

## 云铝股份 (000807.SZ)

公司报告 | 首次评级报告

崔彬辉  
农林牧渔行业研究

2026年5月22日

## 基本信息

所属行业	能源及材料
当前股价	29.99
总市值	1040.04 亿
PE-TTM	11.98
PB-MRQ	2.92

## 估值结果

价值	707.16 亿
DDM 估值 上行空间	-32%
状态	偏高估
价值	771.55 亿
动态估值 上行空间	-26%
状态	偏高估

## 四维评级

成长空间	☆☆☆☆☆
盈利趋势	☆☆☆☆☆
产业格局	☆☆☆☆☆
护城河	☆☆☆☆☆

## 核心评级结论

云铝股份是国内领先的绿色铝业一体化企业，依托云南丰富的水电资源，构建了“铝土矿-氧化铝-绿色电解铝-铝加工”的完整产业链，形成了“水电+铝”的独特发展模式。

公司身处电解铝这一政策壁垒高、集中度提升的优质赛道，受益于国家产能天花板和绿色转型战略，在产业格局与护城河维度具备显著优势。然而，受制于云南省电力配额约束及自身扩产空间有限，公司中长期产量增长几乎停滞，成长性严重不足；同时，盈利高度依赖铝价与电价波动，周期属性仍强，盈利趋势缺乏持续向上动能。整体来看，公司是一家基本面扎实、资产质量优良但缺乏成长弹性的周期型龙头。

基于远期电解铝供需矛盾缓解，盈利能力回落的假设，根据壹评级的DDM估值模型及动态估值模型测算，公司当前股价处于偏高估状态。

## 我们区别于市场的观点

市场普遍认为，随着全球碳中和进程加速，云铝股份作为“绿色水电铝”龙头，将持续受益于政策天花板带来的溢价。

我们则持有不同观点，认为市场过度放大了溢价的持续性，忽视了“政策刚性”对盈利模式的根本制约。电解铝作为高耗能、高排放产业，其产能扩张受国家严格管控，企业无法通过扩产兑现增长。当前铝价的坚挺更多是政策的结果，而非真实供需缺口驱动。一旦政策调控放松，价格极易回落。因此，云铝股份当前估值已透支未来盈利改善预期，存在明显高估。

## 风险提示

若新能源汽车、光伏、储能等新兴领域增速放缓，铝价将面临下行压力，企业营收与利润将受到显著冲击；铝土矿、煤炭等关键原材料价格若大幅上涨，将推高生产成本，侵蚀企业利润。

## 内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	4
3.2 营销强度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	5
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	6
5.1 成长空间	6
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	7
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	10

## 图表目录

图1：预测2026年收入占比 .....	4
图2：预测2026年毛利占比 .....	4
图3：近年公司盈利能力趋势图 .....	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图 .....	5
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势 .....	6
图6：近年股东回报能力趋势图 .....	6
表1：护城河详解表 .....	8
表2：公司整体业绩预测 .....	9
表3：公司分业务业绩预测 .....	9
表4：公司整体及分业务动态估值 .....	9
表5：公司整体及分业务DDM估值 .....	10

## 1. 基本信息

云铝股份所处的细分市场为电解铝及铝合金材料的生产与销售，核心下游应用集中于新能源汽车轻量化部件（2025年预计占国内铝消费增量的30%以上）、光伏边框与支架（占比约15%）、轨道交通装备、电力电子导体及高端工业型材。上游依赖铝土矿与氧化铝供应，而中游冶炼高度受制于电力成本与碳排放政策。公司依托云南清洁水电优势，成为国内绿电铝供应的龙头企业，在全球低碳铝供应链中占据关键地位。

## 2. 业务介绍

对于云铝股份公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

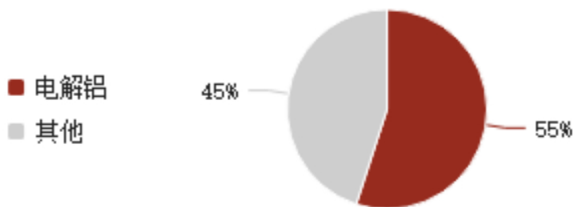
电解铝：

电解铝是指通过成熟的冰晶石-氧化铝熔盐电解工艺，生产的高纯度原铝（即“原铝”或“铝锭”），并进一步加工形成的铝合金及铝基材料。本质上是以电能为核心投入、以氧化铝为原料，经电解还原制得的金属铝，国内有全球一半的电解铝产能。我们界定其竞争市场范围为全球。

其他：

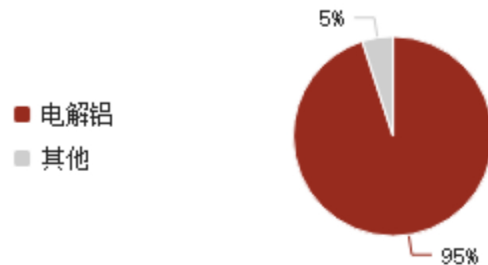
公司其他业务包括初级铝加工和贸易等等，我们界定其竞争市场范围为国内。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

## 3. 商业模式

公司属于典型的电解铝行业，具有显著的重资产属性，主要系电解铝电解设备投入和电力投资。

### 3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

截至2025年末，云铝股份总资产达441.76亿元，资产负债率降至19.84%，总资产周转率提升至1.38次，显著体现出其重资产运营特征，主要在于电解铝固定资产投资较高以及持续的产业升级与设备设施更新。

### 3.2 营销强度

低 较低 中等 较高 高

2025 年全年，云铝股份销售费用为 3442.25 万元，占营业收入比例仅为 0.057%，处于行业极低水平。电解铝作为标准化大宗商品，公司销售模式以自销为主，无需依赖高额营销投入维系订单，因此销售费率长期维持低位。

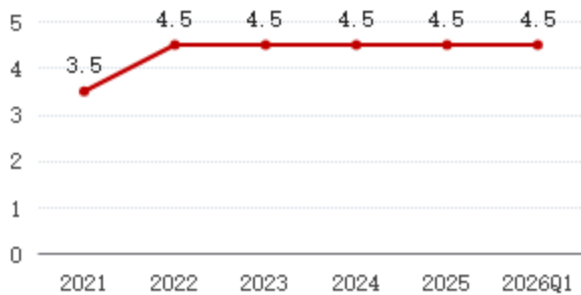
## 4. 历史经营绩效

电解铝行业盈利受电价与铝价周期双重影响，2021 - 2025 年整体呈现“高景气、高利润”态势。公司依托绿色电力优势维持较高盈利水平，业务控制力较强，电解铝盈利周期性较强，在行业周期下行阶段仍面临成本压力与增长乏力的挑战。由于产能天花板的限制，公司资本开支维持低位，股东回报能力不断提高。

### 4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司盈利能力跟随电解铝周期变化较为明显。

2020 年初疫情开始，全球大宗商品供应链紧张，价格上涨，2022 年后，随着美国的加息，大宗商品价格逐渐回调，但仍然保持较高价格水平。公司水电价格低，盈利能力维持高位。

2024 年-2026 年，受供给侧改革影响，电解铝利润依然在历史高位，盈利能力保持较高星级。

### 4.2 历史成长能力

★★★★★

图4：近年公司历史成长能力趋势图



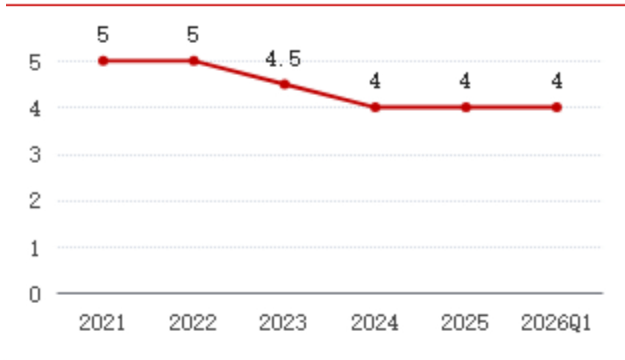
数据来源：公司财报，壹评级

电解铝是国家供给侧改革的重点领域，产能天花板 4500 万吨难以突破。公司主营业务为电解铝，其成长性有限。2023 年，在经济疲软和美国加息的压力下，电解铝价格有所回落，星级在疫情之后回归到较低水平。2024 年后，随着库存低位，经济弱复苏，电解铝价格和利润回暖，增速边际向上，成长星级有所抬升。2026 年，随着电解铝供需再次紧张，价格提升，公司成长能力星级提高。

### 4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5: 近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



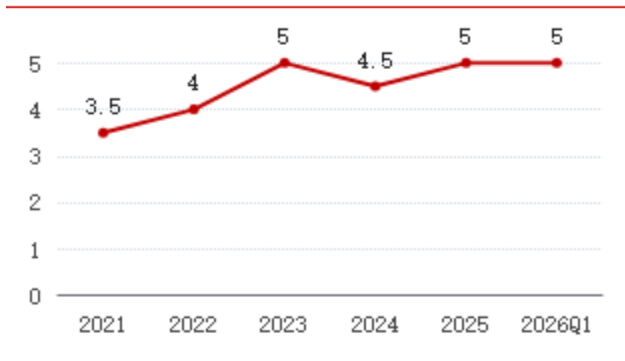
数据来源: 公司财报, 壹评级

2021年到2022年, 电解铝行业总体来说稳中向好, 价格在历史高位震荡, 公司财务情况不断改善, 星级升高。公司经营性现金流净额表现较好, 现金变现能力较强。2022年以后, 公司铝加工占比提高, 削弱了部分行业话语权, 但整体业务控制力依然矗立较高水平。2024年, 随着加工业务占比提高, 业务控制星级略有下滑, 但依然保持在较高水平。2025-2026年, 随着电解铝价格抬升和商品景气度提高, 公司业务控制力提升。

### 4.4 股东回报评级

★★★★★

图6: 近年股东回报能力趋势图



数据来源: 公司财报, 壹评级

近年来, 公司股东回报能力整体呈稳步上升趋势。2021年, 受行业周期及成本压力影响, 公司盈利能力尚未完全释放, ROE处于相对低位, 分红比例较为保守, 股价表现亦缺乏明显弹性。2022年起, 随着电解铝价格提升, 经营效率提升, 公司ROE持续改善, 分红政策趋于稳健, 现金分红力度加大。2025-2026年, 随着基本面持续向好, ROE回升, 分红比例维持在较高水平, 叠加股价的积极表现, 股东回报能力再度回升至高位。

## 5. 四维评级

公司身处电解铝这一政策壁垒高、集中度提升的优质赛道, 受益于国家产能天花板和绿色转型战略, 在产业格局与护城河维度具备显著优势。然而, 受制于云南省电力配额约束及自身扩产空间有限, 公司中长期产量增长几乎停滞, 成长性严重不足; 同时, 盈利高度依赖铝价与电价波动, 周期属性仍强, 盈利趋势缺乏持续向上动能。整体来看, 公司是一家基本面扎实、资产质量优良但缺乏成长弹性的周期型龙头。

### 5.1 成长空间

☆☆☆☆☆

国内电解铝新增产能受国家宏观调控严格限制, 行业总量增长停滞, 成长性弱。

### 电解铝(0.5星):

云铝股份电解铝业务的成长空间极为有限。公司现有产能约270万吨/年，已基本满产运行，且受限于云南省电力配额和“双碳”政策约束，新增产能审批难度极大。未来扩产主要依赖存量技改提效或参与区域整合，缺乏大规模新建项目支撑。同时，国内电解铝新增产能受国家宏观调控严格限制，行业总量增长停滞，成长性弱。

## 5.2 盈利趋势

★★★★☆

近年来受益于电价相对稳定、云南水电资源成本优势明显。然而，其盈利高度依赖电力价格波动与铝价周期，当电价上涨或铝价下行时利润将迅速承压。

### 电解铝(2.5星):

公司电解铝盈利趋势周期性强。近年来受益于电价相对稳定、云南水电资源成本优势明显。然而，其盈利高度依赖电力价格波动与铝价周期，当电价上涨或铝价下行时利润将迅速承压；同时，氧化铝等原料价格波动也对成本构成压力。整体表现为“稳中有压”，盈利质量尚可但缺乏持续加速增长的动力。

## 5.3 产业格局

★★★★☆

在“产能天花板”（4500万吨）刚性约束下，新增产能审批全面收紧，整体来看，电解铝行业已从充分竞争走向结构化垄断，格局清晰且稳定。

### 电解铝(4.5星):

电解铝行业已形成高度集中的寡头竞争格局，在“产能天花板”（4500万吨）刚性约束下，新增产能审批全面收紧，行业进入存量博弈阶段，中小企业退出或被整合成为常态。目前前五大企业（中铝系、魏桥、信发、神火、云铝等）合计产能占比超60%，且凭借一体化布局、自备电厂或绿电资源构筑了显著成本优势，新进入者几乎无立足空间。整体来看，电解铝行业已从充分竞争走向结构化垄断，格局清晰且稳定。

## 5.4 护城河

★★★★☆

电解铝行业的护城河深厚，其最根本的支撑来自于国家设定的刚性能天花板。自2017年清理违规产能、2018年确立“等量或减量置换”原则以来，国内电解铝总产能被严格锁定在约4500万吨/年，且政策执行坚决、无放松迹象。这一行政性壁垒彻底阻断了新增产能的无序扩张，使行业从过去“高增长、低盈利”的周期陷阱，转向“总量受限、存量优化”的高质量竞争格局。在此背景下，现有合规产能成为稀缺资产，拥有指标的企业天然享有准入垄断权；而新进入者即便资金雄厚，也无法获得生产许可，护城河具有不可逾越的制度刚性。

表1: 护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
电解铝	(5星) 公司电解铝业务护城河宽度星级高。经壹评级调整后, 当前该业务ROIC为21%, 公司市占率约为4.0% (全球范围), 业务控制力为4.5星。公司依托云南水电资源, 实现绿色低碳生产, 成本优势明显。受限于地方电力配额, 产能扩张存在瓶颈, 无新进入者。	(3.5星) 该业务拥有牌照与规模护城河。1) 公司电解铝超额利润依赖于产能天花板限制, 长期来看, 该超额利润难以在永续期维系; 2) 随着云南省绿电装机持续增长, 公司有望获得更多电力指标, 支撑产能利用率提升, 并通过技术升级进一步降低能耗, 巩固绿色竞争力。

数据来源: 壹评级

## 6. 公司估值

根据壹评级的DDM估值模型和动态估值模型, 基于远期电解铝供给紧张缓解, 云铝股份当前处于偏高估状态。

### 6.1 核心假设及逻辑

公司的主要业务为电解铝, 我们对该业务进行盈利预测并估值, 预测核心假设及逻辑如下:

#### 电解铝

收入假设:

量: 2025年电解铝产量约301万吨 (同比小幅增长), 主要受益于云南电力供应改善及产能满负荷运行; 未来增量空间有限, 受制于国家4500万吨电解铝产能天花板及云南省绿电配额约束, 远期产能预计稳定在375万吨左右, 扩张基本见顶。

价: 2025年电解铝销售均价约19,500元/吨 (含税), 处于周期高位。中长期, 随着海外产能的释放和天花板政策可能松绑, 铝价中枢有望回归到16500元/吨。

盈利能力假设:

短期: 2025年单位完全成本约14,500元/吨 (受益于水电低价及自产氧化铝比例提升), 在铝价19,500元/吨下毛利率约26%; 若铝价站稳21,000元/吨, 毛利率可提升至30%以上。公司凭借全水电生产模式和一体化协同, 具备显著成本与绿色溢价优势。

长期: 依托375万吨绿电铝产能、140万吨氧化铝自给及云南低电价保障, 即便行业周期波动, 公司仍可在16500元/吨铝价中枢下维持10%左右的稳态毛利率 (根据过去十年历史数据), 并支撑ROIC稳定在9%左右, 持续贡献稳健自由现金流。

表2: 公司整体业绩预测

云铝股份	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	426.7	544.5	600.4	752.7	699.1	678.1	691.7	669.1
归母净利润(亿)	39.8	44.1	60.5	117.5	76.7	63.4	74.0	59.7
归母净利润增速(%)	-12.3	10.8	37.2	94.1	-34.7	-17.4	16.8	-19.3
经营性净利润(亿)	47.7	50.4	71.8	141.8	92.3	76.1	89.0	71.7
经营性净利润增速(%)	-7.3	5.7	42.4	97.3	-34.9	-17.5	17.0	-19.5
经营性归母净利润(亿)	40.0	43.6	59.2	116.8	76.0	62.7	73.4	59.1
经营性归母净利润增速(%)	-10.4	9.1	35.7	97.3	-34.9	-17.5	17.0	-19.5

数据来源: 壹评级

表3: 公司分业务业绩预测

电解铝	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	420.0	538.2	593.3	745.5	691.8	670.7	684.1	661.4
收入增速(%)	-12.6	28.1	10.2	25.7	-7.2	-3.1	2.0	-3.3
经营性净利润(亿)	47.7	50.2	71.5	141.6	92.1	75.9	88.8	71.5
经营性净利率(%)	11.3	9.3	12.1	19.0	13.3	11.3	13.0	10.8
经营性净利润增速(%)	-7.3	5.4	42.4	97.9	-35.0	-17.6	17.0	-19.5
其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	6.7	6.3	7.1	7.1	7.3	7.4	7.6	7.7
收入增速(%)	60.7	-4.8	12.9	0.0	2.0	2.0	2.0	2.0
经营性净利润(亿)	0.1	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
经营性净利率(%)	1.2	3.2	4.4	2.8	3.2	3.2	3.2	3.2
经营性净利润增速(%)	8.0	157.6	53.1	-36.1	16.7	2.0	2.0	2.0

数据来源: 壹评级

## 6.2 动态估值

表4: 公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
电解铝	2.0%	中低	非常好	强	7.5%	18.15	31.8
其他	2.0%	中低	一般	一般	7.5%	12.15	0.3
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
电解铝(亿)	466.3	324.1	790.4	75.3	98.8	-	766.9
其他(亿)	2.0	1.7	3.7	0.9	-	-	4.6
公司整体测算(亿)	468.3	325.8	794.2	76.2	98.8	-	771.5

数据来源: 壹评级

## 6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
电解铝(亿)	535.2	189.8	725.1	75.3	98.0	-	702.3
其他(亿)	2.5	1.5	3.9	0.9	-	-	4.8
公司整体测算(亿)	537.7	191.3	729.0	76.2	98.0	-	707.2

数据来源：壹评级

## 6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性可评为中等偏上，这主要源于其正经历从“强周期股”向“红利资产”的深刻转型。电解铝作为标准化大宗商品，其价格透明、高频可跟踪，使得公司营收端具备较高的可见度；同时，行业供给端已触及4500万吨的政策天花板，需求端则由新能源等高景气领域驱动，供需紧平衡格局有望维持铝价中枢上行，为公司盈利提供了坚实基础。其估值既有周期性行业的向上弹性，又有红利资产的稳健托底，因此确定性高于传统周期股。

## 附注

### 四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

#### ①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

#### ②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

#### ③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

#### ④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的可持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

### DDM 估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

### 动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

## 估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	X<-50%	-50%≤X<-30%	-33%≤X<-20%	-20%≤X<25%	25%≤X<50%	50%≤X<100%	X≥100%
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

## 经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

## 量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

### 1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

### 2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

## 免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。