</b>	<b>-75</b>	<b>-75</b>
其他流动负债	1694	1973	1889	1957	股权融资	936	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>6089</b>	<b>6320</b>	<b>6636</b>	<b>7020</b>	债务融资	-855	78	0	0
其他	3553	3567	3567	3567	其他	576	-153	-179	-179
<b>非流动负债合计</b>	<b>3553</b>	<b>3567</b>	<b>3567</b>	<b>3567</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>657</b>	<b>-75</b>	<b>-179</b>	<b>-179</b>
<b>负债合计</b>	<b>9642</b>	<b>9888</b>	<b>10204</b>	<b>10587</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>867</b>	<b>-305</b>	<b>1182</b>	<b>573</b>
股本	541	541	541	541					
资本公积金	3737	3737	3737	3737					
未分配利润	1170	1546	2170	3062					
少数股东权益	1903	2002	2171	2414					
其他	187	254	364	521					
<b>所有者权益合计</b>	<b>7537</b>	<b>8079</b>	<b>8982</b>	<b>10275</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>17180</b>	<b>17967</b>	<b>19186</b>	<b>20862</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048