

中孚实业 (600595. SH)

电解铝老兵，重整后再出发

买入

核心观点

破产重整第三年，开启公司新篇章。公司成立于1993年，控股股东为豫联集团，主营业务包括电解铝、铝加工、煤炭三大板块，分别具备75/57/225万吨产能。由于公司早期主要设备均采用先进但价格高昂的进口设备，加之位于河南的电解铝产能受到采暖季停产影响，公司在2019年陷入ST危机，在2020年债权人向法院提出破产重整申请。2021年底公司重整计划执行完毕，并在2022年成功摘帽。重整计划给定了公司2021-2023年归母净利润数值应分别不低于6/8/14亿元，或合计不低于28亿元。今年是公司重整再出发的第三年，由于2021、2022年的归母净利润均超额完成业绩承诺，据经营方案，2023年的归母净利润应不低于11亿元。

公司电解铝权益产能仍有提升空间，同时公司也是罐料加工龙头。公司具备25万吨火电铝和50万吨水电铝产能，目前权益产能50万吨，待对中孚铝业25%股权收购完成后，权益产能将提升至63万吨，仍有上升空间。此外，公司还布局了50万吨再生铝项目，形成“绿色水电铝+再生铝”双重低碳发展优势。目前拥有铝加工产能57万吨，主要产品为易拉罐用罐体、罐盖、拉环，三类产品在总销量中占比80%左右，同时还有一台冷轧机组正在调试，投产后将具备69万吨产能。公司主要设备大部分进口，产品质量有保障，也已经通过了百威啤酒、可口可乐等厂商的认证，建立了稳固的销售渠道。

电解铝触及产能天花板，供给无弹性，需求有韧性，冶炼利润持续增厚。截至2023年8月，国内电解铝开工率超过95%，达到历史新高，基本触及产能天花板，已失去供给弹性。2017年之后电解铝产能从以煤电为主的地区转入以水电为主的云南等地，水电供应稳定性不足，导致电解铝企业出现限电限产，使供给端更加脆弱，加剧供给瓶颈。需求端，2023年房地产竣工端向上的弹性较大，建筑地产领域对铝的需求量有望由2022年的757万吨增长至833万吨，同比增速10%。电解铝行业可能长期供需错配，电解铝企业利润不断增厚。

盈利预测与估值：我们预计2023-2025年公司归母净利润分别为11.63/20.00/22.79亿元，同比+10.77%/71.97%/13.93%，EPS分别为0.29/0.50/0.57元。通过多角度的估值，我们认为公司股票合理估值区间在3.59-4.10元之间，相较于公司目前股价有28.56%-46.80%溢价空间，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：估值的风险；盈利预测的风险；铝价大幅波动的风险；市场竞争激烈导致产品毛利率下滑的风险；煤矿生产安全事故再次发生的风险。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15,216	17,517	25,060	28,381	29,470
(+/-%)	86.0%	15.1%	43.1%	13.3%	3.8%
净利润(百万元)	656	1050	1163	2000	2279
(+/-%)	-136.8%	60.1%	24.5%	46.6%	19.5%
每股收益(元)	0.17	0.26	0.29	0.50	0.57
EBIT Margin	12.4%	9.5%	9.4%	11.9%	13.4%
净资产收益率(ROE)	7.2%	8.7%	9.9%	13.0%	13.9%
市盈率(PE)	16.9	10.8	9.7	5.7	5.0
EV/EBITDA	8.1	8.8	6.1	4.6	4.1
市净率(PB)	1.22	0.93	0.86	0.77	0.68

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·深度报告

有色金属·工业金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：焦方冉

021-60933177

jiaofangran@guosen.com.cn

S0980522080003

联系人：马可远

0755-81982439

makeyuan@guosen.com.cn

基础数据

投资评级

买入(首次评级)

合理估值

3.59 - 4.10元

收盘价

2.76元

总市值/流通市值

11067/10942百万元

52周最高价/最低价

3.74/2.54元

近3个月日均成交额

182.93百万元

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

内容目录

公司概况	5
破产重整第三年，展开公司新篇章	5
推出股权激励计划，彰显发展信心	7
重整后利润扭亏为盈，资产负债率显著下降	8
电解铝行业分析	10
供应端从无序扩张到有序可控	11
地产链竣工端及新能源持续拉动铝需求	14
铝制易拉罐料行业分析	15
铝板带箔加工是我国优势产业	15
我国铝板带热轧投资高峰期已过，冷轧箔轧持续投入	16
易拉罐料是成熟产品，发展方向是循环再生	17
公司业务分析	19
电解铝：能源结构优化，权益产能不断增加	19
铝加工：易拉罐用罐料龙头，采用进口高端设备	21
煤炭：拥有产能 225 万吨，复产正在进行	24
公司财务分析	24
盈利能力	25
营运能力	26
偿债能力	27
盈利预测	28
假设前提	28
未来 3 年业绩预测	29
盈利预测的敏感性分析	29
估值与投资建议	30
绝对估值：3.59-4.10 元	30
相对估值：3.49-4.49 元	31
投资建议	32
风险提示	32
附表：财务预测与估值	34

图表目录

图1: 公司历史沿革	5
图2: 公司股权结构（截至 2023 年 6 月 30 日，单位：万吨）	7
图3: 公司营业收入变化	8
图4: 公司归母净利润变化	8
图5: 营业收入分产品（亿元）	9
图6: 各类产品营收占比	9
图7: 毛利分产品（亿元）	9
图8: 各类产品毛利占比	9
图9: 公司资产负债率	10
图10: 公司经营性净现金流（亿元）	10
图11: 公司期间费用率	10
图12: 公司 ROE、ROIC 变化情况（%）	10
图13: 电解铝产业链	11
图14: 铜铝价格走势对比（美元/吨）	11
图15: 2000 年以来全球铜铝锌需求增速	11
图16: 国内电解铝运行产能接近顶部（万吨）	13
图17: 过去 20 年全球电解铝增量主要来自中国（万吨）	13
图18: 国内铝需求增速与地产竣工面积增速（前移 6 个月）	14
图19: 中国铝加工材分品种产量（万吨）	15
图20: 2022 年中国铝加工材占比（%）	15
图21: 铝合金罐料生产流程	17
图22: 诺贝丽斯各财年发货量	18
图23: 2023 财年诺贝丽斯产品结构	18
图24: 欧洲铝制易拉罐回收率（2019 年）	19
图25: 全球几个地区饮料包装材料回收率对比	19
图26: 回收率低导致我国铝罐料碳排放偏高	19
图27: 产能转移前公司的产业结构（来自 2019 年公告）	20
图28: 产能转移后公司的产业结构（来自 2019 年公告）	20
图29: 公司电解铝业务营收及同比	21
图30: 公司电解铝业务毛利润及毛利率	21
图31: 公司电解铝+铝加工产品产量（万吨）	21
图32: 公司铝加工业务营收及同比	22
图33: 公司铝加工业务毛利润及毛利率	22
图34: 公司易拉罐料相关产品	23
图35: 中国再生铝产量（单位：万吨）	24
图36: 中国废铝回收量（单位：万吨）	24
图37: 公司煤炭业务营收及同比	24

图38: 公司煤炭业务毛利润及毛利率	24
图39: 行业内公司营业收入对比 (单位: 亿元)	25
图40: 行业内公司净利润对比 (单位: 亿元)	25
图41: 行业内公司毛利率对比	25
图42: 行业内公司净利率对比	25
图43: 行业内公司 ROE 对比	26
图44: 行业内公司 ROA 对比	26
图45: 行业内公司存货周转天数对比	26
图46: 行业内公司应收账款周转天数对比	26
图47: 行业内公司总资产周转率对比	27
图48: 行业内公司净营业周期对比	27
图49: 行业内公司资产负债率对比	27
图50: 行业内公司 EBITDA/带息债务对比	27
图51: 行业内公司货币资金/短期债务对比	28
图52: 行业内公司现金流量利息保障倍数对比	28
 表1: 涉及重整的 5 家子公司净资产 (亿元)	6
表2: 涉及重整的 5 家子公司净利润 (亿元)	6
表3: 股权激励考核目标	8
表4: 股权激励授予人员和授予比例	8
表5: 近三年云南电解铝减产小结	12
表6: 国外电解铝产能规划 (万吨)	13
表7: 印尼规划的电解铝产能 (万吨)	13
表8: 中国原铝分行业需求 (万吨)	14
表9: 2022 年我国部分铝板带箔分类产量 (万吨)	16
表10: 中国铝板带热连轧生产线 (截至 2018 年)	16
表11: 头部企业扩产项目都是新能源车用铝材	17
表12: 国内 2 家主流罐料生产企业设备与产能	18
表13: 主营业务经营情况预测 (单位: 百万元)	29
表14: 公司盈利预测的敏感性分析	30
表15: 公司盈利预测假设条件 (%)	30
表16: 资本成本假设	30
表17: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	31
表18: 可比公司估值情况	32

公司概况

破资产重组第三年，展开公司新篇章

电解铝+铝加工+煤炭三轮驱动。中孚实业成立于1993年，成立之初单纯从事火力发电业务。1999年，公司与豫联集团进行了资产置换，以发电机组置换了豫联集团下属铝业分厂，自此进入电解铝及铝型材行业。2002年，公司在上交所挂牌上市，股票代码600595.SH。2007年，公司收购林丰铝电100%股权，此时的林丰铝电拥有11万吨电解铝产能，同时正在建设5万吨板带箔生产线，这次收购标志着公司踏入铝加工领域。随后的几年内公司陆续投建多个铝加工材项目，正式转型精深加工企业。目前公司主要从事电解铝和铝深加工业务，主营产品包括易拉罐的罐体、罐盖、拉环等，并配套有煤炭开采、火力发电等产业，现拥有电解铝产能75万吨、铝加工产能57万吨、煤炭产能225万吨。

图1：公司历史沿革



资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

固定资产投资增加、限产等原因导致公司陷入困境。公司对自身铝精深加工的定位为较高端的产品，早期主要设备均采用先进但价格高昂的进口设备，投资大、见效较慢。此外，2018年以前公司的电解铝产能全部位于河南，电解铝行业作为高耗能行业受到“2+26”城市大气污染排放的限制，冬季需要关停部分产能，对公司造成较大影响。多重因素叠加，公司出现了比较严重的财务困难，2019年5月被实施退市风险警示；2020年8月开始，由于不能清偿到期债务且明显缺乏清偿能力，公司及5家子公司（中孚电力、中孚铝业、中孚炭素、林丰铝电、安阳高晶）的债权人陆续向法院申请重整。

下方两张表格为涉及重整的5家子公司近年来的净资产和净利润情况，2020年净利润均为负值。

表1：涉及重整的5家子公司净资产（亿元）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
中孚铝业	-10.26	-12.85	-22.49	-27.25	27.43	30.18	31.82
中孚电力	24.47	24.44	23.55	23.34	37.38	39.99	41.06
中孚炭素	1.94	1.78	1.07	0.24	3.20	3.73	3.75
林丰铝电	3.36	2.46	-9.63	-10.89	6.68	6.25	6.08
安阳高晶	5.08	5.08	3.77	3.14	-0.28	-0.94	-1.17

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表2：涉及重整的5家子公司净利润（亿元）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
中孚铝业	-3.64	-2.59	2.95	-4.76	8.69	2.75	1.64
中孚电力	0.61	-0.02	2.01	-0.35	-1.54	0.33	0.76
中孚炭素	0.72	-0.16	-0.53	-0.84	0.16	0.53	0.02
林丰铝电	0.14	-0.90	-0.82	-1.35	-0.15	-0.42	-0.18
安阳高晶	0.16	0.00	-0.51	-0.63	-0.05	-0.66	-0.23

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

重整按计划执行，债务有序处置。2021年8月，公司公告了重整计划。根据计划，公司以当时的总股本19.61亿股为基数，按每10股转增10股的比例实施资本公积转增股本，转增后总股本增至39.22亿股。转增形成的股票不向原股东分配，全部无偿让渡，其中约11.63亿股用于抵偿相关债务，剩余股票由管理人进行附条件公开处置，处置所得用于支付破产费用、偿还共益债务、清偿债务及补充流动资金等。同时，公司也给出了**债权调整与受偿方案：**

- 1) **职工债权**，金额为0.12亿元，在重整计划执行期间以现金方式全额清偿；
- 2) **社保债权**，金额为0.23亿元，在重整计划执行期间以现金方式全额清偿；
- 3) **有财产担保债权**，金额为49.71亿元，对应质押保证金的由保证金优先清偿、未受偿部分按普通债权处理，其他部分以担保财产评估值为限，由公司以现金方式分期偿还留债，期限为自2021年开始的10年，前3年每年清偿5%本金、中间3年每年清偿10%本金、后4年每年清偿13.75%本金；
- 4) **普通债权**，金额为105.56亿元，20万元以下的部分一次清偿，超过20万元的金融类普通债权以转增股票抵偿，超过20万元的非金融类普通债权中有息债权本金以股抵债、利息和违约金用现金予以留债5年分期清偿，无息债权可选择一次性清偿60%金额/全部现金予以留债5年分期清偿。

目前，用于以股抵债的11.63亿股已于2021年9月、2021年10月和2022年2月分批向债权人完成划转，划转股份合计8.72亿股，未划转部分约2.9亿股显示在公司前十大股东“河南中孚实业股份有限公司破产企业财产处置专用账户”中，现由公司管理人保管。剩余部分股票7.98亿股于2022年3月由管理人公开处置，并于2022年4月划转至联合竞买人相关证券账户。据公司重整计划，通过以股抵债方式得到清偿的债权人，自受让转增股票之日起一年内不得转让。

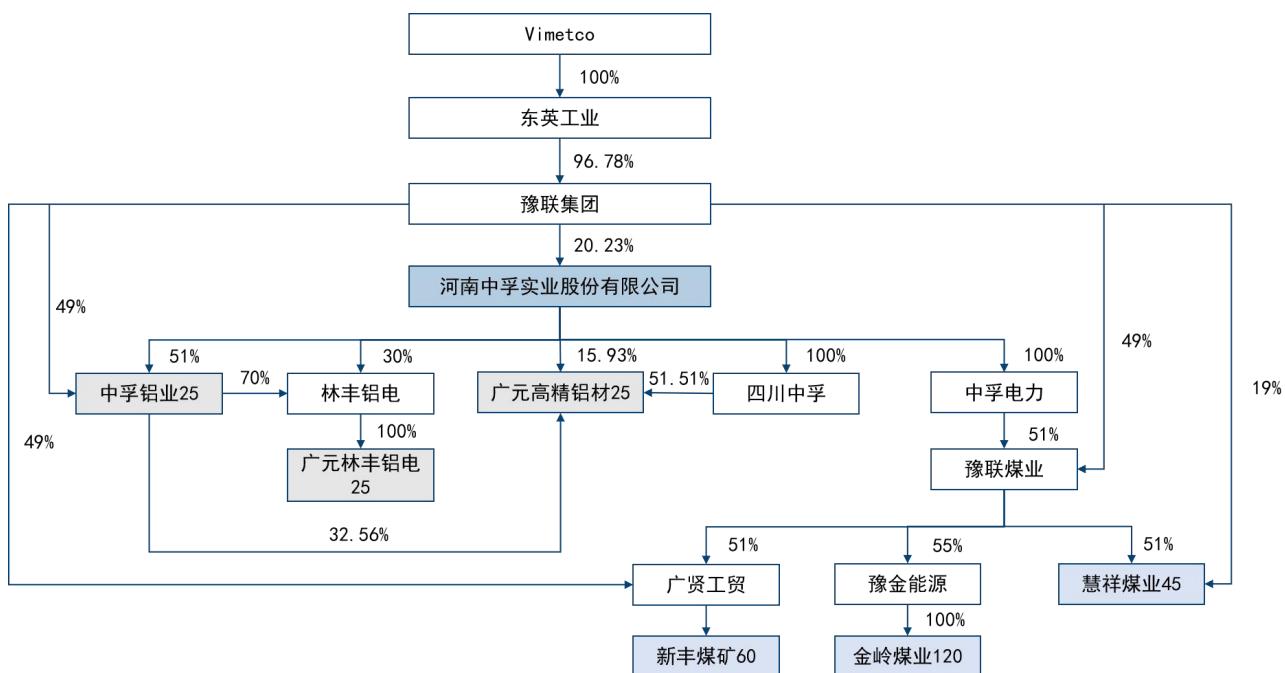
今年是重整程序结束的第三年，经营方案给定归母净利润最低值。2021年12月，公司公告称重整计划执行完毕。据公司重整计划中的经营方案，公司2021、2022、2023年归母净利润数值应分别不低于6亿元、8亿元、14亿元，或归

母净利润数值合计不低于 28 亿元，若未达到这一承诺标准，则大股东以现金方式承担差额补足义务。2023 年是公司重整程序结束的第三年、承诺利润的最后一年，回顾前两年业绩，2021 年公司实现归母净利润 6.56 亿元，2022 年实现归母净利润 10.50 亿元，均超额完成业绩承诺。据此计算，公司 2023 年全年归母净利润应不低于 10.94 亿元，2023H2 归母净利润应不低于 6.80 亿元。

推出股权激励计划，彰显发展信心

控股股东为豫联集团，实控人为 Vimetco、张志平和张高波。截至 2023 年 6 月 30 日，公司总股本为 40.17 亿股，控股股东为豫联集团，豫联集团合计持有公司 20.23% 股权。豫联集团的实际控制人为荷兰的铝业公司 Vimetco PLC 以及东英工业董事张志平和张高波。公司的控股子公司较多，下图用浅灰色标注的为 3 家主要生产电解铝的子公司（中孚铝业、广元林丰铝电、广元高精铝材），用浅蓝色标注的为 3 家主要生产煤炭的子/分公司（金岭煤业、慧祥煤业、新丰煤矿），简称后的数字为电解铝/煤炭的产能。部分子公司由公司的大股东豫联集团直接持股，后续权益产能的扩张或可通过收回大股东部分股权实现。

图2：公司股权结构（截至 2023 年 6 月 30 日，单位：万吨）



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

股权激励落地，确定考核目标。2022 年 4 月，公司发布股权激励方案，激励对象总人数为 296 人，以 2.15 元/股合计授予 9,600 万股限制性股票，同时预留 385 万股，合计占目前总股本的 2.49%。根据业绩考核要求，以 2021 年净利润为基数，2022 年、2023 年增长率分别不低于 30%、50%；预留部分若在 2022 年授出，则业绩考核目标与首次授予部分一致，若在 2023 年授出，则以 2021 年为基数，2023、2024 年净利润增长率均不低于 50%。

解除限售期届满，解除限售条件达成。今年，随着公司股权激励计划的第一个解除限售期届满，且业绩指标等相关解除限售条件已经达成，股权激励解

锁 50%，本次上市流通总数为 4213.2 万股，上市流通日期为 2023 年 7 月 17 日。

表3：股权激励考核目标

考核期	业绩考核目标
2022 年	以 2021 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 30%
2023 年	以 2021 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 50%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表4：股权激励授予人员和授予比例

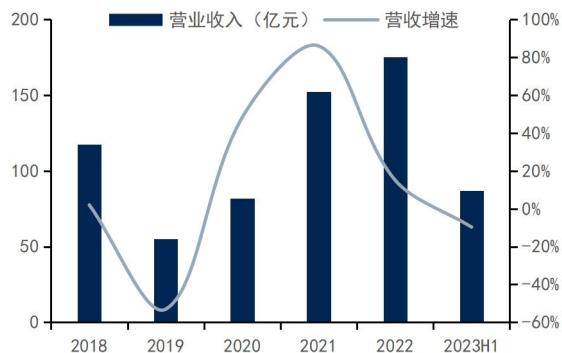
序号	姓名	职务	获授限制性股票数量（万股）	占授予限制性股票总数的比例	占本计划公告时总股本的比例
1	崔红松	董事	1,130	11.77%	0.29%
2	马文超	董事长	950	9.90%	0.24%
3	宋志彬	董事	560	5.83%	0.14%
4	钱宇	董事、总经理	510	5.31%	0.13%
5	郭庆峰	董事	320	3.33%	0.08%
6	曹景彪	董事、副总经理	320	3.33%	0.08%
7	张风光	副总经理	160	1.67%	0.04%
8	王力	副总经理	460	4.79%	0.12%
9	郎刘毅	总会计师	90	0.94%	0.02%
10	杨萍	董事会秘书	90	0.94%	0.02%
	小计		4,590	47.81%	1.17%
	核心技术(业务)人员及其他骨干人员(279人)		4,595	47.86%	1.17%
	预留		415	4.32%	0.11%
	合 计		9,600	100.00%	2.45%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

重整合后利润扭亏为盈，资产负债率显著下降

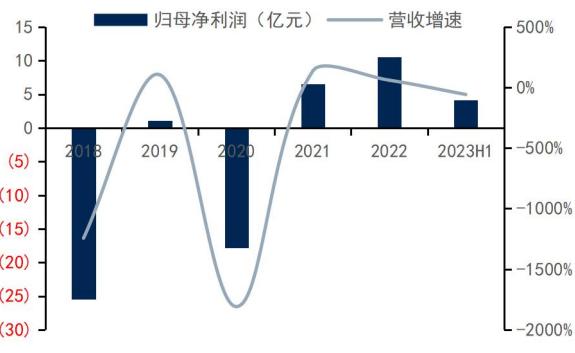
利润触底反弹，实现扭亏为盈。2020 年由于计提了 6.34 亿资产减值损失和 7.32 亿信用减值损失，公司归母净利润为 -17.83 亿元，2021 年重整合后，公司实现了利润的扭亏为盈。2021-2023H1，公司分别实现营业收入 152.16/175.17/86.84 亿元，同比 +86.01%/+15.12%/-9.69%；实现归母净利润 6.56/10.50/4.14 亿元，同比 +136.78%/+60.06%/-57.91%。

图3：公司营业收入变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

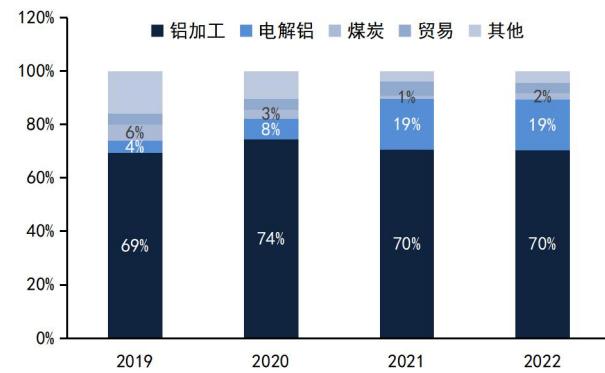
图4：公司归母净利润变化



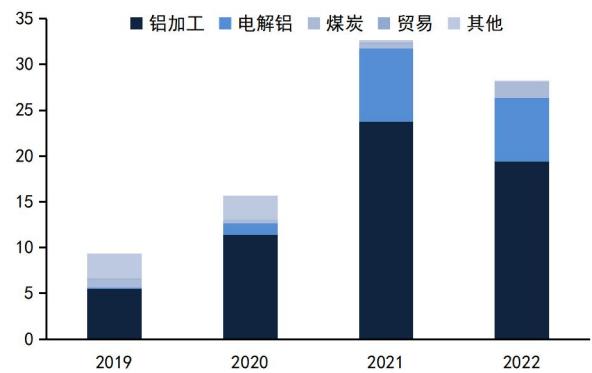
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5: 营业收入分产品 (亿元)

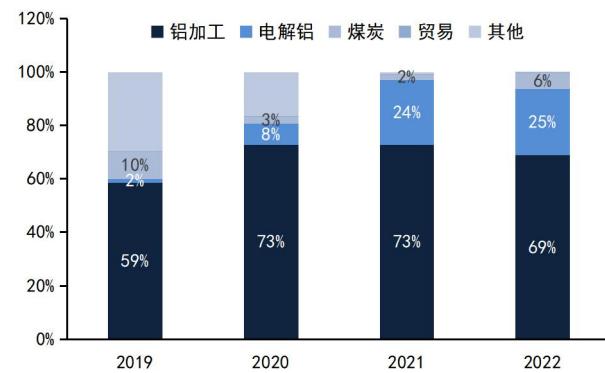

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6: 各类产品营收占比


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图7: 毛利分产品 (亿元)


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

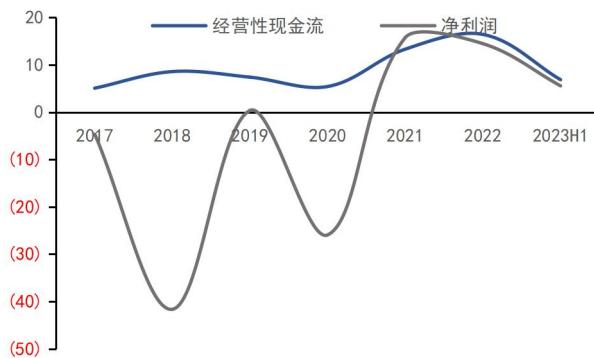
图8: 各类产品毛利占比


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

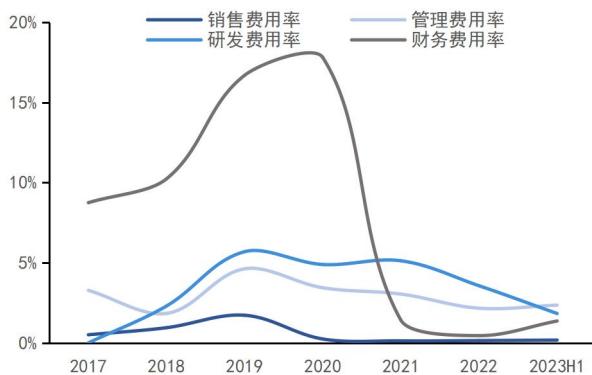
重整后经营情况显著改善。2020 年，公司资产负债率为 100.55%，是近几年的最高值，2021 年重整后，公司的资产负债率和经营性现金流均有显著改善。公司 2021-2023H1 的资产负债率分别为 46.80%/40.41%/34.05%，目前已经降低至 35%以下。在期间费用方面，公司 2020 年及以前期间费用率高企，2018-2020 年期间费用率分别为 15.31%/28.73%/26.38%，其中财务费用率分别为 10.23%/16.70%/17.81%，主要由于非银金融机构的贷款利率较高，而重整后融资成本大幅度下降，2021-2023H1 公司的财务费用率分别为 1.42%/0.45%/1.36%。

图9: 公司资产负债率

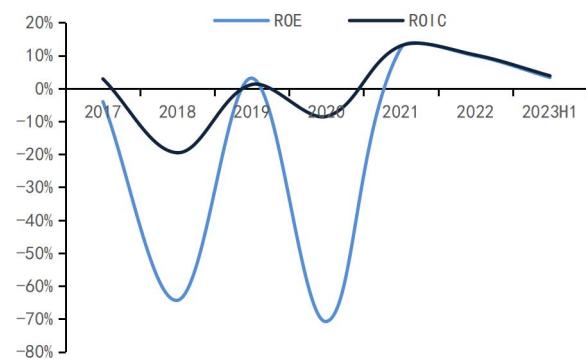

资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图10: 公司经营性净现金流 (亿元)


资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图11: 公司期间费用率


资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

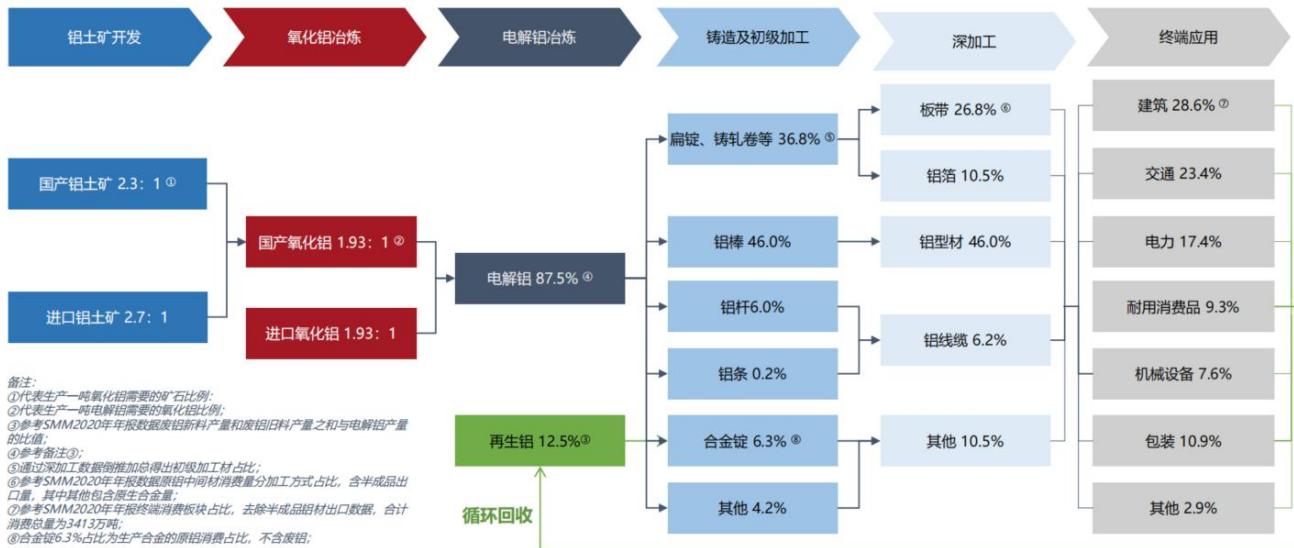
图12: 公司ROE、ROIC变化情况 (%)


资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

电解铝行业分析

铝产业链特点: ①生产原料和生产工艺相对单一: 铝土矿几乎是生产氧化铝的唯一原料, 氧化铝是生产电解铝的唯一原材料, 全球90%以上氧化铝采用拜耳法即碱法生产, 原铝全部用熔盐电解工艺生产。②全球铝土矿资源不稀缺。③铝产业链瓶颈在电解铝冶炼环节。④电解铝产品是标准大宗商品, 品质、价格几乎没有差异性, 企业间围绕成本竞争。

铝是能源属性最强的基本金属: 生产1吨电解铝需要至少4吨标煤。与此同时, 铝具有密度小、强度高、耐腐蚀等诸多特质, 在后续应用过程中可以降低能耗; 其次铝残值高, 回收体系完善, 循环利用率高。从全生命周期看, 铝并非传统认知上的高耗能金属。

图13: 电解铝产业链


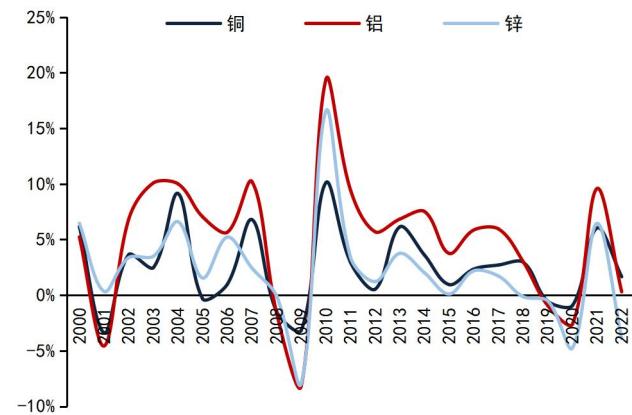
资料来源：上海有色网，国信证券经济研究所整理

铝是资源瓶颈极小的大宗商品，铜的静态可采年限在40年左右，铝在100年以上。铜矿占金属铜的价值量在90%附近，铝土矿占金属铝的价值量在10%附近。铜的价值量主要在矿端，铝的价值量主要体现在冶炼端，因此铜是资源属性的商品，铝是能源属性的商品。在本世纪初的几年，铜和铝的价格非常接近甚至一度等同，但近些年来铜铝比价基本在3倍以上。

充足的资源保障、稳定的价格也使铝的应用范围持续扩大，在导电导热方面替代铜，在轻量化方面替代钢铁，如下图，近20年来全球铝需求增速显著高于铜和锌等工业金属。

图14: 铜铝价格走势对比 (美元/吨)


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图15: 2000年以来全球铜铝锌需求增速


资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

供应端从无序扩张到有序可控

为电解铝产能设定上限：2017年铝行业供给侧改革，确定我国电解铝行业实施总

量控制,产能上限是4500万吨,新建产能必须通过关闭旧产能来等量或减量置换。而工业行业难以做到100%满产,假设做到95%水平的高开工率,则运行产能上限为4275万吨。

国内电解铝产量可能提前见顶:供给侧改革后,河南、山东地区的电解铝迫于成本或碳排放压力,将产能转移到火力发电成本低的内蒙古地区,或拥有廉价水电资源的云南、四川、广西等地区,云南、广西水电装机容量占比均在70%以上。我国西南部水电的季节性明显,导致电解铝开工率受限,国内电解铝运行产能以及产量可能已经见顶或接近顶部。

表5: 近三年云南电解铝减产小结

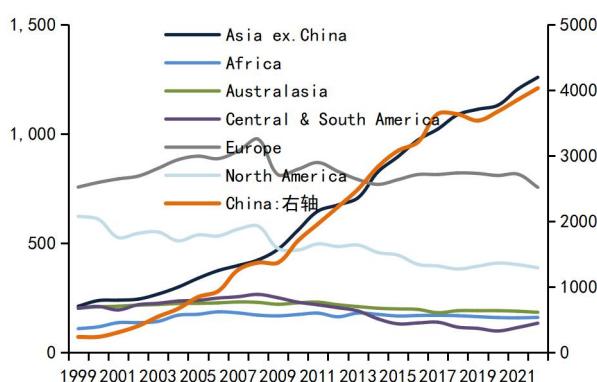
2021年		
企业	减产产能(万吨)	减产原因
云南铝业	108	能耗双控,电力供应紧张
云南宏泰	11	能耗双控,电力供应紧张
云南神火	37	能耗双控,电力供应紧张
云南其亚	4.5	能耗双控,电力供应紧张
文山铝业	22.5	
小计	183	事故
2022年		
企业	减产产能(万吨)	减产原因
云南铝业	81	限电
云南宏泰	18	限电
云南神火	18	限电
云南其亚	7	限电
小计	124	
2023年		
企业	减产产能(万吨)	减产原因
云铝集团	42.2	限电
云南神火	18	限电
云南其亚	7	限电
小计	67.2	

资料来源:百川盈孚,国信证券经济研究所整理

过去20年全球电解铝扩张主要在中国:本世纪以来全球电解铝扩张主要在中国及亚洲的印度等地,除此之外其他大洲的电解铝产能不增反降,如右图所示,欧洲和北美洲近20年铝产能不增反降,依靠中国逐年增加的铝材出口满足其增量需求。尤其是2008年金融危机后,欧洲和美国停产的部分电解铝产能永久退出。一旦中国电解铝运行产能见顶,全球铝供应增速将明显下降。

图16: 国内电解铝运行产能接近顶部 (万吨)


资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图17: 过去 20 年全球电解铝增量主要来自中国 (万吨)


资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

未来国外的产能增量主要来自印尼。印尼拥有丰富的煤炭和铝土矿资源, 适合发展铝工业。国内产能受限的情况下, 不少中资企业计划在印尼建设电解铝产能, 目前规划产能已达到 900 万吨。

表6: 国外电解铝产能规划 (万吨)

国家	企业	2023 年	2024 年	2025 年
巴西	Alcoa-Alumar	19.7		
俄罗斯	Rusal-Taishet	13.43	21.43	
印尼	华青铝业	25	25	25
印尼	Inalum		15	10
加拿大	Rio Tinto-Kitimat	14		
法国	Liberty House-Dunkerque	7.4		
伊朗	Ghadir-Salco	10		
阿根廷	Aluar-Madryn	5		8
印度	Vedanta-Balco		10	31.4
巴林	Alba	10		
越南	Vinacomin-Dak Nong		10	
汇总		104.53	71.43	84.4

资料来源: 爱泽资讯, 国信证券经济研究所整理

这些产能大部分是初步规划, 能否落地并不确定, 尤其是印尼的用电成本相较国内并不具备显著优势, 增加了项目的不确定性。首批产能投产时间预计在 2025 年以后, 除了华青铝业已经部分投产, 其他项目不会对近 3 年的供给端造成冲击。

表7: 印尼规划的电解铝产能 (万吨)

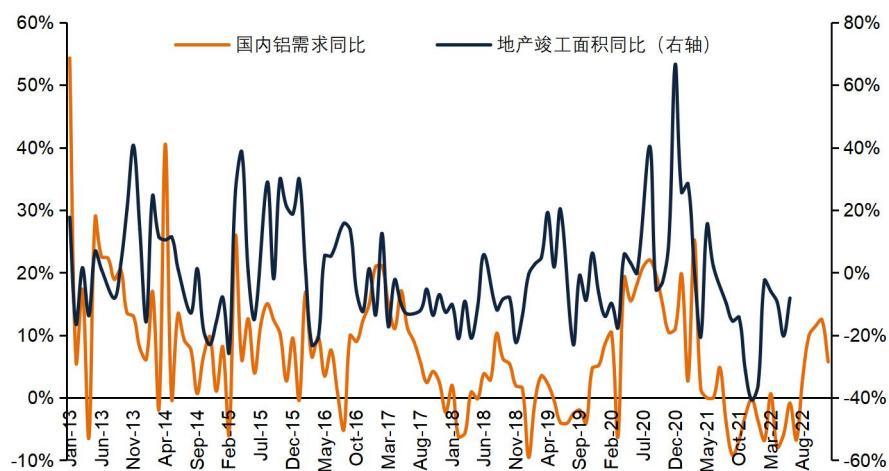
企业名称	设计产能
华青铝业	100
华友控股	200
南山集团	100
力勤集团	200
魏桥集团	100
印尼国家铝业	50
阿达罗能源	150
汇总	900

资料来源: 爱泽资讯, 国信证券经济研究所整理

地产链竣工端及新能源持续拉动铝需求

国内铝的需求结构当中 27% 来自地产，地产竣工端对铝需求影响大。铝的需求集中在地产链竣工端，包括铝合金门窗、幕墙板、吊顶、灯具等，其中主要是铝合金门窗型材。2021 年我国铝加工材产量 4470 万吨，其中建筑铝型材产量就达到 1380 万吨（可能存在重复统计），占比 31%。因此国内铝的需求与地产竣工数据呈现一定的相关性。

图 18：国内铝需求增速与地产竣工面积增速（前移 6 个月）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

2022 年我国房屋竣工面积同比下滑 15%，对铜和铝的需求有较大拖累，但 2022 年新能源领域需求爆发，以及出口强劲，对冲了地产领域的需求下降，因此 2022 年铜、铝等工业金属需求保持增长。

年初至今刚好相反，金属材料出口成为拖累项，地产竣工端成为拉动需求的主要力量之一，今年以来房地产开工面积和在建面积同比继续下跌，但受保交楼、保竣工推动，1-7 月份竣工数据同比增速接近 20%。新能源领域的光伏、电动汽车、风电继续形成正向贡献。因此今年的工业金属需求增速预计好于去年。

表 8：中国原铝分行业需求（万吨）

	建筑地产	乘用车	轨道交通及其他	电力电线	包装	消费品	机械	其他	内需小计	出口	总需求
2020 年									3207	761	3968
2021 年											
各领域需求占比	27%	17%	8%	12%	15%	4%	8%	10%	100%		
需求量（万吨）	865	555	261	392	474	131	261	327	3266	898	4164
需求变化（万吨）									+59	+137	+196
2022 年											
需求量（万吨）	757	605	261	451	474	131	287	327	3293	968	4261
需求增速	-13%	9%	0%	15%	0%	0%	10%	0%	1%	8%	2%
需求变化（万吨）	-108	+50	+0	+59	+0	+0	+26	+0	27	+70	+97
2023E											
需求量（万吨）	833	629	287	496	500	138	303	343	3529	863	4392
需求增速	10%	4%	10%	10%	6%	6%	6%	5%	7%	-11%	3.1%

需求变化 (万吨) +76 +24 +26 +45 +26 +7 +16 +16 +237 -105 +132

资料来源: Wood Mackenzie, Wind, 国信证券经济研究所预测

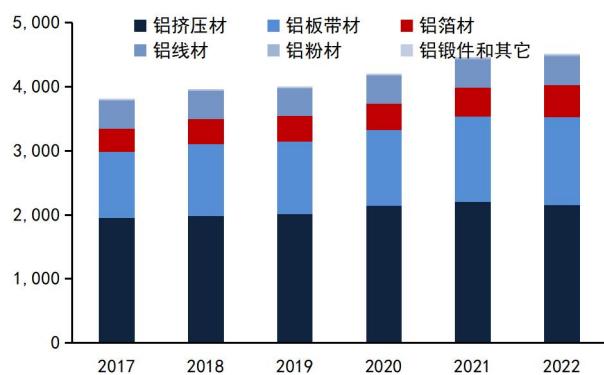
铝制易拉罐料行业分析

铝板带箔加工是我国优势产业

铝加工行业是铝产业链中游,是将电解铝(主要是铝锭)通过熔铸、挤压或压延、表面处理等多种工艺及流程生产出各种铝材,按照加工工艺的不同可以分为压延加工和挤压加工,其中,压延加工主要生产铝板材、带材、箔材等产品,而挤压加工生产铝型材、线材、管材等产品;终端消费部门包括建筑、交通工具、耐用消费品、机械设备、电力电子设备、包装等行业。

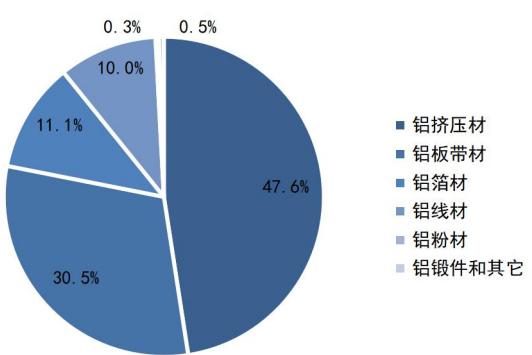
我国铝加工材产量稳步增长。2022年中国铝加工材产量合计4470万吨,同比增长6.2%,2017-2022年CAGR为3.4%。具体来看,铝加工材可分为挤压材、板带材、箔材、线材、粉材、锻件等细分品类,其中占比最大的为铝挤压材(48%),占比第二大为铝板带材(31%),其次为铝箔材(11%),而铝线材、铝粉材、铝锻件等占比均较小,不超过10%。

图19: 中国铝加工材分品种产量 (万吨)



资料来源: 中国有色金属工业协会, 国信证券经济研究所整理

图20: 2022年中国铝加工材占比 (%)



资料来源: 中国有色金属工业协会, 国信证券经济研究所整理

铝板带箔加工是我国优势产业,设备和技术领先。国内铝板带热轧、冷轧产能均占全球60%以上,铝箔轧制产能占全球75%以上,产量占全球也在60%,能生产几乎所有主流的铝板带箔产品。

我国拥有全球数量最多的先进冷轧机:自1957年至2007年我国共引进四辊、六辊铝带冷轧机54台,其中多数来自最先进的德国西马克及意大利米诺,中国拥有世界上最多的CVC-6 plus六辊铝带冷轧机,共27台,占全球总台数45台的60%。

我国拥有全球数量最多的先进箔轧机:截至2020年,我国拥有箔带轧制线500条,生产能力超过550万吨。截至2019年,拥有全球先进的2000mm级箔轧机68台,占全球总台数的82%;其中进口52台,占总数77%。其中建成的1850mm以上的阿申巴赫箔轧机53台,国外仅30台,即我国铝箔行业先进装备数量远超国外。

表9: 2022年我国部分铝板带箔分类产量(万吨)

部分铝板带		
产品名称	产量	同比增幅
铝箔坯料	570	10.20%
建筑装饰板材	215	-8.50%
易拉罐/盖料	190	11.80%
印刷版基	47	-6%
汽车车身薄板	35	16.70%
部分铝箔		
产品名称	产量	同比增幅
包装及容器箔	245	4.30%
空调箔	102	2%
电子箔	11	0
电池箔	28	100%

资料来源: 安泰科、国信证券经济研究所整理

我国铝板带热轧投资高峰期已过, 冷轧箔轧持续投入

我国铝板带热轧投资高峰集中在2010-2015年前后, 自2016年以后, 投产的铝板带热轧线屈指可数, 目前全球唯一在建的铝板带热粗轧只有明泰铝业的义瑞新材项目。

表10: 中国铝板带热连轧生产线(截至2018年)

所属企业	型号/mm	制造者	投产年份
奥科宁克铝业(秦皇岛)有限公司	1850, (1+3)	中国第二重集团	2009
平安高精铝板带有限公司	2400, (1+3)	西马克公司	2011
中铝瑞闽股份有限公司	2400, (1+3)	奥地利钢铁联合公司	2011
浙江巨科铝业有限公司	1850, (1+3)	中国第二重集团	2012
永杰新材料股份有限公司	1850, (1+3)	中国第二重集团	2013
宝武铝业科技有限公司	1 (4500) +3 (3300)	奥地利钢铁联合公司	2021
河南明泰铝业股份有限公司	2000, (1+4)	自制	2003
西南铝业(集团)有限公司	2000, (1+4)	奥地利钢铁联合公司	2005
龙口南山铝压延新材料有限公司	2350, (1+4)	日本石川岛磨播公司	2011
河南万达铝业有限公司	2000, (1+4)	多家企业	2012
河南中孚高精铝材有限公司	2400, (1+4)	西马克公司	2012
宁夏锦宁巨科新材料有限公司	1850, (1+4)	中国第二重集团	2013
广西广投银海铝业有限公司	1 (3300) +4 (2850)	中国第二重集团	2013
瑞丰铝板带有限公司	2400, (1+4)	意大利米诺公司	2013
山东魏桥铝电有限公司	2400, (1+4)	西马克公司	2014
河南鑫泰铝业有限公司	1850, (1+4)	多家企业	2014
力同铝业(河南)有限公司	2400, (1+4)	国产	2014
天津忠旺铝业有限公司	1 (4500) +1 (4100) +4 (3150)	西马克公司	2016
肇庆亚洲铝厂有限公司	1 (2540) +5 (1730)	西马克公司 2010年投产, 2014年停产	
天津忠旺铝业有限公司	2650, (1+5) (软)	西马克公司	2018
营口忠旺铝业有限公司	2650, (1+5) (软)	西马克公司	投产时间待定

资料来源: 中国有色加工协会、国信证券经济研究所整理

而冷轧、箔轧这类偏后端深加工项目还在持续投入, 且主要瞄准新能源相关领域, 部分上市公司新建项目如下表所示。

表11：头部企业扩产项目都是新能源车用铝材

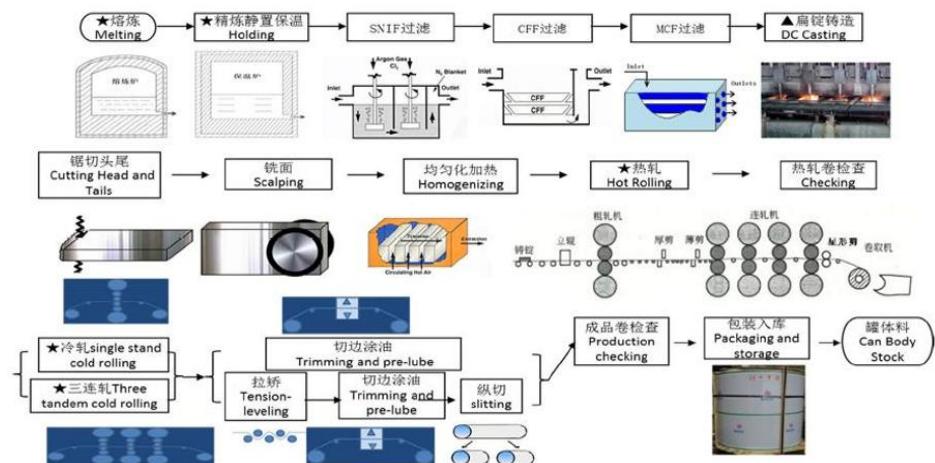
公司名称	扩产项目	产能 (万吨)	投资金额 (亿元)
天山铝业	年产 30 万吨电池铝箔坯料生产线	30	8
	年产 20 万吨电池铝箔精轧涂炭及分切生产线	20	20
	年产 2 万吨电池铝箔技改项目	2	1
	新疆天展新材超高纯铝一期项目	10	5
鼎胜新材	年产 5 万吨动力电池电极用铝合金箔项目	5	6.1
	年产 80 万吨电池箔及配套坯料项目	80	30
华峰铝业	年产 15 万吨新能源汽车用高端铝板带箔项目	15	19.8
	年产 20 万吨铝板带箔项目	20	19.9
	高性能高端铝箔生产线项目	2.1	4.5
南山铝业	汽车轻量化铝板带生产线技术改造项目	10	15.6
	汽车轻量化铝板生产线项目	20	20
万顺新材	年产 7.2 万吨高精度电子铝箔生产项目	7.2	14.2
	年产 13 万吨高精铝板带项目	13	12
	年产 10 万吨动力电池及储能电池箔项目	10	20.8
	年产 5 万吨新能源涂碳箔项目	5	5.2

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

易拉罐料是成熟产品，发展方向是循环再生

中孚实业铝加工产品当中约 80%以上是罐料，包括罐体、罐盖、拉环料。我们着重介绍易拉罐料市场。全铝易拉罐于二十世纪六十年代在美国问世，以其质轻耐腐蚀、热传导性好、加工成型性好、易回收利用、美观等一系列的优点一直被认为是啤酒、碳酸饮料理想的包装容器。

全铝易拉罐使用的铝板带有三种，即罐体用 3104 铝合金板带、罐盖用 5182 铝合金板卷、拉环用 5042 或 5082、5182 铝合金板卷。这三种铝材中用量最大的为罐体材料，占 2/3 以上。

图21：铝合金罐料生产流程


资料来源：南山轻合金、国信证券经济研究所整理

易拉罐料曾长期依赖进口，目前已全球领先并大量出口。根据西南铝的资料，1999 年全国罐料需求量 14.5 万吨，国内仅西南铝生产 8800 吨，其余全部进口。南山铝业从 2007 年开始生产铝罐料，2008 年向市场批量供货，从 2010 年开始成为国内规模最大的铝罐料生产企业。2016 年生产的易拉罐用铝合金带材总销量占国内

易拉罐用铝合金带材总需求量的 60%，向国外销售量占我国铝易拉罐料出口量的 70%以上。到了 2022 年，我国罐料产量达到 190 万吨，满足自用并大量出口。

铝制罐料市场格局：国内份额集中在头部企业如南山铝业、中孚实业、山东魏桥、西南铝、中国忠旺等，全球龙头是印度的诺贝尔斯。

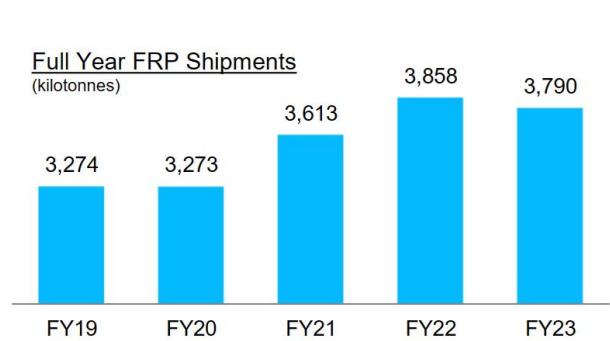
表12：国内 2 家主流罐料生产企业设备与产能

	热轧设备	冷轧设备	产品	罐料产量
南山铝业	5 台奥地利艾伯纳工业炉公司的推进式加热炉，日本石川岛-播磨重工业株式会社制造的 1+4 热连轧生产线	德国西马克 2 台单机架轧机和 1 台三机架冷铝易拉罐体料、罐盖料、拉环连轧 CVC-plus 连续可变凸度六辊轧机，控制料，食品罐及各种异型容器罐系统均由 ABB 提供	60 万吨用的带材	
中孚实业	德国西马克 1+4 热连轧	双机架冷连轧线 1 条，2300mm CVC-plus 单机架冷轧机 1 台等	易拉罐罐体、罐盖、拉环料等	56 万吨

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

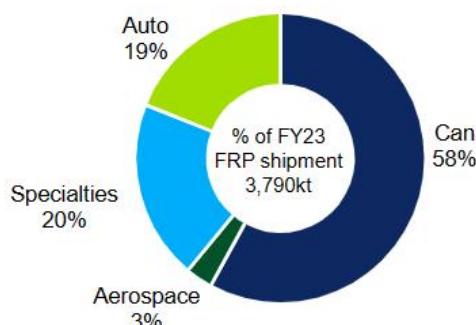
印度诺贝尔斯是全球铝板带箔龙头，也是废铝回收利用龙头。2023 财年铝平轧材出货量达 379 万吨，其中罐料占比 58%，约 220 万吨，是全球罐料市场绝对龙头。并且公司在再生铝回收利用走在全球前列，2023 财年公司回收了超过 820 亿只易拉罐，使用了 232.5 万吨废铝，占原料比例达到 61%。

图22：诺贝尔斯各财年发货量



资料来源：诺贝尔斯，国信证券经济研究所整理

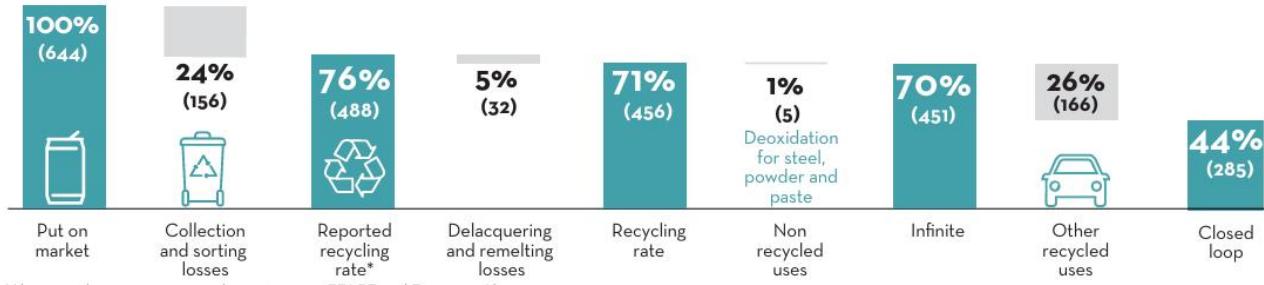
图23：2023 财年诺贝尔斯产品结构



资料来源：诺贝尔斯，国信证券经济研究所整理

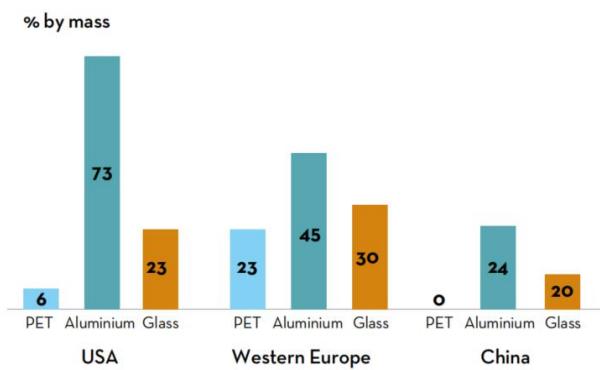
易拉罐循环利用是发展方向。根据王祝堂先生的报告，诺贝尔斯铝业公司是全世界最大的 3104 薄带生产商，几乎占全球总产量的 45%，也是利用废旧易拉罐 (Used Beverage Can, UBC) 最多的，2021 年公司生产的 3104 合金带材中，再生易拉罐用量接近 90%，国外生产的 3104 合金平均废旧易拉罐用量也超过了 60%。

根据国际铝协数据，欧洲生产的铝易拉罐料当中，原铝 46%，废旧易拉罐 38%，工厂边角料 16%。而欧洲的铝制易拉罐，最终有 44% 实现原级回收。

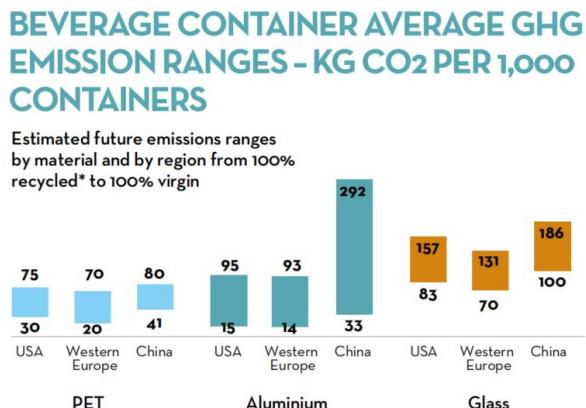
图24: 欧洲铝制易拉罐回收率 (2019年)


资料来源：国际铝协、国信证券经济研究所整理

中国的铝易拉罐闭环回收比例仅为 24%，远低于美国的 73%，也远低于欧洲的 45%。这也使得中国生产的铝制易拉罐碳排放显著高于美国和欧洲。因此实现易拉罐料原级回收，增加罐料当中废罐的使用比例，降低碳排放，是我国罐料行业的发展方向之一。

图25: 全球几个地区饮料包装材料回收率对比


资料来源：国际铝协，国信证券经济研究所整理

图26: 回收率低导致我国铝罐料碳排放偏高


资料来源：国际铝协，国信证券经济研究所整理

公司业务分析

电解铝：能源结构优化，权益产能不断增加

公司将河南的 50 万吨火电铝产能转移为四川水电铝产能。2018 年以前，公司 75 万吨的电解铝产能全部位于河南省，其中 50 万吨归属于子公司中孚铝业，位于河南省巩义市工业园区；25 万吨归属于子公司林丰铝电，位于河南省林州市。根据生态环境部通知，郑州市属于大气污染综合治理“2+26”城市范围；根据郑州市人民政府相关文件规定，在采暖季期间公司所属电解铝生产需执行限产措施，限产比例为 20%-50%。在实施弹性限产的过程中，公司的业绩受到较大影响，因此自 2018 年底开始，公司决定分两次将河南的共 50 万吨电解铝产能转移至四川：

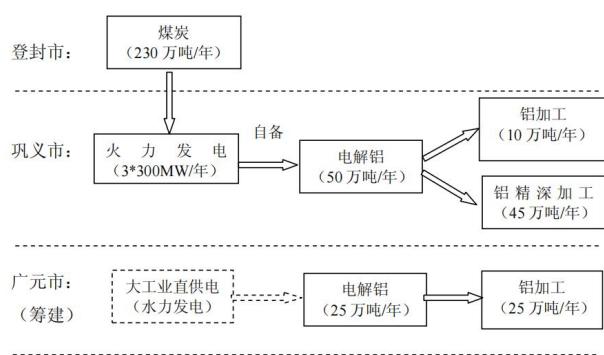
1) 林丰铝电 25 万吨 → 广元林丰铝电 25 万吨。由于煤炭价格走高及采暖季限产，林丰铝电面临较大生产经营压力，公司于 2018 年 12 月公告称决定将林丰铝电的产能全面停产，并将 25 万吨电解铝产能转移至四川省广元市，所用能源为水电，

所属子公司为广元林丰铝电，林丰铝电不再进行实业业务。

2) 中孚铝业 25 万吨→广元高精铝材 25 万吨。中孚铝业在前述因素影响下，2017、2018 年净利润均有亏损。为优化电解铝能源结构以及规避冬季限产问题，2019 年 3 月公司发布公告，决定进行产能转移，将 50 万吨产能中的 25 万吨转移至四川省广元市，所用能源为水电，所属子公司为广元高精铝材。

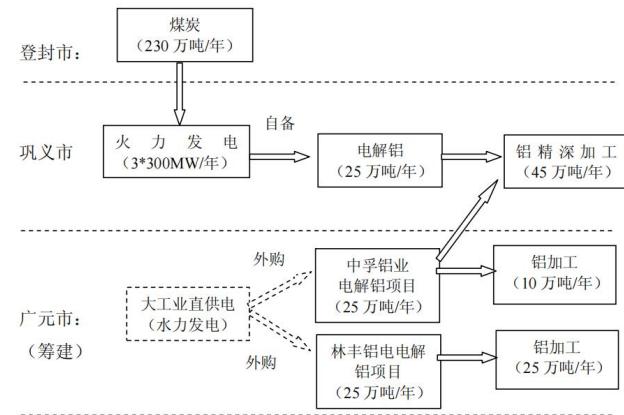
将电解铝产能转移至水电资源丰富的四川省广元市，有助于优化公司电解铝板块所需电力能源结构，降低生产成本，提升产品竞争力；同时有助于提升电解铝及铝加工产能利用率，提升公司未来可持续盈利能力。

图27: 产能转移前公司的产业结构（来自 2019 年公告）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

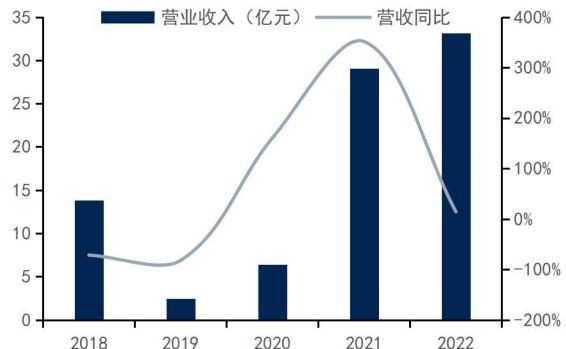
图28: 产能转移后公司的产业结构（来自 2019 年公告）



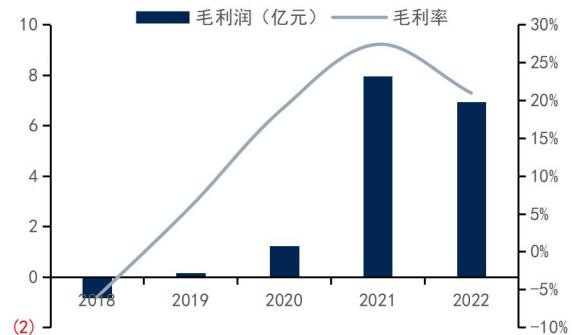
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司目前拥有电解铝权益产能 50 万吨，从大股东收购股权提升权益量。2022 年 6 月，公司以自有资金 10.26 亿元收购了豫联集团持有的林丰铝电 30% 的股权；2023 年 9 月，公司公告称拟以自有资金 12.12 亿元收购豫联集团持有的中孚铝业 25% 股权，收购完成后上市公司将对中孚铝业持股 76%。截至目前，公司拥有电解铝产能 75 万吨，权益产能为：中孚铝业 25 万吨*51%+广元林丰铝电 25 万吨*65.7%+广元高精铝材 25 万吨*84.05%=50.19 万吨，即拥有**火电铝权益产能 12.75 万吨、水电铝权益产能 37.44 万吨**。待对中孚铝业 25% 股权收购完成，公司电解铝的权益产能将大幅提升至 62.85 万吨，其中包括火电铝权益产能 19 万吨、水电铝权益产能 43.85 万吨。

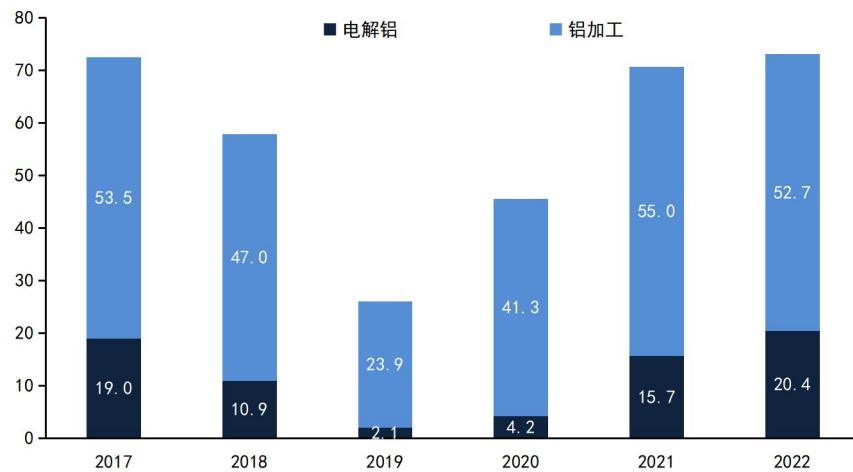
公司电解铝部分供精深加工产品生产使用，铝制品总量逐步恢复。2020-2022 年，公司非自用部分电解铝产量分别为 4.2/15.67/20.38 万吨，铝产品总产量分别为 45.49/70.64/73.07 万吨，产量自 2019 年后逐年恢复。公司生产铝加工产品所用铝锭部分自供，尤其是河南本部的 25 万吨产能可直接进行下一步的精深加工，节约重熔成本，因此这部分产能目前不考虑转产至水电地区。

图29: 公司电解铝业务营收及同比


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图30: 公司电解铝业务毛利润及毛利率


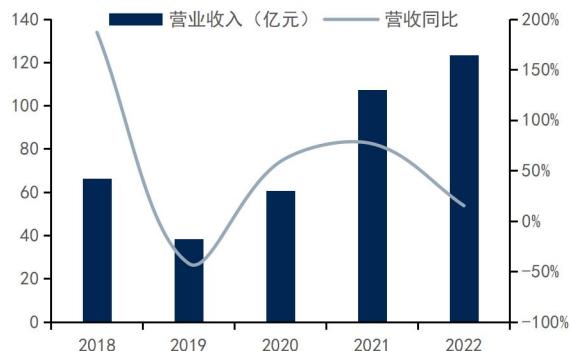
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图31: 公司电解铝+铝加工产品产量（万吨）


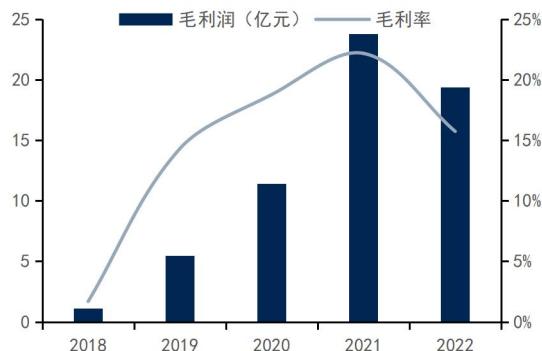
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

铝加工：易拉罐用罐料龙头，采用进口高端设备

目前公司铝精深加工的主要产品为易拉罐用罐体料、罐盖料、拉环料，这三类产品在公司铝加工产品总销量中占比 80%左右，另外公司还在推广新能源电池铝塑膜用铝箔、新能源电池集流体用铝箔坯料、油罐车用高性能板材等产品。公司的核心产品罐体、罐盖、拉环具备稳固的销售渠道，以出口为主，2022 年出口销量 30.56 万吨，已经成为业内主流供应商。

图32: 公司铝加工业务营收及同比


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

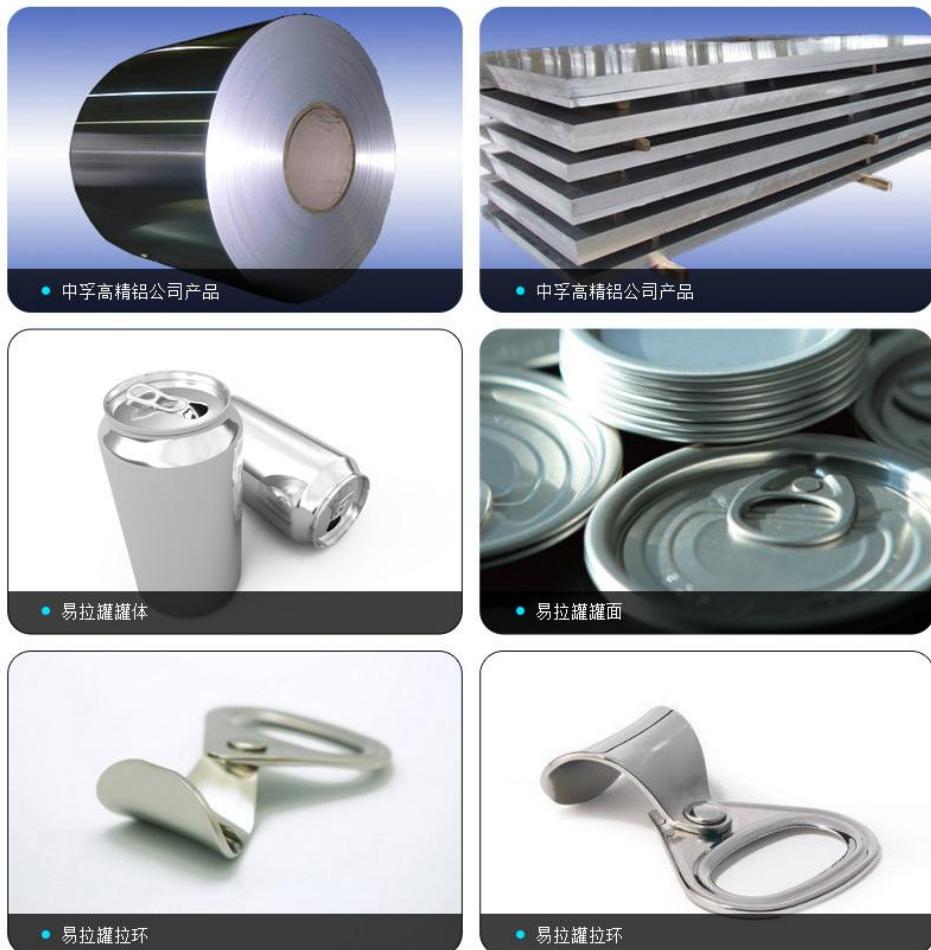
图33: 公司铝加工业务毛利润及毛利率


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

铝精深加工为公司的主要发展方向。公司在 2021-2022 年先后启动了多个项目：1) 年产 12 万吨高精铝板带材项目；2) 年产 12 万吨绿色新型包装材料项目；3) 年产 15 万吨高精铝合金板锭材项目；4) 年产 6 万吨铝及铝合金带材涂层生产线项目。目前公司铝加工领域拥有在产产能 57 万吨，还有一台 12 万吨冷轧机组正在进行调试，预计年底公司铝精深加工产能将提升至 69 万吨/年。

产品定位“国际一流、国内领先”，已通过多家国际知名厂商的认证。公司铝精深加工产品生产工艺主要包括“熔铸—锯铣—热轧—冷轧—精整”，工艺主要设备大部分采用先进的进口设备，整体装备达到世界领先水平，如美国瓦格斯达夫公司（Wagstaff）铸造机、德国赫克利斯公司（Herkules）轧辊磨床、德国西马克公司（SMS Siemag）1+4 热连轧机和冷轧机等。一流的装备为公司高端化、精细化、智能化、自动化生产提供了有力的保障。由于入行较早+质量有保障，公司主要产品已先后获得中国船级社、美国船级社、英国船级社、挪威船级社产品准入认证、IATF16949 汽车板认证和 FSSC22000 食品安全管理体系认证，取得了欧盟 CE-PED 压力容器产品工厂认证证书，并通过了百威啤酒、可口可乐等饮品厂商认证。

图34: 公司易拉罐料相关产品



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

切入再生铝领域，形成“绿色水电铝+再生铝”双重低碳发展优势。2023年3月，公司公告称拟投资建设年产50万吨再生铝项目，投资主体为持股51%的子公司中孚铝业的全资子公司巩义汇丰。该项目分三期建设：

- 1) **年产15万吨UBC合金铝液项目**，UBC即Used Beverage Cans缩写，项目投资1.98亿元，主要生产设备包括1条易拉罐废料预处理生产线和3条合金铝液生产线，主要产品为变形铝合金液，项目建设期2年，预计年平均净利润5,125万元。
- 2) **年产20万吨铸造铝合金锭项目**，项目投资24.20亿元，主要生产设备包括1条铸造合金废料预处理生产线和3条铸造合金锭生产线，主要产品为铸造铝合金锭，项目建设期2年，预计年平均净利润2,045万元。
- 3) **年产15万吨铝合金圆铸锭项目**，项目投资2.34亿元，主要生产设备包括1条铝型材废料预处理生产线和2条铝合金圆铸锭生产线，主要产品为铝及铝合金圆铸锭，项目建设期2年，预计年平均净利润2,537万元。

图35: 中国再生铝产量 (单位: 万吨)


资料来源: 鑫铂股份公司公告, 国信证券经济研究所整理

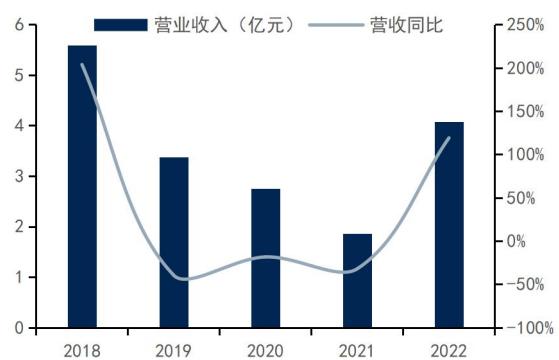
图36: 中国废铝回收量 (单位: 万吨)


资料来源: 鑫铂股份公司公告, 国信证券经济研究所整理

煤炭: 拥有产能 225 万吨, 复产正在进行

公司控股子公司豫联煤业共具有 225 万吨/年煤炭开采产能, 权益产能合计 60.97 万吨, 分属于其三家子公司: 1) **金岭煤业** 具有产能 120 万吨/年, 公司持股 28.05%, 权益产能 33.66 万吨; 2) 广贤工贸下属**新丰煤矿** 具有产能 60 万吨/年, 公司持股 26.01%, 权益产能 15.61 万吨; 3) **慧祥煤业** 具有产能 45 万吨/年, 公司持股 26.01%, 权益产能 11.70 万吨。

事故后煤矿已部分复产, 预计今年在产能 100 万吨以上。 2022 年 9 月, 广贤工贸下属新丰煤矿在停采区进行清理巷道、维护棚柱过程中, 发生了高浓度二氧化碳等有害气体引发的窒息事故, 造成 5 人死亡。事故发生后, 公司下属三座煤矿全部停产整顿, 其中金岭煤业于 2023 年 3 月开始正式复产; 慧祥煤业正处于复产准备阶段; 发生事故的新丰煤矿仍在整顿。

图37: 公司煤炭业务营收及同比


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图38: 公司煤炭业务毛利润及毛利率


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

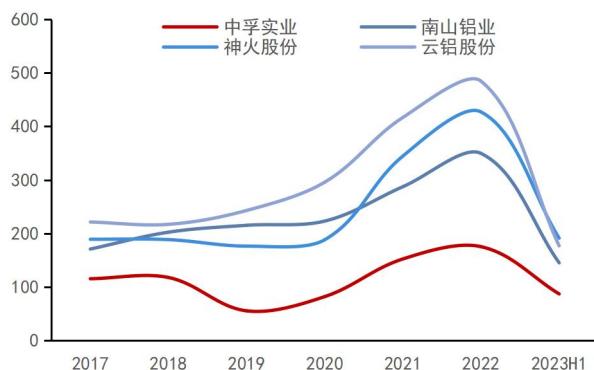
公司财务分析

公司主营电解铝、铝加工和煤炭业务, 我们选取所属细分行业类似的南山铝业、神火股份、云铝股份 3 家企业作为可比公司。

盈利能力

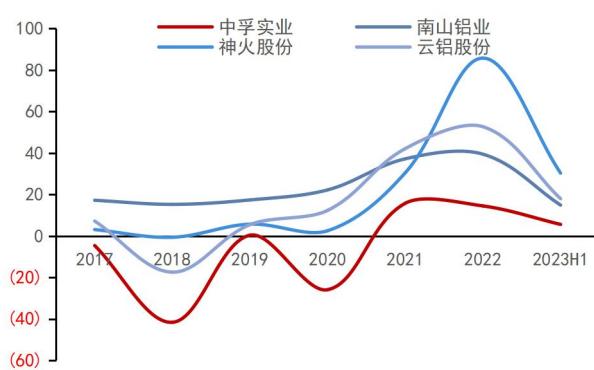
从收入体量上来看，中孚实业可比公司 2022 年的平均收入规模在 400 亿左右，公司的收入体量与可比公司相比较小，净利润也相对较低。但公司是 2021 年以后可比公司中盈利能力提升最为显著的，2023H1 公司的毛利率和净利率分别为 15.0% 和 6.4%，ROE 和 ROA 分别为 3.3% 和 2.3%。

图39：行业内公司营业收入对比（单位：亿元）



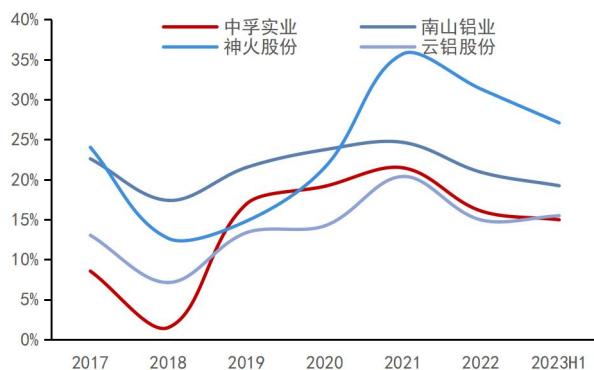
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图40：行业内公司净利润对比（单位：亿元）



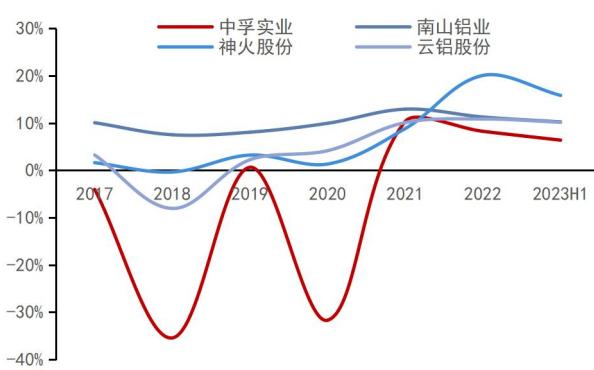
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图41：行业内公司毛利率对比

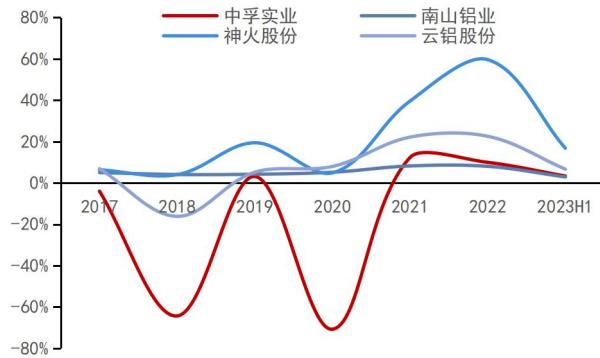


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

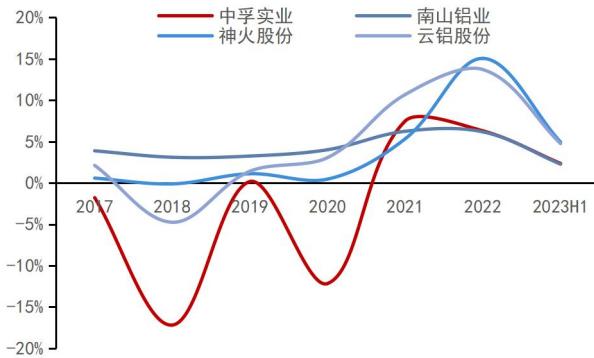
图42：行业内公司净利率对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图43: 行业内公司 ROE 对比


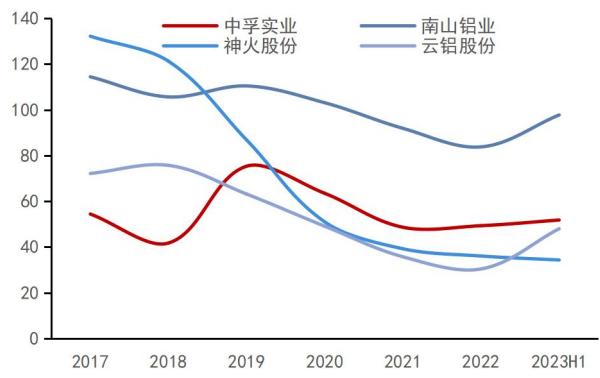
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图44: 行业内公司 ROA 对比


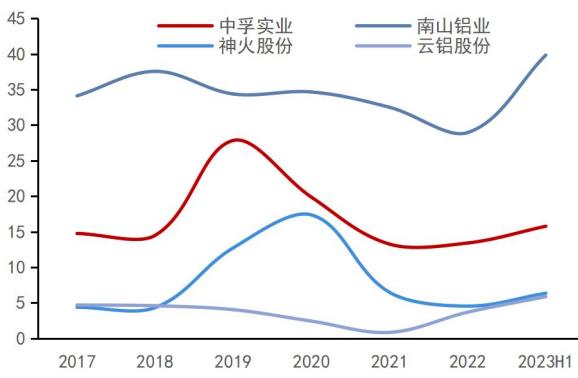
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

营运能力

公司的营运能力在行业中处于中上水平。2023H1 公司存货周转天数为 48 天, 应收账款周转天数为 16 天, 近年来保持稳定。同时, 公司的总资产周转率在可比公司中排名第二位, 2023H1 公司总资产周转率为 0.37, 仅次于云铝股份。

图45: 行业内公司存货周转天数对比


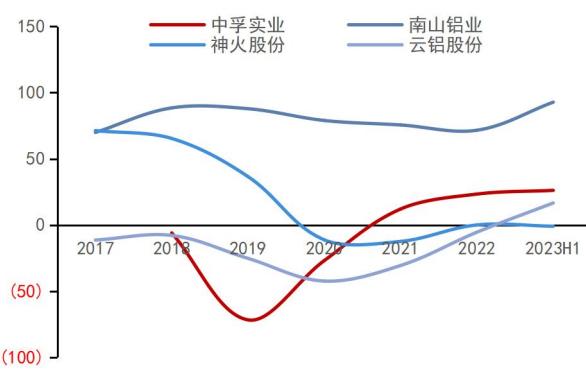
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图46: 行业内公司应收账款周转天数对比


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图47：行业内公司总资产周转率对比

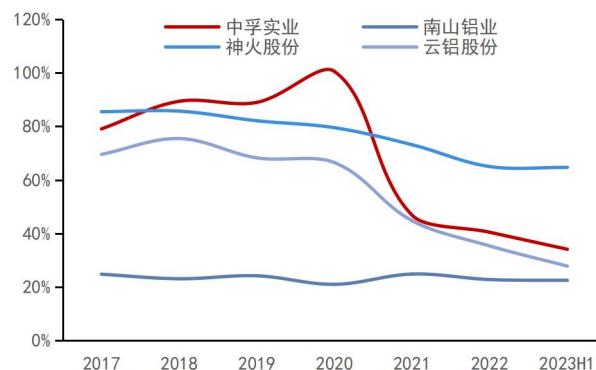

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图48：行业内公司净营业周期对比


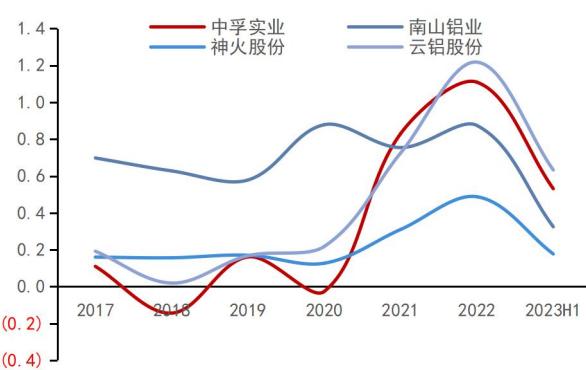
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

偿债能力

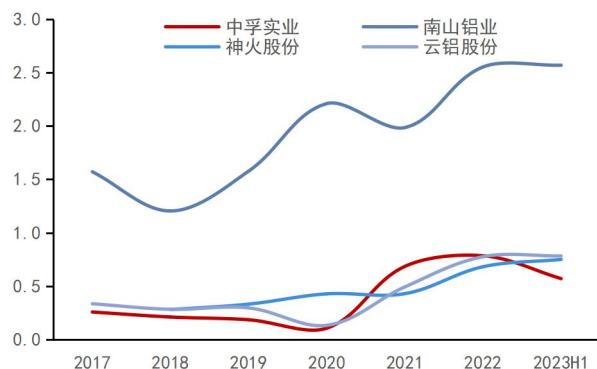
公司偿债能力自 2021 年起显著好转。截至 2023 年年中，公司的资产负债率为 34.05%，较重整以前、2020 年末的 100.55% 显著下降，目前在可比公司中处于中间水平。

图49：行业内公司资产负债率对比


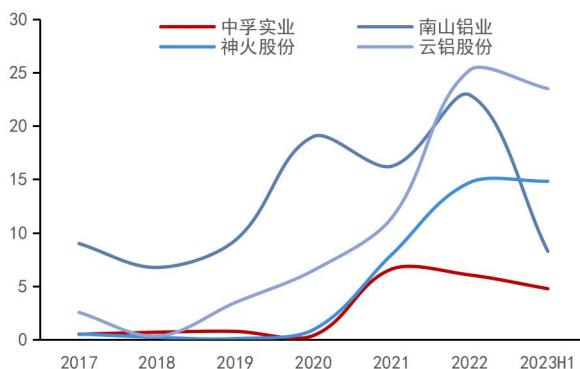
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图50：行业内公司 EBITDA/带息债务对比


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图51：行业内公司货币资金/短期债务对比


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图52：行业内公司现金流量利息保障倍数对比


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

1、电解铝

销量：公司 2020–2022 年电解铝销售量分别为 4.34/15.66/20.35 万吨，由于公司公告披露的销量不包括子公司之间自用的部分，因此与 75 万吨/年的产能差距较大。我们在进行假设时暂不考虑子公司内部抵消的量，预计 2023–2025 年公司电解铝产能达满，各年度的产销量均为 75 万吨。

售价：过去几年中，电解铝价格波动幅度大，今年 1–6 月价格趋于稳定，在 18,000–19,000 元/吨区间震荡，7 月后铝价几乎单边上涨，截至 2023 年 10 月 10 日沪铝主力合约收盘价为 19,020 元/吨。由于我国电解铝产能已经触及天花板，供给侧没有向上的弹性，而需求具备韧性，因此铝价中枢有望持续抬升，我们假设 2023–2025 年铝锭现货价格（含税价）分别为 19,000/19,500/20,000 元/吨。

成本：电解铝制造成本主要受到电价、氧化铝、预焙阳极的影响。我们假设公司四川水电铝的电费为 0.36 元/度，河南煤电铝的电费为 0.45 元/度，公司 2023–2025 年生产电解铝的单位成本均为 13,943 元/吨。

2、铝加工

销量：公司 2020–2022 年铝加工产品的销量分别为 40.53/54.89/52.31 万吨。目前公司具备 57 万吨铝加工产能，预计 12 万吨正在调试中的产能可于今年年底至明年初投产，因此我们预计公司 2023–2025 年铝加工产品的产销量分别为 57/69/69 万吨。

售价：公司铝加工产品定价模式为铝基价+加工费。由于疫情期间铝材的进出口受到管控，海外库存水平较高，因此今年上半年海外的铝加工材处于去库阶段，加工费较低。今年下半年开始，海外铝材进入补库周期，加工费有所恢复，预计明年可维持目前的加工费水平，假设 2023–2025 年加工费（不含税）分别为 4000/4200/4200 元/吨，单位售价分别为 20,814/21,457/21,899 元/吨。

成本：假设公司生产铝加工材料的加工成本为 2,000 元/吨，则单位成本分别为 18,814/19,257/19,699 元/吨。

3、煤炭

销量：假设 2023 年公司在产煤矿为金岭煤业，2024 年慧祥煤业复产，2025 年新丰煤矿复产，则公司 2023-2025 年煤炭产销量分别为 120/165/225 万吨。

售价：2020-2022 年，河南地区动力煤含税价分别为 876/965/912 元/吨，假设 2023-2025 年动力煤含税价均为 850 元/吨。

表13：主营业务经营情况预测（单位：百万元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
电解铝						
营收	643.40	2,903.27	3,313.60	12,610.62	12,942.48	13,274.34
毛利润	122.64	794.82	694.03	2,153.25	2,644.40	2,976.26
毛利率	19.06%	27.38%	20.94%	17.07%	20.43%	22.42%
铝加工						
营收	6,076.58	10,720.48	12,332.89	11,864.07	14,805.08	15,110.39
毛利润	1,139.94	2,376.04	1,939.03	1,140.00	1,518.00	1,518.00
毛利率	18.76%	22.16%	15.72%	9.61%	10.25%	10.05%
煤炭						
营收	274.80	186.24	407.94	902.65	1,241.15	1,692.48
毛利润	41.81	57.45	173.24	542.65	746.15	1,017.48
毛利率	15.22%	30.85%	42.47%	60.12%	60.12%	60.12%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

4、期间费用

公司 2021-2023H1 的管理费用率分别为 3.04%/2.16%/2.35%，假设公司 2023-2025 年的管理费用率分别为 2.35%/2.20%/2.20%，小幅优化。2021-2023H1 公司的研发费用率分别为 5.12%/3.56%/1.83%，考虑到公司主营业务中，除铝加工外，电解铝和煤炭业务所生产的产品都是标准的大宗产品，不同企业生产的产品差距不大，因此假设公司 2023-2025 年的研发费用率分别为 2.30%/2.00%/2.00%。2021-2023H1 公司的销售费用率分别为 0.12%/0.14%/0.17%，假设 2023-2025 年公司的销售费用率分别为 0.17%/0.15%/0.14%。

未来 3 年业绩预测

根据上述假设条件，我们得到公司 2023-2025 年实现营业收入分别为 250.60/283.81/294.70 亿元，同比增速 43.06%/13.25%/3.84%；归母净利润分别为 11.63/20.00/22.79 亿元，同比增速 10.77%/71.97%/13.93%，每股收益分别为 0.29/0.50/0.57 元。

使得 2024 年公司归母净利润增速较快的原因主要有两点：1) 由于电解铝供给无弹性、需求有韧性，我们假设明年全年电解铝均价较今年增加 500 元/吨；2) 我们预计今年年底公司可完成对中孚铝业 25% 股权的收购，则明年公司电解铝的权益产能将由今年的 50.19 万吨提升 25.22% 至 62.85 万吨。

盈利预测的敏感性分析

公司的业绩对电解铝价格以及铝加工产品的加工费敏感，下表为公司盈利预测的敏感性分析。

表14: 公司盈利预测的敏感性分析

2023 年归母净利润 (百万元)	电解铝价格 (元/吨)						
	17500	18000	18500	19000	19500	20000	20500
罐料加工费 (元/吨)	3100	232	399	566	732	899	1066
	3600	448	614	781	948	1114	1281
	4100	663	830	996	1163	1330	1496
	4600	879	1045	1212	1378	1545	1712
	5100	1094	1261	1427	1594	1761	1927
							2094

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：3.59-4.10 元

公司拥有铝加工、电解铝、煤炭三大板块业务，其中电解铝业务具备 50 万吨水电铝产能和 25 万吨火电铝产能，弹性较强，随着近期铝价持续走高，公司业绩有望因此得到显著提升。

估值假设条件见下表：

表15: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	48.22%	86.01%	15.12%	43.06%	13.25%	3.84%	1.00%
营业成本/营业收入	80.86%	78.55%	83.94%	84.70%	82.71%	81.31%	82.91%
管理费用/营业收入	2.72%	2.88%	1.95%	2.35%	2.20%	2.20%	2.25%
研发费用/营业收入	4.89%	5.12%	3.56%	2.30%	2.00%	2.00%	2.10%
销售费用/销售收入	0.24%	0.12%	0.14%	0.17%	0.15%	0.14%	0.15%
营业税及附加/营业收入	1.05%	0.71%	0.70%	0.70%	0.65%	0.60%	0.60%
所得税税率	-3.94%	14.40%	15.01%	18.82%	18.82%	18.82%	25.00%
股利分配比率	-13.87%	29.13%	20.13%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

表16: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.6	T	18.82%
无风险利率	3.00%	Ka	15.80%
股票风险溢价	8.00%	有杠杆 Beta	2.06
公司股价 (元)	2.82	Ke	19.51%
发行在外股数 (百万)	4014	E/(D+E)	73.70%
股票市值 (E, 百万元)	11320	D/(D+E)	26.30%
债务总额 (D, 百万元)	4039	WACC	15.51%
Kd	5.30%	永续增长率 (10 年后)	0.5%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 3.59-4.10 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表17: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		14. 5%	15. 0%	15. 51%	16. 0%	16. 5%
永续增长率变化	1. 5%	4. 40	4. 17	3. 95	3. 75	3. 57
	1. 0%	4. 32	4. 10	3. 89	3. 69	3. 51
	0. 5%	4. 24	4. 03	3. 83	3. 64	3. 46
	0. 0%	4. 17	3. 96	3. 77	3. 59	3. 42
	-0. 5%	4. 11	3. 90	3. 71	3. 54	3. 37

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：3. 49-4. 49 元

在可比公司方面，我们选取南山铝业、神火股份、云铝股份、中国铝业 4 家公司作为可比公司进行比较，采用 PE 法进行估值。

南山铝业 (600219. SH) 主要产品包括上游的电力、蒸汽、氧化铝、铝合金锭，以及下游的铝板带箔、挤压型材、压延材及大型机械深加工结构件。公司原本拥有 81. 6 万吨电解铝产能，计划转让 33. 6 万吨落后产能，保留 48 万吨相对先进的产线。

神火股份 (000933. SZ) 主营业务包括煤炭、氧化铝、电解铝、铝加工材料等，目前，神火集团主要产品的年生产能力为：煤炭 1500 万吨，电解铝 90 万吨，发电装机容量 870MW，铸造型焦 10 万吨，铝箔 2. 5 万吨。

云铝股份 (000807. SZ) 的主要业务是铝土矿开采、氧化铝生产、铝冶炼、铝加工及铝用炭素生产，2022 年实现铝制品生产量 267. 31 万吨。公司是目前国内最大的绿色铝供应商，拥有 305 万吨绿色铝产能，2022 年生产用电结构中绿电比例达到约 88. 6%，碳排放约为煤电铝的 20%，比煤电铝减排 10 吨二氧化碳当量/吨铝。

中国铝业 (601600. SH) 主营业务包括四大板块：氧化铝、原铝、贸易、能源，其中铝主业方面已经形成了铝土矿-氧化铝-电解铝-铝合金的完整产业链。2022 年，公司氧化铝产量 1764 万吨，国内市占率 21. 5%；电解铝产量 688 万吨，国内市占率 17. 1%。

按照最新收盘价，可比公司 2024 年 PE 倍数的算术平均值为 9. 0x。如下表所示，可比公司之间估值水平差距较大，如神火股份 2024 年 PE 倍数仅 6. 0x，主要由于煤炭行业整体估值水平相较于电解铝及铝加工行业较低，而煤炭业务在神火股份毛利中的占比达到 40%左右，占比较高。我们预计 2023 年公司煤炭业务在毛利中的占比为 14%，因此基于上述分析，我们认为给予公司 2024 年 7-9 倍 PE 是合理的，对应股价区间 3. 49-4. 49 元。

表18: 可比公司估值情况

代码	简称	股价	EPS (元)				PE			PB	总市值 亿元	
			20231010	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E	
600595.SH	中孚实业	2.79	0.27	0.29	0.50	0.57	10.3	9.6	5.6	4.9	0.9	112
可比公司:												
600219.SH	南山铝业	3.13	0.29	0.31	0.34	0.40	10.8	10.1	9.1	7.9	0.8	366
000933.SZ	神火股份	17.22	3.39	2.76	2.86	2.95	5.1	6.2	6.0	5.8	2.3	388
000807.SZ	云铝股份	14.85	1.32	1.28	1.67	1.99	11.3	11.6	8.9	7.5	2.2	515
601600.SH	中国铝业	6.27	0.24	0.45	0.53	0.60	26.2	13.9	11.8	10.5	2.0	1,076

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测; 南山铝业、云铝股份采用 Wind 一致预期数据

投资建议

综合上述几个方面的估值, 我们认为公司股票合理估值区间在 3.59–4.10 元之间, 2024 年静态市盈率 7–9 倍, 相较于公司目前股价有 28.56%–46.80% 溢价空间。首次覆盖给与“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法, 多角度综合得出公司的合理估值在 3.59–4.10 元之间, 但该估值是建立在相关假设前提基础上的, 特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本 (WACC) 的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定, 都融入了很多个人的判断, 进而导致估值出现偏差的风险, 具体来说:

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观, 导致未来 10 年自由现金流计算值偏高, 从而导致估值偏乐观的风险;

加权平均资本成本 (WACC) 对公司绝对估值影响非常大, 我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 3%、风险溢价 8%, 可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低, 从而导致公司估值高估的风险;

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 0.5%, 公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化, 公司持续成长性实际很低或负增长, 从而导致公司估值高估的风险;

相对估值方面, 我们选取了同样从事电解铝行业的南山铝业、神火股份、云铝股份、中国铝业 4 家公司作为相对估值的参考, 给予公司 24 年 7–9 倍 PE 估值, 可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们假设公司 2023–2025 年收入增长 43.06%/13.25%/3.84%, 可能存在对铝价的预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。

我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 15.30%/17.29%/18.69%, 可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估, 从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

经营风险

应收账款、应收票据等经营性资金占用较大。公司下游客户货款结算存在一定周期，未来随着公司销售规模继续扩大，应收款项可能进一步增长。如果公司应收账款的催收不利或者客户不能按合同及时支付，将影响公司的资金周转速度和经营活动现金流量，从而对公司的生产经营及业绩水平造成不利影响。

公司的持股子公司广贤工贸下属新丰煤矿在 2022 年 9 月发生窒息事故，造成 5 人死亡。目前公司拥有的三座煤矿中，金岭煤业已经于今年 3 月复产，慧祥煤业正处于复产准备阶段，发生事故的新丰煤矿仍在整顿。虽然公司在事故发生后进行了停产整改，但未来仍存在类似事故再次发生的风险。

政策风险

美联储加息超预期，导致金属价格受到压制。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2226	2106	2000	2972	6453	营业收入	15216	17517	25060	28381	29470
应收款项	1009	865	3433	3888	4037	营业成本	11952	14703	21227	23476	23961
存货净额	1835	2193	4367	4852	4951	营业税金及附加	109	123	176	184	177
其他流动资产	770	889	1879	2129	2210	销售费用	19	25	43	43	41
流动资产合计	5858	6058	11683	13845	17655	管理费用	463	379	590	624	648
固定资产	13460	15029	13966	12863	11716	研发费用	779	624	576	568	589
无形资产及其他	1570	2593	2490	2386	2282	财务费用	216	79	342	341	354
投资性房地产	515	422	422	422	422	投资收益	292	132	(8)	0	0
长期股权投资	424	90	90	90	90	资产减值及公允价值变动	(9)	(51)	(28)	0	0
资产总计	21827	24191	28650	29606	32165	其他收入	(875)	(564)	(574)	(568)	(589)
短期借款及交易性金融负债	1711	1099	2750	1000	1000	营业利润	1865	1726	2072	3146	3699
应付款项	2952	3395	4367	4852	4951	营业外净收支	(24)	(23)	(2)	0	0
其他流动负债	1346	1530	2056	2281	2328	利润总额	1841	1702	2070	3146	3699
流动负债合计	6010	6024	9172	8133	8278	所得税费用	265	256	390	592	696
长期借款及应付债券	1589	1290	1290	1290	1290	少数股东损益	920	397	518	554	725
其他长期负债	2616	2461	2305	2149	1993	归属于母公司净利润	656	1050	1163	2000	2279
长期负债合计	4205	3751	3595	3439	3283	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	10215	9775	12766	11572	11562	净利润	656	1050	1163	2000	2279
少数股东权益	2564	2300	2722	3339	4077	资产减值准备	(614)	24	(2)	(3)	(3)
股东权益	9049	12116	13162	14695	16526	折旧摊销	724	739	1584	1624	1654
负债和股东权益总计	21827	24191	28650	29606	32165	公允价值变动损失	9	51	(15)	(15)	0
						财务费用	216	79	104	91	(4)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(3018)	255	(4392)	(638)	(343)
每股收益	0.17	0.26	0.33	0.48	0.57	其它	1266	293	567	536	752
每股红利	0.05	0.05	0.07	0.10	0.11	经营活动现金流	(977)	2412	(1095)	3505	4339
每股净资产	2.31	3.02	3.28	3.66	4.12	资本开支	0	(2243)	(400)	(400)	(400)
ROIC	11.33%	8.84%	10%	14%	18%	其它投资现金流	19	15	0	0	0
ROE	7.25%	8.67%	10%	13%	14%	投资活动现金流	(131)	(1895)	(400)	(400)	(400)
毛利率	21%	16%	15%	17%	19%	权益性融资	(5)	1427	0	0	0
EBIT Margin	12%	9%	9%	12%	13%	负债净变化	(2293)	(299)	0	0	0
EBITDA Margin	17%	14%	16%	18%	19%	支付股利、利息	(191)	(211)	(261)	(383)	(458)
收入增长	86%	15%	43%	13%	4%	其它融资现金流	7414	(1043)	1650	(1750)	0
净利润增长率	-137%	60%	24%	47%	20%	融资活动现金流	2440	(637)	1389	(2133)	(458)
资产负债率	59%	50%	54%	50%	49%	现金净变动	1332	(119)	(106)	972	3481
股息率	1.7%	1.9%	2.3%	3.4%	4.0%	货币资金的期初余额	893	2226	2106	2000	2972
P/E	16.9	10.8	9.7	5.7	5.0	货币资金的期末余额	2226	2106	2000	2972	6453
P/B	1.2	0.9	0.9	0.8	0.7	企业自由现金流	0	165	(1305)	3333	4117
EV/EBITDA	8.1	8.8	6.1	4.6	4.1	权益自由现金流	0	(1178)	261	1510	4121

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	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	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±10%之间
		低配	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提供。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