

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

中孚实业 (600595.SH)

投资评级

上次评级

张 航 金属&新材料行业首席分析师
执业编号: S1500523080009
邮箱: zhanghang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

铝煤量价齐升，业绩环比显著改善

2023 年 10 月 30 日

- **事件:** 公司发布 2023 年三季报, 2023 年前三季度公司实现营业收入 136.43 亿元, 同比下降 2.06%; 归母净利润 7.94 亿元, 同比下降 31.2%。Q3 实现营业收入 49.58 亿元, 同比增长 14.97%、环比增长 6.83%; 归母净利润 3.8 亿元, 同比上升 123.13%、环比增长 76.94%。
- **铝煤贡献增量, 铝加工趋稳:** 量: ①广元中孚前期限产产能已于上半年复产, 我们预计 Q3 贡献产量 4.5~5 万吨。同时, 公司于 2022 年 12 月收购四川豫恒实业有限公司 100% 股权, 以及林丰铝业 30% 股权, 收购标的均涉及电解铝资产。由于二者股权收购均于 2022 年下半年完成, 因此并表产量贡献主要体现 2023 年。豫恒实业电解铝子公司广元中孚以及林丰铝业分别拥有电解铝产能 25 万吨/年, 我们预计 2023 年前期股权收购将贡献电解铝产量增量。②2023 年 2 月, 金岭煤业 120 万吨/年产能已复产, 慧祥煤业处于复工复产准备阶段, 新丰煤矿仍处在停产整顿阶段, 煤炭产能陆续复产贡献增量。③公司加工产品以出口为主, 据 SMM 数据, Q3 国内板带月度出口量维持在 22 万吨/月, 出口逐步趋稳。价: ①前三季度长江铝均价 18611 元/吨, 同比下降 8.4%; Q3 长江铝均价 18832 元/吨, 同比增长 2.4%, 环比增长 1.67%。②前三季度动力煤均价 862.4 元/吨, 同比下降 8.4%; Q3 动力煤均价 730.5 元/吨, 同比下降 22.4%, 环比下降 12.7%。③据 SMM 数据, 前三季度罐料价格为 22868 元/吨, 同比下降 12.8%; Q3 罐料价格为 22492 元/吨, 同比下降 7.8%, 环比持平。利: ①前三季度预焙阳极均价 5604.9 元/吨, 同比下降 20.3%; Q3 预焙阳极均价 4847.5 元/吨, 同比下降 37.26%, 环比下降 8.87%。②前三季度四川水电均价 0.409 元/kwh, 同比下降 0.014 元/kwh; Q3 四川水电均价 0.316 元/kwh, 同比基本持平, 环比下降 0.139 元/kwh。③原料成本下降, 带动电解铝成本 Q3 环比下降 2264 元/吨。产量回升叠加盈利空间扩张, 公司电解铝盈利环比增厚。
- **电解铝仍有增量, 铝加工可期:** ①2023 年 9 月, 公司公告称拟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%。目前公司电解铝权益产能为 50.19 万吨/年, 待股权收购完成后, 公司电解铝的权益产能有望继续增加。②公司正在推进子公司新丰煤矿 60 万吨/年, 慧祥煤业 45 万吨/年复产, 待全部产能复产后, 公司煤炭产量增量显著。③公司年产 12 万吨绿色新型包装材料项目、年产 15 万吨高精铝合金板锭材项目、年产 3 万吨铝及铝合金带材涂层生产线项目 (为年产 6 万吨铝及铝合金带材涂层生产线首期项目) 已进入调试阶段, 项目建成后, 加工板块将继续增厚利润。
- **盈利预测:** 我们预计 2023-2025 年摊薄每股收益分别为 0.27 元、0.39 元、0.55 元, 对应 10 月 30 日股价的 PE 分别为 12.3x、8.5x、6.1x。
- **风险因素:** 电解铝需求不及预期, 煤矿项目复产不及预期, 四川电解铝

生产受限。

主要财务指标 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	15,283	17,517	17,541	19,952	21,635
同比(%)	86.8%	14.6%	0.1%	13.7%	8.4%
归属母公司净利润	656	1,050	1,092	1,582	2,212
同比(%)	136.8%	60.1%	4.0%	44.9%	39.8%
毛利率(%)	21.4%	16.1%	16.1%	18.3%	21.6%
ROE(%)	7.2%	8.7%	8.1%	10.5%	12.8%
EPS (摊薄) (元)	0.27	0.27	0.27	0.39	0.55
P/E	16.33	11.11	12.27	8.47	6.05
P/B	1.95	0.99	0.99	0.89	0.78
EV/EBITDA	7.31	5.07	7.16	4.97	2.93

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 10 月 30 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	5,858	6,058	5,779	8,094	11,191
货币资金	2,226	2,106	1,065	2,862	5,672
应收票据	21	0	24	27	30
应收账款	622	683	961	1,093	1,185
预付账款	448	426	883	978	1,017
存货	1,835	2,193	2,097	2,321	2,415
其他	707	648	748	813	872
非流动资产	15,969	18,133	18,654	18,660	18,607
长期股权投资	424	90	90	90	90
固定资产(合计)	13,371	14,509	14,989	14,982	14,935
无形资产	1,570	2,593	2,566	2,546	2,526
其他	604	942	1,010	1,041	1,056
资产总计	21,827	24,191	24,503	26,823	29,868
流动负债	6,010	6,024	4,712	5,054	5,334
短期借款	639	50	188	264	340
应付票据	1,542	1,588	409	450	495
应付账款	1,410	1,806	1,806	1,897	1,992
其他	2,419	2,579	2,307	2,443	2,507
非流动负债	4,205	3,751	3,751	3,751	3,751
长期借款	1,589	1,290	1,290	1,290	1,290
其他	2,616	2,461	2,461	2,461	2,461
负债合计	10,215	9,775	8,463	8,806	9,085
少数股东权益	2,564	2,300	2,573	2,969	3,522
归属母公司股东权益	9,049	12,116	13,467	15,049	17,261
负债和股东权益	21,827	24,191	24,503	26,823	29,868

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	15,283	17,517	17,541	19,952	21,635
同比(%)	86.8%	14.6%	0.1%	13.7%	8.4%
归属母公司净利润	656	1,050	1,092	1,582	2,212
同比(%)	136.8%	60.1%	4.0%	44.9%	39.8%
毛利率(%)	21.4%	16.1%	16.1%	18.3%	21.6%
ROE%	7.2%	8.7%	8.1%	10.5%	12.8%
EPS(摊薄)(元)	0.27	0.27	0.27	0.39	0.55
P/E	16.33	11.11	12.27	8.47	6.05
P/B	1.95	0.99	0.99	0.89	0.78
EV/EBITDA	7.31	5.07	7.16	4.97	2.93

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	15,283	17,517	17,541	19,952	21,635
营业成本	12,019	14,703	14,722	16,292	16,954
营业税金及附加	109	123	123	140	152
销售费用	19	25	25	28	31
管理费用	463	379	379	431	468
研发费用	779	624	625	711	771
财务费用	216	79	192	192	192
减值损失合计	-20	-44	-27	-20	-20
投资净收益	292	132	132	151	163
其他	-85	53	34	39	43
营业利润	1,865	1,726	1,615	2,327	3,254
营业外收支	-24	-23	-9	0	0
利润总额	1,841	1,702	1,605	2,327	3,254
所得税	265	256	241	349	488
净利润	1,576	1,447	1,364	1,977	2,765
少数股东损益	920	397	273	395	553
归属母公司净利润	656	1,050	1,092	1,582	2,212
EBITDA	2,515	2,433	2,075	2,645	3,555
EPS(当年)(元)	0.27	0.27	0.27	0.39	0.55

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,331	1,642	-197	2,337	3,423
净利润	1,576	1,447	1,364	1,977	2,765
折旧摊销	735	752	550	522	662
财务费用	255	155	210	210	210
投资损失	-292	-132	-132	-151	-163
营运资金变动	-1,019	-660	-2,227	-251	-84
其它	76	81	37	30	32
投资活动现金流	-135	-1,015	-975	-406	-478
资本支出	-65	-395	-1,110	-551	-651
长期投资	-262	-569	-2	0	0
其他	192	-51	137	145	173
筹资活动现金流	-848	-717	132	-135	-135
吸收投资	0	1,427	259	0	0
借款	380	200	76	76	76
支付利息或股息	-191	-211	-210	-210	-210
现金流净增加额	342	35	-1,041	1,797	2,810

研究团队简介

张航，信达证券金属与新材料首席分析师，中国人民大学金融学本科，法国 KEDGE 商学院管理学硕士，先后任职于兴业证券、民生证券，2023 年加入信达证券。曾荣获第二十届新财富金属与新材料第二名（核心成员），第十九届新财富金属与新材料第三名（核心成员），第十六届水晶球奖有色金属第二名、第十届 wind 金牌分析师有色金属第一名、第十三届金牛奖有色金属组最佳分析师（核心成员）、第四届金麒麟有色金属白金分析师（核心成员）、上海证券报 2022 最佳材料分析师、第十届 choice 有色金属行业最佳分析师。

云琳，乔治华盛顿大学金融学硕士，2020 年 3 月加入信达证券研究开发中心，从事基本金属研究。

白紫薇，吉林大学区域经济学硕士，2021 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事稀贵金属和新材料研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。