

2024年12月18日

标配

证券分析师

张季恺 S0630521110001

zjk@longone.com.cn

证券分析师

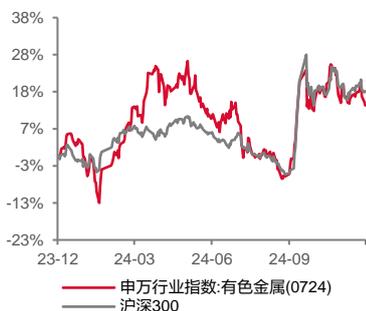
谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn

联系人

陈伟业

cwy@longone.com.cn



相关研究

1. 有色金属价格小幅反弹，政策刺激需求修复仍待验证——有色金属及产业链月报（2024年10月）
2. 有色金属价格回落，下游景气度或将结构性分化——有色金属及产业链月报（2024年9月）
3. 上游供应偏紧，铜业进入景气区间——铜行业深度报告

这边风景独好，看好国内铝业持续成长

——铝行业深度报告

投资要点:

- **全球铝矿分布集中:** 全球铝矿储量集中在澳大利亚、巴西、几内亚等国家和地区。2023年，全球铝土矿储量300亿吨，其中几内亚储量占比约为25%，中国本土储量占比约为2%。澳大利亚、中国和几内亚是全球铝矿主要生产国，占全球总产量70%左右。
- **头部矿山大多为龙头铝业持股:** 2022年全球前五大铝业公司铝矿产量占全球产量的47%左右。重点矿山主要分布在大洋洲和南美洲等地区，Weipo矿山、Pinjarra矿山、Sangarédi矿山等重点矿山大多为头部企业持股并进行运营生产活动。
- **主要矿区产量下滑:** 美国铝业、力拓集团、中国铝业和俄罗斯铝业持股的多家大型铝矿山中，除几内亚铝矿和澳大利亚Weipo矿，其余大多出现减产现象。全球铝土矿产量震荡上升，增速放缓，几内亚铝矿优势逐步凸显。
- **中国金属铝冶炼能力强大，需求旺盛:** 2023年全球原铝产量7059.3万吨，同比增速减慢，我国生产占比近60%，增速高于全球，基本实现自给水平。中国电解铝生产总额占全球60%以上，国内消费基本依靠自产。
- **电解铝消费和宏观指标息息相关:** 我国电解铝消费和GDP增长高度正相关，第二产业GDP增速相对于电解铝消费增速具有滞后性。制造业PMI和CPI指数可以有效地反应铝价变化趋势。LME铝价和铝库存基本呈现负相关性，近20年来相关系数为-0.34。
- **我国头部铝业公司营收稳定，表现优于大盘:** 我国多个重点铝业集团包括中国铝业、中国宏桥、云铝股份和新疆众和等，自2019年来相对收益率均高于沪深300，总体收益率和SHFE铝价保持一致趋势。各大公司股价在2022年基本均出现下跌，季度ROE变化方向较为稳定。
- **重点铝业公司生产稳定，盈利能力提升:** 四家重点铝业生产集团净利率维持上升态势，在建资本开支持续缩减。各公司主营产品产量稳定上升，但增速减缓，生产活动产能扩张降温，产能利用率进一步提升。
- **我国对中东出口能力持续扩张，车辆零部件及铝制品出口逐步增加:** 2024年，在“一带一路”的框架下中国与中东国家的物流和贸易联系更加紧密。2024年1至10月我国铝制品出口总量约为266.2万吨，其中西亚出口数量占比为6%、中亚占比约为2%，较2023年比重均略有提升。10月，我国出口西亚和中亚的铝制品分别为1.6万吨和0.48万吨，其中沙特阿拉伯和阿联酋的出口数量变化较为明显，10月出口数量分别为2811.75吨和3091.43吨，较2023年同期均同比上升35%左右。
- **风险提示:** 全球经济持续萎靡，国际地缘政治局势紧张，铝矿短期供应减少。

正文目录

1. 铝矿分布集中，部分地区资源得天独厚	5
1.1. 铝矿储量主要分布在非洲、南美、亚洲地区	5
1.2. 全球铝矿主要为铝土矿和氧化铝，生产地区相对集中	5
1.3. 重点矿山生产低迷，几内亚铝矿生产优势突显	8
1.3.1. 头部矿山依旧保持领先地位	8
1.3.2. 几内亚矿山生产规模持续扩大，产量增长迅速	9
1.3.3. 澳大利亚铝矿维持优势，增速减缓	9
2. 中国原铝冶炼能力强大，消费水平全球领先	10
2.1. 中国原铝需求量世界第一，电解铝实现基本自给	10
2.2. 全球铝冶炼产能持续增长，产能分布集中	11
3. 电解铝下游市场广阔，宏观经济的指标器	15
3.1. 电解铝应用范围广阔，下游市场存在潜力	15
3.2. 电解铝消费水平与 GDP 变化趋势近似	15
3.3. SHFE 铝价和中国 CPI 指数拟合度相对较高，但部分时间点出现较大偏差	16
4. 铝价逻辑复盘	17
5. 头部铝业公司发展水平稳步增长	19
5.1. 头部企业收益稳定，中国宏桥发展迅速	19
5.2. 铝业公司盈利水平持续提升，资本开支逐步减少	22
5.3. 我国产能持续扩张，产能利用率逐步抬升	23
5.4. 铝产品出口持续向好，未来需求有望扩张	23
5.4.1. 我国对中东出口能力持续扩张，车辆零部件及铝制品出口逐步增加	23
5.4.2. 电子产品出口端走强，铝制品需求或迎回暖	24
5.5. 出口退税政策调整，加快绿色产业升级，支持双碳目标	25
6. 投资建议	26
7. 风险提示	26

图表目录

图 1 全球铝土矿储量变化 (亿吨, %)	5
图 2 2023 年铝土矿储量主要分布地区	5
图 3 全球铝土矿持有产量 (万吨)	5
图 4 全球氧化铝持有产量分布 (万吨)	5
图 5 全球铝土矿年产量变化 (万吨)	6
图 6 全球头部铝矿生产公司产量变化 (万吨)	7
图 7 美国铝业重点矿区产量 (万吨)	7
图 8 力拓铝业重点矿区 (万吨)	7
图 9 中国铝业重点矿区产量 (万吨)	8
图 10 俄罗斯铝业重点矿区 (万吨)	8
图 11 全球铝土矿重点矿山产量变化 (万吨)	8
图 12 全球国家地区铝土矿产量 (万吨)	8
图 13 几内亚铝土矿产量 (万吨)	9
图 14 中国进口铝矿砂及其精矿数量 (万吨)	9
图 15 澳大利亚铝土矿年产量变化 (万吨, %)	10
图 16 澳大利亚主要铝矿区产量变化及增速 (万吨, %)	10
图 17 全球原铝产量和增速 (万吨, %)	10
图 18 中国原铝实际消费水平及占比变化 (万吨, %)	10
图 19 全球电解铝消费水平 (万吨, %)	11
图 20 中国电解铝生产消费量和自给率 (万吨, %)	11
图 21 中国进口铝及其制品来源地区 (万吨)	11
图 22 全球冶炼铝产能主要国家地区产能全球占比 (万吨, %)	12
图 23 国内主要铝土矿权益生产省份 (万吨)	14
图 24 我国电解铝主要省份产量 (万吨)	14
图 25 2020 年电解铝生产比例 (%)	14
图 26 主要国家和地区电解铝产量变化 (万吨)	14
图 27 国内铝产品开工率 (%)	15
图 28 国内冶炼铝产能和产能利用率	15
图 29 我国在建住宅面积 (万平方米)	15
图 30 中国乘用车出口和新能源车销售量 (万辆)	15
图 31 中国第二产业 GDP 和电解铝消费增速	16
图 32 中国 GDP 和电解铝消费量 (亿元, 万吨)	16
图 33 中国制造业 PMI 与 SHFE 铝价 (元/吨)	16
图 34 美国工业生产 IPI 与 LME 铝价 (美元/吨)	16
图 35 中国 SHFE 铝价和 CPI 关系结构 (元/吨)	17
图 36 LME 铝结算价和 LME 铝库存关系 (美元/吨, 万吨)	18
图 37 中国内铝矿进口与产量 (万吨)	19
图 38 中国电解铝产量及消费 (万吨)	19
图 39 中国头部铝业公司和沪深 300 相对收益率对比 (%)	20
图 40 头部铝业公司股价和 SHFE 铝价相对收益变化 (%)	20
图 41 中国铝业股价和 ROE 变化趋势 (元/股, %)	21
图 42 云铝股份股价和 ROE 变化趋势 (元/股, %)	21
图 43 新疆众和股价和 ROE 变化趋势 (元/股, %)	22
图 44 中国宏桥股价和 ROE 变化趋势 (元/股, %)	22
图 45 头部铝业公司净利率 (%)	22
图 46 新增在建工程资本开支 (亿元)	22

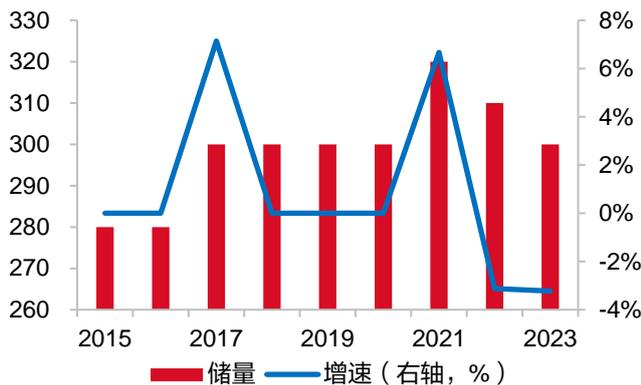
图 47 中国铝土矿氧化铝价格（元/吨，美元/干吨）	23
图 48 中国电解铝生产成本（元/吨）	23
图 49 中国车辆及运输设备部分出口金额（亿元）	24
图 50 中国车辆及其零部件出口（亿元）	24
图 51 中国出口部分国家铝制品数量（万吨）	24
图 52 中国铝制品出口总量（万吨）	24
图 53 中国智能手机出口数量（万台）	25
图 54 中国部分白色家电出口数量同比变化（%）	25
图 55 2021-2024 前 10 月铝出口数量及增速（万吨，%）	26
图 56 中国部分白色家电出口数量同比变化（%）	26
表 1 我国各省份单一制平时工业用电费用（元/kwh，万吨）	12
表 2 我国铝业公司近年海外矿山投资	13
表 3 全球重点铝冶炼厂产能（万吨）	13
表 4 头部铝业公司产品产量（万吨）	22
表 5 我国财政部国家税务总局关于调整出口退税政策	25

1. 铝矿分布集中，部分地区资源得天独厚

1.1. 铝矿储量主要分布在非洲、南美、亚洲地区

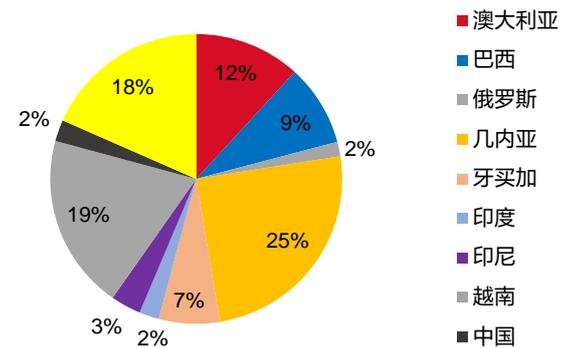
根据美国地质勘探局数据，2023 年世界铝土矿总储量达到了 300 亿吨，较 2022 年储量下滑 3%，世界铝土矿储量相对充沛。澳大利亚、巴西、越南和几内亚为世界主要铝土矿储量国，其中几内亚铝矿储量约为 74 亿吨，占世界总储量的 25%左右。2023 年，越南铝矿储量为 58 亿吨，占世界储量的 19%，是亚洲铝矿储备最丰富的国家，中国储量仅为 7.1 亿吨，占比为 2%，自有资源储备不足的现状较为严峻。

图1 全球铝土矿储量变化（亿吨，%）



资料来源：USGS，东海证券研究所

图2 2023 年铝土矿储量主要分布地区



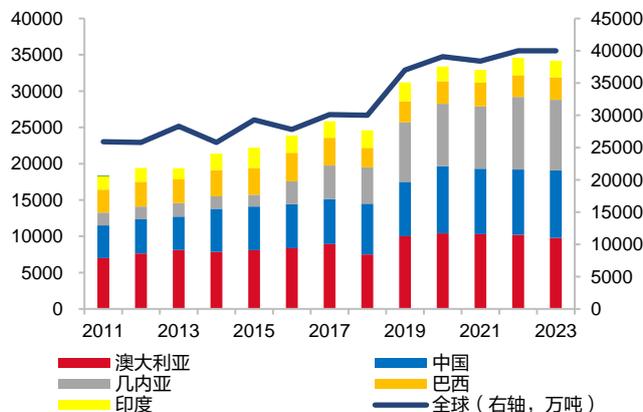
资料来源：USGS，东海证券研究所

1.2. 全球铝矿主要为铝土矿和氧化铝，生产地区相对集中

全球铝矿生产相对集中，主要在头部国家生产。截至 2023 年末，全球铝土矿产量约为 4 亿吨。其中持有产量较大的国家分别为澳大利亚（9800 万吨，25%）、中国（9300 万吨，23%）、几内亚（9700 万吨，24%）等，目前三国铝土矿产量已超过世界总产量的 70%。

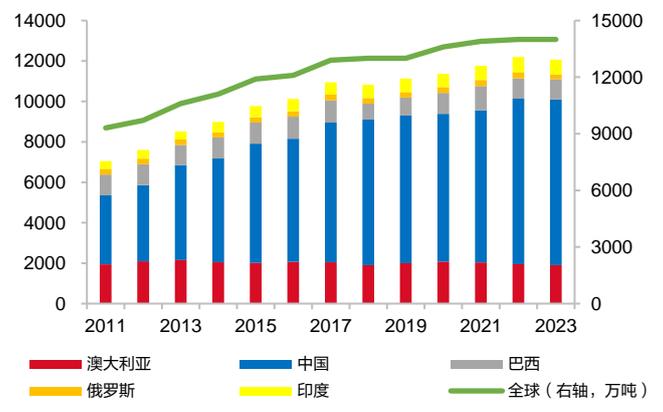
2023 年世界氧化铝产量约为 1.4 亿吨，中国在全球范围内的持股氧化铝总产量约为 8200 万吨，占比为 59%，是世界氧化铝生产最大国之一。澳大利亚、中国和巴西的氧化铝产量占世界 2023 年总产量的 80%左右。

图3 全球铝土矿持有产量（万吨）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

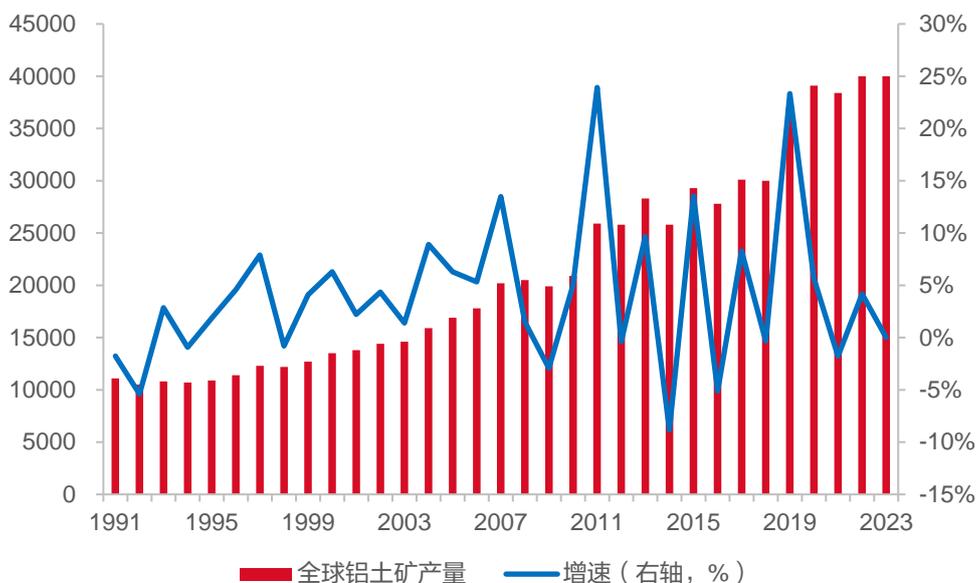
图4 全球氧化铝持有产量分布（万吨）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

1990 年至今全球铝土矿年产量不断攀升，增速震荡幅度逐渐扩大。2007 年俄罗斯铝业和美国铝业公司加大对几内亚的投资、巴西 Hydro 和 Vale 支持本地高品位矿石扩产；2011 年澳大利亚力拓集团（Rio Tinto）、必和必拓（BHP）等矿业巨头提升矿山产能；2019 年韦立国际（Winning Consortium）和俄铝（Rusal）集团在几内亚境内新建冶炼厂、印度尼西亚自 2017 年允许部分铝土矿出口配额后，产量持续增长，这几年均出现生产增速的峰值。截至 2023 年末，全球铝土矿产量为 40000 万公吨，较 2022 年几乎没有变化，近五年来 GAGR 约为 1.6%，产量增速逐步放缓，增量主要集中在几内亚等铝矿资源丰富的国家和地区。

图5 全球铝土矿年产量变化（万公吨）

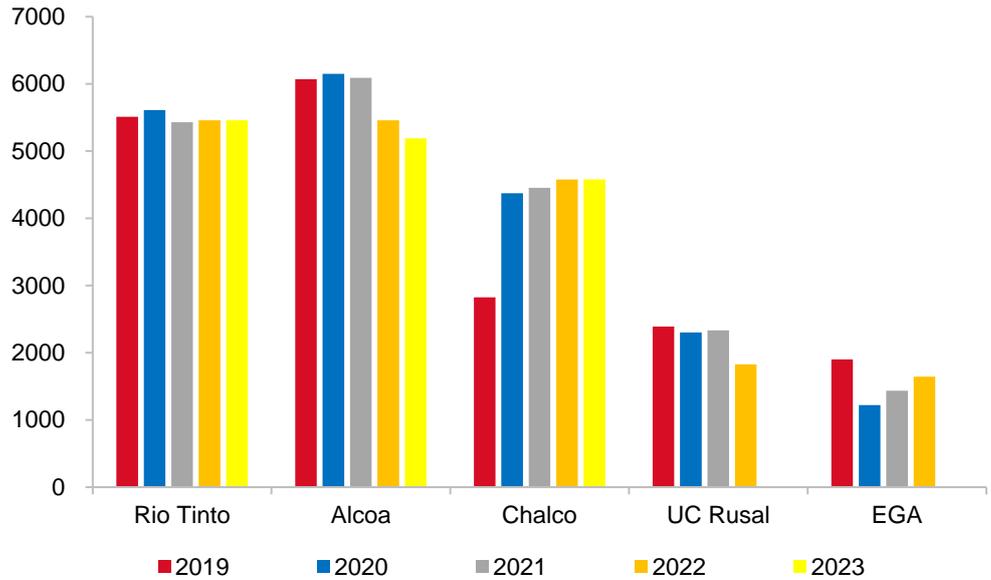


资料来源：钢联数据，东海证券研究所

全球铝矿分布与生产相对集中，以部分头部铝矿生产公司生产数据为例。美国阿尔科铝业公司（Alcoa Corporation）、力拓集团（Rio Tinto）、中国铝业集团（Chalco）等均为世界头部大型铝矿开采公司。2022 年全球前五大铝矿生产公司氧化铝和铝土矿产量共计 18967.03 万吨，约占当年全球铝矿总产量的 47%。

全球铝矿储备和产量较大的矿山分别为澳大利亚 Weipo 矿山（由 Rio Tinto 运营）、澳几内亚 Sangarédi 矿山（由 Alcoa Corporation 和 Rio Tinto 共同运营）、澳大利亚 Pinjarra 和巴西 Santa Bárbara（均由 Alcoa Corporation 运营）、委内瑞拉铝矿（由 UC Rusal 运营）等，其中多数重点矿山均为头部公司持股并进行运营开采活动。

图6 全球头部铝矿生产公司产量变化（万吨）

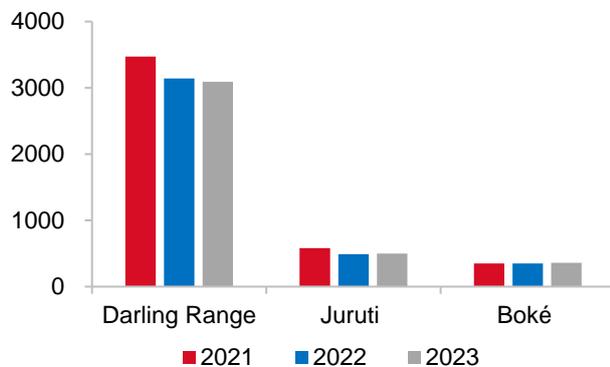


资料来源：各公司官网，东海证券研究所

美国铝业公司 (Alcoa) 是铝矿产量最大的铝业公司之一。2023 年公司开采铝土矿 4100 万吨（占世界产量 10.3%）；氧化铝 1090 万吨（占世界产量 7.8%），较去年同期分别减产 3%和 13%。产量的缩减集中在澳大利亚 Darling Range 矿区，该矿区 2023 年铝土矿产量为 3090 万吨，较去年下降 50 万吨，主要原因是矿区品位下降，铝矿开采成本增大。2023 年 Darling Range 矿区已探明铝土矿平均品位约为 29.1%，较 2022 年下降 2.3 个百分点，降幅明显。截至 2023 年 12 月公司已获得西澳大利亚政府对于 Huntly 和 Willowdale 铝土矿开采计划的批准，同时宣布从 2024 年第二季度开始削减 Kwinana 铝精炼厂的产能，未来公司将出现新的产能更替。

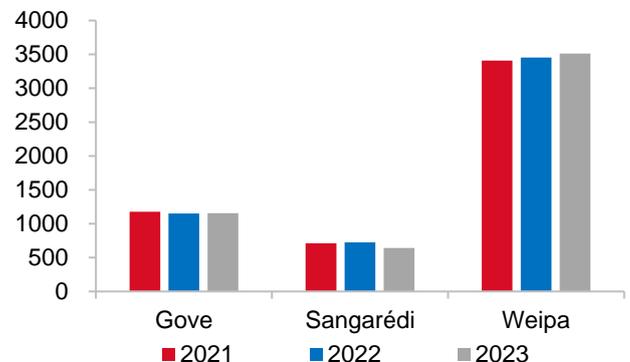
力拓集团 (Rio Tinto Group) 是一家跨国矿产及资源集团。2023 年公司开采铝土矿 5461.8 万吨（占世界产量 13.7%）；氧化铝 753.7 万吨（占世界产量 5.4%），产量较去年基本维持稳定，并无明显变化。2023 年公司在蒙古国奥尤陶勒盖 (Oyu Tolgoi) 取得较好的业绩成效，并计划在未来的五年内将该矿山产量进一步推高，将其打造成世界级矿山。公司还与 Matalco 合资企业进军快速增长的北美再生铝市场，进一步发展在价值链上的地位。

图7 美国铝业重点矿区产量（万吨）



资料来源：美国铝业年度报告，东海证券研究所

图8 力拓铝业重点矿区（万吨）



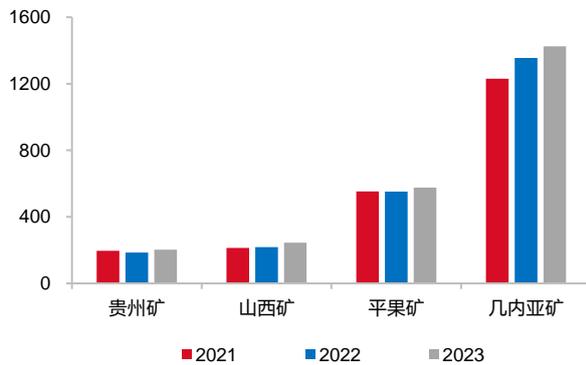
资料来源：力拓年度报告，东海证券研究所

中国铝业 (Chalco) 是中国最大的铝业生产公司。2023 年公司铝土矿产量为 2912.51 万吨（占世界产量比重 7.28%）较 2022 年产量增幅约为 3.5%；氧化铝产量 1667 万吨（占

世界产量比重 11.91%)，精细氧化铝产量为 499 万吨，较去年增加 16.32%。公司 2023 年主营业务收入下滑主要原因是铝价下跌，与此同时公司积极推进广西华昇二期 200 万吨氧化铝项目和青海分公司 50 万吨电解铝项目，伴随项目未来持续落地，将进一步提高公司的铝矿与电解铝的产能。

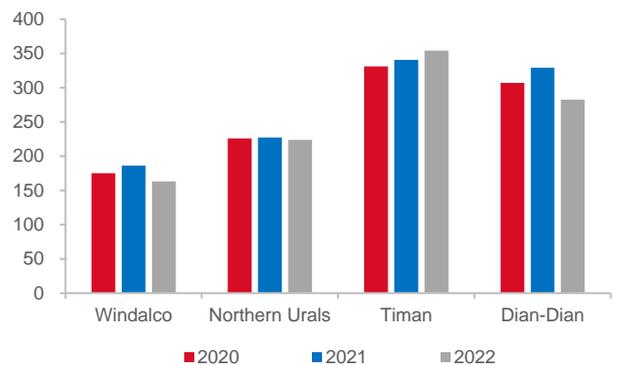
俄罗斯 UC 铝业 (UC-RUSAL) 是俄罗斯最大的铝生产商。2022 年公司的铝土矿产量为 1231.9 万吨，较 2021 年产量减少 18%，氧化铝产量为 595.3 万吨，较 2021 年产量减少 28%。主要铝矿区域中，位于俄罗斯本土的铝矿加工企业产量相对稳定，受到俄乌冲突等国际紧张局势影响，公司在获取国外原材料和设备方面受到限制，海外铝矿产量下滑明显。其中牙买加 Winalco 和几内亚 Dian-Dian 铝土矿产量分别下 12%和 14%。氧化铝方面，公司海外产区主要分布在乌克兰、爱尔兰和澳大利亚，乌克兰 Nikolaev Alumina Refinery Plant 和澳大利亚 Queensland Alumina Ltd 氧化铝产量分别下降 83%和 75%。

图9 中国铝业重点矿区产量 (万吨)



资料来源：中国铝业年度报告，东海证券研究所

图10 俄罗斯铝业重点矿区 (万吨)



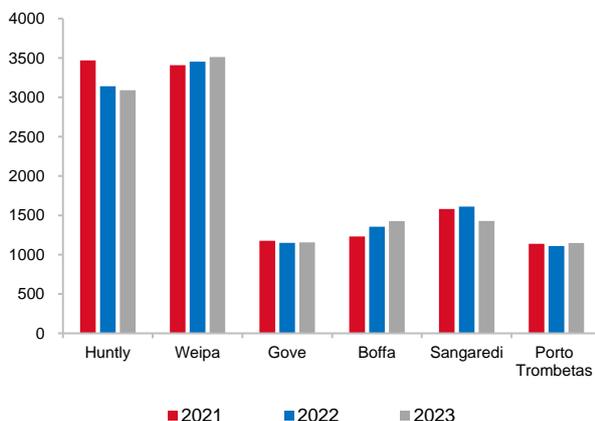
资料来源：俄罗斯铝业年度报告，东海证券研究所

1.3.重点矿山生产低迷，几内亚铝矿生产优势突显

1.3.1.头部矿山依旧保持领先地位

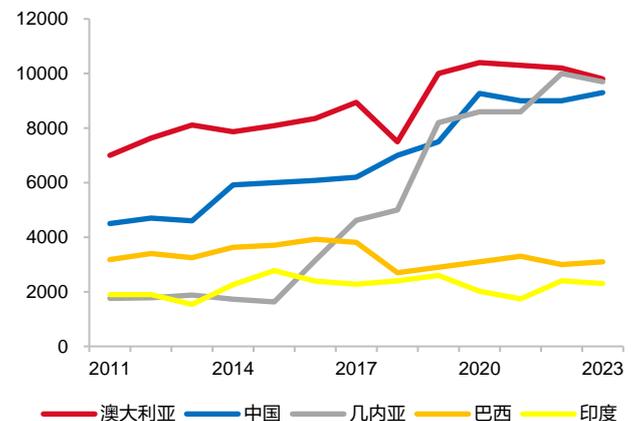
2023 年全球重点铝矿山产量大多呈现下滑趋势。其中头部矿山 Huntly 产量约为 3090 万吨，较 2022 年下滑 1.6%。全球铝土矿主要分布在澳大利亚、几内亚等国家。2023 年全球铝土矿产量增速总体下降，但近 20 年来几内亚地区铝土矿产量增幅较大，澳大利亚和中国铝土矿产量也缓慢提升。2023 年，全球头部矿山仍相对集中，澳大利亚 Huntly、Weipa、Gove；几内亚 Boke、Sangaredi 和巴西 Paragominas 等矿山产量依旧领先。

图11 全球铝土矿重点矿山产量变化 (万吨)



资料来源：钢联数据，公司年报，东海证券研究所

图12 全球国家地区铝土矿产量 (万吨)



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

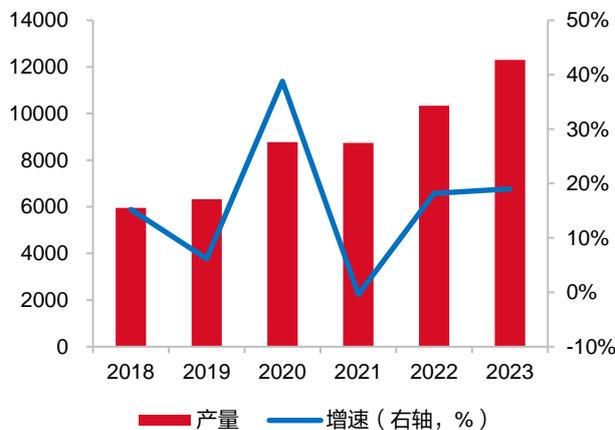
1.3.2.几内亚矿山生产规模持续扩大，产量增长迅速

几内亚境内主要矿山有 Sangaredi 矿山（由力拓持股 23%、美国铝业持股 23%）；Boké 矿山（美国铝业持股 23%、Winning International Group 持股 45%）；GAC 矿山（由阿联酋环球铝业运营）等多个年产量在 1000 万吨以上的铝土矿区。

几内亚铝矿产量近年来持续攀升，截至 2023 年增速为 19%，产量为 12299.17 万吨，是全球铝矿产量增速最快的地区之一，2023 年几内亚铝土矿出口量为 12658.773 万吨，同比增加 24%。中国从几内亚进口的铝矿砂及其精矿也不断增加，2023 年共计进口 9913.12 万吨，同比增加 40.6%，我国对几内亚铝矿的依赖程度持续提高。

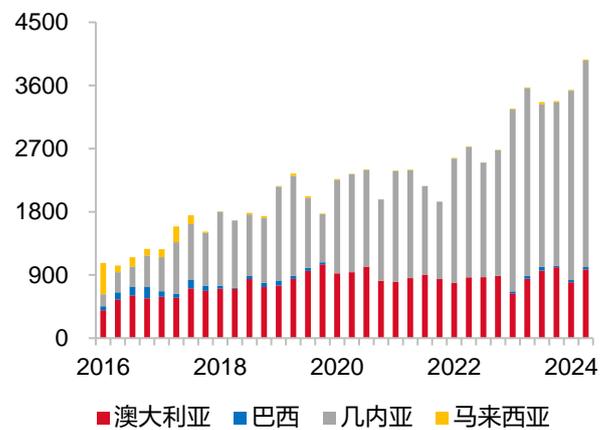
几内亚铝矿近年来产量增加主要依靠的铝矿企业包括赢联盟 SMB、美国铝业 CBG、中国铝业、河南国际等跨国铝业集团，生产铝土矿基本多用于出口。2023 年，中国铝业和河南国际在几内亚分别生产铝土矿 1425.1 万吨和 875.1 万吨，出口量分别为 1257.8 万吨和 929.4 万吨，共占几内亚出口总量的 17% 左右。

图13 几内亚铝土矿产量（万吨）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图14 中国进口铝矿砂及其精矿数量（万吨）

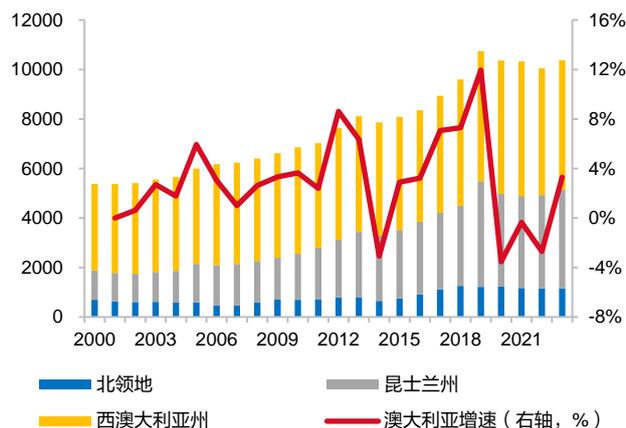


资料来源：钢联数据，东海证券研究所

1.3.3.澳大利亚铝矿维持优势，增速减缓

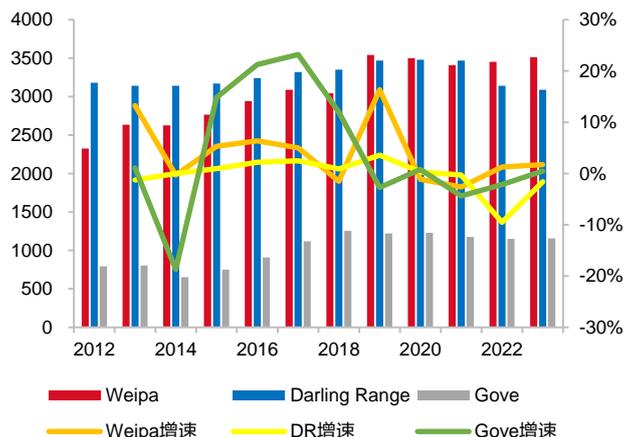
澳大利亚作为全球最大的铝土矿生产国之一，其产量始终在全球前列。截至 2023 年底，澳大利亚铝土矿产量约为 1 亿吨左右。其中 51% 的铝土矿来自于西澳大利亚州；38% 来自于昆士兰州。从 2000 年至今，西澳大利亚州生产比例持续下滑；昆士兰州产量增幅明显，主要得益于昆士兰州 Weipa 和 Amrun 矿山的优秀生产表现。2012 年至今，Weipa 矿区产量增幅明显大于西澳 Darling Range 矿区，产量于 2022 年正式超越西澳大利亚矿区，成为澳洲最大的单一铝土矿生产矿区。

图15 澳大利亚铝土矿年产量变化（万吨，%）



资料来源：钢联数据，彭博数据，东海证券研究所

图16 澳大利亚主要铝矿区产量变化及增速（万吨，%）



资料来源：钢联数据，公司年报，东海证券研究所

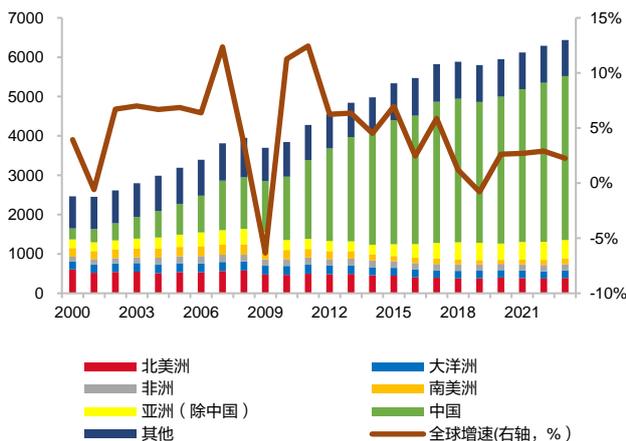
2.中国原铝冶炼能力强大，消费水平全球领先

2.1.中国原铝需求量世界第一，电解铝实现基本自给

截至2023年全球原铝产量约为7059.3万吨，较2022年增长2.3%，全球原铝产量增速明显放缓，生产活动显著降温。全球原铝产量最大的地区分别是中国、印度等非铝矿主要出产国。2000年至今，中国产量变化最大，2023年末，中国原铝产量约为4166.6万吨，占全球比重约为59%，为全球最大原铝生产地，产量较2000年提升近48个百分点。

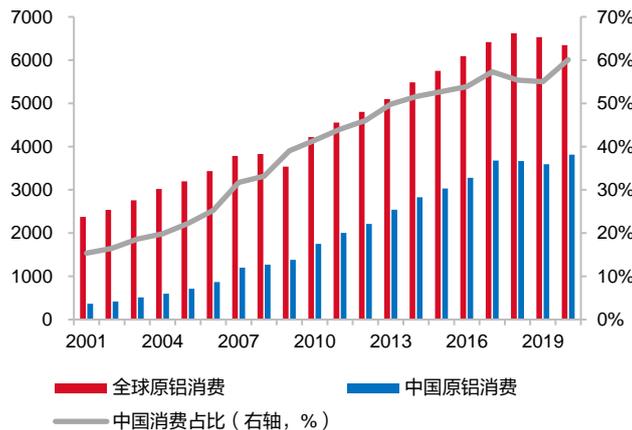
中国是全球原铝消费量最大的国家，2020年全球原铝消费量约为6347万吨，其中中国消费占比为60%，2001年以来，占比持续攀升，2016年后，占比增速明显减缓。全球原铝消费水平几乎维持稳定增长，中国原铝实际消费增速波动较大，但增速普遍高于全球变化水平。

图17 全球原铝产量和增速（万吨，%）



资料来源：钢联数据，彭博数据，东海证券研究所

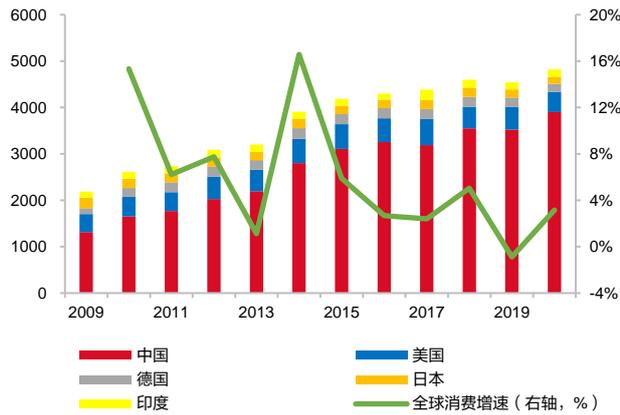
图18 中国原铝实际消费水平及占比变化（万吨，%）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

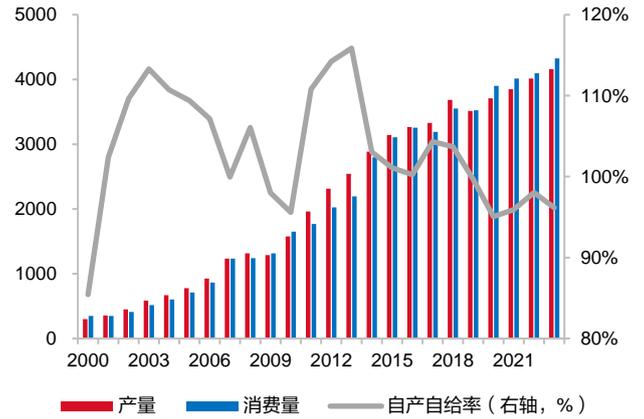
中国是全球电解铝最大消费和生产国家，至2023年底，中国电解铝年消费量约为4325.7万吨，较2022年增长5.6%，消费量迅速增长。2023年中国电解铝占全球消费比重的60%以上，较2001年增加45个百分点。中国电解铝消费增速高于全球。虽然中国电解铝消费体量巨大，但基本可以满足自产自给。2023年中国电解铝产量约为4159.4万吨，较2022年增加3.6%，2023年中国自产电解铝占电解铝消费总量的96.2%，自给程度较高。

图19 全球电解铝消费水平（万吨，%）



资料来源：钢联数据，彭博数据，东海证券研究所

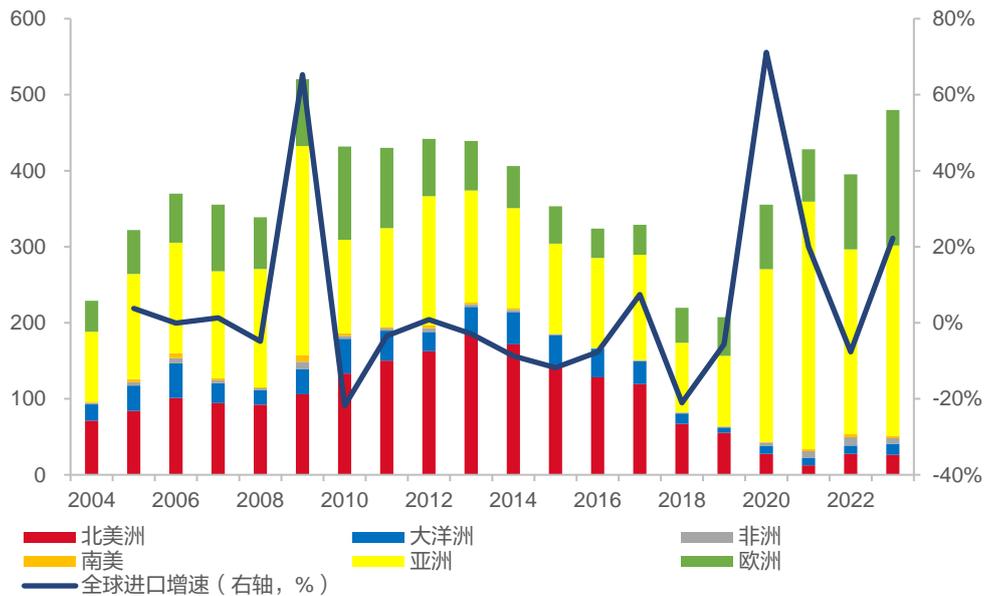
图20 中国电解铝生产消费量和自给率（万吨，%）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

截至2023年末，中国从全球进口铝及其制品共483.71万吨，较2022年增加22%，其中51.7%来自亚洲国家和地区；36.8%铝制品来自欧洲，亚洲地区比重增加最明显。中国进口铝及其制品总量震荡增加，除2009年和2020年外，总体增幅不大，2004至2023年CAGR约为2.6%，中国电解铝和铝制品主要依靠自产。

图21 中国进口铝及其制品来源地区（万吨）

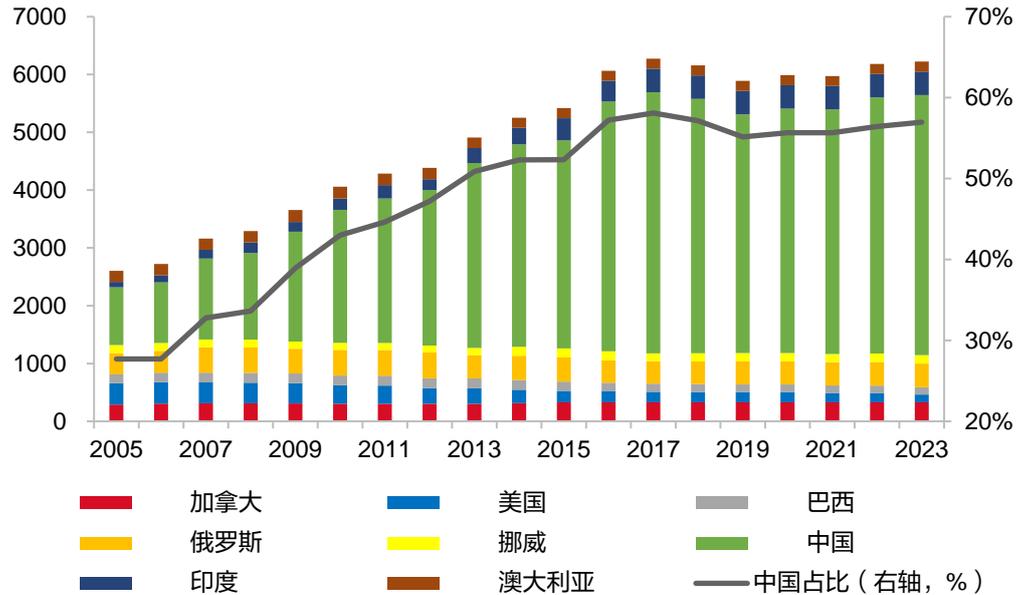


资料来源：钢联数据，东海证券研究所

2.2.全球铝冶炼产能持续增长，产能分布集中

电解铝产能持续增长，根据彭博数据，截至2023年底，全球电解铝产能共7900万吨，中国占比57%。从2004年至今，中国产能占比迅速增长，并一直维持世界第一铝冶炼产能大国的地位。但全球铝冶炼增速明显减缓，2023年增幅仅为0.6%。主要原因是全球范围电费在2020年后普遍上涨，以意大利、德国、法国等电解铝消费量较大的欧洲西方国家为代表，2022年末较2020年初电费价格涨幅到达了近466%，中国各省份的电费均价增幅约为21%，增幅相对较小。其次全球经济增长放缓以及特定行业（如汽车、建筑等）对铝需求的波动，也影响了电解铝产能的扩张。

图22 全球冶炼铝产能主要国家地区产能全球占比（万吨，%）



资料来源：彭博数据，东海证券研究所

全球重点铝冶炼产能相对集中，中国头部冶炼厂产能优势明显，冶炼产能稳定增加。截至2022年末，全球最大的电解铝产地依旧是中国。电解铝产能较高的地区大多为矿产资源较为丰富，电力价格较低廉的地区，东部沿海地区电价总体高于中西部地区。中铝集团、中国宏桥、国家电投集团等大型铝业公司产能较高，其中中铝集团电解铝总年产能超700万吨，中国宏桥集团约为646万吨。

表1 我国各省份单一制平时工业用电费用（元/kwh，万吨）

	不满1千伏	1-10千伏	35-110千伏	电解铝实际产能 (万吨)
北京市	0.8538	0.8338	0.7638	
福建省	0.6810	0.6610	0.6210	7
江苏省	0.7653	0.7393	0.7143	196
上海市	0.7954	0.7503	0.7057	
甘肃省	0.6084	0.5884	0.5684	305
内蒙古自治区	0.5200	0.4928	0.4778	670
青海省	0.5295	0.5244	0.5193	283
新疆维吾尔自治区	0.4296	0.4266	0.4226	615
云南省	0.5347	0.5247	0.5147	579

资料来源：政府官网，东海证券研究所

我国铝土矿与氧化铝产能相对落后，优质矿山大多分布在澳大利亚、几内亚等国家和地区，矿山几乎被海外大型铝矿公司持有。中国铝矿储备水平与海外地区差距较大，近年来中国铝业等大型铝业公司均在收购海外铝矿，积极提升自有矿产储备水平。

近年来，我国主要铝业公司收购部分海外铝矿或海外铝业公司的部分股权，参与海外金属资源生产，减少我国铝土矿不足的劣势。

表2 我国铝业公司近年海外矿山投资

地点	矿山	收购公司	铝矿年产量 (万吨)	时间
几内亚	博法铝矿	中国铝业	1200	2020年
	西芒杜	魏桥、烟台港集团、中国铝业	5000	2019年
	本土矿业	天山铝业	>600	2024年
印度尼西亚	世界铝业 60%所有权	中信集团	-	2021年
	婆罗洲氧化铝	中铝集团	100	2020年
澳大利亚	兖煤澳洲	兖矿能源	-	2018年- 2023年
	Darling Range	中铝集团	90	-

资料来源：公司官网，年度报告，东海证券研究所

全球铝矿冶炼主要集中在头部铝矿冶炼公司。其中，我国是铝土矿、氧化铝冶炼精炼的最主要国家之一，产能占全球总冶炼总产能的一半以上。

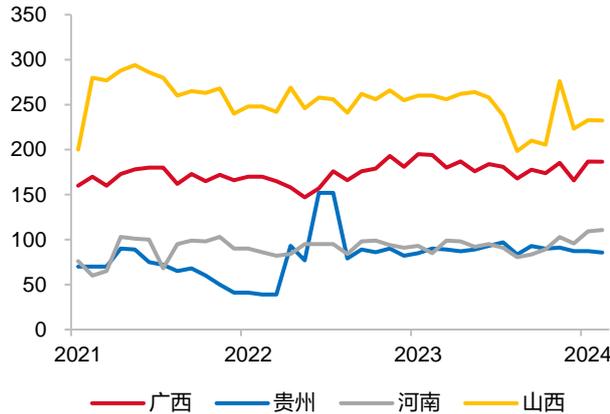
表3 全球重点铝冶炼厂产能（万吨）

冶炼单位	所属公司	地区	产能 (万吨)
中国宏桥	中国宏桥集团	中国	646
魏桥铝电	中国宏桥集团	中国	446
国家电投	国家电投集团	中国	427
云铝股份	中国铝业	中国	305
Alcoa consolidated Smelter	美国铝业联合	美洲	264.5
信发铝电	信发集团	中国	220
聊城信源	聊城信源集团	中国	180
Emirates Global Aluminium	阿联酋铝业	阿联酋	150
Al Taweelah Smelter	阿联酋铝业	阿布扎比	130
Hindalco Industries	印度铝业	全球	130
Krasnoyarsk Aluminium Smelter	俄罗斯铝业	西伯利亚	101.9
Bratsk Aluminium Smelter	俄罗斯铝业	西伯利亚	100.9
云南神火	中国铝业	中国	90
Ma'aden	美国铝业，沙特矿业	沙特	80.4
Alouette	力拓	加拿大	62.7
Tomago	力拓	澳大利亚	59

资料来源：公司公告，世铝网，东海证券研究所

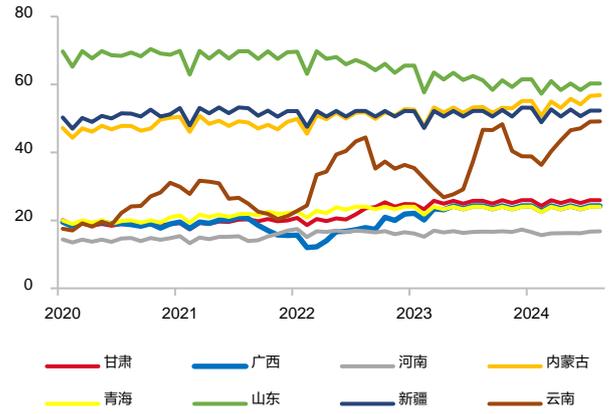
我国铝土矿生产省份地区集中，2024年8月，我国铝土矿产量最大的省份是山西省，产量为232.4万吨，我国铝土矿主要生产集中在山西、河南、贵州、广西，其余省份产量较低。除河南省外其余三省铝土矿产量均出现下滑，其中山西产量同比下降10.6%。我国电解铝产量分布较为分散，多个省份月产量超20万吨，山东、新疆、内蒙等省份月产量已超50万吨。各重点生产省份8月产量环比增幅均小于1%，产量总体变化不大。

图23 国内主要铝土矿权益生产省份（万吨）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

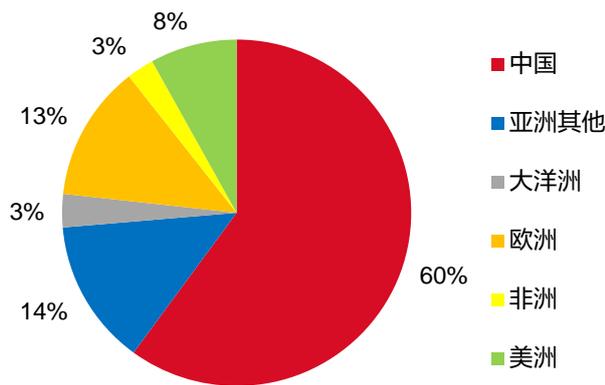
图24 我国电解铝主要省份产量（万吨）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

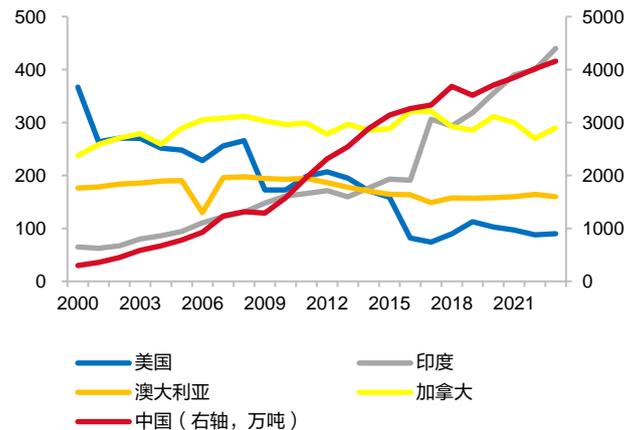
2000年至2023年间，我国电解铝产量持续攀升，截至2023年末产量增至4159.4万吨，较上一年增长3.6%，近年来几乎持续维持较高增速。2016年后，印度电解铝产量增速迅速提升，虽生产总量不及我国，但增速明显高于我国。全球电解铝产量主要集中在亚洲地区，2020年我国电解铝产量占世界总产量一半以上，主要原因是生产成本较低，需求市场较大。

图25 2020年电解铝生产比例（%）



资料来源：钢联数据，彭博数据，东海证券研究所

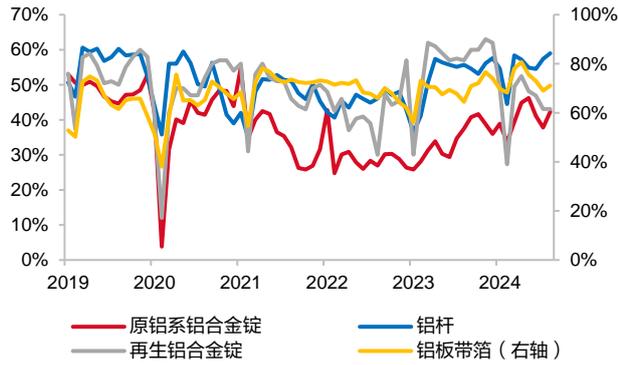
图26 主要国家和地区电解铝产量变化（万吨）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

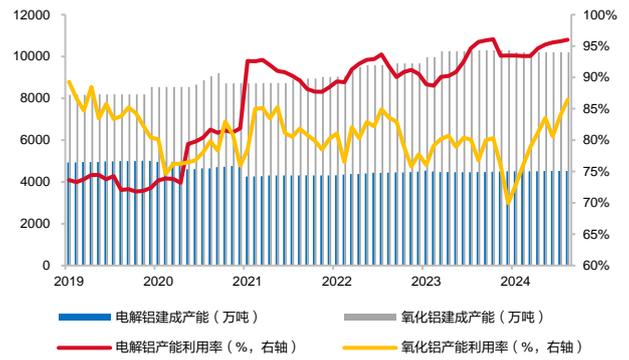
截至2024年8月，我国原铝合金冶炼开工率约为42%，铝杆和再生铝合金开工率分别为59%和43%。开工率情况较7月环比均有上升，其中原铝系铝合金锭开工率增幅最为明显，增长近4个百分点。主要原因是电解铝和铝棒等制品的运行产能增加。我国氧化铝产能约为10210万吨，产能利用率为86%，较2024年1月增长14个百分点。截至今年8月，电解铝建成产能为4529万吨，产能利用率为96%，持续维持高位。

图27 国内铝产品开工率 (%)



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图28 国内冶炼铝产能和产能利用率



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

3.电解铝下游市场广阔，宏观经济的指标器

3.1.电解铝应用范围广阔，下游市场存在潜力

截至 2023 年末，我国金属铝下游应用最广的行业是建筑和交通，需求占比约为 33%和 25%；日本应用范围最广的行业分别为交通和汽车，占比分别为 41%和 29%。日本的电解铝更多应用在制造业，我国主要在建筑业。

截至 2024 年第三季度，我国在建商业住宅面积约为 712.5 万平方米，较 2023 年同期下降 12.7%，在建面积已经持续三年下滑。第三季度，我国商业销售面积环比下降 25.3%，已完工商业面积环比增加 7.1%，金属铝在建筑行业需求持续降温。

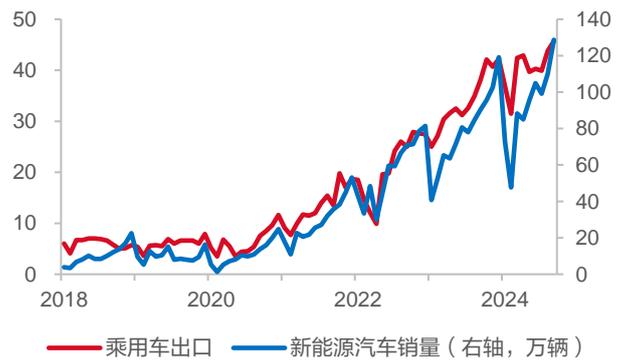
全球车辆用铝总量持续下滑，至 2019 年我国车辆用铝共 387.55 万吨，较 2018 年增长 8.4%，同比持续增长。我国乘用车出口数量和新能源车销售量回升。新能源车销量在 2024 年 2 月出现较大下行，同比减少 9%。我国乘用车出口量在 2024 年初下滑后，9 月出口量为 45.7 万辆，较 8 月环比上升 4.3%。

图29 我国在建住宅面积 (万平方米)



资料来源：彭博数据，东海证券研究所

图30 中国乘用车出口和新能源车销售量 (万辆)

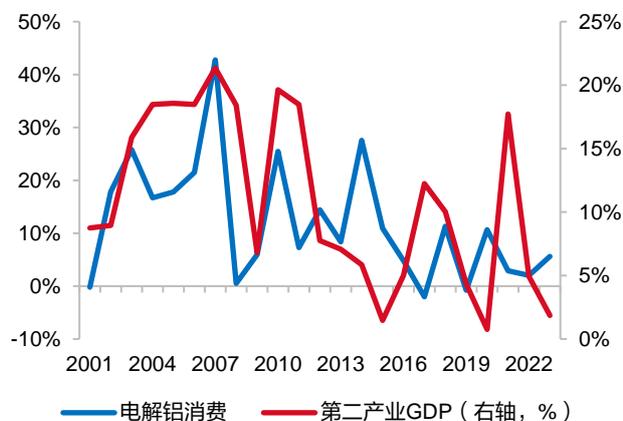


资料来源：同花顺 iFinD，东海证券研究所

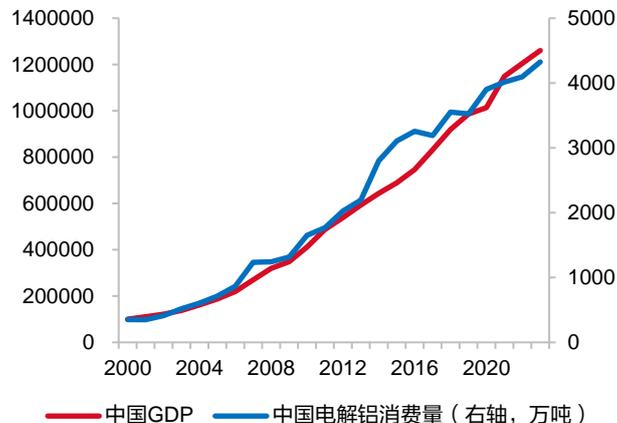
3.2.电解铝消费水平与 GDP 变化趋势近似

我国电解铝消费量与 GDP 总量相关度较高，相关系数约为 0.987，与第二产业 GDP 总量相关系数约为 0.986，两者相差不大，国民经济发展趋势与电解铝消费水平高度相关。电解铝消费量增速和第二产业 GDP 增速相对正相关，电解铝消费水平增速呈现相对的超前性，与其他重点金属类似。2014-2016 年间，我国第二产业 GDP 增速与电解铝消费增速变化趋

势相反，主要原因是中国制造业进行了显著的结构调整，从重工业向高附加值制造业转型。这一转型过程导致传统的高耗能产业（如钢铁和水泥）的产出下降，但同时汽车、航空航天等高端制造业对铝的需求增加，因此在此阶段，GDP 总额变化趋势与电解铝消费增速相关性更大。

图31 中国第二产业 GDP 和电解铝消费增速


资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图32 中国 GDP 和电解铝消费量（亿元，万吨）


资料来源：钢联数据，东海证券研究所

电解铝在制造业应用范围最广，因此采用制造业 PMI 与上海 SHFE 铝价进行对比分析。截至 2024 年 6 月，中国制造业 PMI 指数持续低迷，维持在 50% 以下，2023 年指数几乎均在 50% 附近震荡，经济周期处于相对收缩阶段，铝价有走低的风险。2024 年 9 月，美联储开始降息周期，金属铝压力释放，未来存在价格反弹可能。

美国工业生产指数 IPI 维持高位，工业发展速度较快，反映了较高的景气程度，同时 LME3 个月合约铝收盘价居高不下，2022 年后持续增长。铝价主要由供需结构影响，目前全球电解铝需求较为旺盛，导致价格持续上涨。

图33 中国制造业 PMI 与 SHFE 铝价（元/吨）


资料来源：钢联数据，同花顺 iFinD，东海证券研究所

图34 美国工业生产 IPI 与 LME 铝价（美元/吨）


资料来源：彭博数据，钢联数据，东海证券研究所

3.3.SHFE 铝价和中国 CPI 指数拟合度相对较高，但部分时间点出现较大偏差

2005年-2008年间，中国CPI指数变化波动较大，受到当时食品价格影响，中国经历了一次显著的通货膨胀，沪铝价格也受此影响，伴随全球经济扩张的趋势，出现大幅增长。在2008金融危机后迎来暴跌。

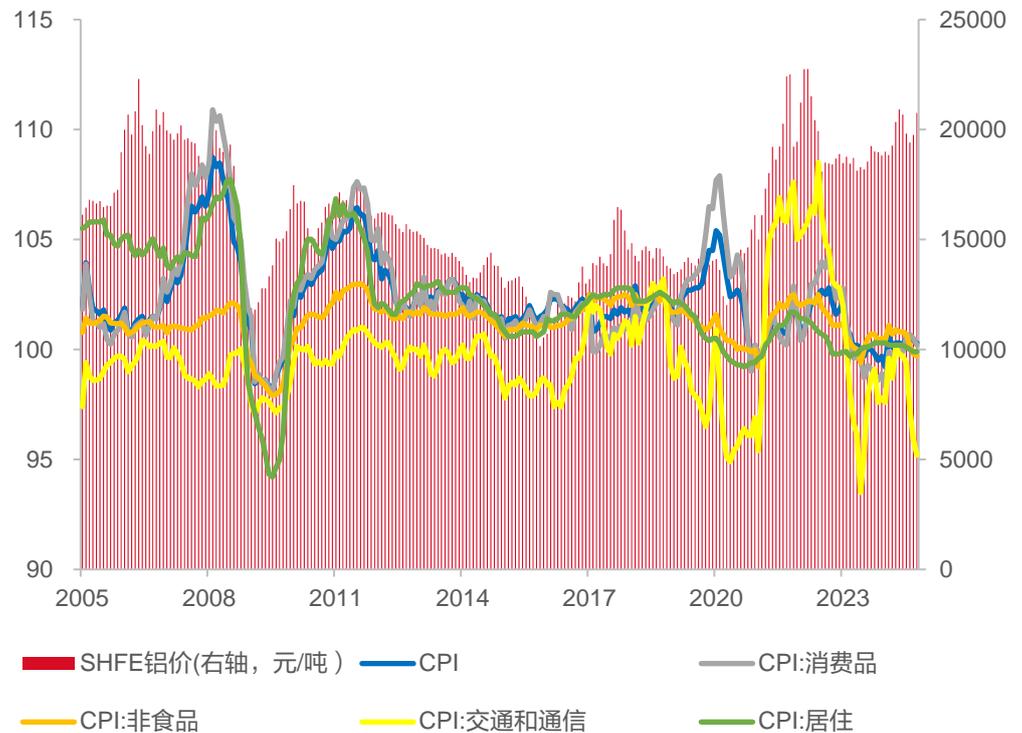
2015-2017年间，中国电解铝供应量大幅增加，供需出现失衡现象，电解铝行业经历了产能过剩的问题。尽管基础设施建设和房地产市场对铝有一定需求，但整体经济增速放缓和制造业的结构调整导致铝的需求增速不及预期，因此铝价出现下滑。

2018-2020年，中国CPI指数激增，主要原因是2018年爆发的非洲猪瘟疫情对中国的生猪养殖业造成了严重冲击，导致CPI出现突增，随后很快回落。铝价主要在2020年疫情后出现下跌。

2021年后的疫情恢复时期，铝需求量大幅上涨，价格出现激增，增幅超过了80%。CPI上行压力减缓，逐步下滑至100左右。截至2023年左右SHFE铝价依旧处于高位。

在CPI的分类项中，SHFE铝价与交通和通讯CPI、居住CPI的相关程度较高，相关系数分别为0.3703和0.3045。主要原因是金属铝下游最终用户集中在交通、建筑和家电领域，因此相关程度高于其他行业。

图35 中国SHFE铝价和CPI关系结构（元/吨）



资料来源：彭博数据，同花顺 iFinD，东海证券研究所

4. 铝价逻辑复盘

LME 铝价和铝库存呈现负相关性，相关系数为-0.34。LME 铝库存自2017年后一直处在低位，2022年后跌至40万吨以下，全球库存较为紧张。与之相反，全球铝价2019-2022年一路高歌猛进，增长至近4000美元/吨。2021年后，中国房地产行业的疲软和全球经济下行，降低了全球多种能源价格，伴随全球多个主要铝生产国，包括中国在内，继续扩张产能。新产能的投放导致市场供应增加，加剧了供过于求的局面，压低了铝价。

总体而言，2009-2014 全球高库存时期，铝价处于相对平稳的状态。2014 年后库存大幅变化将带动铝价呈现相对反向波动。

(1) 2005-2008 年，铝价处于高位波动，LME 铝库存较低，在 50 万吨左右，同期铝价增至 2500 美元/吨的高位以上。

(2) 2008-2009 年，铝库存量和价格呈现几乎正反比关系，相关系数约为-0.89。全球范围内的金融危机，急剧抬升了大宗商品价格，从而压低了库存。

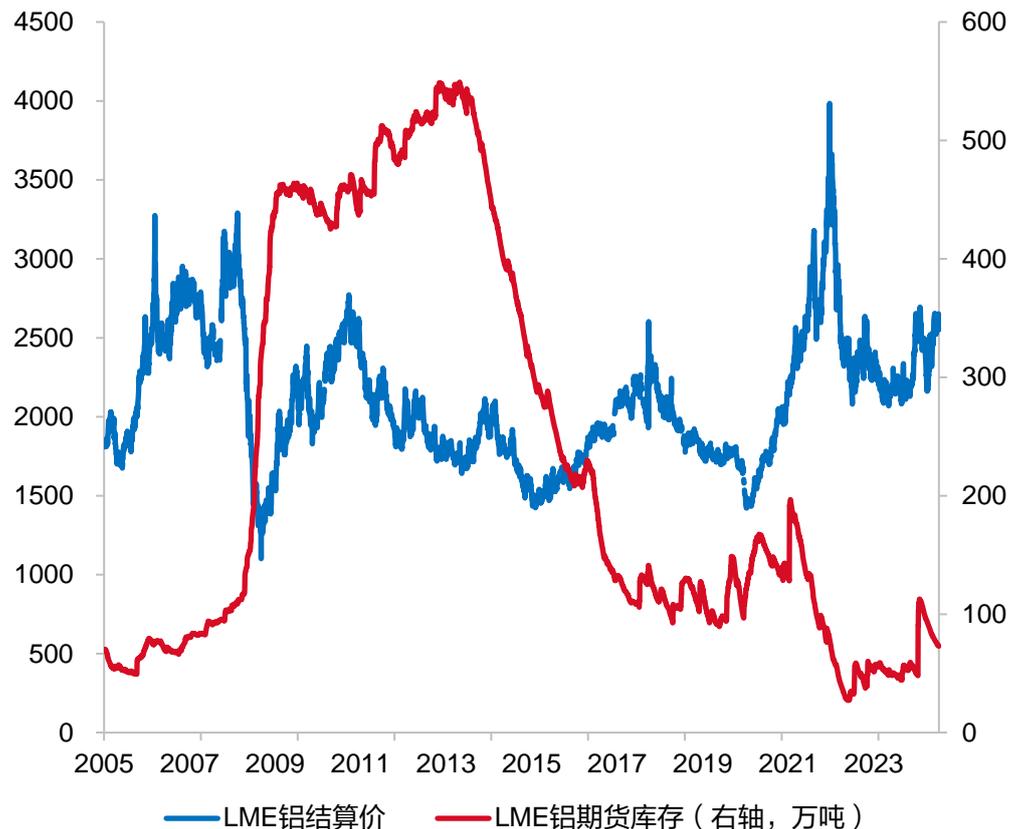
(3) 2008-2014 年间，LME 铝库存处于历史高位，铝价较为平稳，持续震荡。

(4) 2014-2017 年，LME 铝库存大幅下跌。全球金属铝需求量上涨，中国电解铝产能过剩，虽然库存大幅减少，但由于产能的不断增加，市场上供应量依然充足。这限制了铝价的上行空间。

(5) 2018-2024 年，LME 铝库存重回低位，铝价呈现相对反比变化趋势。

金属铝库存决定价格波动幅度，供需变化决定价格波动方向。2005 年以来，LME 铝库存在 2009 年-2013 年间处于高位，超过 400 万吨，当期金属铝价格方差约为 96302.38；2022 年至今，铝库存处于历史低位，一度跌破 100 万吨，铝价波动方差约为 121141.4，波动水平明显高于高库存时期。

图36 LME 铝结算价和 LME 铝库存关系 (美元/吨, 万吨)

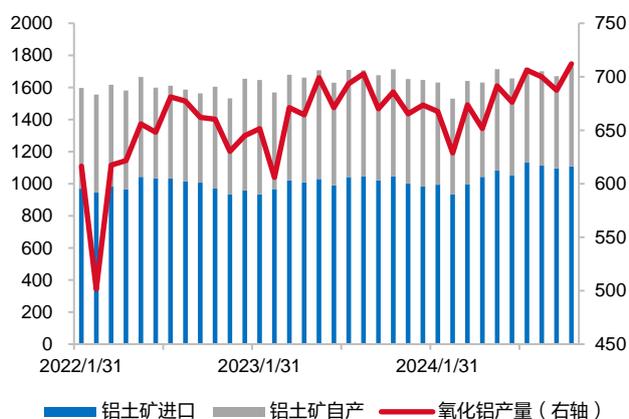


资料来源：彭博数据，钢联数据，东海证券研究所

2024 年 10 月我国冶金级氧化铝产量约为 712 万吨，同比增长 3.8%，环比增长 3.6%。今年 7 个月总产量较去年同期增幅不到 1%，铝矿生产维持稳定。2024 上半年铝土矿进口比例持续扩大，我国铝矿资源依赖进口的现状暂未改变。

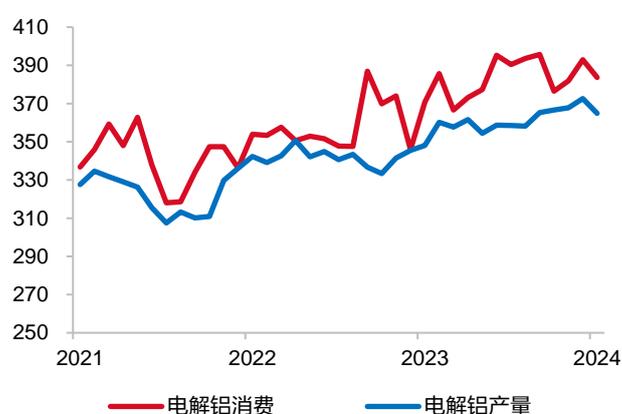
10月我国电解铝产量为364.9万吨，消费量约为383.7万吨，同比分别上升2.0%和4.7%。上半年，工业电解铝产量同比增速快于消费水平，缺口进一步缩小，电解铝需求缺口缩减。

图37 中国内铝矿进口与产量（万吨）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图38 中国电解铝产量及消费（万吨）



资料来源：彭博数据，钢联数据，东海证券研究所

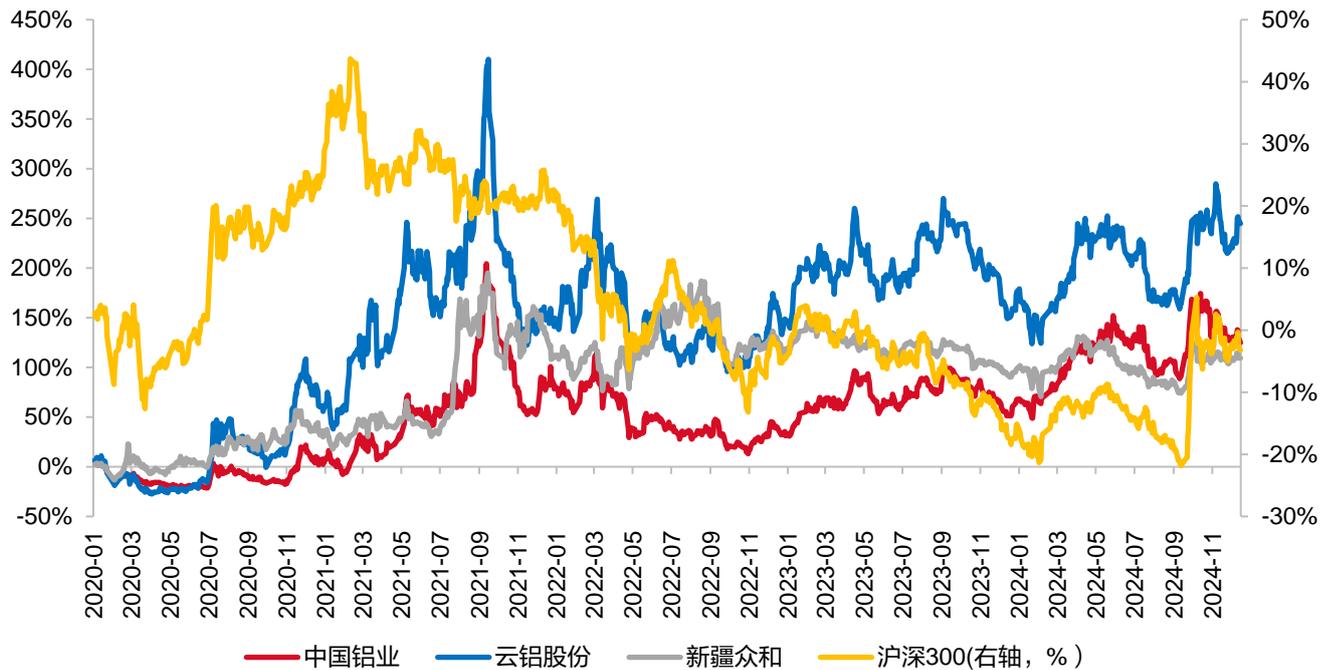
5.头部铝业公司发展水平稳步增长

5.1.头部企业收益稳定，中国宏桥发展迅速

中国头部铝业公司分别是中国铝业，中国宏桥，云铝股份和新疆众和等。2020疫情结束后，伴随经济复苏沪深300指数迅速回暖，各铝业公司股价水平同步回升，由于沪深300由多行业共同作用，因此涨幅大于单一铝行业。

2021年后沪深300指数持续下滑，目前已至历史低位。全球贸易摩擦和中国对于房地产行业的严控政策压低了指数，同时叠加中国出口和全球业务的相对不景气，削弱了市场信心。中国金属行业发展相对稳定。我国主要铝业公司股价增速大多高于有色金属指数，说明金属铝行业市场景气度较高。其中云铝股份，增幅较高，截至2024年仍处于高位。

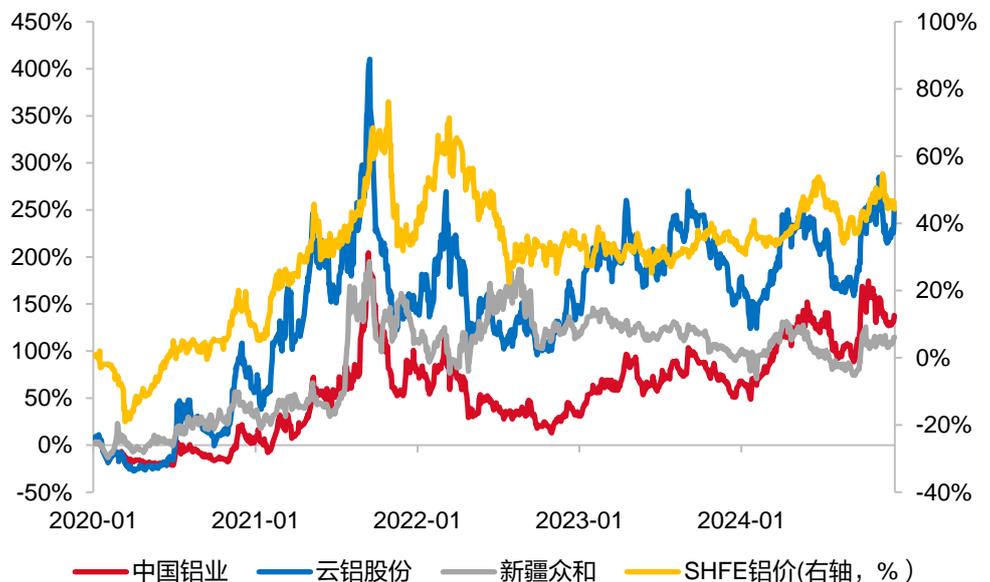
图39 中国头部铝业公司和沪深 300 相对收益率对比 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，东海证券研究所

国内铝业公司股价波动幅度，与 SHFE 铝价波动趋势大体相符，但增幅明显高于铝价。2022 年前云铝股份和中国宏桥股价增长趋势与铝价相对增长率几乎一致。中国铝业和新疆众和增幅较小。铝价上涨是导致铝业公司营收能力增强的主要原因之一，因此总体趋势相对一致。在国内铝业公司中新疆众和增速相对较慢，云铝股份持续增长。

图40 头部铝业公司股价和 SHFE 铝价相对收益变化 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，钢联数据，东海证券研究所

我国头部铝业集团大多以电解铝及部分精炼铝制品为主要产品，季度股价均价波动趋势类似，2021 年末，股价均出现较大涨幅，主要原因是铝价上升带动公司营业收入增长，但均属于阶段性现象。2022 年至 2024 年年中，由于铝价出现下滑趋势，公司股价大多出现缓慢下滑的趋势。

中国铝业：公司 ROE 自 2018-2020 年处在低迷状态，2018 年和 2019 年，公司净利润分别为 16.08 亿元和 14.88 亿元，同比下降 33.15% 和 5.15%，在 2020 年后出现逐步回升。2018 年公司资产负债数额变化不大，ROE 下跌由净利润的下滑导致，主要原因是公司资产处置收益减值较大，资产减值损失达到了 24.72 亿元，同期营业利润下滑 22.56%，因此净利润大幅下降。股价受公司盈利情况影响，出现持续下跌，但公司本次运营属于短期资产收益影响，并未影响公司整体运营，在 2021 年后，公司 ROE 和股价迅速回正。

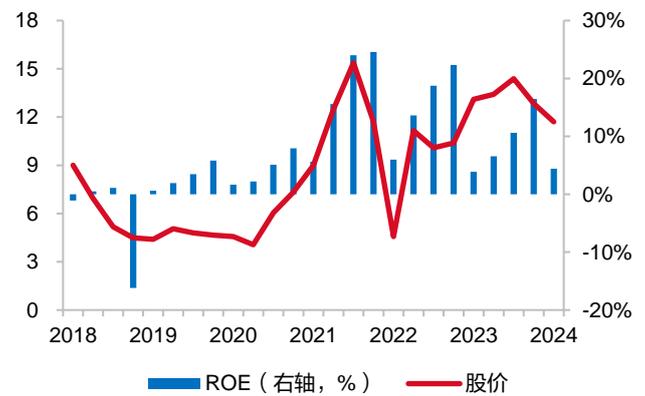
云铝股份：ROE2021 年前后波动性较大，2018 年末跌至-16.19%。2018 年公司由于主营产品价格营业收入下跌，同期营业总成本大幅上升，销售、管理费用增幅明显，营业利润跌至-17.91 亿元。公司成本管控出现较大问题，短期内难以恢复市场预期，因此公司股价在 2021 年前总体呈现下滑趋势，2021 年后公司股价和 ROE 变化趋势相似。2022 年初，公司股价随 ROE 下跌，降幅较为明显。

图41 中国铝业股价和 ROE 变化趋势（元/股，%）



资料来源：同花顺 iFinD，东海证券研究所

图42 云铝股份股价和 ROE 变化趋势（元/股，%）

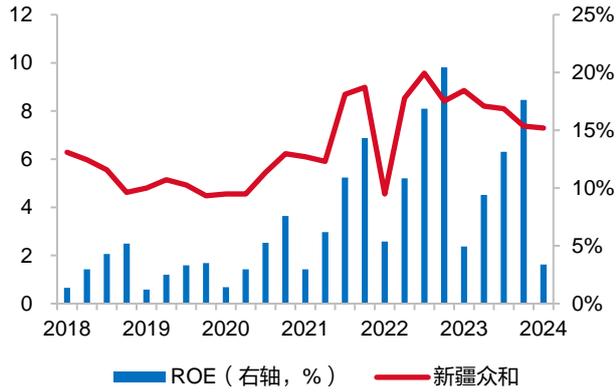


资料来源：同花顺 iFinD，东海证券研究所

新疆众和：2021 年前 ROE 较低，但较为稳定，股价也基本保持在均价 4 元/股以上。2021 年公司营业收入为 82.26 亿元，同比增长 43.88%，净利润同比上升 144.48%，盈利水平提升较多，公司 ROE 增速较快，主要是公司盈利能力持续上升，资产负债情况同步优化，截至 2023 年底，资产负债率已下降至 42%，2022 年公司的营业利润明显增厚，未来市场预期好转，公司股价出现较大涨幅。

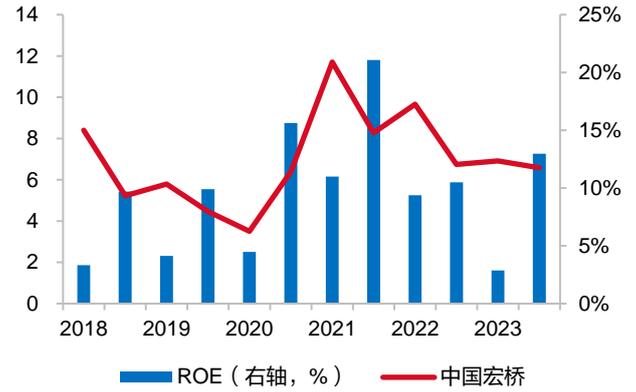
中国宏桥：公司 ROE 波动性相对较大，2021 年初公司 ROE 与股价呈现反比变化。主要原因是公司主要铝产品营业状况回暖，营业收入迅速提升，其中液态铝合金和铝合金加工品增幅最大，因此市场预期被抬高，导致股价提升。2022 年后公司净利润下滑明显，2023 年中 ROE 较 2022 年同期大幅下跌，主要原因是公司销售成本增幅多于营收。同期公司营收增速下降，公司股价维持平稳状态。

图43 新疆众和股价和 ROE 变化趋势 (元/股, %)



资料来源：同花顺 iFinD，东海证券研究所

图44 中国宏桥股价和 ROE 变化趋势 (元/股, %)



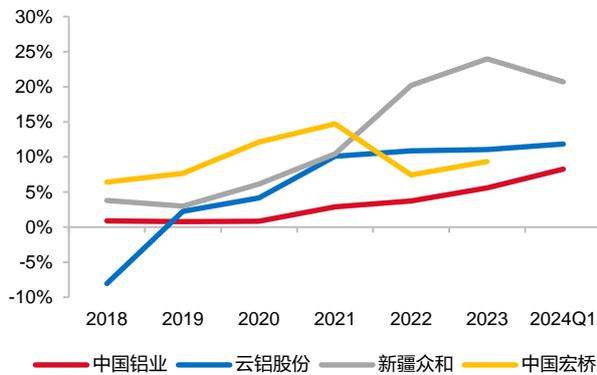
资料来源：同花顺 iFinD，东海证券研究所

5.2. 铝业公司盈利水平持续提升，资本开支逐步减少

头部四家重点铝业集团净利率持续上升，其中云铝股份扭亏为盈，净利率从2018年的-8.1%增长至2024年第一季度的11.8%。目前，新疆众和净利率为20.7%，在行业内处于较高水准，各公司盈利水平持续稳定的增长。

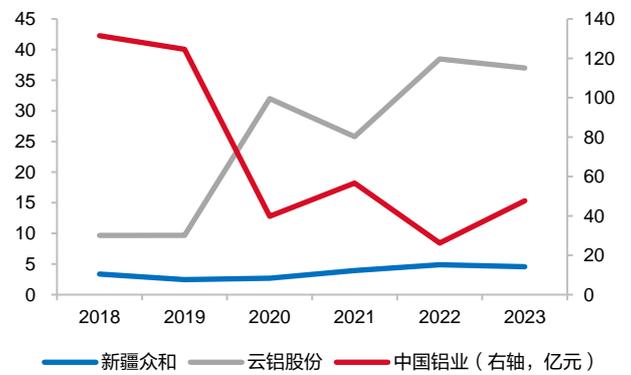
重点公司新增在建工程增速减缓，中国铝业2023年新增在建项目资本开支较2018年下降64%，但云铝股份在建项目数额增幅较大，较2018年增加282%。公司在2020年后在建项目基本维持在每年30亿元左右，公司后续落地项目预计将进一步增厚公司经营收入。

图45 头部铝业公司净利率 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，东海证券研究所

图46 新增在建工程资本开支 (亿元)



资料来源：同花顺 iFinD，公司年报，东海证券研究所

我国主要铝业原矿和铝制品生产大多集中在少数拥有丰厚矿山资源的龙头公司，例如中国铝业、天山铝业、云铝股份和新疆众和等。

我国头部公司主营业务分布相对集中，中国铝业和云铝股份等公司是主要的铝土矿、氧化铝和精炼铝生产商，根据同花顺数据，2023年中国铝业生产铝矿共1675.1万吨，占我国铝土矿产量的18%；电解铝679万吨，约占我国电解铝产量的5.7%，是中国最大的铝业生产公司之一；云铝股份2023年电解铝产量为240万吨，另外还有240万吨原铝。新疆众和、中国宏桥和云铝股份是我国头部的铝制品生产公司，其中中国宏桥2023年生产销售铝制品共632.8万吨。

表4 头部铝业公司产品产量 (万吨)

产品	公司	2018	2019	2020	2021	2022	2023
----	----	------	------	------	------	------	------

铝矿	中国铝业	1,351.0	1,380.0	1,847.0	1,623.0	1,764.0	1,675.1
	云铝股份	140.0	151.2	--	--	140.1	142.8
电解铝和原铝	中国铝业	417.0	379.0	738.0	386.0	688.0	679.0
	云铝股份	161.0	189.9	--	--	259.7	240.0
铝制品	云铝股份	236.8	257.0	242.4	241.1	406.9	372.6
	新疆众和	23.9	23.5	23.4	25.5	27.0	27.5
	中国宏桥	49.3	62.3	566.1	570.9	608.2	632.8

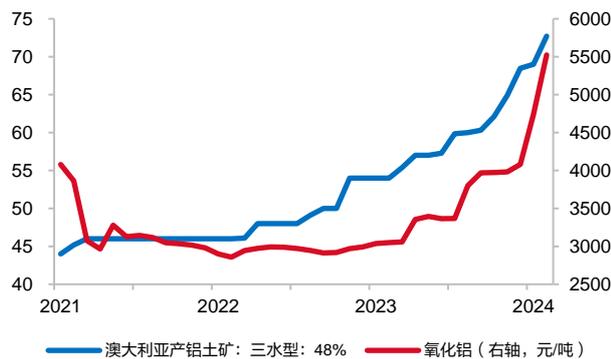
资料来源：公司年报，同花顺 iFinD，东海证券研究所

5.3.我国产能持续扩张，产能利用率逐步抬升

截至 2024 年 10 月底，我国电解铝设计年产能为 4528.85 万吨，实际产能为 4361.33 万吨，产能利用率高达 96.3%，较 2018 年初增长 20 个百分点。我国电解铝精炼设计产能在 2020 年末出现过骤降，主要原因是我国加大了环保监管力度，实行了严格的电解铝产能置换政策，即新增产能必须通过淘汰等量或更大量的旧产能来实现，限制了新建项目的推进速度和规模。但是我国实际电解铝产能和产量均稳步上升。

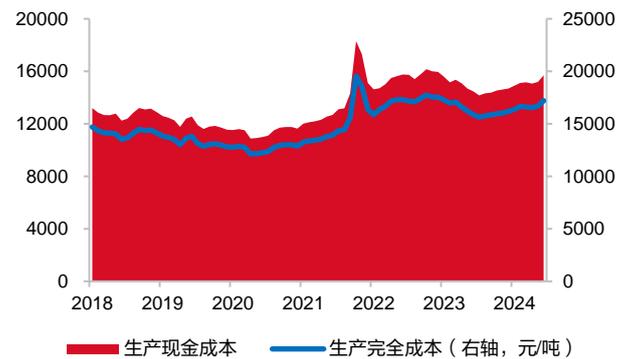
2024 年中，我国电解铝生产的完全成本约为 17899 元/吨，较 2024 年初增长 9.2%。电解铝的生产成本走高，降低了部分精炼企业的盈利水平。主要原因是原材料价格的持续上涨，截至 11 月，氧化铝和铝土矿价格同比分别上涨了 81%和 35%。

图47 中国铝土矿氧化铝价格（元/吨，美元/干吨）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图48 中国电解铝生产成本（元/吨）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

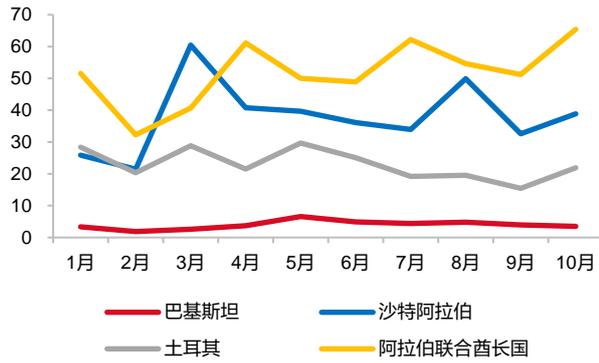
5.4.铝产品出口持续向好，未来需求有望扩张

5.4.1.我国对中东出口能力持续扩张，车辆零部件及铝制品出口逐步增加

2024 年，在“一带一路”的框架下中国与中东国家的物流和贸易联系更加紧密，我国针对中东部分国家产品出口总额逐步增加。其中车辆、航空器、船舶等运输器设备及其零部件等，今年以来总金额增幅较大。

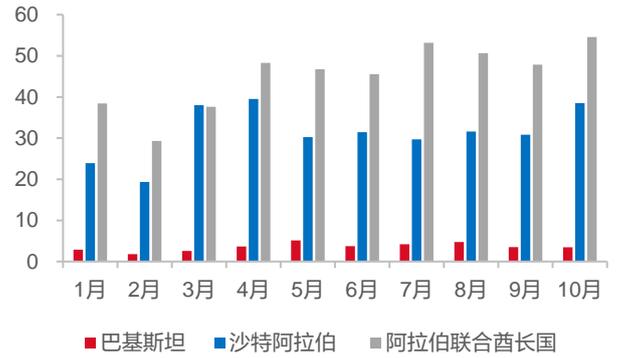
10 月中国出口沙特阿拉伯车辆、航空器、船舶及运输设备 38.9 亿元，环比上升 19%，同比增长 35%，出口阿拉伯联合酋长国总金额环比增加 28%，同比上升 85%。其中铝及其制品增幅最明显，我国出口沙特阿拉伯金属铝及其制品总值共 351.3 亿元，环比上升 36.6%，增幅约为 100 亿元，同比增速约为 72%。在部分中东国家中，沙特阿拉伯是我国出口铝制品金额最大的国家之一。10 月出口阿拉伯联合酋长国的铝及其制品总值为 408.9 亿元，较 9 月环比上升 4.8%；出口土耳其金额为 248.69 亿元。较 2023 年同期，我国出口中东部分国家的含铝制品的总金额明显增多。

图49 中国车辆及运输设备部分出口金额（亿元）



资料来源：中国海关总署，东海证券研究所

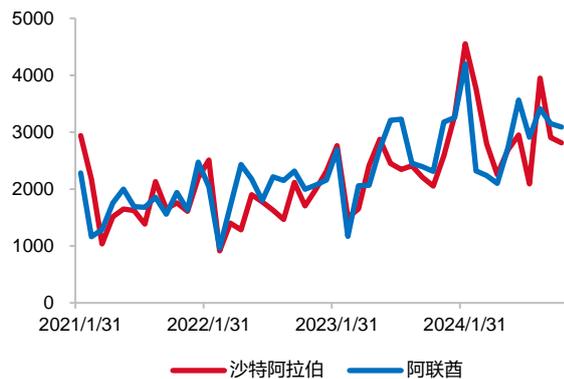
图50 中国车辆及其零部件出口（亿元）



资料来源：中国海关总署，东海证券研究所

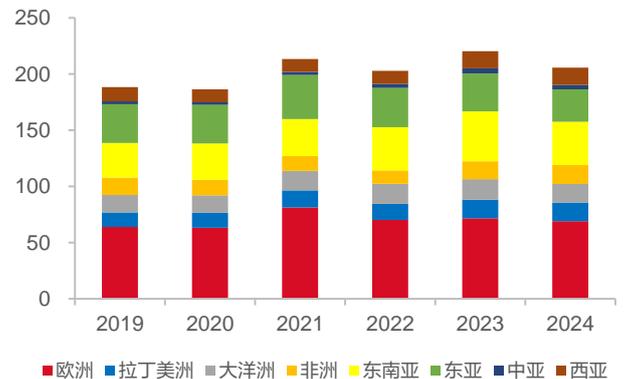
2024年，我国1至10月铝制品出口总量约为266.2万吨，其中西亚出口数量占比为6%、中亚占比约为2%，较2023年比重均略有提升。10月，我国出口西亚和中亚的铝制品分别为1.6万吨和0.48万吨，其中沙特阿拉伯和阿联酋的出口数量变化较为明显，10月出口数量分别为2811.75吨和3091.43吨，较2023年同期均同比上升35%左右。

图51 中国出口部分国家铝制品数量（万吨）



资料来源：中国海关总署，东海证券研究所

图52 中国铝制品出口总量（万吨）



资料来源：中国海关总署，东海证券研究所

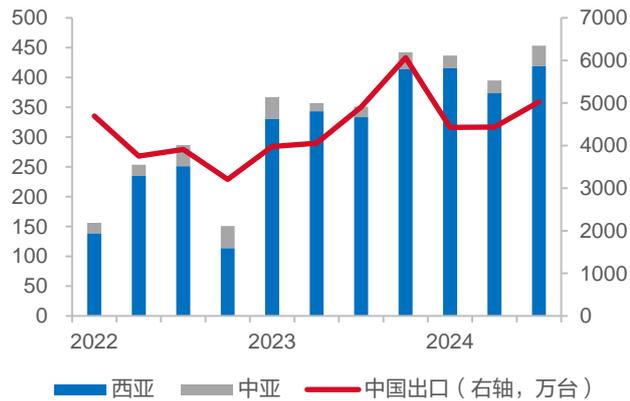
5.4.2.电子产品出口端走强，铝制品需求或迎回暖

电子产品作为重要的出口商品显著受益，中国与部分中东国家的自贸协议谈判或优惠政策降低了关税和非关税壁垒，促进了电子产品贸易。截至2024年第三季度，以智能手机为代表的电子产品，对于西亚国家出口量达到了418.99万台，占中国智能手机出口总数的8.3%，较去年同期增长26%。

2024年，我国白色家电产量增速总体下滑，整体需求端缩减，第三季度产量增速最快的白色家电是洗衣机，增速为10.2%。出口端增速虽略有减缓，但始终保持同比10%以上的增速，其中空调第三季度出口总量增速达到38.2%。

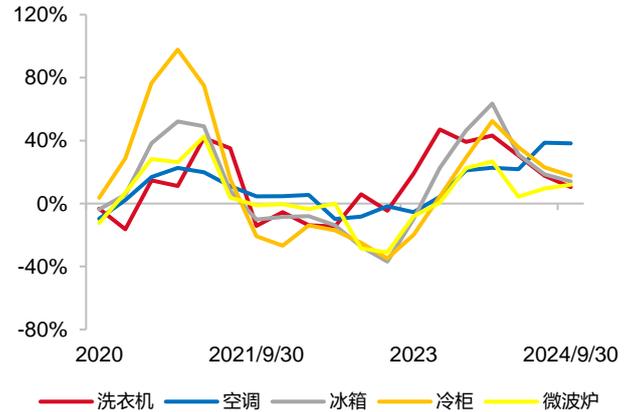
白色家电和电子产品的出口端出现回暖迹象，弥补了国内消费需求端不足的现状。我国和中东新订单有望持续推进金属铝消费水平，未来下游需求空间持续扩张。

图53 中国智能手机出口数量（万台）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图54 中国部分白色家电出口数量同比变化（%）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

5.5.出口退税政策调整，加快绿色产业升级，支持双碳目标

2024年11月15日，我国财政部国家税务总局关于调整出口退税政策的公告。取消出口退税政策：自2024年12月1日起，铝材、铜材，以及部分化学改性的动植物油等产品的出口退税政策被取消；下调部分退税率：光伏产品、电池、部分非金属矿物制品和成品油的出口退税率从原来的13%降低至9%。

表5 我国财政部国家税务总局关于调整出口退税政策

商品代码	具体措施
76042100	铝合金制空心异型材
7604291010	柱形实心体铝合金(在293K(20摄氏度)时的极限抗拉强度能达到460兆帕(0.46×10 ⁹ 牛顿/平方米)或更大)
76042990	其他铝合金制型材、异型材
76061121	非合金铝制铝塑复合矩形板、片及带(包括正方形)(0.3mm≤厚度≤0.36mm)
76061129	其他非合金铝制矩形板、片及带(包括正方形)(0.3mm≤厚度≤0.36mm)
76061191	0.2mm<厚<0.3mm 或厚>0.36mm 非合金铝制铝塑复合矩形板、片及带(包括正方形)
76061199	0.2mm<厚<0.3mm 或厚>0.36mm 非合金铝制矩形其他板、片及带(包括正方形)
76061220	铝合金制矩形的薄板、片及带(包括正方形)(薄板指0.2mm<厚度<0.28mm)
76061230	铝合金制矩形的中厚板、片及带(包括正方形)(中厚板指0.28mm≤厚度≤0.35mm)
76061251	0.35mm<厚度≤4mm 铝合金制铝塑复合的矩形厚板、片及带
76061259	其他0.35mm<厚度≤4mm 铝合金制矩形厚板、片及带(包括正方形)
76061290	厚度>4mm 铝合金制矩形的厚板、片及带(包括正方形)
76069100	非合金铝制非矩形的板、片及带(厚度>0.2mm)
76069200	铝合金制非矩形的板、片及带(厚度>0.2mm)
76071110	轧制后未进一步加工的无衬背铝箔(厚度≤0.007mm)

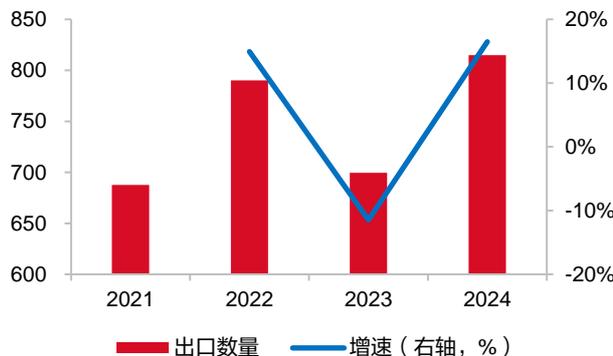
76071120	轧制后未进一步加工的无衬背铝箔(0.007mm<厚度≤0.01mm)
76071190	轧制后未进一步加工的无衬背铝箔(0.01mm<厚度≤0.2mm)
76071900	其他无衬背铝箔(厚度≤0.2mm)
76072000	有衬背铝箔(厚度≤0.2mm)
76081000	纯铝管
76082010	外径不超过 10 厘米的铝合金管
76082091	外径超过 10 厘米壁厚不超过 25 毫米铝合金管
76082099	其他铝合金管
76090000	铝制管子附件

资料来源：国家税务总局，东海证券研究所

本次退税政策几乎涉及大部分金属铝产品，出口种类包括但不限于易拉罐料、建材和其他型材。2023 年我国铝出口金额共 349.09 亿美元，出口数量约为 848.83 万吨。2024 年 10 月以来，出口数量共 814.83 万吨，较 2023 年前十个月总量同比增加 16.5%，今年金属铝出口形势优化，出口数量和金额均呈现增长趋势。

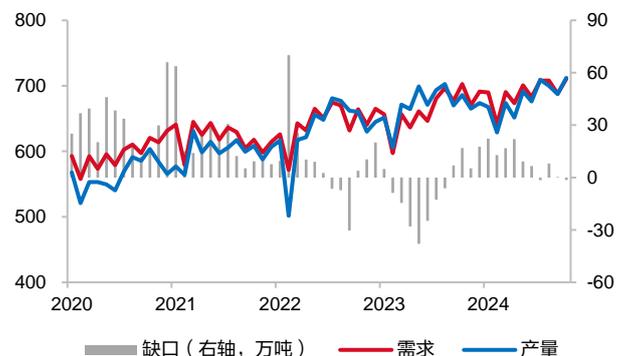
我国氧化铝需求消费缺口逐步缩小，截至 2024 年 10 月，氧化铝消费和需求差额为-1.43 吨，氧化铝行业产能过剩，叠加铝矿价格上涨，使电解铝企业承压过大，本次税率调整旨在优化产业结构，减少对高污染、高耗能产品的依赖，推动绿色转型，鼓励企业生产高附加值，深加工产品。

图55 2021-2024 前 10 月铝出口数量及增速（万吨，%）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图56 中国部分白色家电出口数量同比变化（%）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

6. 投资建议

由于我国重新修订铝工业发展规划和政策，为遏制电解铝违规建设、盲目投资的现象发生，未来电解铝新项目推进建设的审核流程将进一步升级。叠加我国实施阶梯电价政策，电解铝生产总成本逐渐增高，同时鼓励电解铝企业向可再生能源转型。因此推荐关注上游铝矿资源较为丰富，生产成本具有优势头部的企业，如：中国铝业、天山铝业、云铝股份、新疆众和等。

7. 风险提示

全球经济持续萎靡状态，国内房地产行业低迷，金属铝需求增速下滑，国内精炼铝产能过剩。下游地产、建筑、基建等行业不断降温；

全球铝矿短期供给减少，部分主要铝土矿生产国的政治和经济不稳定可能导致供应中断，资源枯竭和开采难度增加也是潜在的风险。

地缘政治紧张局势或冲突可能导致铝矿生产地区的不稳定，国家间的贸易摩擦导致全球贸易不确定性增加，可能影响全球铝供应。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师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,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200125

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089