

中孚实业（600595.SH）

乘时代之风，迎蜕变之年

公司研究 · 深度报告

有色金属 · 工业金属

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：马可远

010-88005007

makeyuan@guosen.com.cn

S0980524070004

- **破产重整完毕，推出员工持股计划。**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75/69/225万吨产能。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。今年2月，公司发布2025年员工持股计划（草案），通过协议转让方式受让处置专户的2.6亿股股票，占总股本的6.47%；参与员工人数不超过6500人，占员工总数的74%。
- **公司电解铝权益产能提升至75万吨。**公司电解铝并表产能为75万吨，2023年起通过两次股权收购，使得权益产能提升50%：1）2023年以自有资金10.26亿元收购子公司中孚铝业25%股权，权益产能由50.19万吨提升至62.85万吨；2）2024年以自有资金12.54亿元收购中孚铝业剩余24%股权，权益产能由62.85万吨提升至75万吨，此次收购已经在2025年3月完成工商登记，至此公司电解铝的权益比例达到100%。
- **2025年开始四川水电铝电费有望同比下降。**公司的75万吨电解铝产能中，有50万吨位于四川广元，为水电铝；25万吨位于河南巩义，为火电铝。在2023年及以前，公司四川水电铝的电费为按全年均价结算，2024年开始由于四川省电力交易方案变更，电力用户需打捆购入非水电成分，丰、平、枯水期非水电量比例为30%、40%、60%，即在水电基础上添加一部分火电比例，而火电电价更高，导致用电成本提升。而四川省2025年的电力交易规则再次变更，用户不再打捆配置非水电量，因此添加火电的比例可能有所下降，公司四川水电电费有望同比降低。
- **氧化铝价格下行，电解铝利润增厚。**公司不具备氧化铝产能，生产电解铝所用的氧化铝全部来自外购，因此在2024年氧化铝价格显著抬升的情况下，公司电解铝的利润受到严重挤压。2025年以来，氧化铝价格大幅下跌，1-2月均价为4,150元/吨，相较2024Q4均价5,318元/吨已经环比下跌了22.0%，截至2025年3月5日氧化铝现货价已跌至3387元/吨，且跌势仍在持续。我们测算，在氧化铝价格为3,300元/吨、电解铝价格为21,000元/吨的假设下，公司氧化铝的单吨净利润能达到2,700元/吨左右，较2024年明显提升。
- **盈利预测与估值：**我们预计2023-2025年公司归母净利润分别为7.67/21.02/26.62亿元，同比增速分别为-33.86%/+174.24%/+26.62%；EPS分别为0.19/0.52/0.66。通过相对估值，我们认为公司股票合理估值区间在4.93-5.98元之间，相较目前股价有18.77%-44.05%的溢价空间，维持“优于大市”评级。
- **风险提示：**估值的风险；用电成本降幅不及预期的风险；产销量不及预期的风险；铝价大幅波动的风险；煤矿生产安全事故再次发生的风险。

- 【 01 】 公司概况
- 【 02 】 公司业务分析
- 【 03 】 公司财务分析
- 【 04 】 盈利预测和估值

公司概况

公司是电解铝行业老兵，具备75万吨电解铝产能



- **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。



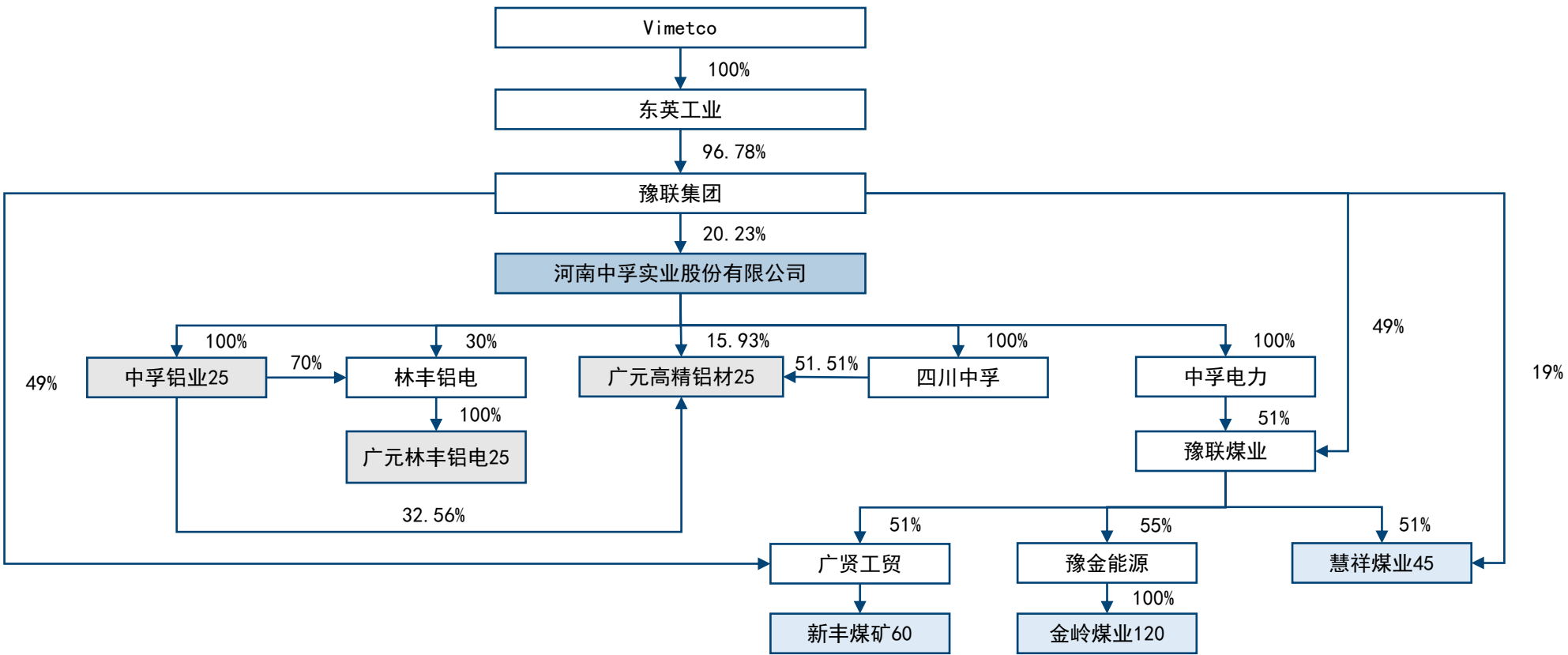
- **固定资产投资增加、限产等原因导致公司陷入困境。**公司对自身铝精深加工的定位为较高端的产品，早期主要设备均采用先进但价格高昂的进口设备，投资大、见效较慢。此外，2018年以前公司的电解铝产能全部位于河南，电解铝行业作为高耗能行业受到“2+26”城市大气污染排放的限制，冬季需要关停部分产能，对公司造成较大影响。多重因素叠加，公司出现了比较严重的财务困难，2019年5月被实施退市风险警示；2020年8月开始，由于不能清偿到期债务且明显缺乏清偿能力，公司及5家子公司（中孚电力、中孚铝业、中孚炭素、林丰铝电、安阳高晶）的债权人陆续向法院申请重整。
- **重整按计划执行，债务有序处置。**2021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。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；2021-2023年公司分别实现归母净利润6.56/10.50/11.59亿元，完成业绩承诺。

表：中孚实业主要控股参股公司净利润情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
中孚铝业	-3.64	-2.59	2.95	-4.76	8.69	2.75	4.85	1.90
中孚电力	0.61	-0.02	2.01	-0.35	-1.54	0.33	1.93	0.78
中孚炭素	0.72	-0.16	-0.53	-0.84	0.16	0.53	-0.21	-
林丰铝电	0.14	-0.90	-0.82	-1.35	-0.15	-0.42	6.75	1.84
安阳高晶	0.16	0.00	-0.51	-0.63	-0.05	-0.66	-0.54	-
广元高精铝材	-	-	-0.02	-0.11	4.10	2.78	6.78	1.37

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

• 目前控股股东为豫联集团，实控人为Vimetco、张志平和张高波。截至2025年3月4日，公司总股本为40.09亿股，控股股东为豫联集团，豫联集团合计持有公司26.86%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。



2025年推出员工持股计划，彰显发展信心



- 推出2025年员工持股计划，占总股本的6.5%。2021年12月公司重整计划执行完毕，目前已满三年，公司处置专票情况中处置专户提存的股票余额为2.65亿股，其中556万股正在按照《重整计划》约定办理转股相关手续，剩余2.60亿股。2025年2月，公司发布2025年员工持股计划（草案），员工持股计划通过协议转让方式受让处置专户股票，以2.79元/股合计授予2.60亿股股票，占目前总股本的6.47%，股份转让款为7.24亿元。此次员工持股计划持有总人数不超过6500人，其中董监高13人，一共占员工总数的74%。
- 2022年4月，公司曾发布股权激励方案，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，合计占当期总股本的2.49%。

表：2025员工持股计划持有人名单及份额

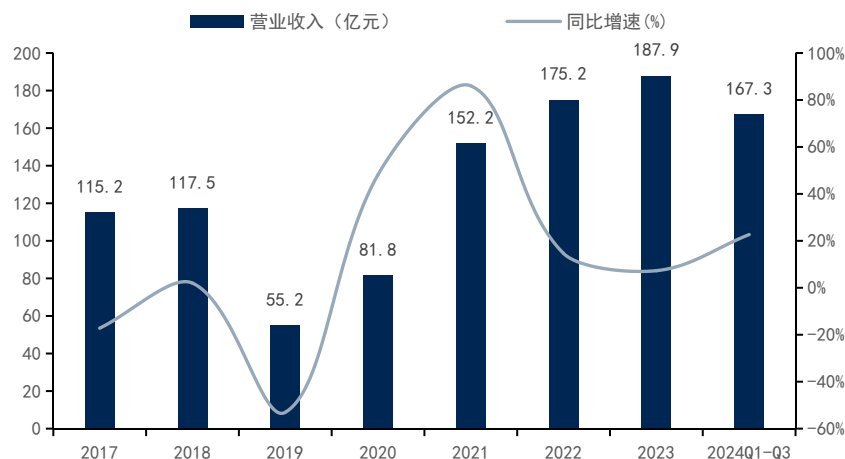
序号	持有人	职务	拟持有份额（万份）	拟持有份额占持股计划比例（%）
1	崔红松	董事	7,100	5.68
2	马文超	董事长		
3	宋志彬	董事		
4	钱宇	董事、总经理		
5	郭庆峰	董事		
6	曹景彪	董事、副总经理		
7	杨新旭	监事会主席		
8	张晓晨	监事		
9	刘海港	职工监事		
10	王力	副总经理		
11	杨萍	副总经理		
12	张健	财务总监		
13	张志勇	董事会秘书		
公司或全资/控股子公司其他员工			117,900	94.32
合计			125,000	100

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

生产经营情况-重整后利润扭亏为盈

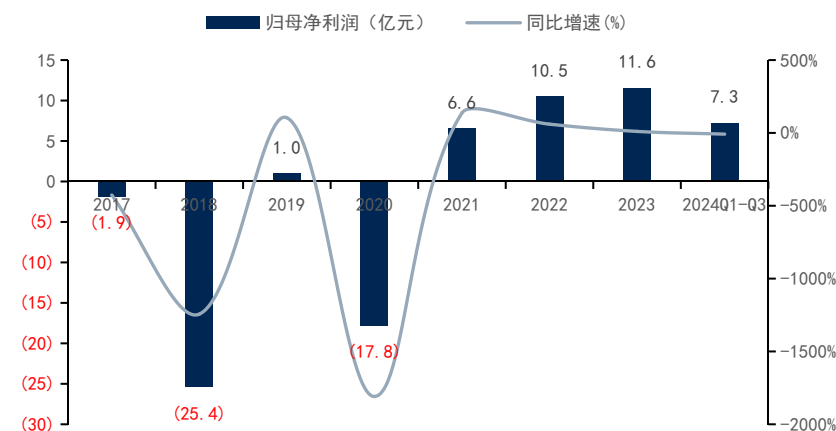
- **利润触底反弹，实现扭亏为盈。**2020年由于计提了6.34亿资产减值损失和7.32亿信用减值损失，公司归母净利润为-17.83亿元，2021年重整后，公司实现了利润的扭亏为盈。2021-2023，公司分别实现营业收入152.16/175.17/187.93亿元，同比+86.01%/14.61%/7.29%；实现归母净利润6.56/10.50/11.59亿元，同比+136.78%/60.06%/10.40%。2024年前三季度，公司实现营收167.33亿元，同比+22.65%；实现归母净利润7.27亿元，同比-8.37%。

图：公司营收及同比（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

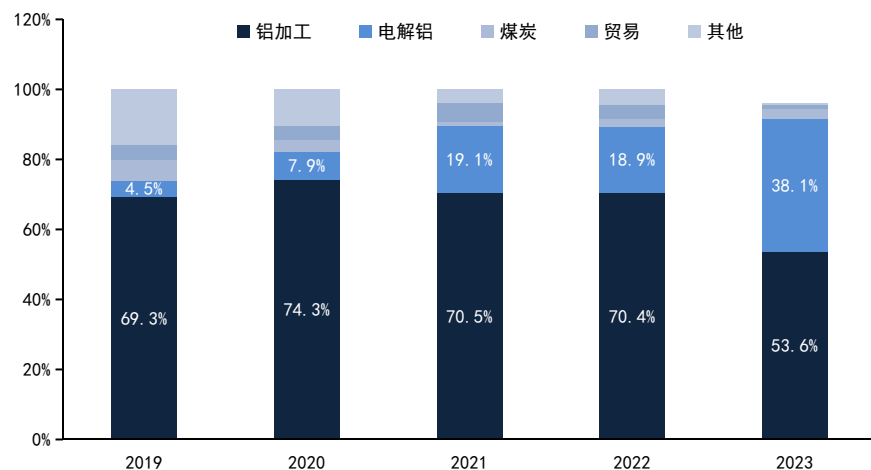
图：公司归母净利润及同比（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

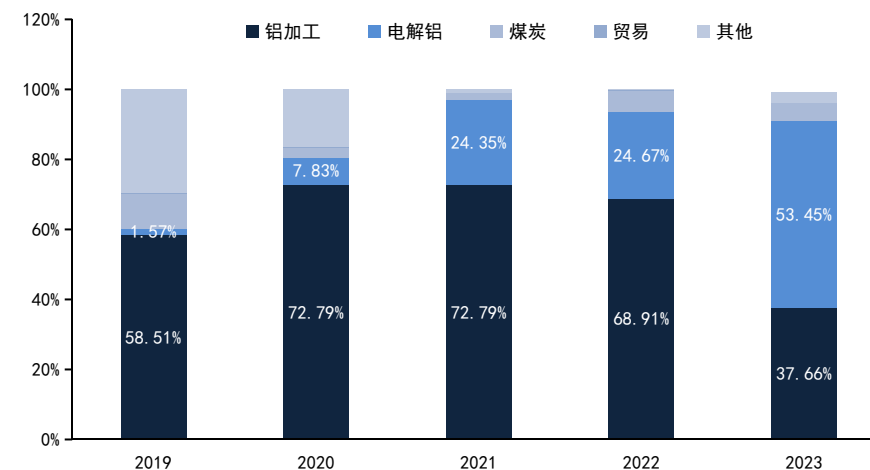
- **铝加工业务占比有所下降。**2021-2023年，公司铝加工板块分别实现营收107.20/123.33/100.68亿元，占总营收比例70.5%/70.4%/53.6%；实现毛利23.76/19.39/11.12亿元，占总毛利比例72.79%/68.91%/37.66%。
- **电解铝业务2023年高速增长。**2021-2023年，公司电解铝业务分别实现营收29.03/33.14/71.66亿元，占总营收比例19.1%/18.9%/38.1%；实现毛利7.95/6.94/15.78 亿元，占总毛利比例24.35%/24.67%/53.45%。
- **煤炭业务体量较小。**2021-2023年，公司煤炭业务分别实现营收1.86/4.08/4.94亿元，占总营收比例1.2%/2.3%/2.6%；实现毛利0.57/1.73/1.46亿元，占总毛利比例1.76%/6.16%/4.95%。

图：公司各类产品营收占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

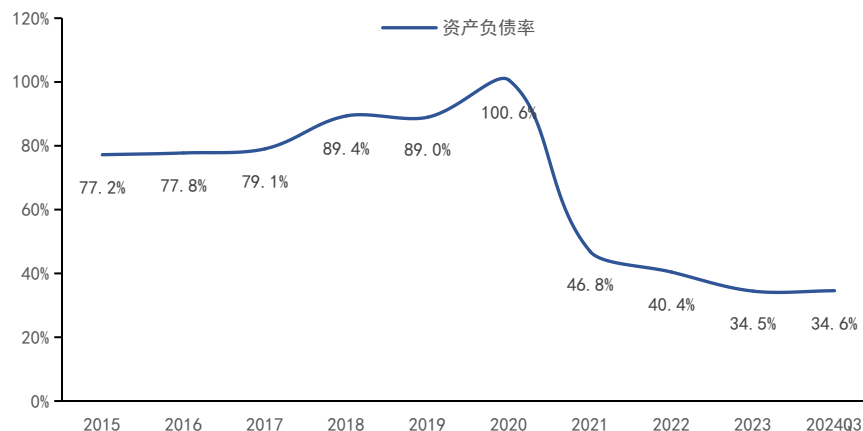
图：公司各类产品毛利占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

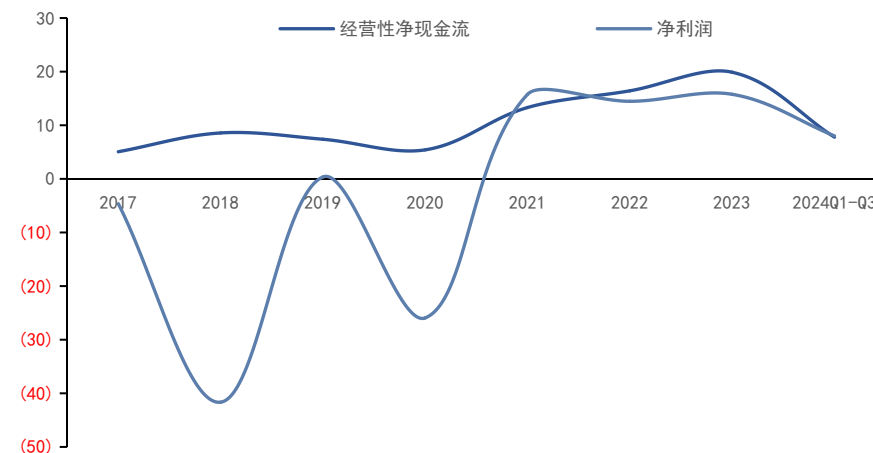
- **重整后经营情况显著改善。**2020年，公司资产负债率为100.55%，是近几年的最高值；2021年重整后，公司的资产负债率和经营性现金流均有显著改善。公司2022-2024Q3末的资产负债率分别为40.41%/34.45%/34.58%，已经基本稳定在35%以下。在期间费用方面，公司2020年及以前期间费用率高企，2018-2020年期间费用率分别为15.31%/28.73%/26.38%，其中财务费用率分别为10.23%/16.70%/17.81%，主要由于非银金融机构的贷款利率较高，而重整后融资成本大幅度下降，2022-2024年前三季度公司的财务费用率分别为0.45%/1.37%/1.13%。

图：公司资产负债率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：公司经营性净现金流（亿元）



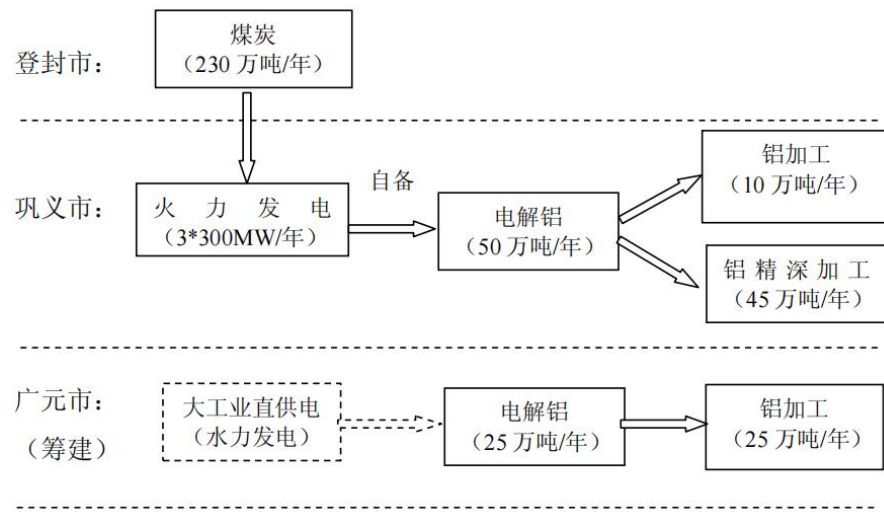
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司业务分析

电解铝：2018年开始布局四川水电铝

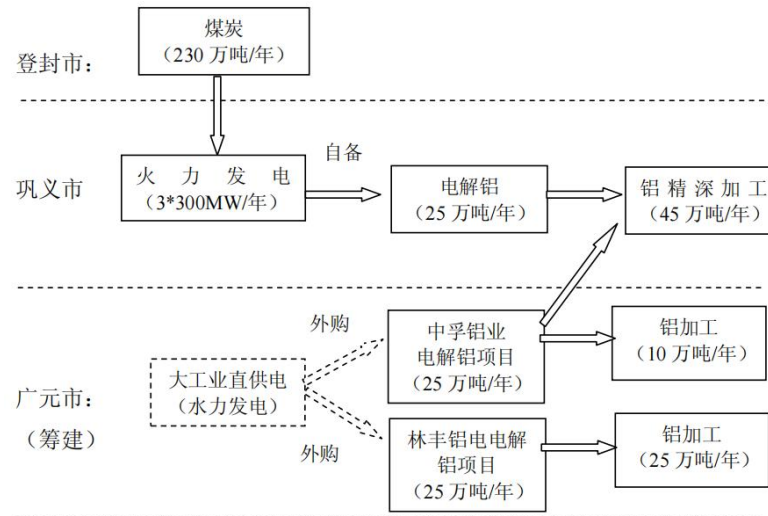
- 公司将河南的50万吨火电铝产能转移为四川水电铝产能。2018年以前，公司75万吨的电解铝产能全部位于河南省，其中50万吨归属于子公司中孚铝业，位于河南省巩义市工业园区；25万吨归属于子公司林丰铝电，位于河南省林州市。由于郑州属于大气污染综合治理“2+26”城市范围，在采暖季期间公司的电解铝需限产20%-50%，导致业绩受到较大影响，因此自2018年底开始，公司分两次将河南的共50万吨电解铝产能转移至四川：
- 1) 林丰铝电25万吨→广元林丰铝电25万吨。由于煤炭价格走高及采暖季限产，公司于2018年12月公告称决定将林丰铝电的产能全面停产，并将25万吨电解铝产能转移至四川省广元市，所用能源为水电，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，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。

图：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：产能转移后公司的产业结构（来自2019年公告）

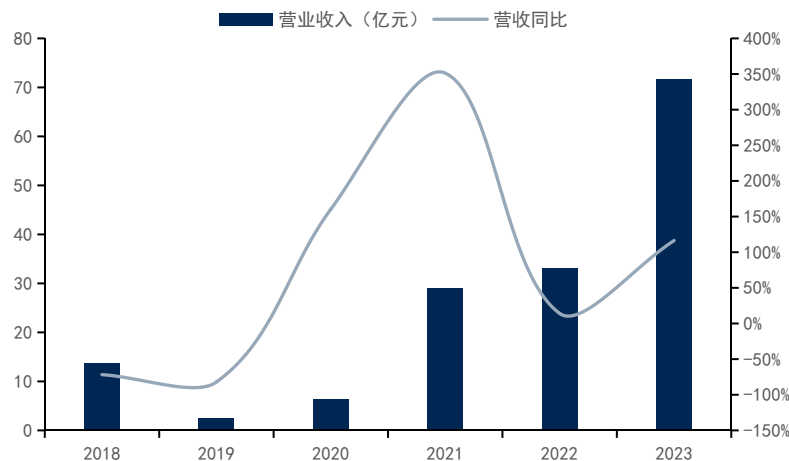


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

电解铝：电解铝权益产能提升至75万吨

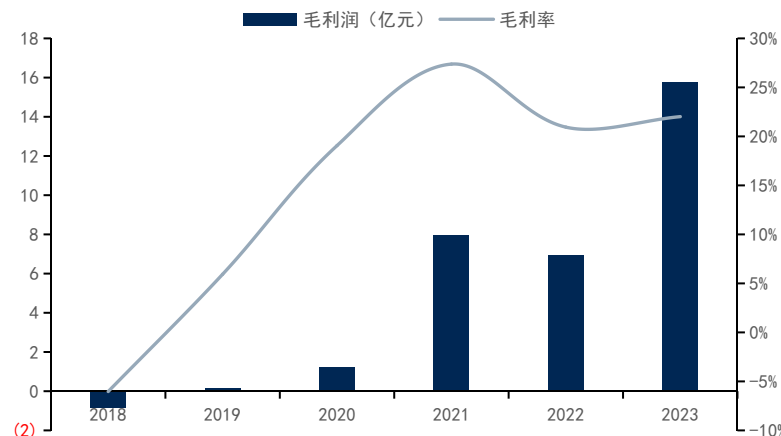
- 公司对中孚铝业的持股比例在2025年3月提升至100%。2022年6月，公司以自有资金10.26亿元收购了豫联集团持有的林丰铝电30%的股权；2023年9月，公司计划以自有资金12.12亿元收购豫联集团持有的中孚铝业25%股权，并于2023年12月完成了工商登记，收购完成后上市公司将对中孚铝业持股76%；2024年10月，公司计划以自有资金12.54亿元收购中孚铝业剩余的24%股权，并于2025年3月初完成工商登记，实现并表。近期两次收购的对价均为1万元/吨左右。
- 公司电解铝权益产能达到75万吨。公司拥有电解铝产能75万吨。1) 在2023年收购中孚铝业25%股权前，权益产能为：中孚铝业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。2) 在2023年收购中孚铝业25%股权后，权益产能提升至62.85万吨（火电铝19万吨、水电铝43.85万吨）。3) 在2024-2025年收购中孚铝业剩余全部股权后，权益产能进一步提升12.15万吨，达到75万吨。

图：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

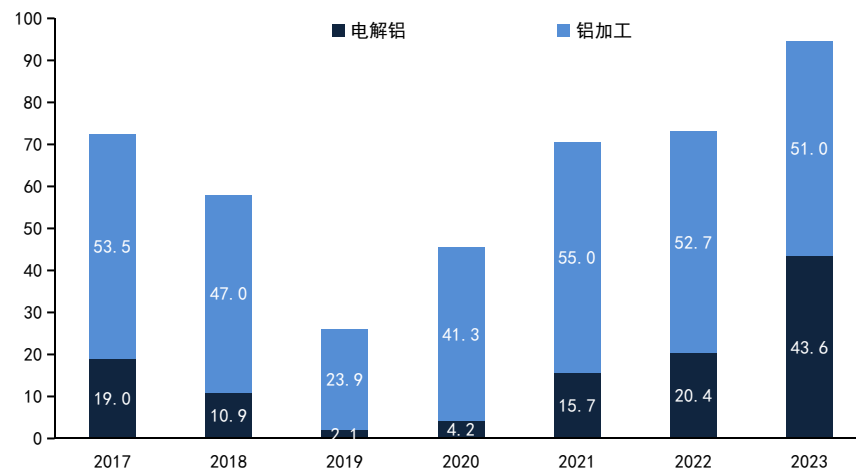
图：公司电解铝业务毛利润及毛利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- 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。2021-2023年，公司非自用部分电解铝产量分别为15.67/20.38/43.56万吨，铝产品总产量分别为70.64/73.07/94.54万吨，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，因此这部分产能暂不考虑转移至水电地区。

图：公司电解铝和铝加工产品产量（万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

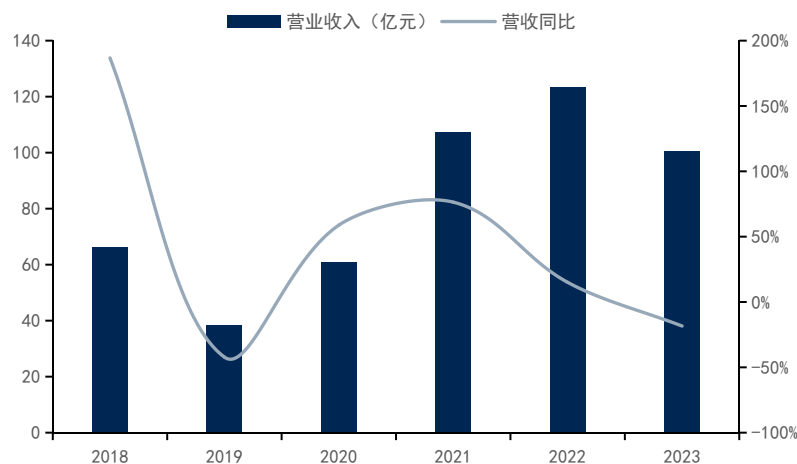
电解铝：电价结算方式自2024年开始调整，2025年有望同比下降



- **2024年公司四川水电铝的用电成本同比提升。**2024年，四川省水电的电费结算方式由以前年度的全年平均价结算改为按枯水期（12-4月）、平水期（5月和11月）、丰水期（6-10月）结算；其中枯水期电价为0.64元/度左右，平水期电价为0.53元/度左右，丰水期电价为0.43元/度左右。也就是说加权平均下来，2024年公司广元地区用电成本达到0.53元/度左右，而2023年仅为0.42元/度左右，同比出现较大幅度提升，导致广元地区电解铝盈利受损。
- **电费结算方式改变导致电价提高。**24年电价的提升主要由于在2023年12月29日，四川省经济和信息化厅等四部门联合印发《四川省2024年省内电力市场交易总体方案》，方案中提到“调整非水电量成分及配置比例。常规直购用户和代理购电用户打捆购入的非水电量包含省内燃煤火电量、燃气电量、新能源优先电量、省间外购电量等。结合全年电力电量供需平衡预测情况，按照常规直购用户和代理购电用户度电消纳全网非水电量一致的原则，测算2024年丰、平、枯水期非水电量比例为30%、40%、60%”，即在水电基础上添加一部分火电比例，而火电电价高于水电。
- **2025年公司四川电解铝用电成本有望同比下降。**2024年12月31日，国家能源局四川监管办公室等三部门联合印发《四川电力中长期交易规则（2024年修订版）》，规则中提到“在用电侧，电力用户不再打捆配置非水电量，促进了市场充分竞争”，未来火电添加比例可能有所下降，我们预计2025年电费为枯水期0.50元/度左右，平水期0.47元/度左右，丰水期0.40元/度左右。

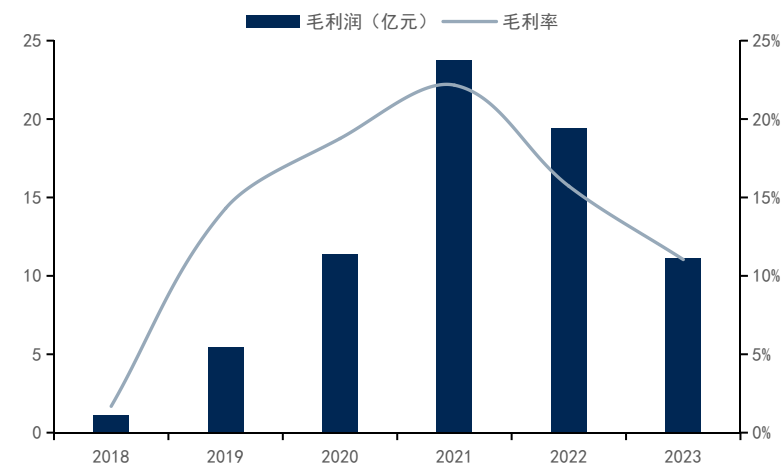
- 目前公司铝精深加工的主要产品为易拉罐用罐体料、罐盖料、拉环料，这三类产品在公司铝加工产品总销量中占比80%左右，另外公司还在推广新能源电池铝塑膜用铝箔、新能源电池集流体用铝箔坯料、油罐车用高性能板材等产品。公司的核心产品罐体、罐盖、拉环具备稳固的销售渠道，以出口为主，出口销量占比60%左右，已经成为业内主流供应商。

图：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：公司铝加工业务毛利润及毛利率

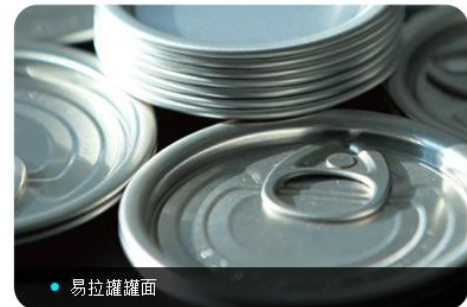
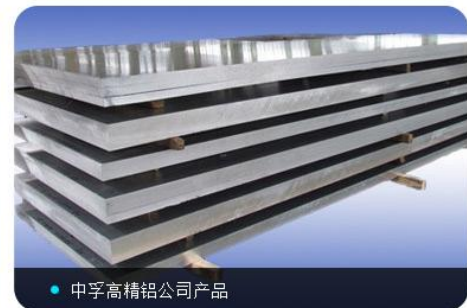
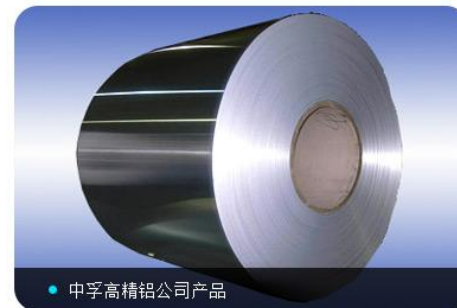


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

铝加工：产品通过多家国际知名厂商认证

- 铝精深加工为公司的主要发展方向之一。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。2023年以前公司铝加工领域拥有在产产能57万吨，在2023年一台12万吨冷轧机组投产，目前公司铝精深加工产能提升至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：公司易拉罐料相关产品

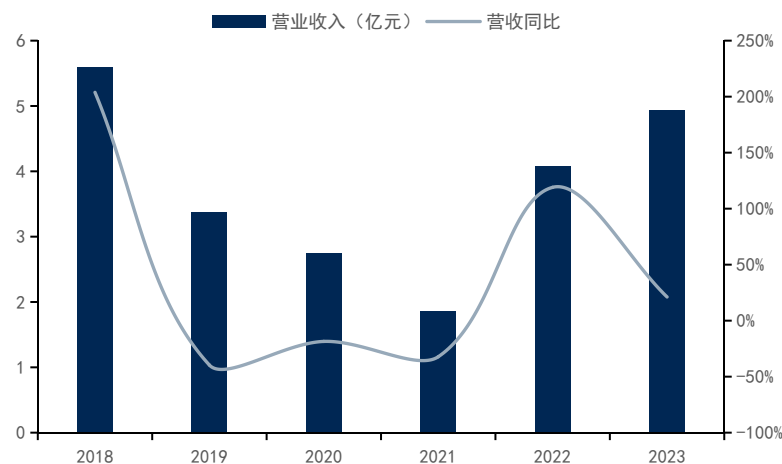


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

煤炭：拥有产能225万吨，复产正在进行

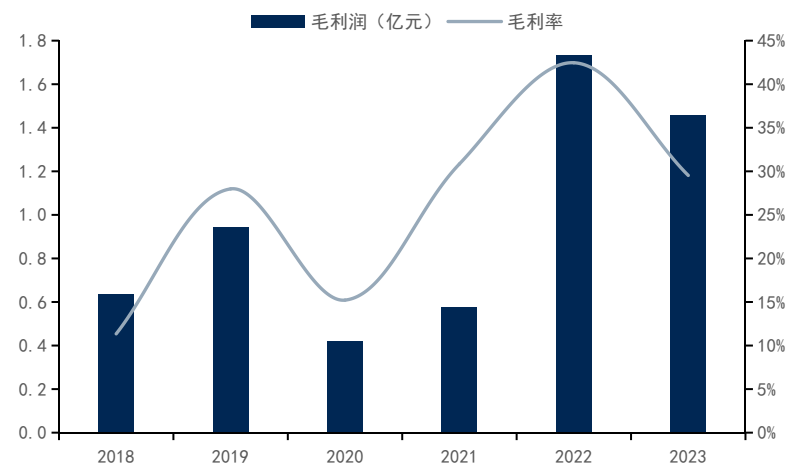
- 公司控股子公司豫联煤业共具有225万吨/年煤炭开采产能，权益产能合计60.97万吨，分属于其三家子公司：1) 金岭煤业具有产能120万吨/年，公司持股28.05%，权益产能33.66万吨；2) 广贤工贸下属新丰煤矿具有产能60万吨/年，公司持股26.01%，权益产能15.61万吨；3) 慧祥煤业具有产能45万吨/年，公司持股26.01%，权益产能11.70万吨。
- 事故后煤矿已部分复产，预计今年在产产能接近180万吨。2022年9月，广贤工贸下属新丰煤矿在停采区进行清理巷道、维护棚柱过程中，发生了高浓度二氧化碳等有害气体引发的窒息事故，造成5人死亡。事故发生后，公司下属三座煤矿全部停产整顿，其中金岭煤业于2023年3月开始正式复产；新丰煤矿于2024年12月复产；慧祥煤业正处于复产准备阶段。

图：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：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

公司铝、铝加工、煤炭三大板块产能汇总

表：公司电解铝、铝加工、煤炭板块产能情况

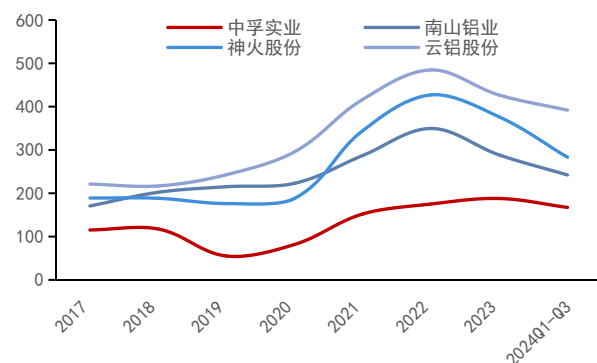
电解铝				
	子公司名称	设计产能(万吨)	持股比例	权益产能(万吨)
河南巩义	中孚铝业	25.00	76.00%→100%	19.00→25
四川广元	广元林丰铝电	25.00	83.20%→100%	20.80→25
四川广元	广元高精铝材	25.00	92.19%→100%	23.05→25
合计		75.00	83.80%→100%	62.85→75
铝加工				
	子公司名称	设计产能(万吨)	持股比例	权益产能(万吨)
河南巩义	中孚高精铝材	69.00	100.00%	69.00
煤炭				
	煤矿名称	设计产能(万吨)	持股比例	权益产能(万吨)
河南登封	金岭煤业	120.00	28.05%	33.66
河南登封	慧祥煤业	45.00	26.01%	11.70
河南登封	新丰煤矿	60.00	26.01%	15.61
合计		225.00	27.10%	60.97

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

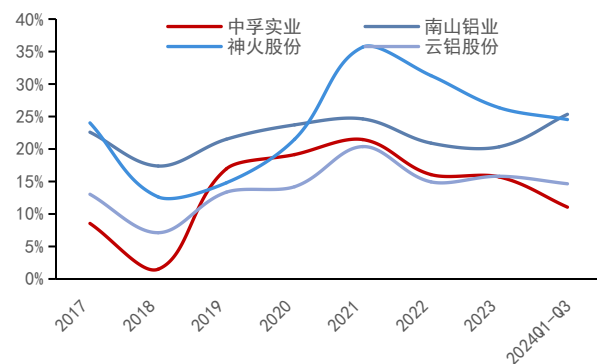
- 从收入体量上来看，中孚实业可比公司2024年前三季度的平均收入规模在270亿左右，公司的收入体量与可比公司相比较小，净利润也相对较低。盈利能力方面，2024Q1-Q3公司的毛利率和净利率分别为11.05%和4.8%，ROE和ROA分别为5.16%和3.36%。

图：行业内公司营业收入对比（单位：亿元）



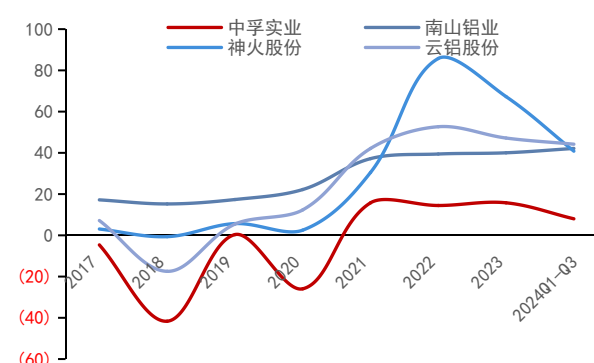
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：行业内公司毛利率对比



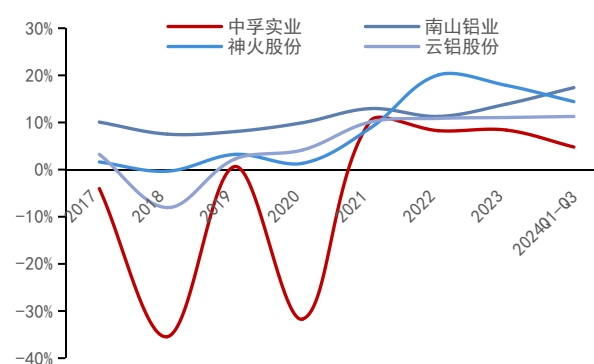
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：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

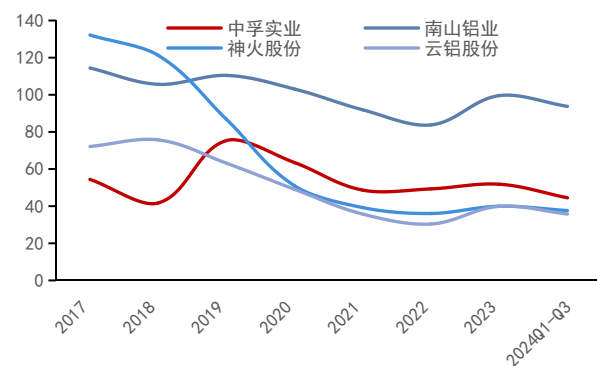
图：行业内公司净利率对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

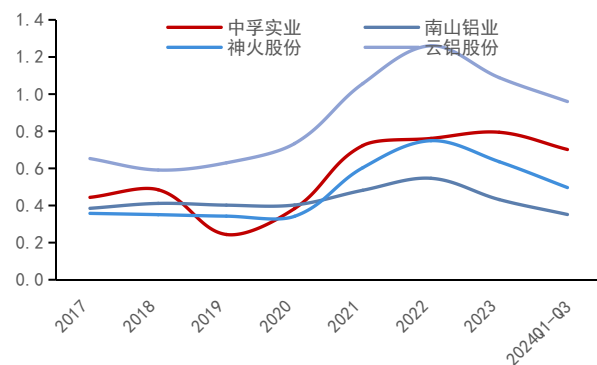
- 公司的营运能力在行业中处于中上水平。2024Q1-Q3公司存货周转天数为45天，应收账款周转天数为22天，近年来保持稳定。同时，公司的总资产周转率在可比公司中排名第二位，2024Q1-Q3公司总资产周转率为0.70，仅次于云铝股份。

图：行业内公司存货周转天数对比



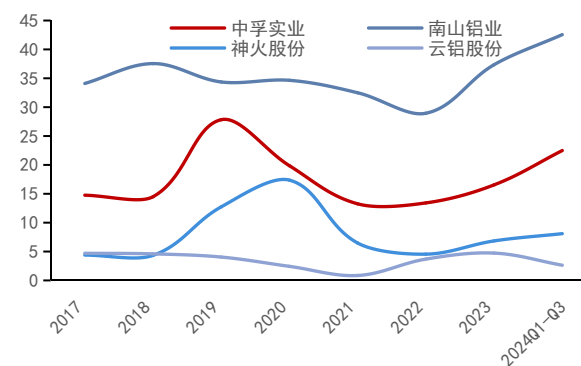
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：行业内公司总资产周转率对比



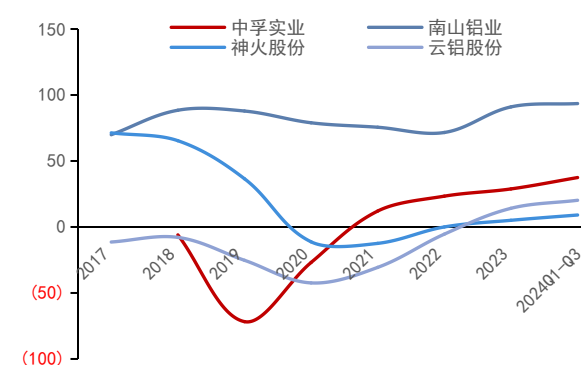
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：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

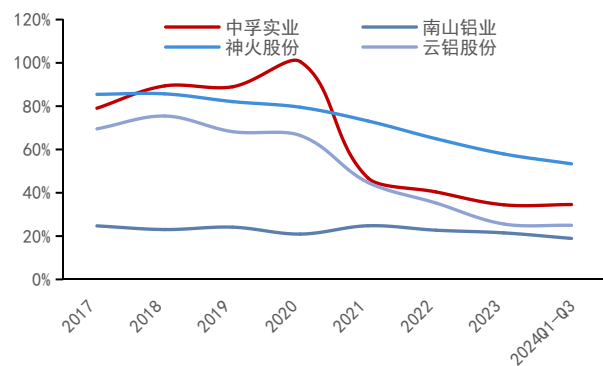
图：行业内公司净营业周期对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

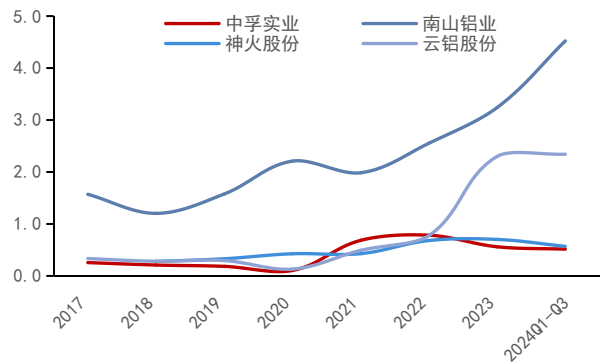
- 公司偿债能力自2021年起显著好转。截至2024年三季度末，公司的资产负债率为34.58%，较重整以前、2020年末的100.55%显著下降，目前在可比公司中处于中间水平。

图：行业内公司资产负债率对比



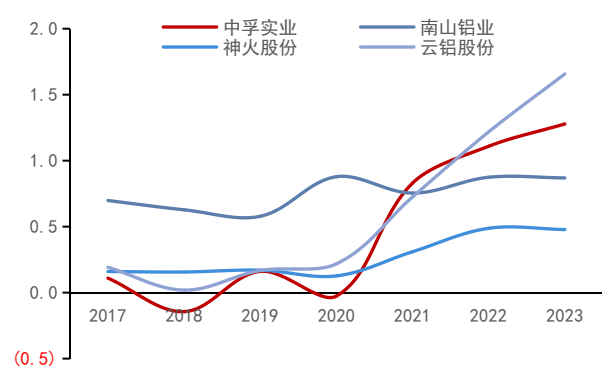
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：行业内公司货币资金/短期债务对比



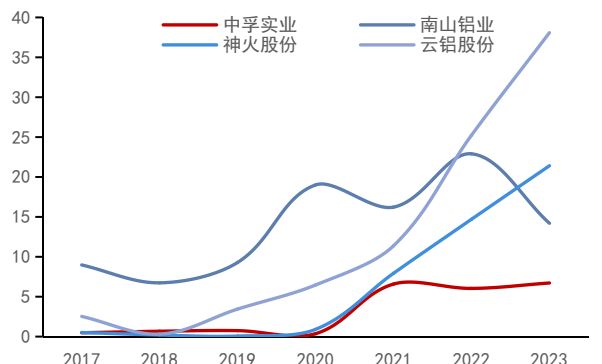
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：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：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

盈利预测和估值

➤ 电解铝

- 销量方面，公司2021-2023年电解铝销售量分别为15.66/20.35/43.52万吨，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2024-2026年公司电解铝产能达满，各年度的产销量均为75万吨。售价方面，假设2024-2026年电解铝现货含税价分别为1.99/2.10/2.20万元/吨。成本方面，假设2024-2026年公司电解铝生产成本分别为1.61/1.47/1.47万元/吨。

➤ 铝加工

- 销量方面，公司2021-2023年铝加工销量分别为54.89/52.31/50.22万吨，目前公司具备69万吨产能，我们假设2024-2026年铝加产品的产销量均为60万吨。售价方面，公司铝加工产品采用成本+加工费模式定价，假设2024-2026年加工费均为4000元/吨。成本方面，假设2024-2026年加工成本均为2200元/吨。

➤ 煤炭

- 销量方面，随着金岭煤业和慧祥煤矿的陆续复产，假设2024-2026年公司煤炭产销量分别为100/150/225万吨。售价方面，2021-2023年河南热值为5200千卡/千克的动力煤含税均价分别为876.00/965.00/829.22，假设2024-2026年公司煤炭售价分别为638/597/597元/吨。成本方面，假设2024-2026年公司煤炭生产成本为400元/吨。

- 根据上述假设条件，我们测算得到公司2024-2026年的营收分别为228.29/273.46/289.37亿元，同比增速21.48%/19.78%/5.82%；归母净利润分别为7.67/21.02/26.62亿元，同比增速分别为-33.86%/+174.24%/+26.62%；EPS分别为0.19/0.52/0.66。

表：公司2025年归母净利润的敏感性分析（百万元）

		电解铝价格（元/吨）				
		19000	20000	21000	22000	23000
氧化铝价格 （元/吨）	2900	1726	2219	2712	3204	3697
	3100	1515	2008	2501	2993	3486
	3300	1304	1797	2289	2782	3275
	3500	1093	1586	2078	2571	3064
	3700	882	1375	1867	2360	2853

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

- 我们选取天山铝业、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。按照2025年3月6日最新收盘价，可比公司2025年PE倍数的算术平均值为9.5x。我们认为给予公司2025年9-11倍PE是合理的，对应股价区间在4.93-5.98元之间，相较目前股价有18.8%-44.1%的溢价空间，维持“优于大市”评级。

表：可比公司估值情况

代码	简称	股价	EPS（元）				PE				PB	总市值 （亿元）
		2025/3/6	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E		
600595.SH	中孚实业	4.15	0.29	0.19	0.52	0.66	14.3	21.7	7.9	6.3	1.1	166.4
可比公司：												
002532.SZ	天山铝业	9.31	0.48	0.91	0.99	1.12	19.4	10.2	9.4	8.3	1.6	433.1
000933.SZ	神火股份	19.06	2.65	2.11	2.57	2.88	7.2	9.0	7.4	6.6	2.0	428.7
000807.SZ	云铝股份	18.08	1.14	1.39	1.68	1.89	15.9	13.0	10.8	9.6	2.2	627.0
601600.SH	中国铝业	7.65	0.39	0.50	0.73	0.81	0.9	15.4	10.5	9.4	2.0	1,312.4

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

- **相对估值的风险：**根据公司业务板块，我们选取了天山铝业、神火股份、云铝股份、中国铝业作为可比公司，选取其2025年平均PE作为相对估值的参考，最终给予公司2025年整体9-11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：**1) 我们假设公司未来3年收入增长21.48%/19.78%/5.82%，可能存在对公司产品销量及商品价格预计偏乐观、进而高估未来3年业绩的风险。2) 我们预计公司未来3年毛利率分别为10.25%/15.63%/17.39%，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。
- **经营的风险**
 - **用电成本增加的风险：**公司自2024年开始调整四川电费结算方式，导致用电成本增加，我们判断2025年电费有望下降；可能存在电力交易政策发生变化，导致电费不变或提升的风险。
 - **产销不及预期的风险：**存在公司电解铝、铝加工、煤炭产品因生产经营原因导致产销量不及预期的风险。
 - **发生事故的风险：**公司的控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。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。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2106	892	2000	2537	5534	营业收入	17517	18793	22829	27346	28937
应收款项	865	1169	3127	3746	3964	营业成本	14703	15841	20490	23073	23904
存货净额	2193	2367	4198	4764	4943	营业税金及附加	123	171	160	191	203
其他流动资产	889	696	1712	2051	2170	销售费用	25	41	46	55	58
流动资产合计	6058	5148	11060	13121	16634	管理费用	379	432	365	438	463
固定资产	15029	14946	13866	12757	11605	研发费用	624	378	457	547	579
无形资产及其他	2593	2518	2418	2317	2216	财务费用	79	258	274	328	347
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
资产总计	24191	23114	27845	28697	30957	其他收入	(564)	(142)	(457)	(547)	(579)
短期借款及交易性金融负债	1099	1179	2586	1000	1000	营业利润	1726	1891	1038	2714	3384
应付款项	3395	2081	4198	4764	4943	营业外净收支	(23)	(31)	0	0	0
其他流动负债	1530	1251	1956	2223	2307	利润总额	1702	1859	1038	2714	3384
流动负债合计	6024	4511	8740	7987	8250	所得税费用	256	282	156	489	609
长期借款及应付债券	1290	1150	1150	1150	1150	少数股东损益	397	418	116	123	112
其他长期负债	2461	2302	2144	1986	1828	归属于母公司净利润	1050	1159	767	2102	2662
长期负债合计	3751	3453	3294	3136	2978	现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	9775	7963	12034	11123	11228	净利润	1050	1159	767	2102	2662
少数股东权益	2300	1471	1646	2129	2721	资产减值准备	24	(3)	(3)	(3)	(3)
股东权益	12116	13680	14166	15444	17008	折旧摊销	739	841	1599	1628	1656
负债和股东权益总计	24191	23114	27845	28697	30957	公允价值变动损失	51	38	(15)	(15)	0
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	财务费用	79	258	274	328	347
每股收益	0.26	0.29	0.19	0.52	0.66	营运资本变动	255	(2035)	(2144)	(852)	(414)
每股红利	0.05	0.07	0.03	0.08	0.10	其它	293	314	18	(18)	(112)
每股净资产	3.02	3.41	3.53	3.85	4.24	经营活动现金流	2412	314	222	2842	3788
ROIC	8.84%	8.71%	5%	12%	15%	资本开支	0	(639)	(400)	(400)	(400)
ROE	8.67%	8.47%	4%	10%	11%	其它投资现金流	15	(19)	0	0	0
毛利率	16%	16%	10%	16%	17%	投资活动现金流	348	(653)	(400)	(400)	(400)
EBIT Margin	9%	10%	5%	11%	13%	权益性融资	124	5	0	0	0
EBITDA Margin	14%	15%	12%	17%	18%	负债净变化	(299)	(140)	0	0	0
收入增长	15%	7%	21%	20%	6%	支付股利、利息	(211)	(297)	(121)	(320)	(391)
净利润增长率	60%	10%	-48%	163%	22%	其它融资现金流	(1984)	(8)	1407	(1586)	0
资产负债率	50%	41%	49%	46%	45%	融资活动现金流	(2880)	(876)	1286	(1906)	(391)
股息率	1.3%	1.8%	0.7%	1.9%	2.3%	现金净变动	(119)	(1215)	1108	537	2997
P/E	15.9	14.4	21.7	7.9	6.3	货币资金的期初余额	2226	2106	892	2000	2537
P/B	1.4	1.2	1.2	1.1	1.0	货币资金的期末余额	2106	892	2000	2537	5534
EV/EBITDA	11.0	8.9	10.2	6.1	5.3	企业自由现金流	0	(196)	85	2788	3818
						权益自由现金流	0	(344)	1399	1132	3814

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

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±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±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

分析师承诺

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。

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
GUOSEN SECURITIES

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楼

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