

# 索通发展（603612.SH）——三季度报点评

## 阳极利润回归正常水平，新产能有望持续稳步扩张

### 核心观点

**公司发布三季度报：**前三季度实现营收 99.19 亿元，同比-16.86%；实现归母净利润 2.17 亿元，同比扭亏为盈；实现扣非归母净利润 1.35 亿元，同比扭亏为盈。公司 24Q3 实现营收 34.44 亿元，Q3 环比+2.20%；24Q3 实现归母净利润 1.85 亿元，Q3 环比+150.99%，主要系报告期内预焙阳极业务盈利相对稳定，同时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；24Q3 实现扣非归母净利润 0.23 亿元，Q3 环比-53.31%，主要系报告期内负极业务亏损约 0.66 亿元所致。

**预焙阳极产能以及产销量数据：**今年上半年，山东创新二期 34 万吨预焙阳极项目正式投产，公司预焙阳极年产能进一步提升至 316 万吨；今年下半年，陇西索通 30 万吨铝用炭材料项目逐步投产放量，预期公司 2024 年末将形成 346 万吨产能。今年上半年，预焙阳极产能保持满负荷运行，产量 156.87 万吨，同比+7.75%；预计下半年预焙阳极产能仍将保持满产状态，全年产量或达到 320 万吨以上。

**公司新项目建设也在稳步推进当中。**其中陇西索通 30 万吨铝用炭材料项目已烘炉试生产，湖北索通 100 万吨煅后焦项目部分煅烧炉点火试生产。另外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，相关工作正在积极推进中；公司与吕四港经开区管委会和华峰集团就江苏启东年产 30 万吨铝用预焙阳极项目签署了相关投资协议。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。

**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 2024-2026 年营收分别为 134.94/189.45/238.15 (原预测 139.56/189.71/238.50) 亿元，同比增速-11.9%/40.4%/25.7%；归母净利润分别为 3.81/9.28/11.86 (原预测 4.19/9.21/11.80) 亿元，同比增速 252.8%/143.5%/27.8%；摊薄 EPS 分别为 0.70/1.72/2.19 元，当前股价对应 PE 为 18/7/6X。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

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	19,401	15,311	13,494	18,945	23,815
(+/-%)	105.1%	-21.1%	-11.9%	40.4%	25.7%
净利润(百万元)	905	-723	381	928	1,186
(+/-%)	46.0%	-179.8%	252.8%	143.5%	27.8%
每股收益(元)	1.97	-1.34	0.70	1.72	2.19
EBIT Margin	10.1%	-2.2%	6.6%	10.2%	10.3%
净资产收益率 (ROE)	16.6%	-12.8%	6.5%	14.2%	16.1%
市盈率 (PE)	6.5	-9.6	18.1	7.4	5.8
EV/EBITDA	6.5	85.8	8.8	5.7	5.0
市净率 (PB)	1.08	1.23	1.17	1.06	0.94

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

### 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**      **证券分析师：杨耀洪**  
 010-88005312                      021-60933161  
 liumengluan@guosen.com.cn      yangyaozhong@guosen.com.cn  
 S0980520040001                      S0980520040005

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	12.78 元
总市值/流通市值	6912/6366 百万元
52 周最高价/最低价	18.16/8.77 元
近 3 个月日均成交额	74.86 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) 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) 三季度报点评：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
- 《索通发展 (603612.SH) -阳极产能盈利能力维持，负极产能布局稳步推进》——2022-10-30

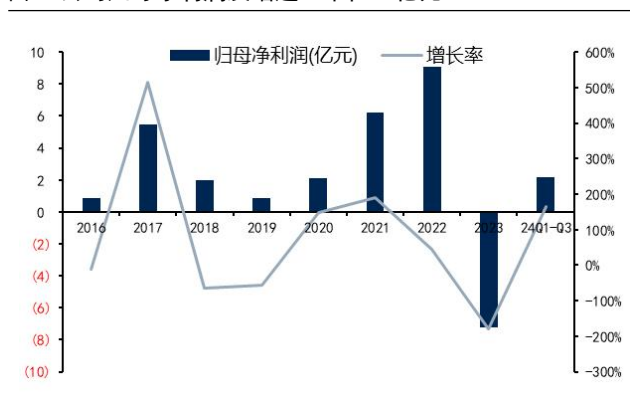
◆ 24 年前三季度实现归母净利润 2.17 亿元，24Q3 实现归母净利润 1.85 亿元  
**公司发布三季报：**前三季度实现营收 99.19 亿元，同比-16.86%；实现归母净利润 2.17 亿元，同比扭亏为盈；实现扣非归母净利润 1.35 亿元，同比扭亏为盈；实现经营活动产生的现金流量净额 2415 万元，同比-95.95%，主要系山东索通创新二期 34 万吨预焙阳极生产线和 30 万吨煅后焦生产线、陇西索通 30 万吨预焙阳极生产线、湖北索通 100 万吨煅后焦生产线投产，原材料采购付款增加所致。公司 24Q1/Q2/Q3 分别实现营收 31.06/33.70/34.44 亿元，Q3 环比+2.20%；24Q1/Q2/Q3 分别实现归母净利润-0.42/+0.74/+1.85 亿元，Q3 环比+150.99%，主要系报告期内预焙阳极业务盈利相对稳定，同时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；24Q1/Q2/Q3 分别实现扣非归母净利润 0.63/0.49/0.23 亿元，Q3 环比-53.31%，主要系报告期内负极业务亏损约 0.66 亿元所致。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

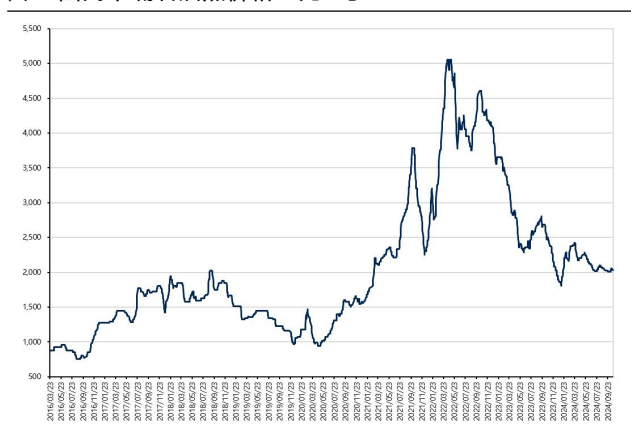
图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

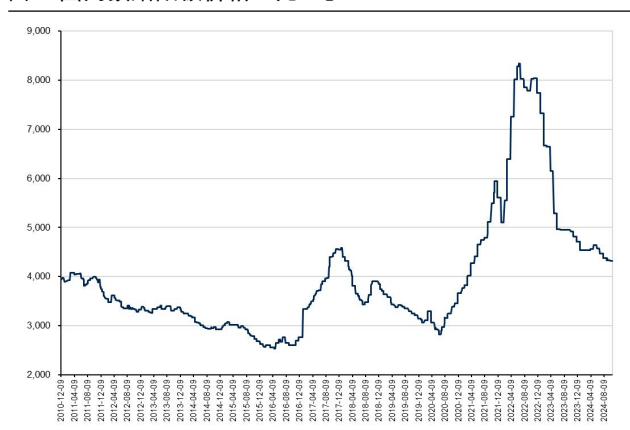
**公司今年前三季度，预焙阳极单吨利润转正，主要得益于石油焦和预焙阳极价格波动幅度收窄，单位利润逐步回归正常水平。**

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

**预焙阳极产能以及产销量数据方面：**今年上半年，山东创新二期 34 万吨预焙阳极项目正式投产，公司预焙阳极年产能进一步提升至 316 万吨；今年下半年，陇西索通 30 万吨铝用炭材料项目逐步投产放量，预期公司 2024 年末将形成 346 万吨产能。今年上半年，预焙阳极产能保持满负荷运行，产量 156.87 万吨，同比+7.75%；销量 153.90 万吨，同比+8.31%，其中出口销售 39.37 万吨，同比+33.55%；预计下半年预焙阳极产能仍将保持满产状态，全年产量或达到 320 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

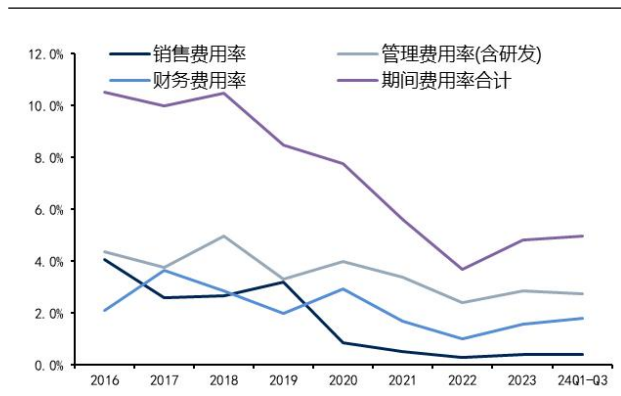
**财务数据方面:** 截止至今年三季度, 公司资产负债率为 59.85%, 相比 2023 年末提升 3.72 个百分点; 货币资金约 17.75 亿元, 同比+34.93%; 存货约 31.88 亿元, 同比+151.23%。期间费用方面, 公司今年前三季度销售费用约 4020 万元, 同比-9.00%; 管理费用约 1.60 亿元, 同比+0.75%; 研发费用约 1.13 亿元, 同比-24.97%; 财务费用约 1.79 亿元, 同比+26.12%。

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。**其中陇西索通 30 万吨铝用炭材料项目已烘炉试生产, 湖北索通 100 万吨煨后焦项目部分煨烧炉点火试生产。另外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, 相关工作正在积极推进中; 公司与吕四港经开区管委会和华峰集团就江苏启东年产 30 万吨铝用预焙阳极项目签署了相关投资协议。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 2024-2026 年营收分别为 134.94/189.45/238.15 (原预测 139.56/189.71/238.50) 亿元, 同比增速-11.9%/40.4%/25.7%; 归母净利润分别为 3.81/9.28/11.86 (原预测 4.19/9.21/11.80) 亿元, 同比增速 252.8%/143.5%/27.8%; 摊薄 EPS 分别为 0.70/1.72/2.19 元, 当前股价对应 PE 为 18/7/6X。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)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2988	2569	1000	1000	1000	<b>营业收入</b>	<b>19401</b>	<b>15311</b>	<b>13494</b>	<b>18945</b>	<b>23815</b>
应收款项	3006	2131	2218	3114	3784	营业成本	16833	15059	12082	16285	20468
存货净额	4659	2515	1884	2559	3128	营业税金及附加	87	88	93	131	164
其他流动资产	959	1517	1337	1877	2360	销售费用	52	62	55	76	95
<b>流动资产合计</b>	<b>11611</b>	<b>9176</b>	<b>6883</b>	<b>8994</b>	<b>10716</b>	管理费用	235	232	233	304	377
固定资产	4860	6978	7547	8115	8594	研发费用	231	205	156	227	286
无形资产及其他	429	502	482	462	442	财务费用	191	237	239	322	405
投资性房地产	453	523	523	523	523	投资收益	(30)	(8)	(6)	0	0
长期股权投资	1	1	1	1	1	资产减值及公允价值变动	222	1285	40	0	0
<b>资产总计</b>	<b>17354</b>	<b>17180</b>	<b>15436</b>	<b>18096</b>	<b>20275</b>	其他收入	(723)	(1800)	(114)	(207)	(266)
短期借款及交易性金融负债	6270	4399	2608	3523	3537	营业利润	1473	(891)	711	1620	2040
应付款项	1286	1399	1099	1493	1887	营业外净收支	(14)	(16)	(7)	0	0
其他流动负债	519	291	235	678	1308	<b>利润总额</b>	<b>1459</b>	<b>(907)</b>	<b>704</b>	<b>1620</b>	<b>2040</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>8075</b>	<b>6089</b>	<b>3942</b>	<b>5694</b>	<b>6732</b>	所得税费用	284	(113)	127	324	408
长期借款及应付债券	1723	2895	2895	2895	2895	少数股东损益	270	(72)	195	367	445
其他长期负债	245	658	658	658	658	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>905</b>	<b>(723)</b>	<b>381</b>	<b>928</b>	<b>1186</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>1968</b>	<b>3553</b>	<b>3553</b>	<b>3553</b>	<b>3553</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>10043</b>	<b>9642</b>	<b>7495</b>	<b>9248</b>	<b>10285</b>	净利润	905	(723)	381	928	1186
少数股东权益	1862	1903	2039	2296	2608	资产减值准备	198	615	255	80	72
股东权益	5449	5635	5902	6551	7382	折旧摊销	473	530	736	871	970
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>17354</b>	<b>17180</b>	<b>15436</b>	<b>18096</b>	<b>20275</b>	公允价值变动损失	(222)	(1285)	(40)	0	0
						财务费用	191	237	239	322	405
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	(2566)	3304	622	(1193)	(626)
每股收益	1.97	(1.34)	0.70	1.72	2.19	其它	(71)	(780)	(118)	177	240
每股红利	1.04	1.75	0.21	0.52	0.66	<b>经营活动现金流</b>	<b>(1283)</b>	<b>1660</b>	<b>1836</b>	<b>863</b>	<b>1842</b>
每股净资产	11.83	10.42	10.91	12.11	13.65	资本开支	0	(4532)	(1500)	(1500)	(1500)
ROIC	11%	-3%	4%	9%	11%	其它投资现金流	0	(444)	0	0	0
ROE	17%	-13%	6%	14%	16%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1)</b>	<b>(4976)</b>	<b>(1500)</b>	<b>(1500)</b>	<b>(1500)</b>
毛利率	13%	2%	10%	14%	14%	权益性融资	(2)	936	0	0	0
EBIT Margin	10%	-2%	7%	10%	10%	负债净变化	449	1172	0	0	0
EBITDA Margin	13%	1%	12%	15%	14%	支付股利、利息	(478)	(946)	(114)	(279)	(356)
收入增长	105%	-21%	-12%	40%	26%	其它融资现金流	2557	1509	(1790)	915	13
净利润增长率	46%	-180%	253%	144%	28%	<b>融资活动现金流</b>	<b>2497</b>	<b>2897</b>	<b>(1905)</b>	<b>637</b>	<b>(342)</b>
资产负债率	69%	67%	62%	64%	64%	<b>现金净变动</b>	<b>1213</b>	<b>(419)</b>	<b>(1569)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
股息率	6.9%	13.7%	1.7%	4.0%	5.1%	货币资金的期初余额	1775	2988	2569	1000	1000
P/E	6.5	(9.6)	18.1	7.4	5.8	货币资金的期末余额	2988	2569	1000	1000	1000
P/B	1.1	1.2	1.2	1.1	0.9	企业自由现金流	(1994)	(993)	591	(269)	800
EV/EBITDA	6.5	85.8	8.8	5.7	5.0	权益自由现金流	1509	1688	(1418)	433	584

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