

## 外部风险可控，聚焦三条景气主线

——中信建投策略周思考 20260426

### 核心观点

美伊谈判目前陷入反复拉扯的僵局，油价波动加剧重回 105 美元上方。虽然会构成持续的市场扰动因子，但局势失控并剧烈恶化的尾部风险相对有限，同时 A 股也对地缘恐慌有所脱敏。AI 算力板块业绩出现一定扰动，但横向来看仍属于稀缺的高景气方向。财报答卷交出后的市场表现，也反映了 AI 算力产业从“主题概念”向“业绩兑现”阶段过渡的特征。在景气稀缺的环境下，市场资金选择向高景气赛道集中。整体而言，当前市场正处于景气验证的关键窗口，重点关注三条逻辑主线：AI 算力板块、煤炭煤化工等能源安全板块、中游制造尤其是新能源板块。行业重点关注：AI 算力（半导体、光通信等）、油气生产、煤炭、煤化工、电力设备、机械设备等。

#### 美伊谈判反复拉扯，但恶化升级风险有限

随着临时停火协议到期，美伊展开激烈博弈，目前陷入反复拉扯的僵局，实质性的突破始终未能落地，油价波动加剧重回 105 美元上方。虽然会构成持续的市场扰动因子，但局势失控并剧烈恶化的尾部风险相对有限，尤其是美军获得国会正式战争授权、爆发大规模地面冲突的概率依然较低。与此同时，A 股对地缘恐慌有所脱敏，彰显出一定韧性。

#### 宏观结构性复苏，高景气仍然稀缺

宏观经济层面，国内经济基本面一季度稳中向好，结构性特征显著，新旧动能转换的趋势持续深化，以人工智能、新能源、高端装备为代表的新质生产力板块高增，成为拉动增长的核心引擎，出口结构也向高附加值产品倾斜。产业层面，近期 AI 算力板块业绩出现一定扰动，但横向来看仍属于稀缺的高景气方向。与此同时，财报答卷交出后的市场表现，也反映了 AI 算力产业从“主题概念”向“业绩兑现”阶段过渡的特征。在景气稀缺的环境下，市场资金选择向高景气赛道集中。

#### 景气验证关键窗口关注三条主线

当前市场正处于景气验证的关键窗口，关注三条逻辑主线：

- 1) AI 算力板块，虽因短期成本扰动与投入前置导致部分公司一季度业绩不及预期，但在宏观流动性充裕与产业智能化浪潮下，其高成长性与稀缺性依然无可替代，短期估值消化后有望重拾升势；
- 2) 煤炭与煤化工等能源安全板块，在地缘政治不确定性犹存的背景下，短期仍受供给约束与避险情绪催化，加之国际油价高位运行，煤化工路线的成本优势有望逐步兑现业绩；
- 3) 中游制造尤其是新能源板块，高油价或重塑全球制造业格局，中国制造业有望成为长期赢家。

**风险提示：政策落地不及预期；中东地缘局势恶化风险；美股波动超预期。**

## 投资策略

夏凡捷

xiafanjie@csc.com.cn

021-68821600

SAC 编号:S1440521120005

李家俊

lijiajunbj@csc.com.cn

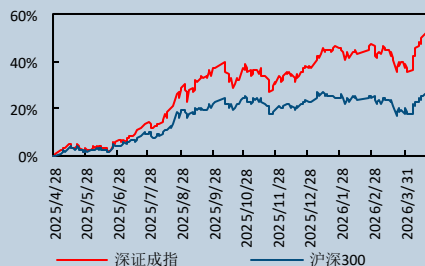
SAC 编号:S1440522070004

发布日期：2026 年 04 月 26 日

#### 上证指数走势图



#### 深证成指走势图



## 目录

|    |                          |   |
|----|--------------------------|---|
| 一、 | 美伊谈判反复拉扯，但恶化升级风险有限 ..... | 1 |
| 二、 | 宏观结构性复苏，高景气仍然稀缺.....     | 2 |
| 三、 | 景气验证关键窗口关注三条主线 .....     | 5 |
|    | AI 算力板块 .....            | 5 |
|    | 煤炭与煤化工等能源安全板块 .....      | 6 |
|    | 中游制造尤其是新能源板块.....        | 7 |
|    | 风险分析.....                | 8 |

## 一、美伊谈判反复拉扯，但恶化升级风险有限

本周美伊双方围绕为期两周的临时停火协议到期展开激烈博弈。随着停火协议于 4 月 22 日到期，局势处于一触即发的临界点。美国一方面释放谈判信号，副总统万斯赴巴基斯坦筹备第二轮谈判，白宫称双方正处于达成协议边缘；另一方面强化军事施压，维持对伊朗港口的海上封锁，并在停火到期后宣布新一轮制裁，针对 14 家协助伊朗获取武器的实体。伊朗则态度强硬，明确拒绝参加第二轮谈判，指责美国违反停火协议、封锁港口是战争行为，同时加速军事动员，强硬派全面掌权后军事部署全面升级。

**美伊谈判目前陷入反复拉扯的僵局。**尽管 4 月中旬双方曾一度释放接近达成框架协议的积极信号，市场情绪随之短暂回暖，但实质性的突破始终未能落地，核心障碍在于双方在核问题、霍尔木兹海峡控制权、战争赔偿及停火安排等关键议题上的立场存在结构性分歧。市场对此反应敏感，油价波动加剧重回 105 美元上方，投资者在缓和预期与再度紧张之间反复摇摆。

**局势进一步剧烈恶化升级的风险有限。**尽管美国近期在波斯湾及周边海域集结了包括十余艘军舰及数万名美军的庞大军事力量，展现出强硬的威慑姿态，但获得国会正式战争授权、爆发大规模地面冲突的概率依然较低。从美国国内政治生态来看，国会两党对于卷入另一场中东长期地面战争普遍持谨慎甚至反对态度，立法层面难以通过正式的战争授权决议，这从根本上限制了军事行动升级为全面战争的法律基础；从战略成本考量，美军当前的部署更侧重于极限施压与海上封锁，旨在通过切断伊朗石油出口命脉迫使其回到谈判桌，而非寻求代价高昂的政权更迭或地面占领。因此当前地缘局势更可能呈现为“高强度对峙、低概率热战”的僵持状态，虽然会构成持续的市场扰动因子，但局势失控并剧烈恶化的尾部风险相对有限。

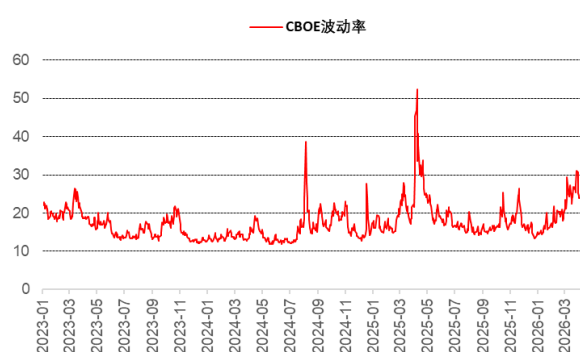
**与此同时，A 股对地缘恐慌有所脱敏，彰显出一定韧性。**A 股经受住了前期油价和市场情绪的剧烈冲击，迅速通过内部逻辑消化了地缘溢价，并未出现系统性恐慌或趋势性崩盘，当前的定价核心已更多回归国内基本面与政策预期，对外部地缘噪音的敏感度边际递减，具备在动荡环境中保持相对稳定的能力。

图表 1: 布伦特原油期货价格（美元/桶）



数据来源: Wind, 中信建投证券

图表 2: VIX 指数



数据来源: Wind, 中信建投证券

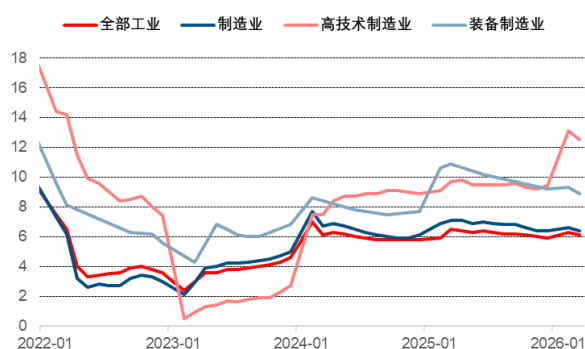
## 二、宏观结构性复苏，高景气仍然稀缺

我们在 2026 年度策略报告《慢牛新征程：博弈当下，布局未来》中强调，随着前期信心重估以及资金流入带来的拔估值过程将近完成，牛市下半场将进入景气验证关键期，需密切关注通胀回暖经济改善情况以及科技行业景气度的业绩验证。

宏观经济层面，国内经济基本面一季度稳中向好，结构性特征显著。从总量维度看，在宏观政策靠前发力与内生动能逐步修复的双重驱动下，一季度实现 5% 的 GDP 增速，略超市场预期，奠定了宏观基本面的稳定基调。与此同时，新旧动能转换的趋势持续深化，以人工智能、新能源、高端装备为代表的新质生产力板块高增，成为拉动增长的核心引擎，出口结构也向高附加值产品倾斜。

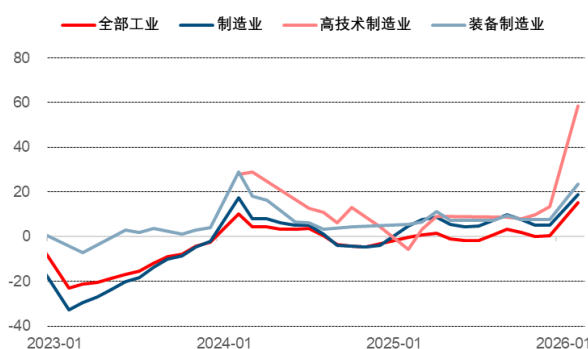
从具体数据来看，装备制造业方面，1-3 月工业增加值累计同比增长 8.9%，1-2 月利润总额累计同比增长 23.5%；高技术制造业方面，1-3 月工业增加值累计同比增长 12.5%，1-2 月利润总额累计同比增长 58.7%。

图表 3: 工业增加值:规模以上工业企业:累计同比(%)



数据来源: Wind, 中信建投证券

图表 4: 利润总额:规模以上工业企业:累计同比(%)

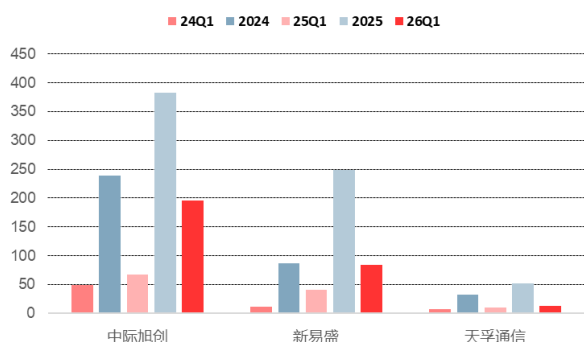


数据来源: Wind, 中信建投证券

产业层面，近期 AI 算力板块业绩出现一定扰动，但仍属于稀缺的高景气方向。2026 年一季度 AI 算力板块尤其是光模块部分公司业绩低于市场预期，尽管营收端受益于 AI 需求爆发保持增长，但上游原材料价格大幅上涨、高端产能紧缺导致的采购成本攀升，侵蚀短期利润空间；与此同时，多数公司为卡位 AI 赛道，在一季度加大了研发投入、人才引进及产能建设力度，超前资本开支带来折旧摊销增加，相关费用集中确认但尚未形成规模收入，战略性投入前置导致费用率短期抬升。

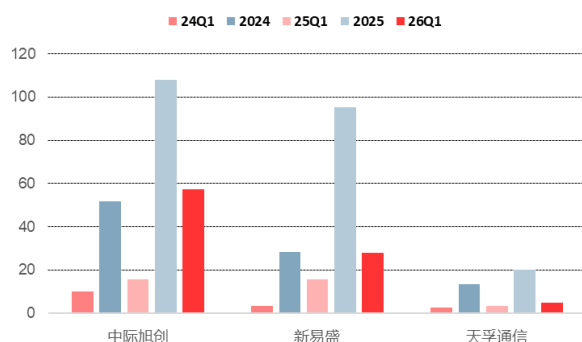
短期而言，虽然部分公司业绩低于预期，但横向来看仍然属于业绩增长动能最为强劲的板块之一，随着规模效应释放、产品结构优化，盈利能力具备修复空间；与此同时，财报答卷交出后的市场表现，也反映了 AI 算力产业从“主题概念”向“业绩兑现”阶段过渡的特征；长期而言，具备核心技术壁垒、产能保障充足、成本控制优异的龙头企业，仍有潜力实现超预期增长。

图表 5: 营业总收入 (亿元)



数据来源: Wind, 中信建投证券

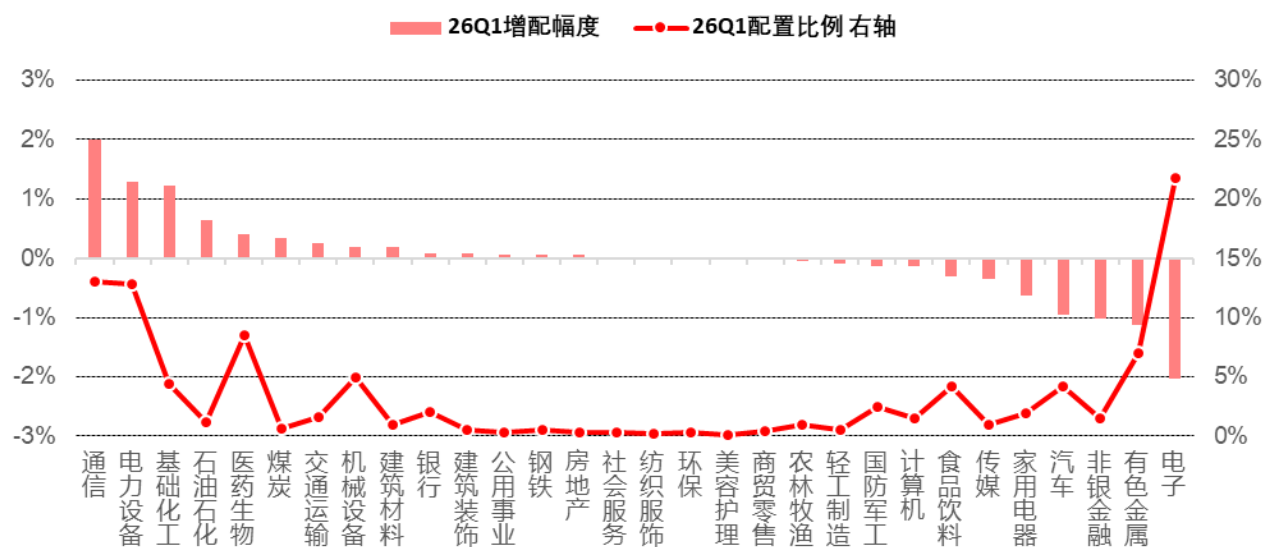
图表 6: 归母净利润 (亿元)



数据来源: Wind, 中信建投证券

在景气稀缺的环境下,市场资金选择向高景气赛道集中。2026 年一季度,主动权益基金对通信、电力设备、基础化工等行业出现了较明显的增配行为。4 月 7 日以来,A 股成交额从 1.5 万亿修复至 2.5 万亿的水平,与此同时两融资金净流入超过 1400 亿元,其中电子行业超过 500 亿元,通信行业超过 200 亿元,电力设备、有色金属、机械设备也均超过 100 亿元。

图表 7: 主动权益基金行业配置比例和增配幅度 (2026Q1)



数据来源: Wind, 中信建投证券

图表 8: A 股成交额



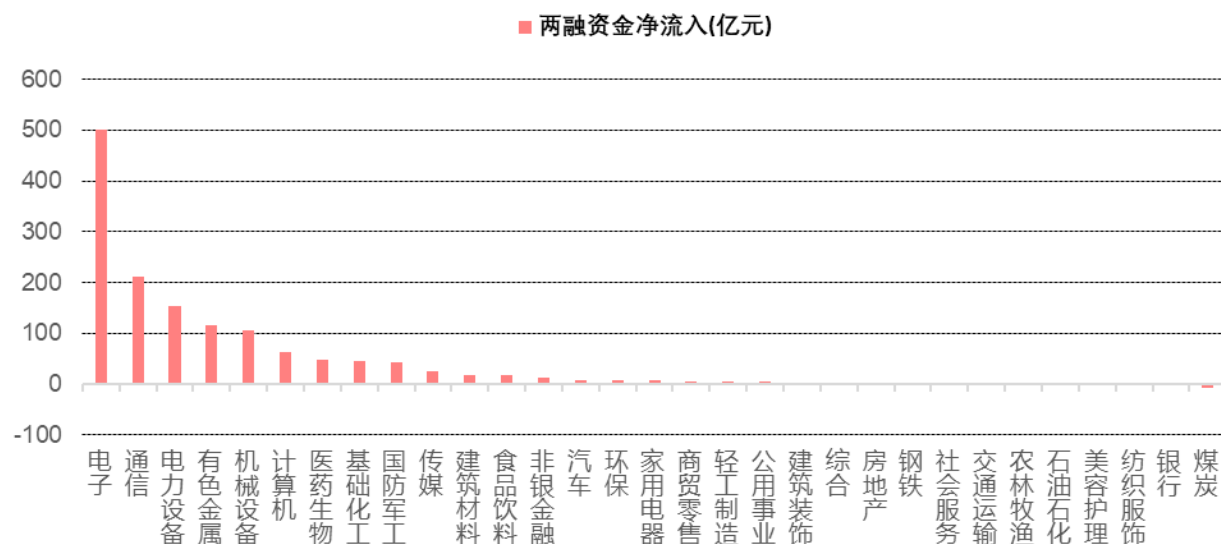
数据来源: Wind, 中信建投证券

图表 9: 两融资金余额



数据来源: Wind, 中信建投证券

图表 10: 两融资金行业净流入 (4月 7-23 日)



数据来源: Wind, 中信建投证券

### 三、景气验证关键窗口关注三条主线

当前市场正处于景气验证的关键窗口，关注三条逻辑主线：

- 1) AI 算力板块，虽因短期成本扰动与投入前置导致部分公司一季度业绩不及预期，但在宏观流动性充裕与产业智能化浪潮下，其高成长性与稀缺性依然无可替代，短期估值消化后有望重拾升势；
- 2) 煤炭与煤化工等能源安全板块，在地缘政治不确定性犹存的背景下，短期仍受供给约束与避险情绪催化，加之国际油价高位运行，煤化工路线的成本优势有望逐步兑现业绩；
- 3) 中游制造尤其是新能源板块，高油价或重塑全球制造业格局，中国制造业有望成为长期赢家。

#### AI 算力板块

AI 算力板块仍属于稀缺的高景气方向。尽管部分 AI 算力公司因上游原材料成本波动及研发产能等战略性投入前置，导致一季度业绩暂时不及市场预期，但这种短期扰动并未改变其长期高成长的底层逻辑。在宏观流动性保持充裕以及全球产业智能化浪潮加速推进的双重背景下，AI 算力作为数字经济时代的“基础设施”，其资产稀缺性与战略价值依然无可替代。市场对于短期业绩波动的反应，更多应被视为估值消化与清洗浮筹的过程，一旦成本压力边际缓解或规模效应开始显现，板块有望重拾升势，回归由基本面驱动的主线行情。

全球半导体行业的强劲表现也为算力板块的景气度提供了有力佐证。费城半导体指数作为全球科技股的风向标，近期表现持续亮眼，不断刷新高位，这不仅反映了国际资本对硬科技赛道的信心，也有望通过映射效应提振国内算力产业链的风险偏好。这一现象的背后支撑是全球半导体销售额数据持续走强，从时间和幅度来看均已超越历史周期，这意味着 AI 已成为半导体行业最确定的增长主线，其影响力远超传统消费电子周期。

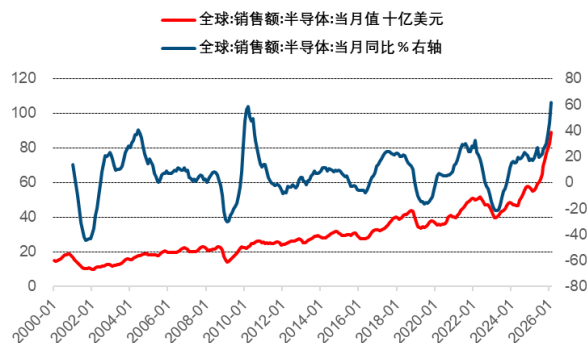
与此同时，AI 产业重磅催化事件持续密集落地，从基本面与情绪面双重维度重塑市场格局。腾讯阿里被曝竞投 DeepSeek，估值超过 200 亿美元，不仅验证了大模型商业化落地的加速，更意味着巨头资本开支将向核心算力环节倾斜；而 DeepSeek-V4 正式上线并深度适配国产芯片，则直接打开了国产 AI 芯片的替代空间与增量市场。这种由产业巨头背书与技术突破共同驱动的行市，有望进一步夯实算力板块的景气验证和业绩兑现，确立其作为市场核心主线的地位。

图表 11: 费城半导体指数



数据来源: Wind, 中信建投证券

图表 12: 全球半导体销售额和同比增速

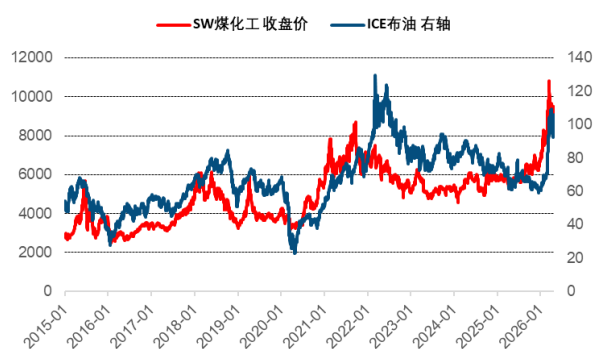


数据来源: Wind, 中信建投证券

## 煤炭与煤化工等能源安全板块

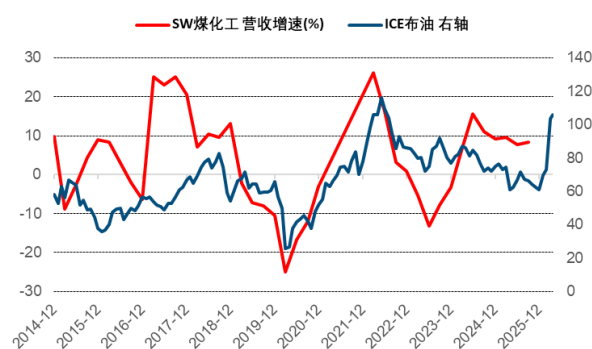
石油天然气制造是上游最确定性受益方向。与全球性的油气供给困难不同的是，在“富煤贫油少气”的资源禀赋下，我国煤炭供给充足，煤炭构成能源安全压舱石。中国的煤化工资产可以在石油的原料用途上对它进行替代，缓解其因为战争动乱带来的紧缺问题。煤化工通过煤制油、煤制气实现能源替代，在油气进口受阻时可提供应急保障，原油供给端的不确定性将长期支撑油气价格中枢上移，显著拉大煤化工相较油头工艺的成本优势，煤炭作为能源与化工上游核心原料，直接受益于能源价格上行，盈利确定性突出。

图表 13: 煤化工板块市场表现和国际油价



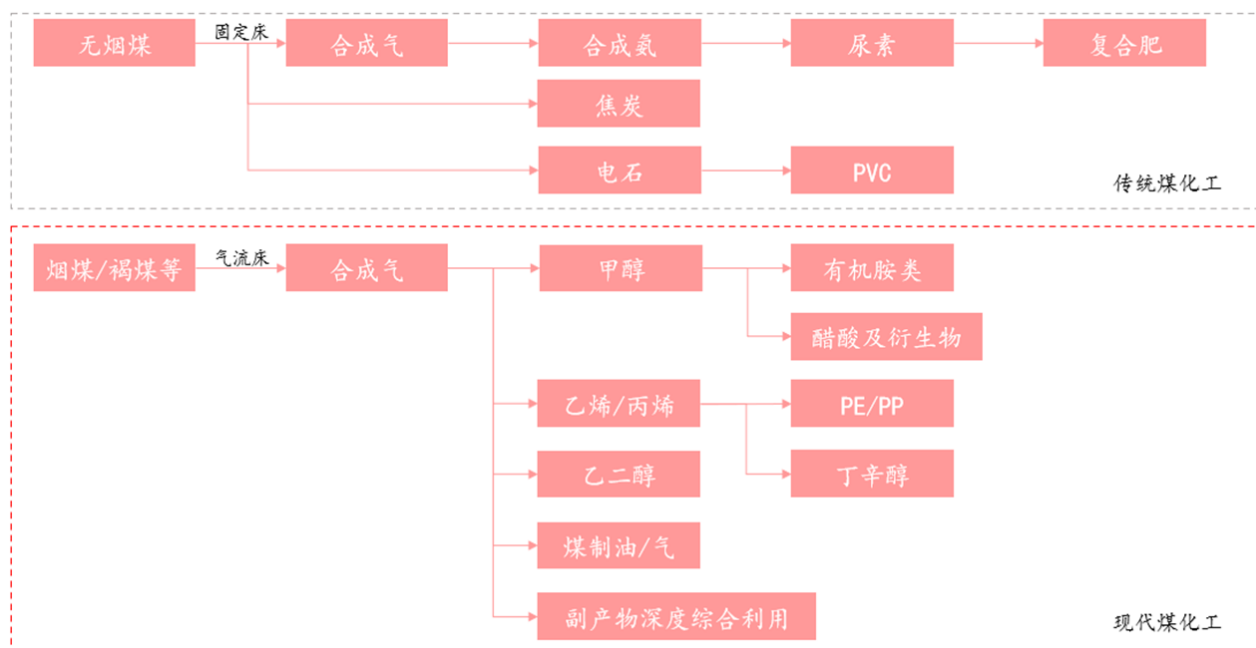
数据来源: Wind, 中信建投证券

图表 14: 煤化工板块营收增速和国际油价



数据来源: Wind, 中信建投证券

图表 15: 传统煤化工与现代煤化工产业链



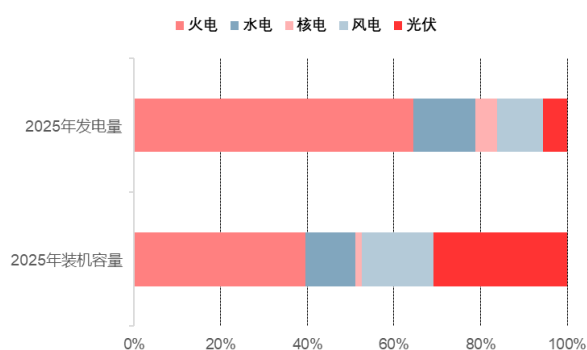
数据来源: 中信建投证券

## 中游制造尤其是新能源板块

高油价或重塑全球制造业格局，中国制造从“成本劣势”逆转为“比较优势”。高企的能源价格大幅推升了传统制造业的电力与原料成本，迫使部分高耗能产能永久性退出或转移，而中国凭借完备的产业链集群、稳定的能源供给以及率先实现的技术迭代，构建了极深的护城河。特别是在新能源领域，中国企业几乎在“风光车储”每个细分领域绝对领先，有望在这一轮全球能源重构中成为长期的核心赢家。2026 年 1-3 月，中国光伏出口数量累计同比增长 38%，出口金额累计同比增长 34%，前些年间量增价跌的格局也已经明显改善。

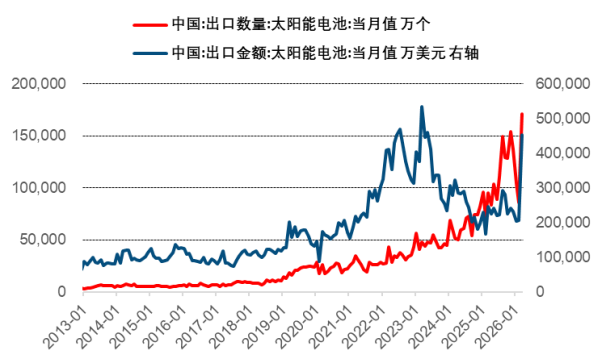
与此同时，中国正加速迈向全球核能发电领军国家。作为唯一可大规模替代火电的基荷清洁能源，核电建设具备极高的战略意义。目前中国核电装机规模约 60.9GW，位居全球第三，但与美国约 102.5GW 的存量相比仍有明显差距。根据现有的建设规划，目标到 2030 年实现 110GW 的核电装机容量，超过美国成为全球第一，若所有规划项目全部建成投产，中国核电总装机容量预计将达到 185.8GW。

图表 16: 2025 年各类型发电量和装机容量结构



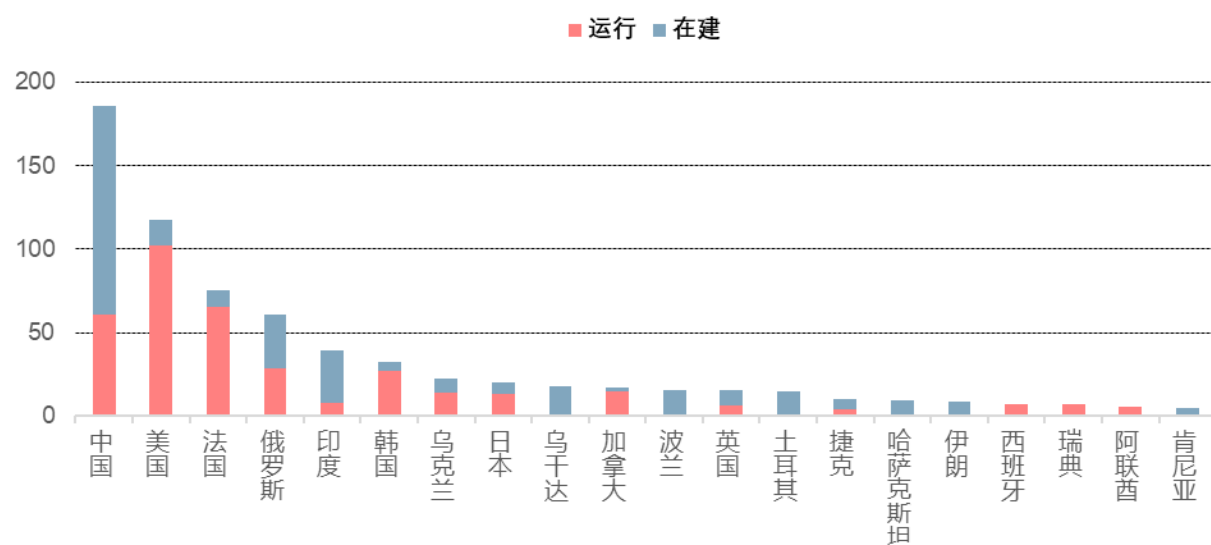
数据来源: Wind, 中信建投证券

图表 17: 中国光伏出口



数据来源: Wind, 中信建投证券

图表 18: 核电装机容量 (GW)



数据来源: Wind, 中信建投证券

## 风险分析

（1）内需支持政策效果低于预期。如果后续国内地产销售、投资等数据迟迟难以恢复，通胀持续低迷，消费未出现明显提振，企业盈利增速持续下滑，经济复苏最终证伪，那么整体市场走势将会承压，过于乐观的定价预期将会面临修正。

（2）中东地缘局势恶化风险。警惕美伊冲突进一步升级，国际油价中枢上行，增加全球通胀压力，制约国内外央行货币宽松空间，若通胀恶性演绎，可能对经济总需求造成拖累，加剧全球经济衰退风险，同时对权益市场造成冲击。

（3）美股市场波动超预期。若美国经济超预期恶化，或美联储宽松力度不及预期，可能导致美股市场出现较大波动，届时也将对国内市场情绪和风险偏好造成外溢影响。

## 分析师介绍

### 夏凡捷

投资策略团队资深策略分析师，本硕毕业于武汉大学金融工程专业，曾任安信证券高级策略分析师，长期从事市场策略、专题研究和资产配置方面的工作。新财富、水晶球、金牛奖策略分析师，Wind 金牌分析师。

### 李家俊

策略分析师，上海财经大学金融硕士，曾就职于兴业证券经济与金融研究院，2021 年加入中信建投证券研究发展部，研究领域覆盖资金面流动性、市场微观结构、机构行为与行业配置。

## 评级说明

| 投资评级标准                                                                                                                                         |      | 评级   | 说明            |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|---------------|
| 报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。 | 股票评级 | 买入   | 相对涨幅 15%以上    |
|                                                                                                                                                |      | 增持   | 相对涨幅 5%—15%   |
|                                                                                                                                                |      | 中性   | 相对涨幅-5%—5%之间  |
|                                                                                                                                                |      | 减持   | 相对跌幅 5%—15%   |
|                                                                                                                                                |      | 卖出   | 相对跌幅 15%以上    |
|                                                                                                                                                | 行业评级 | 强于大市 | 相对涨幅 10%以上    |
|                                                                                                                                                |      | 中性   | 相对涨幅-10-10%之间 |
|                                                                                                                                                |      | 弱于大市 | 相对跌幅 10%以上    |

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层  
 电话：（8610）56135088  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室  
 电话：（8621）6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼  
 电话：（86755）8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

### 中信建投（国际）

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话：（852）3465-5600