

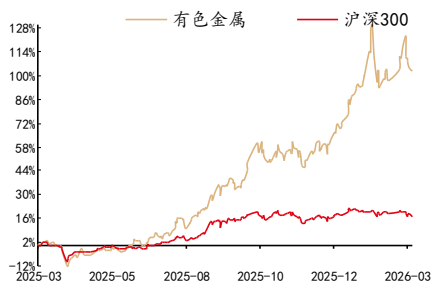
行业投资评级

强于大市 | 维持

行业基本情况

收盘点位	9858.96
52 周最高	11180.33
52 周最低	4295.55

行业相对指数表现（相对值）



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师: 李帅华
SAC 登记编号: S1340522060001
Email: lishuaihua@cnpsec.com
分析师: 魏欣
SAC 登记编号: S1340524070001
Email: weixin@cnpsec.com

近期研究报告

《中东冲突有望提振贵金属、铝、钨等价格中枢》 - 2026. 03. 09

中东地缘冲突加剧铝供应链风险

● 投资要点

事件：3 月以来，中东地缘冲突对铝的原料供应和产品运输造成较大影响。

电解铝：停产+中断运输，铝价看涨。卡塔尔 Qatalum 铝厂名义原铝年产能为 63.6 万吨，因天然气断供被迫全面停产，3 月底前完成，全面停产后复产需 3-6 个月。巴林 Alba 铝业年产能约 160 万吨，占全球电解铝产能 2%，因霍尔木兹海峡航道受阻宣告遭遇不可抗力停止运输。从整体区域供给格局看，中东六国（伊朗、沙特、阿联酋、巴林、卡塔尔、阿曼）合计 705 万吨，2025 年产量 692.7 万吨，占全球电解铝产量 9%，基本都处于地缘冲突的核心区域，未来或有可能陆续受到影响。

氧化铝：短期成本抬升+反内卷，长期需求或受冲击。中东地区氧化铝建成产能为 455 万吨/年，产量为 449.2 万吨/年，其中仅沙特具备自给能力，其他国家依赖进口，如霍尔木兹海峡持续中断，未来一个月电解铝厂也将因原料短缺而受影响，整体影响氧化铝需求总量和结构。短期看，氧化铝运输成本受海运运费上涨影响有所抬升，此外 2026 年政府工作报告将“内卷式竞争”的表述从去年的“综合整治”升级为“深入整治”，氧化铝作为典型的上游过剩行业，限制政策有望加强。

全球吨铝用电成本上升。西欧、南欧部分国家依赖天然气发电生产电解铝，是全球电解铝成本最高的区域之一。中东冲突以来，天然气价格暴涨，以 50-60 欧元/MWh 的天然气价格计算，吨电解铝电力成本上涨至 1470-1764 美元/吨，显著高于前期 600-900 美元/吨的水平。中东地区电解铝电力成本相对较低，折算每吨铝电力成本 300 美元/吨。但以 Qatalum 铝厂停产为例，中东地区吨铝电力成本同样承受巨大压力。预计即便后续中东局势有所缓和，只要霍尔木兹海峡在航运与保险方面的风险溢价维持在相对高位，中东作为全球低成本供应中心的有效产能均将有所降低。这意味着中东超低成本产能的边际优势在相当长时期内可能减弱，与其他地区电价上升、AI 与新能源对电力需求增加等因素叠加，有望推动未来几年全球铝价成本中枢温和上移。

库存：短期累库，预计 4 月开始去库。库存方面，全球电解铝库存处于近三年高位，主要由于国内电解铝库存累库导致，其中社会库存较 2 月初累库 41.69 万吨，上期所期货库存较 2 月初累库 17.92 万吨。累库主要由于高铝价下，下游加工企业订单不足，减少长单铝水采购，铝水被迫转铸铝锭，叠加春节假期影响，下游开工率未能恢复，需求短期承压。预计 3 月中旬后复工逐步加速，累库速度将放缓，4 月

有望进入去库周期。

观点：当前电解铝价格仅计价 Qatalum 铝厂和巴林铝厂停运的短期影响，如冲突继续，天然气发电成本上移叠加原料短缺，铝价有望到 3w/吨，如冲突有条件平息，铝股仍具备分红等安全边际，降息预期重启仍利好。

建议关注：南山铝业、神火股份、云铝股份、天山铝业、百通能源、华通线缆等。

● **风险提示：**

铝价波动风险，政策变动风险，地缘冲突风险不及预期风险等。

1 中东地缘冲突持续，关注电解铝/氧化铝投资机会

事件：3月以来，中东地缘冲突对铝的原料供应和产品运输造成较大影响，在目前全球铝供需紧平衡，库存水平偏低情况下，铝的供给体系或有可能面临系统性风险。

1.1 电解铝：停产+中断运输，供给扰动尚未完全计价。

中东地区3月以来共发生两起电解铝供应中断事件：

- (1) Qatalum 铝厂是卡塔尔能源与挪威 Hydro 各持股 50% 的合资冶炼厂，名义原铝年产能 63.6 万吨，采用燃气电站一体化模式，属于全球成本较低的边际产能之一。3月3日起，该厂在上游天然气供应中断后启动有序关停，预计3月底前完成；官方口径表示，若全面停产，完全复产可能需要6~12个月，目前尚无明确重启时间表。
- (2) 巴林 Alba 铝业年产能约 160 万吨，2024 年产量为 162.7 万吨，占全球电解铝产能约 2%，为全球单体规模最大的铝冶炼厂之一。3月4日，公司宣布其合同遭遇不可抗力，原因是霍尔木兹海峡航道受阻，无法顺畅装船发货。与 Qatalum 铝厂不同，Alba 铝业目前生产装置运行正常，问题主要来自出口物流受阻、库存滞留，短期对全年总产量影响有限，但供应安全预期已被扰动。

图表1：中东地区电解铝产能分布



资料来源：SMM，中邮证券研究所

目前仅 Qatalum 铝厂发生实质性减产,假设 3 月底完全停产,对全球电解铝供应影响在 40-50 万吨左右。

从整体区域供给格局看,中东六国(伊朗、沙特、阿联酋、巴林、卡塔尔、阿曼)合计 705 万吨,2025 年产量 692.7 万吨,占全球电解铝产量 9%,基本都处于地缘冲突的核心区域,未来或有可能陆续受到影响。

1.2 氧化铝:短期受益成本抬升+反内卷,长期需求或受冲击。

中东地区氧化铝建成产能为 455 万吨/年,产量为 449.2 万吨/年,进口需求接近 900 万吨/年,区域氧化铝自给率仅 33%,其中仅沙特具备 185 万吨/年氧化铝产能,可以完全自给,其他国家不同程度的依赖进口,氧化铝原料高度依赖外部海运补给。

据 Mysteel 调研,中东铝厂平均氧化铝库存在一个月左右,目前虽然尚未出现原料短缺的情况,但霍尔木兹海峡持续关闭,原料运输彻底中断,且当前局势暂无快速缓解迹象,中东铝厂对原料保障度的担忧增强。通常电解槽停产需前置 5 天进行准备,若在原料库存耗尽前不进行受控断电,铝液将在槽内凝固,将对生产设备造成不可逆的损害。若战事持续两周以上,考虑到运距等因素,铝厂主动压产以应对低原料库存的可能性将大幅提升,影响氧化铝需求总量和结构。

短期看,氧化铝运输成本受海运运费上涨影响有所抬升,此外 2026 年政府工作报告将“内卷式竞争”的表述从上年的“综合整治”升级为“深入整治”,氧化铝作为典型的上游过剩行业,限制政策有望加强。

图表2: 中东地区氧化铝产能及自给率



资料来源: Mysteel, 中邮证券研究所

1.3 全球吨铝电力成本上移

西欧、南欧部分国家依赖天然气发电生产电解铝，是全球电解铝成本最高的区域之一。中东冲突以来，天然气价格暴涨，欧洲 TTF 天然气期货价格一度突破 61 欧元/MWh，带动发电成本提升，以 50-60 欧元/MWh 的天然气价格计算，吨电解铝电力成本上涨至 1470-1764 美元/吨，显著高于前期 600-900 美元/吨的水平。

中东地区电解铝 100%依赖天然气发电，具备丰富的石油和天然气资源，电力成本相对较低，当地高耗能行业用电成本为 0.032 美元/度，折算每吨铝电力成本 300 美元/吨。但以 Qatalum 铝厂停产为例，中东地区吨铝电力成本同样承受巨大压力。

即便后续中东局势有所缓和，只要霍尔木兹海峡在航运与保险方面的风险溢价维持在相对高位，中东作为全球低成本供应中心的有效产能均将有所降低。这意味着中东超低成本产能的边际优势在相当长时期内可能减弱，与其他地区电价上升、AI 与新能源对电力需求增加等因素叠加，有望推动未来几年全球铝价成本中枢温和上移。

图表3：天然气价格对电解铝电力成本影响

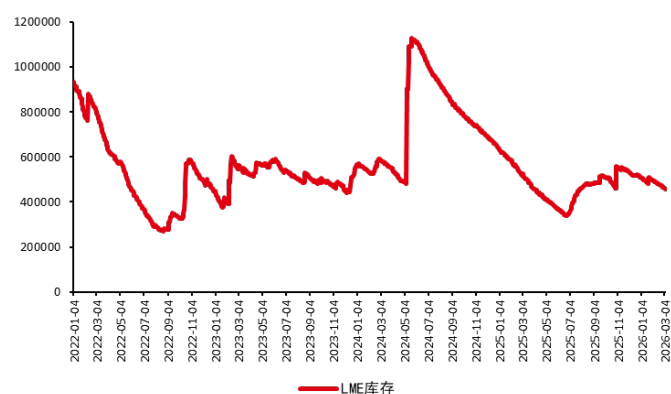
欧洲 TTF 天然气价格(欧元/MWh)	30	40	50	60	70	80	100
电厂发电成本(欧元/MWh)	55	73	91	109	127	145	182
电解铝电力成本(欧元/吨)	764	1018	1273	1527	1782	2036	2545
欧洲电解铝电力成本(美元/吨)	882	1176	1470	1764	2058	2352	2940

资料来源：SMM，中邮证券研究所

1.4 短期库存累库

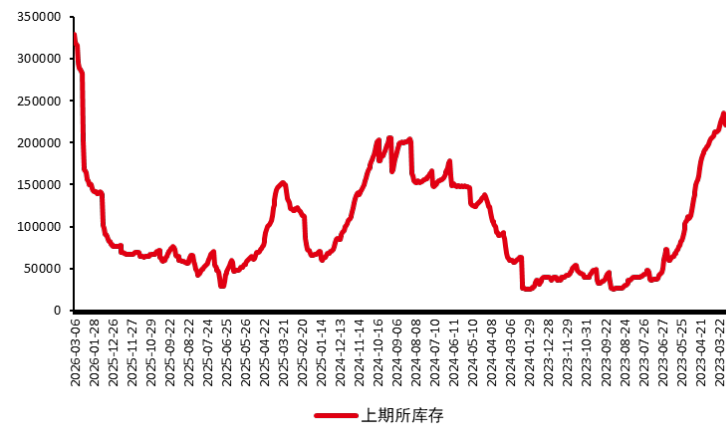
库存方面，全球电解铝库存处于近三年高位，主要由于国内电解铝库存累库导致，其中社会库存较 2 月初累库 41.69 万吨，上期所期货库存较 2 月初累库 17.92 万吨。累库主要由于高铝价下，下游加工企业订单不足，减少长单铝水采购，铝水被迫转铸铝锭，叠加春节假期影响，下游开工率未能恢复，需求短期承压。预计 3 月中旬后复工逐步加速，累库速度将放缓，4 月有望进入去库周期。

图表4: LME 库存 (吨)



资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

图表5: 上期所库存 (吨)



资料来源: 百川盈孚, 中邮证券研究所

图表6: 铝锭社会库存



资料来源: 百川盈孚, 中邮证券研究所

1.5 风险提示

铝价波动风险, 政策变动风险, 地缘冲突风险不及预期风险等。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券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。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于 2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本 61.68 亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至 2025 年 10 月底，公司在全国设有 58 家分支机构（含 29 家分公司、29 家营业部），1 家资产管理分公司和 1 家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过 260 万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投融资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编：518048