

焦作万方（000612.SZ） 锦江集团入主，助力公司实现一体化腾飞

2025 年 09 月 25 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

孙二春（分析师）

sunerchun@kysec.cn

证书编号：S0790525060001

温佳贝（分析师）

wenjiabei@kysec.cn

证书编号：S0790524040009

● 锦江集团入主，助力公司实现一体化腾飞

焦作万方扎根焦作，拥有 42 万吨合规电解铝产能指标，其中 35 万吨产能在焦作市运行，另外 7 万吨产能于 2024 年 10 月出租给宁夏宁创，收取指标许可费；此外，焦作万方拟通过发行股份的方式购买锦江集团等交易对方合计持有的三门峡铝业 99.4375%股权，交易对价为 319.49 亿元。据公司公告，标的公司合计持有氧化铝权益产能 1028 万吨，电解铝权益产能约 102 万吨；交易完成后，焦作万方将形成完整铝基材料产业链闭环。不考虑开曼铝业的注入，我们预计公司 2025-2027 年实现归母公司净利润 13.08、15.89、17.42 亿元，对应 EPS 分别为 1.10、1.33、1.46 元/股。当前股价对应 PE 分别为 7.3、6.0、5.5 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 煤电铝一体化布局，充分受益动力煤、氧化铝价格下跌

公司一体化布局煤电铝产业链，拥有电解铝产能合计 42 万吨、铝加工产能合计 15 万吨，在电解铝及铝加工的基础上，展开配套产业煤炭、火电、炭素的布局，但公司未布局氧化铝业务，步入 2025 年，伴随氧化铝行业走向过剩，价格出现大幅下跌，叠加动力煤价格走弱，公司成本端下行，我们测算氧化铝价格每下跌 100 元，公司业绩可增厚 5036 万元。

● 锦江集团入主，重组落地后将实现铝产业链一体化布局

2025 年 3 月，焦作万方启动重大资产重组，经 2025 年 8 月 22 日召开的上市公司第十届董事会第二次会议审议通过，上市公司拟对交易方案进行调整，调整后的交易方案为上市公司拟通过发行股份的方式购买锦江集团等交易对方合计持有的三门峡铝业 99.4375%股权，交易对价为 319.49 亿元。据公司公告，标的公司合计持有氧化铝权益产能 1028 万吨，电解铝权益产能约 102 万吨；交易完成后，焦作万方将形成完整铝基材料产业链闭环。

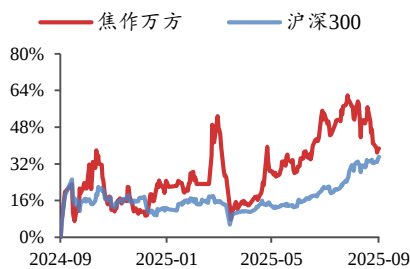
● **风险提示：**煤炭价格大幅波动、铝价大幅波动、氧化铝价格大幅上涨、重组进展不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,187	6,465	6,635	6,796	6,958
YOY(%)	-7.3	4.5	2.6	2.4	2.4
归母净利润(百万元)	593	589	1,308	1,589	1,742
YOY(%)	95.7	-0.7	122.2	21.5	9.6
毛利率(%)	9.7	10.7	23.0	26.3	28.0
净利率(%)	9.6	9.1	19.7	23.4	25.0
ROE(%)	10.2	9.4	17.7	18.0	16.7
EPS(摊薄/元)	0.50	0.49	1.10	1.33	1.46
P/E(倍)	16.1	16.2	7.3	6.0	5.5
P/B(倍)	1.6	1.5	1.3	1.1	0.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

目 录

1、 焦作万方：从地方铝厂到全产业链巨头的战略跃升.....	4
1.1、 从地方铝厂到全产业链巨头：焦作万方的一体化跃迁之路.....	4
1.2、 焦作万方以电解铝为核心展开业务布局.....	4
1.3、 锦江集团入主，股权结构优化与全产业链战略双轮驱动.....	5
1.4、 利润主要受原材料及铝价影响，全产业链布局有望提升盈利稳定性.....	6
1.5、 资本扩张结束+费用率优化，报表不断修复.....	7
2、 锦江集团入主，期待重组落地实现一体化腾飞.....	10
3、 盈利预测与投资建议.....	12
4、 风险提示.....	14
附：财务预测摘要.....	15

图表目录

图 1： 从地方铝厂到铝业巨头：焦作万方的全产业链崛起之路.....	4
图 2： 从地方铝厂到铝业巨头：焦作万方的全产业链崛起之路.....	5
图 3： 钼正刚为实际控制人，锦江系赋能焦作万方.....	6
图 4： 公司营业收入受铝价影响增速波动较大.....	6
图 5： 公司归母净利润受制于原材料成本.....	6
图 6： 2023 年以来焦作万方 ROE 维持高位.....	7
图 7： 销售毛利率和净利率随原材料价格波动.....	7
图 8： 电解铝贡献主要的营业收入（亿元）.....	7
图 9： 电解铝贡献主要的毛利（亿元）.....	7
图 10： 焦作万方流动资产呈上升趋势（亿元）.....	8
图 11： 焦作万方在建工程资产维持低位（亿元）.....	8
图 12： 焦作万方经营性现金流净额不断改善（亿元）.....	8
图 13： 焦作万方投资性现金流净额不断收窄（亿元）.....	8
图 14： 公司费用率不断降低.....	8
图 15： 公司资产负债率不断降低.....	9
图 16： 焦作万方长期借款整体呈下降趋势（亿元）.....	9
图 17： 焦作万方短期借款整体呈下降趋势（亿元）.....	9
图 18： 近年来公司分红比例稳定（亿元，%）.....	10
图 19： 公司未分配利润充足（亿元）.....	10
图 20： 开曼铝业一体化布局铝土矿-氧化铝-电解铝产业链.....	10
图 21： 2025 年 1~4 月兴安化工净利润达 15.3 亿元.....	11
图 22： 2025 年 1~4 月锦鑫化工净利润达 3.6 亿元.....	11
表 1： 2024 年焦作万方参股及控股公司经营情况（单位：万元）.....	5
表 2： 焦作万方拥有 558 台 280KA 电解槽，建成产能达 42 万吨/年.....	5
表 3： 开曼铝业主要资产为电解铝和氧化铝.....	11
表 4： 旗下电解铝产能电解槽均为 400KA 和 500KA.....	11
表 5： 开曼铝业铝土矿分布在河南和广西地区.....	12
表 6： 公司盈利拆分.....	13
表 7： 公司估值低于可比公司平均水平（截至 2025 年 9 月 25 日）.....	13

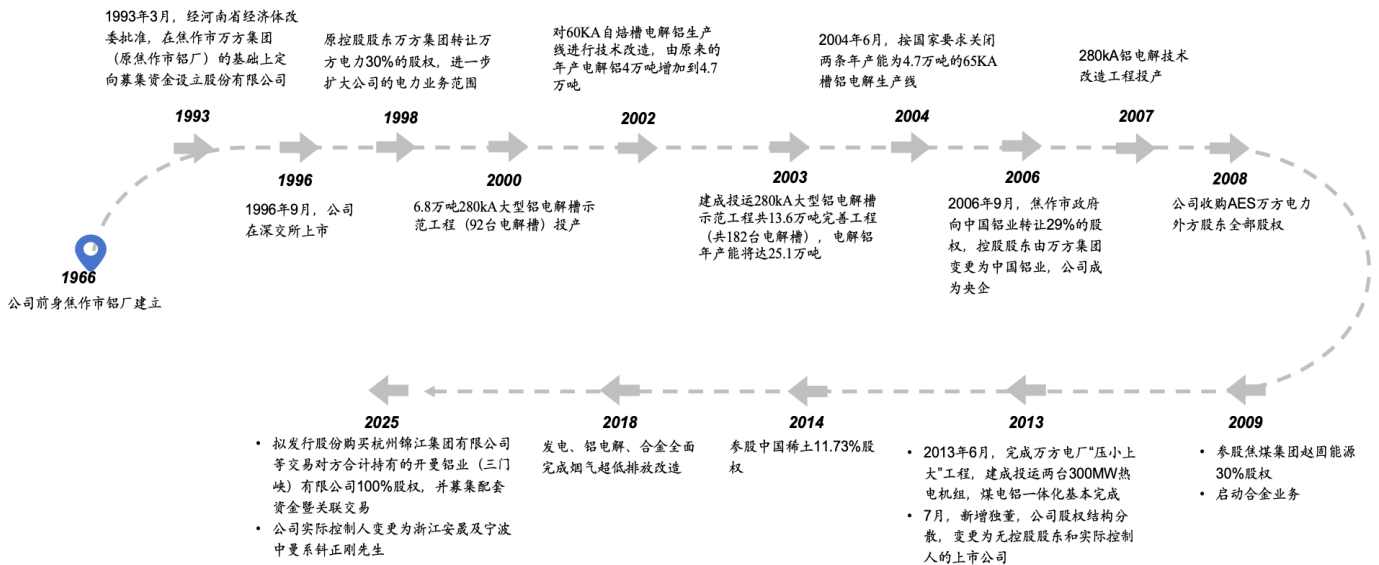
表 8： 预计铝价每上涨 500 元公司业绩上涨 1.33 亿元，氧化铝价格每下跌 100 元公司业绩上涨 5036 万元	13
---	----

1、焦作万方：从地方铝厂到全产业链巨头的战略跃升

1.1、从地方铝厂到全产业链巨头：焦作万方的一体化跃迁之路

从地方铝厂到一体化龙头，焦作万方不断完善产业链布局。1966年，焦作万方前身焦作市铝厂正式建立；1993年3月经河南省经济体制改革委批准，在焦作市万方集团（原焦作市铝厂）的基础上定向募集资金设立股份有限公司；1996年9月于深圳证券交易所上市，上市后公司积极拓展业务版图，逐步扩大电解铝产能，并以铝为核心向上、向下延伸布局电力、铝合金加工等项目。2003年公司建成投运280KA大型铝电解槽示范工程，电解铝产能达25.1万吨；2009年启动合金业务，延伸下游加工环节；2013年建成投运两台300MW热电联产发电机组，实现部分能源自给。此外，公司通过对外投资涉足煤炭、炭素等原材料领域，强化资源协同，同时参股稀土等产业，拓展新增长点。目前，焦作万方拥有42万吨电解铝年产能，其中7万吨电解铝产能指标于2024年10月经子公司宁夏焦万出租给宁夏宁创；拥有15万吨铝合金生产线，已形成较稳定的“煤—电—铝—铝加工”一体化产业布局。2025年3月，公司拟发行股份购买开曼铝业（三门峡）100%股权，标的公司一体化布局铝土矿—氧化铝—电解铝产业链，若收购达成，焦作万方电解铝产能将得到提高，并将实现铝土矿—氧化铝—电解铝—铝加工的一体化布局。

图1：从地方铝厂到铝业巨头：焦作万方的全产业链崛起之路

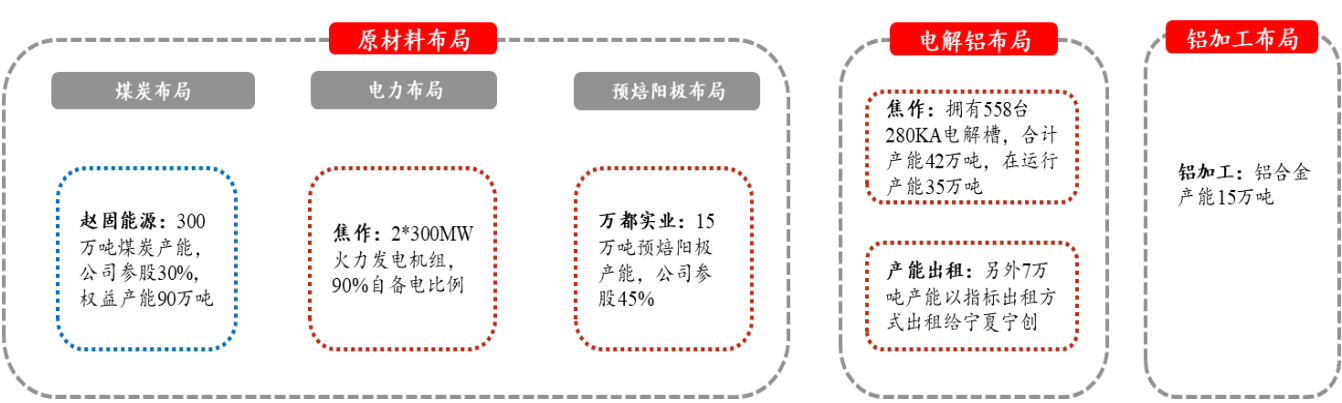


资料来源：Wind、公司官网、公司公告、开源证券研究所

1.2、焦作万方以电解铝为核心展开业务布局

公司以电解铝及铝加工为核心展开布局，拥有电解铝产能合计42万吨、铝加工产能合计15万吨，在电解铝及铝加工的基础上，展开配套产业煤炭、火电、炭素的布局，实现产业链协同发展。

图2：从地方铝厂到铝业巨头：焦作万方的全产业链崛起之路



资料来源：Wind、公司官网、公司公告等、开源证券研究所

表1：2024 年焦作万方参股及控股公司经营情况（单位：万元）

公司名称	公司持股比例	主要业务	注册资本	总资产	净资产	营业收入	营业利润	净利润
赵固能源	30%	煤炭开采及加工	80000	1222239	847641	263295	103378	76116
万方新材料	100%	铝产品生产及销售	1000	4786	910	50530	-185	-167
宁夏焦万	100%	铝产品生产及销售	100	32750	199	643	133	99
中国稀有稀土	11.73%	稀土的开采加工	136000	823504	468468	665217	-	11469

资料来源：公司公告、开源证券研究所

表2：焦作万方拥有 558 台 280KA 电解槽，建成产能达 42 万吨/年

公司	电解铝产能（万吨）	地址	槽型	槽数	电力来源	发电机组
焦作万方	42	河南省焦作市马村区待王镇焦新路南侧	280KA	558	自备火电	600MW

资料来源：公司官网、开源证券研究所

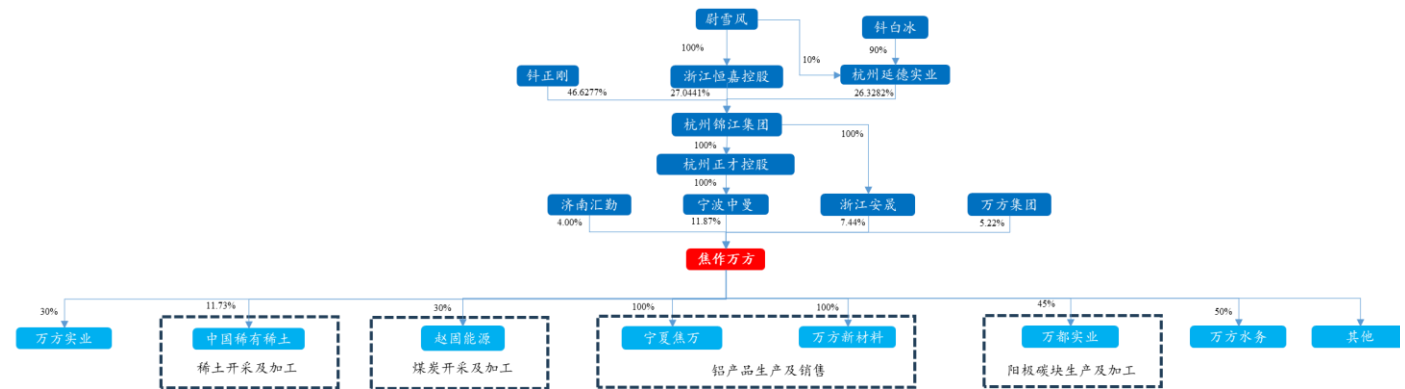
1.3、锦江集团入主，股权结构优化与全产业链战略双轮驱动

锦江集团入主，股权结构趋于集中稳定。截至 2025 年 6 月 30 日，浙江安晟及其一致行动人宁波中曼合计持有焦作万方 19.31% 股权，公司由无实际控制人变更为钊正刚实际控制，治理结构更趋稳定。子公司方面，焦作万方分别在河南焦作和宁夏两地投资设立两家全资子公司，开展铝产品生产及销售业务：万方新材料主要负责推动产品结构向高技术附加值领域升级；宁夏焦万则负责充分盘活公司资产，进一步提高公司经济效益。此外，焦作万方战略性参股赵固能源(30%)、万都实业(45%)等上游企业，有效对冲煤炭、预焙阳极等原材料价格波动风险。

拟收购开曼铝业完善上游布局，加速构建铝业全产业链整合。2016 年钊正刚通过锦江集团入主焦作万方后，持续强化控制权布局。2024 年 3 月通过浙江安晟对公司股份进行进一步增持，并于同年 5 月与其一致行动人宁波中曼通过二级市场 and 大宗交易的方式合计增持公司股份至 2.3 亿股，占公司总股本的 19.31%，确立第一大股东地位，但锦江集团下属企业中瑞铝业及宁夏宁创与焦作万方之间存在同业竞争。2025 年，随着董事会改组完成，钊正刚正式获得公司实际控制权，为其后续整合战

略奠定治理基础。2025 年 3 月，焦作万方启动重大资产重组，拟发行股份收购杭州锦江集团等合计持有的开曼铝业（三门峡）100%股权并配套募资，经 2025 年 8 月 22 日召开的上市公司第十届董事会第二次会议审议通过，上市公司拟对交易方案进行调整，调整后的交易方案为上市公司拟通过发行股份的方式购买锦江集团等交易对方合计持有的三门峡铝业 99.4375%股权，交易对价为 319.49 亿元。交易完成后，焦作万方将形成完整铝基材料产业链闭环，预计还可通过业务整合规避同业竞争风险。

图3：钼正刚为实际控制人，锦江系赋能焦作万方



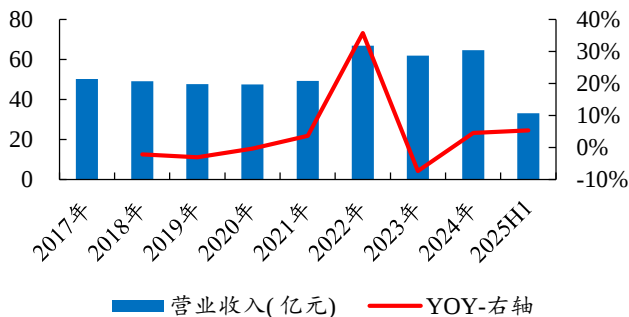
资料来源：Wind、公司公告等、开源证券研究所

注：公司股东比例截至 2025 年 6 月 30 日，参股控股比例截至 2025 年 6 月 30 日。

1.4、利润主要受原材料及铝价影响，全产业链布局有望提升盈利稳定性

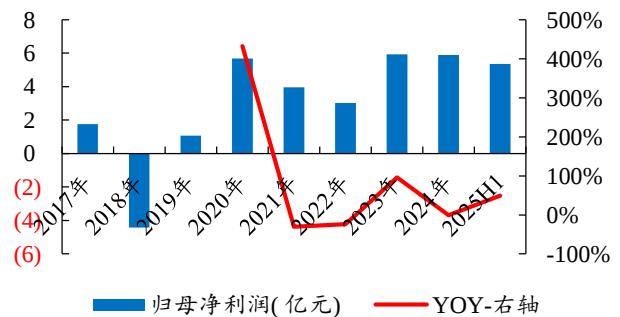
营收主要受铝价影响，利润空间受制于原材料成本波动。2024 年公司实现营业收入 64.65 亿元，同比增长 4.5%；归母净利润 5.89 亿元，同比降低 0.73%，主要系氧化铝价格大幅上涨侵蚀公司利润。历史上来看，尽管公司通过自备电厂和上游参股构建了部分成本优势，但其盈利仍显著受制于原材料成本与铝价的周期性波动。2018 年受氧化铝和预焙阳极价格高位、电解铝价格低迷及非经损益影响，公司利润承压；2021 年公司遭遇山洪冲击导致停产，直接导致产能损失和成本上升，公司归母净利润大幅下降；2022 年俄乌冲突及美联储加息等多种国际因素引发铝价剧烈波动，叠加原材料价格飙升以及存货大额减值，导致公司营收上升的同时面临毛利率急剧下降。

图4：公司营业收入受铝价影响增速波动较大



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

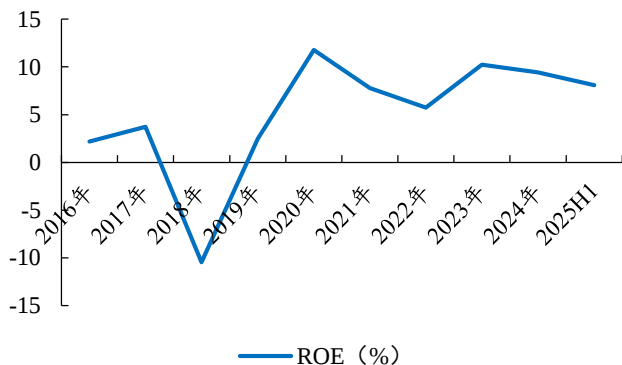
图5：公司归母净利润受制于原材料成本



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

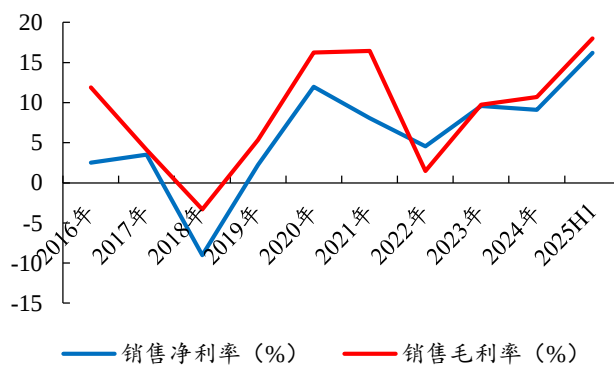
毛利率、净利率、ROE 保持高位。伴随铝价持续高景气，公司盈利能力逐步增强，叠加费用率的不断优化，2023 年起公司毛利率、净利率和 ROE 均明显回升。2024 年，公司销售毛利率、净利率分别达 10.7%、9.1%，同比分别+0.96pct、-0.48pct。

图6：2023 年以来焦作万方 ROE 维持高位



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

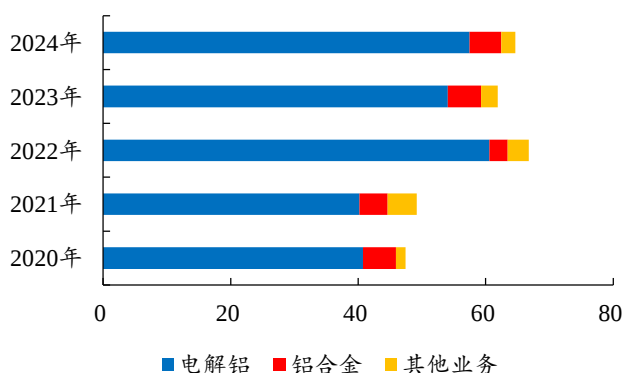
图7：销售毛利率和净利率随原材料价格波动



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

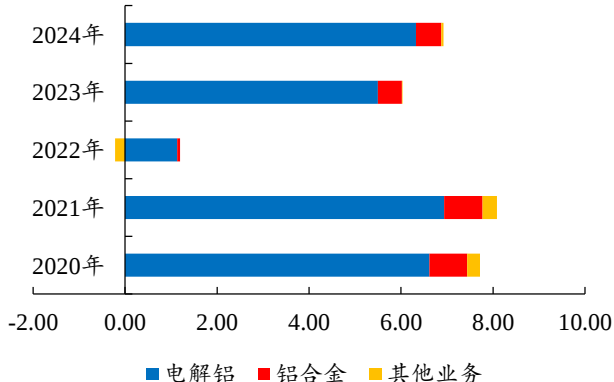
电解铝为主要收入和毛利来源。公司主营业务包括电解铝及其他铝产品，细分来看，2024 年，电解铝贡献 87%营收和 91%毛利，是核心盈利支柱。

图8：电解铝贡献主要的营业收入（亿元）



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图9：电解铝贡献主要的毛利（亿元）

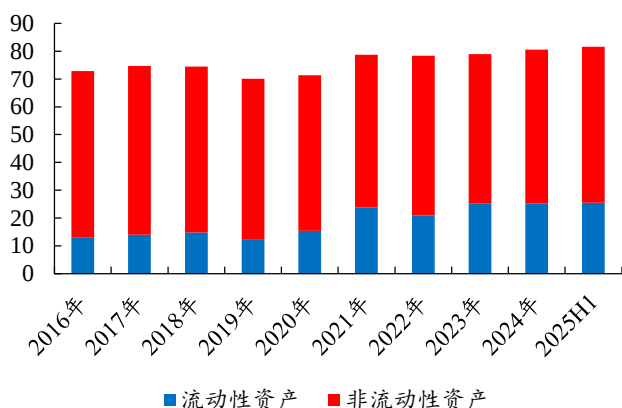


数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

1.5、资本扩张结束+费用率优化，报表不断修复

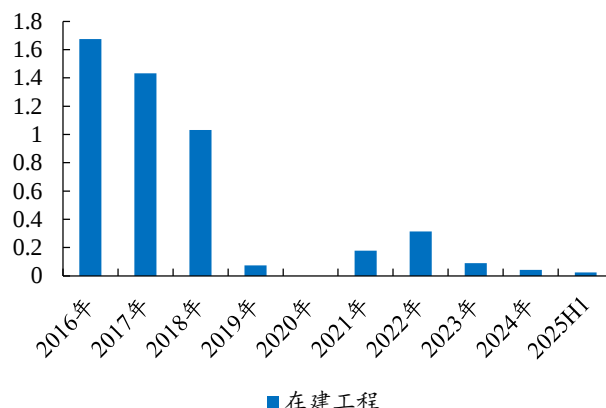
资本扩张期逐步结束，资产负债表和现金流量表不断修复。2017 年 4 月，工信部确定电解铝合规产能白名单，设置电解铝产能天花板，电解铝产量增速开始放缓，公司在建工程资产下降，投资资金也大幅下降。**资产负债表来看**，①总资产变化：流动性资产上升，未来总资产或将保持高位。②在建工程：产能扩产期结束，资本性开支扩张期结束，在建工程从 2016 年的 1.7 亿元下降到 2024 年的 0.04 亿。**现金流量表来看**，①经营性现金流净额变化：行业盈利持续向好，现金流改善明显，净额从 2016 年的 2.3 亿元大幅增加至 2024 年的 9.6 亿元。②投资性现金流净额变化：2016 年公司投资性现金流净额异常高主要系收到西藏吉奥高投资的股权转让款获得大额现金流入所致。随着资产扩张结束，公司投资活动明显减弱，2023-2024 年投资性现金流净额维持在 0 附近。

图10：焦作万方流动资产呈上升趋势（亿元）



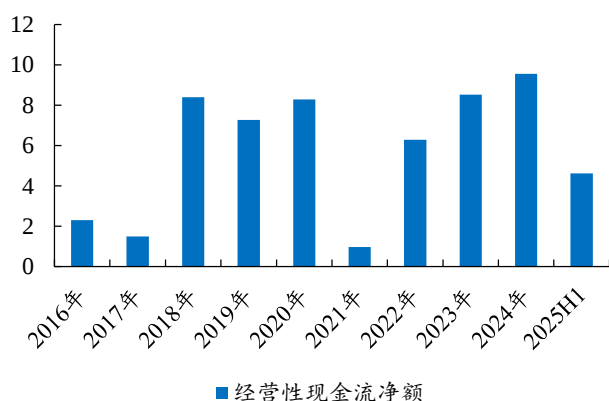
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图11：焦作万方在建工程资产维持低位（亿元）



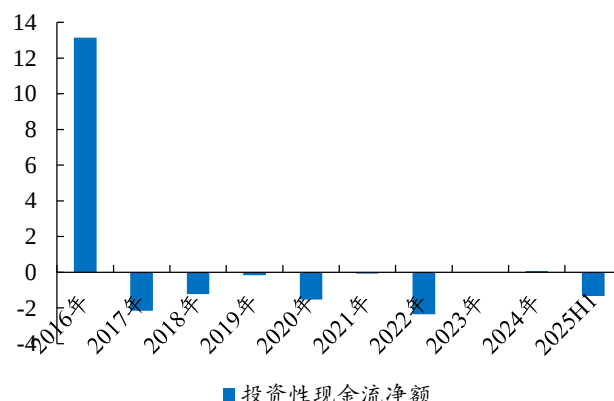
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图12：焦作万方经营性现金流净额不断改善（亿元）



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

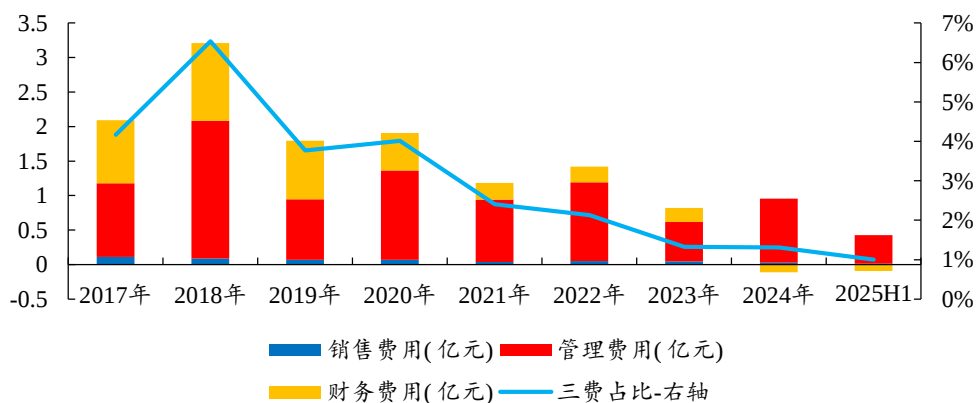
图13：焦作万方投资性现金流净额不断收窄（亿元）



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

公司费用率不断降低。2018年起公司三项费用率不断降低，财务费用降幅尤为明显，2024年公司财务费用-0.11亿元，表明公司资金较为充裕。

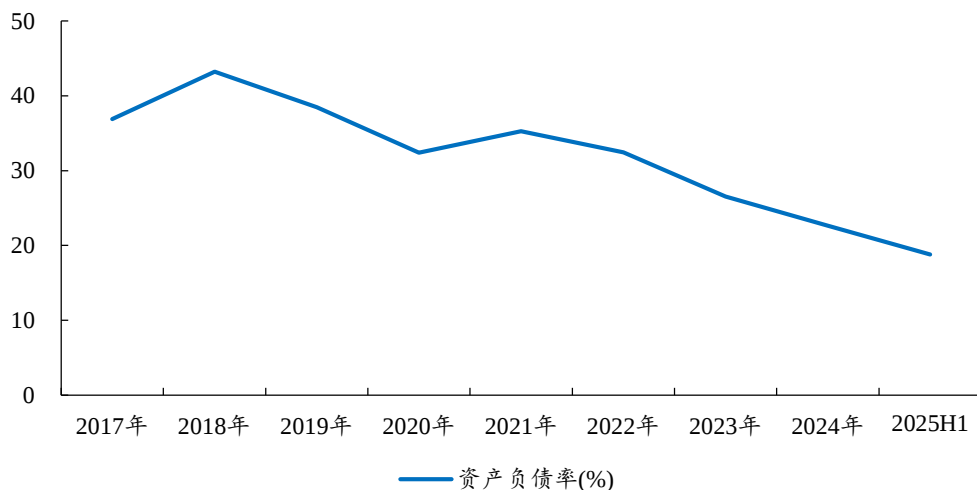
图14：公司费用率不断降低



数据来源：Wind、开源证券研究所

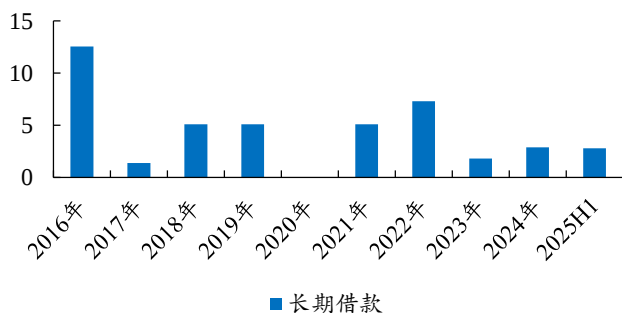
公司负债大幅下降。随着公司盈利能力的改善以及资本周期扩张结束，公司现金充足，开始偿还债务，长期借款和短期借款均大幅度减少。公司长期借款从 2016 年底的 12.5 亿元大幅减少至 2025H1 末的 2.8 亿元，短期借款从 2016 年底的 7.75 亿元大幅减少至 2025H1 末的 2.8 亿元。

图15：公司资产负债率不断降低



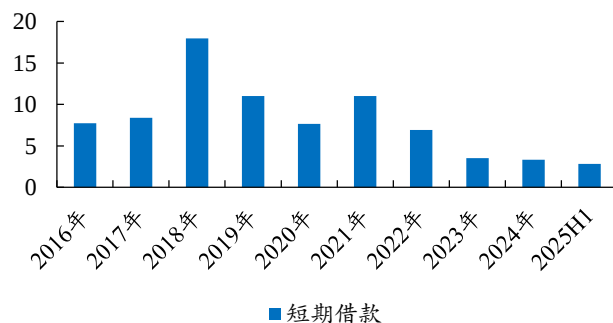
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：焦作万方长期借款整体呈下降趋势（亿元）



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

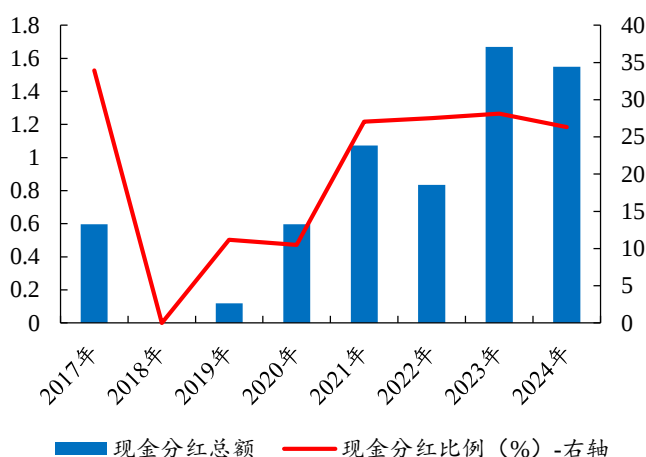
图17：焦作万方短期借款整体呈下降趋势（亿元）



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

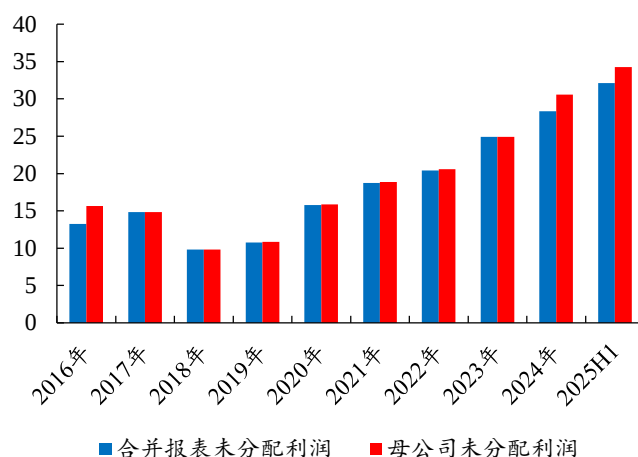
近年来公司保持稳定的分红比例，且具备持续分红基础。公司自 1996 年上市以来，累计现金分红 17.6 亿元，平均分红率约 32%，近 8 年来看，仅 2018 年末进行现金分红，主要系当年业绩承压所致；2021 年~2024 年，公司现金分红比例维持在 25% 以上，反映公司对于股东回报的重视。此外，截至 2025Q1 季度末，公司合并报表口径未分配利润近 30 亿，截至 2025H1 末母公司未分配利润约 34.2 亿元，公司未分配利润充裕，且经营活动现金流稳健，偿债压力较小，具备持续分红基础。

图18: 近年来公司分红比例稳定 (亿元, %)



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图19: 公司未分配利润充足 (亿元)

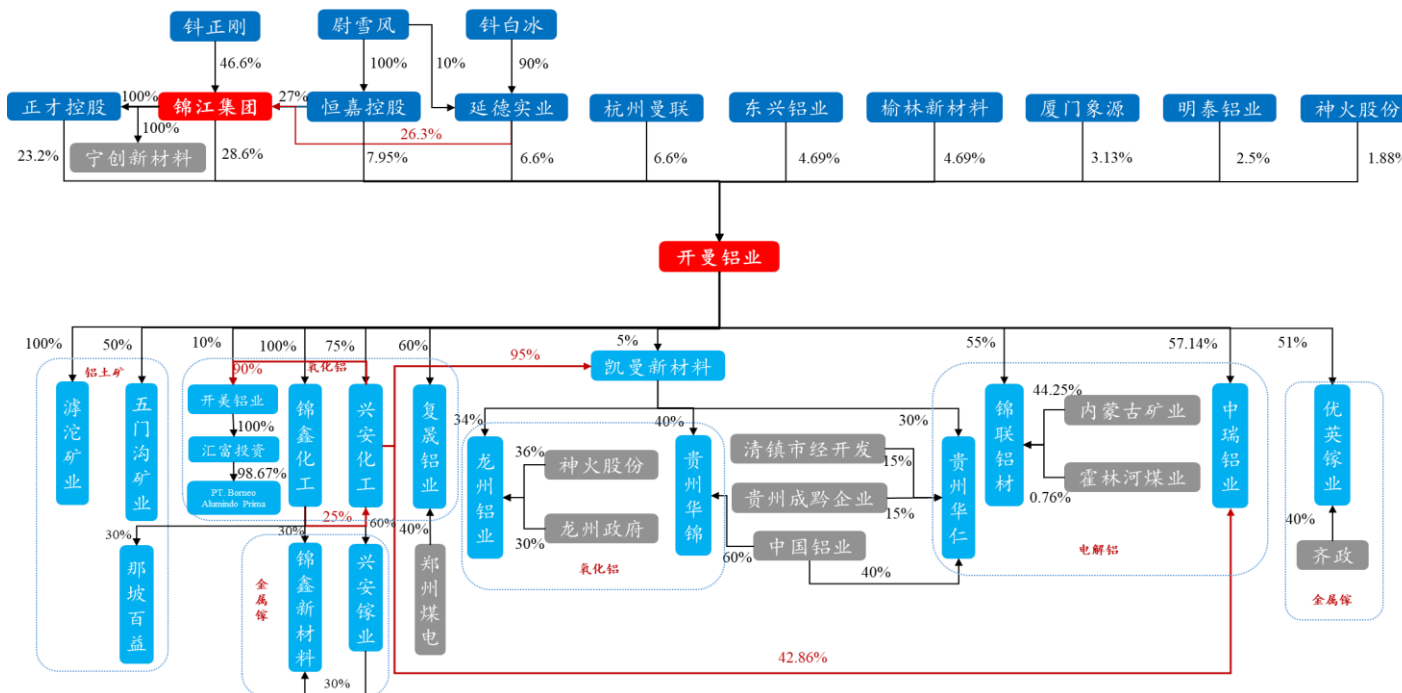


数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

2、 锦江集团入主，期待重组落地实现一体化腾飞

2025年3月，焦作万方启动重大资产重组，拟发行股份收购杭州锦江集团等合计持有的开曼铝业（三门峡）100%股权并配套募资，经2025年8月22日召开的上市公司第十届董事会第二次会议审议通过，上市公司拟对交易方案进行调整，调整后的交易方案为上市公司拟通过发行股份的方式购买锦江集团等交易对方合计持有的三门峡铝业99.4375%股权，交易对价为319.49亿元。标的公司三门峡铝业的主营业务为氧化铝、烧碱、金属镓等产品的生产和销售，截至2025H1末，三门峡铝业氧化铝权益产能1028万吨/年，位居全国第四、全球第六；同时拥有电解铝权益产能超100万吨/年、烧碱产能50万吨/年以及金属镓产能290吨/年；交易完成后，焦作万方将形成完整铝基材料产业链闭环。

图20：开曼铝业一体化布局铝土矿-氧化铝-电解铝产业链



资料来源：企查查、公司公告、开源证券研究所

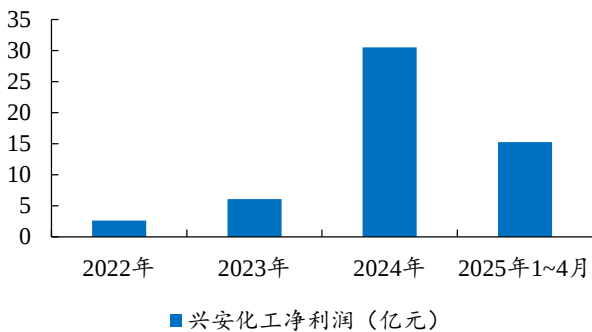
注：持股比例统计时间为 2025 年 9 月。

表3：开曼铝业主要资产为电解铝和氧化铝

子公司	产能（万吨/年）	开曼铝业持股比例
宁夏宁创新材料	27	杭州锦江集团 100%持股
甘肃中瑞铝业	29.2	100%
内蒙古锦联铝材	105	55%
贵州华仁新材料（参股）	50	30%
电解铝权益产能	101.95	
PT. Borneo Alumindo Prima（印尼）	100	99%
开曼铝业(三门峡)（河南）	210	100%
兴安化工（山西）	300	100%
复晟铝业（山西）	100	60%
锦鑫化工（广西）	220	100.00%
贵州华锦（贵州，参股）	160	40.00%
龙州铝业（广西，参股）	100	34.00%
氧化铝权益产能	986.67	

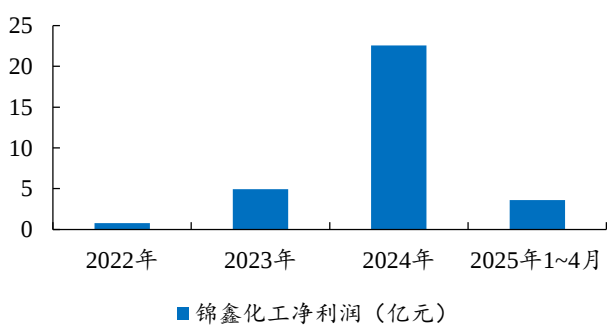
数据来源：企查查、SMM、钢联等、开源证券研究所

图21：2025 年 1~4 月兴安化工净利润达 15.3 亿元



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图22：2025 年 1~4 月锦鑫化工净利润达 3.6 亿元



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

开曼铝业合计电解铝权益年产能约 102 万吨。开曼铝业旗下电解铝控股/参股子公司有锦联铝材、中瑞铝业、华仁新材料三家，合计权益产能 101.95 万吨，其中内蒙古锦联铝材自备 2380MW 燃煤发电机组，甘肃中瑞铝业和贵州华仁新材料均采购网电；另外，锦江集团旗下 100%控股企业宁创新材料拥有 20 万吨/年电解铝产能，2024 年 8 月，租用焦作万方 7 万吨/年电解铝产能指标，至此宁创新材料电解铝产能达 27 万吨/年。

表4：旗下电解铝产能电解槽均为 400KA 和 500KA

公司	股权比例	产业链布局	地址	电解铝产能（万吨）	槽型	电力来源	发电机组
内蒙古锦联铝材	55%	自备电+电解铝	内蒙古自治区通辽市霍林郭勒市	105		自备电	
一期 100 万吨				100	2 条 368 台 400kA + 1 条 180 台 500kA		2380MW 燃煤发电机组
产能置换项目				4.7	34 台 500kA		

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

甘肃中瑞铝业	100%	网电+电解铝	甘肃省白银市靖远县	29.2	218 台 500kA	网电	正在建设源网荷储一体化示范项目，预计年发电量 21.46 亿千瓦时
贵州华仁新材料	30%	网电+电解铝	贵州省贵阳市清镇市	50	368 台 500KA	网电	
宁创新材料	100%控股	网电+电解铝	宁夏回族自治区中宁县	27	282 台 400kA	网电	

资料来源：通辽市生态环境局、北极星风力发电网等、开源证券研究所

开曼铝业合计持有铝土矿权益产能 155 万吨。根据我们梳理，开曼铝业拥有 4 个铝土矿矿权，其中 3 个采矿权，分别为五门沟铝土矿、溇沱铝土矿和那坡龙合铝土矿，1 个探矿权--陇练铝土矿。

表5：开曼铝业铝土矿分布在河南和广西地区

矿山名称	权益	采矿权人	地理位置	采矿权证	产能(万吨/年)	状态	开采方式
开曼铝业(三门峡)有限公司河南省陕州区王家后乡五门沟铝土矿	开曼铝业 50%	开曼铝业(三门峡)有限公司	河南三门峡市陕州区	C4100002022123111000101	100	在建	地下开采
开曼铝业(三门峡)有限公司河南省陕州区王家后乡溇沱铝土矿	开曼铝业 100%	开曼铝业(三门峡)有限公司	河南三门峡市陕州区	C4100002022063111000038	45	在建	地下开采
广西那坡龙合铝土矿	开曼铝业 30%	广西百矿氧化铝有限公司	广西那坡村	C4500002017013210143950	200	在产	露天开采
广西田东县思林镇陇练铝土矿详查(第五次保留)	开曼铝业 100% (广西田东锦鑫化工有限公司)	广西田东锦鑫化工有限公司	广西百色市田东县	T4500002008103010016073	-	-	-

资料来源：自然资源部、广西省工信厅等、开源证券研究所

3、盈利预测与投资建议

商品产销量：(1) 电解铝生产销售：公司合计 42 万吨/年产能指标，其中 35 万吨/年产能于焦作市运行，另外 7 万吨/年出租给宁夏宁创，考虑到近年来河南省电力运行稳定，我们预计 2025~2027 年公司电解铝产销量分别为 35、35、35 万吨；**(2) 电解铝指标出租：**2024 年 10 月，焦作万方为盘活资产，将 7 万吨闲置电解铝产能指标出租给宁夏宁创使用，并收取许可费，交易价格设定规则为：当月 SMM A00 铝（AL99.70）铝锭报价月均价为 18500 元时，当月指标许可费按 $[500 \text{ 元/吨/年}] \div 12$ 收取；当月 SMM A00 铝（AL99.70）铝锭报价月均价在 18500 元/吨基础上每上涨或下跌达到 500 元/吨（小于 500 元/吨不作调整），指标许可费同步增加或减少 100 元/吨/年，指标许可费最低为 300 元/吨/年。

商品价格：在电解铝产能天花板限制下，原铝供应刚性凸显，叠加下游电力、新能源车表现突出，有望承接建筑用铝带来的减量，铝消费整体韧性凸显，供需格局向好，我们认为铝价有望持续维持高位运行，预计 2025~2027 年铝价分别为 2.05、2.10、2.15 万元/吨，此外公司最大的成本暴露为氧化铝，2025 年海内外新投氧化铝

产能众多，供需基本面走向过剩，但原材料铝土矿因其供应的高集中度扰动频发，我们认为氧化铝价格将转向成本定价，利润空间收窄，预计 2025~2027 年氧化铝价格分别为 3200、3100、3100 元/吨。煤炭价格方面，我们假设 2025~2027 年动力煤价格分别为 670、670、670 元/吨。

表6：公司盈利拆分

		2024 年	2025E	2026E	2027E
电解铝	销量（万吨）	35.00	35.00	35.00	35.00
	价格（含税，元/吨）	19929.78	20500.00	21000.00	21500.00
	收入（亿元）	62.44	63.50	65.04	66.59
	毛利（亿元）	6.88	14.57	17.12	18.67
其他	营业收入（亿元）	2.22	2.22	2.22	2.22
	营业成本（亿元）	2.17	2.17	2.17	2.17
	毛利（亿元）	0.05	0.05	0.05	0.05
合计	营业收入（亿元）	64.65	66.35	67.96	69.58
	营业成本（亿元）	57.73	51.09	50.09	50.09
	毛利（亿元）	6.92	15.25	17.87	19.49

数据来源：Wind、开源证券研究所

不考虑开曼铝业注入，我们预计公司 2025-2027 年实现收入 66.35、67.96、69.58 亿元，同比分别变动+2.6%、+2.4%、+2.4%，实现归母公司净利润 13.08、15.89、17.42 亿元，同比分别变动+122.1%、+21.5%、+9.6%，EPS 分别为 1.10、1.33、1.46 元/股。

考虑到焦作万方布局主要由电解铝和煤炭，我们选取天山铝业、神火股份和中孚实业作为可比公司，以 2025 年 9 月 25 日股价为基准，2025~2027 年可比公司平均估值分别为 8.4、7.1、6.4 倍，焦作万方分别为 7.3、6.0、5.5 倍。相较同行而言，2025 年公司有望充分受益于氧化铝价格下行以及未来开曼铝业注入带来的一体化助力，首次覆盖，给予“买入”评级。

表7：公司估值低于可比公司平均水平（截至 2025 年 9 月 25 日）

股票代码	公司简称	收盘价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
601600.SH	天山铝业	7.61	1.01	1.20	1.38	7.53	6.34	5.51
600595.SH	中孚实业	5.09	0.49	0.61	0.68	10.30	8.28	7.49
000933.SZ	神火股份	19.33	2.58	2.87	3.12	7.49	6.74	6.20
可比公司平均 PE						8.44	7.12	6.40
000612.SZ	焦作万方	8.00	1.10	1.33	1.46	7.29	6.00	5.47

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：天山铝业、中孚实业、神火股份均为开源证券研究所预测

表8：预计铝价每上涨 500 元公司业绩上涨 1.33 亿元，氧化铝价格每下跌 100 元公司业绩上涨 5036 万元

归母净利润（百万元）		铝价（元/吨）						
		18500.00	19000.00	19500.00	20000.00	20500.00	21000.00	21500.00
氧化铝价格	2600.00	1076.46	1209.83	1343.20	1476.57	1609.97	1743.37	1876.79
（元/吨）	2700.00	1026.10	1159.46	1292.83	1426.20	1559.61	1693.01	1826.43

2800.00	975.73	1109.10	1242.47	1375.84	1509.24	1642.64	1776.07	1909.49
2900.00	925.37	1058.74	1192.11	1325.48	1458.88	1592.28	1725.70	1859.13
3000.00	875.01	1008.37	1141.74	1275.11	1408.52	1541.92	1675.34	1808.77
3100.00	824.64	958.01	1091.38	1224.75	1358.15	1491.55	1624.98	1758.40
3200.00	774.28	907.65	1041.02	1174.39	1307.79	1441.19	1574.61	1708.04
3300.00	723.92	857.29	990.65	1124.02	1257.43	1390.83	1524.25	1657.68
3400.00	673.55	806.92	940.29	1073.66	1207.06	1340.46	1473.89	1607.31
3500.00	623.19	756.56	889.93	1023.30	1156.70	1290.10	1423.52	1556.95
3600.00	572.83	706.20	839.56	972.93	1106.34	1239.74	1373.16	1506.59
3700.00	522.46	655.83	789.20	922.57	1055.97	1189.37	1322.80	1456.22
3800.00	472.10	605.47	738.84	872.21	1005.61	1139.01	1272.43	1405.86
3900.00	421.74	555.11	688.47	821.84	955.25	1088.65	1222.07	1355.50
4000.00	371.37	504.74	638.11	771.48	904.88	1038.28	1171.71	1305.13

数据来源：Wind、开源证券研究所

4、风险提示

(1) 煤炭价格大幅波动，煤炭是公司重要的原材料，价格大幅波动将对公司成本造成影响；

(2) 铝价大幅波动，公司核心产品为电解铝，铝价大幅波动将对公司业绩造成影响；

(3) 氧化铝价格大幅上涨，氧化铝为公司主要的外购原材料，价格大幅上涨将对公司利润造成侵蚀；

(4) 重组进展不及预期等，公司目前正在和开曼铝业进行重组，重组进展不及预期将影响公司的战略发展规划。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2526	2519	3003	4119	5407
现金	1588	1700	2280	3303	4671
应收票据及应收账款	17	10	24	11	22
其他应收款	235	182	246	192	256
预付账款	76	52	79	55	83
存货	455	541	341	524	341
其他流动资产	154	34	34	34	34
非流动资产	5373	5541	5865	6164	6453
长期投资	3031	3186	3580	3974	4368
固定资产	1832	1754	1665	1563	1453
无形资产	86	109	123	126	131
其他非流动资产	424	491	498	501	501
资产总计	7898	8060	8869	10283	11859
流动负债	1875	1497	1222	1251	1296
短期借款	351	333	333	333	333
应付票据及应付账款	777	872	588	591	661
其他流动负债	747	292	302	328	302
非流动负债	222	328	259	183	106
长期借款	181	290	221	145	68
其他非流动负债	41	38	38	38	38
负债合计	2097	1825	1481	1434	1402
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	1192	1192	1192	1192	1192
资本公积	1656	1662	1662	1662	1662
留存收益	3022	3445	4396	5551	6819
归属母公司股东权益	5802	6235	7388	8849	10458
负债和股东权益	7898	8060	8869	10283	11859

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	852	956	1001	1402	1712
净利润	593	589	1308	1589	1742
折旧摊销	193	188	159	164	170
财务费用	21	-11	-30	-56	-95
投资损失	-242	-240	-221	-236	-235
营运资金变动	264	423	-219	-63	125
其他经营现金流	23	7	4	3	5
投资活动现金流	1	7	-264	-231	-228
资本支出	50	126	89	69	64
长期投资	0	150	-394	-394	-394
其他投资现金流	51	-17	218	232	230
筹资活动现金流	-480	-661	-157	-148	-116
短期借款	-340	-18	0	0	0
长期借款	-549	109	-69	-76	-77
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	5	6	0	0	0
其他筹资现金流	405	-758	-88	-72	-39
现金净增加额	373	302	580	1023	1368

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6187	6465	6635	6796	6958
营业成本	5584	5773	5109	5009	5009
营业税金及附加	61	58	59	61	62
营业费用	5	3	4	3	4
管理费用	57	93	78	89	87
研发费用	0	4	2	3	3
财务费用	21	-11	-30	-56	-95
资产减值损失	-3	-10	0	0	0
其他收益	1	1	0	1	1
公允价值变动收益	-0	-0	0	0	0
投资净收益	242	240	221	236	235
资产处置收益	0	-13	-3	-4	-5
营业利润	700	763	1629	1920	2119
营业外收入	6	7	34	37	21
营业外支出	6	60	102	50	54
利润总额	700	711	1561	1907	2085
所得税	107	122	253	318	343
净利润	593	589	1308	1589	1742
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	593	589	1308	1589	1742
EBITDA	878	887	1689	2014	2159
EPS(元)	0.50	0.49	1.10	1.33	1.46

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-7.3	4.5	2.6	2.4	2.4
营业利润(%)	242.5	9.1	113.4	17.8	10.3
归属于母公司净利润(%)	95.7	-0.7	122.2	21.5	9.6
获利能力					
毛利率(%)	9.7	10.7	23.0	26.3	28.0
净利率(%)	9.6	9.1	19.7	23.4	25.0
ROE(%)	10.2	9.4	17.7	18.0	16.7
ROIC(%)	8.4	8.4	16.0	16.4	15.2
偿债能力					
资产负债率(%)	26.5	22.6	16.7	13.9	11.8
净负债比率(%)	-8.0	-16.7	-22.4	-31.1	-40.2
流动比率	1.3	1.7	2.5	3.3	4.2
速动比率	1.1	1.3	2.1	2.8	3.8
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.7	0.6
应收账款周转率	296.1	481.7	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	19.6	18.6	33.6	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.50	0.49	1.10	1.33	1.46
每股经营现金流(最新摊薄)	0.71	0.80	0.84	1.18	1.44
每股净资产(最新摊薄)	4.87	5.23	6.20	7.42	8.77
估值比率					
P/E	16.1	16.2	7.3	6.0	5.5
P/B	1.6	1.5	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA	10.2	9.6	4.7	3.4	2.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

15 / 17

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn