

评级: 买入 (维持)

市场价格: 17.37 元

分析师: 谢鸿鹤

执业证书编号: S0740517080003

Email: xiehh@r.qlzq.com.cn

分析师: 郭中伟

执业证书编号: S0740521110004

Email: guozw@r.qlzq.com.cn

联系人: 安永超

Email: anyc@r.qlzq.com.cn

联系人: 于柏寒

Email: yubh@r.qlzq.com.cn

联系人: 陈沁一

Email: chenqy@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	460
流通股本(百万股)	431
市价(元)	17.37
市值(百万元)	7,989
流通市值(百万元)	7,487

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 《预焙阳极“量价齐升”，布局锂电负极材料有望打开新的成长空间》-20220418

2 《主营预焙阳极“量价齐升”，项目提前投产成长逻辑不断兑现》-20210819

公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,851	9,458	15,534	19,065	22,715
增长率 yoy%	34%	62%	64%	23%	19%
净利润(百万元)	214	620	769	929	1,108
增长率 yoy%	148%	190%	24%	21%	19%
每股收益(元)	0.47	1.35	1.67	2.02	2.41
每股现金流量	0.75	-2.59	1.88	1.31	1.70
净资产收益率	5%	12%	12%	13%	13%
P/E	37.3	12.9	10.4	8.6	7.2
P/B	2.2	1.8	1.5	1.3	1.1

备注: 股价取自于 2022 年 05 月 16 日

投资要点

- **事件: 公司发布公告, 拟以发行股份及支付现金方式购买欣源股份 94.977% 股份, 并募集配套资金, 经交易各方协商, 收购标的 100% 股权对应价格不高于 12 亿元, 其中现金支付不超过交易对价的 30%。交易完成后, 欣源股份成为索通发展的控股子公司。**
- **本次拟收购的信息如下:**
 - **欣源股份概况:** 欣源股份为新三板上市公司, 主营业务为锂离子电池负极与薄膜电容器, 目前拥有 1.5 万吨负极产能, 产能布局在内蒙古, 客户主要为贝特瑞、杉杉等。2021 年总资产 5.49 亿元, 实现营收 5.15 亿元, 同比增 35.50%, 实现归母净利润 0.84 亿元, 同比增 114.59%, 扣非归母净利润 0.80 亿元, 同比增 122.43%, 其中负极营收 2.59 亿, 占比 50.25%, 毛利 1.05 亿元, 占比 67.95%, 毛利率 40.4%。同时索通发展拟提供 4.5 亿借款用于欣源股份扩建 4 万吨负极产能, 下半年欣源股份负极产能有望扩张至 5.5 万吨。经双方协商一致, 欣源股份 100% 股权对应的交易价格不高于 12 亿元, 收购对价中现金支付比例不高于 30%。
 - **发行方式:** 公司经与欣源股份协商, 本次发行股份及支付现金购买资产的发行价格为 17.73 元/股, 募集配套资金的定价基准日为本次非公开发行股份的发行期首日, 发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票均价的 80%。
- **以“绿电+新型碳材料”为方向布局锂电负极, 收购欣源股份推进公司发展战略。**
 - 22 年 4 月, 公司公告拟投资 7.2 亿元建设年产 20 万吨锂离子电池负极材料一体化项目中首期 5 万吨项目, 欣源股份在石墨负极方面拥有成熟技术储备及完善的客户渠道, 通过本次收购, 便于公司甘肃负极项目的建设、生产与销售, 远期公司锂电负极产能有望达到 25 万吨以上, 实现“预焙阳极+锂电负极”的战略规划。
 - 碳负极材料与公司主营预焙阳极在原料、生产设备、工艺等方面有较强的联系和相通之处, 公司或将充分发挥技术优势、经验优势、以及集中采购和全球采购优势, 在新能源汽车行业持续增长带动下, 锂电负极材料产业或将打开公司新的成长空间, 从而进一步提高公司的综合竞争力。
- **盈利预测与投资建议:** 公司是国内预焙阳极行业龙头, 综合竞争优势突出, 主业成长逻辑持续兑现, 同时公司布局锂电负极材料有望打开公司新的成长空间, 收购欣源股份进一步落实公司未来的发展战略。不考虑本次收购, 我们预计公司 22-24 年预焙阳极产量分别 262/322/382 万吨, 对应公司 22-24 年归母净利润分别为 7.69/9.29/11.08 亿, 对应 22-24 年 PE 分别为 10/9/8, 维持公司“买入”评级。
- **风险提示事件:** 原材料及产品价格波动风险、疫情反复风险、汇率波动风险、项目建设进度不及预期风险、收购进展不及预期风险等。

图表：公司财务情况及预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,775	2,915	3,577	4,262	营业收入	9,458	15,534	19,065	22,715
应收票据	0	0	0	0	营业成本	7,841	13,636	16,911	20,256
应收账款	1,634	2,577	3,162	3,768	税金及附加	56	92	114	135
预付账款	263	397	493	590	销售费用	48	80	57	68
存货	3,188	4,316	5,353	6,412	管理费用	182	186	191	227
合同资产	0	0	0	0	研发费用	138	140	153	159
其他流动资产	413	564	693	825	财务费用	160	161	178	190
流动资产合计	7,272	10,770	13,278	15,858	信用减值损失	-29	0	0	0
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-15	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	4,161	4,174	4,246	4,371	投资收益	-35	-24	-24	-24
在建工程	101	201	201	101	其他收益	19	19	19	19
无形资产	378	377	382	373	营业利润	972	1,235	1,458	1,675
其他非流动资产	229	215	215	215	营业外收入	2	11	12	12
非流动资产合计	4,869	4,966	5,044	5,060	营业外支出	11	21	21	21
资产合计	12,141	15,736	18,322	20,918	利润总额	963	1,225	1,449	1,666
短期借款	3,634	4,756	5,448	5,943	所得税	200	245	290	333
应付票据	80	225	279	334	净利润	763	980	1,159	1,333
应付账款	895	2,354	2,920	3,497	少数股东损益	143	211	229	225
预收款项	0	5	5	3	归属母公司净利润	620	769	930	1,108
合同负债	68	112	137	163	NOPLAT	890	1,109	1,301	1,485
其他应付款	68	64	64	64	EPS (按最新股本摊薄)	1.35	1.67	2.02	2.41
一年内到期的非流动负债	406	236	236	236					
其他流动负债	243	195	201	228					
流动负债合计	5,394	7,947	9,290	10,469					
长期借款	1,274	1,450	1,627	1,803					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	107	81	81	81					
非流动负债合计	1,381	1,531	1,707	1,884					
负债合计	6,775	9,478	10,997	12,352					
归属母公司所有者权益	4,513	5,194	6,032	7,047					
少数股东权益	853	1,064	1,293	1,518					
所有者权益合计	5,366	6,258	7,325	8,565					
负债和股东权益	12,141	15,736	18,322	20,918					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-1,193	864	601	780
现金收益	1,287	1,576	1,773	1,966
存货影响	-1,919	-1,128	-1,037	-1,059
经营性应收影响	-546	-1,077	-681	-703
经营性应付影响	163	1,605	619	631
其他影响	-178	-111	-73	-56
投资活动现金流	-749	-572	-537	-484
资本支出	-888	-546	-513	-460
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	139	-26	-24	-24
融资活动现金流	2,111	848	599	389
借款增加	2,335	1,128	869	671
股利及利息支付	-227	-528	-521	-650
股东融资	279	0	0	0
其他影响	-276	248	251	368

主要财务比率				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入增长率	61.7%	64.2%	22.7%	19.1%
EBIT增长率	107.9%	23.5%	17.3%	14.1%
归母公司净利润增长率	189.6%	24.1%	20.8%	19.2%
获利能力				
毛利率	17.1%	12.2%	11.3%	10.8%
净利率	8.1%	6.3%	6.1%	5.9%
ROE	11.6%	12.3%	12.7%	12.9%
ROIC	10.7%	11.1%	11.3%	11.4%
偿债能力				
资产负债率	55.8%	60.2%	60.0%	59.1%
债务权益比	101.0%	104.2%	100.9%	94.1%
流动比率	1.3	1.4	1.4	1.5
速动比率	0.8	0.8	0.9	0.9
营运能力				
总资产周转率	0.8	1.0	1.0	1.1
应收账款周转天数	51	49	54	55
应付账款周转天数	39	43	56	57
存货周转天数	102	99	103	105
每股指标 (元)				
每股收益	1.35	1.67	2.02	2.41
每股经营现金流	-2.59	1.88	1.31	1.70
每股净资产	9.81	11.29	13.11	15.32
估值比率				
P/E	13	10	9	7
P/B	2	2	1	1
EV/EBITDA	5	4	3	3

来源: Wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。