

中孚实业（600595.SH）

成本下降权益产能提升，高分红可期

优于大市

核心观点

公司2024年营收同比增长21%，归母净利润同比下滑39.30%。公司2024年实现营收227.61亿元，同比+21.12%；实现归母净利润7.04亿元，同比-39.30%。单四季度来看，公司实现营收60.28亿元，同比+17.05%，环比+5.04%；实现归母净利润-0.24亿元，同比-106.46%，环比-108.31%。四季度利润为负主要由于氧化铝价格快速上涨，公司不具备氧化铝产能，导致成本大幅提升。2025年一季度，公司实现营收50.21亿元，同比-3.10%，环比-16.70%；实现归母净利润2.3亿元，同比+426.79%，环比扭亏。2024年公司未分配利润为负，暂不进行现金分红。

2024年公司铝加工产品产量提升33%。产销情况方面，2024年公司电解铝产量（不含下游铝加工使用量）40.88万吨（-6.15%），销量40.94万吨（-5.93%），单位毛利2,115元/吨。铝加工产品产量67.75万吨（+32.90%），销量66.47万吨（+32.36%），单位加工费3,812元/吨，单位毛利1,750元/吨。铝加工和电解铝外销部分合计产量108.63万吨，同比提升14.90%。

2024年为公司用电成本高点，2025年水电费有望下降。2023年及以前，公司四川水电铝的电费按全年均价结算，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，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。2025年四川省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有所下降，公司四川水电电费有望同比降低。叠加氧化铝价格下跌，公司电解铝生产成本较2024年有望出现明显下降。

公司对中孚铝业的持股比例提升至100%。公司于2024年10月发布公告，拟收购股东豫联集团持有的中孚铝业24%股权，收购价格为12.54亿元，为中孚铝业24%评估价值的90%。此次收购已于2025年3月完成工商登记，公司对中孚铝业的持股比例提升至100%，电解铝的权益产能由63万吨提升至75万吨，公司业绩有望再上台阶。

风险提示：电解铝和氧化铝价格大幅波动的风险；市场竞争激烈导致加工产品加工费下调的风险。

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。预计公司2025-2027年营业收入为287.47/297.67/303.91亿元，同比增速26.30%/3.55%/2.10%；归母净利润为19.76/23.28/26.40亿元，同比增速180.82%/17.83%/13.38%；摊薄EPS为0.49/0.58/0.66元，当前股价对应PE为7.0/5.9/5.2x。考虑到公司2025年成本端有出现较大幅度下降的可能性，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	18,793	22,761	28,747	29,767	30,391
(+/-%)	7.3%	21.1%	26.3%	3.5%	2.1%
净利润(百万元)	1159	704	1976	2328	2640
(+/-%)	10.4%	-39.3%	180.8%	17.8%	13.4%
每股收益(元)	0.29	0.18	0.49	0.58	0.66
EBIT Margin	10.3%	5.3%	9.2%	10.2%	10.9%
净资产收益率(ROE)	8.5%	4.8%	12.2%	12.9%	13.1%
市盈率(PE)	11.9	19.7	7.0	5.9	5.2
EV/EBITDA	7.9	10.5	6.1	5.3	4.9
市净率(PB)	1.01	0.95	0.85	0.77	0.69

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：刘孟劼
010-88005312
liumengjie@guosen.com.cn
S0980520040001

证券分析师：马可远
010-88005007
makeyuan@guosen.com.cn
S0980524070004

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	3.45元
总市值/流通市值	13833/13827百万元
52周最高价/最低价	4.48/2.24元
近3个月日均成交额	311.43百万元

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）-乘时代之风，迎蜕变之年》——2025-03-07
- 《中孚实业（600595.SH）-三季度利润阶段性承压，电解铝权益产能有望增至75万吨》——2024-10-29
- 《中孚实业（600595.SH）-电解铝外销量翻倍，中孚铝业完成并表》——2024-04-21
- 《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 2024 年营收同比增长 21%，归母净利润同比下滑 39.30%。公司 2024 年实现营收 227.61 亿元，同比+21.12%；实现归母净利润 7.04 亿元，同比-39.30%；实现扣非归母净利润 5.93 亿元，同比-38.61%。单四季度来看，公司实现营收 60.28 亿元，同比+17.05%，环比+5.04%；实现归母净利润-0.24 亿元，同比-106.46%，环比-108.31%；实现扣非归母净利润-0.95 亿元，同比-145.47%，环比-136.15%。四季度利润为负主要由于氧化铝价格快速上涨，公司不具备氧化铝产能，导致成本大幅提升。2025 年一季度，公司实现营收 50.21 亿元，同比-3.10%，环比-16.70%；实现归母净利润 2.3 亿元，同比+426.79%，环比扭亏。2024 年公司未分配利润为负，不进行现金分红。

图1：中孚实业营业收入及增速（亿元、%）



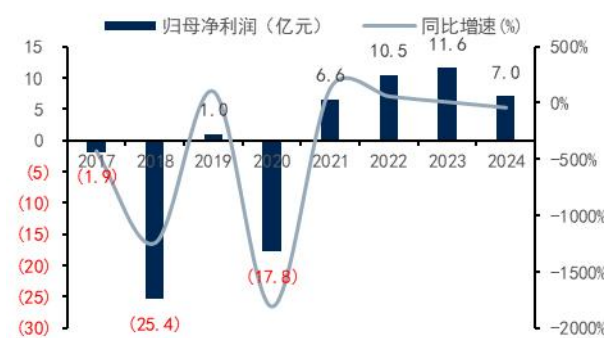
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图2：中孚实业单季营业收入及同比增速（亿元、%）



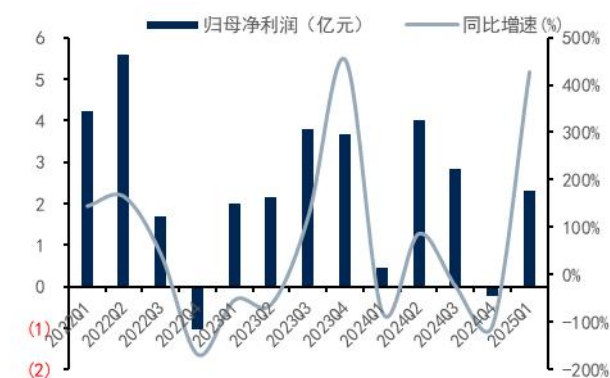
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图3：中孚实业归母净利润及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

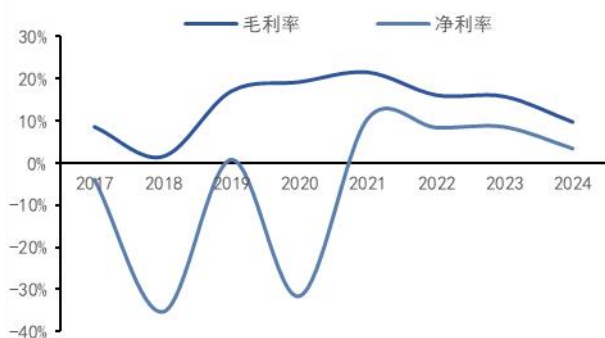
图4：中孚实业单季归母净利润及同比增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

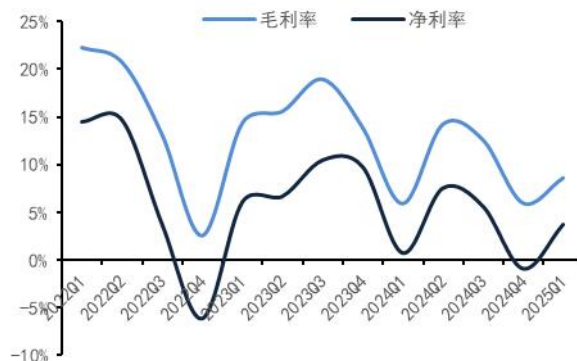
盈利能力受原料价格抬升影响，资产负债率进一步下降。2024 年，公司毛利率为 9.70%，同比-6.01pct；净利率 3.29%，同比-5.11pct。销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.22%/1.75%/1.77%/0.93%，期间费用率相较于 2023 年下降 1.23pct，费用管控卓有成效。单四季度来看，公司毛利率 5.93%，同比-7.94pct，环比-6.64pct；净利率-0.89%，同比-10.67pct，环比-6.54pct。2025 年一季度，公司毛利率 8.56%，净利率 3.74%，随着氧化铝的跌价，盈利能力有所恢复。公司的资产负债率基本保持稳定，截至 2024 年末为 33.07%，较 2023 年末下降 1.38pct。

图5：中孚实业毛利率、净利率变化情况（%）



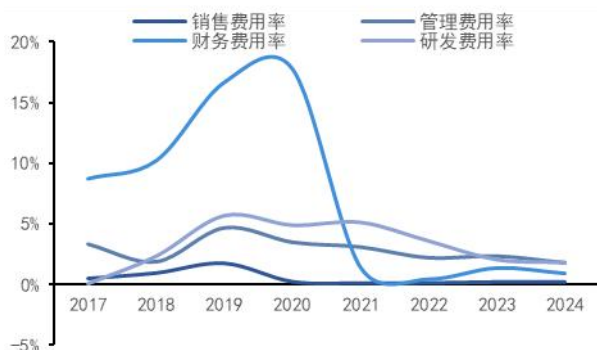
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

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8：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

2024 年公司铝加工产品产量提升 33%。产销情况方面，2024 年公司电解铝产量（不含下游铝加工使用量）40.88 万吨（-6.15%），销量 40.94 万吨（-5.93%），单位毛利 2,115 元/吨。铝加工产品产量 67.75 万吨（+32.90%），销量 66.47 万吨（+32.36%），单位加工费 3,812 元/吨，单位毛利 1,750 元/吨。铝加工和电解铝外销部分合计产量 108.63 万吨，同比提升 14.90%。

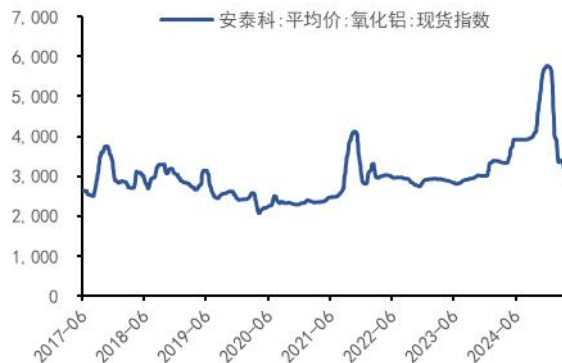
2024 年为公司用电成本高点，2025 年水电费有望下降。在 2023 年及以前，公司四川水电铝的电费为按全年均价结算，2024 年开始由于四川省电力交易方案变更，电力用户需打捆购入非水电成分，丰、平、枯水期非水电量比例为 30%、40%、60%，即在水电基础上添加一部分火电比例，而火电电价更高，导致用电成本提升。2025 年四川省的电力交易规则再次变更，用户不再打捆配置非水电量，因此添加火电的比例有所下降，公司四川水电电费有望同比降低。叠加氧化铝价格下跌，公司电解铝生产成本较 2024 年有望出现明显下降。

图9：电解铝净利润情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

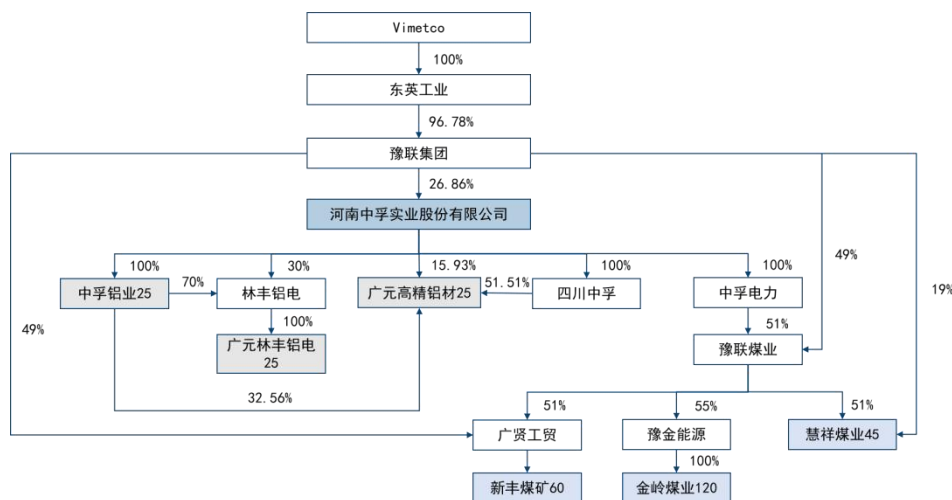
图10：氧化铝价格走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司对中孚铝业的持股比例提升至100%。公司于2024年10月发布公告，拟收购股东豫联集团持有的中孚铝业24%股权，收购价格为12.54亿元，为中孚铝业24%评估价值的90%。此次收购已于2025年3月完成工商登记，公司对中孚铝业的持股比例提升至100%，电解铝的权益产能由63万吨提升至75万吨，公司业绩有望再上台阶。

图11：收购完成后主要子公司持股比例及产能（单位：万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。预计公司2025-2027年营业收入为287.47/297.67/303.91亿元，同比增速26.30%/3.55%/2.10%；归母净利润为19.76/23.28/26.40亿元，同比增速180.82%/17.83%/13.38%；摊薄EPS为0.49/0.58/0.66元，当前股价对应PE为7.0/5.9/5.2x。考虑到公司2025年成本端有出现较大幅度下降的可能性，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	892	1102	2000	3481	6379	营业收入	18793	22761	28747	29767	30391
应收款项	1169	2064	3938	4078	4163	营业成本	15841	20554	24666	25258	25551
存货净额	2367	2459	5132	5257	5316	营业税金及附加	171	153	216	223	228
其他流动资产	696	740	2156	2233	2279	销售费用	41	50	66	68	70
流动资产合计	5148	6380	13239	15062	18151	管理费用	432	398	575	595	608
固定资产	14946	14583	13520	12430	11313	研发费用	378	404	575	595	608
无形资产及其他	2518	2432	2335	2237	2140	财务费用	258	211	97	49	(30)
投资性房地产	418	642	642	642	642	投资收益	21	23	0	0	0
长期股权投资	84	80	80	80	80	资产减值及公允价值变动	(38)	(104)	0	0	0
资产总计	23114	24116	29816	30452	32326	其他收入	(142)	(228)	(575)	(595)	(608)
短期借款及交易性金融负债	1179	1781	2087	1000	1000	营业利润	1891	1087	2552	2977	3357
应付款项	2081	2543	5132	5257	5316	营业外净收支	(31)	(184)	0	0	0
其他流动负债	1251	850	2396	2455	2483	利润总额	1859	903	2552	2977	3357
流动负债合计	4511	5174	9614	8712	8800	所得税费用	282	155	459	536	604
长期借款及应付债券	1150	914	914	914	914	少数股东损益	418	44	117	112	112
其他长期负债	2302	1887	1472	1057	642	归属于母公司净利润	1159	704	1976	2328	2640
长期负债合计	3453	2801	2386	1971	1556	现金流量表（百万元）					
负债合计	7963	7975	12000	10683	10355	净利润	1159	704	1976	2328	2640
少数股东权益	1471	1521	1614	1704	1794	资产减值准备	(3)	45	(6)	(6)	(7)
股东权益	13680	14620	16201	18064	20176	折旧摊销	841	874	1566	1594	1621
负债和股东权益总计	23114	24116	29816	30452	32326	公允价值变动损失	38	104	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	258	211	97	49	(30)
每股收益	0.29	0.18	0.49	0.58	0.66	营运资本变动	(2035)	(1565)	(2248)	(578)	(526)
每股红利	0.07	0.08	0.10	0.12	0.13	其它	314	(20)	100	96	97
每股净资产	3.41	3.65	4.04	4.51	5.03	经营活动现金流	314	142	1388	3434	3826
ROIC	8.71%	4.93%	11%	12%	14%	资本开支	0	(370)	(400)	(400)	(400)
ROE	8.47%	4.81%	12%	13%	13%	其它投资现金流	(19)	10	0	0	0
毛利率	16%	10%	14%	15%	16%	投资活动现金流	(13)	(356)	(400)	(400)	(400)
EBIT Margin	10%	5%	9%	10%	11%	权益性融资	10	0	0	0	0
EBITDA Margin	15%	9%	15%	16%	16%	负债净变化	(140)	(236)	0	0	0
收入增长	7%	21%	26%	4%	2%	支付股利、利息	(297)	(305)	(395)	(466)	(528)
净利润增长率	10%	-39%	181%	18%	13%	其它融资现金流	(652)	1508	305	(1087)	0
资产负债率	41%	39%	46%	41%	38%	融资活动现金流	(1515)	425	(90)	(1553)	(528)
股息率	2.1%	2.2%	2.9%	3.4%	3.8%	现金净变动	(1215)	210	898	1481	2898
P/E	11.9	19.7	7.0	5.9	5.2	货币资金的期初余额	2106	892	1102	2000	3481
P/B	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7	货币资金的期末余额	892	1102	2000	3481	6379
EV/EBITDA	7.9	10.5	6.1	5.3	4.9	企业自由现金流	0	(64)	1090	3097	3424
						权益自由现金流	0	1207	1316	1970	3448

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	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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

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