

导语：低负债高盈利，铝业老兵的逆袭。

作者：市值风云 App：beyond

焦作万方：电解铝供给刚性核心赢家，利润大增 72%领跑行业

当资本市场的聚光灯频频打在锂、钴、芯片等新兴赛道时，一些传统行业的“老将”正悄然经历着深刻的变革。中国铝工业正处于深度变革期，在“双碳”目标引领下，行业正经历供给侧结构性改革与需求端转型升级的双重洗礼。

作为河南省重点电解铝企业，焦作万方（000612.SZ，公司）凭借其“煤—电—铝—铝加工”一体化产业链优势，在 2025 年展现出强劲的盈利修复能力与结构性优化态势。

公司自 1996 年上市以来，始终专注于铝产业，现已形成 42 万吨电解铝产能及 15 万吨铝加工产能的产业布局，并逐步向“氧化铝-电解铝-铝加工”全产业链延伸。

公司拥有280千安大型预焙阳极铝电解生产线三条，电解铝年产能42万吨；铝合金生产线两条，年产能15万吨；自备电厂装备2×300MW热电联产发电机组，具有完备的生产一体化产业链。公司对外投资涉及稀土、煤炭、炭素、金融等行业，目前，形成了以“煤-电-铝-加工”一体化产业为主，对外投资为辅的多元化经营之路。

（来源：公司官网）

一、供给天花板下的行业变局

要读懂焦作万方，必先理解电解铝行业正在经历的深刻变革。与 2017 年那轮以去产能为核心的供给侧改革不同，当前的电解铝行业变革呈现出三个关键特征：

一是产能天花板彻底固化。中国电解铝 4500 万吨产能红线已成为不可逾越的天花板，任何新增产能都必须通过等量或减量置换。这意味着行业供给端已经从“弹性”变为“刚性”。

截至 2025 年 4 月，国内电解铝运行产能已达 4410 万吨，无限接近产能上限，新增产能空间极小。

二是成本结构发生革命性变化。电力成本占电解铝生产成本的 35%-40%，这一核心变量正经历深刻重构。

随着“双碳”政策推进，火电铝成本持续抬升，而水电铝则凭借清洁低碳优势获得政策倾斜。云南、四川等水电丰富地区成为铝业新贵，传统的“煤炭-电解铝”模式面临严峻挑战。

三是需求引擎悄然换挡。虽然建筑等传统需求增长放缓，但新能源汽车、光伏等新兴领域正成为铝消费的新增长点。

一辆新能源汽车用铝量比传统汽车高出 40%，一个光伏电站则需要大量的铝制支架。这种需求结构的变化，正在重塑铝加工行业的竞争格局。

二、优势与隐忧并存

在这一行业背景下，焦作万方的核心优势在于资源自给保障程度较高。公司持有赵固能源 30%股权，后者这家煤矿企业每年为公司提供稳定的煤炭供应，并且公司配套发电机组能够满足近 90%生产用电需求。

在煤炭价格剧烈波动的市场环境中，这种布局为公司提供了可观的投资收益和成本缓冲。

2、煤电铝一体化产业矩阵构筑成本壁垒

通过“煤-电-铝-深加工”全产业链布局，形成纵向协同效应。配套发电机组满足近 90%生产用电需求，构建能源成本护城河。战略性参股焦作煤业集团赵固（新乡）能源有限公司（30%股权）及焦作万都实业有限公司（45%股权），创新风险对冲机制，有效平抑煤炭及预焙阳极市场价格波动。设立焦作万方新材料有限公司，推动产品结构向高技术附加值领域升级；设立宁夏焦万新材料有限公司，充分盘活公司资产，进一步提高公司经济效益。

（来源：公司 2024 年财报）

作为一家位于河南的火电铝企业，公司也在寻求能源结构转型。通过与当地电网企业的深度合作，公司获得了相对稳定的电力供应和电价政策。地处中原经济区，距离铝消费市场近，公司的物流成本低于西北地区同类企业。

成本优势之外，我们也要看到公司持续面临的环保压力。尽管有电力合作安排，但公司火电铝的本质使其面临持续的环保压力。在全国碳市场不断完善背景下，碳排放成本将成为越来越重要的影响因素。

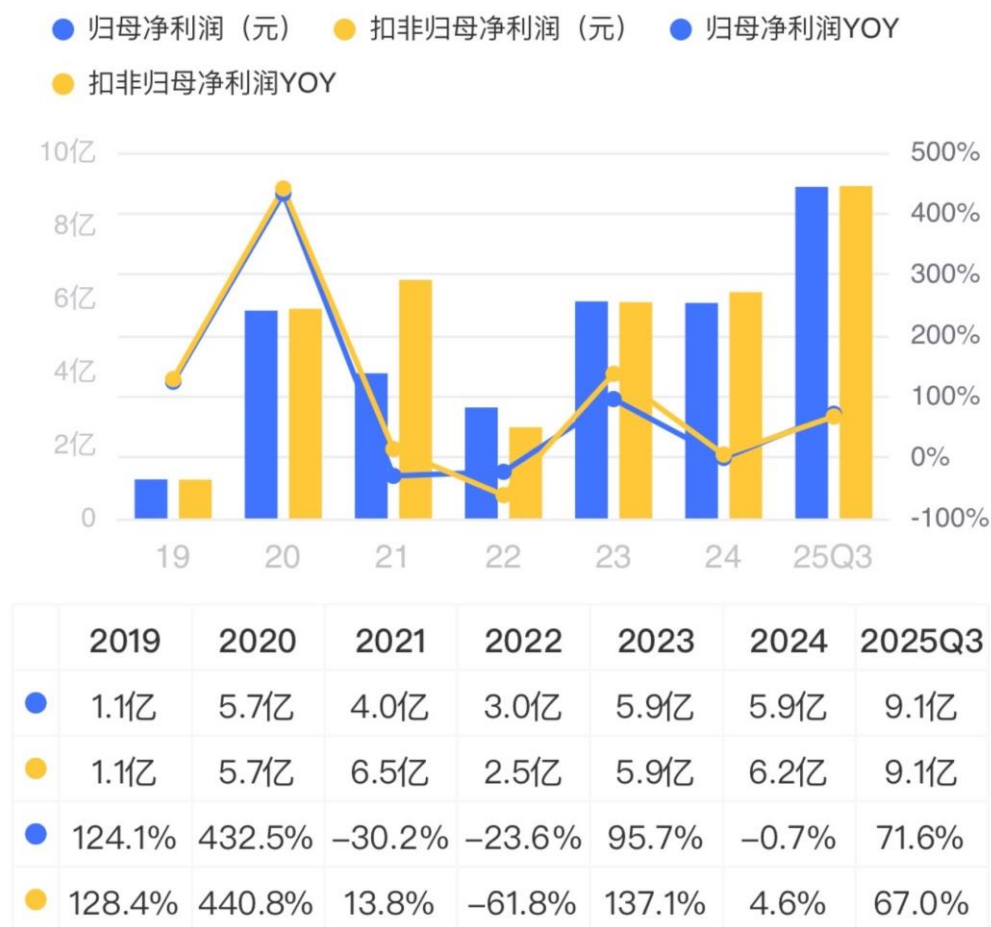
与其他电解铝企业类似，公司的业务单一，主要为电解铝和铝合金产品，在铝价波动时，这种业务结构可能导致业绩大幅波动。2022 年铝价从高点回落时，公司营业利润同比下降超过 70%，充分暴露了这一弱点。

2025 年，公司实际控制人变更为钊正刚先生，控制结构的变动，也可能影响公司长期战略的稳定执行。

三、盈利乘风起

分析公司近三年财务数据，可以清晰看到其强周期特征。例如，2022 年，铝价回落叠加能源成本上升，公司归母净利润下滑至 2.5 亿元，同比下跌 62%；2023 年开始，随着铝价企稳回升，公司业绩重回复苏态势。

■ 净利润



（来源：市值风云 APP）

2025 年前三季度，公司营收 49.8 亿元，同比增长 4%；归母净利润 9.1 亿元，同比大幅增长 71.6%。单季度看，2025 年第三季度公司归母净利润达 3.7 亿元，同比增长 120%，呈现加速增长态势。

与此同时，公司盈利能力全面改善。2025 年前三季度，公司毛利率提升至 20.9%，较 2024 年提高了 10 个百分点；净利率达 18.2%，ROE 提升至 13.7%，达到近五年来的最高水平。

利润率

● 毛利率 ● 经调整营业利润率 ● 净利率



	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q3
● 毛利率	5.4%	16.3%	16.4%	1.5%	9.7%	10.7%	20.9%
● 经调整营业利润率	2.3%	12.2%	13.4%	-1.0%	7.8%	8.3%	17.7%
● 净利率	2.2%	12.0%	8.1%	4.5%	9.6%	9.1%	18.2%

(来源：市值风云 APP)

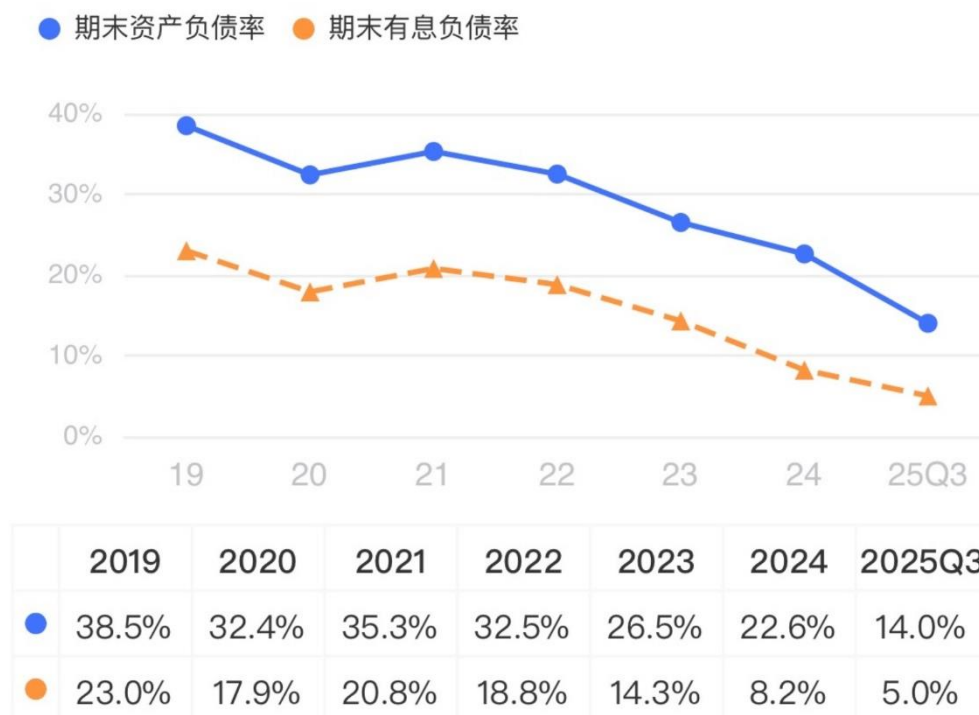
公司盈利能力的提升主要源于两大因素：一是铝价上涨带来的收入端改善，2025年沪铝主力合约价格一度突破 21880 元/吨，创年内新高；二是成本端的有效控制，特别是氧化铝价格从年初 4987 元/吨降至 11 月的 2866 元/吨，显著降低了生产成本。

公司的“高毛利率、高净利率、高 ROE”的三高特征，凸显了在电解铝高景气周期中运营效率的实质性提升。

与行业龙头中国铝业（601600.SH）以及区域优势企业云铝股份（000807.SZ）相比，仅 2025Q3，公司单季毛利率达到 26.7%，显著高于前二者的 18.4%与 18%。与此同时，公司的净利润同比增速也显著领先于前二者（分别为 66%及 40%）。

不单如此，2025 年三季度末，公司的资产负债率为 14%，有息负债率为 5%，显著低于中国铝业的 46%和云铝股份的 48%。

■ 负债率



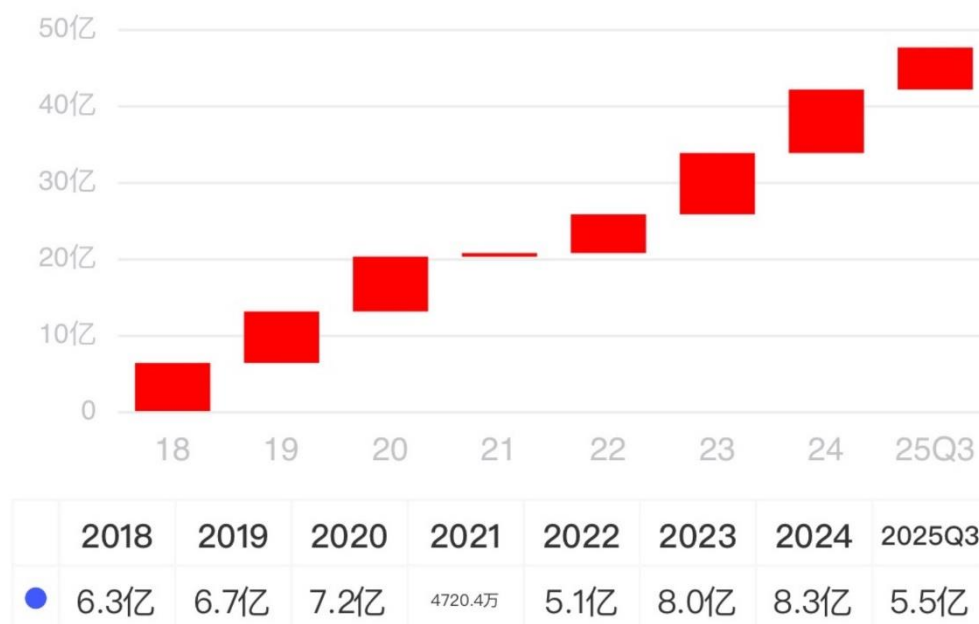
(来源：市值风云 APP)

从横向对比来看，公司不仅在毛利率、净利润增速等盈利指标上领先于同业，而且负债水平低，展现出“高盈利、低负债”的良好特征。

低负债运营使公司在行业低谷期拥有更强的抗风险能力。2018 年以来，公司经营现金流持续为正，在覆盖掉资本开支后，每年均能够沉淀可观的自由现金流，显示主营业务造血能力健康。

自由现金流

● 自由现金流（元）



（来源：市值风云 APP）

对于公司后续看点的考量，自然是电解铝行业的高景气度能否维持。对此，申万期货的主要观点是：

站在当下，国内仍受到 4500 万吨产能天花板政策的限制，目前电解铝的运行产能已接近 4400 万吨，实际可增加的产能空间较为有限。

海外方面，部分国家虽有新建产能规划，但面临铝土矿供应、能源价格波动、政策变动等问题，产能投产进度缓慢。需求端，新旧需求完美衔接。建筑领域需求虽面临房地产市场调整压力，但仍将保持一定规模。

交通运输领域，新能源汽车和轨道交通的快速发展将带动需求增长，汽车轻量化趋势使得单车用铝量不断增加。电力行业随着全球能源转型加速，特高压输电、智能电网建设以及新能源发电配套设施建设将持续拉动电解铝需求。

整体来看，电解铝行业供需紧平衡格局有望延续，主要的成本端上行风险较为有限，拥抱电解铝高利润时代。

三、电解铝的利润分析：拥抱高利润电解铝时代

近期电解铝单吨利润再度站上了4000元/吨，上一次是在2021年和2022年全球大放水下需求的增长所推动。在经历了去年氧化铝价格大幅攀升所带来的成本低谷后，今年随着氧化铝价格的下跌，电解铝再度迎来了高利润时代。

（来源：世铝网）