

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)	17.98
总股本/流通股本(亿股)	4.98 / 4.98
总市值/流通市值(亿元)	90 / 90
52周内最高/最低价	18.57 / 9.89
资产负债率(%)	56.1%
市盈率	-12.84
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、石油焦价格持续上涨，公司业绩可期

● 投资要点

阳极、石油焦价格持续上涨。截止2月13日，石油焦现货价格上涨至3307元/吨，周涨幅/月涨幅/年初至今涨幅为23.12%/55.77%/63.07%；其中2#焦周涨幅/月涨幅/年初至今涨幅为9.83%/54.29%/66.52%。预焙阳极价格受原材料涨价推动，年初至今涨幅为8.35%，考虑到定价周期及市场格局，预计阳极价格后续将逐步传导价格压力。

原料偏紧+盈利削弱，炼厂频传检修、停产计划。一方面，受美国制裁俄油、APEC+维持减产等因素影响，原料供应及预期持续紧张，另一方面，我国燃料油进口关税自2025年起调涨，之前执行的是暂定税率1%，现在调整为3%，因此炼厂利润受到削弱。近期炼厂延迟焦化装置频频传出停工、检修、减产计划。根据百川盈孚统计，2025年1月共有4家地方炼厂宣布停工或检修，合计产能370万吨。产量上，2025年1月石油焦产量预计为271.31万吨，较2024年12月减少1.26%，开工率为73.14%，环比/同比-0.93/-4.64pct。此外，截止2月7日，炼厂开工率已降至68.79%。

进口石油焦货源紧张。进出口方面，石油焦进口数量呈现明显下行趋势，2024年12月进口量同比/环比下滑28.45%/7.32%，且近期到港石油焦多数为高硫普货海绵焦，中低硫石油焦市场货源依旧紧张，贸易商惜售情绪浓重，看涨心态浓烈。

新能源相关需求占比提升，预焙阳极需求维持稳定。近年来国内石油焦需求结构持续改善，负极等新能源需求占比提升。尤其2024年8月以来，负极行业表现出明显的复苏态势，月度产量由8月的14.8万吨提升至2025年1月的17.7万吨，涨幅约20%。阳极方面相对稳定，开工率持续高于70%。

公司在建项目稳步推进。(1) 根据公司规划，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) 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137.09/227.03/284.77亿元，分别同比变化-10.46%/65.61%/25.43%；归母净利润分别为2.50/9.51/13.82亿元，分别同比增长134.61%/280.23%/45.36%，对应EPS分别为0.50/1.91/2.78元。

以2025年2月14日收盘价为基准，对应2024-2026E对应PE分别为35.55/9.35/6.43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**

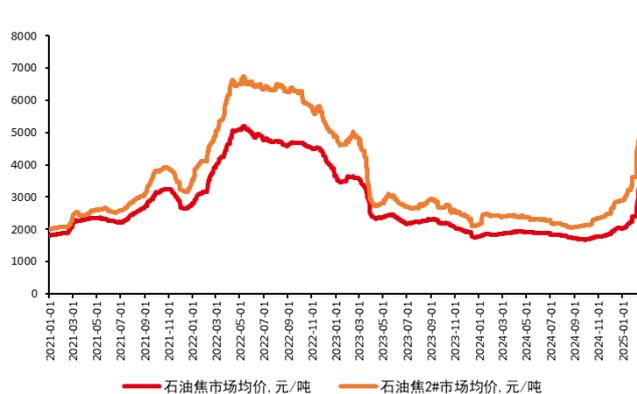
项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	15311	13709	22703	28477
增长率(%)	-21.08	-10.46	65.61	25.43
EBITDA(百万元)	195.98	648.71	1857.24	2640.74
归属母公司净利润(百万元)	-722.68	250.12	951.04	1382.40
增长率(%)	-179.85	134.61	280.23	45.36
EPS(元/股)	-1.45	0.50	1.91	2.78
市盈率(P/E)	-12.30	35.55	9.35	6.43
市净率(P/B)	1.58	1.63	1.23	0.91
EV/EBITDA	66.88	21.10	7.87	5.20

资料来源:公司公告,中邮证券研究所

1 石油焦、阳极价格持续上涨

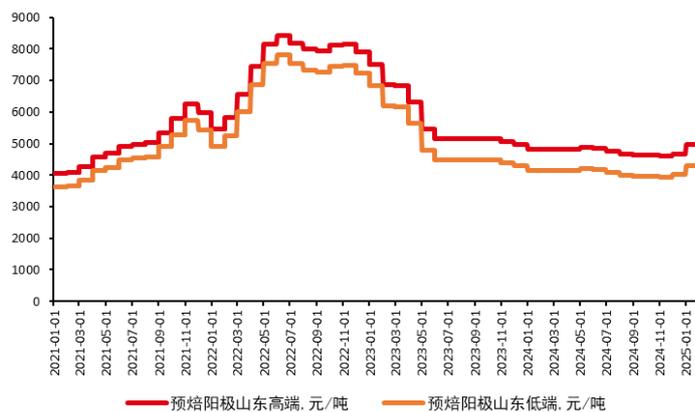
根据百川盈孚，截止 2 月 13 日，石油焦现货价格涨至 3307 元/吨，周涨幅/月涨幅/年初至今涨幅为 23.12%/55.77%/63.07%；其中 2# 焦周涨幅/月涨幅/年初至今涨幅为 9.83%/54.29%/66.52%。预焙阳极价格受原材料涨价推动，年初至今涨幅为 8.35%，考虑到定价周期及市场格局，预计阳极价格后续将逐步传导价格压力。

图表1：石油焦价格



资料来源：百川盈孚，中邮证券研究所

图表2：预焙阳极价格



资料来源：百川盈孚，中邮证券研究所

1.1 炼厂停产、检修带动供给收紧

供给端持续偏紧。一方面，受美国制裁俄油、APEC+维持减产等因素影响，原料供应及预期持续紧张，另一方面，我国燃料油进口关税自 2025 年起调涨，之前执行的是暂定税率 1%，现在调整为 3%，因此炼厂利润受到削弱。近期炼厂延迟焦化装置频频传出停工、检修、减产计划。根据百川盈孚统计，2025 年 1 月共有 4 家地方炼厂宣布停工或检修，合计产能 370 万吨。

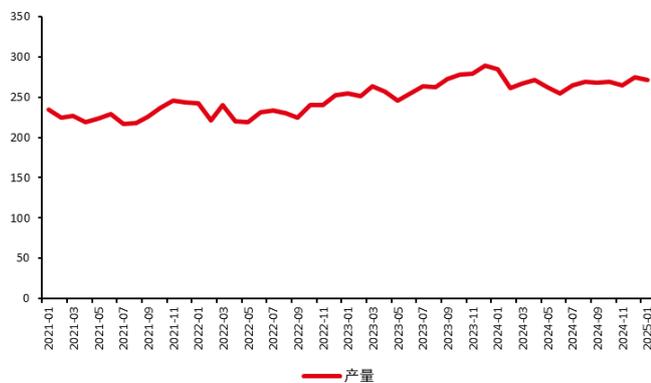
产量上，2025 年 1 月石油焦产量预计为 271.31 万吨，较 2024 年 12 月减少 1.26%，开工率为 73.14%，环比/同比-0.93/-4.64pct。此外，截止 2 月 7 日，炼厂开工率已降至 68.79%。

图表3：石油焦炼厂停产、检修情况

所属集团	地区	企业	产能 (万吨/年)	型号	装置情况	开始时间	结束时间
地方炼厂	辽宁	锦城 (浩业炼厂一期)	160	2#	停工	2023/1/15	待定
地方炼厂	山东	方宇润滑油	140	4#	检修	2023/12/24	待定
地方炼厂	陕西	华航能源	40	1#	检修	2024年2月底	待定
地方炼厂	山东	正和石化	40	3#	停工	2024/5/10	待定
地方炼厂	山东	正和石化	40	3#	停工	2024/5/15	待定
地方炼厂	山东	昌邑石化	140	3#	停工	2024/6/25	待定
地方炼厂	山东	日照岚桥	100	4#	已检	2024/7/4	45670
地方炼厂	陕西	东鑫垣石化	50	1#	检修	2024年7月底	待定
地方炼厂	重庆	重庆龙海	120	2#	检修	2024/9/1	待定
地方炼厂	山东	金诚石化老厂	100	4#	检修	2024/10/22	待定
地方炼厂	山东	华星石化	140	3#	停工	2024/10/25	待定
地方炼厂	山东	石大科技	120	4#	停工	2025/1/3	待定
地方炼厂	山东	京博石化	100	4#	检修	2025/1/8	待定
地方炼厂	辽宁	大连锦源	100	3#	检修	2025/1/9	待定
地方炼厂	山东	鑫泰石化南区	50	4#	检修	2025/1/20	待定

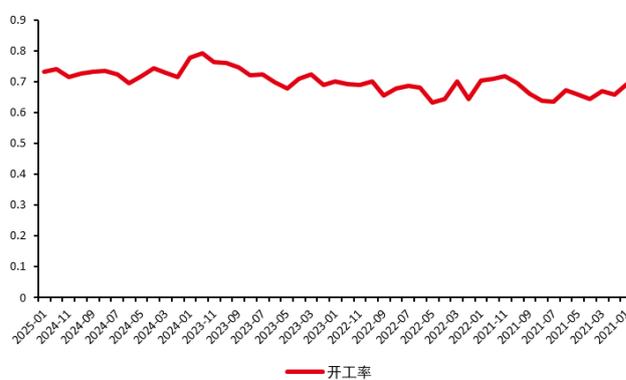
资料来源：百川盈孚，中邮证券研究所

图表4：石油焦月度产量 (万吨)



资料来源：百川盈孚，中邮证券研究所

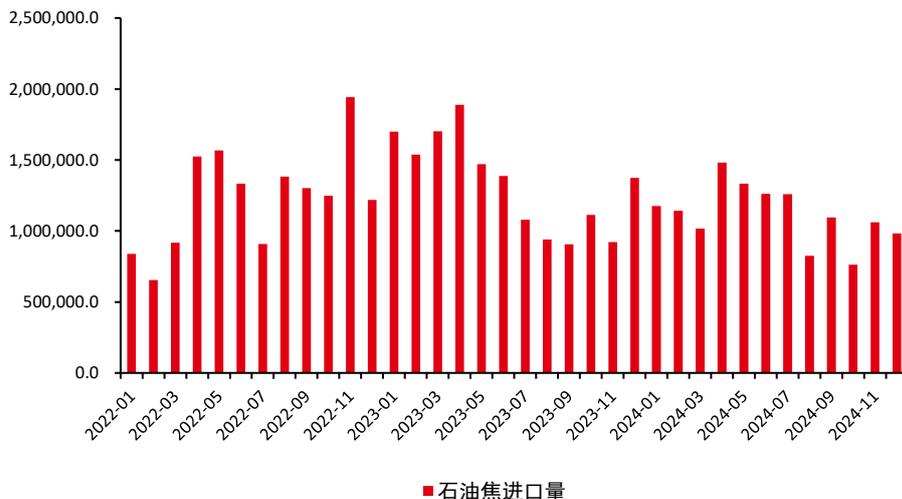
图表5：石油焦月度开工率



资料来源：百川盈孚，中邮证券研究所

1.2 石油焦进口量明显下滑

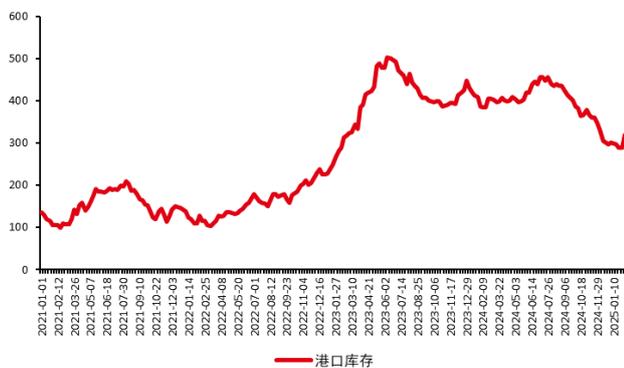
进出口方面，石油焦进口数量呈现明显下行趋势，2024年12月进口量同比/环比下滑28.45%/7.32%，且近期到港石油焦多数为高硫普货海绵焦，中低硫石油焦市场货源依旧紧张，贸易商惜售情绪浓重，看涨心态浓烈。

图表6：石油焦进口情况（吨）


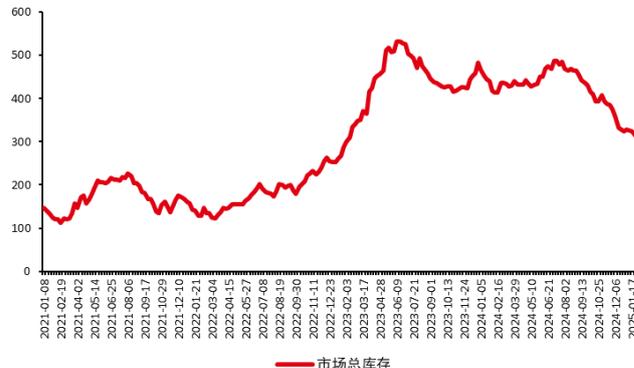
资料来源：百川盈孚，中邮证券研究所

1.3 石油焦库存处于相对低位

根据百川盈孚数据，石油焦库存自 2024 年 7 月以来持续下行，虽然 2 月以来有所回升，但仍显著低于 2024 年平均水平。

图表7：石油焦港口库存（万吨）


资料来源：百川盈孚，中邮证券研究所

图表8：石油焦市场总库存（万吨）


资料来源：百川盈孚，中邮证券研究所

1.4 需求结构改善，新能源需求占比提升

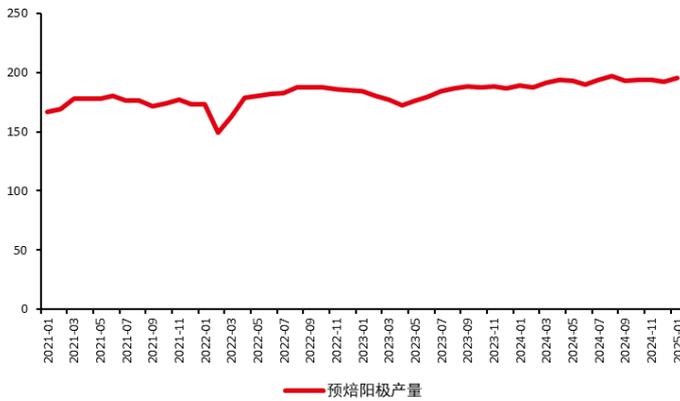
近年来国内石油焦需求结构持续改善，负极等新能源需求占比提升。尤其 2024 年 8 月以来，负极行业表现出明显的复苏态势，月度产量由 8 月的 14.8 万吨提升至 2025 年 1 月的 17.7 万吨，涨幅约 20%。阳极方面相对稳定，开工率持续高于 70%。

图表9：负极材料月度产量（吨）

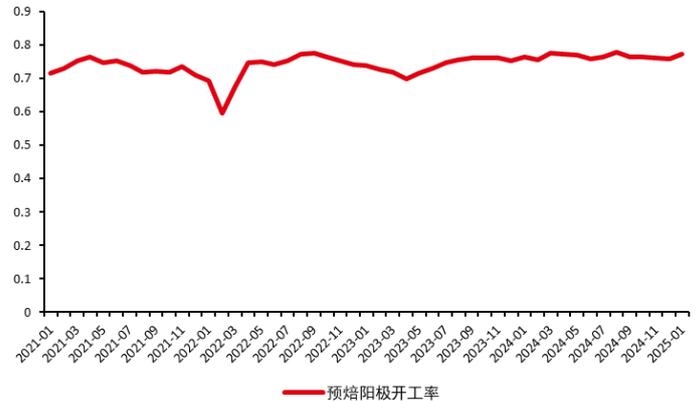

资料来源：百川盈孚，中邮证券研究所

图表10：负极材料开工率


资料来源：百川盈孚，中邮证券研究所

图表11：预焙阳极月度产量（万吨）


资料来源：百川盈孚，中邮证券研究所

图表12：预焙阳极开工率


资料来源：百川盈孚，中邮证券研究所

2 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。

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
利润表					成长能力				
营业收入	15311	13709	22703	28477	营业收入	-21.1%	-10.5%	65.6%	25.4%
营业成本	15059	12789	20313	25175	营业利润	-160.5%	145.2%	280.2%	45.4%
税金及附加	88	79	131	165	归属于母公司净利润	-179.9%	134.6%	280.2%	45.4%
销售费用	62	56	92	116	获利能力				
管理费用	232	208	345	432	毛利率	1.6%	6.7%	10.5%	11.6%
研发费用	205	184	305	382	净利率	-4.7%	1.8%	4.2%	4.9%
财务费用	237	0	0	0	ROE	-12.8%	4.6%	13.2%	14.2%
资产减值损失	-827	0	0	0	ROIC	-2.1%	2.2%	7.3%	9.0%
营业利润	-891	403	1533	2228	偿债能力				
营业外收入	3	0	0	0	资产负债率	56.1%	56.0%	52.2%	46.8%
营业外支出	20	0	0	0	流动比率	1.51	1.43	1.61	1.89
利润总额	-907	403	1533	2228	营运能力				
所得税	-113	79	299	434	应收账款周转率	7.04	7.16	9.45	8.43
净利润	-795	325	1234	1794	存货周转率	4.20	5.50	7.35	6.63
归母净利润	-723	250	951	1382	总资产周转率	0.89	0.80	1.23	1.32
每股收益(元)	-1.45	0.50	1.91	2.78	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	-1.45	0.50	1.91	2.78
货币资金	2569	2638	1720	2591	每股净资产	11.31	10.98	14.49	19.59
交易性金融资产	444	454	474	504	估值比率				
应收票据及应收账款	2118	1896	3140	3939	PE	-12.30	35.55	9.35	6.43
预付款项	232	197	313	387	PB	1.58	1.63	1.23	0.91
存货	2515	2136	3392	4204	现金流量表				
流动资产合计	9176	8508	10918	13953	净利润	-795	325	1234	1794
固定资产	5457	5954	6471	6999	折旧和摊销	545	246	324	413
在建工程	1520	1490	1460	1431	营运资本变动	1384	512	-2454	-1564
无形资产	502	490	479	467	其他	516	32	16	20
非流动资产合计	8004	8434	8910	9397	经营活动现金流净额	1651	1113	-880	662
资产总计	17180	16942	19828	23350	资本开支	-1298	-712	-803	-904
短期借款	2996	2996	2996	2996	其他	-129	-9	-32	-46
应付票据及应付账款	1399	1188	1887	2339	投资活动现金流净额	-1427	-721	-836	-950
其他流动负债	1694	1755	1911	2028	股权融资	936	0	0	0
流动负债合计	6089	5939	6794	7363	债务融资	-855	62	0	0
其他	3553	3555	3555	3555	其他	576	-368	797	1159
非流动负债合计	3553	3555	3555	3555	筹资活动现金流净额	657	-307	797	1159
负债合计	9642	9494	10349	10918	现金及现金等价物净增加额	867	69	-918	871
股本	541	498	498	498					
资本公积金	3737	3694	3694	3694					
未分配利润	1170	1576	3181	5515					
少数股东权益	1903	1977	2260	2672					
其他	187	-297	-154	53					
所有者权益合计	7537	7448	9479	12432					
负债和所有者权益总计	17180	16942	19828	23350					

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