

中孚实业 (600595.SH)
工业金属

证券研究报告/公司点评报告

2024 年 11 月 13 日

评级: 买入 (维持)

分析师: 郭中伟

执业证书编号: S0740521110004

Email: guozw@zts.com.cn

分析师: 谢鸿鹤

执业证书编号: S0740517080003

Email: xiehh@zts.com.cn

分析师: 刘耀齐

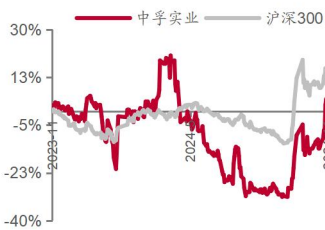
执业证书编号: S0740523080004

Email: liuyq07@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	4,009.43
流通股本(百万股)	4,007.91
市价(元)	3.24
市值(百万元)	12,990.55
流通市值(百万元)	12,985.61

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1、《【中泰有色】中孚实业: 反转》
2024-01-08

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	17,517	18,793	16,756	18,545	19,352
增长率 yoy%	15%	7%	-11%	11%	4%
归母净利润(百万元)	1,050	1,159	1,045	1,620	2,022
增长率 yoy%	60%	10%	-10%	55%	25%
每股收益(元)	0.26	0.29	0.26	0.40	0.50
每股现金流量	0.41	0.50	0.64	0.85	1.07
净资产收益率	7%	8%	7%	10%	11%
P/E	12.4	11.2	12.4	8.0	6.4
P/B	1.1	0.9	0.9	0.9	0.8

备注: 股价截止自 2024 年 11 月 12 日收盘价, 每股指标按照最新股本数全面摊薄

报告摘要

- 事件:** 2024 年前三季度, 公司实现营业收入 167.33 亿元, 同比+22.65%; 实现归母净利润 7.27 亿元, 同比-8.37%。24 年 Q3, 公司实现营业收入 57.39 亿元, 环比-1.26%, 同比+15.74%; 实现归母净利润 2.84 亿元, 同比-25.25%, 环比-28.99%。
- Q3 电解铝购销差缩窄, 盈利收缩。** 2024 年第三季度较第二季度相比, 电解铝价格环比下降 5%、氧化铝价格环比上升 8%, 购销差缩窄。在此行业情形下, 公司一是利用广元地区丰水期有利电价 (0.43 元/度), 降低能源消费价格, 提升盈利能力; 二是加强与相关方沟通, 提升能源供给稳定性, 保障电解铝业务产能利用率高位运行。2024 年第三季度, 公司实现电解铝产量 18.29 万吨; 2024 年前三季度, 公司累计实现电解铝产量 54.82 万吨。
- 铝精深加工业务加大海外市场开发。** 面对欧盟碳边境关税等产品低碳化需求的变化, 公司发挥绿色水电铝的优势, 加快“产品再生铝高比例高质量应用”研发和可再生能源应用, 产品碳足迹含量大幅下降。公司加大国内外市场开发, 2024 年第三季度, 公司铝精深加工实现销量 15.74 万吨, 同比增长 19.78%; 其中出口销量 10.13 万吨, 同比增长 83.15%。2024 年前三季度, 公司铝精深加工累计销量 47.29 万吨, 同比增长 36.05%; 其中出口销量 30.29 万吨, 同比增长 88.04%。再生铝业务方面, 公司年产 50 万吨铝循环再生项目首期年产 15 万吨 UBC 合金液项目已进入试运行阶段, 并向公司铝精深加工项目提供产品。
- 电解铝产能实现 100%权益。** 2024 年 10 月 11 日, 公司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。收购完成后, 公司对中孚铝业的持股比例将提升至 100%, 电解铝的权益产能将由 63 万吨提升至 75 万吨, 实现 100% 权益。
- 供需格局重塑, 资源属性重估, 长期高景气仍将维持。** 供给端, 1) 随着铝土矿进口依赖度及集中度的提升, 以及运输能力的限制, 铝土矿已不是绝对过剩资源, 其资源价值正在经历重估; 2) 电解铝国内产能几近天花板, 海外增量有限且成本高企, 电解铝环节“类资源”属性凸显。需求端, 在国内逆周期调节不断发力背景下, 传统需求拖累将放缓。新能源需求 (新能源汽车、光伏等) 将带动电解铝需求趋势性回升, 全局影响正在不断显现出来, 需求增速约为 2-3%。我们维持电解铝产业链景气度或呈现螺旋式上涨的判断, 随着供需两侧的深刻变化, 铝全产业链正在经历资源属性重估下的价格重塑。
- 盈利预测及投资建议:** 我们对 2024/2025/2026 年铝价假设为 2.0/2.2/2.3 (前值 2.3/2.5/-) 万元/吨, 预计公司 2024/2025/2026 年净利润分别为 10/16/20 (前值 20/23/-) 亿元, 对应 PE 分别为 12.4/8.0/6.4 倍, 维持公司“买入”评级。
- 风险提示:** 商品价格波动、项目建设不及预期、行业规模测算偏差风险、研究报告使用的公开资料存在更新不及时的风险。

图表 1: 中孚实业产业链布局图

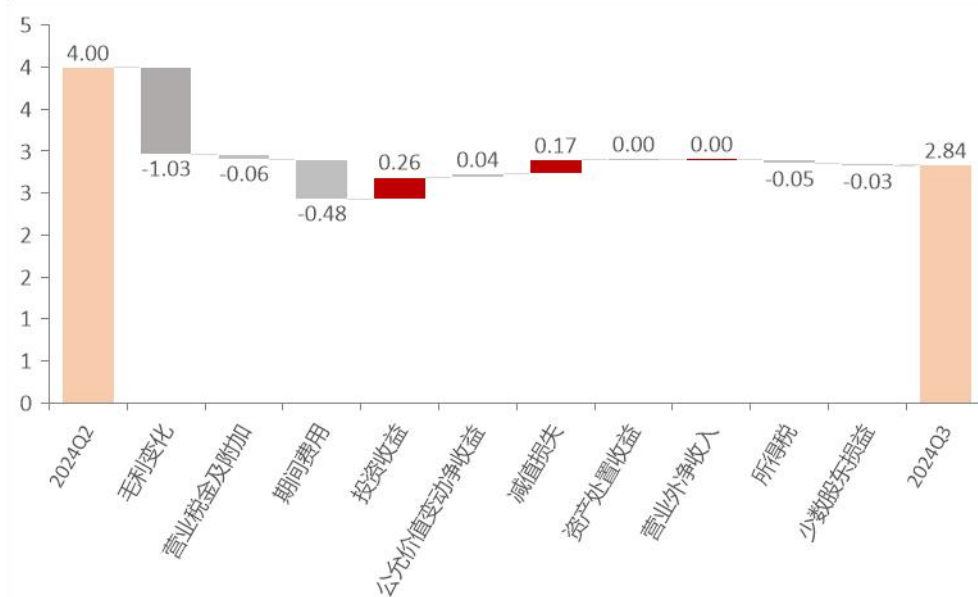

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 公司主要财务指标变化 (亿元)

	2023Q3	2024Q2	2024Q3	环比	同比	2023Q1-3	2024Q1-3	同比	指标变动原因
营业收入	49.58	58.12	57.39	-1.26%	15.74%	136.43	167.33	23%	主要为本期铝加工产品销售增加所致
营业成本	40.20	49.88	50.18	0.60%	24.81%	114.05	148.83	31%	主要为本期铝加工产品销售增加, 子公司广元市林丰铝电有限公司和广元中孚高精铝材有限公司电价上涨及氧化铝价格上涨所致
毛利	9.38	8.24	7.21	-12.51%	-23.12%	22.38	18.50	-17%	
毛利率	18.92%	14.18%	12.57%	-1.62%	-6.35%	16%	11%	-5%	
销售费用	0.12	0.12	0.12	-2.00%	-0.33%	0.27	0.33	24%	主要为本期销售人员工资薪酬增加所致
销售费用率	0.24%	0.21%	0.21%	0.00%	-0.03%	0.20%	0.20%	0.00%	
管理费用	1.02	0.89	0.94	6.15%	-8.10%	3.07	2.65	-14%	主要为本期股权激励款分摊费用减少所致
管理费用率	2.06%	1.52%	1.64%	0.11%	-0.43%	2.25%	1.59%	-0.66%	
财务费用	0.57	0.48	0.78	63.09%	-64.01%	1.76	1.88	7.23%	主要为本期汇兑收益增加所致
财务费用率	1.15%	0.82%	1.35%	0.53%	0.20%	1.29%	1.13%	-0.16%	
研发费用	1.17	1.08	1.20	11.46%	3.15%	2.76	3.00	9%	主要为本期研发材料投入增加所致
研发费用率	2.35%	1.86%	2.10%	0.24%	-0.26%	2.02%	1.79%	-0.23%	
期间费用	2.88	2.56	3.04	18.59%	5.52%	7.85	7.87	0%	
期间费用率	5.81%	4.41%	5.30%	0.89%	-0.51%	5.75%	4.70%	-1.05%	
投资收益	0.06	-0.05	0.10	-286.68%	48.99%	-0.01	0.20		
资产减值损失	-0.04	-0.02	-0.06			-0.27	-0.15		
信用减值损失	-0.15	-0.17	0.04	-121.17%		-0.26	-0.31		
利润总额	6.10	5.14	4.05	-21.21%	-33.65%	12.94	9.72	-25%	
所得税费用	0.91	0.76	0.80	6.18%	-12.04%	2.20	1.71	-22%	
归母净利润	3.80	4.00	2.84	-28.99%	-25.25%	7.94	7.27	-8%	
扣非净利润	3.55	4.07	2.64	-35.16%	-25.57%	7.56	6.88	-9%	
经营活动产生的现金流量净额	3.22	2.35	4.65	97.80%	44.49%	10.07	7.79	-23%	主要为本期铝加工应收账款增加所致
投资活动产生的现金流量净额	-2.35	-1.39	-1.56	12.28%	-33.46%	-6.54	-4.68	28%	主要为去年同期支付股权收购款所致
筹资活动产生的现金流量净额	-0.18	1.74	-2.77			-4.46	-0.66	85%	主要为本期取得借款收到的现金增加所致

来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 3: 公司 24Q3 业绩环比变动拆分 (亿元)



来源: WIND, 中泰证券研究所

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	892	503	556	581	营业收入	18,793	16,756	18,545	19,352
应收票据	0	0	0	0	营业成本	15,841	14,277	15,045	15,080
应收账款	1,043	907	941	949	税金及附加	171	153	169	176
预付账款	325	293	308	309	销售费用	41	36	40	42
存货	2,367	2,133	2,248	2,253	管理费用	432	385	426	445
合同资产	0	0	0	0	研发费用	378	337	373	389
其他流动资产	521	467	514	535	财务费用	258	121	264	377
流动资产合计	5,148	4,303	4,568	4,628	信用减值损失	-24	-100	0	0
其他长期投资	146	130	144	150	资产减值损失	-41	-100	-100	-100
长期股权投资	84	84	84	84	公允价值变动收益	3	3	3	3
固定资产	14,800	19,176	23,379	27,420	投资收益	21	119	119	119
在建工程	146	246	246	146	其他收益	262	262	262	262
无形资产	2,518	2,450	2,383	2,318	营业利润	1,891	1,630	2,511	3,126
其他非流动资产	272	265	259	255	营业外收入	24	25	25	25
非流动资产合计	17,966	22,350	26,495	30,373	营业外支出	56	56	56	56
资产合计	23,114	26,653	31,063	35,000	利润总额	1,859	1,599	2,480	3,095
短期借款	249	2,499	4,955	6,542	所得税	281	242	376	469
应付票据	409	368	388	389	净利润	1,578	1,357	2,104	2,626
应付账款	1,672	1,507	1,588	1,592	少数股东损益	418	312	484	604
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	1,160	1,045	1,620	2,022
合同负债	408	363	402	420	NOPLAT	1,796	1,459	2,328	2,946
其他应付款	634	634	634	634	EPS (摊薄)	0.29	0.26	0.40	0.50
一年内到期的非流动负债	930	930	930	930					
其他流动负债	210	193	206	210	主要财务比率				
流动负债合计	4,511	6,495	9,103	10,717	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
长期借款	1,150	2,150	2,650	3,150	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	7.3%	-10.8%	10.7%	4.4%
其他非流动负债	2,302	2,302	2,302	2,302	EBIT 增长率	18.9%	-18.8%	59.5%	26.5%
非流动负债合计	3,453	4,453	4,953	5,453	归母公司净利润增长率	10.4%	-9.9%	55.1%	24.8%
负债合计	7,963	10,947	14,056	16,169	获利能力				
归属母公司所有者权益	13,680	13,923	14,741	15,960	毛利率	15.7%	14.8%	18.9%	22.1%
少数股东权益	1,471	1,783	2,267	2,871	净利率	8.4%	8.1%	11.3%	13.6%
所有者权益合计	15,151	15,705	17,007	18,831	ROE	7.7%	6.7%	9.5%	10.7%
负债和股东权益	23,114	26,653	31,063	35,000	ROIC	11.4%	7.8%	10.4%	11.5%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	34.5%	41.1%	45.2%	46.2%
					债务权益比	30.6%	50.2%	63.7%	68.6%
单位: 百万元					流动比率	1.1	0.7	0.5	0.4
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	速动比率	0.6	0.3	0.3	0.2
经营活动现金流	1,989	2,565	3,395	4,297	营运能力				
现金收益	2,682	2,326	3,441	4,291	总资产周转率	0.8	0.6	0.6	0.6
存货影响	-174	234	-115	-5	应收账款周转天数	17	21	18	18
经营性应收影响	-217	268	51	91					
经营性应付影响	-1,586	-205	101	5					

其他影响	1,284	-58	-83	-85	应付账款周转天数	40	40	37	38
投资活动现金流	-811	-5,281	-5,231	-5,181	存货周转天数	52	57	52	54
资本支出	-689	-5,255	-5,210	-5,164	每股指标 (元)				
股权投资	6	0	0	0	每股收益	0.29	0.26	0.40	0.50
其他长期资产变化	-128	-26	-21	-17	每股经营现金流	0.50	0.64	0.85	1.07
融资活动现金流	-1,374	2,327	1,890	908	每股净资产	3.41	3.47	3.68	3.98
借款增加	-61	3,250	2,956	2,087	估值比率				
股利及利息支付	-297	-1,093	-1,749	-2,221	P/E	11	12	8	6
股东融资	5	0	0	0	P/B	1	1	1	1
其他影响	-1,021	170	683	1,042	EV/EBITDA	96	111	74	60

来源: WIND, 中泰证券研究所

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。