

评级: 买入 (维持)

市场价格: 19.78 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

研究助理: 刘耀齐

Email: liuyq@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	541
流通股本(百万股)	436
市价(元)	19.78
市值(百万元)	10,698
流通市值(百万元)	8,624

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	9,458	19,401	17,450	26,857	37,227
增长率 yoy%	62%	105%	-10%	54%	39%
净利润 (百万元)	620	905	799	1,062	1,766
增长率 yoy%	190%	46%	-12%	33%	66%
每股收益 (元)	1.15	1.67	1.48	1.96	3.27
每股现金流量	-2.21	-0.63	5.14	-2.32	-1.12
净资产收益率	12%	12%	10%	11%	15%
P/E	17.3	11.8	13.4	10.1	6.1
P/B	2.4	2.0	1.7	1.5	1.2

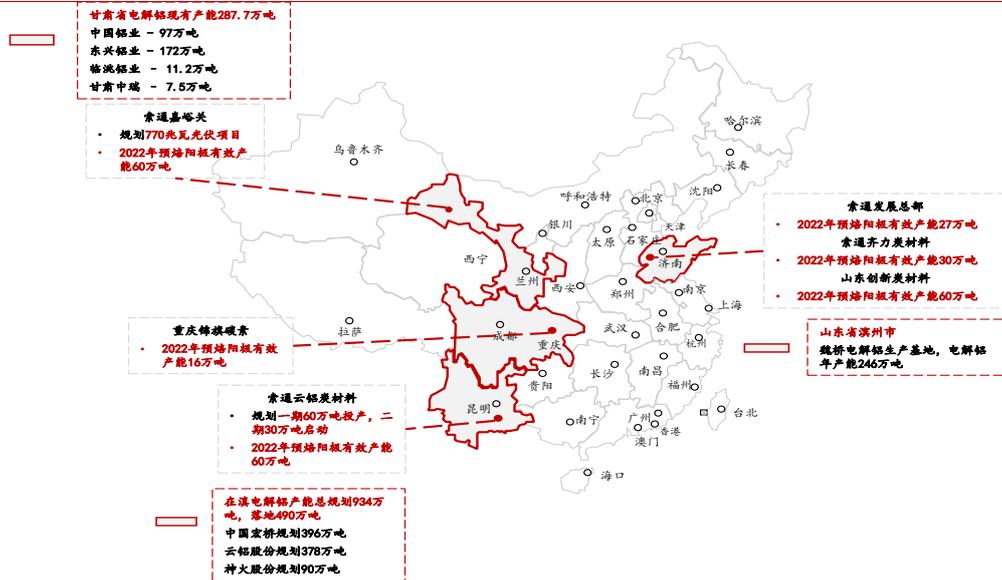
备注: 股价取自于 2023 年 06 月 02 日

投资要点

- 事件:** 2023 年 5 月 31 日, 索通发展与阿联酋环球铝业 (EGA) 签署《投资谅解备忘录》。备忘录约定, 公司与 EGA 拟在阿联酋境内合资建设一处预焙阳极生产基地, 以满足 EGA 及周边地区对于预焙阳极产品的需求。项目一期产能为 30 万吨/年, 项目二期产能为 30 万吨/年。如该合作顺利进行, 将成为索通发展首个海外预焙阳极生产基地。
- 项目规划总规模 60 万吨/年, 一期 30 万吨预计 2026 年末投产。** 公司与 EGA 计划在阿联酋共同组建合资公司 (索通持股 55%, EGA 持股 45%), 并以该合资公司为实施主体建设两期合计规模 60 万吨/年的预焙阳极生产基地。预计项目一期将于 2023 年 7 月完成选址, 8 月完成可行性研究, 2024 年四季度开始建设, 2026 年末开始商业化生产, 2027 年二季度末达产。合资公司将优先将预焙阳极产品销售给 EGA, EGA 将承购项目一期 (30 万吨/年) 产能的 50%。
- 与全球第七大电解铝企业合作, 拓展海外产能布局。** 阿联酋既是预焙阳极的重要原材料石油焦产区, 同时又是世界第五大原铝生产国。EGA 是当地最大的电解铝生产企业, 公司每年铝产量占全球 4%, 2022 年生产电解铝 265 万吨, 在全球电解铝企业中排名第七。自 2006 年起, EGA 一直是公司重要的海外客户, 此次与 EGA 合作, 将有利于进一步开拓全球市场, 拓展海外产能布局, 为与全球优质原铝生产商合资合作奠定坚实基础。
- 预焙阳极龙头, C+ (carbon) 战略持续迈进中。** 在“碳达峰、碳中和”背景下, 公司以“C+ (carbon) 战略: 双驱两翼, 低碳智造”为发展方向, 聚焦“预焙阳极+锂电负极”等碳材料产业, 打造具有索通特色的全球竞争力体系。
 - 预焙阳极方面,** 截至 2022 年末, 公司拥有预焙阳极在产产能 282 万吨。2023 年, 公司将加快在建、筹建项目进度, 确保陕西索通 30 万吨铝用炭材料项目、湖北枝江 100 万吨煅烧焦项目、山东创新 34 万吨预焙阳极和 30 万吨煅后焦项目的稳步推进。公司在现有山东、甘肃、云南、重庆生产基地的基础上, 持续推进在西北、西南、山东、海外四区域的战略布局, 争取十四五期间平均每年实现 60 万吨预焙阳极产能投放, 十四五末产能提升至约 500 万吨。
 - 锂电负极方面,** 公司结合自身优势, 加快布局新能源相关的锂电负极行业。在嘉峪关投资建设的索通盛源 20 万吨负极材料一体化项目 (首期 5 万吨)。一步 2.5 万吨建设 2022 年末已接近完成, 同时 770MW 光伏发电项目力争于 2023 年上半年建成。此外, 目前欣源股份已成为公司控股子公司。内蒙古欣源新建 4 万吨石墨化项目已建成通电。公司远期规划总产能将达 31.5 万吨。

- **盈利预测及投资建议:** 公司作为国内预焙阳极龙头, 未来三年 CAGR 26%左右, 市占率将从 10%增至 25%左右, 同时也是国内最大石油焦采购/贸易商, 与中石化、中石油、中海油以及地炼厂等石油焦供应商建立稳定的供销关系, 集中采购带来显著的成本优势, 结合原料采购优势及产业布局, 拟通过自建及收购, 快速切入锂电负极产业, 积极打造第二成长曲线。预计公司 23/24/25 年实现归母净利润分别 7.99/10.62/17.66 亿元, 对应公司 PE 分别 13.4/10.1/6.1X, 维持公司“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济波动超预期、预焙阳极价格波动、收购及项目建设进度低于预期、行业产能扩建超预期、研报使用信息数据更新不及时风险等。

图表 1: 公司预焙阳极产能分布&国内电解铝主产区分布情况



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 2: 公司负极材料产能分布

年内，内蒙古欣源生产基地负极一体化产能将达5.5万吨
 远期总规划负极一体化产能为31.5万吨



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 3: 盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,988	2,687	4,136	5,733	营业收入	19,401	17,450	26,857	37,227
应收票据	0	0	0	0	营业成本	16,833	15,540	24,319	33,437
应收账款	2,330	2,812	4,330	6,021	税金及附加	87	78	120	166
预付账款	537	471	738	1,014	销售费用	52	47	107	149
存货	4,659	4,891	7,654	10,523	管理费用	235	209	269	261
合同资产	0	0	0	0	研发费用	231	157	215	223
其他流动资产	1,098	684	1,053	1,460	财务费用	191	187	205	275
流动资产合计	11,611	11,546	17,911	24,751	信用减值损失	-65	0	0	0
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-222	0	0	0
长期股权投资	1	1	1	1	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	4,368	4,301	4,302	4,362	投资收益	-30	20	20	30
在建工程	489	589	589	489	其他收益	13	13	13	13
无形资产	429	436	431	437	营业利润	1,473	1,270	1,660	2,760
其他非流动资产	457	414	414	414	营业外收入	2	2	10	10
非流动资产合计	5,743	5,740	5,736	5,702	营业外支出	16	23	10	10
资产合计	17,354	17,286	23,647	30,453	利润总额	1,459	1,249	1,660	2,760
短期借款	5,728	3,389	6,572	9,285	所得税	284	250	332	552
应付票据	37	204	319	438	净利润	1,175	999	1,328	2,208
应付账款	1,249	2,454	3,840	5,280	少数股东损益	270	200	266	442
预收款项	0	3	1	2	归属母公司净利润	905	799	1,062	1,766
合同负债	189	170	262	363	NOPLAT	1,328	1,149	1,492	2,428
其他应付款	65	59	59	59	EPS (按最新股本摊薄)	1.67	1.48	1.96	3.27
一年内到期的非流动负债	543	328	328	328					
其他流动负债	265	201	244	253					
流动负债合计	8,075	6,808	11,625	16,007					
长期借款	1,723	2,031	2,339	2,647					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	245	227	227	227					
非流动负债合计	1,968	2,258	2,566	2,875					
负债合计	10,043	9,066	14,191	18,882					
归属母公司所有者权益	5,449	6,158	7,128	8,803					
少数股东权益	1,862	2,062	2,327	2,769					
所有者权益合计	7,311	8,220	9,456	11,571					
负债和股东权益	17,354	17,286	23,647	30,453					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-342	2,779	-1,256	-607
现金收益	1,838	1,706	2,046	2,996
存货影响	-1,471	-232	-2,763	-2,869
经营性应收影响	-748	-416	-1,784	-1,967
经营性应付影响	307	1,368	1,500	1,560
其他影响	-269	353	-254	-327
投资活动现金流	-1,602	-540	-489	-449
资本支出	-1,118	-560	-509	-479
股权投资	-1	0	0	0
其他长期资产变化	-483	20	20	30
融资活动现金流	2,451	-2,539	3,194	2,653
借款增加	2,679	-2,245	3,491	3,020
股利及利息支付	-478	-393	-443	-681
股东融资	983	0	0	0
其他影响	-733	99	146	314

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	105.1%	-10.1%	53.9%	38.6%
EBIT增长率	46.9%	-12.9%	29.9%	62.8%
归母公司净利润增长率	46.0%	-11.7%	32.9%	66.3%
获利能力				
毛利率	13.2%	10.9%	9.4%	10.2%
净利率	6.1%	5.7%	4.9%	5.9%
ROE	12.4%	9.7%	11.2%	15.3%
ROIC	11.0%	10.6%	10.1%	12.8%
偿债能力				
资产负债率	57.9%	52.4%	60.0%	62.0%
债务权益比	112.7%	72.7%	100.1%	107.9%
流动比率	1.4	1.7	1.5	1.5
速动比率	0.9	1.0	0.9	0.9
营运能力				
总资产周转率	1.1	1.0	1.1	1.2
应收账款周转天数	37	53	48	50
应付账款周转天数	23	43	47	49
存货周转天数	84	111	93	98
每股指标 (元)				
每股收益	1.67	1.48	1.96	3.27
每股经营现金流	-0.63	5.14	-2.32	-1.12
每股净资产	10.07	11.39	13.18	16.28
估值比率				
P/E	12	13	10	6
P/B	2	2	2	1
EV/EBITDA	-9	-10	-8	-6

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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。