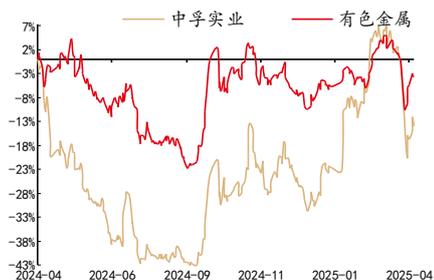


## 股票投资评级

买入 | 维持

## 个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

## 公司基本情况

最新收盘价(元)	3.45
总股本/流通股本(亿股)	40.09 / 40.08
总市值/流通市值(亿元)	138 / 138
52周内最高/最低价	4.30 / 2.28
资产负债率(%)	33.1%
市盈率	19.17
第一大股东	河南豫联能源集团有限责任公司

## 研究所

分析师: 魏欣  
SAC 登记编号: S1340524070001  
Email: weixin@cnpsec.com  
分析师: 李帅华  
SAC 登记编号: S1340522060001  
Email: lishuaihua@cnpsec.com

## 中孚实业(600595)

### 收购中孚实业股权，看好 25 年电解铝利润释放

#### ● 投资要点

**事件：**公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报，2024 年公司实现营业收入 227.61 亿元，同比增长 21.12%；实现归母净利润/扣非归母净利润 7.04/5.93 亿元，同比下滑 39.30%/38.61%。Q4 公司实现营收/归母净利润 60.28/-0.24 亿元，Q1 公司实现营收/归母净利润 50.21/2.3 亿元，同比-3.11%/+422.73%。

**2024 年公司受氧化铝价格上涨及广元地区电力政策调整影响，电解铝业务利润有所下滑，拖累公司业绩。具体看：**

**价：**2024 年铝均价为 1.99 万元/吨，较 2023 年上涨 6.58%，2025 年 Q1 均价为 2.05 万元/吨，同环比+7.22%/-0.52%。

**量：**2024 年公司电解铝产销量为 40.88/40.94 万吨，同比-6.16%/-5.93%，铝加工产销量为 67.75/66.47 万吨，同比+32.90%/+32.36%。

**本：**2024 年电解铝/铝加工单位成本为 1.54/1.97 万元/吨，同比上涨 20.14%/10.42%。

**利：**2024 年电解铝/铝加工毛利率为 12.06%/8.16%，较 2023 年下滑 9.96/2.88pct，单位毛利为 2115/1750 元/吨，同比下滑 41.67%/20.96%。

**收购中孚实业股权，权益电解铝产能增加。**公司于 2024 年 10 月宣布收购中孚实业 24% 股权，2025 年 2 月，中孚铝业完成股东变更工商登记后，公司持有中孚铝业 100% 的股权，权益电解铝产能达到 75 万吨/年。

**看好 25 年电解铝利润释放。**2025 年以来，氧化铝价格持续下跌，25Q1 均价为 3834 元/吨，环比 24Q4 下滑 28.06%，截止 4 月 16 日，氧化铝价格跌至 2881 元/吨，较年初下滑 49.40%。此外四川省 2025 年进行电价改革，市场整体取消了非水打捆购电，公司火电占比或有下降，带动综合用电成本降低。

**实施员工持股计划。**公司于 2025 年 2 月实施员工持股计划，拟筹集资金总额为不超过 12.5 亿元，6 个月内通过二级市场购买等法律法规许可的方式购买公司股票。2 月 5 日，员工持股计划受让公司破产企业财产处置专用账户 2.60 亿股股票，交易价款为 7.24 亿元，折合 2.79 元/股，截止 3 月 28 日已完成过户。

**投资建议：**受益于 2025 年四川省电价改革，公司用电成本有望下滑，叠加氧化铝价格下行，电解铝利润释放，预计公司 2025/2026/2027 年实现营业收入 229.53/247.80/269.93 亿元，分别同比变化 0.84%/7.96%/8.93%；归母净利润分别为 17.37/21.51/29.47 亿元，分别同比增长 146.80%/23.83%/37.05%，对应 EPS 分别为 0.43/0.54/0.74 元。

以 2025 年 4 月 16 日收盘价为基准，2025-2027 年对应 PE 分别为 7.96/6.43/4.69 倍。维持公司“买入”评级。

● **风险提示：**

价格波动风险；项目进度不及预期风险；下游需求不及预期风险；模型假设与实际不符；政策超预期风险等。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	22761	22953	24780	26993
增长率(%)	21.12	0.84	7.96	8.93
EBITDA（百万元）	2182.46	4001.15	4521.79	5541.19
归属母公司净利润（百万元）	703.69	1736.71	2150.56	2947.37
增长率(%)	-39.30	146.80	23.83	37.05
EPS（元/股）	0.18	0.43	0.54	0.74
市盈率（P/E）	19.66	7.96	6.43	4.69
市净率（P/B）	0.95	0.85	0.75	0.64
EV/EBITDA	5.93	2.93	1.81	0.68

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	22761	22953	24780	26993	营业收入	21.1%	0.8%	8.0%	8.9%
营业成本	20554	19760	21033	22180	营业利润	-42.5%	117.8%	20.8%	34.7%
税金及附加	153	154	166	181	归属于母公司净利润	-39.3%	146.8%	23.8%	37.1%
销售费用	50	50	54	59	<b>获利能力</b>				
管理费用	398	401	433	472	毛利率	9.7%	13.9%	15.1%	17.8%
研发费用	404	407	440	479	净利率	3.1%	7.6%	8.7%	10.9%
财务费用	211	29	29	29	ROE	4.8%	10.6%	11.6%	13.7%
资产减值损失	-86	5	5	5	ROIC	5.7%	8.9%	9.8%	11.8%
<b>营业利润</b>	<b>1087</b>	<b>2368</b>	<b>2860</b>	<b>3851</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	14	14	14	14	资产负债率	33.1%	31.0%	29.1%	26.8%
营业外支出	198	198	198	198	流动比率	1.23	1.98	2.65	3.43
<b>利润总额</b>	<b>903</b>	<b>2183</b>	<b>2676</b>	<b>3667</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	155	374	459	629	应收账款周转率	15.23	11.83	12.39	12.59
<b>净利润</b>	<b>748</b>	<b>1809</b>	<b>2217</b>	<b>3039</b>	存货周转率	8.52	8.18	8.59	8.54
归母净利润	704	1737	2151	2947	总资产周转率	0.96	0.92	0.91	0.90
每股收益(元)	0.18	0.43	0.54	0.74	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.18	0.43	0.54	0.74
货币资金	1102	4852	8403	12773	每股净资产	3.65	4.08	4.62	5.35
交易性金融资产	14	14	14	14	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	1946	1935	2064	2225	PE	19.66	7.96	6.43	4.69
预付款项	264	253	270	284	PB	0.95	0.85	0.75	0.64
存货	2459	2369	2527	2669	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>6380</b>	<b>10126</b>	<b>14112</b>	<b>18939</b>	净利润	748	1809	2217	3039
固定资产	14468	13065	11633	10172	折旧和摊销	880	1789	1817	1845
在建工程	115	82	50	19	营运资本变动	-580	-125	-242	-274
无形资产	2432	2341	2251	2161	其他	356	260	210	208
<b>非流动资产合计</b>	<b>17736</b>	<b>15906</b>	<b>14352</b>	<b>12770</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1404</b>	<b>3733</b>	<b>4002</b>	<b>4818</b>
<b>资产总计</b>	<b>24116</b>	<b>26033</b>	<b>28464</b>	<b>31708</b>	资本开支	-560	-447	-447	-447
短期借款	523	523	523	523	其他	42	279	26	28
应付票据及应付账款	2543	2444	2602	2744	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-518</b>	<b>-168</b>	<b>-422</b>	<b>-419</b>
其他流动负债	2108	2140	2197	2261	股权融资	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>5174</b>	<b>5107</b>	<b>5322</b>	<b>5527</b>	债务融资	313	235	0	0
其他	2801	2968	2968	2968	其他	-1015	-57	-29	-29
<b>非流动负债合计</b>	<b>2801</b>	<b>2968</b>	<b>2968</b>	<b>2968</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-702</b>	<b>178</b>	<b>-29</b>	<b>-29</b>
<b>负债合计</b>	<b>7975</b>	<b>8075</b>	<b>8290</b>	<b>8495</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>206</b>	<b>3750</b>	<b>3552</b>	<b>4370</b>
股本	4009	4009	4009	4009					
资本公积金	11174	11174	11174	11174					
未分配利润	-817	666	2494	4999					
少数股东权益	1521	1593	1660	1751					
其他	253	514	837	1279					
<b>所有者权益合计</b>	<b>16141</b>	<b>17958</b>	<b>20175</b>	<b>23213</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>24116</b>	<b>26033</b>	<b>28464</b>	<b>31708</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

---

## 中邮证券研究所

---

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048