

铝产业链深度报告

国内周期收敛叠加海外成本上移，股息回报成为核心定价锚

证券分析师：徐毅达

执业证书编号：S0600524110001

联系邮箱：xuyd@dwzq.com.cn

首席证券分析师：刘奕町

执业证书编号：S0600526060002

联系邮箱：liuyt@dwzq.com.cn

二零二六年七月二十七日

核心观点



- **中长期视角下，当下市场充分定价海外电解铝产能扩张&铝企盈利能力收缩预期，并集中抛售电解铝权益资产，我们认为存在三处关键预期差：**
- **预期差一：铝土矿海外供给约束正在强化，氧化铝“低价保供”格局并非稳定，需给予一体化企业“集中性溢价”：**随着海外矿石的进一步增产，以及国内氧化铝产能完成结构性转变（从内陆转至沿海），电解铝产业端利润从上游氧化铝往冶炼端转移，但我们认为随着1）几内亚宣称将计划进一步削减铝土矿出口量以支撑价格；2）印尼政府进一步调整矿业RKAB，使政府可以依据国内氧化铝消化能力、合规记录和资源保留目标逐年控制矿端释放，矿端的“民族资源主义”兴起使得资本市场需给予一体化企业“集中性溢价”。
- **预期差二：海外电解铝供给增速面临电力需求挤压，海外铝企完全成本中枢上移将制约整体产能投放进度：**电解铝作为高耗能金属，新建海外具备经济性条件的铝厂通常需要约10-20年的长期稳定低价电力合同。而当下AI需求规模化兴起，数据中心需要消耗大量的电力的同时愿意承担更高的电价，2026年2月，Century将Hawesville铝厂出售给数据基础设施公司TeraWulf，把高耗电铝厂旧址改造成AI/HPC数据中心，以利用它原有的大容量电力。我们以2026年Q1测算口径看，世纪铝业、美铝、Alro的完全成本分别约为3614、3204、3010美元/吨，部分中枢已高于当前3200美元/吨的LME铝价水平。
- **预期差三：我国电解铝产能约束仍具备效力，铝企盈利有望打破周期性轮回：**2017年国家发展改革委、工业和信息化部等四部委联合发布的《清理整顿电解铝行业违法违规项目专项行动工作方案》最早提出电解铝刚性约束“4500万吨产能天花板”，并最终梳理形成的国内电解铝合规产能“天花板”为4543万吨/年，截至2026年6月，中国电解铝开工产能达到4520.90万吨，仍处约束范围，考虑到2026年为新旧产能置换投放的高峰之年，部分不合规的超产现象并不会长期存在。全球维度，在印尼新增产能的快速投放&中东受损产能的修复，我们测算2027-2028海外供给增速约为11.49%/7.91%、全球供给增速约为4.51%/3.31%；考虑到随着国内光伏与汽车板块的需求修复，以及全球制造业的进一步复苏，测算全球需求增速约为3.41%/3.38%，27-28年全球供需仍将维持紧平衡，我国冶炼端利润将长期维持在高位。
- **短期视角下，我们仍认为基于以下三点可观因素，铝价于26H2具备企稳上行的动力：**
- **因素一：**铜铝比价自2017-2018年供给侧改革以来维持在2.5-4.5区间震荡，在供给强约束背景下，我们认为当前铝对铜的供应替代趋势仍在延续。当下（2026.6）的铜铝比价（4.2）意味着铝价更多受到铜价上涨的牵引。电解铝行业因此有望享受“铝代铜”带来的需求增量，以及自身电力成本刚性所形成的利润壁垒这双重红利。
- **因素二：**随着中东冲突摧毁大量稳定电解铝供给产能，截至2026年7月24日，海外LME库存已经下降到至27.5万吨，剔除2024年4月13日以后生产的不符合LME交割规则的9.5万吨后，实际可交割部分不足18万吨（历史最低），在此基础上截至2026年5月，美国中西部铝现货升水已达2513美元/吨、欧洲铝现货升水已达620美元/吨，而日本第三季度铝锭现货升水已上行至395美元/吨；与此同时随着国内铝价的回调，中国铝锭社库于6-7月形成快速去库趋势（5月以来去库超50万吨），全球铝锭已下行至低位水平，铝价具备于26H2企稳上行的基础。
- **投资策略：展望2026年，投资端建议关注未来电解铝业务占比高从而放大利润空间、分红比例有望进一步提升的高股息标的。**
- 1) 我们认为基于全球降息周期仍未结束，以及全球经济的同步复苏&海内外供给具备不同约束条件下，铝价具备中枢上行的空间，关注以**创新实业、华通线缆、南山铝业国际**为代表的成长性标的；以及以**神火股份、云铝股份**为代表的高电解铝业务纯度的企业；
- 2) 我们认为2025年将会是中国电解铝企业进一步提高分红比例的转折年度电解铝企业将完成从周期股到红利资产的转变，关注以**南山铝业、中国宏桥、天山铝业、中孚实业**为代表的高股息资产。
- **风险提示：**市场竞争格局加剧；地缘政治风险；金属价格不及预期。



预期差一：铝土矿海外供给约束正在强化，氧化铝“低价保供”格局并非稳定

预期差二：海外电解铝供给增速面临电力需求挤压，海外铝企完全成本中枢上移

预期差三：我国电解铝产能约束仍具备效力，铝企盈利有望打破周期性轮回

铜铝比价优势与极化世界背景下的潜在库存驱动因素

我国电解铝行业资本开支率快速下行，红利策略将成为投资主题

风险提示

预期差——
铝土矿海外供给约束正在强化，氧化铝“低价保供”格局并非稳定

铝土矿矿端供应收紧，需给予一体化企业“集中性溢价”

- **几内亚拟从“资源出口”转向“本地资源转化”**。2026年3月几内亚宣称计划在4月初前削减铝土矿出口量以支撑价格、保护小型生产商，同时强调“并非真正意义上的配额”，且排除全面出口禁令，但截至2026年6月份，该政策尚未落地，我们认为当下几内亚政府自身的不稳定性，以及政策出台后对税收可能造成的不利影响延缓了政策的有效落地。**从政策目的看，此次新政核心并非单纯“禁矿”，而是以出口约束、矿权压力和本地加工要求倒逼国际铝企在几内亚建设氧化铝厂，提高资源附加值。**几内亚政府在“Simandou 2040”框架下明确提出，要改变以原矿出口为主的模式，推动铝土矿在本地的资源转化；同时几内亚正在加快氧化铝炼厂建设，目标是到2030年形成5—6座炼厂、约700万吨/年的氧化铝加工能力。

表：几内亚氧化铝炼厂投资情况

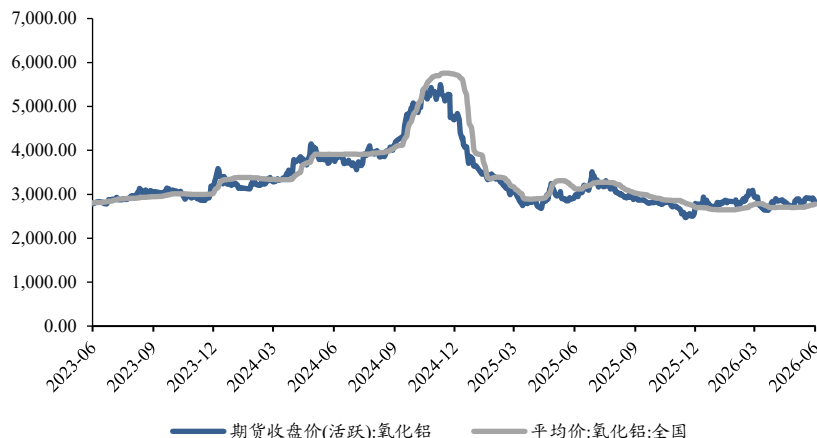
企业/项目	所属集团	规划产能（万吨/年）	预计投产时间	当前状态	备注
国家电投几内亚铝业开发项目（二期）氧化铝项目	国家电力投资集团有限公司	120	2028年	已开工建设	规划建设120万吨/年氧化铝厂及配套设施；配套1500万吨/年铝土矿矿山、约250MW动力站和3.5万吨级码头。2025年开工，2026年动力站主体结构进入施工阶段。
赢联盟几内亚氧化铝项目	赢联盟：韦立国际、魏桥创业集团、几内亚UMS等	120	2028年底	已奠基，处于建设前期/施工准备	2025年12月12日在几内亚博凯多巴利举行奠基；总投资约12亿美元，占地约107公顷，采用拜耳法，建设原料制备、溶出、沉降、分解、蒸发、焙烧等车间。
中国铝业香港几内亚氧化铝项目	中铝集团	120	2027年底	已完成相关协议签署	中国铝业公告全资子公司中铝香港拟在几内亚投资建设120万吨/年氧化铝项目，含生产设施、港口及配套设施，总投资约10亿美元。
Alteo Refinery Guinea（ARG）	Alteo / UMSI Group	120	2029年满产	FID待定，ESIA/FID及施工准备阶段	一期规划120万吨/年；项目可扩展至二期、三期。公司FAQ称最终投资决定预计随2026年初ESIA提交作出，计划2026年开工，建设约2.5年并经6个月爬坡后2029年满产；投资额约13亿欧元。
美铝（CBG）氧化铝厂项目	几内亚政府、Halco/Alcoa、Rio Tinto、Dadco等			几内亚政府称正在与美铝/CBG洽谈	
Guinea Alumina Corporation（GAC）氧化铝厂	Emirates Global Aluminium（EGA）	200		与25年7月被吊销许可证，相关矿业资产被移交给 Nimba Mining 公司	

数据来源：中华人民共和国商务部，中国有色网，路透社，东吴证券研究所

铝土矿矿端供应收紧，需给予一体化企业“集中性溢价”

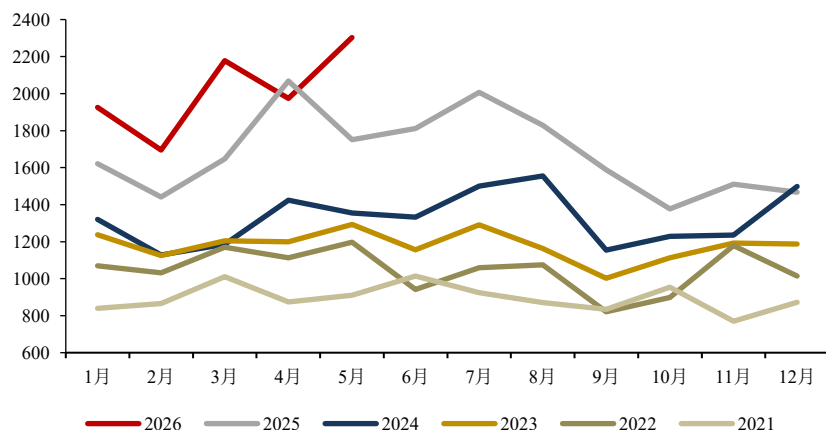
- **印尼政策进一步收紧。**为推动本地氧化铝加工，印尼在2023年实施铝土矿原矿出口禁令，并以RKAB年度工作计划和预算审批体系强化矿业生产管理；2026年印尼政府进一步调整矿业RKAB，矿企需重新提交年度RKAB，使政府可以依据国内氧化铝消化能力、合规记录和资源保留目标逐年控制矿端释放，市场预计2026年铝土矿RKAB批准量或将显著低于行业潜在产能。
- 资源民族主义盛行，两大铝土矿产出国收缩供给配额，矿端风险溢价上修，铝土矿价格中枢不宜继续线性看跌，并将通过成本端对氧化铝价格形成支撑。市场应给予中国宏桥、中国铝业、天山铝业等具备矿端到电解铝产业链一体化企业“集中性溢价”。

图：氧化铝价格支撑较强（元/吨）



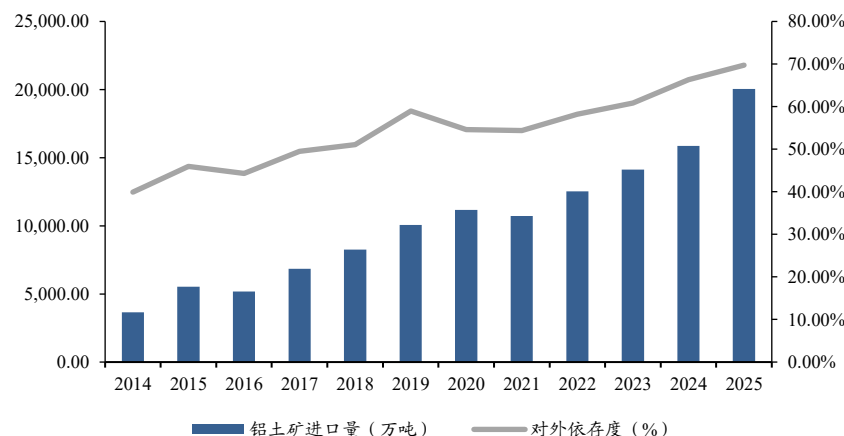
资料来源：iFinD，东吴证券研究所

图：2021-2026年我国铝土矿进口量走势（万吨）



资料来源：iFinD，东吴证券研究所

图：我国铝土矿境外依存度进一步上升



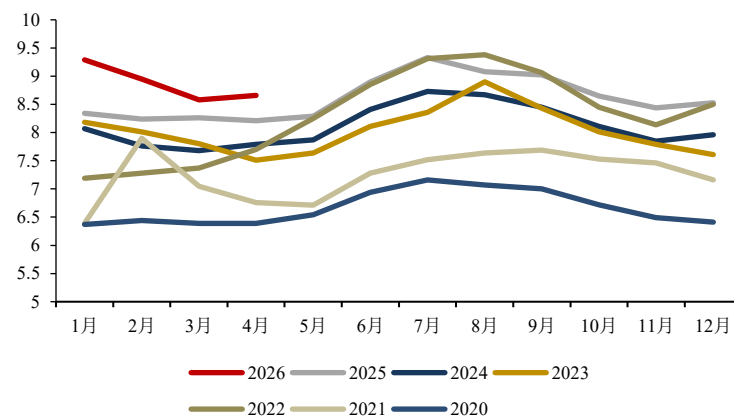
资料来源：iFinD，东吴证券研究所

预期差二
海外电解铝增速面临电力需求挤压，海外铝企完全成本中枢上移

美国电解铝产能面临数据中心电力挤出

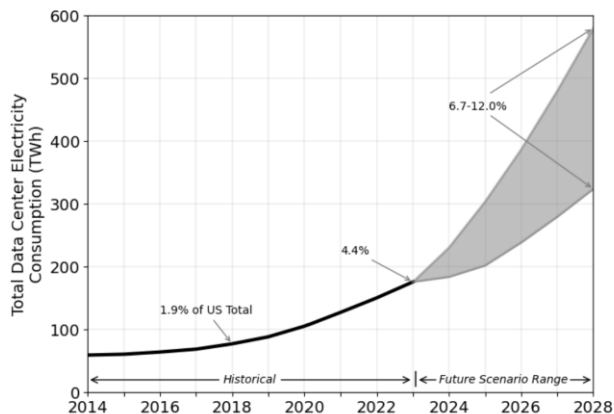
- **数据中心需要消耗大量的电力的同时愿意承担更高的电价。** DOE数据显示，美国数据中心年用电量已从2014年的58TWh升至2023年的176TWh，占2023年全美用电量的4.4%；到2028年，数据中心用电量可能进一步升至325-580TWh，占全美用电量的6.7%-12.0%，数据中心正在从边际负荷变成电力系统中的结构性新增需求，而科技公司为AI数据中心锁定电力的价格可达115美元/MWh以上。
- **对电解铝而言，问题不只是电价上涨，而是“稳定、低价、长期”的电力合同越来越难获得。** 生产1吨原铝约需要13500千瓦时电力，新建美国铝厂要具备经济性，通常需要约10-20年、约40美元/MWh的电价合同。
- **高电价挤出铝厂，AI算力接手电力资产。** 2026年2月，Century将Hawesville铝厂出售给数据基础设施公司TeraWulf，把高耗电铝厂旧址改造成AI/HPC数据中心，重点利用它原有的大容量电力接入和工业用地，至此美国原铝生产工厂数量降至5座，其中2座满产、2座减产、1座仍处于停产状态。

图：美国工业用电价格持续走高（美分/千瓦时）



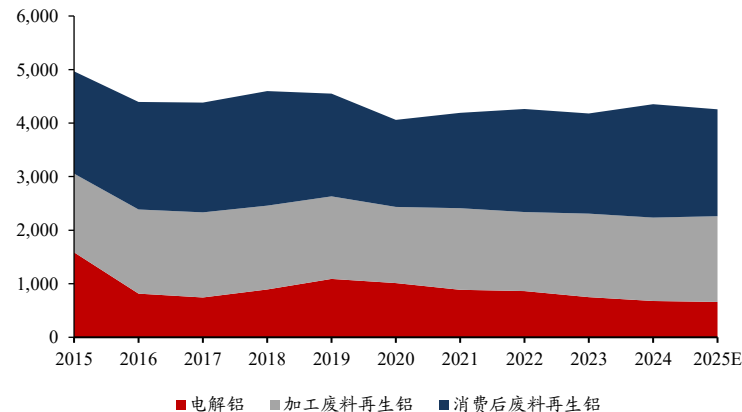
资料来源：iFinD，东吴证券研究所

图：数据中心用电需求不断增长



资料来源：DOE，东吴证券研究所

图：美国电解铝产能再创新低（万吨）



资料来源：iFinD，东吴证券研究所

海外电力矛盾及潜在的供给减量测算



- 我们测算2026年海外电解铝企业因电力合同困境或电气设备故障预计减产有效产能约55-80万吨。
- 常用电力合同主要分为购电协议（Power Purchase Agreement，简称PPA），以及大型工业用电(铝厂、冶炼等)传统基荷电力合同，年限通常为3-20年。
- 世纪铝业旗下冰岛Grundartangi铝冶炼厂因电气故障关停一条电解槽产线，阶段性影响约21万吨/年年化产能，但该槽线已于2026年4月重启，预计2026年7月底接近满产。
- South32因电力协议问题准备自2026年3月起将位于莫桑比克的Mozal铝冶炼厂转入停产保养，该厂年产能约58万吨。

表：海外电解铝企业频繁面临电力合同危机

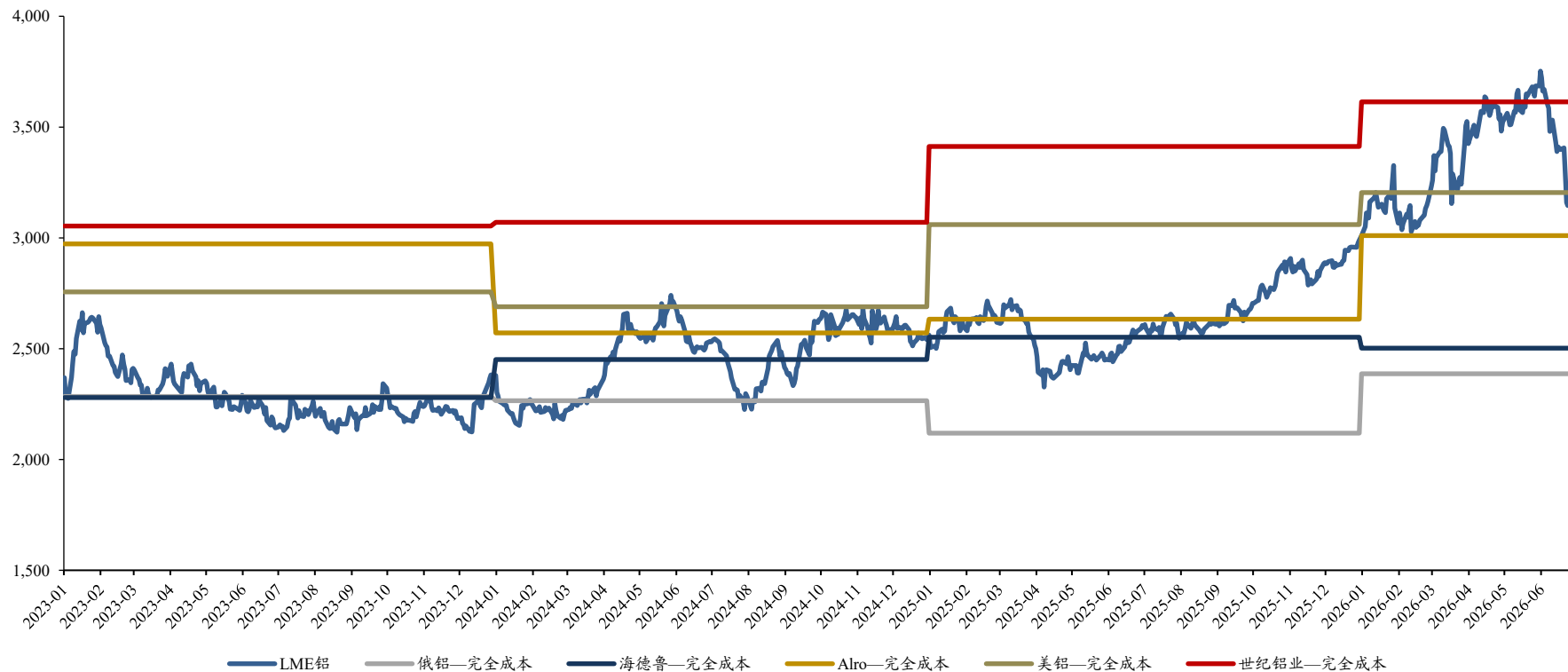
电解铝企业	时间	电力合同事件	处理方式及结果	现状
Rio Tinto — NZAS（新西兰）	2020	Meridian Energy 的电力合同并计划 wind-down NZAS，核心原因为长期市场条件与电价使得铝厂缺乏经济可行性	公司以合同终止通知作为战略重组的一部分，并与政府和利益相关方就关停影响进行沟通。	已锁定长期供电，持续运营至至少2044
Century Aluminum — Mt. Holly	2021	Santee Cooper 批准供电合约至 2023（短期），2021–2023 年间通过短期合约抵御电价上升，2025年延展展期至2031年	以与地方公用事业签中期合约保障供电并维持产能	通过与 Santee Cooper 的续签继续获得供电保障
Alcoa — Portland（澳）	2023-2024	与 AGL 签署/追加长期供电协议（生效自 2026，支持至 2035）	与 AGL 签长期供电协议并保留可再生置换选项，配套资本投入以保持产能	已签长期合约，电力供应与产能前景较为确定（到2035）
Norsk Hydro	2021–2025	自 2021 年起，Hydro 持续与 Hafslund Eco、Statkraft、NTE 等签署多份长期 PPA，2022 年与 Hafslund Eco 的 2023–2029 合同、2023 年与 Statkraft 的 2024–2038 合同，用于为挪威冶炼厂锁定可再生电力与价格稳定性，2025 年Hydro 继续签新的长期合约，2031–2040 的 Hafslund 合约，并与 Cloud Snurran 自愿终止与赔偿结算	以自有水电 + 长期 PPA 锁定可再生供应；在个别合同出现对方重组时以谈判/赔偿终止合同以降低敞口。	通过多份长期 PPA 与自有电源保障供电，个别合同已通过结算终止风险敞口。
Alcoa — Massena（美）	2025	与纽约电力局签订了一份10年期、提供240兆瓦可再生能源的合同，从2026年开始生效，并可能延长两个五年期	与地区电力机构签长期合同、投资设施以提升竞争力。	公布了长期电力安排/投资计划
South32 — Mozal（莫桑比克）	2025	公开无法就 2026 年 3 月到期后的电价达成可承受续约；公司宣布 2026 年将 Mozal 置于 Care & Maintenance 并记减值	与政府 / HCB（Cahora Bassa）及其他供应方（Eskom）谈判；因无法达成可承受协议而停产/维护	2026 年3月起将 58万吨 产能置于 Care & Maintenance，待条件改善再启动

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

海外铝企高成本边际约束进一步增强

- 从海外电解铝企业成本测算看，2025年以来成本端整体呈现上行压力，高成本产能的边际约束进一步增强。我们以2026年Q1测算口径看，世纪铝业、美铝、Alro的现金成本分别约为3429、3066、2950美元/吨，完全成本分别约为3614、3204、3010美元/吨（东吴证券研究所测算），其中美铝、世纪铝业等高成本产能的完全成本中枢已接近甚至高于当下（2026.7.17）3150美元/吨的LME铝价水平。考虑到电力、氧化铝及区域升水等因素仍对海外冶炼成本形成支撑，当前铝价已压缩至海外部分边际产能利润空间，成本曲线抬升预计将对铝价下方形成较强支撑。

图：海外电解铝企业成本与LME铝价（美元/吨）



资料来源：公司财报，Wind，东吴证券研究所

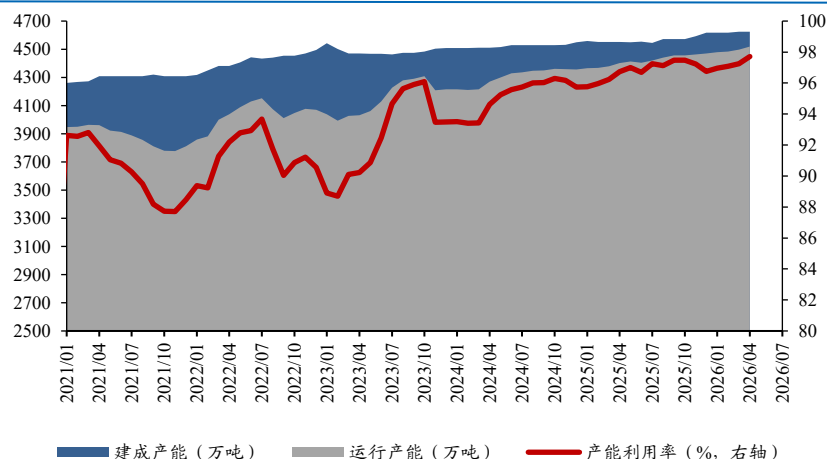
预期差三
我国电解铝产能约束仍具备效力，铝企盈利有望打破周期性轮回

我国电解铝产能供给约束仍然生效



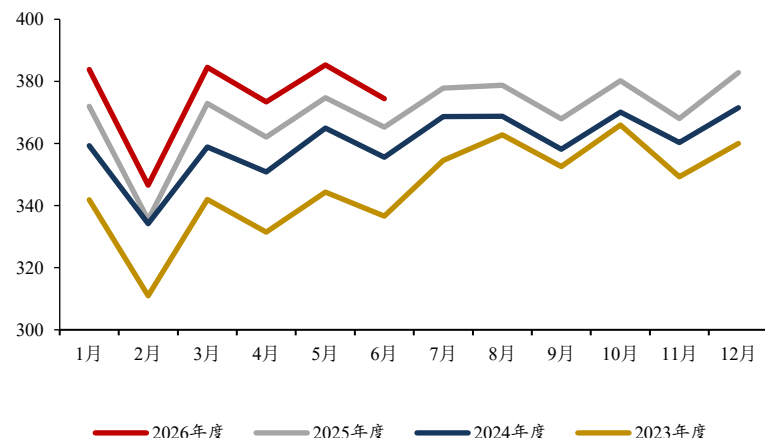
- 截至2026年6月, 中国电解铝开工产能达到4520.90万吨, 市场对于开工产能超过4500万吨红线具备较大抵触心理, 市场悲观情绪蔓延。但我们认为我国电解铝产能供给约束仍然生效, 主要因为:
- **“4500 万吨”为总量约束简化口径, 实质性约束为4543万吨。**2017年国家发展改革委、工业和信息化部等四部委联合发布《清理整顿电解铝行业违法违规项目专项行动工作方案》, 通过违法违规电解铝项目清理整顿工作扎实开展, 最终梳理形成的国内电解铝合规产能“天花板”为4543万吨/年, 中国有色金属工业协会在2026年4月发布的《中国铝工业: 在自律中提升竞争力, 在转型升级中重塑新优势》中再次确认我国为电解铝工业划定的产能上限为4543万吨。
- **目前我国新电解铝开工指标全部来自产能置换, 总指标量没有突破政策红线。**在官方政策框架下, 凡是合规的新建、改建、扩建、复建电解铝项目, 都必须先取得产能置换指标; 不来自置换的新增开工, 本身不属于合规产能。
- **新置换电解铝项目要求严格。**2025年十部门《铝产业高质量发展实施方案(2025—2027年)》再次重申坚持电解铝产能总量约束, 优化电解铝产能置换政策实施, 同时强调新置换电解铝项目应符合铝液交流电耗不高于13000千瓦时/吨、环保绩效A级等要求, 鼓励采用500kA及以上电解槽, 提高清洁能源使用比例。

图：国内电解铝产能（万吨）



资料来源：钢联，东吴证券研究所

图：国内电解铝产量（万吨）



资料来源：钢联，东吴证券研究所

海外电解铝新建产能情况一览（万吨）



图：海外在建产能（万吨）

国家	铝厂	所属集团	2025年	2026年E	2027年E	2028年E	规划新增产能
印度尼西亚	PT KALIMANTAN ALUMINIUM INDUSTRY	阿达罗（Adaro）+力勤	50				150
印度尼西亚	星辉铝业	青山实业				40	40
印度尼西亚	韦达贝铝业	青山实业			40		40
印度尼西亚		南山集团			50		100
印度尼西亚	信发印尼韦达贝工业园区项目（聚万+先锋）	信发集团	27		33		60
印度尼西亚	信发印尼莫罗瓦利工业园区项目（泰景+恒丰）	信发集团		60		60	120
印度尼西亚	PT Dharma Inti Bersama	Harita			50	50	100
印度尼西亚		博塞集团			30	30	60
马来西亚		齐力集团		7.5			7.5
越南	Dak Nong	Tran Hong Quan Trading Ltd		15	15	15	60
印度	Jharsuguda II	韦丹塔集团（Vedanta）				3.5	3.5
印度	BALCO	韦丹塔集团（Vedanta）	6	10	27.5		43.5
沙特		创新集团			50		50
哈萨克斯坦		东方希望集团				100	100
俄罗斯	TaishetI	UC Rusal	12.85				42.85
加拿大	Arvida	RioTinto		16			16
安哥拉	华通安哥拉实业有限公司	河北华通线缆集团股份有限公司		12		12	36
安哥拉		百通能源				10	20
安哥拉		田园化工		20			40
合计			96.85	140.5	294.5	320.5	1089.35

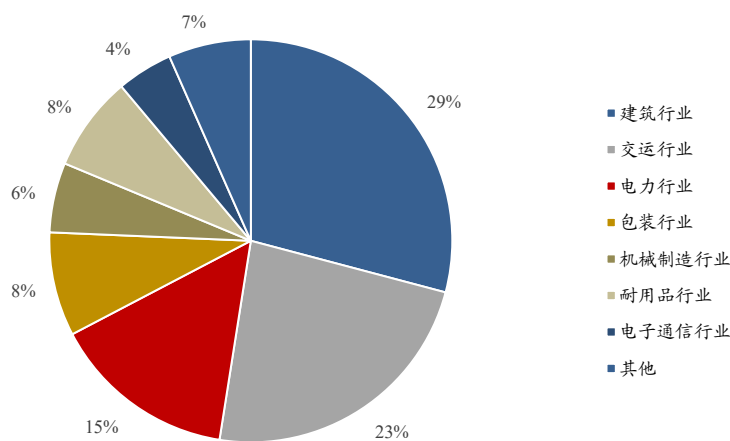
数据来源：阿拉丁，东吴证券研究所

注：规划新增产能为该企业合计规划产能总合，不限于2026-2028年。

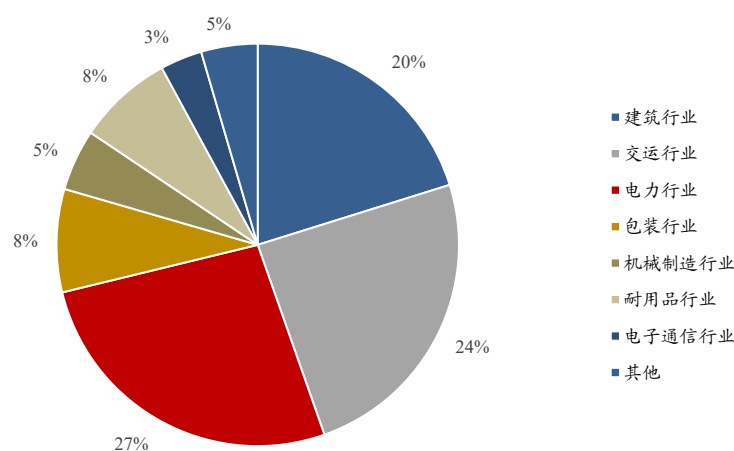
我国原铝需求持续增长，下游结构已发生根本性变化

- **中国原铝需求维持快速增长，支撑铝价长期走牛。**我们测算中国原铝需求于2021年至2025年间复合增速约为5.7%，而同期国内原铝产量复合增速约为3.4%。基于供给侧改革对电解铝的产能上限提供了刚性限制，以及随着我国人均GDP的增长，我国电解铝需求有望持续稳步提升，在此基础上铝价长期走牛可期。
- **电解铝下游需求发生结构性转变，新需求占比进一步增长。**随着双碳政策的进一步落实，以及我国产业结构的转型，电解铝下游需求正在从传统的地产主导转向绿色能源需求主导，根据东吴证券研究所测算，我国建筑用铝占比从2021年的29%下降至2025年的20%，地产的弱势对整体用铝量的影响正在逐步降低，而交运及电力行业用铝占比将从2021年的23%和15%上升至2025年的24%以及27%。

图：2021年中国电解铝下游需求量结构（东吴证券研究所测算）



图：2025中国电解铝下游需求量结构（东吴证券研究所测算）



数据来源：国家统计局、安泰科、阿拉丁，海关总署、东吴证券研究所

数据来源：国家统计局、安泰科、阿拉丁，海关总署、东吴证券研究所

27-28 年全球供需或仍维持紧平衡

- **海外快速投产节奏下，全球2027-2028年供需或仍维持紧平衡。** 供给端，考虑到印尼新增产能的快速投放&中东受损产能的修复，我们测算2027-2028海外供给增速约为11.49%/7.91%、全球供给增速约为4.51%/3.31%；同时我们考虑到随着国内光伏与汽车板块的需求修复，以及全球制造业的进一步复苏，测算全球需求增速约为3.41%/3.38%，整体供需格局从2026年的大幅紧缺转向紧平衡，考虑到欧美自身电解铝企业的完全成本中枢上移，以及海外补库的硬性需求，我们认为铝价具备长期高位的基本面。

表：全球电解铝供需平衡表

	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
中国供需平衡								
国内需求（万吨）	4007.7	4061.6	4299.3	4511.5	4630.5	4640.6	4839.3	5043.2
YOY		1.35%	5.85%	4.94%	2.64%	0.22%	4.28%	4.21%
国内原铝产量（万吨）	3850.3	4014.4	4160.0	4310.0	4405.6	4533.4	4533.4	4533.4
YOY		4.3%	3.6%	3.6%	2.2%	2.9%	0.0%	0.0%
中国原铝供需平衡（万吨）	59.4	161.3	-242.6	-261	-334.7	-244.4	-307.3	-485.5
海外供需平衡								
海外电解铝产量（万吨）	2887.8	2875.7	2910.5	2964.2	3021.4	2924.9	3260.9	3518.9
YOY		-0.42%	1.21%	1.85%	1.93%	-3.19%	11.49%	7.91%
海外电解铝总需求（万吨）	2883.4	2838.9	2731.7	2778.1	2819.7	2870.9	2928.3	2986.9
YOY		-1.54%	-3.78%	1.70%	1.50%	1.82%	2.00%	2.00%
海外电解铝供需平衡（万吨）	4.4	36.8	178.8	186.1	201.7	54.0	332.6	532.0
全球供需平衡								
全球电解铝产量（万吨）	6738.1	6890.1	7070.5	7274.2	7427	7458.3	7794.3	8052.3
YOY		2.26%	2.62%	2.88%	2.10%	0.42%	4.51%	3.31%
全球电解铝需求（万吨）	6891.0	6900.5	7031.0	7289.6	7450.2	7511.5	7767.6	8030.1
YOY		0.14%	1.89%	3.68%	2.20%	0.82%	3.41%	3.38%
全球供需平衡（万吨）	-152.89	-10.43	39.50	-15.40	-23.20	-53.18	26.66	22.24

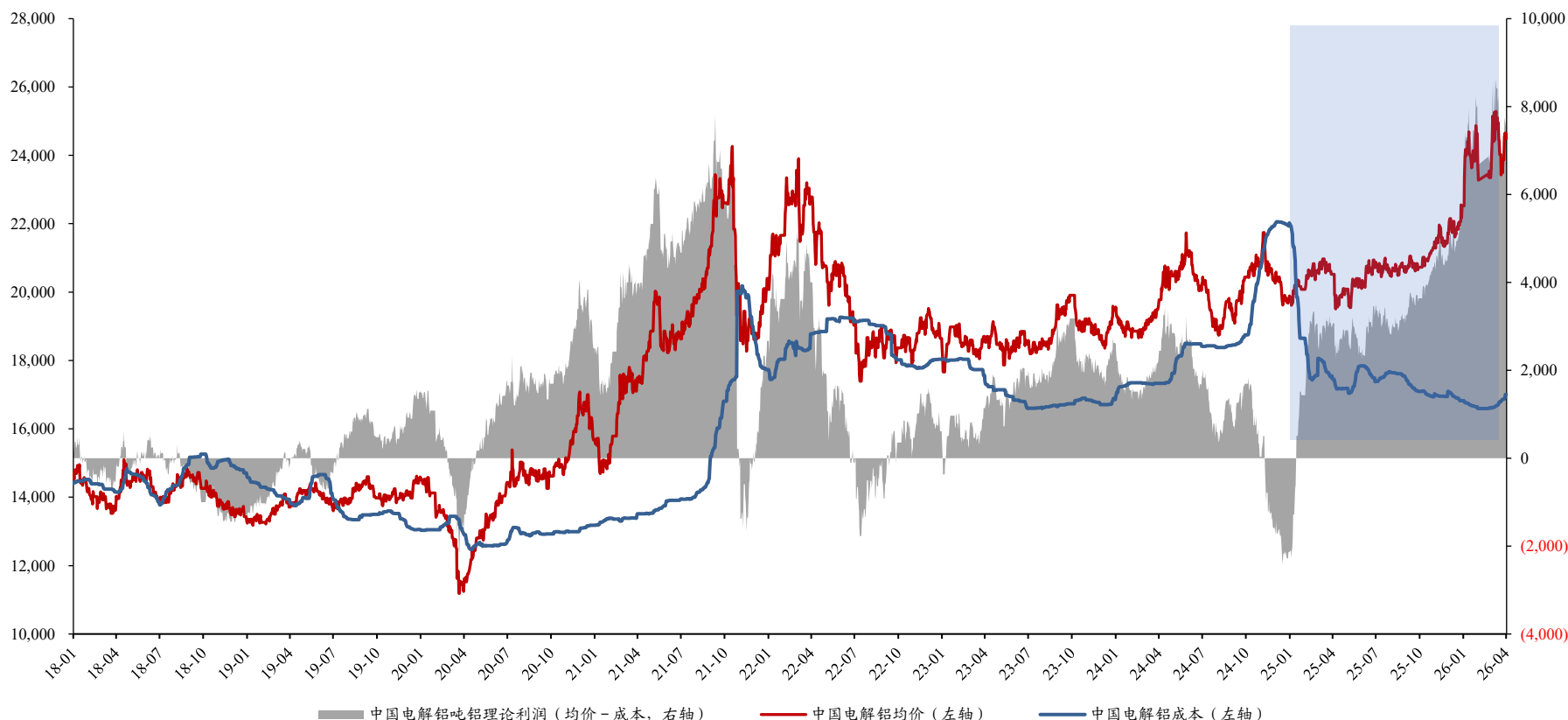
数据来源：国家统计局、阿拉丁、CRU、东吴证券研究所测算

我国电解铝行业盈利情况有望打破周期性轮回



- **电解铝行业正在经历周期性波动的尾声，本轮行业盈利的扩张期料将长期延续。**电解铝行业在早期由行业利润和行业供给相互刺激形成周期性，2017年，国家设定了约4500万吨的电解铝产能天花板，并大力淘汰落后产能，促使行业利润向合规产能集中，其驱动力从早期的宏观需求与政策刺激，逐步转向供给侧改革和能源结构转型。当下我国电解铝新增供给已趋近尾声，而人均GDP的提升将带来需求的稳步增长，行业利润的扩张将不再遵循过往的周期反复，当上游成本端稳定性提升，冶炼端利润将长期维持在高位。

图：我国电解铝行业盈利情况进入扩张期（元/吨）



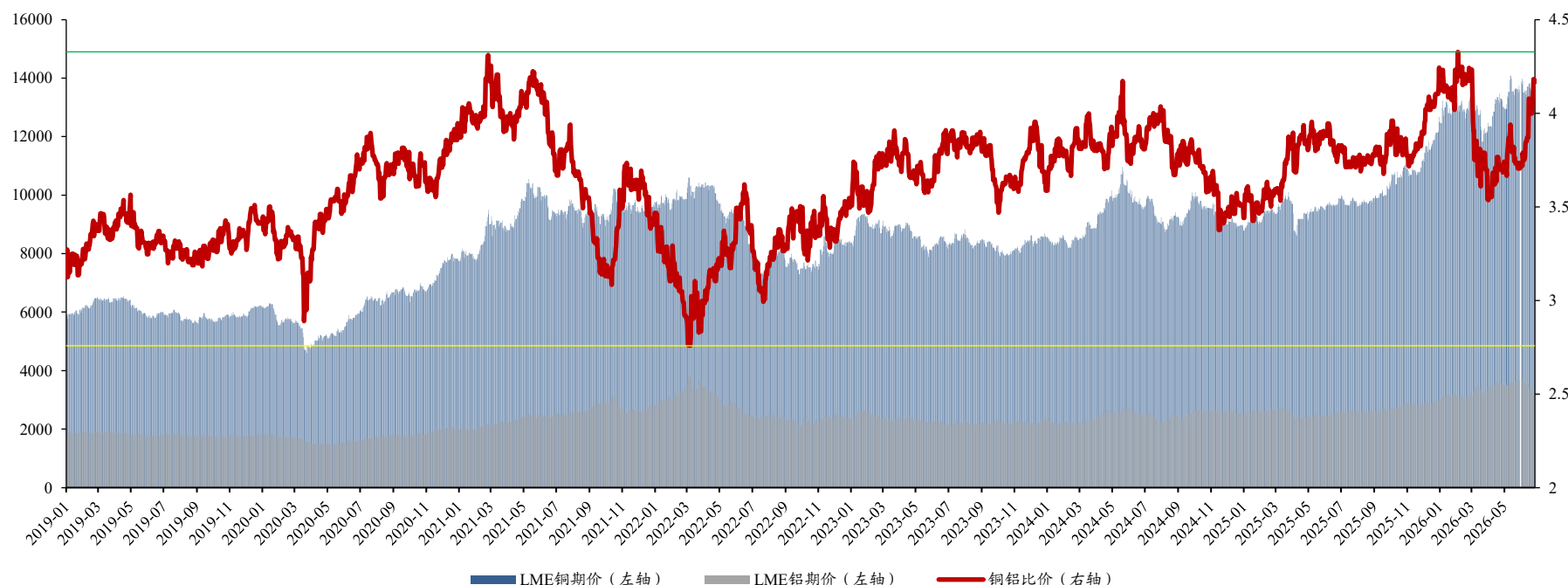
铜铝比价优势与极化世界背景下的潜在库存驱动因素

供给强约束背景下，铜铝比价仍具回归空间



- **铜铝比价长时间维持区间震荡，其底层逻辑在于铜铝金属在工业领域的性能及成本博弈。**铜铝在工业领域的应用场景存在多数重叠，基于铜的导电性能更好，在不考虑价格的情况下铜是线缆材料的优先材料，而当铜铝比价在高位时，意味着单价的降低可以弥补相同导电性能所需的更多截面积。
- **铜铝比价于我国电解铝企业的投资逻辑在于电解铝可分享部分铜的需求，并同时保持自身低电价带来的成本优势。**铜铝比价自2017-2018年供给侧改革以来维持在2.5-4.5区间震荡，在供给强约束背景下，我们认为当前铝对铜的供应替代趋势仍在延续。当下（2026.6）的铜铝比价（4.2）意味着铝价更多受到铜价上涨的牵引。电解铝行业因此有望享受“铝代铜”带来的需求增量，以及自身电力成本刚性所形成的成本优势。

图：LME铜铝价格（美元/吨）及LME铜铝比

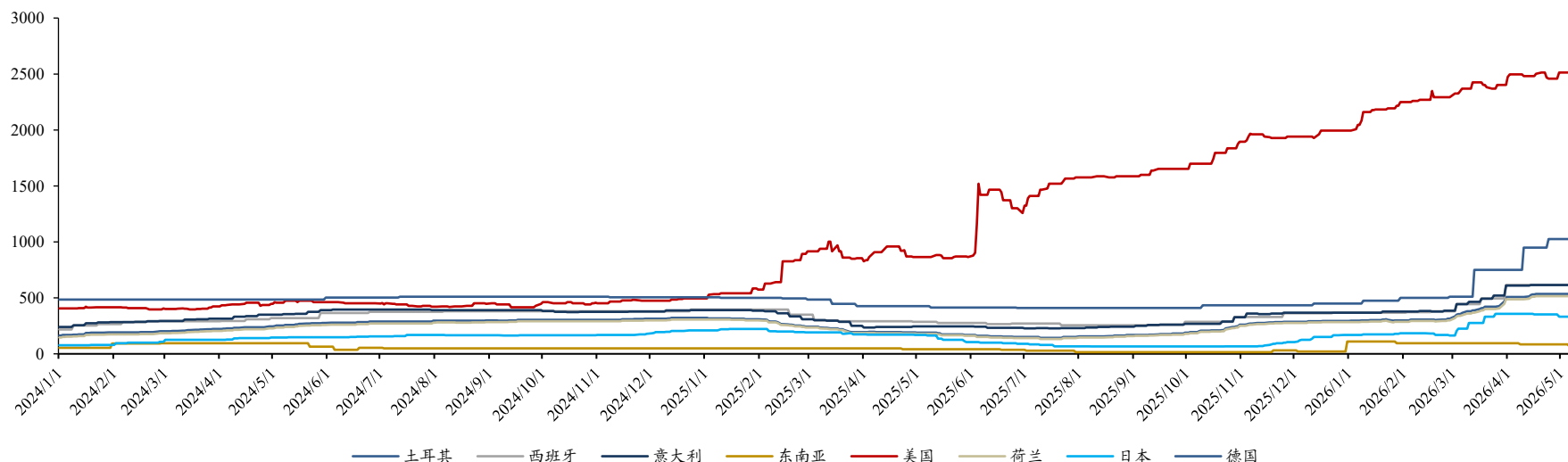


海外铝锭现货升水持续增长



- **美国对铝征收贸易保护关税对本国下游产业造成毁灭性打击。**美国在2025年对进口电解铝实施了显著的贸易保护政策，核心措施包括将关税税率从第一任期的10%提升至25%，并随后进一步提高至50%。同时，取消了此前给予加拿大、墨西哥等主要供应国的豁免待遇，并将征税范围扩大至更多的铝制品和衍生产品。截至2026年5月，美国中西部铝现货升水已达2513美元/吨，欧洲铝现货升水已达620美元/吨。我们认为区域性的供需错配将进一步加大全球铝产业链重塑，各国对资源及冶炼产业链的独占意识将进一步加强，库存在近几年或稳步走高。
- **日本进口铝升水大幅上涨反映亚太地区供应链紧张态势加剧。**2026年，日本进口电解铝市场受到中东地区供应扰动以及国际供应商报价策略调整的影响，全球主要供应商力拓（Rio Tinto）将26年Q2发往日本的铝升水报价由26年Q1的195美元/吨大幅提高至350美元/吨，日本主要买家最终接受350-353美元/吨的季度升水，并于26年Q3进一步提升至每吨 395 美元的报价。我们认为，区域性的供应紧张和国际贸易格局变化将进一步强化亚太地区铝市场的区域定价特征，全球铝产业链区域化重构趋势或将持续深化，升水价格受地缘政治风险、资源供给约束及大型供应商定价策略的影响将进一步增强。

图：海外电解铝升贴水情况（美元/吨）

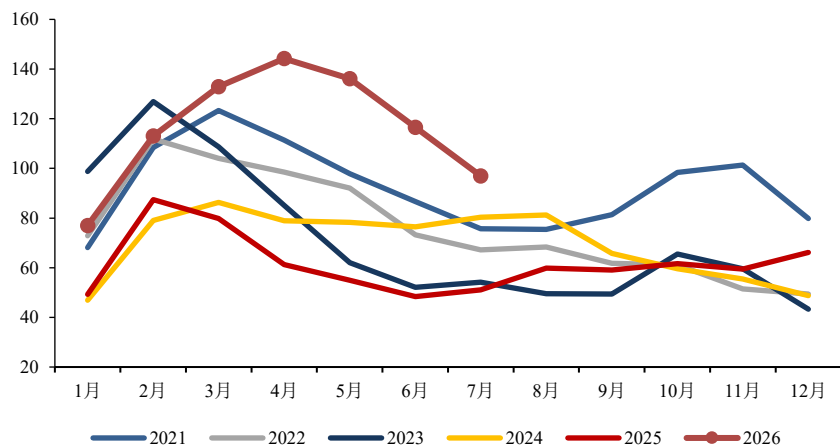


逆全球化背景下，全球库存的累积或将提供需求的增量



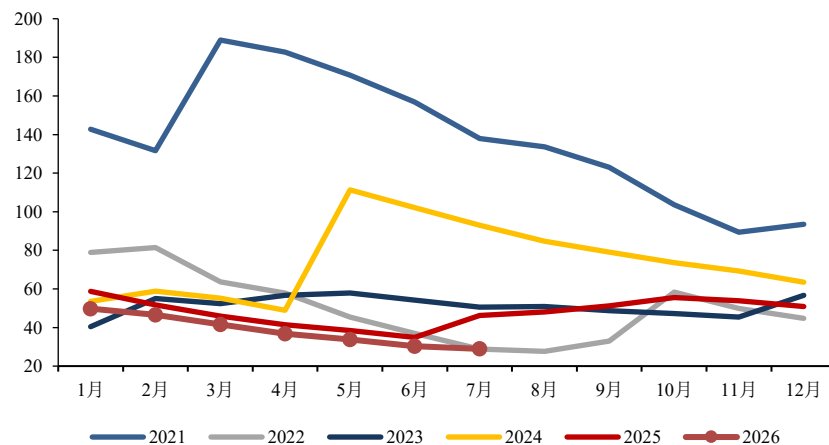
- **需求复苏有迹可循，海内外去库速率加快。**截至2026年7月24日，我国的电解铝社会库存已下行至94.3万吨，5月以来去库量超50万吨；海外LME库存已经下降到至27.5万吨，剔除2024年4月13日以后生产的不符合LME交割规则的9.5万吨后，实际可交割部分不足18万吨（历史最低）。
- **美国对铜施加关税或成为后续对铝产业链征收关税范本。**2025年8月1日，美国总统特朗普援引《1962年贸易扩展法》第232条款（以“国家安全”为由），对进口的铜半成品和铜含量高的衍生品统一征收50%的关税，并最终豁免了精炼铜（如阴极铜）。该政策① 吸取美国中西部铝现货大幅升水教训，确保美国本土获得廉价的上游原料供应；② 通过高关税壁垒，迫使下游加工制造业回流至美国本土，落实“制造业回流”战略。
- **逆全球化背景下，全球库存的累积或将提供需求的增量。**
- 当下逆全球化背景下，西方各国纷纷寻求产业链独立，在此背景下，我们认为区域性的供需错配将进一步加大全球铝产业链重塑，各国对资源及冶炼产业链的独占意识将进一步加强，海外库存在近几年或稳步走高。

图：中国铝社会库存（万吨）



资料来源：iFinD，东吴证券研究所

图：LME全球铝库存（万吨）



资料来源：iFinD，东吴证券研究所

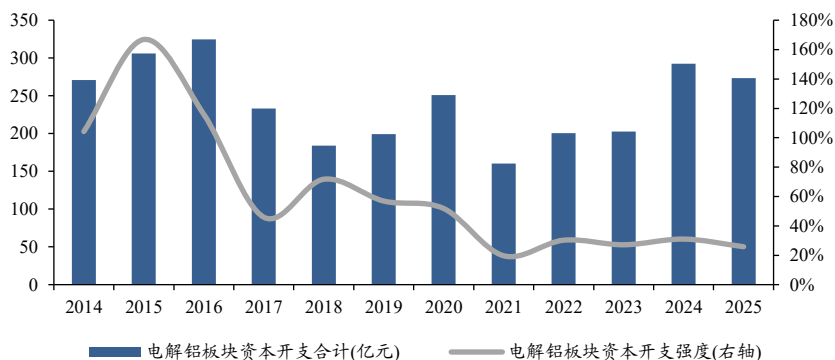
我国电解铝行业资本开支率快速下行，红利策略将成为投资主题

中国电解铝行业资本开支高峰已过—FCFF显著改善



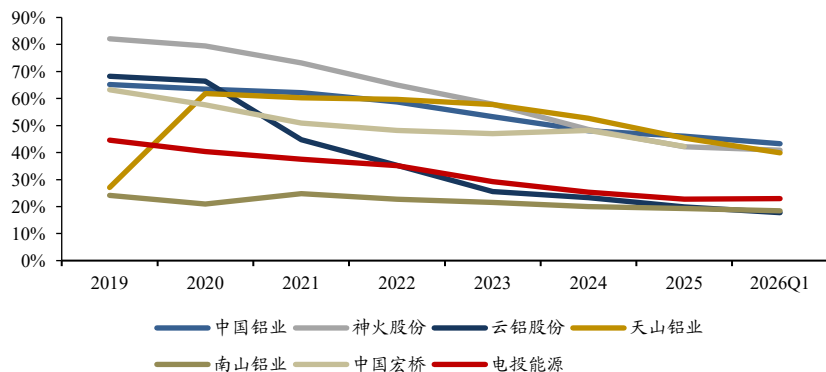
- **中国电解铝行业资本开支高峰已过。**2026年4月，中国电解铝建成产能4625万吨，开工4519万吨，产能利用率已达97.7%的历史高位，总产能逼近工信提案〔2018〕75号文件中提及的4500万吨上限，2026年后中国新增电解铝产能将面临失速。
- **自2017年供给侧改革后，行业从“增量竞争”转向“存量优化”。**企业无法再通过扩张规模来竞争，资本开支逐年回落。供需格局在产能受限和新质生产力需求支撑下趋于紧平衡，行业利润维持在较高水平，为企业改善资产负债表提供了充足的现金流。

图：我国电解铝行业资本开支强度



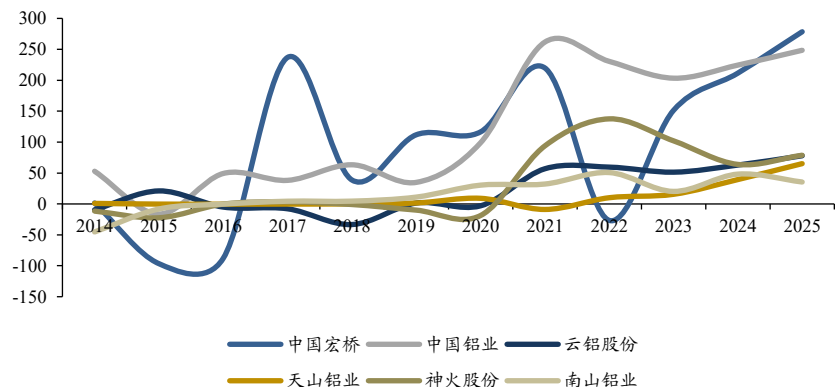
资料来源：iFinD，东吴证券研究所
 注：资本开支强度=资本开支/经营活动现金流量净额，样本包含中国宏桥、中国铝业、云铝股份、天山铝业、神火股份、南山铝业

图：我国电解铝企业资产负债率



资料来源：iFinD，东吴证券研究所

图：我国电解铝企业自由现金流（亿元）



资料来源：iFinD，东吴证券研究所
 注：采用简单算法，自由现金流=经营活动现金流量净额-资本开支

我国电解铝企业股息率随资本开支强度下降而上升

表：主要电解铝上市企业股息率情况（2014-2025数据日期均为同年12月31日，26-28年数据以26年7月24日数据为基础）

	中国宏桥	中国铝业	云铝股份	天山铝业	神火股份	南山铝业	中孚实业	创新实业	电投能源
2014	5.4%	0.0%	0.0%	0.5%	0.0%	1.1%	0.0%	0.0%	1.1%
2015	3.3%	0.0%	0.0%	0.3%	0.0%	1.5%	0.0%	0.0%	1.2%
2016	6.9%	0.0%	0.0%	0.3%	0.5%	1.6%	0.0%	0.0%	3.5%
2017	2.3%	0.0%	0.7%	3.2%	0.2%	1.6%	0.0%	0.0%	2.7%
2018	5.4%	0.0%	0.0%	4.0%	0.4%	2.4%	0.0%	0.0%	0.0%
2019	7.2%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	2.2%	0.0%	0.0%	9.2%
2020	9.2%	0.0%	0.0%	2.6%	1.3%	1.7%	0.0%	0.0%	3.7%
2021	12.8%	0.5%	1.0%	4.9%	5.0%	1.3%	0.0%	0.0%	3.4%
2022	6.9%	0.8%	1.4%	2.6%	6.7%	1.2%	0.0%	0.0%	4.1%
2023	9.9%	1.4%	1.9%	2.5%	4.8%	4.1%	0.0%	0.0%	4.8%
2024	13.7%	3.0%	3.0%	5.1%	4.7%	4.3%	0.0%	0.0%	4.3%
2025	5.1%	2.2%	2.1%	3.4%	2.9%	8.1%	2.2%	3.6%	4.7%
2026E	10.7%	5.7%	6.9%	9.0%	7.7%	9.6%	8.9%	9.3%	4.8%
2027E	10.9%	5.6%	6.9%	9.3%	7.9%	13.9%	10.2%	10.1%	5.3%
2028E	11.0%	5.6%	6.8%	9.3%	7.9%	16.1%	10.1%	10.1%	5.5%
2025分红率	62%	37%	40%	52%	45%	105%	43%	52%	54%
分红测算假设	62%	37%	40%	52%	45%	100%	60%	52%	54%

资料来源：公司公告，iFind，东吴证券研究所

注：2026至2028年公司利润情况均为东吴证券研究所测算；分红率均按照2025年分红水平测算。

注：股息率测算方式为东吴证券研究所预测该年度每股派息÷当前股价×100%

电解铝投资着重高成长性与高分红策略



- **展望未来，投资端建议关注业绩确定性高、具备产量增长，以及高股息标的。**我们认为全球制造业的进一步复苏，以及国内供给增量已近尾声、海外供给仍存电力挤出等不确定性因素，铝价有望长期维持高位。权益端关注：1) 全年业绩同比大幅高增标的：神火股份、云铝股份、中孚实业；2) 高分红标的：中国宏桥、天山铝业、创新实业、南山铝业；3) 未来有产增的标的：创新实业、南山铝业国际、华通线缆等。

表：主要电解铝企业业绩估值（2026年归母净利润均为东吴证券研究所测算）

公司名称	市值 (亿元)	2025年净利润 (亿元)	PE-2025	2026E净利润 (亿元)	PE-2026E	电解铝产能 (万吨)	权益产能 (万吨)	权益产能/市值 (万吨/亿元)
中国铝业	1,531	127	12.1	228	6.7	773	421	0.28
云铝股份	881	61	14.5	155	5.7	308	269	0.31
天山铝业	579	48	12.0	88	6.6	140	140	0.24
南山铝业	512	47	10.8	49	10.4	48	48	0.09
神火股份	562	40	14.0	100	5.6	170	132	0.23
中孚实业	251	16	15.5	37	6.7	75	75	0.30
中国宏桥	1,982	226	8.8	342	5.8	646	617	0.31
创新实业	291	27	10.7	47	6.2	78.8	79	0.27
电投能源	829	54	15.3	73.8	11.2	86	44	0.05

数据来源：公司公告，Wind，iFind，东吴证券研究所

注：南山铝业26-28年运行产能仍为68万吨

注：电解铝产能、权益产能情况截至2025年底，市值以2026年7月24日数据为基础

风险提示

风险提示



➤ 下游需求不及预期

行业需求不及预期，市场可能受到竞争加剧影响。

➤ 美元持续走强风险

铝作为大宗商品具备一定的金融属性，美元若持续走强将对铝价形成向下的压制作用。

➤ 地缘政治风险

地缘政治风险导致铝土矿生产销售受阻，进而带来销售风险。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500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），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>



东吴证券 财富家园