

索通发展（603612.SH）——财报点评

阳极利润快速修复，新项目建设稳步推进

优于大市

核心观点

公司发布 2024 年年报：全年实现营收 137.50 亿元，同比-10.19%；实现归母净利润 2.72 亿元，同比扭亏为盈；实现扣非净利润 1.58 亿元，同比扭亏为盈。其中，公司于 24Q4 实现营收 38.31 亿元，同比+13.31%，环比+11.23%；实现归母净利润 0.56 亿元，同比+114.28%，环比-69.88%，环比下降主因是 24Q3 因业绩承诺方提前退回对应股份，确认公允价值变动收益约 1.6 亿元；实现扣非净利润 0.23 亿元，同比+102.71%，环比-0.08%。

公司发布 2025 年一季报：实现营收 37.42 亿元，同比+20.50%；实现归母净利润 2.44 亿元，同比扭亏为盈。公司 25Q1 经营业绩大幅回暖，主因是石油焦和预焙阳极价格快速回暖，推升公司预焙阳极的单位利润。

预焙阳极产能及产销量数据方面：2024 年，山东创新二期 34 万吨预焙阳极项目和陇西索通 30 万吨预焙阳极项目达产，公司新增预焙阳极产能 64 万吨，目前总产能已达到 346 万吨。2024 年，预焙阳极总产量 326.45 万吨，同比+10.25%，销量 331.69 万吨，同比+11.35%，其中，出口销售 90.01 万吨，同比+34.30%，国内销售 241.68 万吨，同比+4.69%。展望 2025 年预计公司预焙阳极总产量或有望达到 350 万吨以上。

公司新项目建设在稳步推进当中：广西年产 60 万吨预焙阳极项目力争 2025 年底焙烧工序建成投产、全部工序 2026 年上半年建成投产；江苏索通年产 32 万吨预焙阳极项目力争 2025 年底前具备开工条件；海外市场，与阿联酋全球铝业 (EGA) 合资建设项目也正在稳步推进中，并取得阶段性进展；公司与美国铝业旗下三家子公司签订销售框架协议，拟于 2025 年向其供应预焙阳极预计共约 24 万吨。

风险提示：项目建设进度不达预期，项目产品产销量不达预期。

投资建议：维持“优于大市”评级。

预计公司 2025-2027 年营收分别为 185.94/205.13/239.38 (原预测 189.45/238.15/-) 亿元，同比增速 35.2%/10.3%/16.7%；归母净利润分别为 10.45/12.04/14.46 (原预测 9.28/11.86/-) 亿元，同比增速 283.5%/15.2%/20.2%；摊薄 EPS 分别为 2.10/2.42/2.90 元，当前股价对应 PE 为 8/7/6X。我们认为公司在预焙阳极领域已取得非常明显的竞争优势，有望抓住国内“北铝南移”战略机遇期实现产能的快速扩张，同时海外市场布局逐步启动，未来也有较大的成长空间，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	15,311	13,750	18,594	20,513	23,938
(+/-%)	-21.1%	-10.2%	35.2%	10.3%	16.7%
净利润(百万元)	-723	272	1,045	1,204	1,446
(+/-%)	-179.8%	137.7%	283.5%	15.2%	20.2%
每股收益(元)	-1.34	0.55	2.10	2.42	2.90
EBIT Margin	-2.2%	5.1%	11.0%	11.3%	11.6%
净资产收益率 (ROE)	-12.8%	5.3%	17.7%	17.8%	18.6%
市盈率 (PE)	-12.6	30.8	8.0	7.0	5.8
EV/EBITDA	97.1	14.0	6.4	5.6	4.8
市净率 (PB)	1.61	1.62	1.42	1.24	1.08

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司研究·财报点评

有色金属·金属新材料

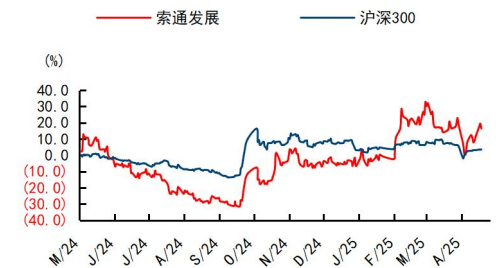
证券分析师：刘孟峦
010-88005312
liumengluan@guosen.com.cn
S0980520040001

证券分析师：杨耀洪
021-60933161
yangyao hong@guosen.com.cn
S0980520040005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	16.82 元
总市值/流通市值	8378/8378 百万元
52 周最高价/最低价	20.00/9.78 元
近 3 个月日均成交额	340.55 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

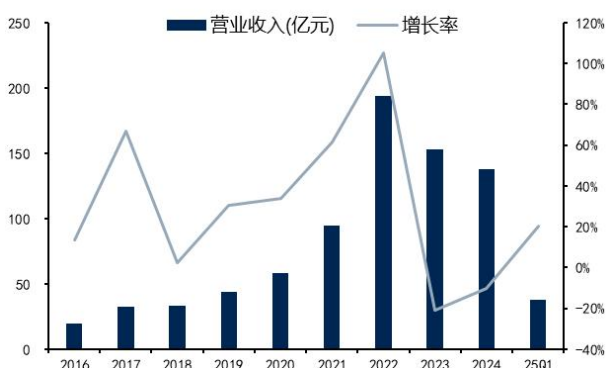
相关研究报告

- 《索通发展 (603612.SH) 三季报点评：阳极利润回归正常水平，新产能有望持续稳步扩张》——2024-10-24
- 《索通发展 (603612.SH) 半年报点评：阳极利润逐步回归正常水平，静待行业景气度回暖》——2024-08-21
- 《索通发展 (603612.SH) 三季报点评：三季度利润环比扭亏为盈，阳极业务有望迎来反转》——2023-10-30
- 《索通发展 (603612.SH) 半年报点评：阳极产品底部信号明确，负极产品开始贡献业绩》——2023-09-04
- 《索通发展 (603612.SH) -阳极行业底部信号明确，负极行业打造第二成长曲线》——2023-05-02

公司发布 2024 年年报：全年实现营收 137.50 亿元，同比-10.19%；实现归母净利润 2.72 亿元，同比扭亏为盈；实现扣非净利润 1.58 亿元，同比扭亏为盈；实现经营活动产生的现金流量净额 4.26 亿元，同比-74.17%。其中，公司于 24Q4 实现营收 38.31 亿元，同比+13.31%，环比+11.23%；实现归母净利润 0.56 亿元，同比+114.28%，环比-69.88%，环比大幅下降主因是 24Q3 因业绩承诺方提前退回对应股份，确认公允价值变动收益约 1.6 亿元；实现扣非净利润 0.23 亿元，同比+102.71%，环比-0.08%。

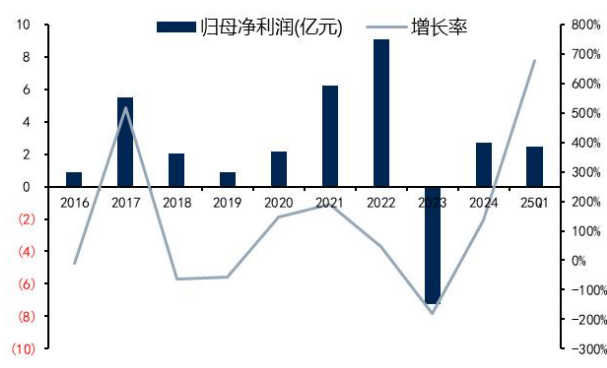
公司发布 2025 年一季报：实现营收 37.42 亿元，同比+20.50%；实现归母净利润 2.44 亿元，同比扭亏为盈；实现扣非净利润 2.39 亿元，同比+279.05%。公司 25Q1 经营业绩大幅回暖，主因是石油焦和预焙阳极价格快速回暖，推升公司预焙阳极的单位利润。

图1：公司营业收入及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：国内中硫石油焦价格（元/吨）



资料来源：亚洲金属网、国信证券经济研究所整理

图4：国内预焙阳极价格（元/吨）



资料来源：亚洲金属网、国信证券经济研究所整理

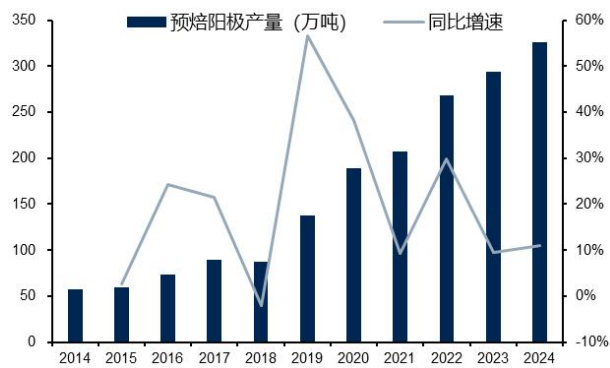
预焙阳极产能及产销量数据方面：2024 年，山东创新二期 34 万吨预焙阳极项目和陇西索通 30 万吨预焙阳极项目达产，公司新增预焙阳极产能 64 万吨，目前总产能已达到 346 万吨；另外湖北索通 100 万吨煅后焦项目部分产能达产。2024 年公司预焙阳极产能保持满负荷运行，总产量 326.45 万吨，同比+10.25%，销量 331.69 万吨，同比+11.35%，其中出口销售 90.01 万吨，同比+34.30%，国内销售 241.68 万吨，同比+4.69%。展望 2025 年，预计公司预焙阳极总产量有望达到 350 万吨以上。

图5: 公司预焙阳极产能快速提升



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

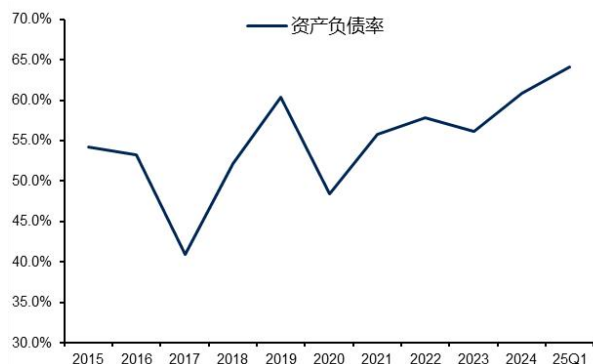
图6: 公司预焙阳极产量快速提升



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

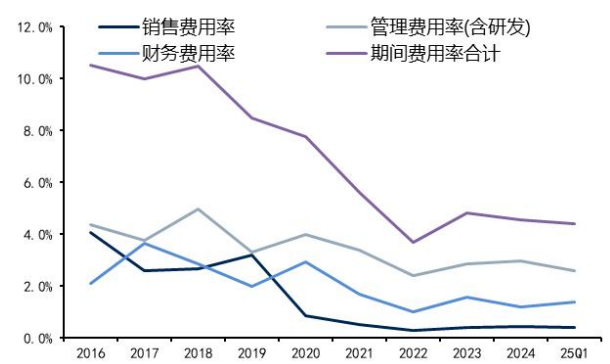
财务数据方面: 截止至今年一季度, 公司资产负债率为 64.15%; 货币资金约 19.02 亿元, 同比-29.15%; 存货约 38.52 亿元, 同比+45.92%。期间费用方面, 公司 2024 年销售费用 5930 万元, 同比-4.68%; 管理费用约 2.49 亿元, 同比+7.13%; 研发费用约 1.56 亿元, 同比-24.20%; 财务费用约 1.62 亿元, 同比-31.70%。

图7: 公司资产负债率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图8: 公司期间费用率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

公司新项目建设也在稳步推进当中: 公司与吉利百矿就广西年产 60 万吨预焙阳极项目签署投资条款清单, 公司将稳步推进项目建设进度, 力争 2025 年底焙烧工序建成投产、全部工序于 2026 年上半年建成投产; 与华峰集团控股子公司峰瓯贸易合作在江苏启东设立合资子公司, 投资建设年产 32 万吨铝用预焙阳极项目, 项目有利于进一步满足出口市场需求, 公司将积极推进项目筹建进度, 力争 2025 年底前具备开工条件。海外市场, 公司与阿联酋环球铝业 (EGA) 合资建设项目也正在稳步推进中, 并取得阶段性进展; 公司还与美国铝业旗下三家子公司签订销售框架协议, 拟于 2025 年向其供应预焙阳极预计共约 24 万吨。

投资建议: 维持“优于大市”评级。 预计公司 2025-2027 年营收分别为 185.94/205.13/239.38 (原预测 189.45/238.15/-) 亿元, 同比增速 35.2%/10.3%/16.7%; 归母净利润分别为 10.45/12.04/14.46 (原预测 9.28/11.86/-) 亿元, 同比增速 283.5%/15.2%/20.2%; 摊薄 EPS 分别为 2.10/2.42/2.90 元, 当前股价对应 PE 为 8/7/6X。我们认为公司在预焙阳极领域已取得非常明显的竞争优势, 有望抓住国内“北铝南移”战略机遇期实现产能的快速扩张, 同时海外市场布局逐步启动, 未来也有较大的成长空间, 维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2569	2180	1000	1000	1000	营业收入	15311	13750	18594	20513	23938
应收款项	2131	2540	3056	3372	3804	营业成本	15059	12485	15829	17401	20235
存货净额	2515	2742	2502	2749	3101	营业税金及附加	88	95	128	142	165
其他流动资产	1517	1579	2135	2356	2749	销售费用	62	59	74	82	96
流动资产合计	9176	9041	8694	9477	10654	管理费用	232	249	317	348	403
固定资产	6978	7531	7784	7961	8074	研发费用	205	156	214	236	275
无形资产及其他	502	492	472	453	433	财务费用	237	162	214	236	275
投资性房地产	523	551	551	551	551	投资收益	(8)	(8)	0	0	0
长期股权投资	1	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	1285	198	0	0	0
资产总计	17180	17615	17501	18442	19712	其他收入	(1800)	(337)	(194)	(216)	(256)
短期借款及交易性金融负债	4399	4978	4085	3271	2265	营业利润	(891)	554	1837	2088	2509
应付款项	1399	1590	1460	1604	1871	营业外净收支	(16)	(16)	0	0	0
其他流动负债	291	431	312	753	1357	利润总额	(907)	537	1837	2088	2509
流动负债合计	6089	6999	5857	5628	5493	所得税费用	(113)	88	367	418	502
长期借款及应付债券	2895	3144	3144	3144	3144	少数股东损益	(72)	177	425	467	561
其他长期负债	658	571	571	571	571	归属于母公司净利润	(723)	272	1045	1204	1446
长期负债合计	3553	3715	3715	3715	3715	现金流量表 (百万元)					
负债合计	9642	10714	9572	9343	9208	净利润	(723)	272	1045	1204	1446
少数股东权益	1903	1730	2028	2354	2747	资产减值准备	615	(731)	12	2	2
股东权益	5635	5171	5902	6745	7757	折旧摊销	530	662	755	840	905
负债和股东权益总计	17180	17615	17501	18442	19712	公允价值变动损失	(1285)	(198)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	237	162	214	236	275
	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	3304	(1214)	(1071)	(196)	(304)
每股收益	(1.34)	0.55	2.10	2.42	2.90	其它	(780)	673	286	324	391
每股红利	1.75	0.73	0.63	0.72	0.87	经营活动现金流	1660	(536)	1026	2175	2441
每股净资产	10.42	10.38	11.85	13.54	15.57	资本开支	(4532)	(663)	(1000)	(1000)	(1000)
ROIC	-3%	3%	10%	11%	13%	其它投资现金流	(444)	444	0	0	0
ROE	-13%	5%	18%	18%	19%	投资活动现金流	(4976)	(218)	(1000)	(1000)	(1000)
毛利率	2%	9%	15%	15%	15%	权益性融资	936	69	0	0	0
EBIT Margin	-2%	5%	11%	11%	12%	负债净变化	1172	249	0	0	0
EBITDA Margin	1%	10%	15%	15%	15%	支付股利、利息	(946)	(362)	(313)	(361)	(434)
收入增长	-21%	-10%	35%	10%	17%	其它融资现金流	1509	523	(893)	(814)	(1007)
净利润增长率	-180%	138%	283%	15%	20%	融资活动现金流	2897	366	(1206)	(1175)	(1441)
资产负债率	67%	71%	66%	63%	61%	现金净变动	(419)	(389)	(1180)	0	0
股息率	11.3%	4.3%	3.7%	4.3%	5.2%	货币资金的期初余额	2988	2569	2180	1000	1000
P/E	(12.6)	30.8	8.0	7.0	5.8	货币资金的期末余额	2569	2180	1000	1000	1000
P/B	1.6	1.6	1.4	1.2	1.1	企业自由现金流	(993)	(625)	325	1503	1829
EV/EBITDA	97.1	14.0	6.4	5.6	4.8	权益自由现金流	1688	146	(833)	444	609

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032