

# 中孚实业 (600595.SH)

## 电解铝外销量翻倍，中孚铝业完成并表

买入

### 核心观点

**公司2023年业绩同比+10.4%，完成《重整计划》业绩承诺。**公司2023年实现营收187.93亿元(+7.29%)，归母净利润11.59亿元(+10.40%)，扣非归母净利润9.66亿元(-1.94%)。其中单四季度实现营收51.50亿元(同比+43.56%，环比+3.87%)，归母净利润3.65亿元(同比+452.53%，环比-3.75%)，扣非归母净利润2.10亿元(同比+248.01%，环比-40.82%)。2021-2023年，公司归母净利润分别为6.56/10.50/11.59亿元，合计28.65亿元，完成了三年归母净利润合计不低于28亿元的业绩承诺。

**2023年扣非归母净利润略有下滑，主要受加工板块拖累。**2023年公司的非经常性损益项目主要包括广元子公司收到的合计2.6亿元的政府补助。2022年8月，公司位于广元的部分电解铝产能因电力紧张而停产，并于2023年3月恢复正常生产，因此23年电解铝产量比22年增加10万吨左右，但公司整体的扣非归母净利润仍同比略有下滑，原因是疫情放开后铝加工产品的出口受到影响，全年销量合计50万吨，同比下滑2万吨；平均毛利润为2,214元/吨，较22年下降1,493元/吨。

**2023年公司电解铝外销量实现翻倍。**产销情况方面，2023年公司电解铝产量(不含下游铝加工使用数量)43.56万吨(+114%)，销量43.52万吨(+114%)，单位毛利3,625元/吨；铝加工产品产量50.98万吨(-3%)，销量50.22万吨(-4%)，单位加工费3,499元/吨，单位毛利2,214元/吨。

**中孚铝业25%股权变更已经完成工商登记。**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。目前上市公司已经支付了第一期股权转让款6.18亿元，中孚铝业也已经完成股东变更工商登记，上市公司对中孚铝业持股提升至76%。后续，在2024年10月前公司需要向豫联集团支付二期价款5.94亿元。目前公司具备电解铝并表产能75万吨，即火电铝25万吨+水电铝50万吨；权益产能63万吨，即火电铝19万吨+水电铝44万吨。

**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：**下调盈利预测，维持“买入”评级。预计公司2024-2026年营业收入264.00/285.73/294.05亿元，同比增速+40.48%/8.23%/2.91%；归母净利润19.78/21.86/24.33亿元，同比增速+70.67%/10.48%/11.31%；摊薄EPS为0.49/0.55/0.61元，当前股价对应PE为8.0/7.2/6.5x。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

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	17,517	18,793	26,400	28,573	29,405
(+/-%)	15.1%	7.3%	40.5%	8.2%	2.9%
净利润(百万元)	1050	1159	1978	2186	2433
(+/-%)	60.1%	10.4%	51.8%	14.2%	11.3%
每股收益(元)	0.26	0.29	0.49	0.55	0.61
EBIT Margin	9.5%	10.3%	11.6%	12.3%	13.4%
净资产收益率(ROE)	8.7%	8.5%	11.7%	12.0%	12.1%
市盈率(PE)	15.0	13.6	8.0	7.2	6.5
EV/EBITDA	10.6	8.6	5.9	5.3	4.8
市净率(PB)	1.30	1.15	1.04	0.94	0.85

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

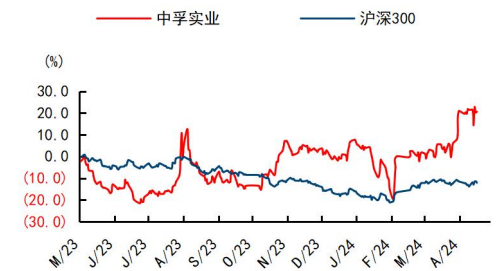
#### 有色金属·工业金属

证券分析师: 刘孟峦 联系人: 马可远  
010-88005312  
liumengluan@guosen.com.cn makeyuan@guosen.com.cn  
S0980520040001

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	3.93元
总市值/流通市值	15759/15581百万元
52周最高价/最低价	4.23/2.50元
近3个月日均成交额	192.54百万元

#### 市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

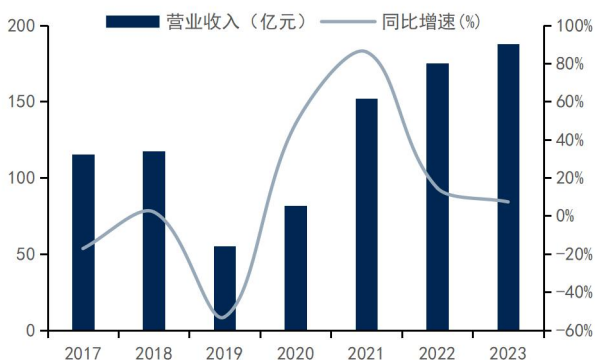
#### 相关研究报告

《中孚实业(600595.SH)-23Q3利润同比+123%，铝价上行带动业绩高增》——2023-10-26  
《中孚实业(600595.SH)-电解铝老兵，重整后再出发》——2023-10-12

公司 2023 年业绩同比+10.4%，完成《重整计划》业绩承诺。公司 2023 年实现营收 187.93 亿元（同比+7.29%），实现归母净利润 11.59 亿元（同比+10.40%），实现扣非归母净利润 9.66 亿元（同比-1.94%）。其中单四季度实现营收 51.50 亿元（同比+43.56%，环比+3.87%），实现归母净利润 3.65 亿元（同比+452.53%，环比-3.75%），实现扣非归母净利润 2.10 亿元（同比+248.01%，环比-40.82%）。需要注意的是，2021-2023 年，公司归母净利润分别为 6.56/10.50/11.59 亿元，合计 28.65 亿元，完成了《重整计划》的业绩承诺，即三年归母净利润合计不低于 28 亿元。

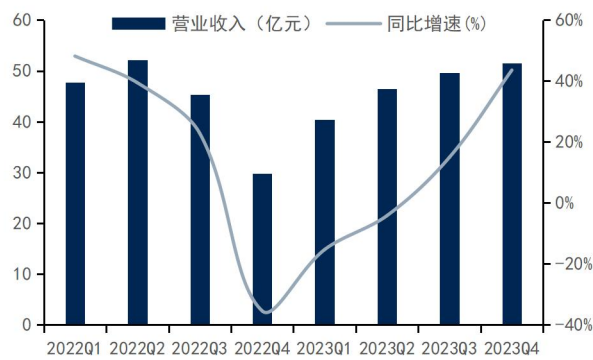
2023 年扣非归母净利润略有下滑，主要受加工板块拖累。2023 年公司的非经常性损益项目主要包括广元子公司收到的合计 2.6 亿元的政府补助。2022 年 8 月，公司位于广元的部分电解铝产能因电力紧张而停产，并于 2023 年 3 月恢复正常生产，因此 23 年电解铝产量比 22 年增加 10 万吨左右，但公司整体的扣非归母净利润仍同比略有下滑，原因是疫情放开后铝加工产品的出口受到影响，全年销量合计 50 万吨，同比下滑 2 万吨；平均毛利润为 2,214 元/吨，较 22 年下降 1,493 元/吨。

图1：中孚实业营业收入及增速（单位：亿元、%）



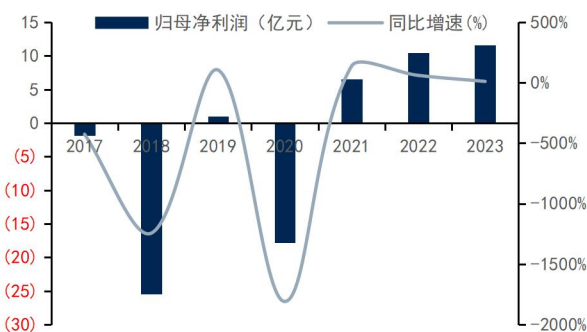
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图2：中孚实业单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



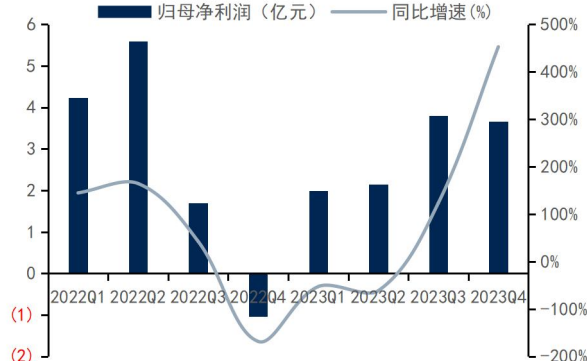
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

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、%）

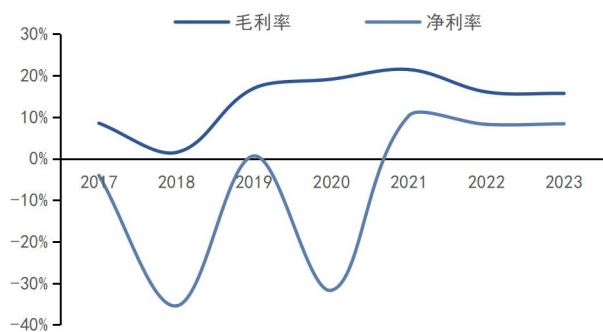


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

盈利能力保持稳定，资产负债率进一步改善。2023 年，公司毛利率为 15.71%，同比下降 0.36pct；净利率为 8.39%，同比提升 0.13pct；期间费用率为 5.90%，同

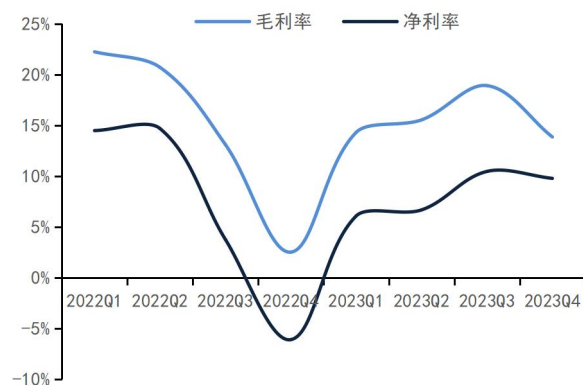
比下降 0.42pct，其中研发费用率 2.01%，同比下降 1.55pct。单四季度来看，公司毛利率 13.86%，环比下降 5.06pct；净利率 9.78%，环比下降 0.68pct。截至 2023 年末，公司资产负债率为 34.45%，较 2022 年末下降 5.95pct，资产负债率持续改善。公司四季度毛利率下降主要由于铝加工产品周期性的加工费下滑。

图5：中孚实业毛利率、净利率变化情况（%）



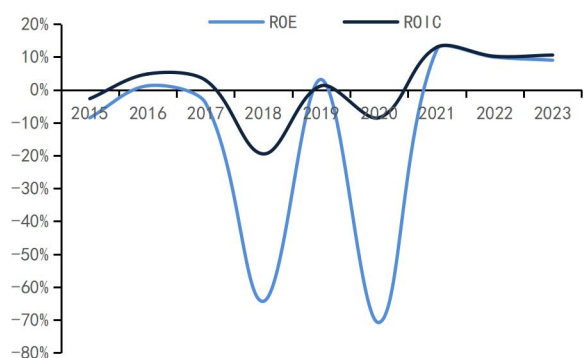
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图6：中孚实业单季度毛利率、净利率变化情况（%）



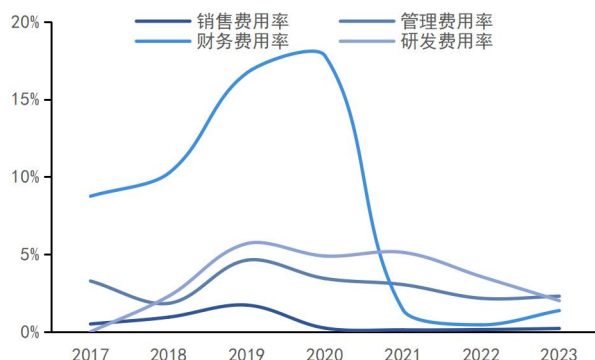
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图7：中孚实业 ROE、ROIC 变化情况（%）



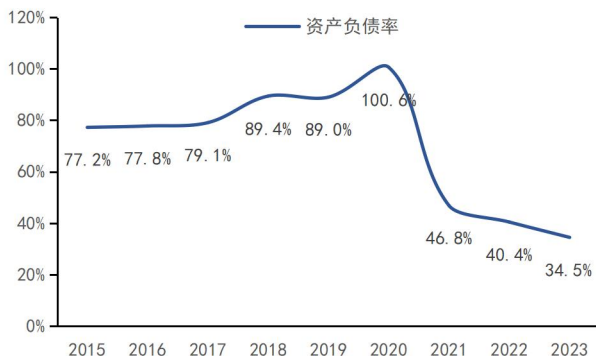
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图8：中孚实业期间费用率（%）



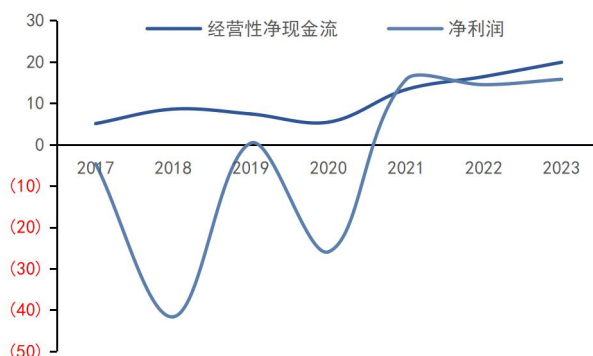
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

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

**2023 年公司电解铝外销量实现翻倍。**产销情况方面，2023 年公司电解铝产量（不含下游铝加工使用数量）43.56 万吨（+114%），销量 43.52 万吨（+114%），单位毛利 3,625 元/吨；铝加工产品产量 50.98 万吨（-3%），销量 50.22 万吨（-4%），单位加工费 3,499 元/吨，单位毛利 2,214 元/吨。

**中孚铝业 25%股权变更已经完成工商登记。**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。目前上市公司已经支付了第一期股权转让款 6.18 亿元，中孚铝业也已经完成股东变更工商登记，上市公司对中孚铝业持股提升至 76%。后续，在 2024 年 10 月前公司需要向豫联集团支付二期价款 5.94 亿元。

**公司具备电解铝并表产能 75 万吨，权益产能 63 万吨。**公司合计拥有电解铝产能 75 万吨，此次收购以前权益产能为 50.19 万吨（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%），即火电铝权益产能 12.75 万吨、水电铝权益产能 37.44 万吨。目前，公司电解铝的权益产能已经大幅提升至 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。

**投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。**预计公司 2024-2026 年营业收入 264.00/285.73/294.05 亿元，同比增速+40.48%/8.23%/2.91%；归母净利润 19.78/21.86/24.33 亿元，同比增速+70.67%/10.48%/11.31%；摊薄 EPS 为 0.49/0.55/0.61 元，当前股价对应 PE 为 8.0/7.2/6.5x。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。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价		EPS				PE				PB	总市值 亿元
		2024/4/20	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			
600595.SH	中孚实业	3.93	0.29	0.53	0.58	0.64	13.6	7.5	6.8	6.1	1.2	157.6	
可比公司：													
600219.SH	南山铝业	3.60	0.30	0.33	0.34	0.37	12.0	10.9	10.6	9.7	0.9	421.5	
000933.SZ	神火股份	23.02	2.65	2.80	2.84	2.87	8.7	8.2	8.1	8.0	2.6	517.9	
000807.SZ	云铝股份	14.54	1.14	1.18	1.27	1.33	12.8	12.3	11.4	10.9	2.0	504.2	
601600.SH	中国铝业	7.30	0.39	0.50	0.60	0.68	18.7	14.7	12.3	10.8	2.1	1,252.6	

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；备注：南山铝业盈利预测为 Wind 一致预期

# 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	2106	892	2000	4019	7408	营业收入	17517	18793	26400	28573	29405
应收款项	865	1169	3616	3914	4028	营业成本	14703	15841	21911	23517	23895
存货净额	2193	2367	4515	4864	4942	营业税金及附加	123	171	185	200	206
其他流动资产	889	696	1980	2143	2205	销售费用	25	41	40	40	38
<b>流动资产合计</b>	<b>6058</b>	<b>5148</b>	<b>12134</b>	<b>14963</b>	<b>18607</b>	管理费用	379	432	581	629	647
固定资产	15029	14946	13866	12757	11605	研发费用	624	378	528	571	588
无形资产及其他	2593	2518	2418	2317	2216	财务费用	79	258	317	343	353
投资性房地产	422	418	418	418	418	投资收益	132	21	0	0	0
长期股权投资	90	84	84	84	84	资产减值及公允价值变动	(51)	(38)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>24191</b>	<b>23114</b>	<b>28919</b>	<b>30538</b>	<b>32930</b>	其他收入	(564)	(142)	(528)	(571)	(588)
短期借款及交易性金融负债	1099	1179	1924	1000	1000	营业利润	1726	1891	2839	3273	3678
应付款项	3395	2081	4515	4864	4942	营业外净收支	(23)	(31)	0	0	0
其他流动负债	1530	1251	2122	2286	2323	<b>利润总额</b>	<b>1702</b>	<b>1859</b>	<b>2839</b>	<b>3273</b>	<b>3678</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>6024</b>	<b>4511</b>	<b>8560</b>	<b>8150</b>	<b>8265</b>	所得税费用	256	282	426	491	552
长期借款及应付债券	1290	1150	1150	1150	1150	少数股东损益	397	418	435	596	694
其他长期负债	2461	2302	2144	1986	1828	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1050</b>	<b>1159</b>	<b>1978</b>	<b>2186</b>	<b>2433</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>3751</b>	<b>3453</b>	<b>3294</b>	<b>3136</b>	<b>2978</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>9775</b>	<b>7963</b>	<b>11854</b>	<b>11286</b>	<b>11243</b>	净利润	1050	1159	1978	2186	2433
少数股东权益	2300	1471	1978	2557	3201	资产减值准备	24	(3)	(3)	(3)	(3)
股东权益	12116	13680	15088	16696	18486	折旧摊销	739	841	1599	1628	1656
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>24191</b>	<b>23114</b>	<b>28919</b>	<b>30538</b>	<b>32930</b>	公允价值变动损失	51	38	(15)	(15)	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	79	258	317	343	353
每股收益	0.26	0.29	0.49	0.55	0.61	营运资本变动	255	(2035)	(2735)	(458)	(301)
每股红利	0.05	0.07	0.09	0.10	0.11	其它	293	314	291	406	452
每股净资产	3.02	3.41	3.76	4.16	4.61	<b>经营活动现金流</b>	<b>2412</b>	<b>314</b>	<b>1115</b>	<b>3744</b>	<b>4237</b>
ROIC	8.84%	8.71%	13%	14%	17%	资本开支	0	(639)	(400)	(400)	(400)
ROE	8.67%	8.47%	12%	12%	12%	其它投资现金流	15	(19)	0	0	0
毛利率	16%	16%	17%	18%	19%	<b>投资活动现金流</b>	<b>348</b>	<b>(653)</b>	<b>(400)</b>	<b>(400)</b>	<b>(400)</b>
EBIT Margin	9%	10%	12%	12%	13%	权益性融资	124	5	0	0	0
EBITDA Margin	14%	15%	18%	18%	19%	负债净变化	(299)	(140)	0	0	0
收入增长	15%	7%	40%	8%	3%	支付股利、利息	(211)	(297)	(352)	(402)	(448)
净利润增长率	60%	10%	52%	14%	11%	其它融资现金流	(1984)	(8)	745	(924)	0
资产负债率	50%	41%	48%	45%	44%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(2880)</b>	<b>(876)</b>	<b>393</b>	<b>(1326)</b>	<b>(448)</b>
股息率	1.3%	1.9%	2.2%	2.6%	2.8%	<b>现金净变动</b>	<b>(119)</b>	<b>(1215)</b>	<b>1108</b>	<b>2019</b>	<b>3390</b>
P/E	15.0	13.6	8.0	7.2	6.5	货币资金的期初余额	2226	2106	892	2000	4019
P/B	1.3	1.2	1.0	0.9	0.9	货币资金的期末余额	2106	892	2000	4019	7408
EV/EBITDA	10.6	8.6	5.9	5.3	4.8	企业自由现金流	0	(196)	1061	3758	4296
						权益自由现金流	0	(344)	1725	2791	4327

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