

中孚实业 (600595.SH)

23Q3 利润同比+123%，铝价上行带动业绩高增

买入

核心观点

公司披露 2023 年三季报：2023 年前三季度实现营收 136.43 亿元（同比-2.06%），实现归母净利润 7.94 亿元（同比-31.20%），实现扣非归母净利润 7.56 亿元（同比-32.89%）。单三季度来看，公司实现营收 49.58 亿元（同比+14.97%，环比+6.83%），实现归母净利润 3.80 亿元（同比+123.13%，环比+76.94%），实现扣非归母净利润 3.55 亿元（同比+100.49%，环比+66.15%）。前三季度归母净利润同比下降主要系铝价下降所致，长江有色市场铝均价 2022 年前三季度为 20,322.58 元/吨，2023 年前三季度为 18,611.98 元/吨。

盈利能力逐季提升，资产负债率进一步改善。2023 年前三季度，公司毛利率为 16.40%，同比下降 5.05pp；净利率为 7.87%，同比下降 6.72pp；期间费用率为 7.78%，同比下降 0.99pp，其中研发费用率 2.02%，同比下降 1.66pp。单三季度来看，公司毛利率 18.92%，环比提升 3.38pp；净利率 10.46%，环比提升 3.79pp。截至 2023 年 9 月 30 日，公司资产负债率为 32.77%，较 2022 年末下降 7.63pp，较 2023 年 6 月 30 日下降 1.28pp，资产负债率持续改善。公司三季度盈利能力提升主要有两方面原因：1）电解铝单吨利润改善，我们测算水电铝三季度利润较二季度提升 1,000 元/吨；2）公司铝加工产品 60% 出口，上半年海外铝加工处于去库阶段，需求较弱，三季度需求已基本恢复正常。

收购中孚铝业 25% 股权，四季度起电解铝权益产能有望增加。2023 年 9 月 23 日，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，该议案已于 9 月 28 日通过股东大会，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 50.19 万吨，即火电铝权益产能 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。

风险提示：对电解铝需求不及预期，导致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。

投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 25.06/28.38/29.47 亿元，同比+43.06%/+13.25%/+3.84%；归母净利润分别为 11.63/20.00/22.79 亿元，同比+10.77%/71.97%/13.93%；摊薄 EPS 分别为 0.29/0.50/0.57 元，当前股价对应 PE 分别为 11.0/6.4/5.6x。考虑到公司为电解铝行业中稀有的仍具备权益产能增加能力的企业，维持“买入”评级。

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·财报点评

有色金属·工业金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

联系人：马可远

0755-81982439

makeyuan@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	3.18 元
总市值/流通市值	12751/12607 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	201.44 百万元

市场走势



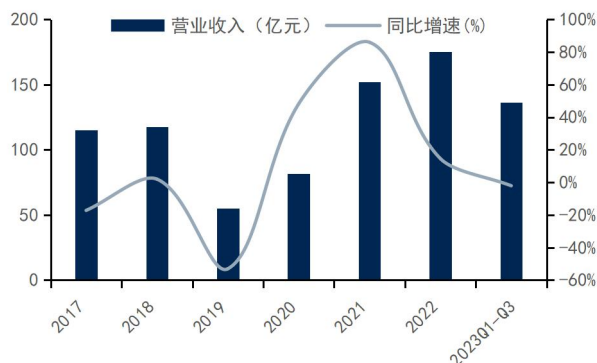
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《中孚实业 (600595.SH) - 电解铝老兵，重整后再出发》—— 2023-10-12

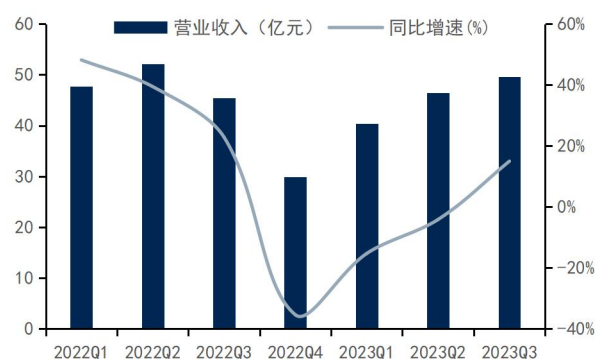
公司披露 2023 年三季报：2023 年前三季度实现营收 136.43 亿元（同比-2.06%），实现归母净利润 7.94 亿元（同比-31.20%），实现扣非归母净利润 7.56 亿元（同比-32.89%）。单三季度来看，公司实现营收 49.58 亿元（同比+14.97%，环比+6.83%），实现归母净利润 3.80 亿元（同比+123.13%，环比+76.94%），实现扣非归母净利润 3.55 亿元（同比+100.49%，环比+66.15%）。前三季度归母净利润同比下降主要系铝价下降所致，长江有色市场铝均价 2022 年前三季度为 20,322.58 元/吨，2023 年前三季度为 18,611.98 元/吨。

图1：中孚实业营业收入及增速（单位：亿元、%）



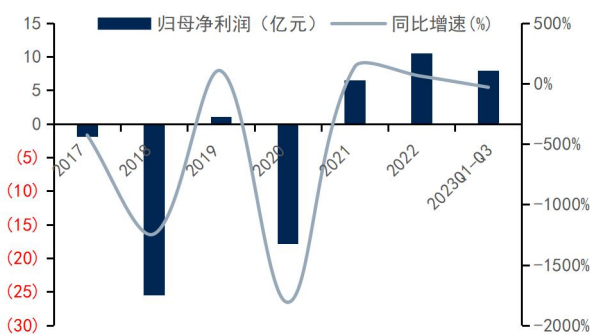
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图2：中孚实业单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



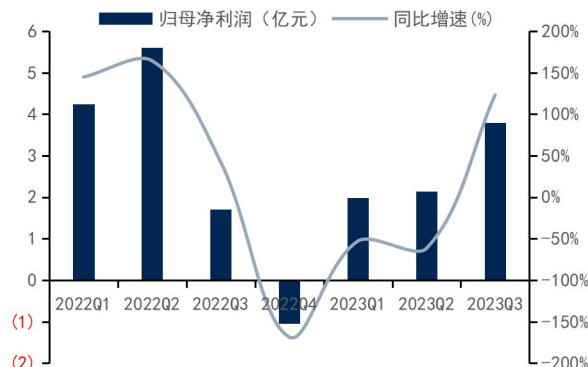
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图3：中孚实业归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

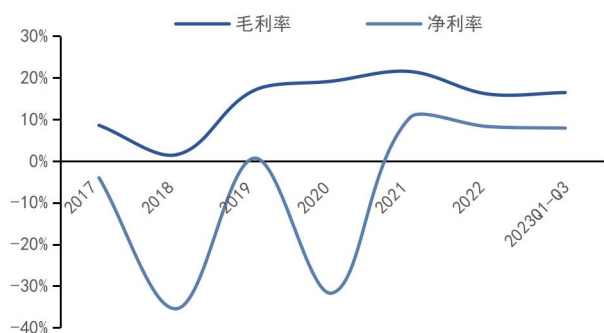
图4：中孚实业单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

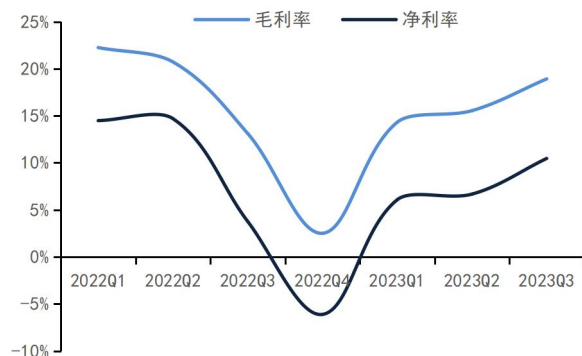
盈利能力逐季提升，资产负债率进一步改善。前三季度，公司毛利率为 16.40%，同比下降 5.05pp；净利率为 7.87%，同比下降 6.72pp；期间费用率为 7.78%，同比下降 0.99pp，其中研发费用率 2.02%，同比下降 1.66pp。单三季度来看，公司毛利率 18.92%，环比提升 3.38pp；净利率 10.46%，环比提升 3.79pp。截至 2023 年 9 月 30 日，公司资产负债率为 32.77%，较 2022 年末下降 7.63pp，较 2023 年 6 月 30 日下降 1.28pp，资产负债率持续改善。公司三季度盈利能力提升主要有两方面原因：1）电解铝单吨利润改善，据我们测算水电铝利润由二季度的 1,556 元/吨提升至三季度的 2,593 元/吨；2）公司铝加工产品 60%出口，上半年海外铝加工处于去库阶段，需求较弱，三季度需求已基本恢复正常。

图5：中孚实业毛利率、净利率变化情况（%）



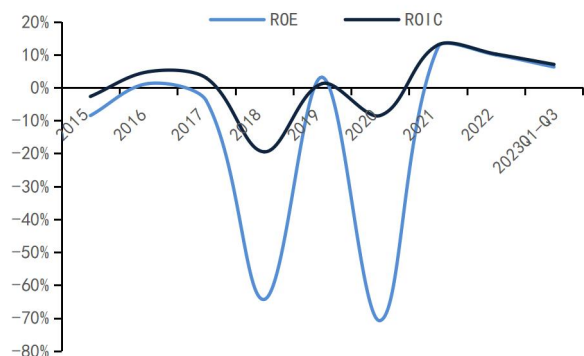
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图6：中孚实业单季度毛利率、净利率变化情况（%）



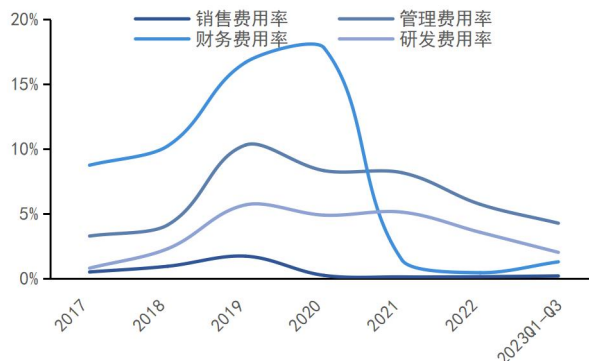
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图7：中孚实业ROE、ROIC变化情况（%）



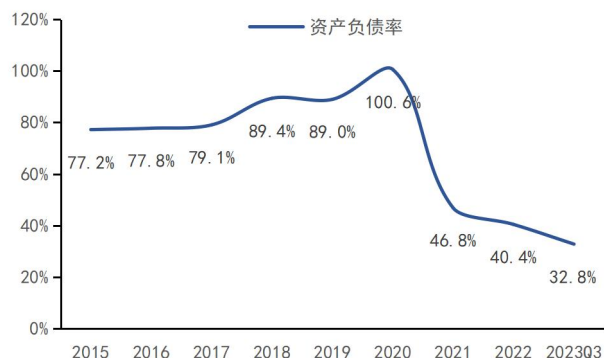
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图8：中孚实业期间费用率（%）



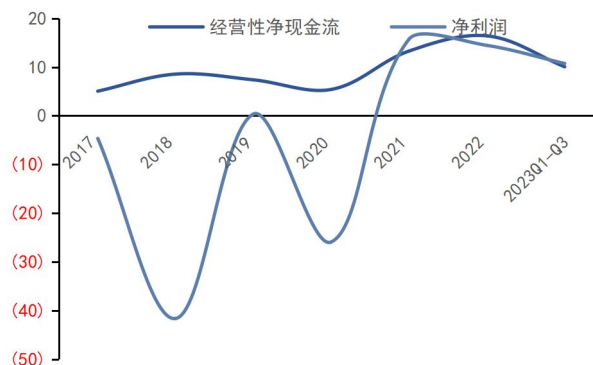
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图9：中孚实业资产负债率（%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图10：中孚实业经营性现金流（亿元）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

收购中孚铝业 25%股权，四季度起电解铝权益产能有望增加。2023 年 9 月 23 日，

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，该议案已于 9 月 28 日通过股东大会，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。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	EPS				PE				PB	总市值
		2023/10/25	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E		亿元
600595.SH	中孚实业	3.18	0.27	0.29	0.50	0.57	11.8	11.0	6.4	5.6	1.0	127.5
可比公司：												
600219.SH	南山铝业	2.98	0.29	0.31	0.34	0.40	10.3	9.6	8.7	7.5	0.8	348.9
000933.SZ	神火股份	16.80	3.39	2.76	2.86	2.95	5.0	6.1	5.9	5.7	2.1	378.2
000807.SZ	云铝股份	13.46	1.32	1.24	1.65	1.98	10.2	10.9	8.1	6.8	1.9	466.8
601600.SH	中国铝业	5.90	0.24	0.45	0.53	0.60	24.7	13.1	11.1	9.8	1.8	1,012.5

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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。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