

公司研究

产品价格上行叠加存货增值，Q2 业绩超预期

——索通发展（603612.SH）公告点评

要点

事件：公司发布 2022 年半年报预告，预计 2022 半年度实现归母净利润 5.3-5.65 亿元，同比增长 81.9%-93.9%；扣除非经常性损益后的归母净利润为 5.3-5.65 亿元，同比增长 84.4%-96.6%。

点评：

量价齐升，2022Q2 归母净利润环比大增 146%。以预告中值计算，2022Q2 归母净利润 3.89 亿元，环比增长 146%，业绩增长源于：1) 预焙阳极价格持续上行，Q2 预焙阳极均价 8013 元/吨，环比 Q1 增长 37%；2) 子公司索通云铝 60 万吨/年产能释放；3) 产能扩大带来原材料集中化采购更具优势，降本增效显著。

业绩超预期源于产品价格上涨和石油焦库存收益。1) 上半年电解铝产能加速复产和投产，预焙阳极需求向好；截至 7 月 12 日，预焙阳极含税均价 8236 元/吨，较 2022 年初增长 58%。2) 原料石油焦价格持续上行，7 月 12 日吉林石化石油焦（2#B）6800 元/吨，兰州炼厂（3#B）5810 元/吨，较年初上涨 97%和 73%。2022Q1 公司存货金额 38 亿元，若全为石油焦库存，按 Q1 吉林石化（2#B）、兰州炼厂（3#B）石油焦均价（3997 元/吨）计算折 95 万吨石油焦（公司 2022 年预焙阳极产能 252 万吨，按单耗 1.1 吨计算石油焦用量约 277 万吨）。

“预焙阳极+锂电负极”布局形成。公司已制定 C+（carbon）战略，形成“双驱两翼，低碳智造”布局，以预焙阳极和石油焦为双驱，“电解槽综合和服务方案”、新型碳材料生产平台为两翼。公司于 4 月 8 日公告拟在嘉峪关市投建年产 20 万吨锂电池负极一体化项目的首期 5 万吨项目，5 月 16 日公告拟收购欣源股份，加速布局锂电负极。锂电负极和公司的预焙阳极在原材料、生产工艺等方面类似，如公司是主要原料石油焦最大采购方之一，原料采购优势明显。

锂电负极产能 2023 年释放，有望形成第二利润来源。欣源股份拟新建年产 10 万吨高性能锂离子电池负极材料扩产项目，并先行建设 4 万吨石墨化生产线。5 月 16 日，公司向欣源股份提供借款 4.5 亿元，其中 3.95 亿元用于一期年产 4 万吨石墨化生产线建设；公司规划的首期 5 万吨锂电负极项目正在建设中（建设周期 12 个月），2023 年锂电负极产能将逐步释放，形成公司新的业绩增长点。

盈利预测、估值与评级：考虑预焙阳极价格上涨超预期以及公司负极产能明年将逐步释放，上调公司盈利预测，预计 2022/2023/2024 年归母净利润分别为 10.8/16.7/22.1 亿元（较前次预测上调 39%/79%/99%），同比增长 74.6%/54.1%/32.6%，当前股价对应 PE 分别为 19/12/9X，维持“增持”评级。

风险提示：产能投建不及预期；原材料价格大幅波动风险；惰性阳极替代风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	5,851	9,458	18,987	24,498	31,011
营业收入增长率	33.84%	61.65%	100.75%	29.03%	26.59%
净利润（百万元）	214	620	1,082	1,668	2,212
净利润增长率	147.64%	189.64%	74.58%	54.08%	32.60%
EPS（元）	0.49	1.35	2.35	3.63	4.81
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.84%	13.74%	20.12%	25.16%	26.89%
P/E	91	33	19	12	9
P/B	5.3	4.6	3.8	3.1	2.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-07-14

增持（维持）

当前价：44.83 元

作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

021-52523811

wangzh@ebsecn.com

分析师：方驭涛

执业证书编号：S0930521070003

021-52523823

fangyutao@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.60
总市值(亿元):	206.19
一年最低/最高(元):	15.57/46.79
近 3 月换手率:	264.53%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	41.10	105.10	159.02
绝对	43.26	112.45	149.09

资料来源：Wind

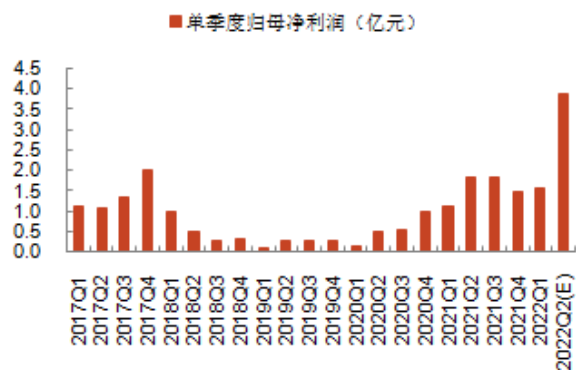
相关研报

收购锂电负极资产，预焙阳极\锂电负极双主业成型——索通发展（603612.SH）公告点评（2022-05-17）

业绩超出预告上限，看好主业稳定增长和新型碳材料布局——索通发展（603612.SH）2021 年年报点评（2022-04-15）

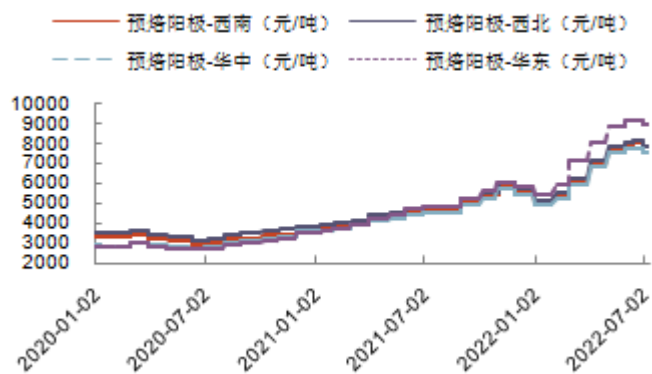
进军锂电负极材料，打开多元化成长空间——索通发展（603612.SH）公告点评（2022-04-08）

图 1：公司单季度归母净利润预计将达新高



资料来源：Wind，光大证券研究所（2017Q1-2022Q2，2022Q2 为业绩预告预估值）

图 2：公司预焙阳极产品价格变化



资料来源：Wind，光大证券研究所（2020.1.2-2022.7.12）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	5,851	9,458	18,987	24,498	31,011
营业成本	4,935	7,841	16,036	20,304	25,544
折旧和摊销	354	374	390	407	427
税金及附加	52	56	114	147	186
销售费用	50	48	95	122	155
管理费用	142	182	380	490	620
研发费用	91	138	285	367	465
财务费用	172	160	283	319	308
投资收益	-17	-35	-20	-20	-20
营业利润	382	972	1,883	2,761	3,748
利润总额	368	963	1,870	2,748	3,735
所得税	83	200	393	577	784
净利润	286	763	1,477	2,171	2,951
少数股东损益	72	143	394	503	739
归属母公司净利润	214	620	1,082	1,668	2,212
EPS(元)	0.49	1.35	2.35	3.63	4.81

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	343	-1,193	173	1,530	2,378
净利润	214	620	1,082	1,668	2,212
折旧摊销	354	374	390	407	427
净营运资金增加	507	2,831	3,399	2,209	2,302
其他	-732	-5,018	-4,699	-2,754	-2,563
投资活动产生现金流	-221	-749	-552	-645	-620
净资本支出	-669	-686	-550	-550	-550
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	448	-63	-2	-95	-70
融资活动现金流	-18	2,111	1,452	-58	-781
股本变化	97	26	0	0	0
债务净变化	-825	2,335	1,951	679	142
无息负债变化	252	329	962	620	742
净现金流	95	166	1,073	827	977

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	15.7%	17.1%	15.5%	17.1%	17.6%
EBITDA 率	16.3%	16.8%	13.2%	14.4%	14.6%
EBIT 率	10.2%	13.0%	11.1%	12.7%	13.2%
税前净利润率	6.3%	10.2%	9.8%	11.2%	12.0%
归母净利润率	3.7%	6.6%	5.7%	6.8%	7.1%
ROA	3.4%	6.3%	9.1%	11.2%	13.1%
ROE (摊薄)	5.8%	13.7%	20.1%	25.2%	26.9%
经营性 ROIC	6.7%	9.5%	12.0%	15.1%	17.3%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	48%	56%	59%	57%	53%
流动比率	1.27	1.35	1.39	1.53	1.73
速动比率	0.89	0.76	0.90	1.03	1.22
归母权益/有息债务	1.23	0.85	0.74	0.83	1.02
有形资产/有息债务	2.70	2.20	2.18	2.37	2.72

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	8,488	12,141	16,315	19,367	22,586
货币资金	1,315	1,775	2,848	3,675	4,652
交易性金融资产	0	0	10	10	10
应收账款	1,040	1,634	3,163	4,201	5,470
应收票据	97	0	19	24	31
其他应收款 (合计)	8	14	95	122	155
存货	1,269	3,188	4,004	4,670	5,109
其他流动资产	297	398	637	774	937
流动资产合计	4,225	7,272	11,317	14,146	17,190
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	3,242	4,161	3,955	3,805	3,689
在建工程	494	101	376	582	736
无形资产	380	378	420	461	501
商誉	16	21	21	21	21
其他非流动资产	53	63	63	63	63
非流动资产合计	4,263	4,869	4,998	5,220	5,395
总负债	4,111	6,775	9,688	10,988	11,871
短期借款	2,061	3,634	5,691	6,170	6,112
应付账款	787	895	1,924	2,436	3,065
应付票据	7	80	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	3	9	9	9	9
流动负债合计	3,330	5,394	8,137	9,236	9,919
长期借款	706	1,274	1,474	1,674	1,874
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	43	76	76	76	76
非流动负债合计	781	1,381	1,552	1,752	1,952
股东权益	4,377	5,366	6,627	8,379	10,715
股本	434	460	460	460	460
公积金	1,988	2,275	2,383	2,399	2,399
未分配利润	1,294	1,814	2,573	3,806	5,403
归属母公司权益	3,663	4,513	5,380	6,629	8,226
少数股东权益	714	853	1,247	1,750	2,489

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	0.86%	0.51%	0.50%	0.50%	0.50%
管理费用率	2.42%	1.93%	2.00%	2.00%	2.00%
财务费用率	2.93%	1.69%	1.49%	1.30%	0.99%
研发费用率	1.55%	1.46%	1.50%	1.50%	1.50%
所得税率	22%	21%	21%	21%	21%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.20	0.47	0.91	1.34	1.82
每股经营现金流	0.79	-2.59	0.38	3.33	5.17
每股净资产	8.45	9.81	11.70	14.41	17.88
每股销售收入	13.49	20.56	41.28	53.26	67.42

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	91	33	19	12	9
PB	5.3	4.6	3.8	3.1	2.5
EV/EBITDA	24.6	17.1	12.1	9.1	7.4
股息率	0.4%	1.0%	2.0%	3.0%	4.1%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE