

证券研究报告|专题报告

有色金属

行业评级 强大于市

2026年1月5日



供给有约束需求有韧性，铝价中枢或上移

——铝行业专题报告

证券分析师：

王保庆 执业证书编号：S0210522090001

请务必阅读报告末页的重要声明

更多免费行业报告

并购家

www.ipopo.cn

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

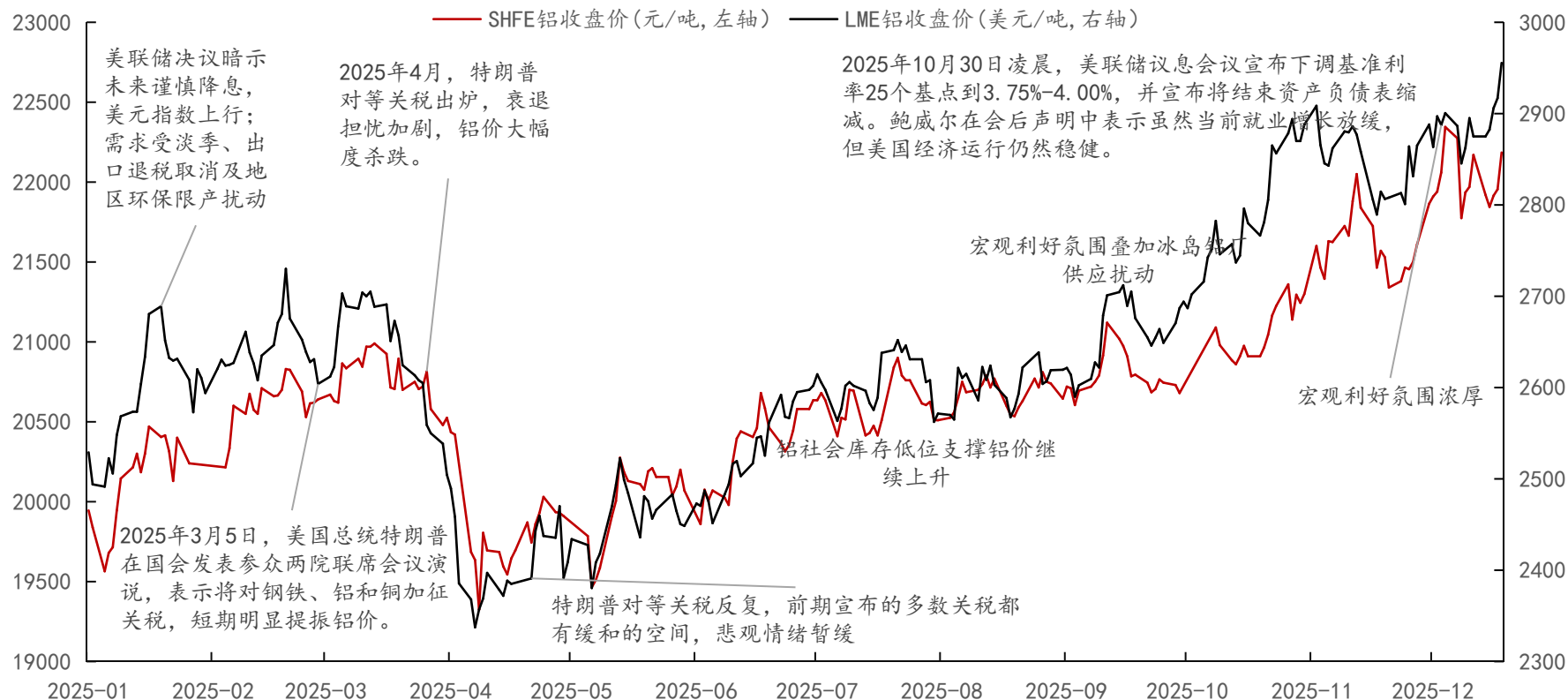
- **供需：供给有约束，需求有韧性。**供给端国内面临产能天花板强约束，海外供应受制于能源供应瓶颈，需求端传统板块趋稳，新兴领域强劲，储能、机器人及智能制造等新兴领域对铝材的需求快速扩张，电解铝供需紧平衡格局加剧；
- **宏观：美联储降息预期仍在，宏观经济压制减轻。**美联储9月正式开启降息周期，美国26年面临中期选举和美联储主席人事更替，关注宽货币+宽财政组合可能；
- **库存：全球电解铝库存处于历史同期低位。**截至2025年12月31日，全球电解铝库存145万吨；
- **总结：紧平衡格局延续，铝价中枢或上移。**短期，供需面对铝价底部有支撑，降息预期下预计铝价偏强；中长期，国内天花板+能源不足持续扰动，同时新能源需求仍保持旺盛，紧平衡或致铝价中枢上移。
- **个股：**关注天山、宏创、云铝、神火、华通、宏桥及中孚等标的。
- **风险提示：**美联储降息不及预期、下游需求不及预期、供给端释放超预期等。

目 录

- 价格回顾
- 宏观：美联储降息预期仍在，宏观经济压制减轻
- 供需：供给有约束，需求有韧性
- 展望：紧平衡格局延续，铝价中枢或上移
- 风险提示

1.1 价格复盘：宏观利好叠加供应扰动，铝价趋势向上

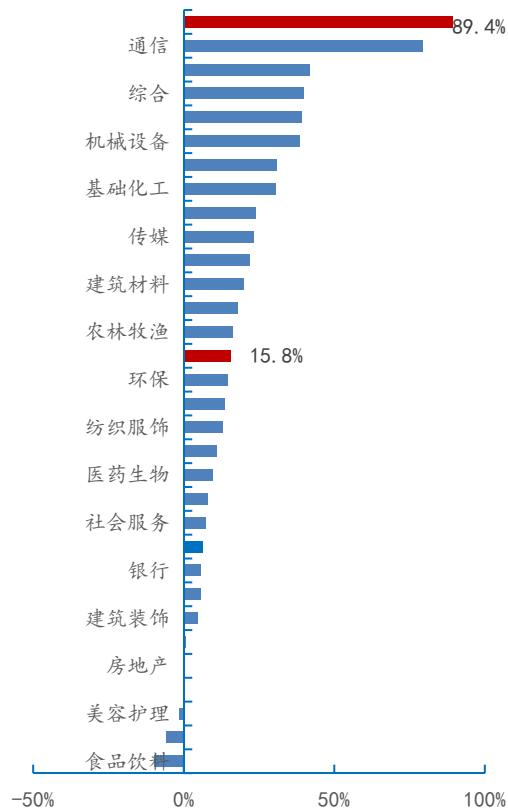
图表：2025年铝价走势复盘



资料来源：SMM，新浪网，经济观察网，上期所，LME，同花顺，时代周报，华福证券研究所

1.2行业：有色(申万)指数涨89.4%，铝板块涨幅72.7%

图表：申万一级指数涨跌幅（截至2025年底）



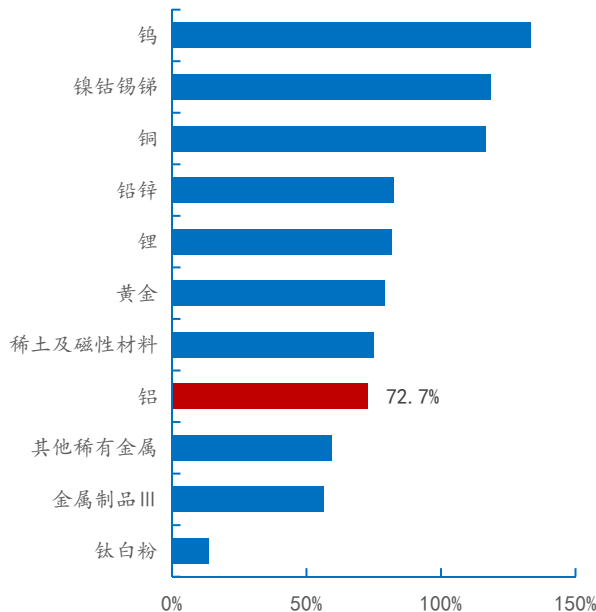
资料来源：同花顺，华福证券研究所

➤ 行业：有色(申万)指数涨78.8%，行业排名第一，明显跑赢沪深300。

➤ 有色：有色板块三级子板块中铝板块涨幅72.7%。

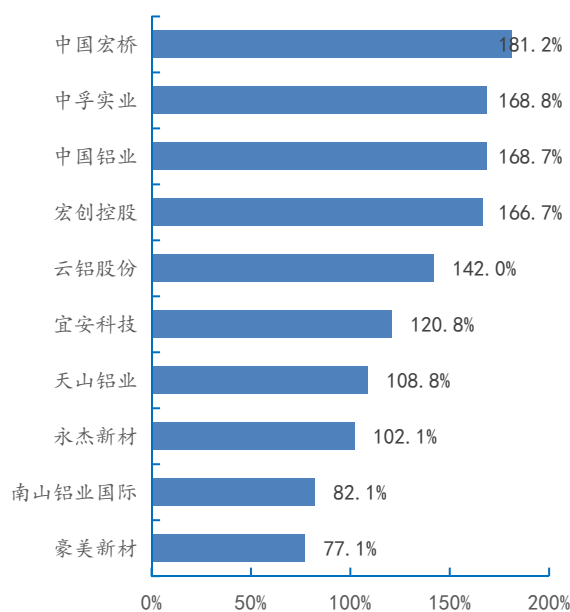
➤ 个股：中国宏桥(181%)居于铝板块涨幅榜首，其次是中孚实业、中国铝业、宏创控股、云铝股份等。

图表：有色中信三级指数涨跌幅（截至2025年底）



资料来源：同花顺，华福证券研究所

图表：铝板块个股涨跌幅前十（截至2025年底）



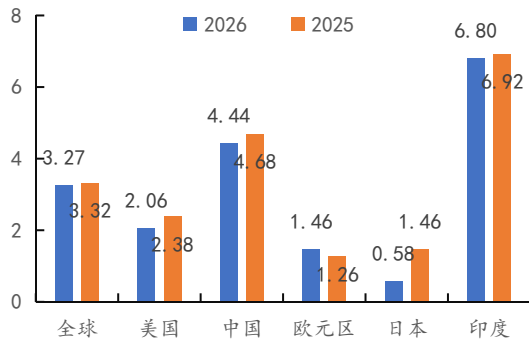
资料来源：同花顺，华福证券研究所

目 录

- 价格回顾
- 宏观：美联储降息预期仍在，宏观经济压制减轻
- 供需：供给有约束，需求有韧性
- 展望：紧平衡格局延续，铝价中枢或上移
- 风险提示

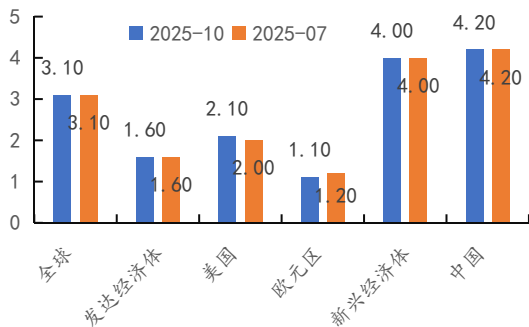
2.1 OECD预计全球经济增速小幅下滑，中国仍保持增长

图表：OECD预计26年全球经济增速小幅下滑（%）



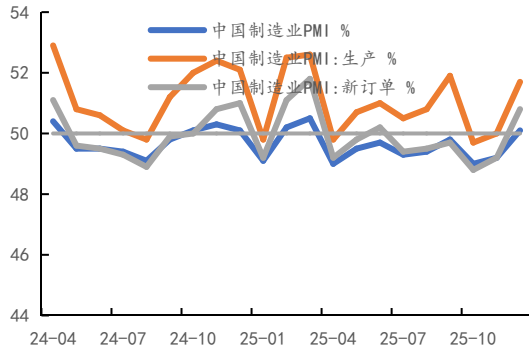
资料来源：OECD，同花顺，华福证券研究所

图表：IMF对26年经济增速预测



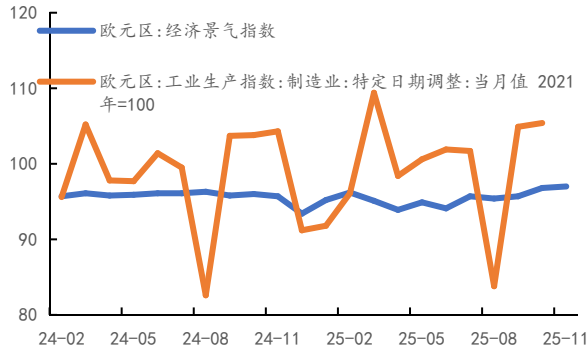
资料来源：IMF，同花顺，华福证券研究所

图表：中国制造业PMI处于荣枯线以上



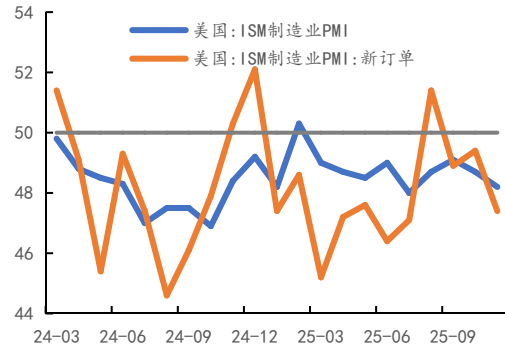
资料来源：国家统计局，同花顺，华福证券研究所

图表：欧元区经济出现抬头迹象



资料来源：欧盟统计局，同花顺，华福证券研究所

图表：美国制造业PMI



资料来源：S&P, ISM，同花顺，华福证券研究所

图表：IMF预测新兴市场投资占GDP比重仍将上升



资料来源：IMF，同花顺，华福证券研究所

2.2美联储降息预期仍在，宏观经济压制减轻

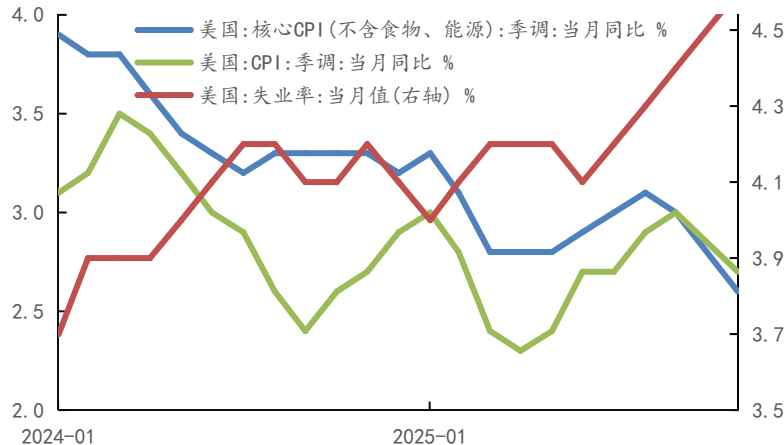
- **铜价与美元指数呈负相关。**从历史走势来看，美元指数的上涨往往伴随着铜价的下跌，而在美元贬值时铜价往往呈上升态势，这主要时因为美元的贬值会带动美国以外地区的铜消费成本降低，从而短期内刺激铜消费的增加，同时，非美生产企业的扩产成本以及生产成本也将有相对提升，供给或将受到限制，需求增多、供给减少的情况下，以美元计价的铜价则会上升，反之，则会下降。
- **美联储降息预期仍在。**美国核心CPI持续回落，通胀放缓，降息带动美元美债回落，对铜价压制减轻。

图表：铜价与美元指数呈负相关



资料来源：LME，同花顺，华福证券研究所

图表：美国核心CPI回落失业率上升



资料来源：美国劳工局，同花顺，华福证券研究所

2.3中国经济预期向好，美联储降息预期仍在，宏观经济压制减轻

- **货币供应与铜价呈正相关。**广义货币M2是一个国家或地区货币供应量的重要指标，通常来说，M2的增长将拉动经济总需求，从而对基础原材料价格有推动作用，从历史走势来看，M2与铜价呈正相关，且M2的增长领先于铜价。
- **我国M2稳健增长，金融市场情绪逐步回暖。**2025年11月我国M2余额337万亿元，同比增长8.0%，增速与上月末比略有下滑，但整体看货币环境保持适度宽松，未来在财政加大发力下，预计社融将持续改善，M2有望稳健增长。欧美M2增速有所反弹，2025年11月M2同比增长6.2%，随着美联储降息的落地，预计市场流动性逐步回暖。

图表：中美欧日M2增速与铜价



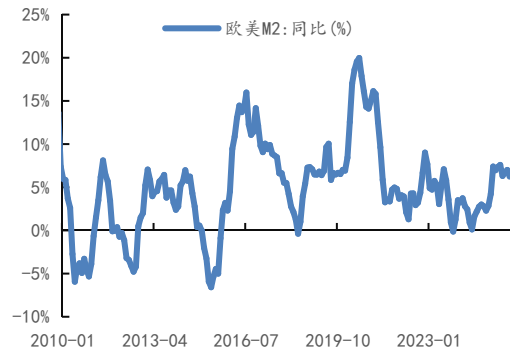
资料来源：中美欧日央行，LME，中国外汇交易中心，同花顺，华福证券研究所

图表：中国M2同比 (%)



资料来源：中国人民银行，同花顺，华福证券研究所

图表：欧美M2同比 (%)



资料来源：中国外汇交易中心，欧美央行，同花顺，华福证券研究所

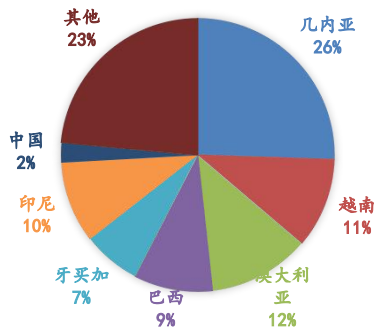
目 录

- 价格回顾
- 宏观：美联储降息预期仍在，宏观经济压制减轻
- 供需：供给有约束，需求有韧性
- 展望：紧平衡格局延续，铝价中枢或上移
- 风险提示

3.1.1 铝土矿：资源国开采，消费国进口加工

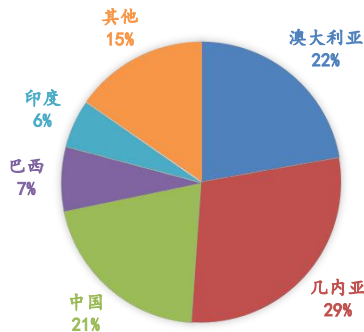
- **中国以2%的铝土矿储量生产了全球21%的铝土矿产量，生产了全球59%的氧化铝。**全球铝土矿产量主要分布澳大利亚、几内亚、中国，合计铝土矿产量占比约为72%，中国铝土矿产量占比为21%，中国铝土矿存在过度开发，而牙买加、越南等地矿开采力度不足。
- **资源国开采，消费国进口加工。**对比全球铝土矿和氧化铝产量分布区域来看，全球铝土矿供需格局表现出了资源国进行开采，而消费国进行进口加工的格局。全球铝土矿资源主要分布在几内亚、澳大利亚和中南美洲等地。当地采矿量高，但氧化铝产能低，为主要的铝土矿出口地区，中国和欧美等铝土矿资源匮乏的国家为主要进口地区。
- 中国氧化铝产量约占全球的59%。

图表：2024年全球铝土矿储量分布



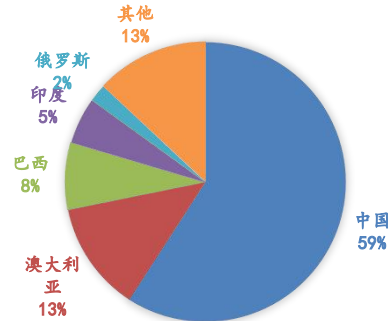
资料来源：同花顺，华福证券研究所

图表：2024年全球铝土矿产量分布



资料来源：同花顺，华福证券研究所

图表：2024年全球氧化铝产量分布

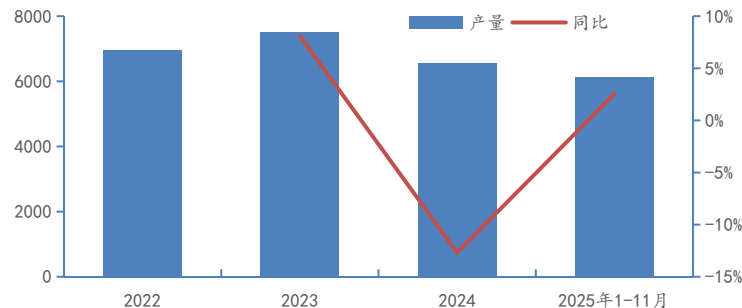


资料来源：同花顺，华福证券研究所

3.1.2 铝土矿：进口占比逐年提升，供应扰动风险不断加剧

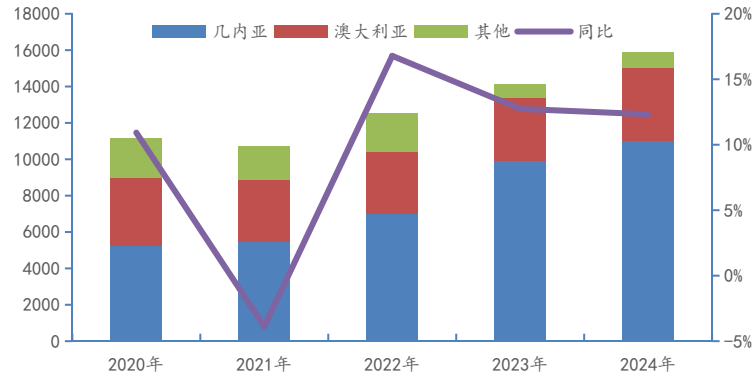
- **中国铝土矿产量2024年明显下滑，25年产量同比出现修复。**2024年，中国主要地区铝土矿产量6563.4万吨，同比-12.7%或-953.6万吨。进入2025年，前11个月中国主要地区铝土矿产量6135万吨，同比+2.6%。
- **进口铝土矿集中度逐年提升，供应扰动风险不断加剧。**2024年，中国净进口铝土矿15861.9万吨，同比+12.3%或1741万吨。其中，自几内亚进口铝土矿11018.2万吨，占中国铝土矿总进口量的69.5%；自澳大利亚进口铝土矿3988.5万吨，占中国铝土矿总进口量的25.1%。

图表：中国铝土矿产量及同比变化（万吨）



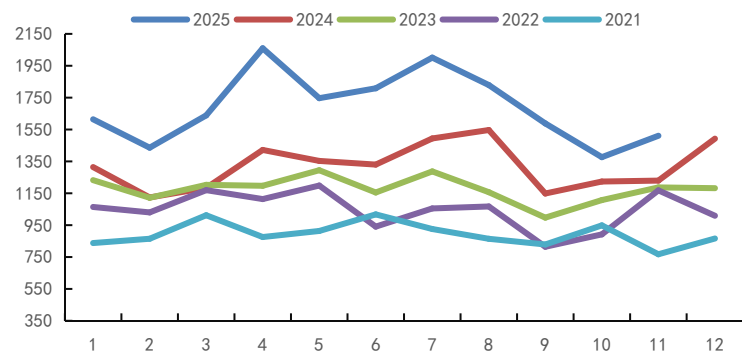
资料来源：钢联，华福证券研究所

图表：中国铝土矿进口结构（万吨）



资料来源：海关总署，同花顺，华福证券研究所

图表：中国铝土矿净进口量

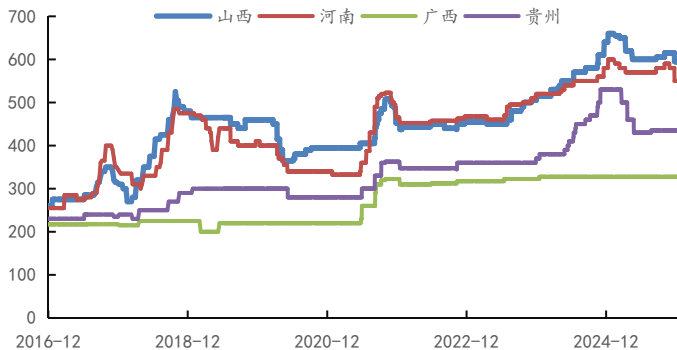


资料来源：海关总署，同花顺，华福证券研究所

3.1.3铝土矿：几内亚矿和国产矿价格下跌，年内港口库存累库

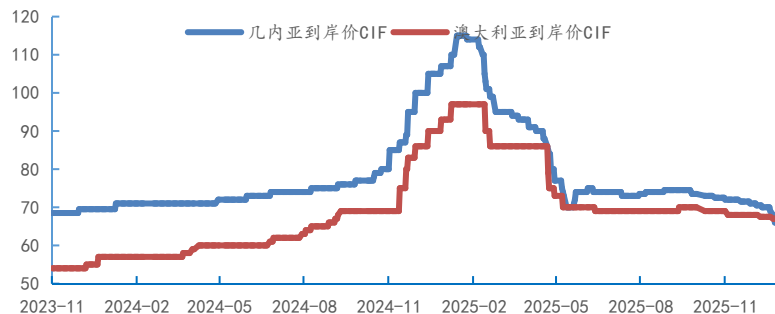
- 截至12月31日，几内亚三水铝矿(AL:45%,Si:3%)CIF价为66美元/干吨，年内下跌38%/41美元/干吨。
- 截至12月31日，山西铝土矿为595元/吨，年内下跌65元/吨。
- 截至12月26日，中国铝土矿港口库存2602万吨，较年初出现明显累库。

图表：中国铝土矿价格



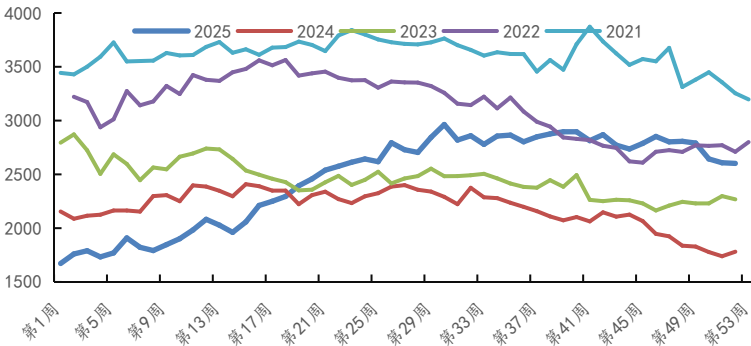
资料来源：上海有色，同花顺，华福证券研究所

图表：进口铝土矿价格（美元/干吨）



资料来源：同花顺，华福证券研究所

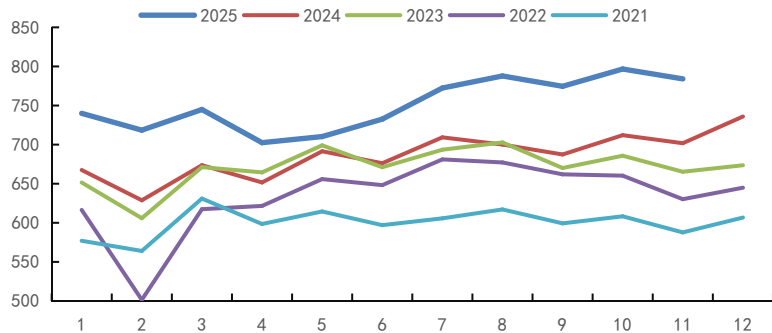
图表：中国铝土矿港口库存



资料来源：同花顺，华福证券研究所

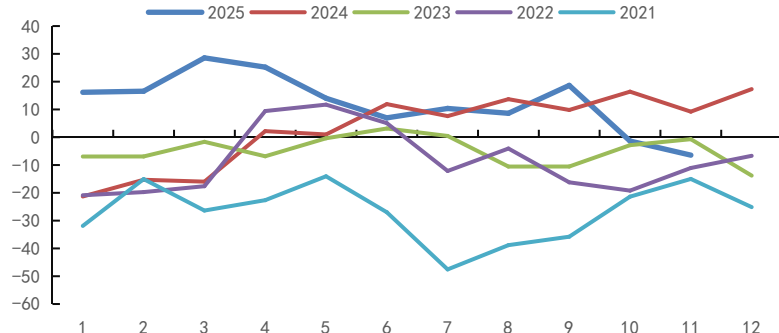
3.2氧化铝：中国氧化铝现货价25年跌幅超50%

图表：中国氧化铝产量持续走高（万吨）



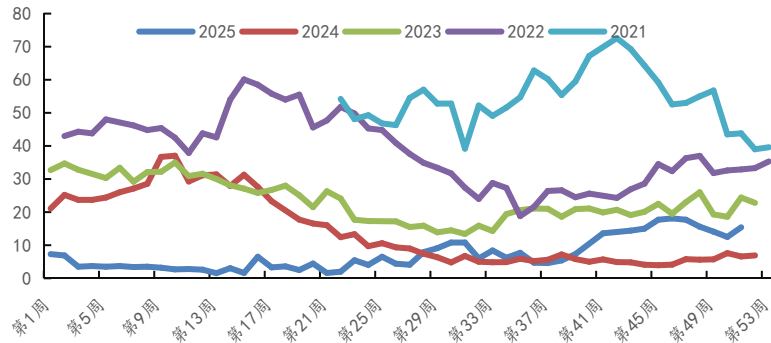
资料来源：钢联，华福证券研究所

图表：中国氧化铝转为净出口（万吨）



资料来源：海关总署，同花顺，华福证券研究所

图表：中国氧化铝港口库存（万吨）



资料来源：同花顺，华福证券研究所

图表：中国氧化铝价格（元/吨）



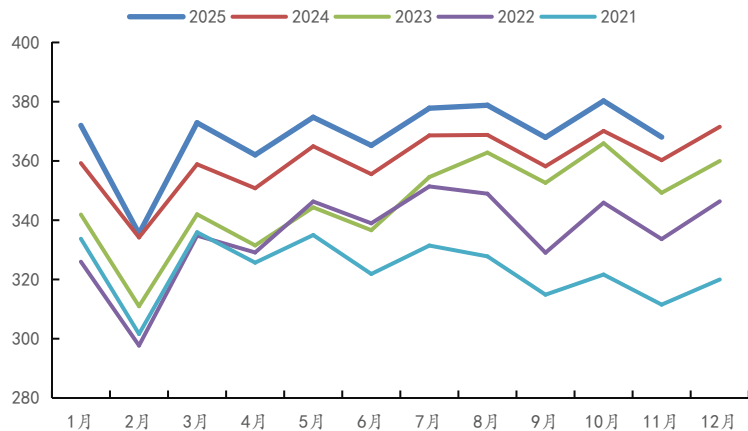
资料来源：同花顺，华福证券研究所

3.3.1 电解铝：氧化铝价格持续下跌，吨铝利润持续走扩

供给：根据钢联援引IAI数据，2025年1-11月，全球电解铝产量6749万吨，同比+1.4%；根据钢联数据，1-11月我国电解铝累计产量为4055.3万吨，同比+2.7%。

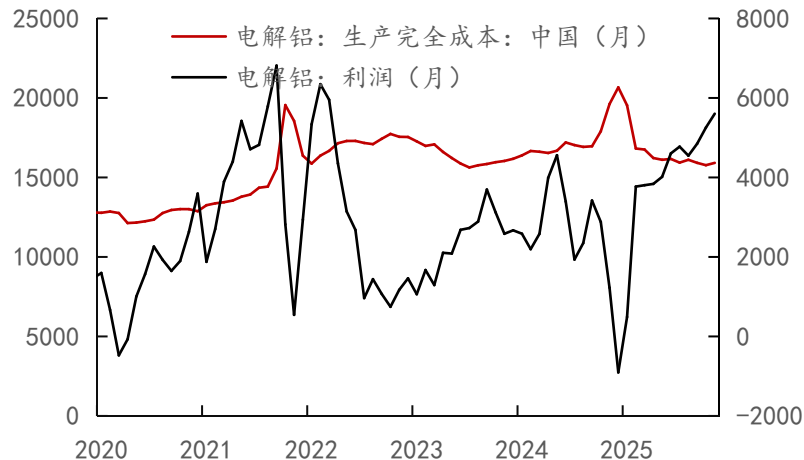
利润：据钢联数据，11月中国电解铝行业呈现盈利走扩状态，按生产成本计算，理论平均盈利5602元/吨，较去年同期增加4376元/吨。

图表：中国电解铝产量（万吨）



资料来源：钢联，华福证券研究所

图表：中国电解铝成本和利润（元/吨）



资料来源：钢联，华福证券研究所

3.3.2电解铝：国内产能逼近供给侧改革产能天花板

我国电解铝产能接近天花板。2018年颁布的《关于电解铝企业通过兼并重组等方式实施产能置换有关事项的通知》确立了我国电解铝产能天花板约为4500万吨，截至2025年12月，国内建成产能已达4536万吨，运行产能达到4459万吨。随着少量闲置产能逐步置换释放，国内电解铝供应增速预计逐步趋近于0%。

图表：中国电解铝拟投产、在建产能可投产明细

省份	企业	新产能	新产能已投产	待开工新产能	始投产时间
内蒙古	内蒙古东山铝业有限公司	20	0	20	2026年
内蒙古	内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司扎哈淖尔分公司	35	0	35	2025年年底
新疆	新疆农六师铝业有限公司准东分公司	28	0	28	待定
贵州	贵州铝业集团双元新材料有限责任公司	13.5	13.5	0	2025年二季度
青海	中国铝业股份有限公司青海分公司	49	49	0	2025年一季度
云南	鹤庆溢鑫铝业有限公司	3	3	0	2025-06
云南	云南宏泰新型材料有限公司	32	32	0	2025-04
云南	云南宏合新型材料有限公司	37	37	0	2025-07
新疆	新疆华章铝业有限公司	20	0	20	2026年
新疆	新疆天山铝业	24	10	14	2025-11
总计		261.5	144.5	117	

资料来源：百川，华福证券研究所

3.3.3电解铝：海外新增与减产并存，能源供给是瓶颈

海外远期规划产能较多，海外能源供应问题为电解铝供应带来不确定性。据阿拉丁统计，海外电解铝规划产能超2000万吨，预计25/26新投产产能分别为64/237万吨。其中，印尼规划产能最多为1225万吨，预计25/26新投产产能分别为33/132万吨，约占海外新增产能的一半以上。

海外电解铝投产的最大不确定性在于电力供给问题。1) 2025年10月21日，世纪铝业全资子公司宣布，由于其位于冰岛格伦达坦吉的铝冶炼厂发生电气设备故障，被迫暂时停止两条电解槽系列中的一条的生产；2) 2025年10月23日，South32公司第三季度报告显示，因为Mozal铝厂确保充足且可负担的电力的谈判未能取得进展，无法确定在当前协议于2026年3月到期后，该冶炼厂能够获得所需的电力供应；3) 2025年10月27日，力拓集团（Rio Tinto）表示，其位于澳大利亚新南威尔士州的Tomago铝冶炼厂正在考虑在现有电力供应合同到期后停止运营。

图表：海外分地区规划电解铝产能（万吨）

	2025年	2026年	2027年	规划新增产能
印度尼西亚	33	132	110	1225
越南	0	15	15	95
印度	6	24	14	222
巴林	0	0	0	54
阿联酋	0	50	0	50
沙特	0	0	50	150
伊朗	0	0	0	30
哈萨克斯坦	0	0	0	100
俄罗斯	13	0	0	73
加拿大	0	16	0	16
哥伦比亚	0	0	0	54
意大利	0	0	0	15
埃及	0	0	0	50
安哥拉	12	0	0	24
美国	0	0	0	110
蒙古国	0	0	0	350
合计	64	237	189	2618

资料来源：阿拉丁，华福证券研究所

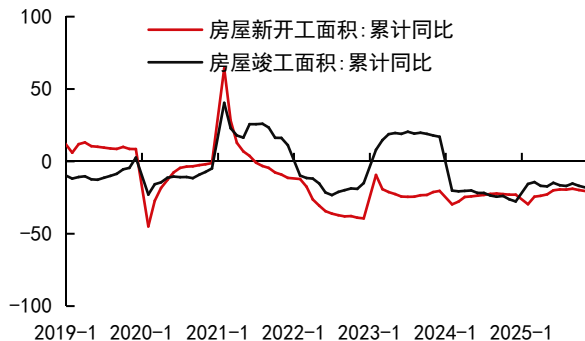
图表：海外分地区规划电解铝产能（万吨）

铝厂	所属集团	产能	原因
莫桑比克莫扎尔铝业	South32	58	电力谈判未能取得进展
Tomago铝冶炼厂	力拓	60	电力供应合同到期
世纪铝业冰岛铝厂	世纪铝业	20	电气设备故障

资料来源：中商碳素研究院，SMM，文化财经，阿拉丁，华福证券研究所

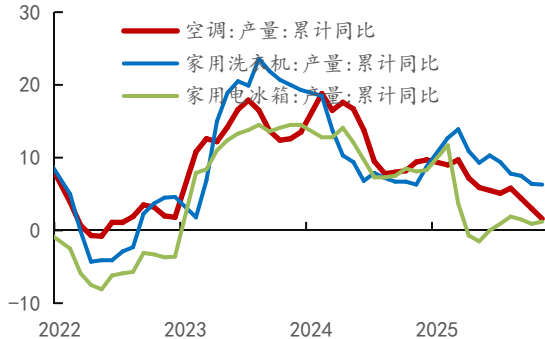
3.4需求：传统板块趋稳，新兴领域强劲

图表：中国地产新开工和竣工同比仍处于负值区间（%）



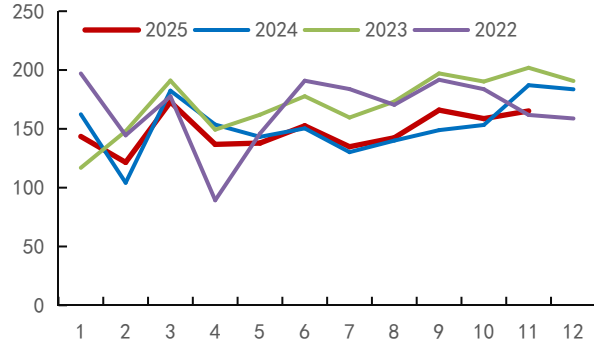
资料来源：国家统计局，同花顺，华福证券研究所

图表：中国家电产量增速下滑但仍保持正增长（%）



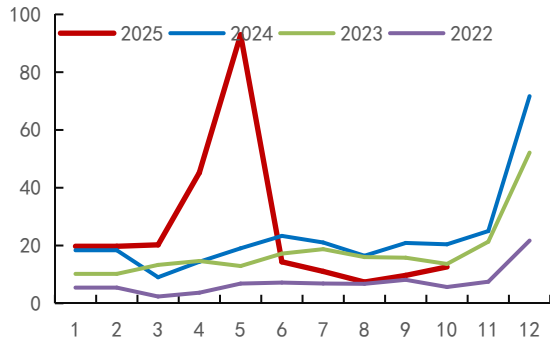
资料来源：国家统计局，同花顺，华福证券研究所

图表：中国传统汽车整体持稳（万辆）



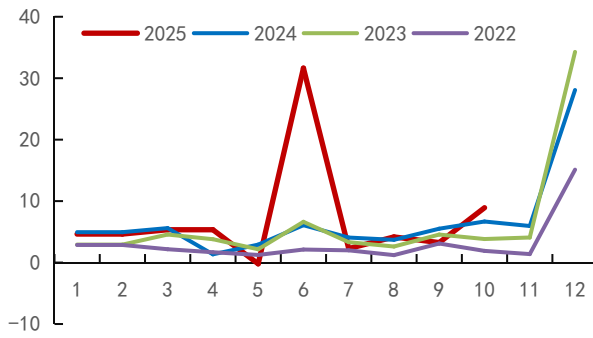
资料来源：中国汽车工业协会，同花顺，华福证券研究所

图表：中国光伏新增装机（GW）



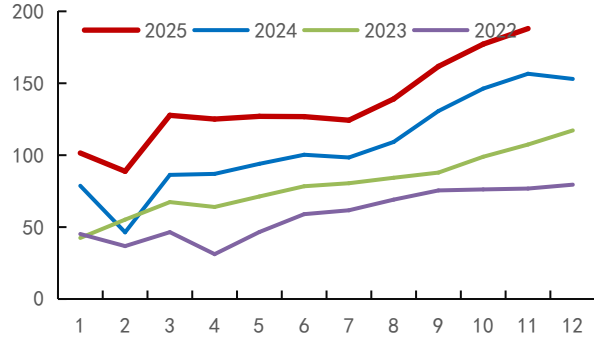
资料来源：中国电力企业联合会，同花顺，华福证券研究所

图表：中国风电新增装机（GW）



资料来源：同花顺，华福证券研究所

图表：中国新能源汽车产量继续走高（万辆）



资料来源：中国汽车工业协会，同花顺，华福证券研究所

目 录

- 价格回顾
- 宏观：美联储降息预期仍在，宏观经济压制减轻
- 供需：供给有约束，需求有韧性
- 展望：紧平衡格局延续，铝价中枢或上移
- 风险提示

总结：供给有约束需求有韧性，电解铝紧平衡格局或将延续

供需角度，供给端国内面临产能天花板强约束，海外供应受制于能源供应瓶颈，需求端传统板块趋稳，新兴领域强劲，储能、机器人及智能制造等新兴领域对铝材的需求快速扩张，电解铝供需紧平衡格局加剧；**宏观角度**，美联储9月正式开启降息周期，美国26年面临中期选举和美联储主席人事更替，关注宽货币+宽财政组合可能；**库存角度**，全球电解铝库存处于历史同期低位，截至2025年12月31日，全球电解铝库存145万吨；**整体而言**，短期，供需面对铝价底部有支撑，降息预期下预计铝价偏强；中长期，国内天花板+能源不足持续扰动，同时新能源需求仍保持旺盛，紧平衡或致铝价中枢上移。

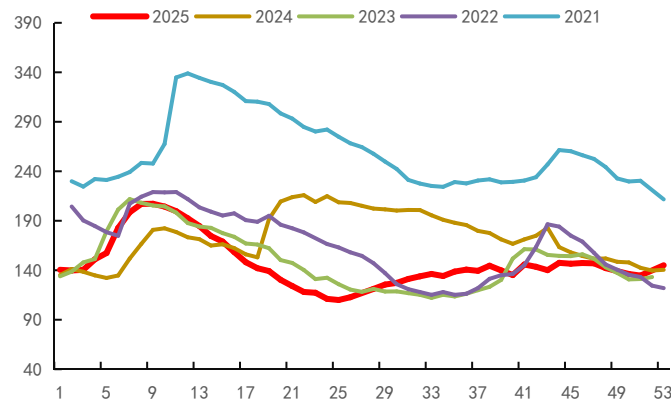
个股：关注天山、宏创、云铝、神火、华通、宏桥及中孚等标的。

图表：全球铝供需平衡表

	单位	2024	2025	2026	2027
总供给	万吨	7282	7453	7584	7732
增量	万吨	235	171	131	148
总需求	万吨	7359	7615	7779	7854
中国	万吨	4485	4695	4841	4957
海外	万吨	2874	2920	2938	2897
供需平衡	万吨	-77	-163	-196	-122

资料来源：IAI, SMM, 钢联, 华福证券研究所

图表：全球铝库存季节性图（万吨）



资料来源：LME, COMEX, 同花顺, 钢联, 华福证券研究所

目 录

- 价格回顾
- 宏观：美联储降息预期仍在，宏观经济压制减轻
- 供需：供给有约束，需求有韧性
- 展望：紧平衡格局延续，铝价中枢或上移
- 风险提示

➤ 美联储降息不及预期

- 美联储降息预期支撑有色价格上涨，若美联储降息不及预期，金属价格承压。

➤ 下游需求不及预期

- 铜铝等基于光伏维持高增长，带动需求增量，若光伏需求不及预期将影响供需平衡表，进而影响商品价格。
- 地产及相关产业占下游需求比重大，地产持续大幅下滑影响国内需求，进而影响铜价格。
- 电动车决定多个金属的需求增量，对大宗商品价格影响大。

➤ 供给端释放超预期

- 若供给端新增产能建设及投产速度超预期，对金属价格造成不利影响。

➤ 美国对精炼铜等加关税不及预期

- 若未加关税，可能会导致美国铜库存流向非美市场，进而影响铜价格。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券股份有限公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

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；香港市场以恒生指数为基准；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）。

诚信专业 发现价值

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路1436号陆家嘴滨江中心MT幢20层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

