

原材料

电解铝：供应缺口将扩大并持续，即便假设伊朗战争全面结束

基于我们更新的行业模型，我们预计2026年全球电解铝供给缺口将扩大至全球需求的2%（前次测算为1.1%），即使考虑了电解铝需求因全球经济增速放缓而走弱的影响。供给短缺的主要原因是中东地区冶炼厂因伊朗战争出现重大生产中断。我们预计，中东地区产能完全恢复也可能需要长达18个月的时间，即便假设战事全面结束。我们维持预测：2026年铝价将同比上涨15%，并且在2027年仍维持高位，因供给缺口将持续存在（尽管会有所收窄）。我们认为中国宏桥（1378 HK，买入）和创新实业（2788 HK，买入）近期的股价回调提供了买入电解铝供给短缺逻辑的机会。同时，我们首次覆盖中国宏桥的主要子公司宏桥控股（002379 CH，目标价：29元人民币）并给予买入评级。

- **中东地区电解铝厂生产中断的影响。**我们预测海湾合作委员会（GCC）与伊朗的电解铝总产量将在2026年同比减少170万吨（减少的产量约占2025年全球总产量的2.3%）。我们预计2026年全球总供给将同比收缩0.8%。我们预计全球供给将于2027/28年分别同比增长3.0%/3.1%，主要受益于GCC停产产能的逐步复产以及中国以外地区（尤其是印尼）新增产能的投产。
- **全球GDP增长放缓拖累铝需求。**4月，IMF将2026年全球GDP增长预测下调了0.2个百分点，主要由于伊朗战争对全球经济增长和通胀回落进程构成负面影响。我们下调了全球铝需求预测，我们当前预计2026年全球电解铝需求将增长0.6%（前次预计为1.1%），2027/2028年将分别增长1.9%/2.1%。
- **供给缺口将在2026年扩大但于2027年收窄。**即使考虑了电解铝需求走弱，我们预计2026年电解铝行业仍将出现扩大的供给缺口，达到全球需求的2%（前次预计为1.1%）。我们预计缺口在2027年将会持续（尽管有所收窄），并为铝价提供坚实支撑。
- **首次覆盖宏桥控股，给予买入评级。**我们认为，承载着中国宏桥大部分经营性资产的宏桥控股将受益于铝价上行。我们看好宏桥控股较高的盈利弹性（铝价每变动1%，盈利变动3.3%）以及较高的潜在派息比率（我们模型假设为75%）。我们的目标价29元人民币基于2026年市盈率13.2倍，相较我们给予中国宏桥的目标估值倍数（11倍）溢价20%。该溢价水平与中国铝业（2600 HK/601600 CH，未评级）当前的A/H股溢价一致（宏桥控股首次覆盖报告[链接](#)）。

优于大市
(维持)

中国原材料行业

冯键嵘, CFA

(852) 3900 0826
waynefung@cmbi.com.hk

张嘉杰

(852) 3900 0849
jakezhang@cmbi.com.hk

相关报告：

Aluminium - A prolonged supply deficit even assuming the end of Iran war – 12 May 2026 ([link](#))

Hongqiao Holdings (002379 CH) - High earnings sensitivity to aluminium price, high dividend payout; initiate with BUY – 12 May 2026 ([link](#))

China Hongqiao (1378 HK) – Major subsidiary's 1Q26 profit +38% YoY; in line with expectations – 27 Apr 2026 ([link](#))

China Hongqiao (1378 HK) – 2025 core profit in-line; Supply disruption to drive ASP in 2026E – 22 Mar 2026 ([link](#))

Chuangxin Industries (2788 HK) – Takeaways from post-results meeting – 20 Mar 2026 ([link](#))

Chuangxin Industries (2788 HK) – 2025 profit +33% YoY; surprising dividend – 18 Mar 2026 ([link](#))

Production cut in Qatar to further increase supply risks; +ve to aluminium price – 4 Mar 2026 ([link](#))

Potential supply disruption in the Middle East will support the aluminium price – 2 Mar 2026 ([link](#))

Aluminium price to be fuelled by tight supply throughout 2026 – 4 Feb 2026 ([link](#))

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去 12 个月内与本报内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。