

新能源&有色组铝产业年报

“十五五”开年给铝消费带来新希望

本期分析研究员



陈思捷

从业资格号: F3080232
投资咨询号: Z0016047



师橙

从业资格号: F3046665
投资咨询号: Z0014806



封帆

从业资格号: F03139777
投资咨询号: Z0021579



王育武

从业资格号: F03114162
投资咨询号: Z0022466



“十五五”开年给铝消费带来新希望

研究院 新能源&有色组

研究员

陈思捷

电话: 021-60827968

邮箱: chensj@htfc.com

从业资格号: F3080232

投资咨询号: Z0016047

师橙

电话: 021-60828513

邮箱: shicheng@htfc.com

从业资格号: F3046665

投资咨询号: Z0014806

封帆

电话: 021-60827969

邮箱: fengfan@htfc.com

从业资格号: F03139777

投资咨询号: Z0021579

王育武

电话: 021-60827969

邮箱: wangyuwu@htfc.com

从业资格号: F03114162

投资咨询号: Z0022466

联系人

蔺一杭

电话: 021-60827969

邮箱: linyihang@htfc.com

从业资格号: F03149704

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

核心观点

氧化铝供应过剩的逻辑和预期不改，更多源于几内亚铝土矿的变量。电解铝方面，国内供应端相对确定，供给增速有限；东南亚新增产能以及欧洲的复产预期，在政策和电力成本问题面前，均有不及预期的可能性；废铝元素方面，因为海外政策限制以及国内税票政策影响，供给增速将会下滑，因此全球范围内供给压力并不大。消费方面，国内合金化进程继续推进，铝水比例提高，铸锭量减少将会使得库存绝对值长期处于相对较低水平，难以对绝对价格形成压力。终端消费方面，十五五开年对终端消费存在良好预期，一方面内需消费结构性改革仍将持续，在新型消费面前地产和传统基建难以对整体消费造成实质性影响；另一方面，中国在海外投资拉动海外基建消费，第三世界国家在低基数的情况下高消费增长有望持续多年。由于废铝元素占供应端比例逐年提高，原铝元素消费增速常年保持低位，这也造成了对实际消费偏低估的预期。宏观方面，虽然降息节奏存在不确定性，但降息大周期不改，美国缩表结束，再通胀交易逻辑尚未来临，铝价仍处于低估区间。

报告摘要

■ 市场分析

氧化铝:

1-10月中国铝土矿累计进口 17096 万吨，同比增长 30%，其中几内亚进口量 12711.6 万吨，同比增长 38.4%，全年预计进口总量达到 20000-21000 万吨左右，即使 2026 年中国铝土矿进口没有增量，铝土矿供应也不会呈现短缺的状态。但几内亚存在政治不确定性以及关注限价政策的发展。

在不考虑减产的情况下，2026 年预计氧化铝产量达到 9700 万吨，累计同比增长 8.1%，2026 年氧化铝供应过剩量将超过 1000 万吨。氧化铝过剩格局不改，但当前估值偏低，进一步下跌需要成本坍塌的支持，不确定依旧来源于几内亚铝土矿。

电解铝:

海外在不考虑莫桑比克减产的情况下，预计 2026 年海外电解铝产量贡献增量 120 万吨，若莫桑比克减产，增量贡献可能降低至 80-90 万吨，东南亚存在投产大不及预期的可能性，实际产量大概率比预期要低。国内预计新增产能对 2026 年产量贡献 45 万吨左右，全年产量 4450 万吨，同比增长 52 万吨，增速 1.2%。

2026年在没有额外出口政策的扰动下,在2025年铝材出口的低基数下,预计铝材出口同比将会转负为正,叠加铝制品出口,出口贡献63万吨,考虑到合金化中铝元素含量和废铝元素贡献,预计贡献增量可达到45万吨。虽然中国汽车购置税减半,但目前单月出口增速仍维持提速的状态下,预计2026年汽车预计原铝元素供给增量85万吨左右。预计2026年储能出货量达到850GW左右,同比增速50%左右,带动铝消费增长20万吨。预计十五五电网年均复合增长率可达到8%,并且存在开始两年提速推进的可能,即使按照8%计算,预计电网投资拉动铝消费37万吨,并且目前铜铝比价高位,在中压电网运输方面存在铝代铜的可能性。光伏预计2026年对铝消费拖累60万吨左右,地产预计拖累铝消费55万吨。

策略

电解铝: 电解铝回调空间有限, 消费和宏观仍存乐观预期。

氧化铝: 若无不可预测矿端扰动因素, 氧化铝反弹空间有限。

操作建议

电解铝: 21000元/吨逢低分批买入

氧化铝: 反弹布局短线空单

目录

核心观点.....	2
报告摘要.....	2
一、氧化铝.....	7
1.1 国产矿供给不及预期，价格表现坚挺	7
1.2 进口矿有政策风险，但当前预期依旧过剩.....	8
1.3 不出意外供应持续过剩	10
二、电解铝.....	13
2.1 供应增长看海外，供应增量可能低于预期.....	13
2.2 国内供应小增长，供给无压力.....	15
2.3 废铝增加铝元素供应，使得实际消费被低估.....	17
2.4 两个角度看铝价估值	18
2.5 铝锭库存表现不尽如人意	19
三、下游消费.....	20
3.1 中间加工企业持续扩张并不意味着负反馈预期压力大.....	20
3.2 铝制品出口弥补铝材，明年出口预期良好.....	21
3.3 国内购置税减半，汽车增量看出口.....	22
3.4 光伏走弱，储能和电网投资弥补	23
3.5 终端消费结构性改革	25
四、总结.....	26
图表	
图 1：国产铝土矿产量 单位：万吨	7
图 2：国产铝土矿价格 单位：元/吨	7
图 3：国产矿产量 单位：万吨、%	8
图 4：铝土矿消费情况 单位：万吨	8
图 5：河南国产矿生产成本利润 单位：元/吨	8
图 6：河南进口矿生产成本利润 单位：元/吨	8
图 7：进口铝土矿价格 单位：美元/吨	9

图 8: 进口矿海运费 单位: 美元/吨	9
图 9: 进口铝土矿港口库存 单位: 万吨	10
图 10: 铝土矿进口量 单位: 万吨	10
图 11: 氧化铝价格 单位: 美元/吨、元/吨	11
图 12: 氧化铝对主力合约基差 元/吨	11
图 13: 氧化铝周度产量 单位: 万吨	11
图 14: 氧化铝总库存 单位: 万吨	11
图 15: 氧化铝出口俄罗斯量 单位: 万吨	12
图 16: 氧化铝净进口量 单位: 万吨	12
图 17: 海外电解铝供应 单位: 万吨	14
图 18: 欧洲电价 单位: EUR/MWH、PLN/MWH	14
图 19: 荷兰 TTF 单位: EUR/MWH	14
图 20: 欧洲天然气库存 单位: %	14
图 21: 电解铝产量 单位: 万吨、%	15
图 22: 电解铝周度产量 单位: 万吨	15
图 23: 电解铝净进口 单位: 万吨	16
图 24: 电解铝进口盈亏 单位: 元/吨	16
图 25: 俄罗斯铝锭进口量 单位: 万吨	17
图 26: 印尼铝锭进口量 单位: 万吨	17
图 27: 中国废铝供应 单位: 万吨、%	17
图 28: 废料进口 单位: 万吨、%	17
图 29: 铝合金净进口量 单位: 万吨、%	18
图 30: 废料进口 单位: 万吨、%	18
图 31: 电解铝企业利润 单位: 元/吨	19
图 32: 铜铝比价	19
图 33: 铝水比例 单位: %	19
图 34: 铝锭社会库存 单位: 万吨	20
图 35: 铝棒社会库存 单位: 万吨	20
图 36: 交易所库存 单位: 万吨	20
图 37: LME 库存 单位: 万吨	20
图 38: 铝棒产量 单位: 万吨	21
图 39: 铝板带箔产量 单位: 万吨	21
图 40: 铝棒开工率 单位: %	21
图 41: 铝板带箔开工率 单位: %	21

图 42: 铝材净出口 单位: 万吨、%.....	22
图 43: 铝制品累计出口 单位: 万吨、%.....	22
图 44: 铝材+铝制品累计出口 单位: 万吨、%.....	22
图 45: 沪伦比.....	22
图 46: 汽车产量 单位: 万辆、%.....	23
图 47: 新能源汽车产量 单位: 万辆、%.....	23
图 48: 汽车出口 单位: 万辆、%	23
图 49: 汽车库存: 单位: 万台	23
图 50: 组件产量和开工率 单位: GW、%	24
图 51: 组件出口 单位: GW、%	24
图 52: 光伏装机 单位: GW.....	24
图 53: 欧洲组件库存 单位: GW.....	24
图 54: 电力投资增速 单位: %.....	25
图 55: 储能出货量 单位: GWH、%	25
图 56: 固定资产投资分项 单位: %.....	25
图 57: 挖掘机销量 单位: 万台、%.....	25
图 58: 家电产量累计同比 单位: %.....	26
图 59: 地产相关数据同比 单位: %	26
 表 1: 中国氧化铝新增产能统计 单位: 万吨.....	11
表 2: 海外氧化铝新增产能统计 单位: 万吨.....	12
表 3: 全球氧化铝供需平衡 单位: 万吨.....	13
表 4: 海外电解铝新增产能 单位: 万吨.....	15
表 5: 中国电解铝新增产能 单位: 万吨.....	16
表 6: 全球电解铝供需平衡 单位: 万吨.....	26

一、氧化铝

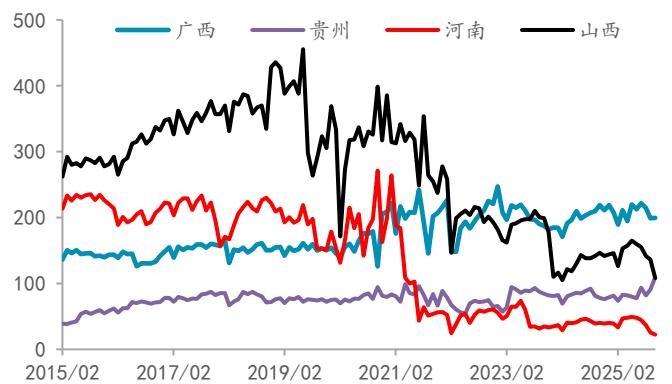
1.1 国产矿供给不及预期，价格表现坚挺

在经历年初铝土矿供应紧张的局面后，国产矿和进口矿价格出现了同步下滑的走势，但随后国产矿因性价比高以及供给减少的因素，价格表现坚挺。

根据上海有色数据统计，2025年1-10月国产矿累计产量5051万吨，同比增长5.2%，但从8月开始月度产量呈现同比下滑的走势，其主要原因在于降雨线北移，北方地区降水量逐年同比增长，影响当地开采，造成山西、河南地区开采量下滑，而西南地区常规季节性雨季后开采增量难以弥补北方超预期季节性的减量。

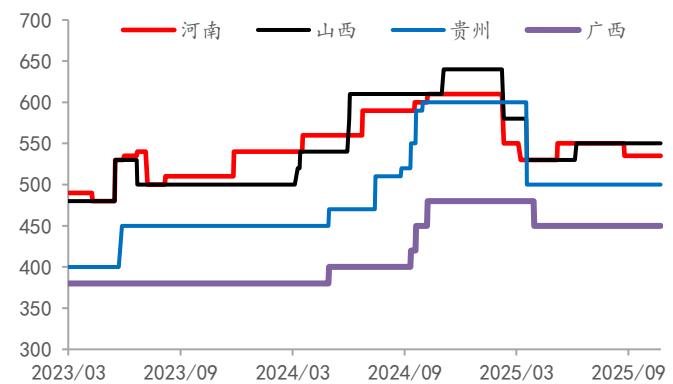
2025年，政策面发布了《铝产业高质量发展实施方案(2025—2027年)》，该方案提出要加快推动国内铝土矿资源增储上产，明确了到2027年力争国内铝土矿资源量增长3%—5%，但可开采资源量的提升与开采量的提升完全不同。政策收紧导致违规产量退出，审批周期拉长，鼓励低品位矿的使用，但这势必增加冶炼厂的生产成本。“严控+扩容”双轨并行：一方面收紧国内开采管控，提升资源保护与利用效率；另一方面加大勘探与技术创新，拓展供应渠道，短期对进口矿的依赖度增加，预计2026年国产铝土矿难有增长。

图 1：国产铝土矿产量 | 单位：万吨



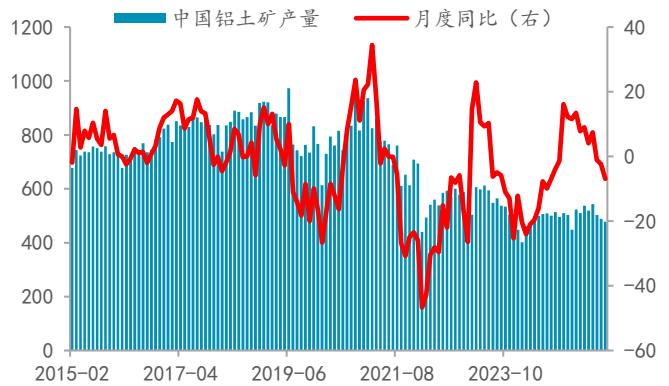
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 2：国产铝土矿价格 | 单位：元/吨



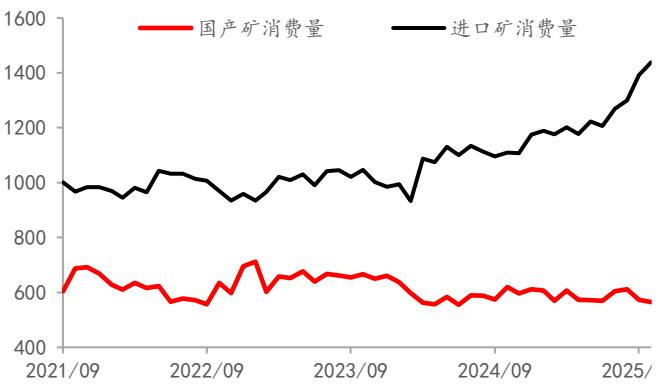
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 3：国产矿产量 | 单位：万吨、%



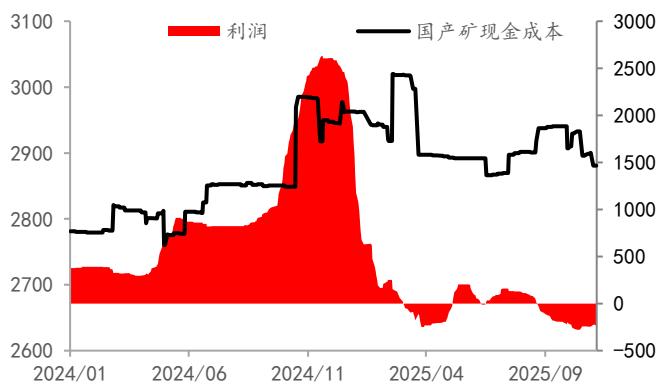
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 4：铝土矿消费情况 | 单位：万吨



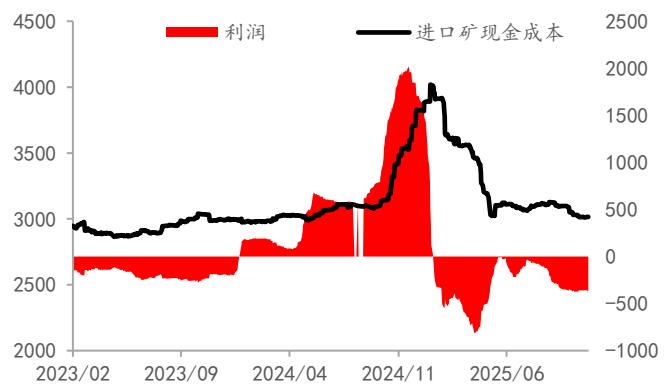
数据来源：Mysteel 华泰期货研究院

图 5：河南国产矿生产成本利润 | 单位：元/吨



数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 6：河南进口矿生产成本利润 | 单位：元/吨



数据来源：SMM 华泰期货研究院

1.2 进口矿有政策风险，但当前预期依旧过剩

几内亚事件梳理如下：

2025 年 5 月，几内亚撤销多家矿业公司开采许可证，大多为未开采铝土矿，其中 Axis 矿被强制停工，Axis 矿由顺达、中水十一局等企业以租赁的形式开采。

2025 年 7 月，几内亚矿业部长布纳 · 西拉将被撤销的采矿许可证 100% 授予顺达矿业。

2025 年 8 月，几内亚当局已宣布废除矿业部长布纳 · 西拉与中国顺达矿业公司签署的谅解备忘录，该备忘录原本拟将此前被撤销的 Axis 开采许可证授予顺达矿业。

2025 年 8 月，几内亚成立一新矿山公司 N.M.C，接管 EGA-GAC 的采矿权，为期 25 年。

2025 年 9 月，几内亚新成立的宁巴矿业公司（Nimba Mining SA）复

产预期正持续强化。该公司基于原几内亚氧化铝公司（GAC）重组成立，其基础设施完备，码头现货储备充裕，铝土矿库存超百万吨，年产能 1400 万吨以上。近期，该公司迎来新任总经理帕特里斯·勒伊耶（Patrice L' huilier），可能是复产的前奏，有消息称其正在寻找下游买家，出售码头库存，而矿山真正重启可能在 10 月份。

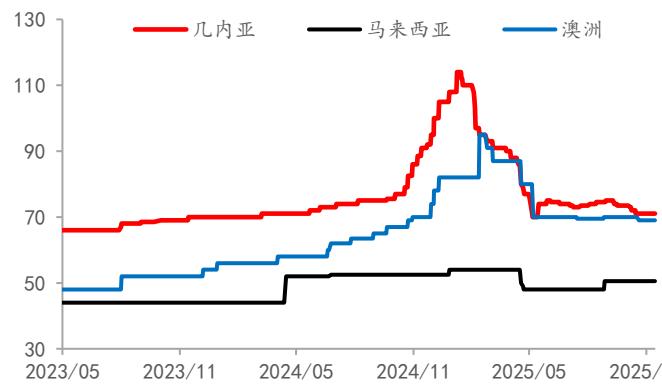
2025 年 9 月，几内亚一矿企工会正式提交罢工预告，预告期为 9.15—9.26 日。动因为矿山与采石业集体协议谈判陷入僵局，若预告期间双方未能达成协议，将会实施罢工。

2025 年 11 月，几内亚宁巴矿业（NMC）启动铝土矿驳船装运作业，发运此前 GAC 留存的 150 万吨库存。

供应方面，根据海关数据统计 1—10 月中国铝土矿累计进口 17096 万吨，同比增长 30%，其中几内亚进口量 12711.6 万吨，同比增长 38.4%，全年预计进口总量达到 20000—21000 万吨左右，即使 2026 年中国铝土矿进口没有增量，铝土矿供应也不会呈现短缺的状态。

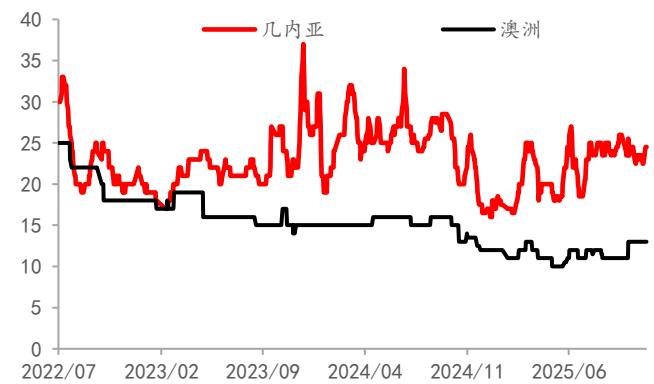
2025 年进口铝土矿价格一路走低，在季节性雨季影响发运的情况下，散货市场供应量减少，现货价格短期得到了支撑，但随着雨季结束以及氧化铝厂利润被严重压缩的情况下，进口矿价格再次进入缓跌的局面。按照几内亚铝土矿运输成本 1 美元/10 公里·吨的价格，边际生产最高成本预计可超过 40 美元/吨，叠加海运费，预计铝土矿成本支撑 65 美元/吨。

图 7：进口铝土矿价格 | 单位：美元/吨



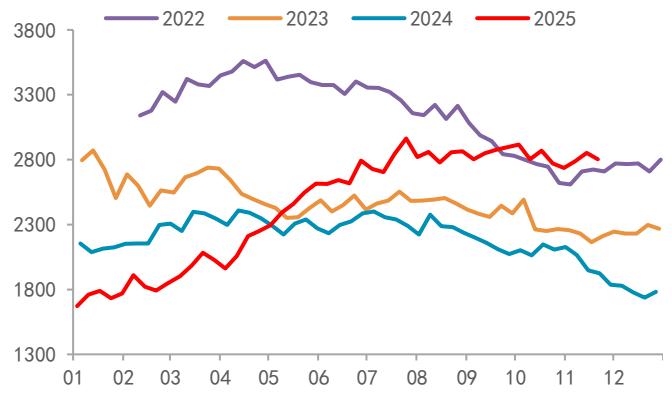
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 8：进口矿海运费 | 单位：美元/吨



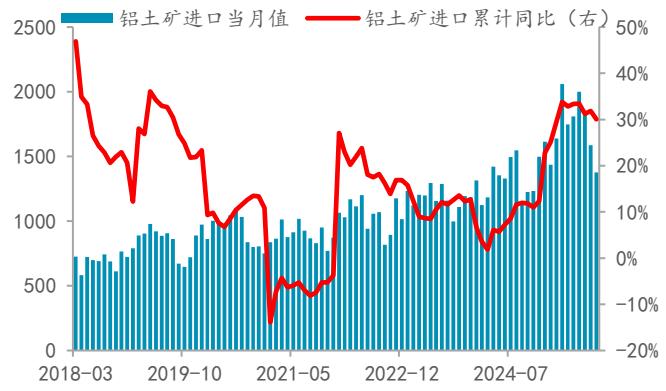
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 9：进口铝土矿港口库存 | 单位：万吨



数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

图 10：铝土矿进口量 | 单位：万吨



数据来源: SMM Wind 华泰期货研究院

1.3 不出意外供应持续过剩

根据 SMM 数据统计, 2025 年 1-10 月中国冶金级氧化铝产量 7445.8 万吨, 累计同比增长 8.1%。2025 年全年新增产能达到 980 万吨, 虽然 3-5 月份因为原料成本过高生产亏损所致出现了集中性规模性减产, 减产规模达到 1050 万吨, 但随着铝土矿价格的回落以及氧化铝仓单风险拉涨后, 氧化铝厂快速恢复生产。截至目前从数据方面显示, 当前氧化铝现货市场价格已经跌破边际最高生产现金成本, 即使按照 65 美元/吨铝土矿成本支撑计算氧化铝生产边际最高成本仍面临亏损, 但仍未触发新一轮规模性减产, 当前供应过剩的局面仍在持续, 后期是否出现成本坍塌的可能需要关注。

据统计, 2026 年氧化铝有望新增产能达到 860 万吨, 且集中预期在 2025 年 12 月至 2026 年第一季度期间投产, 因此氧化铝供给端压力不减。在不考虑减产的情况下, 2026 年预计氧化铝产量达到 9700 万吨, 累计同比增长 8.1%。若全部新增产能如预期释放, 且没有氧化铝厂减产的情况下, 2026 年氧化铝供应过剩量将超过 1000 万吨。实际情况, 由于原本计划于 2025 年 3 季度投产的广西氧化铝新项目因赤泥问题推迟投产, 其余广西氧化铝新增产能是否会因为环保等诸多因素而推迟投产尚不得而知; 其次, 由于新增产能的成本优势, 将会进一步挤压北方地区内陆氧化铝厂的生存空间, 2026 年大概率将会呈现新增与减产并行的可能; 但单纯的市场调节行为大概率不会改变 2026 年氧化铝供应过剩的格局, 氧化铝价格难有反弹动力, 若成本坍塌存在进一步下跌风险。

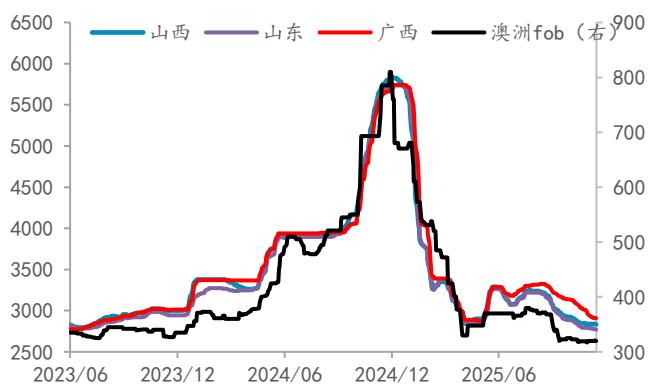
需要警惕的方面有: 1、国内是否会出现合并重组、产能限制等政策方面扰动因素; 2、几内亚 12 月 28 日大选过后, 在铝土矿出口政策方面是否会收紧的可能。以上两点因素将会直接扭转氧化铝过剩格局。

表 1: 中国氧化铝新增产能统计 | 单位: 万吨

地区	企业	新增产能	备注
广西	广投	200	鲁北项目推迟至
	中丝路	240	2026 年投产, 新
	和泰	120	增项目均预计于
	东方希望	240	2025 年 12 月至 2026 年 1 季度投
山东	鲁北	60	产
总计		860	

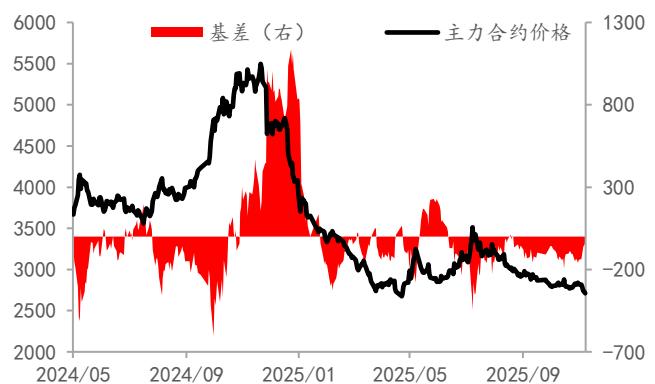
资料来源: SMM 安泰科 公开数据整理 华泰期货研究院

图 11: 氧化铝价格 | 单位: 美元/吨、元/吨



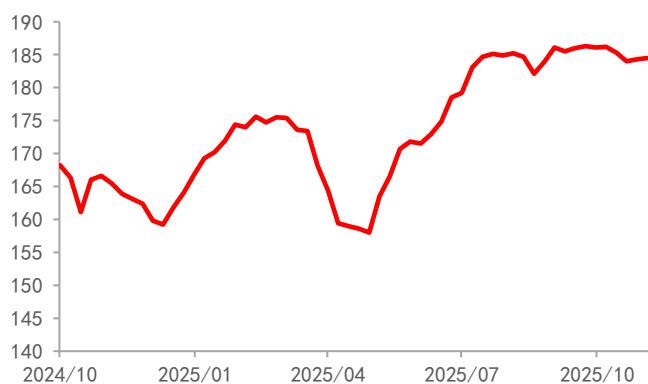
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 12: 氧化铝对主力合约基差 | 元/吨



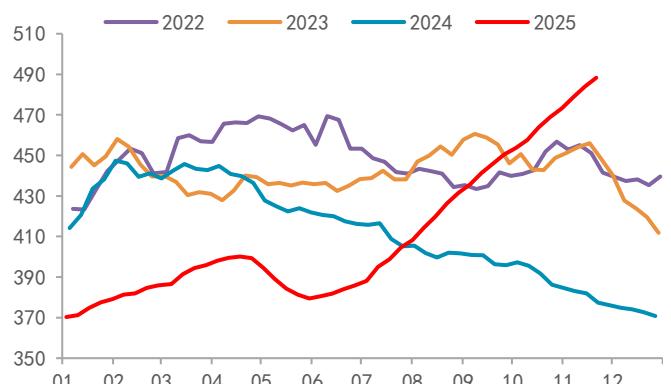
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 13: 氧化铝周度产量 | 单位: 万吨



数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

图 14: 氧化铝总库存 | 单位: 万吨



数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

根据海关总署数据显示，1-10月份氧化铝净出口累计 143.23 万吨，去年同期为净进口，其中出口俄罗斯 167.9 万吨，同比增长 28.7%。由于 9 月份进口窗口打开，10 月中国呈现净进口。按照目前中国氧化铝新增产能规划，以及海外氧化铝电解铝新增产能规划，预计 2026 年中国氧化铝不改净出口格局。

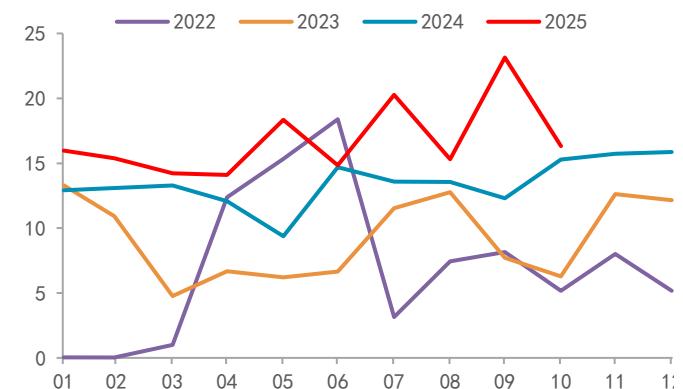
2025-2026 年海外计划新增产能总计达到 850 万吨，其中有 300 万吨在 2025 年投产，预计 2026 年新增产能 550 万吨，存在产能投产计划推迟的可能。

表 2: 海外氧化铝新增产能统计 | 单位: 万吨

	企业	新增产能	备注
印尼	Mempawah	100	2025.2
	锦江	100	2025.1
	南山宾坦	100	2025.5
印度	韦丹塔	150	2026 年初
	Nalco	100	2026.H1
印尼	南山宾坦	100	2026
	锦江	200	2026
	总计	850	

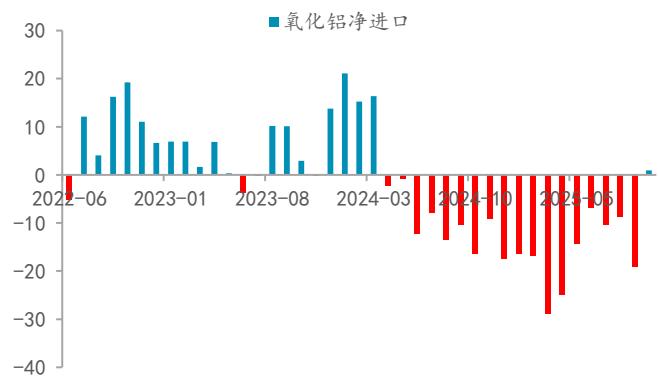
资料来源: CRU SMM 公开数据整理 华泰期货研究院

图 15: 氧化铝出口俄罗斯量 | 单位: 万吨



数据来源: 海关总署 华泰期货研究院

图 16: 氧化铝净进口量 | 单位: 万吨



数据来源: SMM 华泰期货研究院

表 3: 全球氧化铝供需平衡 | 单位: 万吨

	2022	2023	2024	2025E	2026E
氧化铝	海外产量	5680	5734	5612	5755 6010
	增速	-4.1%	1.0%	-2.1%	2.5% 4.4%
	中国产量 (ALD)	7564	7999	8197	8970 9700
	增速	3.8%	5.8%	2.5%	9.4% 8.1%
	全球产量	13244	13733	13809	14725 15710
	增速	0.2%	3.7%	0.6%	6.6% 6.7%
电解铝	海外产量	2876	2911	2966	3023 3143
	增速	-0.4%	1.2%	1.9%	1.9% 4.0%
	中国产量 (ALD)	4004	4174	4338	4398 4448
	增速	2.7%	4.2%	3.9%	1.4% 1.1%
	全球产量	6880	7085	7304	7421 7591
	增速	1.4%	3.0%	3.1%	1.6% 2.3%
平衡	海外平衡	158	145	-83	-49 -25
	中国平衡	-124	-15	-132	526 1160
	全球平衡	34	130	-215	477 1135

资料来源: CRU SMM 华泰期货研究院

二、电解铝

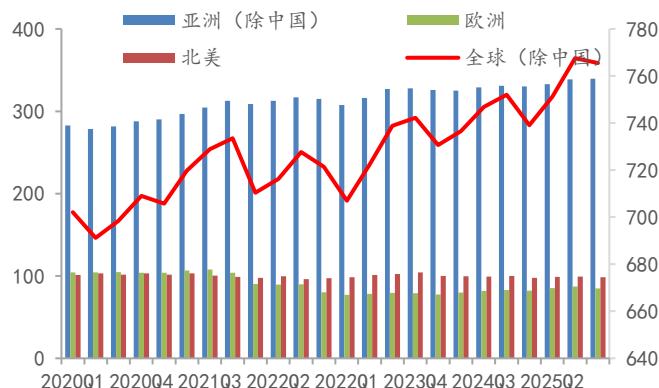
2.1 供应增长看海外，供应增量可能低于预期

根据 CRU 数据统计，2025 年海外电解铝预计产量 3023.5 万吨，同比增加 1.9%，主要贡献来源于俄铝及东南亚新增产能的释放。2026 年预计产量 3182.5 万吨，同比继续增加 159 万吨，此增量贡献源于对东南亚新增产能的如预期投产，欧洲产能的如预期复产，而实际海外或因电力供应和成本问题造成大概率产量不及预期的情况。

虽然能源危机已经过去多年，但海外电力成本问题始终存在，莫桑比克 Mozal 年产能 50 万吨可能因电力协议纠纷于 2026 年停产，力拓澳洲 Tomago 年产能 60 万吨同样存在于 2028 年前期电力合同到期后停产的危机，世纪铝业冰岛铝厂因电气设备减产的 21.5 万吨将持续 11-12 个月，而海外电价问题的持续也造成欧洲复产的不确定性。

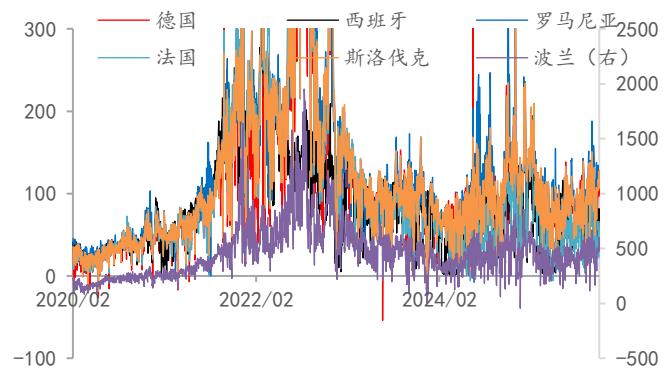
我们在不考虑莫桑比克减产的情况下，仅考虑新增产能和复产，考虑国外投产效率以及新产品质量调配等因素，预计 2026 年海外电解铝产量贡献增量 120 万吨，若莫桑比克减产，增量贡献可能降低至 80-90 万吨。

图 17：海外电解铝供应|单位：万吨



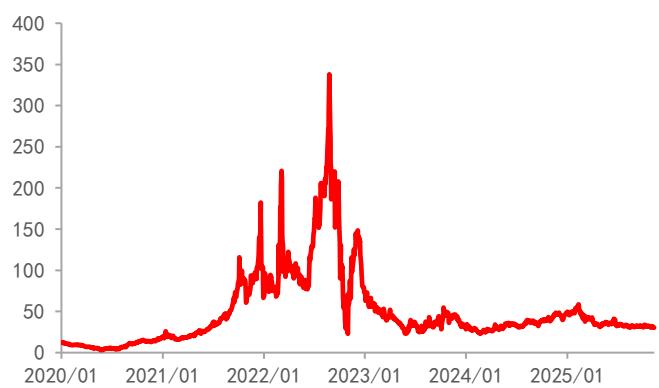
数据来源：CRU 华泰期货研究院

图 18：欧洲电价|单位：EUR/MWH、PLN/MWH



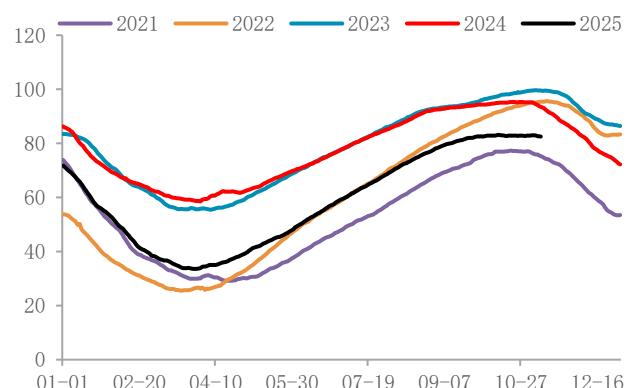
数据来源：彭博 华泰期货研究院

图 19：荷兰 TTF|单位：EUR/MWH



数据来源：彭博 华泰期货研究院

图 20：欧洲天然气库存|单位：%



数据来源：彭博 华泰期货研究院

新增产能方面主要集中在东南亚地区，计划 2026 年有望新增产能总计达到 175 万吨。其中 Kaltara 电解铝厂规划产能 150 万吨，其中一期计划于 25 年 12 月投产，存在投产推迟的可能，按照 26 年新增产能计算；二期电力供应方式尚不明确，预计 2026 年投产概率较低，三期水电项目预计 2030 年完成。

安哥拉 12.5 万吨水电项目预计 25 年 12 月投产，信发聚万一期 10 万吨已于 25 年 10 月份通电，以及韦丹塔的 43.5 万吨扩产项目同样 25 年 10 月份投产，主流产量贡献于 2026 年。此外 25 年新增项目如华青和俄铝的 Taishet 在 2026 年贡献部分增量。但需要关注印尼力勤以及信发可能因为税务问题延迟投产，这将造成海外预期产量存在进一步下滑的可能。

表 4: 海外电解铝新增产能 | 单位: 万吨

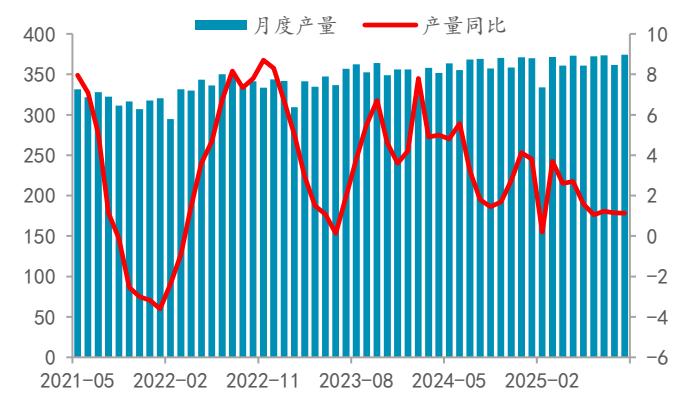
企业	新增产能	备注
安哥拉 Barra do Dande	12.5	计划 2025 年 12 月投产, 2026 产量爬坡
印尼	Kaltara (力勤)	2025 年 12 月季度开始投产 1 期 2026 年 4 季度计划投产 2 期, 1 期 50 火电, 2 期生物燃料, 3 期水电
	聚万 (信发)	1 期 25 万吨 2025 年 10 月通电, 2 期 25 万吨计划 2026Q1
	泰景 (信发)	2026Q3 开始投产 1 期 60 万吨, 总规划 120
越南	南山	2026 年 3 季度完成建设, 总规划 100 万吨, 26 年可能投产不了
	Dak Nong	2026Q2 (6 月), 总产能 45 万吨
印度	Balco (韦丹塔)	2025.10 月出铝水 (扩产 43.5 万吨, 总计达到 101.5 万吨), 全年产量贡献 20 万吨左右, 27 年才能达产

资料来源: CRU 华泰期货研究院

2.2 国内供应小增长, 供给无压力

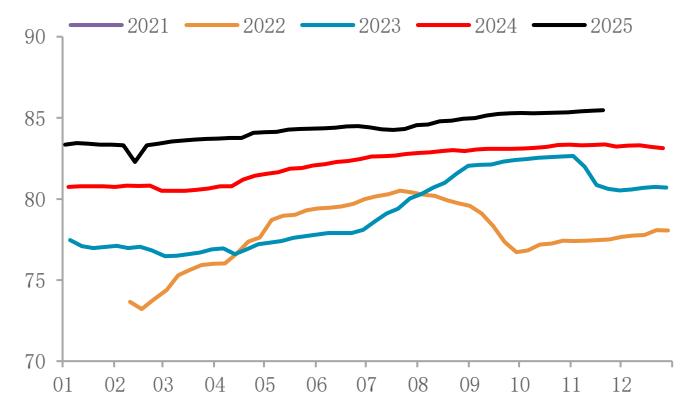
根据 SMM 数据统计, 1-10 月中国电解铝产量 3650.6 万吨, 累计同比增长 67.5 万吨, 增量贡献主要源于 2024 年年初因电力问题电解铝出现了减产情况, 以及部分新增产能的释放, 从 2025 年下半年开始, 供给端日均产量维持在 12 万吨, 环比数据几乎保持稳定。目前电解铝运行产能 4400 万吨, 距离产能天花板仅有不足 150 万吨, 预计 2025 年全年产量 4398 万吨, 累计同比增速 1.4%, 增量 60 万吨。

图 21: 电解铝产量 | 单位: 万吨、%



数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 22: 电解铝周度产量 | 单位: 万吨



数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

2026 年中国净新增产能统计仅有 62 万吨, 其中山西兆丰设计老产能叠加采购指标重建后方可投产, 而目前工厂尚未开工建设, 原本计划 2026 年 9 月投产, 但实际存在推迟的可能; 新疆天山 20 万吨的项目已经进入设备安装期, 若顺利可实现年底通电。考虑设备调试等不确定因素, 预计新增产能对 2026 年产量贡献 45 万吨左右, 全年产量 4450 万吨, 同比增长 52 万吨, 增速 1.2%。

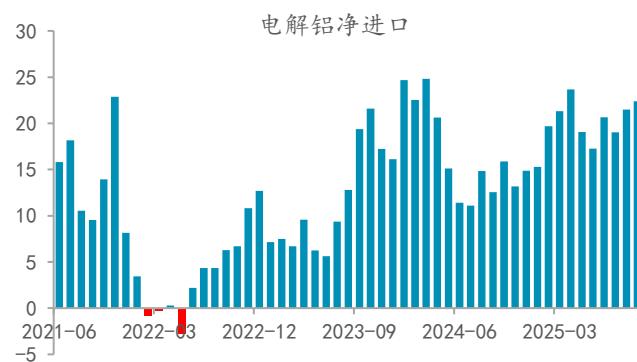
表 5: 中国电解铝新增产能 | 单位: 万吨

地区	企业	新增产能	备注
内蒙古	扎铝 2 期	35	计划 2025 年 12 月投产
山西	兆丰	6.9	原计划 2026 年 9 月投产, 存在推迟可能
新疆	天山	20	2025 年 12 月开始投产
总计		61.9	

资料来源: CRU 华泰期货研究院

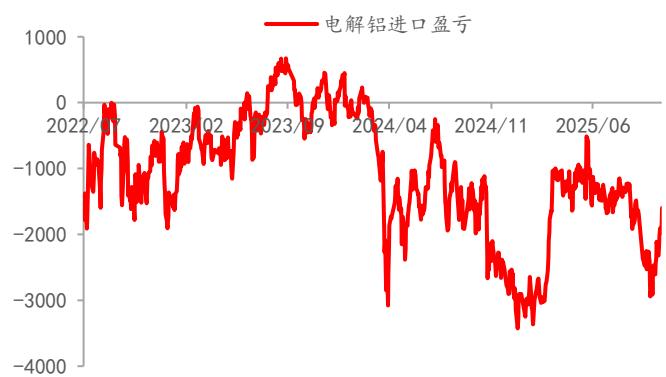
进口供应方面, 俄乌冲突开始后, 俄罗斯铝锭进口是中国铝锭进口的主流国家, 且不受内外比值的影响, 进口量保持增长状态, 2025 年 1-9 月中国自俄罗斯铝锭进口量(包含出料加工) 163.1 万吨, 累计同比增加 52.7%。随着中资在东南亚地区投资电解铝项目的陆续投产, 电解铝回流成为主流趋势, 目前印尼地区的铝锭进口量呈现攀升的走势, 2025 年 1-9 月中国自印尼铝锭进口量 14.3 万吨, 累计同比减少 0.7 万吨, 但近两月进口量明显增加, 2025 年预计总进口 25 万吨左右, 同比增加 7 万吨, 预计 2026 年进口量达到 40 万吨。根据海关数据统计, 2025 年 1-10 月中国累计净进口铝锭 200 万吨, 累计同比增加 15.2%, 预估 2026 年全年进口量达到 270 万吨, 同比增加 25 万吨左右。

图 23: 电解铝净进口 | 单位: 万吨



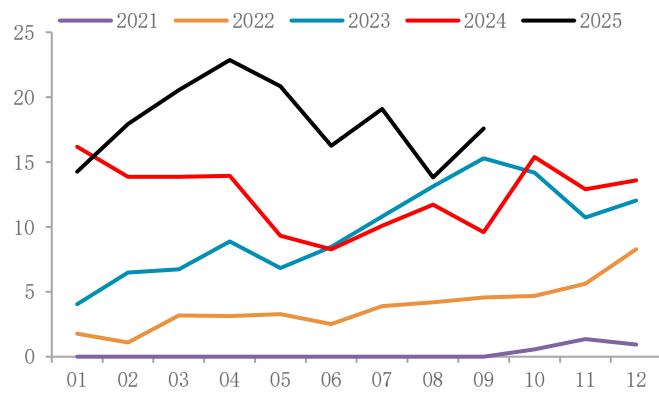
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 24: 电解铝进口盈亏 | 单位: 元/吨



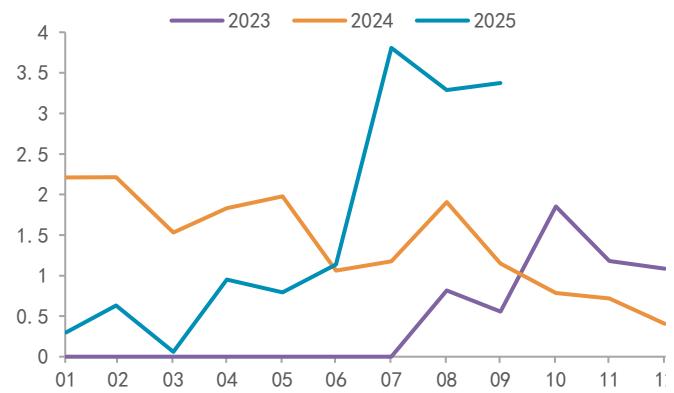
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 25：俄罗斯铝锭进口量 | 单位：万吨



数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 26：印尼铝锭进口量 | 单位：万吨

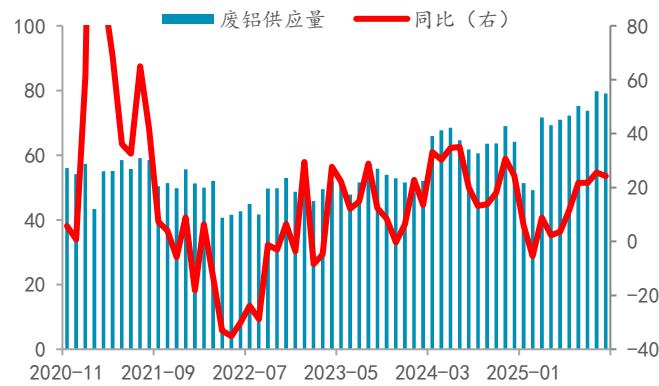


数据来源：SMM 华泰期货研究院

2.3 废铝增加铝元素供应，使得实际消费被低估

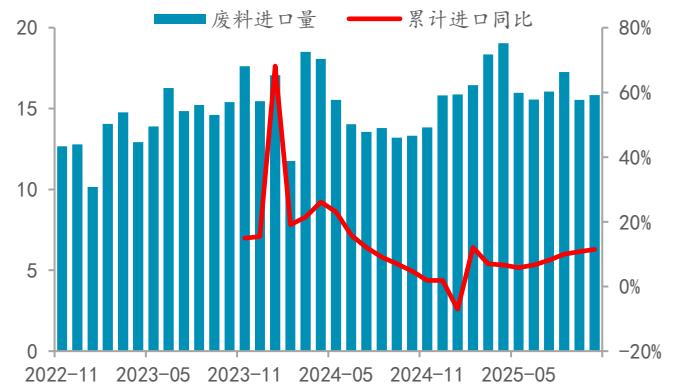
根据海关数据统计，2025年1-10月中国铝破碎废料累计净进口量165万吨，累计同比增长11.5%。在铝价外强内弱持续的情况下，在马来西亚和泰国出口政策收紧的背景下，中国废铝进口依旧维持正增长；2025年1-10月中国铝合金净进口量61.2万吨，累计同比下滑23.9%；根据SMM数据统计，中国1-10月废铝产量692.5万吨，累计同比增长12.3%。按照铝元素含铝量85%推算，预计2025年废铝元素供应量981万吨，同比增长12.6%，废铝元素供给量占铝元素总供给量的17.5%。尽管国内废铝产量统计口径的持续扩大，可能致使其增速数据高于实际水平，但另一方面，统计口径的覆盖不全亦会低估铝元素总供给量，进而造成对实际铝消费规模的误判。从数据表现来看，原铝表观消费增速常年处于相对低位，这实则是废铝在铝元素供给中的占比持续提升所致，而非铝行业实际消费需求偏弱的结果。

图 27：中国废铝供应 | 单位：万吨、%



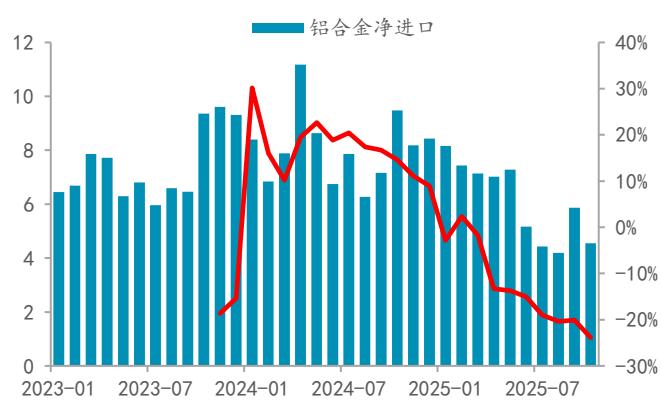
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 28：废料进口 | 单位：万吨、%



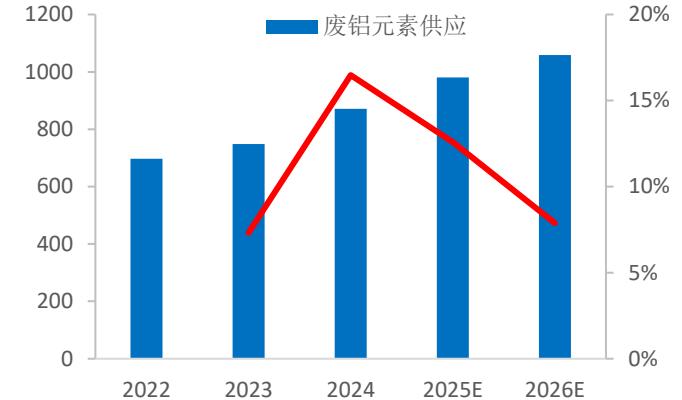
数据来源：Mysteel 华泰期货研究院

图 29：铝合金净进口量|单位：万吨、%



数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 30：废料进口|单位：万吨、%



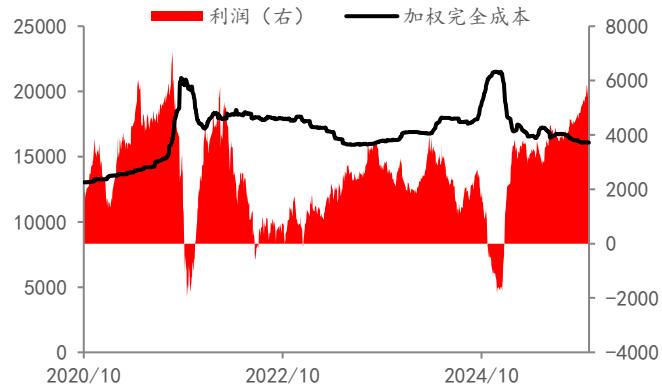
数据来源: SMM Mysteel 华泰期货研究院

2.4 两个角度看铝价估值

从电解铝生产成本角度看，电解铝行业加权利润达到数据记录以来 15 年新高的位置，因此从利润角度来讲，电解铝价格处于偏高估位置。但电解铝行业扭亏为盈的根本原因是供给侧改革，这使得电解铝产业链从上游铝土矿和氧化铝，到中游铝加工，再到下游的家电汽车等，只有电解铝板块产能受限，其余产业仍面临产能扩张利润被挤压的局面，因此整个铝产业链利润被集中在电解铝板块存在其合理性和必然性。

从铜铝比角度来看，目前铜铝比超过 4，同样处于历史高位水平，追溯过往超过 4 的时候为 2011 年、2021 年和 2024 年。2011 年，经过 08 年金融危机后中国一揽子的救市及复苏政策；2021 年突发公共卫生危机过后，美国最先开始放水救市；2024 年则因为 COMEX 的仓单风险所致。回顾历史铜铝比超过 4 的情况可知，在行业基本面不发生单品种突发矛盾的情况下，铜铝比值过高大多因为行情由宏观因素主导，2025 年比值再次突破 4，则因为美联储进入降息周期并停止缩表。因此从铜铝比值角度来看，目前铝价仍处于偏低估的局面，即使后期宏观仍是价格主导因素，铝价将在铜的带领下跟随上涨。

图 31：电解铝企业利润|单位：元/吨



数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 32：铜铝比价



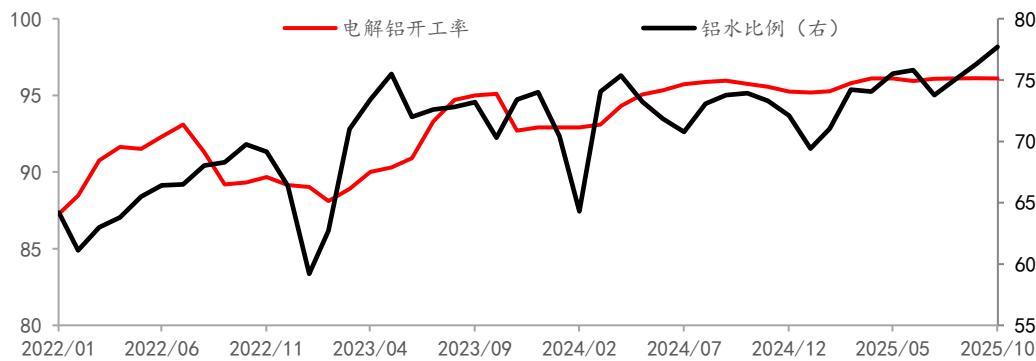
数据来源：SMM 华泰期货研究院

2.5 铝锭库存表现不尽如人意

传统金九银十的消费旺季并未迎来预期内的电解铝社会库存去化，这其中主要有三个方面的因素所致：1、2025年是铝水比例90%目标的收官年，虽然从目前比例来看难以完成目标，但铝锭和化进程仍在继续，中间加工品加工费低廉，造成下游加工企业使用合金化产品的成本要比直接使用原铝更低从而减少原铝使用量，这使得原本电解铝-消费的比例减少，而加工品-消费的比例增加；2、西北电解铝厂季节性冬季存铸锭需求，而冬季又面临运输受限，在铝价高位的情况下，西北铝厂积极发运铝锭，造成社会库存增加；3、由于地产传统基建消费占比的下滑，季节性淡旺季被平缓化，甚至由于工厂存在年底完成全年目标的任务，传统消费旺季推迟。

目前电解铝社会库存60万吨左右，铝棒社会库存11万吨左右，虽然均未如期呈现季节性下滑，但绝对值相对处于低位，对价格难以形成利空影响。LME库存方面，2025年LME库存从63万吨下滑至55万吨，一方面由于海外消费表现韧性，并未过多受到关税贸易战的影响；另一方面则由于各国博弈关税谈判而增加了铝锭的隐形库存。

图 33：铝水比例|单位：%



数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 34: 铝锭社会库存 | 单位: 万吨

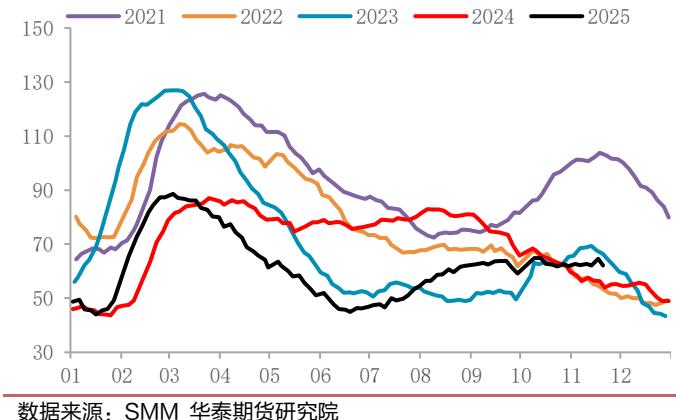


图 35: 铝棒社会库存 | 单位: 万吨

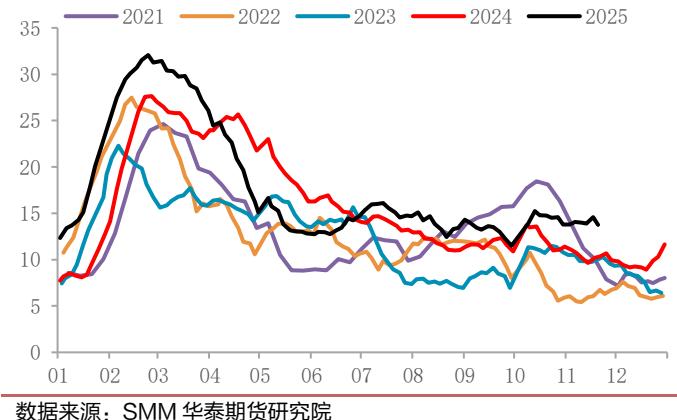


图 36: 交易所库存 | 单位: 万吨

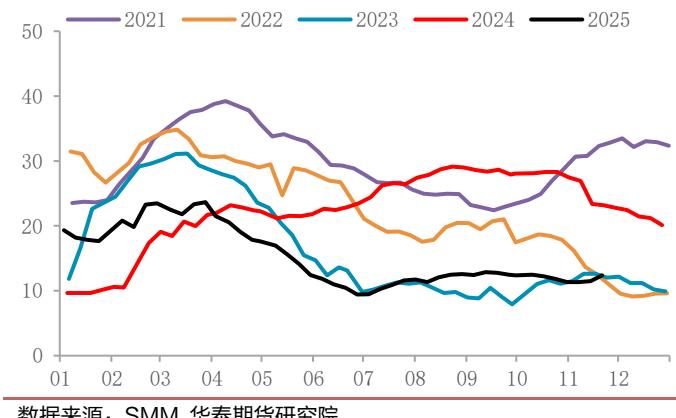
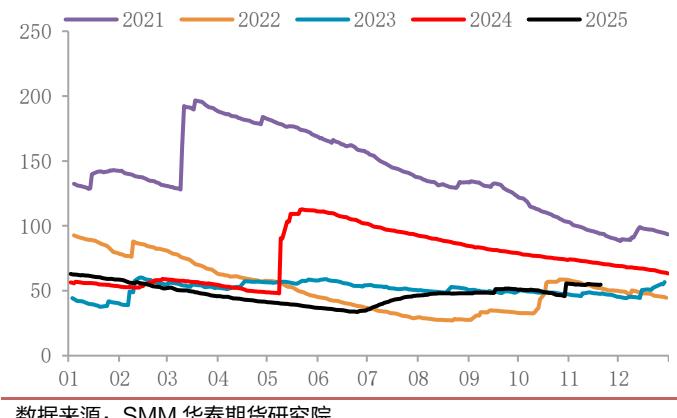


图 37: LME 库存 | 单位: 万吨



三、下游消费

3.1 中间加工企业持续扩张并不意味着负反馈预期压力大

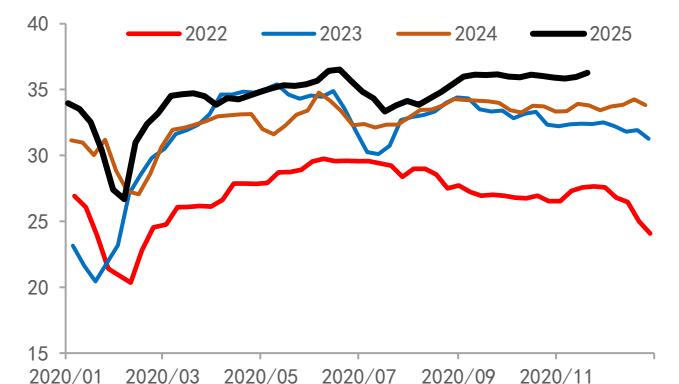
根据钢联数据统计, 截至 11 月 20 日, 中国铝棒产量约 1592 万吨, 累计同比增加 3.4%, 但开工率仅不足 60%且处于历年来较低水平; 1-10 月铝板带箔产量 203 万吨, 累计同比下滑 2 万吨, 开工率仅有 70%左右, 处于近三年最低水平。但需要注意的是, 根据统计口径, 铝板带箔产能 2018.5 万吨, 同比仅增加了 29 万吨, 这与实际调研反馈存在明显的差距。

铝锭合金化的大趋势下, 中间加工品产能快速扩张, 叠加电解铝一体化生产的延续, 因此存在统计口径范围内的老小工厂因为加工利润被压缩而被迫减产甚至关停。而加工企业规模小, 在统计方面存在一定困难, 因此中间加工品开工率参考意义较低, 中间加工品产量同样低于实际情况。

考虑到企业安全的成品及原料库存, 随着中间加工企业产能的扩张, 显性库存隐形化是必然趋势, 但只要隐形库存的增加速度小于等于产能的扩张速

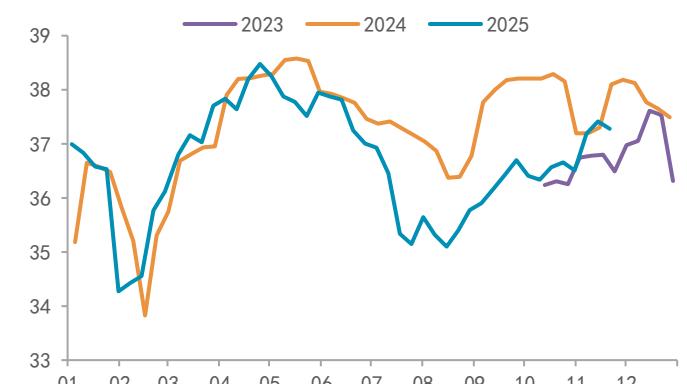
度，即意味着隐性库存的增加并未增加企业的资金压力。此外由于加工企业停复产相对容易，因此统计口径内的企业开工率的降低，说明大厂挤压小厂的负反馈已经发生，不存在后期负反馈突发的压力，中间加工品的增长与实际消费的增长实际是相匹配的。

图 38：铝棒产量|单位：万吨



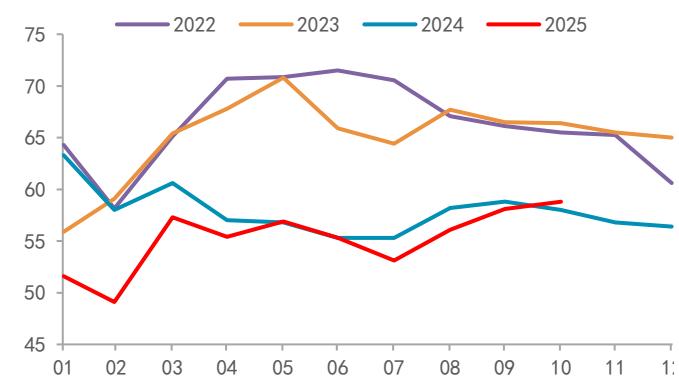
数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

图 39：铝板带箔产量|单位：万吨



数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

图 40：铝棒开工率|单位：%



数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 41：铝板带箔开工率|单位：%



数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

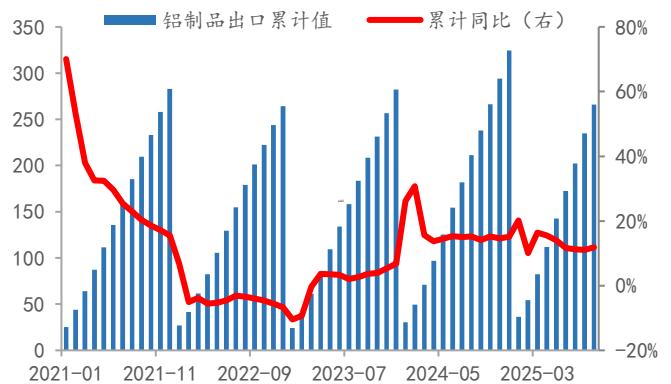
3.2 铝制品出口弥补铝材，明年出口预期良好

根据海关数据统计，1-10 月份铝材累计净出口 427.2 万吨，累计同比减少 12%，1-9 月铝制品累计出口 266 万吨，累计同比增加 11.9%，铝材加铝制品累计出口仅下滑 3.1%，且下滑幅度仍在收窄。铝材出口的下滑源于 2024 年年底铝材出口退税取消，铝制品出口的上涨说明海外消费强度并未受到关税贸易战的扰动，第三世界国家消费对冲对美影响并额外提供正增长。

2026 年在没有额外出口政策的扰动下，在 2025 年铝材出口的低基数下，预计铝材出口同比将会转负为正，叠加铝制品出口，出口贡献 63 万吨，考虑

到合金化中铝元素含量和废铝元素贡献，预计贡献增量可达到 45 万吨。

图 42：铝材净出口|单位：万吨、%



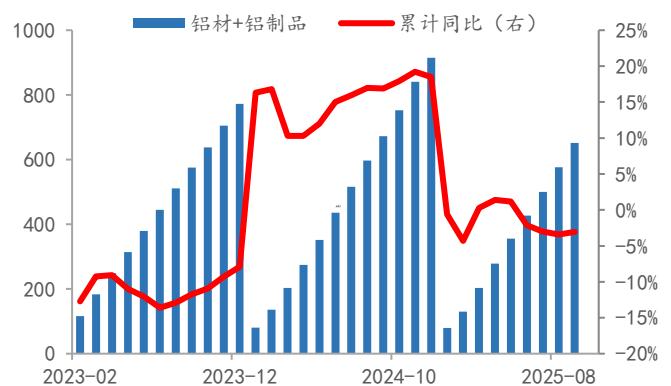
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 43：铝制品累计出口|单位：万吨、%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 44：铝材+铝制品累计出口|单位：万吨、%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 45：沪伦比



数据来源：Wind 华泰期货研究院

3.3 国内购置税减半，汽车增量看出口

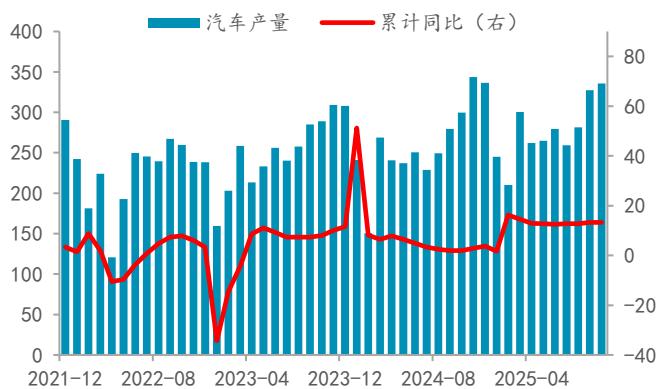
根据中国汽车工业协会数据显示，1-10月中国汽车累计产量 2769.2 万辆，累计同比增长 13.2%，其中新能源车产量累计同比增长 33.1%，传统车产量累计同比减少 0.1%，综合数据远远好于年初预期。预计全年汽车累计产量 3350 万辆，累计同比增加 10.3%（322 万辆）。

其中需要关注出口，根据汽车工业协会数据显示，1-10月中国累计汽车出口量 561.5 万辆，同比增加 15.7%，依此数据推算全年出口贡献增量 110 万辆。根据海关数据显示，中国汽车出口（包含底盘）累计值为 651 万辆，同比增长 23.3%，依此数据推算全年出口贡献增量 180 万辆，虽然这其中包含二手车出口，但同样可以看出汽车的出口对中国汽车产量做出了明显贡献。

2026 年虽然中国汽车购置税减半，或可能对汽车产量造成压力，但目前

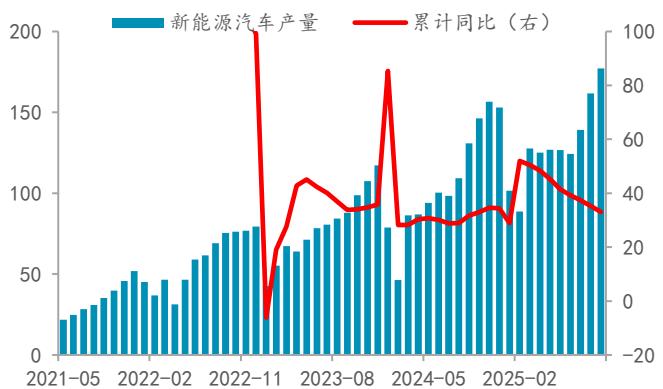
单月出口增速仍维持提速的状态下，在出口的乐观预期情况下，预计 2026 年汽车产量可达到 3720 万辆，累计同比增速达到 7.8%，其中新能源汽车产量增速 20%，拉动铝消费 100 万吨左右，考虑到合金化及废铝元素扰动，预计原铝元素供给增量 85 万吨左右。

图 46：汽车产量|单位：万辆、%



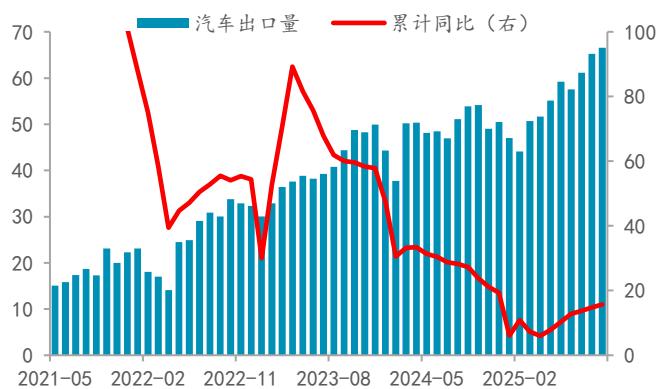
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 47：新能源汽车产量|单位：万辆、%



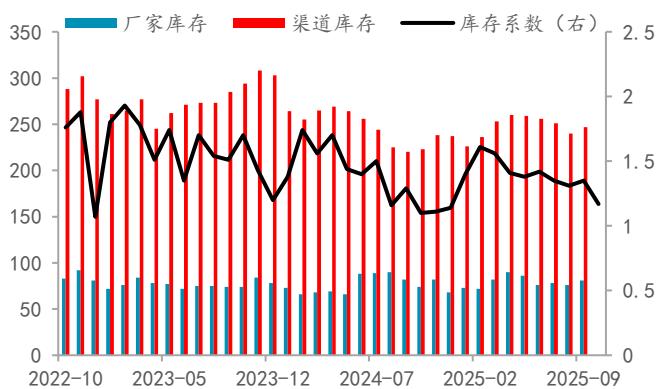
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 48：汽车出口|单位：万辆、%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 49：汽车库存|单位：万台



数据来源：Wind 华泰期货研究院

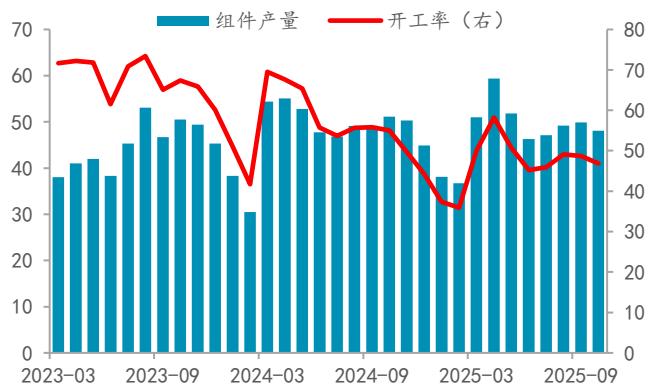
3.4 光伏走弱，储能和电网投资弥补

根据 SMM 数据统计，1-10 月中国组件产量 477.6GW，累计同比增长仅有 0.5%。装机方面，1-9 月中国光伏装机 240.4GW，同比增长 49.4%，受《关于深化新能源上网电价市场化改革 促进新能源高质量发展的通知》影响，装机被提前消费，预计全年装机量 280-290GW，同比增速下滑至 3-5%。

1-10 月中国组件累计出口 223.7GW，累计同比增长 4.2%，海外需求对国内组件产量提供支撑，但 2026 年中国光伏装机或将面临较大压力，对 2026 年初步预期，组件产量 575GW 左右与 2025 年持平，装机 250GW 左

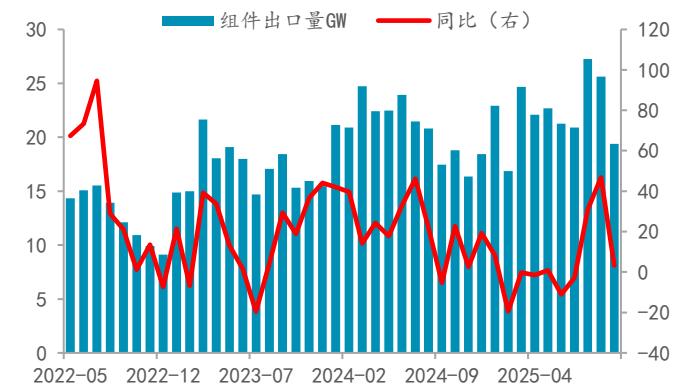
右，同比下滑 10%左右。考虑到锌铝合金的替代以及分布式光伏装机占比的下滑，预计 2026 年对铝消费拖累 60 万吨左右。

图 50：组件产量和开工率 | 单位：GW、%



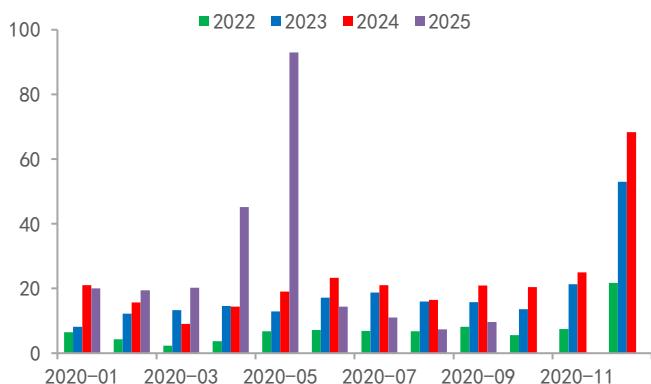
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 51：组件出口 | 单位：GW、%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 52：光伏装机 | 单位：GW



数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 53：欧洲组件库存 | 单位：GW



数据来源：SMM 华泰期货研究院

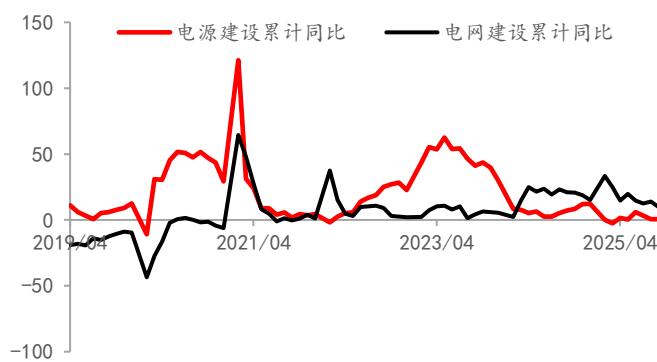
“十五五”规划建议提出：加快建设新型能源体系，持续提高新能源供给比重，着力构建新型电力系统，电网与储能是加快实现能源绿色低碳转型与新能源高质量发展的关键环节。

根据数据统计 1-10 月中国电网建设累计投资 4378 亿元，累计同比增长 9.9%。根据 SMM 数据统计铝杆累计产量 373 万吨，累计同比增长 3%。2026 年是十五五规划的起始年，特高压将会推进“疆电入川”“陇电入浙”等工程，强化跨区域输电能力，并进行农村电网升级改造等。预计十五五电网年均复合增长率可达到 8%，并且存在开始两年提速推进的可能。即使按照 8% 计算，预计电网投资拉动铝消费 37 万吨，并且目前铜铝比价高位，在中压电网运输方面存在铝代铜的可能性。

2025 年预计储能出货量达到 580GW，同比增速 71.6%，预计 2026 年

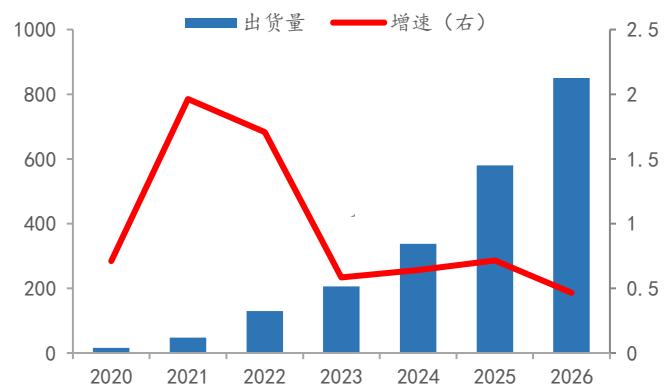
储能出货量达到 850GW 左右, 同比增速 50%左右, 带动铝消费增长 20 万吨。

图 54: 电力投资增速|单位: %



数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 55: 储能出货量|单位: GWH、%



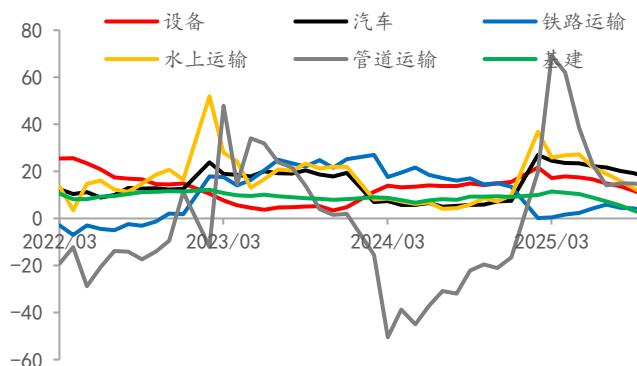
数据来源: 国家能源局 公开数据整理 华泰期货研究院

3.5 终端消费结构性改革

地产依旧是消费端的拖累项, 无论开工竣工亦或是施工数据, 同比依旧维持负增长, 但影响效应逐渐弱化, 预计 2026 年地产给予铝消费 5%的拖累, 即对应原铝元素 55 万吨。

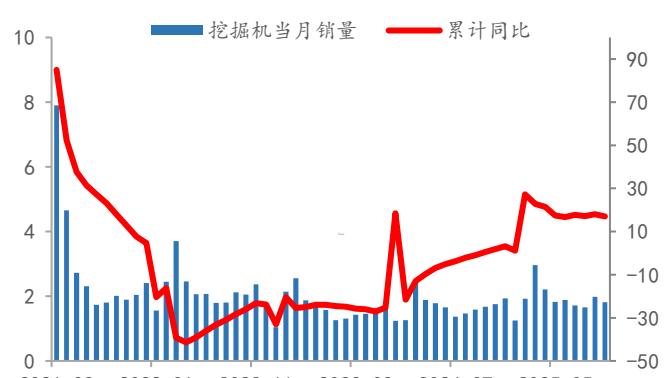
地产消费下滑, 传统基建增速回落, 但整体不影响消费韧性和预期, 主要源于消费发生明显的结构性改革。从投资数据分项来开来看, 2025 年除了汽车外, 仍有设备制造、水上运输等增速维持高增长。此外挖掘机的销售累计增速达到 17%, 此数据与中国的地产和基建增速明显不匹配, 更多源于中国第三世界国家的开发带动当地的基建需求, 因此 2026 年出口方面对商品的消费拉动将有望维持高增速贡献, 并有望持续多年。

图 56: 固定资产投资分项|单位: %



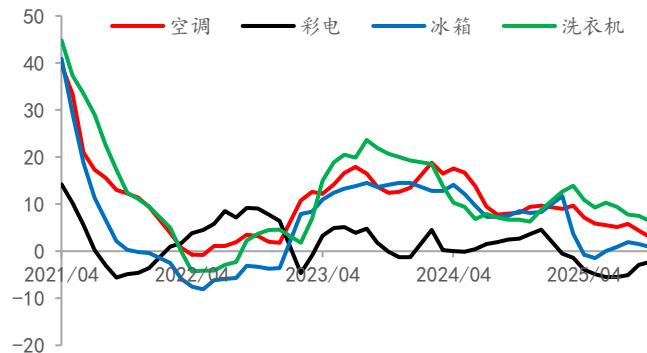
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 57: 挖掘机销量|单位: 万台、%



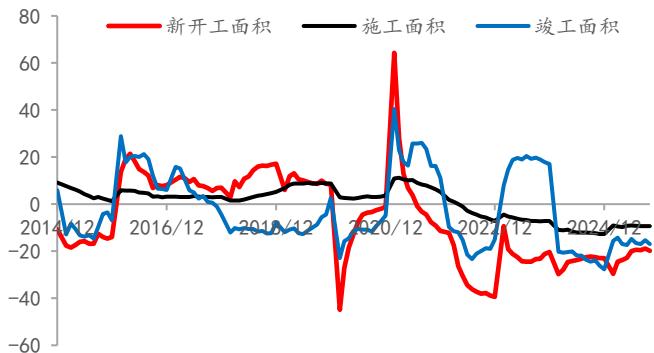
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 58：家电产量累计同比 | 单位：%



数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 59：地产相关数据同比 | 单位：%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

表 6: 全球电解铝供需平衡 | 单位: 万吨

	2022	2023	2024	2025E	2026E
电解铝	海外产量	2876	2911	2966	3023
	增速	-0.4%	1.2%	1.9%	1.9%
	中国产量 (ALD)	4004	4174	4333.5	4398
	增速	2.7%	4.2%	3.8%	1.5%
	全球产量	6880	7085	7299.5	7421
	增速	1.4%	3.0%	3.0%	1.7%
消费	海外消费	2840	2731	2778	2802
	增速	-1.5%	-3.8%	1.7%	0.9%
	中国消费	4082	4319	4467	4627
	增速	1.1%	5.8%	3.4%	3.6%
	全球消费	6922	7050	7244.5	7429
	增速	0.0%	1.8%	2.8%	2.5%
平衡	海外平衡	-11	41	-14	-14
	中国平衡	-31	-6	6	6
	全球平衡	-42	35	-8	-27

资料来源: SMM CRU 华泰期货研究院

四、总结

氧化铝供应过剩的逻辑和预期不改，更多源于几内亚铝土矿的变量。电解铝方面，国内供应端相对确定，供给增速有限；东南亚新增产能以及欧洲的复产预期，在政策和电力成本问题面前，均有不及预期的可能性；废铝元素方面，因为海外政策限制以及国内税票政策影响，供给增速将会下滑，因此全球范围内供给压力并不大。消费方面，国内合金化进程继续推进，铝水比例提高，铸锭量减少将会使得库存绝对值长期处于相对较低水平，难以对绝对价格形成压力。终端消费方面，十五五开年对终端消费存在良好预期，一方面内需消费结构性改革仍将持续，在新型消费面前地产和传统基建难以对整体消

费造成实质性影响；另一方面，中国在海外投资拉动海外基建消费，第三世界国家在低基数的情况下高消费增长有望持续多年。由于废铝元素占供应端比例逐年提高，原铝元素消费增速常年保持低位，这也造成了对实际消费偏低估的预期。宏观方面，虽然降息节奏存在不确定性，但降息大周期不改，美国缩表结束，再通胀交易逻辑尚未来临，铝价仍处于低估区间。

氧化铝：

1-10月中国铝土矿累计进口 17096 万吨，同比增长 30%，其中几内亚进口量 12711.6 万吨，同比增长 38.4%，全年预计进口总量达到 20000-21000 万吨左右，即使 2026 年中国铝土矿进口没有增量，铝土矿供应也不会呈现短缺的状态。但几内亚存在政治不确定性以及关注限价政策的发展。

在不考虑减产的情况下，2026 年预计氧化铝产量达到 9700 万吨，累计同比增长 8.1%，2026 年氧化铝供应过剩量将超过 1000 万吨。氧化铝过剩格局不改，但当前估值偏低，进一步下跌需要成本坍塌的支持，不确定依旧来源于几内亚铝土矿。

电解铝：

海外在不考虑莫桑比克减产的情况下，预计 2026 年海外电解铝产量贡献增量 120 万吨，若莫桑比克减产，增量贡献可能降低至 80-90 万吨，东南亚存在投产大不及预期的可能性，实际产量大概率比预期要低。国内预计新增产能对 2026 年产量贡献 45 万吨左右，全年产量 4450 万吨，同比增长 52 万吨，增速 1.2%。

2026 年在没有额外出口政策的扰动下，在 2025 年铝材出口的低基数下，预计铝材出口同比将会转负为正，叠加铝制品出口，出口贡献 63 万吨，考虑到合金化中铝元素含量和废铝元素贡献，预计贡献增量可达到 45 万吨。虽然中国汽车购置税减半，但目前单月出口增速仍维持提速的状态下，预计 2026 年汽车预计原铝元素供给增量 85 万吨左右。预计 2026 年储能出货量达到 850GW 左右，同比增速 50% 左右，带动铝消费增长 20 万吨。预计十五五电网年均复合增长率可达到 8%，并且存在开始两年提速推进的可能，即使按照 8% 计算，预计电网投资拉动铝消费 37 万吨，并且目前铜铝比价高位，在中压电网运输方面存在铝代铜的可能性。光伏预计 2026 年对铝消费拖累 60 万吨左右，地产预计拖累铝消费 55 万吨。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com



华泰期货
HUATAI FUTURES



华泰期货
研究院
Huatai Futures Research Institute



客服热线：400-628-0888

官方网址：www.htfc.com

公司总部：广州市南沙区横沥镇明珠三街 1 号 10 层