下载日志记录，仅供内部参考

华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

证券研究报告

策略月报 2026 年 9 月 6 日

【策略月报】

周期资源品现金流改善
——多行业联合红利资产 8 月报

❖ **策略：周期资源品现金流改善**

1）26Q2 全 A 非金融现金流比例环比-1pct，开支力度持续压降，净营运资本由于补库力度加大&金融类资产增持占用小幅上升。

2）现金流回报率、资本开支、净营运资本变化水平：①26Q2 一级行业现金流回报率钢铁 7.1%/石化 6.1%/煤炭 3.9%/有色 3.0%/零售 2.8%/交运 2.7%领先，26Q2 回报率环比提升较多：周期中的钢铁/石化/煤炭/有色/化工/环保，消费中的社服/轻工。②一级行业资本开支占比(CAPEX/EBITDA)：有色/化工/石化/煤炭/钢铁/轻工/电新/汽车开支占比下降。③一级行业净营运资本占比(ΔNWC/EBITDA)：公用/建筑/交运/社服/轻工/军工/环保收缩较多。

3）重点现金流资产表现：

①周期：煤炭：盈利回升&开支力度持续压降，26Q2 现金流比例 31%扩张；石化：油价高位运行改善前端盈利，开支持续压降，现金流比例 30%扩张；钢铁：盈利走平，开支充分压降，现金流比例 62%扩张；工业金属：开支力度小幅压降，盈利显著扩张，大幅补库，现金流比例 35%小幅收缩；化工：开支持续压降，盈利扩张，大幅补库，现金流比例 28%保持稳定。

②稳定：港口：开支力度低位，现金流比例 30%稳定；水电：开支力度小幅压降，现金流比例 45%稳定；高速公路：开支力度位处中枢，现金流比例 31%稳定；电信运营商：盈利小幅承压，现金流比例 32%稳定。

③消费：白电：现金管理需求持续配置金融类资产，现金流比例 17%收缩；白酒：前端盈利承压，渠道与供应链议价能力承压使得净营运资本占用放大，现金流比例 37%收缩；纺服：开支力度克制，增配金融类资产，现金流比例 29%收缩；中药：开支压降，配置金融类资产&小幅去库，现金流比例 50%回升。

4）现金流视角行业驱动改善：①环保：转向高质量发展，开支力度大幅压降，25 年以来现金流持续转正；定价机制受政府主导使得净营运资本长期占用现金。②造纸：开支力度持续压降，供需再平衡下盈利企稳回升，行业时隔两年现金流再度转正。③地产：盈利规模转负，大幅去库使得净营运资本显著收缩、现金流转正，房企利用现金优先降低杠杆率、修复其资产负债表。

❖ **金融：二季度上市银行经营景气度延续修复。**银行板块经营景气度延续回升，基本面拐点显现，险资等中长期增量资金仍将继续配置银行板块，而主动偏股型基金或将从低配回补，重视银行板块配置机会。银行股投资逻辑仍落脚于“红利防御为底、优质标的看业绩弹性”。1）高股息、低估值的特性依然是银行股的底色，特别是在无风险利率下行的背景下，银行股的类债属性将持续吸引稳健资金。2）随着息差企稳、区域信贷需求回升和非息收入增长，部分优质银行将展现出较强的业绩弹性，估值有望从 PB 逻辑向 PE 逻辑切换。我们建议 2026 年重点关注以下三条投资主线：主线一：国家信用与红利基石，以国有大行+招行为代表。主线二：息差或率先回暖、财富管理业务能够释放较大弹性、信用成本走低带动 ROE 企稳的优质股份行和城商行，这背后映射的是成本优势和风控优势。建议关注：招商银行、中信银行、平安银行、宁波银行、江苏银行、南京银行。主线三：持续受益区域政策、业绩弹性较大的城商行。建议关注：成都银行、重庆银行、杭州银行、青岛银行、渝农商行。

❖ **交运：2026 年中报聚焦：港口行业景气度较高，继续强调港口战略价值投资时代来临。**1）港口：港口战略价值投资时代来临，预计跑赢交运红利资产。继续强推招商港口：二季度业绩超预期，海外收入占比新高。目前仍破净的全球布局港口央企，拥有海外战略港口资产布局、近年积极提升分红比例，从 2019 年的 30.5%提升至 2025 年的 43%，2019-25 年业绩复合增速 8%；重点推荐唐山港：高分红优质港口标的，全国重要能源枢纽港；强推青岛港：整合优化、业绩稳健；以及推荐厦门港务受益于两岸融合，资产注入一旦完成，盈利能力、红利属性或迎双提升。关注北部湾港，未来平陆运河开通后对公司业务量促进的潜力；2）公路：我们强调公路典型红利资产配置价值。继续首推 A/H 股息率最高的四川成渝/四川成渝高速公路，我们认为公司具备业绩增长稳定性，结合高分红及“大集团、小公司”逻辑，公司为少有的具备成长潜力的优质高速资产；继续重点推荐高速公路行业市值管理典范、ROE 水平领先的皖通高速，位于交通强省、分红领先的山东高速、宁沪高速，可视为行业 ETF 增

华创证券研究所

证券分析师：姚佩
邮箱：yaopei@hcyjs.com
执业编号：S0360522120004

证券分析师：吴一凡
邮箱：wuyifan@hcyjs.com
执业编号：S0360516090002

证券分析师：徐康
电话：021-20572556
邮箱：xukang@hcyjs.com
执业编号：S0360518060005

证券分析师：欧阳予
邮箱：ouyangyu@hcyjs.com
执业编号：S0360520070001

证券分析师：韩星雨
邮箱：hanxingyu@hcyjs.com
执业编号：S0360525050001

证券分析师：单戈
邮箱：shange@hcyjs.com
执业编号：S0360522110001

证券分析师：马野
邮箱：maye@hcyjs.com
执业编号：S0360523040003

证券分析师：霍鹏浩
邮箱：huopenghao@hcyjs.com
执业编号：S0360524030001

相关研究报告

《【华创策略】杠杆&ETF 资金分化趋势逆转——流动性&交易拥挤度&投资者温度计周报》
2025-12-01

《【华创策略】自媒体 A 股搜索热度重回高位——流动性&交易拥挤度&投资者温度计周报》
2025-11-25

《【华创策略】60 日均线的机遇挑战——策略周聚焦》
2025-11-23

《【华创策略】股票型 ETF 为当前流入主力——流动性&交易拥挤度&投资者温度计周报》
2025-11-17

下载日志已记录，仅供内部参考

强的招商公路，以及低估值、存在通过企业改革经营释放活力潜力的赣粤高速；3）铁路：长久期+改革红利，推荐黄金线路资产和稀缺资源存在价格弹性潜力的京沪高铁，公告未来三年（2025-2027 年）分红比例将不低于 55%，分红比例、股息率提升。

- **食饮：白酒底部渐明，乳业周期上行。**1）白酒：底部信号逐步明朗，宜长线播种、短期把握季度右侧改善机会。Q2 酒企普遍给渠道纾压、报表压力有望进一步释放，下半年低基数下更多酒企动销及报表有望转正。全年看酒企从被动应对进入主动调整，机会在于茅台批价企稳之后，预期筑底企稳。周期节奏上，26H1 酒企主动调整、曙光微现，26H2 有望拐点渐明、渐次改善。优先推荐穿越周期的龙头茅台，战略关注经营稳中向好的五粮液、低基数下弹性品种老窖。2）大众品：底部布局优质蓝筹，龙头高股息配置价值凸显。啤酒、乳制品、肉制品等基础刚需品类需求韧性持续凸显，龙头企业依托全产业链布局、精细化运营及成熟品牌壁垒，持续收割中小品牌份额，行业集中度稳步提升，基本面逐步走出底部区间。后续若消费景气度回暖，龙头依托强经营杠杆有望释放更大的业绩修复弹性。当前建议关注两类标的：一是基本面稳健向上、行业护城河深厚的绝对龙头伊利股份、双汇发展；二是盈利拐点显现、现金流充沛且分红机制成熟的重庆啤酒。
- **家电：家电板块估值重构与白电龙头新机遇。**1）白电：国补如期延续，考虑到政策对 1/2 级能效标准产品销售的倾斜，后续对产品结构拉动有望持续兑现，看好兼具高股息+内销经营基本面延续改善的美的集团、海尔智家、海信家电。2）小家电：渠道变革+微信小店催化送礼需求，推荐关注国内小家电龙头企业苏泊尔。3）厨电&民电：主业现金牛资产稳步增长，新业务持续扩张打开新空间，持续推荐公牛集团；受益地产政策及以旧换新政策，建议关注老板电器、欧普照明。
- **地产：红利资产聚焦二手房中介和购物中心。**推荐标的：1）贝壳-W：公司为二手房中介龙头，26 年降本提效逐季释放利润。过去利润难以释放主因原有作业模式下市占率触及天花板后的无效扩张，因此公司目前面临的内卷、超级个体出走以及自媒体冲击并不会影响其核心竞争力及市占率，反而短期进行人员优化、长期重塑激励机制是必然选择。2）太古地产：典型的通过持有具有护城河的底层资产、从而获得稳定现金流的商业地产公司，且承诺分红每年保持中个位数增长率。公司公布 2026 年半年度经营数据，旗下所有购物中心零售额均实现增长，较 2025 年增速仍在改善。3）华润万象生活：轻资产商管龙头，购物中心经营稳健，在手现金流充沛，保持高派息回馈股东。2026 年上半年公司实现营收 92.17 亿元，同比增长 8.1%；归母净利润 22.39 亿元，同比增长 10.3%；核心归母净利润 22.29 亿元，同比增长 10.8%。公司整体毛利率为 38.0%，同比提升 0.9pcts，核心净利润率同比提升 0.6pcts 至 24.2%，盈利能力持续提升。
- **金属：铝红利&弹性兼备，静待旺季共振。**我们认为近期受中东反复、我国新的对外投资法案的推行等，铝供给扰动加剧，而基本面看总体平稳，淡季时期全球铝库存持续去化，全球铝库存已经逐步回落至 25 年同期下方，伴随金九银十的接近低库存或在年内逐步回归，有望对年内铝价形成支撑，全球铝价或伴随全球可用库存的消耗和铝实际紧缺的体现逐步稳定，我们建议关注铝阶段性修复。当前看电解铝标的红利属性显著，从 2026 年半年报看，铝行业盈利能力整体兑现度较好，已发布中期分红的主要铝公司分红比例高于去年同期，建议关注标的中国宏桥、宏桥控股、神火股份、天山铝业，中孚实业、创新实业、南山铝业、华通线缆。
- **公用：火电有望迎来拐点，水电配置价值凸显。**1）火电：“十五五”或迎容量电价改革，盈利稳定性改善或助力红利属性重塑。建议关注华电国际、华能国际、皖能电力、浙能电力、申能股份等。2）水电：厄尔尼诺背景下今夏电力供需矛盾或进一步加剧，目前现货电价已呈现上行趋势，水电资产或持续受益。当前板块股息率已步入性价比区间，水电红利资产防御属性或凸显。标的层面建议关注各流域的优质水电资产，如长江中上游流域长江电力、雅砻江流域国投电力及川投能源。3）核电：项目核准延续积极节奏，强化行业中长期确定性。标的层面强推中国核电，推荐中国广核。
- **风险提示：**宏观经济复苏不及预期；海外经济疲弱，可能对相关产业链及国内出口造成影响；历史经验不代表未来。

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

一、 红利资产精选组合 13
二、 红利资产交易表现 15
三、 策略：周期资源品现金流改善 21
（一） 全 A 非金融：开支力度小幅压降，增配金融类资产 21
（二） 行业现金流回报率、资本开支、净营运资本变化水平？ 23
（三） 重点行业现金流表现 27
（四） 现金流视角哪些行业驱动改善？ 38
四、 金融：二季度上市银行经营景气度延续修复 41
（一） 基本面数据跟踪 41
（二） 上市银行经营景气度延续修复 43
（三） 投资建议 47
五、 交运：2026 年中报聚焦：港口行业景气度较高，继续强调港口战略价值投资时代来临 48
（一） 基本面数据跟踪 48
（二） 投资建议 61
六、 食饮：白酒底部渐明，乳业周期上行 63
（一） 基本面数据跟踪 63
（二） 行业重点事件点评 67
（三） 投资建议 67
七、 家电：家电板块估值重构与白电龙头新机遇 69
（一） 基本面数据跟踪 69
（二） 行业重点事件点评 71
（三） 投资建议 72
八、 地产：红利资产聚焦二手房中介和购物中心 73
（一） 基本面数据跟踪 73
（二） 行业重点事件点评 75
（三） 投资建议 76
九、 金属：铝红利&弹性兼备，静待旺季共振 78
（一） 基本面数据跟踪 78
（二） 行业重点事件点评 81
（三） 投资建议 82
十、 公用：火电有望迎来拐点，水电配置价值凸显 83
（一） 基本面数据跟踪 83

下载日志已记录，仅供内部参考

（二） 行业重点事件点评 84
（三） 投资建议 85

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1 华创红利资产研究中心：稳定&质量&周期&潜在红利资产建议关注标的 12
图表 2 配置建议：8 月红利资产精选组合 13
图表 3 红利资产精选组合净值走势 14
图表 4 红利资产与整体市场 8 月行情走势 15
图表 5 26/8 全行业涨跌幅及重点红利行业表现 15
图表 6 26/8 红利股息率相对债券收益率显著收缩 16
图表 7 各板块成交热度 16
图表 8 各行业成交热度 16
图表 9 估值情况 PE 分位降序 17
图表 10 自由现金流资产研究框架 21
图表 11 全 A 非金融自由现金流占比 26Q2 环比-1pct 至 18% 22
图表 12 全 A 非金融开支力度持续压降 22
图表 13 全 A 非金融补库力度加大 22
图表 14 汽车、家电、电新、电子、医药的现金管理需求规模高 23
图表 15 一级行业现金流回报率：钢铁、石化、煤炭、有色回报率领先 23
图表 16 二级行业现金流回报率：专业工程/商用车/普钢/油服工程回报率领先 24
图表 17 一级行业现金流比例：周期资源品环比改善 25
图表 18 一级行业资本开支：有色/化工/石化/煤炭/钢铁等周期行业开支占比下降 26
图表 19 一级行业净营运资本变化：公用/建筑/交运/社服/轻工/军工/环保等收缩较多 26
图表 20 煤炭 26Q2 现金流比例扩张至 31% 27
图表 21 煤炭开支力度自高位压降 27
图表 22 煤炭盈利能力企稳回升 27
图表 23 煤炭净营运资本变化基本平稳 27
图表 24 石化 26Q2 现金流比例回升至 30% 28
图表 25 石化开支力度已连续多年走低至 1.2 28
图表 26 石化盈利能力持续改善 28
图表 27 石化 26Q2 补库力度下降 28
图表 28 钢铁 26Q2 现金流比例扩张至 62% 29
图表 29 钢铁开支力度已充分压降至 0.8 29
图表 30 钢铁盈利能力走平 29
图表 31 钢铁小幅补库，应收预付收缩贡献现金空间 29
图表 32 工业金属 26Q2 现金流比例小幅收缩至 35% 30
图表 33 工业金属 26Q2 开支力度小幅压降至 1.4 30

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 34 工业金属盈利能力持续攀升 30
图表 35 工业金属持续大幅补库 30
图表 36 化工 26Q2 现金流比例 28%保持稳定 31
图表 37 化工 26Q2 开支力度小幅压降至 1.2 31
图表 38 化工盈利能力持续攀升 31
图表 39 化工 26Q2 大幅补库 31
图表 40 港口 26Q2 现金流比例 30%保持稳定 32
图表 41 港口 26Q2 开支力度 1.3 32
图表 42 水电 26Q2 现金流比例 45% 32
图表 43 水电开支力度小幅压降至 1.4 32
图表 44 高速公路 26Q1 现金流比例 28%保持稳定 33
图表 45 高速公路开支力度稳定在近十年中枢位置 33
图表 46 电信运营商盈利小幅承压 33
图表 47 电信运营商资本开支力度克制 33
图表 48 白电现金流比例因增配金融资产显著收缩 34
图表 49 白电开支力度稳定在 1.0 产能平衡水平 34
图表 50 白电盈利能力保持平稳 34
图表 51 白电现金管理需求显著增持金融类资产 34
图表 52 白酒前端盈利承压 35
图表 53 白酒开支力度持续压降至 1.3 35
图表 54 白酒盈利能力走平 35
图表 55 白酒渠道与供应链议价能力承压 35
图表 56 纺服 26Q2 现金流比例 29%小幅收缩 36
图表 57 纺服开支力度充分压降至 0.9 36
图表 58 纺服盈利能力维持于 11%水平且波动收敛 36
图表 59 纺服仍处去库周期 36
图表 60 中药 26Q2 现金流比例回升至 50% 37
图表 61 中药开支力度充分压降至 0.8 37
图表 62 中药盈利能力近期走平 37
图表 63 中药配置金融类资产&小幅去库 37
图表 64 环保现金流持续转正 38
图表 65 环保开支力度自高位大幅压降至 1.2 38
图表 66 环保 26Q2 盈利能力再创新高 38
图表 67 环保对下游收入持续占用现金空间 38
图表 68 造纸 26Q2 现金流转正 39

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 69 造纸开支力度持续压降至 1.3 39
图表 70 造纸盈利能力回升 39
图表 71 造纸持续补库， 26Q2 预付占用显著收缩 39
图表 72 地产前端盈利规模转负 40
图表 73 地产开支力度持续位于小于 1 的收缩区间 40
图表 74 地产收缩周期以来盈利能力显著走低 40
图表 75 地产去库力度仍大 40
图表 76 2026 年 7 月社融数据概览 42
图表 77 商业银行盈利压力边际缓解（净利润增速） 42
图表 78 1H26 商业银行净息差企稳回升 42
图表 79 商业银行资产质量总体保持稳定 43
图表 80 二季度上市银行经营景气度延续修复 44
图表 81 二季度上市银行业绩归因边际变化 44
图表 82 各上市银行资产端增速及信贷结构变化情况 45
图表 83 各上市银行净息差变化情况（期初期末余额口径） 46
图表 84 重点港口周度货物吞吐量（万吨） 48
图表 85 重点港口周度集装箱吞吐量（万 TEU） 48
图表 86 港口货物吞吐量（万吨） 49
图表 87 港口集装箱吞吐量（万 TEU） 49
图表 88 重点港口货种吞吐量增速 49
图表 89 重点港口吞吐量 49
图表 90 招商港口月度集装箱吞吐量同比 50
图表 91 26Q2 港口上市公司业绩及增速 51
图表 92 26H1 港口上市公司业绩及增速 51
图表 93 26Q2 港口上市公司扣非净利及增速 51
图表 94 26H1 港口上市公司扣非净利及增速 51
图表 95 按区域划分的主要港口上市公司 26H1 吞吐量及业绩 52
图表 96 重点港口货种 26H1 吞吐量增速 52
图表 97 公路客运量（亿人次） 53
图表 98 公路旅客周转量（亿人公里） 53
图表 99 公路货运量（亿吨） 54
图表 100 公路货物周转量（亿吨公里） 54
图表 101 赣粤高速月度通行费收入（亿元） 54
图表 102 中原高速月度通行费收入（亿元） 55
图表 103 苏锡常南部高速及其与其他主要收费公路和高速公路连接图 56

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 104 26H1 重点公路公司通行费收入 57
图表 105 26Q2 公路上市公司业绩及增速 57
图表 106 26H1 公路上市公司业绩及增速 57
图表 107 26Q2 公路上市公司扣非净利及增速 58
图表 108 26H1 公路上市公司扣非净利及增速 58
图表 109 铁路旅客发送量（亿人） 59
图表 110 铁路旅客周转量（亿人公里） 59
图表 111 铁路货运总发送量（亿吨） 59
图表 112 铁路货运总周转量（亿吨公里） 59
图表 113 大秦铁路月度运量及同比（万吨） 60
图表 114 26Q2 铁路上市公司业绩及增速 61
图表 115 26H1 铁路上市公司业绩及增速 61
图表 116 26Q2 铁路上市公司扣非净利及增速 61
图表 117 26H1 铁路上市公司扣非净利及增速 61
图表 118 红利资产主要上市公司 26 年预期股息率一览（股息率>3%，截至 26/8/31 收盘价） 62
图表 119 茅台价格走势（元） 63
图表 120 五泸价格走势（元） 63
图表 121 26 年 7 月社零同比增长 0.6% 64
图表 122 26 年 7 月烟酒类、粮油类增速相对更快 64
图表 123 26 年 7 月食品 CPI 同比-1.5% 64
图表 124 消费者信心指数持续回落 64
图表 125 26 年 7 月乳制品产量同比+8.4% 65
图表 126 26 年 7 月奶牛存栏较历史高点去化近 11% 65
图表 127 26 年 7 月生鲜乳产量同比增长 4.0% 65
图表 128 7 月生鲜乳价格 3.06 元/KG 65
图表 129 7 月需求-供给增速差进一步放大 65
图表 130 26 年前 7 月累计需求-供给增速差保持正增长 65
图表 131 规模以上啤酒企业月度产量变动情况 66
图表 132 进口大麦价格变动情况 66
图表 133 啤酒主要包材价格变动情况 66
图表 134 生猪（外三元）猪价情况 67
图表 135 生猪屠宰情况 67
图表 136 食品饮料主要红利企业盈利预测与股息率 68
图表 137 空调行业产量及总销量情况 69

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 138 空调分内外销量情况 69
图表 139 冰箱行业产量及总销量情况 69
图表 140 冰箱分内外销量情况 69
图表 141 洗衣机行业产量及总销量情况 70
图表 142 洗衣机分内外销量情况 70
图表 143 家电成本指数走势 70
图表 144 中国商品房竣工/销售面积及同比 71
图表 145 全国城市二手房出售挂牌量、价指数 71
图表 146 油烟机线下销售情况 71
图表 147 油烟机线上销售情况 71
图表 148 家电主要红利企业盈利预测与股息率 72
图表 149 8 月 20 城新房日均网签同比下降 2% 73
图表 150 8 月 11 城二手房日均网签同比增加 6% 73
图表 151 20 城新房网签位于近年低位 73
图表 152 11 城二手房网签较强于去年同期 73
图表 153 20 城二手房实时成交量 74
图表 154 北京二手房实时成交量 74
图表 155 上海二手房实时成交量 74
图表 156 深圳二手房实时成交量 74
图表 157 7 月 70 大中城市新房价格环比为-0.2% 74
图表 158 7 月新房价格环比下跌城市为 47 座 74
图表 159 7 月住宅租金环比增加 1% 75
图表 160 7 月商铺租金环比下滑 5% 75
图表 161 公司购物中心出租率、销售额及租金变化 76
图表 162 2026 年 7 月华润置地经营性不动产租金收入同比提升 7% 77
图表 163 中国电解铝月度产量（万吨） 78
图表 164 中国冶金级氧化铝月度产量（万吨） 78
图表 165 原铝净进口量（万吨） 78
图表 166 未锻轧铝及铝材净出口量（万吨） 78
图表 167 国内铝表观消费量 79
图表 168 国内日均铝表观消费量（万吨） 79
图表 169 铝板带开工率 79
图表 170 铝杆线开工率 79
图表 171 原生铝合金锭开工率 79
图表 172 再生铝合金锭开工率 79

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 173 国内电解铝锭+铝棒库存（万吨）.....80
图表 174 LME 铝库存情况（万吨）.....80
图表 175 氧化铝、预焙阳极、电价走势.....80
图表 176 中国电解铝吨铝利润（元/吨）.....80
图表 177 铝公司主要盈利及分红情况.....82
图表 178 三峡水库水位 7 日移动平均情况（米）.....83
图表 179 秦皇岛港：平仓价动力末煤（Q5500，山西产，元/吨）.....83
图表 180 北方四港煤炭库存量（万吨）.....83
图表 181 全国统调电厂煤炭日耗量（万吨）.....84
图表 182 全国重点电厂煤炭日耗量（万吨）.....84
图表 183 近 15 年我国全社会用电量当月同比（%）.....84
图表 184 近一年广东月度交易价格情况（元/MWh）.....85
图表 185 公用行业主要红利上市公司股息率一览.....86

下载日志已记录，仅供内部参考

前言：近年来，红利资产表现突出，我们观察越来越多的优质企业重视并提高投资者回报，从而做大做优做强红利资产底盘，另一方面我们观察红利资产与长线投资者的适配度越来越高，正不断获得增量关注与配置。

华创证券研究所多团队在过去对红利资产进行了重点深度研究，如策略团队自由现金流资产研究系列，交运团队风起大国央企-中特估视角看交运（红利资产篇）系列，金融团队险资视角看红利资产配置系列等。

为了更好整合研究资源，完善研究框架，输出体系化产品，华创研究所成立红利资产研究中心，由策略、交运、金融、食饮、家电、地产、金属、公用等研究小组组成。

我们从业绩稳定性与股息回报等维度将红利资产划分为四类，包括：

1）稳定红利资产，关键词：弱周期、高股息；

2）质量红利资产，关键词：增长为主、安全边际；

3）周期红利资产，关键词：供给约束、熨平周期；

4）潜在红利资产，关键词：未来自由现金流强、分红提升潜力大。

筛选四类共 100 余只行业建议关注标的。

我们将会发布定期月报，对红利投资做出持续跟踪及配置建议，为投资者提供视角参考，本篇为行业联合 8 月报。

核心结论：

1、策略：周期资源品现金流改善

2、金融：二季度上市银行经营景气度延续修复

3、交运：2026 年中报聚焦：港口行业景气度较高，继续强调港口战略价值投资时代来临

4、食饮：白酒底部渐明，乳业周期上行

5、家电：家电板块估值重构与白电龙头新机遇

6、地产：红利资产聚焦二手房中介和购物中心

7、金属：铝红利&弹性兼备，静待旺季共振

8、公用：火电有望迎来拐点，水电配置价值凸显

9、红利资产 8 月精选组合

交运：港口细分招商港口、青岛港，高速公路细分四川成渝、皖通高速，铁路细分京沪高铁；

银行：股份行细分招商银行、中信银行，城商行细分江苏银行；

食饮：白酒细分贵州茅台，大众品细分伊利股份、双汇发展、重庆啤酒；

家电：白电细分美的集团、海尔智家，黑电细分海信视像，摩托车细分隆鑫通用；

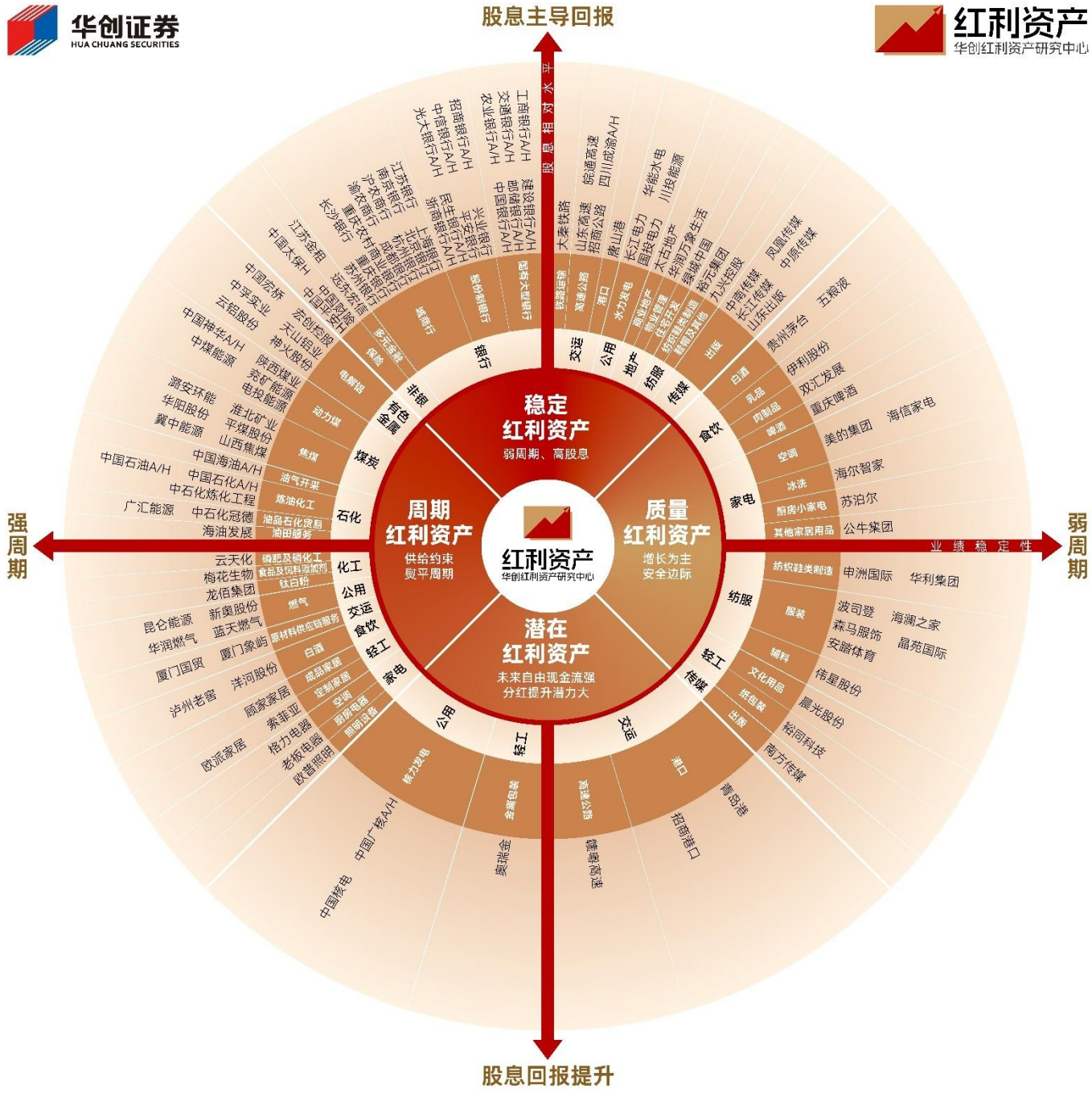
下载日志已记录，仅供内部参考

地产：贝壳-W、太古地产、华润万象生活；

金属：电解铝细分中国宏桥、南山铝业、天山铝业、神火股份、云铝股份；

公用：电力细分长江电力、华电国际、华能国际。

图表 1　华创红利资产研究中心：稳定&质量&周期&潜在红利资产建议关注标的



资料来源：华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

一、红利资产精选组合

交运：港口细分招商港口、青岛港，高速公路细分四川成渝、皖通高速，铁路细分京沪高铁；

银行：股份行细分招商银行、中信银行，城商行细分江苏银行；

食饮：白酒细分贵州茅台，大众品细分伊利股份、双汇发展、重庆啤酒；

家电：白电细分美的集团、海尔智家，黑电细分海信视像，摩托车细分隆鑫通用；

地产：贝壳-W、太古地产、华润万象生活；

金属：电解铝细分中国宏桥、南山铝业、天山铝业、神火股份、云铝股份；

公用：电力细分长江电力、华电国际、华能国际。

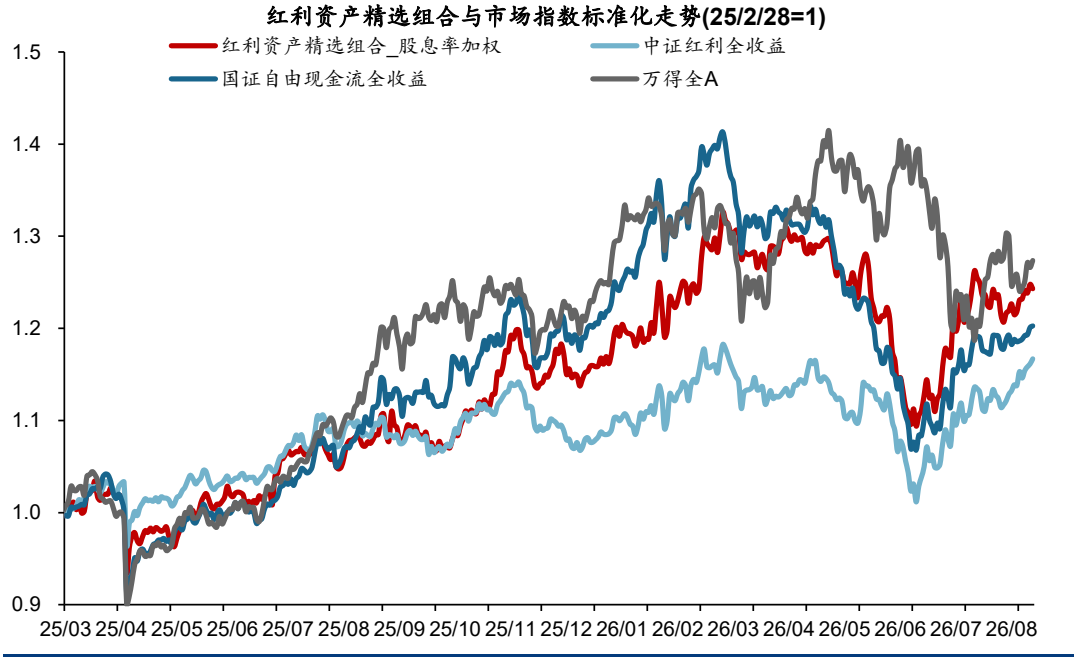
图表 2　配置建议：8 月红利资产精选组合

红利资产8月精选组合							
华创行业组	细分行业	名称/代码	2025年利润(亿元)	2025年分红比例(%)	股息率TTM(%)	PB	一句话推荐
交运	港口	招商港口	46	43	4.2	0.9	港口战略价值投资时代来临，目前仍破净的全球布局港口央企，拥有海外战略港口资产布局、近年积极提升分红比例。
	港口	青岛港	53	43	3.7	1.3	整合优化、业绩稳健。
	公路	四川成渝H	15	60	7.2	0.6	公司具备业绩增长稳定性，结合高分红及“大集团、小公司”逻辑，公司为少有的具备成长潜力的优质高速资产。
	公路	皖通高速	19	60	4.0	2.3	高速公路行业市值管理典范、ROE水平领先。
	铁路	京沪高铁	132	50	2.0	1.1	黄金线路现金牛资产，稀缺资源存在价格弹性潜力，公告25-27年分红比例将不低于55%。
银行	股份行	招商银行	1502	34	2.5	0.9	股份行龙头，基本面长期优异，分红率高且盈利稳定，A股股息率约5.3%
	股份行	中信银行	706	30	5.5	0.5	基本面改善，稳健发展，分红率超30%且仍有提升空间，A/H股股息率约5.3%/6.5%，仍有董事会席位
	城商行	江苏银行	345	30	1.9	0.8	成长性优秀城商行，分红率高，股息率约5%
食品饮料	白酒	贵州茅台	823	79	4.0	6.5	穿越周期的绝对龙头，i茅台大幅拓圈驱动收入回正，经营确定性好且股息率高。
	大众品	伊利股份	116	75	5.2	3.1	基本面稳健向上、行业护城河深厚的绝对龙头。
	大众品	双汇发展	51	98	3.3	4.0	基本面稳健向上、行业护城河深厚的绝对龙头。
	大众品	重庆啤酒	12	98	3.0	12.2	盈利拐点显现、现金流充沛且分红机制成熟。
家电	白电	美的集团	439	73	4.8	3.2	C端业务海外有空间，拓展B端业务打开成长天花板。公司治理优秀，经营稳定性较高。
	白电	海尔智家	196	55	4.2	1.7	全球份额持续提升，受美国景气度拖累短期承压，业绩处于周期底部，公司积极提升股东回报。
	黑电	海信视像	25	50	3.4	1.7	全球电视份额持续提升，miniled带动结构提升，存在治理改善对费用的优化空间。
	摩托车	隆鑫通用	16	87	4.7	3.3	海外摩托车份额持续提升，兼具成长性和高股息属性。
地产	地产服务	贝壳-W	30	74	1.6	2.1	二手房中介龙头，26年降本提效逐季释放利润。
	地产开发	太古地产	-14	432	4.9	0.5	典型的通过持有具有护城河的底层资产、从而获得稳定现金流的商业地产公司，且承诺分红每年保持中个位数增长率。
	地产服务	华润万象生活	40	99	5.4	4.9	公司为轻资产商管龙头，购物中心经营稳健，在手现金流充沛，保持高派息回馈股东。
金属	电解铝	南山铝业	47	105	13.6	1.1	26H1分红极其优渥，电解铝出海优秀企业，红利&成长兼备。
	电解铝	中国宏桥	226	62	7.2	1.5	全球铝业龙头，成本壁垒强打造盈利护城河，连续多年高分红。
	电解铝	天山铝业	48	52	4.9	1.9	新疆一体化电解铝企业，吨铝成本低，业绩稳定兑现，近年分红比例在提升。
	电解铝	神火股份	40	45	2.9	2.2	煤电铝一体化企业，依托新疆自备火电 + 云南绿电布局低成本电解铝。
	电解铝	云铝股份	61	40	4.7	2.5	绿电铝龙头高股息标杆，近几年分红比例逐年提升，低负债强现金流支撑高分红。
公用	电力	长江电力	345	71	3.6	3.2	来水改善电量弹性释放，红利配置价值凸显。
	电力	华电国际	61	44	5.0	1.1	火电盈利稳健，股息价值突出。
	电力	华能国际	145	44	6.0	1.6	盈利具备韧性，高分红比例彰显长期配置价值。

资料来源：Wind，华创证券　注：股息率、PB 对应收盘价截至 26/8/31。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 3 红利资产精选组合净值走势



资料来源：Wind，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

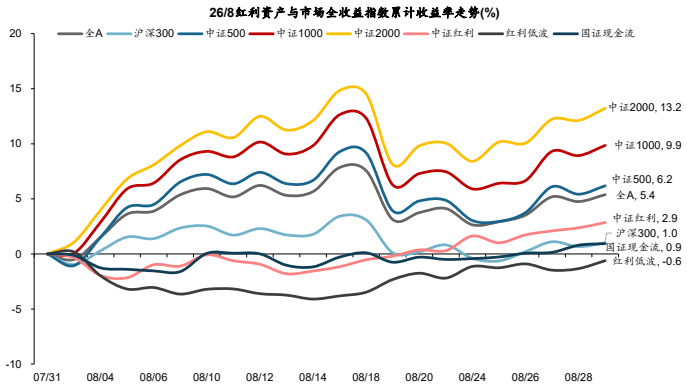
二、红利资产交易表现

8 月市场反攻，红利相对偏弱。7 月以来市场受流动性冲击下筹码出清，8 月市场整体迎来反攻，上旬反攻品种更集中于 AI 资源品、下旬反攻方向扩散。月内全 A 录得+5.4%，小盘弹性较强，市值风格依次中证 2000+13.2%、中证 1000+9.9%、中证 500+6.2%、沪深 300+1.0%。红利风格整体有绝对没相对，中证红利、国证现金流、红利低波分别+2.9%、+0.9%、-0.6%。红利内部行业来看，周期红利修复较为显著，煤炭+12%、有色+10%、石化+10%涨幅领先；稳定/消费红利整体偏弱，银行 0%、家电 0%、交运 0%、公用-2%、食饮-5%。

红利资产成交热度环比小幅回升。以交易热度 10 年分位来看，红利板块热度环比小幅回落，如中证红利+9pct 至 14%、红利低波+2pct 至 8%，整体仍处历史低位；小盘交易热度上升、大中盘和双创龙头回落，中证 1000+16pct 至 69%、国证 2000+13pct 至 26%、科创创业 50-5pct 至 94%、沪深 300-17pct 至 75%、中证 500-25pct 至 54%。红利行业来看整体交易热度多为回升且仍处中低位，有色+24pct、地产+20pct、食饮+18pct、煤炭+12pct 回升幅度较大。

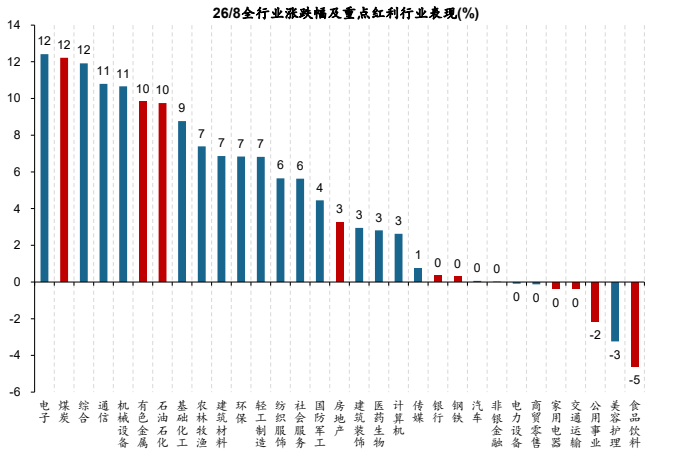
红利资产估值水平：PE 视角高位、PB 视角中位仍破净。红利板块整体如中证红利、红利低波 PE 十年分位处约 80%分位的高位水平，PB 十年分位分别 53%/64%整体中位水平，PB 绝对水平 0.9 依然为破净水平。估值 PE 分位来看，周期红利行业中煤炭、钢铁、石化、地产分位 89%、81%、77%、76%偏高，食饮仅 5%仍处全行业低位，其余行业 PE 分位处历史中位水平；PB 分位来看，周期中煤炭 89%、有色 79%、石化 63%分位偏高，消费/稳定红利中的公用 46%、银行 25%、家电 14%、交运 3%、食饮 3%处中低位。

图表 4　红利资产与整体市场 8 月行情走势



资料来源：Wind，华创证券 注：截至 26/8/31，下同

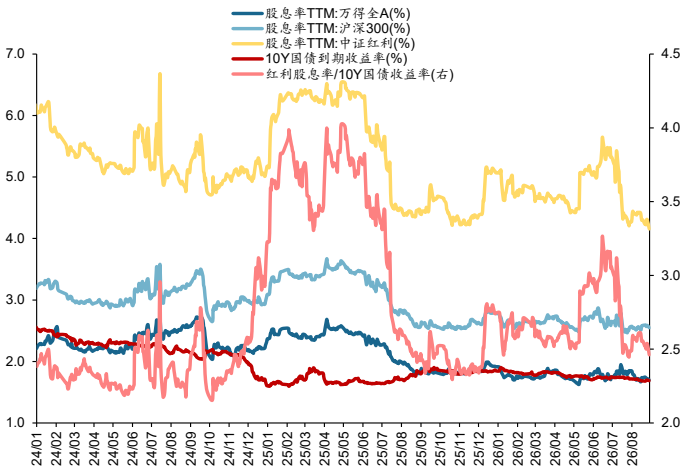
图表 5　26/8 全行业涨跌幅及重点红利行业表现



资料来源：Wind，华创证券

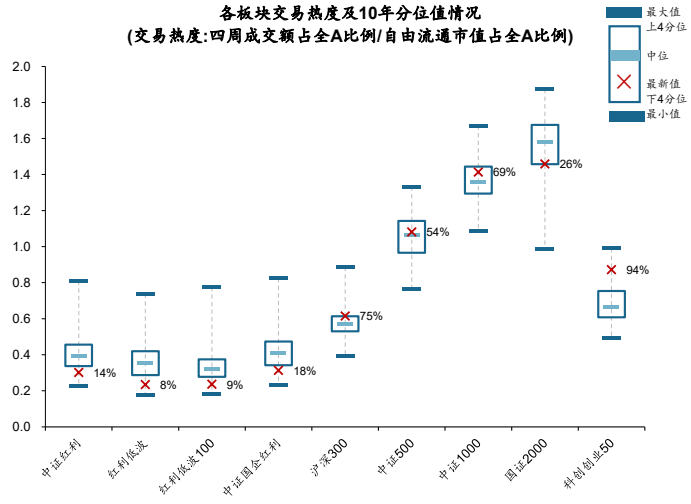
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 6 26/8 红利股息率相对债券收益率显著收缩



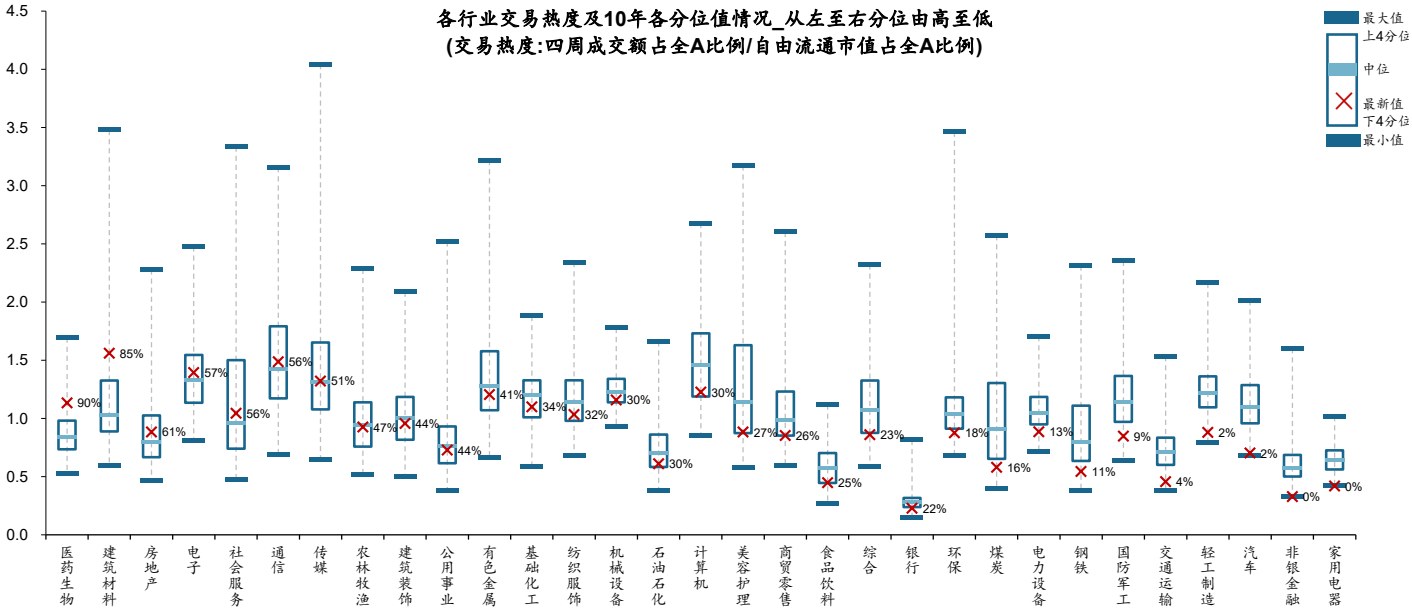
资料来源：Wind，华创证券

图表 7 各板块成交热度



资料来源：Wind，华创证券

图表 8 各行业成交热度



资料来源：Wind，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 9 估值情况 PE 分位降序

指数	26/8/31估值情况					26E盈利		估值盈利	
	PE_TTM	PE 10年分位(%)	PB_LF	PB 10年分位(%)	股息率TTM(%)	归母净利同比(%)	ROE_TTM(%)	PEG=PE_TTM/G_26E	PB_LF/ROE_TTM*10
中证红利	8.7	83	0.9	53	4.2	7	9.8	1.2	0.9
红利低波	8.5	79	0.9	64	4.2	5	10.0	1.7	0.9
红利低波100	9.2	87	0.9	65	4.3	-3	9.4	-3.3	0.9
中证国企红利	9.2	97	0.9	65	4.1	8	9.7	1.2	0.9
沪深300	14	71	1.5	47	2.5	16	10.8	0.8	1.3
中证500	34	84	2.5	81	1.3	45	9.0	0.8	2.7
中证1000	44	72	2.4	52	1.1	60	7.5	0.7	3.2
国证2000	52	79	2.5	67	1.0	72	7.0	0.7	3.6
万得全A	22	81	1.9	62	1.7	29	9.4	0.7	2.0
科创50	146	84	7.9	94	0.3	159	8.4	0.9	9.4
科创创业50	53	68	7.0	77	0.7	75	17.9	0.7	3.9
一级行业情况									
电子	82	98	6.5	97	0.3	190	15	0.4	4.2
综合	95	97	2.8	84	0.3	79	-1	1.2	-20.8
建筑材料	36	91	1.5	30	1.2	173	4	0.2	3.6
煤炭	23	89	1.6	89	2.9	34	11	0.7	1.5
通信	57	88	5.9	97	0.9	23	10	2.5	5.7
机械设备	44	83	3.3	94	0.9	39	8	1.1	3.9
轻工制造	33	83	1.8	36	2.1	49	5	0.7	3.5
钢铁	30	81	1.0	41	2.3	37	2	0.8	4.2
建筑装饰	13	79	0.7	4	2.4	6	5	2.4	1.4
基础化工	30	78	2.3	51	1.3	79	10	0.4	2.3
石油石化	22	77	1.5	63	3.1	38	12	0.6	1.3
房地产	20	76	0.8	21	0.7	40	-12	0.5	-0.7
计算机	69	75	3.8	43	0.9	108	5	0.6	7.2
环保	26	73	1.6	33	1.6	35	6	0.7	2.8
农林牧渔	42	72	2.5	16	1.7	-54	2	-0.8	10.2
商贸零售	35	67	1.7	42	1.4	268	5	0.1	3.4
纺织服饰	25	52	1.8	44	3.0	16	7	1.6	2.5
公用事业	21	51	1.6	46	2.5	7	8	3.2	1.9
交通运输	17	50	1.2	3	2.8	26	8	0.7	1.5
汽车	25	49	2.2	42	1.5	26	9	1.0	2.4
传媒	36	48	2.6	55	1.6	58	7	0.6	3.9
银行	6	48	0.5	25	4.1	2	9	3.0	0.6
家用电器	15	46	2.3	14	3.8	7	14	2.2	1.7
医药生物	33	45	2.6	14	1.5	43	8	0.8	3.2
国防军工	60	41	3.1	46	0.5	98	7	0.6	4.6
电力设备	31	37	2.8	47	1.2	115	10	0.3	2.9
社会服务	41	34	2.6	7	1.2	42	6	1.0	4.6
有色金属	22	33	3.2	79	1.4	81	21	0.3	1.5
美容护理	30	18	2.4	2	1.8	23	9	1.3	2.8
食品饮料	20	5	3.3	3	4.0	7	17	2.7	2.0
非银金融	12	3	1.1	15	2.4	13	12	0.9	0.9

资料来源：Wind，华创证券 注：标红为重点红利板块及行业，26E 数据为 Wind 一致预测

核心结论汇总：

策略：周期资源品现金流改善

1） 26Q2 全 A 非金融 FCFF/EBITDA 环比-1pct 至 18%，开支力度持续压降，净营

下载日志已记录，仅供内部参考

运资本由于补库力度加大&金融类资产增持占用小幅上升。

2）现金流回报率、资本开支、净营运资本变化水平：①26Q2 一级行业现金流回报率钢铁 7.1%/石化 6.1%/煤炭 3.9%/有色 3.0%/零售 2.8%/交运 2.7%领先，26Q2 回报率环比提升较多：周期中的钢铁/石化/煤炭/有色/化工/环保，消费中的社服/轻工。②一级行业资本开支占比(CAPEX/EBITDA)：有色/化工/石化/煤炭/钢铁/轻工/电新/汽车开支占比下降；③一级行业净营运资本占比(ΔNWC/EBITDA)：公用/建筑/交运/社服/轻工/军工/环保收缩较多。

3）重点现金流资产表现：

①周期：煤炭：盈利回升&开支力度持续压降，26Q2 现金流比例 31%扩张；石化：油价高位运行改善前端盈利，开支持续压降，现金流比例 30%扩张；钢铁：盈利走平，开支充分压降，现金流比例 62%扩张；工业金属：开支力度小幅压降，盈利显著扩张，大幅补库，现金流比例 35%小幅收缩；化工：开支持续压降，盈利扩张，大幅补库，现金流比例 28%保持稳定。

②稳定：港口：开支力度低位，现金流比例 30%稳定；水电：开支力度小幅压降，现金流比例 45%稳定；高速公路：开支力度位处中枢，现金流比例 31%稳定；电信运营商：盈利小幅承压，现金流比例 32%稳定。

③消费：白电：现金管理需求持续配置金融类资产，现金流比例 17%收缩；白酒：前端盈利承压，渠道与供应链议价能力承压使得净营运资本占用放大，现金流比例 37%收缩；纺服：开支力度克制，增配金融类资产，现金流比例 29%收缩；中药：开支压降，配置金融类资产&小幅去库，现金流比例 50%回升。

4）现金流视角行业驱动改善：①环保：转向高质量发展，开支力度大幅压降，25 年以来现金流持续转正；定价机制受政府主导使得净营运资本长期占用现金。②造纸：开支力度持续压降，供需再平衡下盈利企稳回升，行业时隔两年现金流再度转正。③地产：盈利规模转负，大幅去库使得净营运资本显著收缩、现金流转正，房企利用现金优先降低杠杆率、修复其资产负债表。

金融：二季度上市银行经营景气度延续修复

银行板块经营景气度延续回升，基本面拐点显现，险资等中长期增量资金仍将继续配置银行板块，而主动偏股型基金或将从低配回补，重视银行板块配置机会。银行股投资逻辑仍落脚于“红利防御为底、优质标的看业绩弹性”。1）高股息、低估值的特性依然是银行股的底色，特别是在无风险利率下行的背景下，银行股的类债属性将持续吸引稳健资金。2）随着息差企稳、区域信贷需求回升和非息收入增长，部分优质银行将展现出较强的业绩弹性，估值有望从 PB 逻辑向 PE 逻辑切换。我们建议 2026 年重点关注以下三条投资主线：主线一：国家信用与红利基石，以国有大行+招行为代表。主线二：息差或率先回暖、财富管理业务能够释放较大弹性、信用成本走低带动 ROE 企稳的优质股份行和城商行，这背后映射的是成本优势和风控优势。建议关注：招商银行、中信银行、平安银行、宁波银行、江苏银行、南京银行。主线三：持续受益区域政策、业绩弹性较大的城商行。建议关注：成都银行、重庆银行、杭州银行、青岛银行、渝农商行。

交运：2026 年中报聚焦：港口行业景气度较高，继续强调港口战略价值投资时代来临

下载日志已记录，仅供内部参考

1）港口：港口战略价值投资时代来临，预计跑赢交运红利资产。继续强推招商港口：二季度业绩超预期，海外收入占比新高。目前仍破净的全球布局港口央企，拥有海外战略港口资产布局、近年积极提升分红比例，从 2019 年的 30.5%提升至 2025 年的 43%，2019-25 年业绩复合增速 8%；重点推荐唐山港：高分红优质港口标的，全国重要能源枢纽港；强推青岛港：整合优化、业绩稳健；以及推荐厦门港务受益于两岸融合，资产注入一旦完成，盈利能力、红利属性或迎双提升。关注北部湾港，未来平陆运河开通后对公司业务量促进的潜力；

2）公路：我们强调公路典型红利资产配置价值。继续首推 A/H 股息率最高的四川成渝/四川成渝高速公路，我们认为公司具备业绩增长稳定性，结合高分红及“大集团、小公司”逻辑，公司为少有的具备成长潜力的优质高速资产；继续重点推荐高速公路行业市值管理典范、ROE 水平领先的皖通高速，位于交通强省、分红领先的山东高速、宁沪高速，可视为行业 ETF 增强的招商公路，以及低估值、存在通过企业改革经营释放活力潜力的赣粤高速；

3）铁路：长久期+改革红利，推荐黄金线路资产和稀缺资源存在价格弹性潜力的京沪高铁，公告未来三年（2025-2027 年）分红比例将不低于 55%，分红比例、股息率提升。

食饮：白酒底部渐明，乳业周期上行

白酒：底部信号逐步明朗，宜长线播种、短期把握季度右侧改善机会。Q2 酒企普遍给渠道纾压、报表压力有望进一步释放，下半年低基数下更多酒企动销及报表有望转正。全年看酒企从被动应对进入主动调整，机会在于茅台批价企稳之后，预期筑底企稳。周期节奏上，26H1 酒企主动调整、曙光微现，26H2 有望拐点渐明、渐次改善。优先推荐穿越周期的龙头茅台，战略关注经营稳中向好的五粮液、低基数下弹性品种老窖。

大众品：底部布局优质蓝筹，龙头高股息配置价值凸显。啤酒、乳制品、肉制品等基础刚需品类需求韧性持续凸显，龙头企业依托全产业链布局、精细化运营及成熟品牌壁垒，持续收割中小品牌份额，行业集中度稳步提升，基本面逐步走出底部区间。后续若消费景气度回暖，龙头依托强经营杠杆有望释放更大的业绩修复弹性。当前建议关注两类标的：一是基本面稳健向上、行业护城河深厚的绝对龙头伊利股份、双汇发展；二是盈利拐点显现、现金流充沛且分红机制成熟的重庆啤酒。

家电：家电板块估值重构与白电龙头新机遇

1）白电：国补如期延续，考虑到政策对 1/2 级能效标准产品销售的倾斜，后续对产品结构拉动有望持续兑现，看好兼具高股息+内销经营基本面延续改善的美的集团、海尔智家、海信家电。2）小家电：渠道变革+微信小店催化送礼需求，推荐关注国内小家电龙头企业苏泊尔。3）厨电&民电：主业现金牛资产稳步增长，新业务持续扩张打开新空间，持续推荐公牛集团；受益地产政策及以旧换新政策，建议关注老板电器、欧普照明。

地产：红利资产聚焦二手房中介和购物中心

推荐标的：1）贝壳-W：公司为二手房中介龙头，26 年降本提效逐季释放利润。过去利润难以释放主因原有作业模式下市占率触及天花板后的无效扩张，因此公司目前面临的内卷、超级个体出走以及自媒体冲击并不会影响其核心竞争力及市占率，反而短期进行人员优化、长期重塑激励机制是必然选择。2）太古地产：典型的通过

下载日志已记录，仅供内部参考

持有具有护城河的底层资产、从而获得稳定现金流的商业地产公司，且承诺分红每年保持中个位数增长率。公司公布 2026 年半年度经营数据，旗下所有购物中心零售额均实现增长，较 2025 年增速仍在改善。3）华润万象生活：轻资产商管龙头，购物中心经营稳健，在手现金流充沛，保持高派息回馈股东。2026 年上半年公司实现营收 92.17 亿元，同比增长 8.1%；归母净利润 22.39 亿元，同比增长 10.3%；核心归母净利润 22.29 亿元，同比增长 10.8%。公司整体毛利率为 38.0%，同比提升 0.9pcts，核心净利润率同比提升 0.6pcts 至 24.2%，盈利能力持续提升。

金属：铝红利&弹性兼备，静待旺季共振

我们认为近期受中东反复、我国新的对外投资法案的推行等，铝供给扰动加剧，而基本面看总体平稳，淡季时期全球铝库存持续去化，全球铝库存已经逐步回落至 25 年同期下方，伴随金九银十的接近低库存或在年内逐步回归，有望对年内铝价形成支撑，全球铝价或伴随全球可用库存的消耗和铝实际紧缺的体现逐步稳定，我们建议关注铝阶段性修复。当前看电解铝标的红利属性显著，从 2026 年半年报看，铝行业盈利能力整体兑现度较好，已发布中期分红的主要铝公司分红比例高于去年同期，建议关注标的中国宏桥、宏桥控股、神火股份、天山铝业，中孚实业、创新实业、南山铝业、华通线缆。

公用：火电有望迎来拐点，水电配置价值凸显

1）火电：“十五五”或迎容量电价改革，盈利稳定性改善或助力红利属性重塑。建议关注华电国际、华能国际、皖能电力、浙能电力、申能股份等。

2）水电：厄尔尼诺背景下今夏电力供需矛盾或进一步加剧，目前现货电价已呈现上行趋势，水电资产或持续受益。当前板块股息率已步入性价比区间，水电红利资产防御属性或凸显。标的层面建议关注各流域的优质水电资产，如长江中上游流域长江电力、雅砻江流域国投电力及川投能源。

3）核电：项目核准延续积极节奏，强化行业中长期确定性。标的层面强推中国核电，推荐中国广核。

下载日志已记录，仅供内部参考

三、策略：周期资源品现金流改善

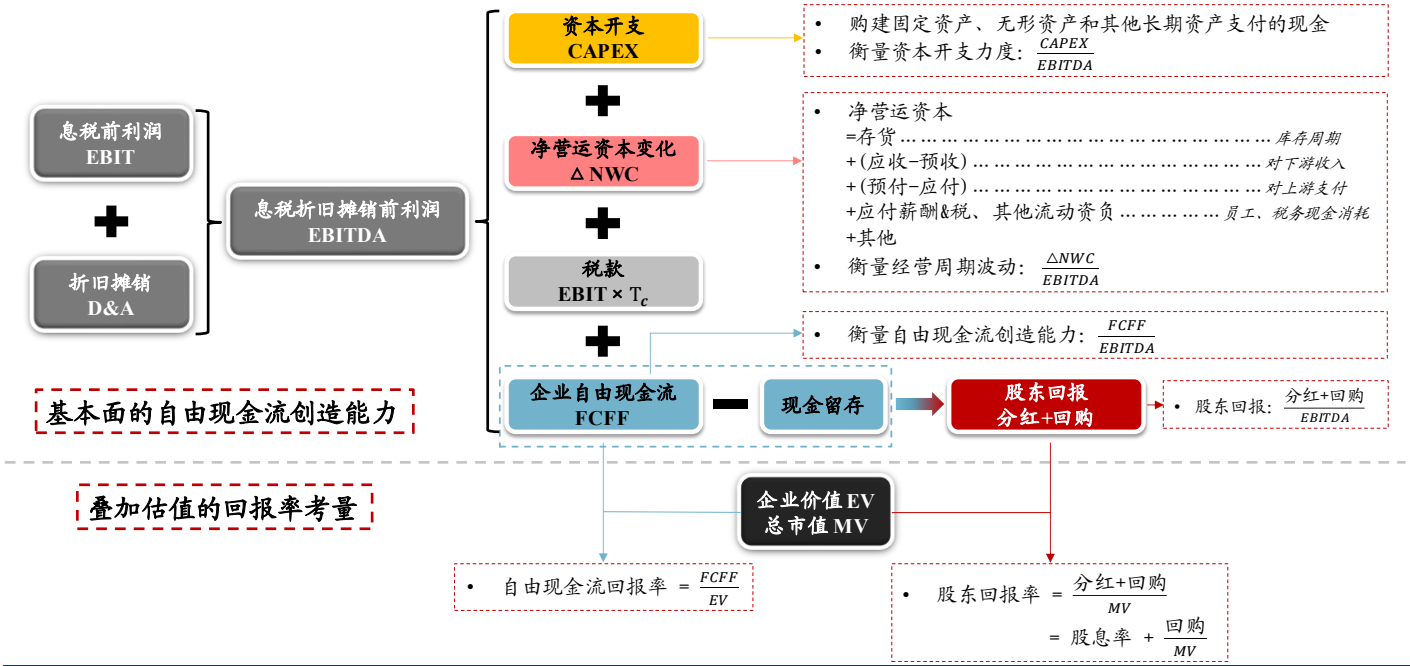
（一）全 A 非金融：开支力度小幅压降，增配金融类资产

全 A 非金融：自由现金流占比 26Q2 环比-1pct 至 18%。26Q2 全 A 非金融 FCFF/EBITDA 环比-1pct 至 18%，其中资本开支占比持续压降至 59%、经营性净营运资本占比维持在 4%，但净营运资本中金融类资产占用环比+2pcts 升至 7%持续占用现金空间。

开支力度小幅压降，补库力度加大。资本开支力度来看，26Q2 全 A 非金融 CAPEX/D&A 为 1.31，较 2025/26Q1 的 1.32/1.33 小幅压降。净营运资本变化来看，增量主要在于 26 年以来去库周期转为补库及金融类资产增长。存货变化来看，先前由地产链主导的全 A 去库周期已于 26Q1 转变为补库，26Q2 补库力度加大，2024/2025/26Q1/26Q2 全 A 非金融存货分别变化-6178/-2288/+102/+3175 亿元。

汽车、家电、电新、电子、医药的现金管理需求规模高。2024-26Q2 全 A 非金融开始显著增配金融类资产。26Q2 ΔNWC 中金融类资产分项同比+5990 亿元，相比 2024/2025/26Q1 的+4769/+5445/+3941 亿元持续维持高位。其中分项细分来看，主要增量科目为“交易性&衍生&其他金融类资产负债差”同比+5150 亿元，其中汽车+855 亿元、电新+637 亿元、电子+620 亿元、医药+583 亿元；“一年内到期非流动资产”+1000 亿元，其中主要由于家电+615 亿元。整体金融类资产分行业来看，汽车、家电、电新、电子、医药的现金管理需求较强。

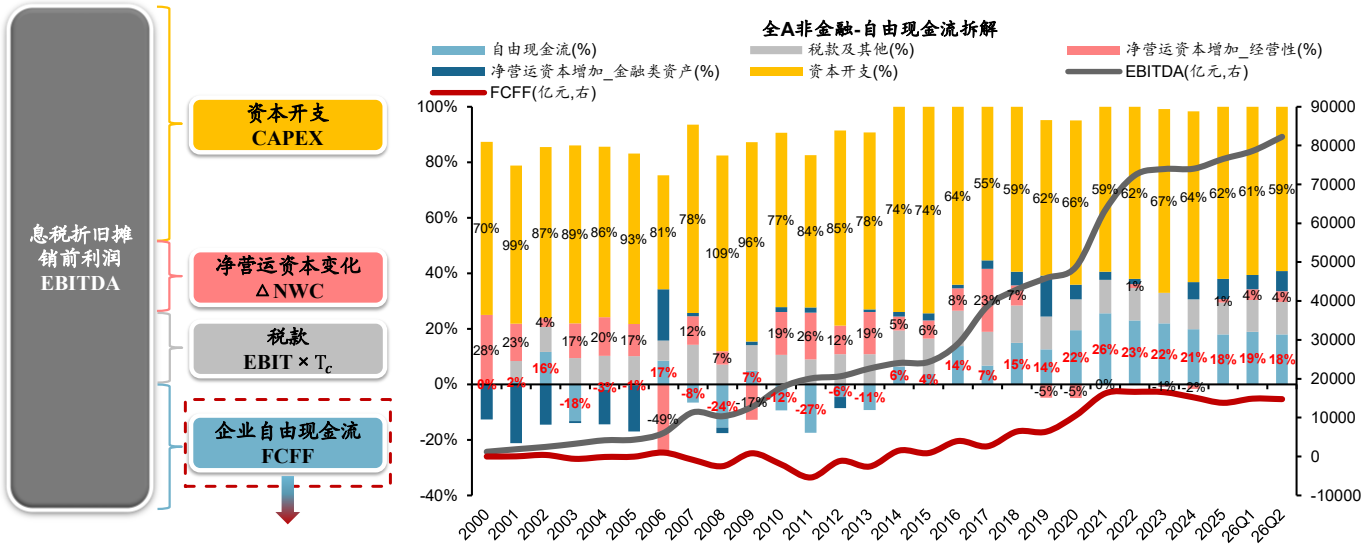
图表 10　自由现金流资产研究框架



资料来源：Wind，华创证券

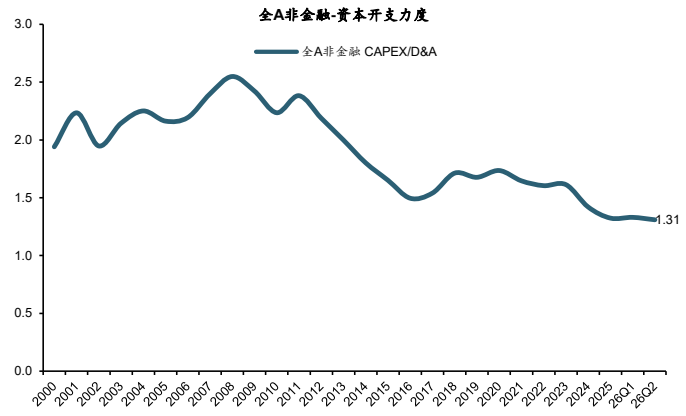
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 11 全 A 非金融自由现金流占比 26Q2 环比-1pct 至 18%



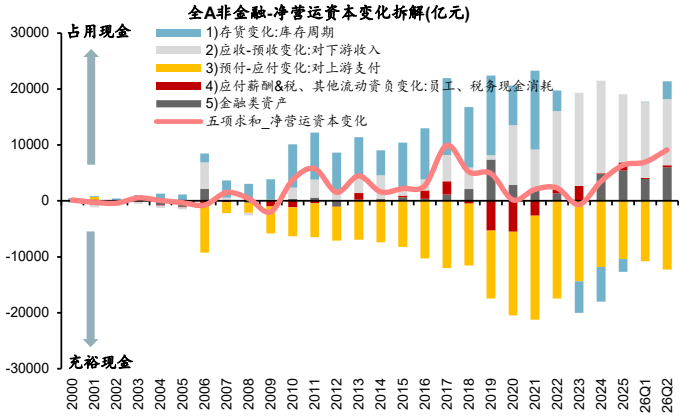
资料来源：Wind，华创证券 注：本篇报告 26Q1、Q2 数据为 TTM 处理，下同

图表 12 全 A 非金融开支力度持续压降



资料来源：Wind，华创证券

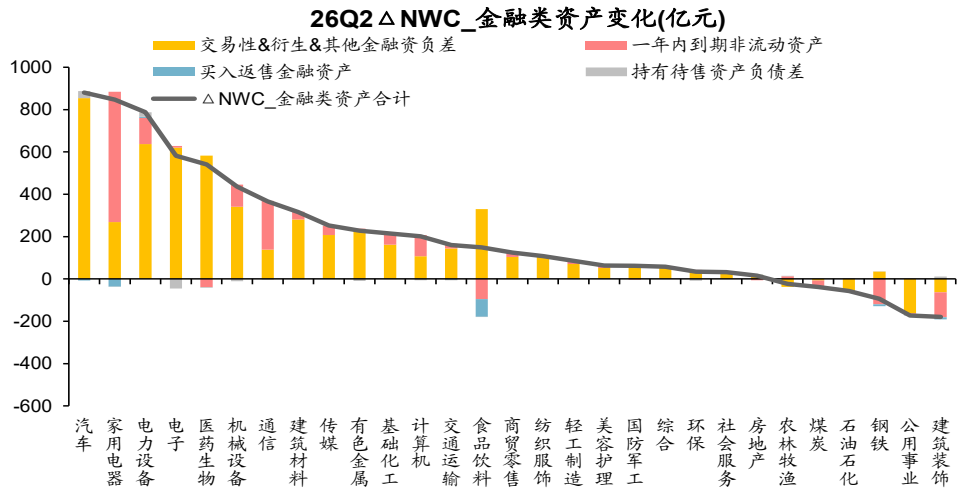
图表 13 全 A 非金融补库力度加大



资料来源：Wind，华创证券 注：1)-4)具体对应资产负债科目如下：1)存货：库存周期，科目为“存货”；2)应收-预收：对下游收入，“应收票据及应收账款+应收款项融资+合同资产+其他应收款-预收款项-合同负债”；3)预付-应付：对上游支付，“预付款项-应付票据及应付账款-其他应付款”；4)应付薪酬&税、其他流动资负：“其他流动资产-应交税费-应付职工薪酬-其他流动负债”。后文同。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 14 汽车、家电、电新、电子、医药的现金管理需求规模高



资料来源：Wind，华创证券

（二）行业现金流回报率、资本开支、净营运资本变化水平？

一级行业现金流回报率：钢铁、石化、煤炭、有色回报率领先且环比提升较多。2026Q2一级行业自由现金流回报率(FCFF/EV)来看：现金流回报率横向比较看，钢铁 7.1%、石化 6.1%、煤炭 3.9%、有色 3.0%、零售 2.8%、交运 2.7%领先。26Q2 较 26Q1 回报率环比提升较多的一级行业(且 26Q2 回报率为正)有：周期中的钢铁(+1.3pct)、石化(+1.4pct)、煤炭(+0.6pct)、有色(+0.6pct)、化工(+0.4pct)、环保(+0.9pct)、建筑装饰(+0.6pct)，以及消费中的社服(+0.6pct)、轻工(+1.0pct)。

图表 15 一级行业现金流回报率：钢铁、石化、煤炭、有色回报率领先

企业自由现金流/企业价值EV(剔除货币资金)(%)														
一级行业	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	26Q1 TTM	26Q2 TTM	走势	26Q2较26Q1变化(pcts)
钢铁	1.1	3.6	13.3	11.4	5.3	12.6	3.7	3.1	3.9	3.8	5.8	7.1		1.3
石油石化	6.5	7.3	3.5	0.1	-0.1	4.7	5.6	5.5	5.1	5.2	4.7	6.1		1.4
煤炭	3.9	15.0	7.9	20.3	17.1	18.9	23.3	10.8	5.2	2.9	3.3	3.9		0.6
有色金属	1.5	-0.2	0.3	0.4	1.2	3.0	3.7	1.5	3.3	2.1	2.4	3.0		0.6
商贸零售	-1.2	0.9	-1.5	0.9	1.9	3.1	3.3	7.2	3.8	3.0	2.6	2.8		0.3
交通运输	0.0	-1.7	0.6	3.1	0.5	6.2	4.0	4.2	5.0	3.4	2.4	2.7		0.3
食品饮料	4.3	2.5	2.7	-0.4	1.5	2.2	2.4	3.6	3.4	3.0	2.7	2.4		-0.3
纺织服饰	-0.1	-0.9	1.3	3.4	1.7	3.8	2.4	5.4	2.5	3.3	2.4	2.2		-0.2
通信	-4.3	-0.4	-0.2	2.8	2.6	3.3	5.1	4.3	6.8	2.5	3.1	2.2		-0.9
社会服务	0.9	0.1	1.8	1.2	0.1	1.3	0.7	3.0	2.1	2.2	1.5	2.2		0.6
基础化工	0.2	1.4	2.2	0.1	2.0	2.7	2.4	0.2	1.7	1.3	1.6	2.0		0.4
传媒	0.0	0.6	1.6	2.8	3.3	2.9	2.6	5.3	1.2	2.1	2.4	2.0		-0.3
医药生物	0.2	-0.3	-0.1	1.0	0.9	1.6	1.2	1.4	1.2	1.1	1.5	1.8		0.3
环保	-1.3	-2.0	-3.2	-4.0	-2.8	-3.4	-0.8	-1.2	-0.3	0.3	0.8	1.8		0.9
建筑装饰	2.9	2.1	7.0	-0.8	0.0	0.8	6.1	3.4	2.2	0.5	1.1	1.6		0.6
轻工制造	-0.2	0.1	1.8	1.4	2.4	0.7	0.9	3.1	1.2	-0.2	0.1	1.1		1.0
机械设备	-0.9	0.2	0.1	2.2	2.7	0.9	0.7	1.3	1.4	1.7	1.5	0.9		-0.6
家用电器	2.6	4.0	2.1	8.7	4.4	4.3	4.4	7.2	4.7	-1.0	1.9	1.0		-1.0
美容护理	-1.6	-1.6	2.3	-2.0	-0.2	1.8	1.8	2.5	0.5	2.4	1.7	0.9		-0.7
建筑材料	0.6	1.4	4.6	6.3	4.9	9.1	0.1	2.2	2.4	1.3	1.4	0.6		-0.8
公用事业	2.9	-1.7	2.4	2.3	2.2	-0.2	0.3	-1.1	-0.9	0.2	0.4	0.6		0.2
国防军工	-2.0	1.1	-0.2	0.6	3.1	0.4	0.0	-1.3	-2.0	-0.2	0.0	0.2		0.2
电力设备	-1.3	-3.3	-0.6	-0.4	0.6	-0.4	-0.1	0.3	-2.2	-0.1	0.0	0.2		0.2
农林牧渔	-0.5	-2.1	-1.3	0.6	-4.1	-5.1	-3.2	-1.8	2.6	2.3	1.5	-0.1		-1.6
计算机	-1.3	0.3	0.8	0.4	0.9	-0.5	-0.2	0.4	-0.1	0.2	-0.2	-0.3		-0.1
电子	-3.5	-3.1	-4.0	-1.1	-1.2	-1.5	-1.9	-0.4	-0.7	-0.7	-0.8	-0.9		-0.1
汽车	0.3	0.2	-3.1	-0.3	3.8	2.5	1.5	2.8	1.7	-1.4	-1.8	-1.7		0.1
综合	-0.3	4.4	0.5	2.0	-1.0	-5.5	-0.1	1.9	-1.1	-0.1	-1.2	-4.4		-3.3
房地产	1.4	-3.9	-0.5	-3.4	-0.3	3.4	-1.4	-0.3	2.8	-	-	-		-

资料来源：Wind，华创证券 注：地产 EBITDA 为负不显示值；标红行业为 26Q2 较 26Q1 改善/提升较多行业，下同

下载日志已记录，仅供内部参考

二级行业回报率专业工程/商用车/普钢/油服工程领先，回报率提升较多：商用车/油服工程/医药商业/饮料乳品等。2026Q2 二级行业自由现金流回报率来看：现金流回报率横向比较看，专业工程 14%、地产服务 11%、商用车 10%、普钢 8.3%、油服工程 8.0%、航海装备 7.2%、医药商业 7.1%、燃气 6.8%、特钢 6.7%、通信服务 6.7%领先。26Q2 较 26Q1 回报率环比提升较多的二级行业有：商用车(+5.4pct)、普钢(+1.5pct)、油服工程(+5.5pct)、医药商业(+3.1pct)、燃气(+2.0pct)、特钢(+1.3pct)、酒店餐饮(+1.4pct)、饮料乳品(+2.8pct)、贸易(+2.7pct)、摩托车(+1.3pct)、房屋建设(+1.5pct)、中药(+2.0pct) 。

图表 16 二级行业现金流回报率：专业工程/商用车/普钢/油服工程回报率领先

企业自由现金流/企业价值EV(剔除货币资金)(%)															
一级行业	二级行业	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	26Q1 TTM	26Q2 TTM	走势	26Q2较26Q1变化(pcts)
建筑装饰	专业工程	11.4	15.7	15.1	13.8	10.0	5.8	4.1	11.6	7.2	5.1	15.2	14.2		-1.0
房地产	房地产服务	11.4	11.4	12.2	11.1	12.6	2.4	-	31.3	19.1	10.9	9.8	10.6		0.9
汽车	**商用车**	-8.3	-10.4	-8.5	11.5	18.0	18.4	2.2	7.3	2.5	5.3	4.9	10.3		5.4
钢铁	**普钢**	1.5	3.3	13.4	10.0	5.8	11.9	2.7	4.0	3.8	3.8	6.9	8.3		1.5
石油石化	**油服工程**	-	1.6	-3.5	2.1	9.0	3.3	6.2	11.1	0.5	6.0	2.4	8.0		5.5
国防军工	航海装备Ⅱ	-	5.5	3.0	1.0	15.1	2.2	1.8	7.9	-1.1	4.8	7.0	7.2		0.1
医药生物	**医药商业**	-0.9	-2.1	-1.7	3.8	0.9	7.7	4.3	5.0	6.4	5.3	4.0	7.1		3.1
公用事业	**燃气Ⅱ**	0.5	-1.4	-0.3	2.9	10.9	1.0	5.4	4.3	3.2	3.5	4.8	6.8		2.0
钢铁	**特钢Ⅱ**	1.4	6.7	13.0	13.0	4.5	11.9	4.9	-0.5	4.2	6.0	5.4	6.7		1.3
通信	通信服务	-9.7	-1.7	1.0	10.4	8.6	5.2	7.4	5.4	10.0	5.6	7.7	6.7		-1.0
交通运输	航空机场	-0.4	-1.1	0.4	8.3	-4.9	1.2	-	4.3	6.3	6.4	6.1	5.2		-0.8
机械设备	轨交设备Ⅱ	-2.5	3.5	4.1	4.9	-0.6	4.4	6.3	6.5	7.6	9.3	10.0	5.0		-5.0
社会服务	**酒店餐饮**	5.9	4.2	4.1	4.5	-0.6	2.5	1.0	7.8	5.6	4.1	3.5	4.9		1.4
有色金属	工业金属	2.4	0.4	0.1	-0.5	2.2	4.8	8.9	2.1	5.0	3.8	4.4	4.9		0.4
传媒	数字媒体	-2.7	1.8	3.8	3.4	3.6	2.7	3.6	12.7	2.1	6.0	5.2	4.6		-0.6
食品饮料	**饮料乳品**	3.0	1.8	0.4	3.0	0.2	1.6	0.2	6.4	1.3	1.5	1.6	4.4		2.8
商贸零售	**贸易Ⅱ**	7.6	-3.6	3.3	-5.5	12.9	6.0	10.4	10.6	-1.8	4.9	1.7	4.4		2.7
石油石化	炼化及贸易	6.9	7.7	4.0	-0.2	-0.7	5.7	3.5	3.3	4.1	3.9	3.6	4.1		0.5
煤炭	煤炭开采	4.5	15.8	8.0	21.4	17.8	19.8	24.9	11.3	5.6	3.2	3.6	4.0		0.4
商贸零售	一般零售	-0.3	1.2	0.5	-0.3	2.5	5.5	4.3	6.9	4.3	2.7	3.3	4.0		0.7
汽车	**摩托车及其他**	0.1	-0.4	-1.4	-	-3.4	2.8	4.0	5.8	1.3	4.0	2.4	3.7		1.3
基础化工	农化制品	-0.3	2.2	2.9	-8.3	2.8	4.2	8.6	2.7	1.6	2.3	3.2	3.8		0.7
建筑材料	装修建材	0.5	1.2	1.6	2.7	1.2	-0.5	0.0	1.5	4.9	3.8	3.6	3.6		0.0
建筑装饰	**房屋建设Ⅱ**	6.1	9.3	13.0	0.4	-2.3	1.5	4.8	7.3	11.6	-1.5	2.1	3.6		1.5
传媒	游戏Ⅱ	0.0	0.7	2.4	2.2	4.4	4.2	2.9	3.0	1.6	3.6	3.9	3.5		-0.4
基础化工	化学原料	1.5	4.9	7.1	5.1	3.5	6.7	5.7	2.6	4.5	2.0	3.1	3.5		0.5
机械设备	工程机械	4.4	1.8	1.9	5.4	4.6	0.0	-1.3	1.6	2.4	3.3	3.4	3.5		0.1
交通运输	航运港口	-1.9	-2.0	-2.1	0.0	5.8	18.1	19.8	2.2	6.3	3.4	2.6	3.2		0.5
有色金属	贵金属	0.0	-0.1	1.8	1.6	0.0	5.9	2.0	-0.8	2.0	3.0	3.5	3.1		-0.4
纺织服饰	饰品	-0.5	0.2	1.2	-1.5	4.4	3.7	0.9	10.7	5.4	7.9	2.4	3.1		0.7
医药生物	**中药Ⅱ**	0.9	-0.9	-1.8	2.0	2.9	5.0	3.7	2.8	2.9	1.3	1.1	3.1		2.0
食品饮料	白酒Ⅱ	6.1	3.4	3.2	-1.5	1.6	2.6	2.9	3.8	4.1	4.0	3.6	2.8		-0.8
电力设备	其他电源设备Ⅱ	2.4	-7.8	-1.5	-16.2	2.2	-	4.9	8.7	8.5	3.0	2.4	2.7		0.3
传媒	广告营销	-0.7	2.1	3.4	3.8	0.8	3.1	1.4	3.9	2.2	2.3	2.0	2.7		0.7
汽车	汽车零部件	0.8	0.1	1.2	3.1	3.4	0.1	-0.5	2.3	1.3	1.8	1.9	2.6		0.7
农林牧渔	**渔业**	0.3	-1.9	-3.8	2.9	1.7	1.9	-2.2	0.9	1.3	1.2	0.1	2.6		2.5
纺织服饰	服装家纺	-0.5	-1.0	2.4	6.0	1.1	6.4	3.2	6.0	1.6	2.2	2.5	2.5		0.0
商贸零售	专业连锁Ⅱ	-1.3	6.6	-4.5	12.3	7.8	-12.5	-4.9	-4.5	1.1	3.1	3.8	2.5		-1.3
汽车	汽车服务	19.6	-10.7	-3.4	13.0	-0.3	3.1	-5.2	3.3	4.0	3.6	5.2	2.5		-2.7
社会服务	教育	-2.1	-1.8	1.3	1.6	1.9	-	2.0	1.2	1.3	1.1	2.3	2.4		0.2
建筑装饰	工程咨询服务Ⅱ	2.3	0.1	6.7	0.7	7.3	0.4	3.8	3.4	2.6	1.7	2.5	2.2		-0.3
医药生物	医疗器械	-0.3	-0.1	0.7	0.6	1.3	1.8	1.6	0.6	0.4	0.9	1.4	2.1		0.8
家用电器	白色家电	4.3	6.7	2.1	12.8	6.2	5.6	5.3	9.5	7.0	-2.5	3.8	2.1		-1.7
基础化工	化学制品	-0.1	0.6	-0.1	2.9	1.1	1.1	0.5	-1.1	2.2	1.2	1.2	2.0		0.8
农林牧渔	种植业	-2.8	-2.6	-0.5	0.6	1.8	0.3	2.2	-4.3	-0.6	1.1	1.4	2.0		0.7
环保	环境治理	-1.2	-2.2	-4.6	-4.5	-3.6	-3.6	-0.9	-1.6	-0.4	0.7	1.0	2.0		1.0

资料来源：Wind，华创证券

一级行业现金流比例：周期资源品环比改善。26Q2 一级行业自由现金流比例

下载日志已记录，仅供内部参考

（FCFF/EBITDA）来看：现金流比例较充裕的行业包括钢铁(62%)、零售(42%)、传媒(41%)、医药(38%)、 社服(34%)。26Q2 较 26Q1 环比改善的主要包括周期中的钢铁、煤炭、石化、化工、环保、交运以及消费中的医药、社服。

图表 17 一级行业现金流比例：周期资源品环比改善

企业自由现金流FCFF/息税折旧摊销前利润EBITDA(%)														
一级行业	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	26Q1 TTM	26Q2 TTM	走势	26Q2较26Q1变化(pcts)
钢铁	13	24	62	63	41	59	33	28	45	37	59	62		4
商贸零售	-26	15	-22	14	47	50	61	86	56	52	43	42		-1
传媒	0	12	27	56	74	37	65	88	26	47	54	41		-13
医药生物	6	-8	-3	26	33	30	24	27	23	25	35	38		3
社会服务	26	3	40	30	7	39	29	48	36	40	27	34		7
食品饮料	86	49	55	-8	53	55	53	59	48	44	39	32		-7
煤炭	34	78	36	77	83	75	66	48	24	25	29	31		3
石油石化	43	40	19	0	0	21	23	26	21	30	27	30		3
纺织服饰	-1	-15	18	41	39	43	34	64	31	47	34	29		-5
有色金属	32	-3	4	7	21	33	34	16	32	29	28	29		0
基础化工	4	18	24	2	32	27	25	2	22	22	27	28		1
机械设备	-41	5	2	41	52	13	15	23	28	46	39	23		-15
环保	-40	-37	-54	-64	-41	-42	-10	-16	-4	5	12	23		11
交通运输	1	-20	7	33	9	53	41	38	42	31	22	23		2
通信	-44	-3	-2	25	19	23	26	21	41	25	31	22		-9
建筑装饰	34	20	59	-6	0	7	54	27	20	5	12	19		7
轻工制造	-6	2	24	20	41	9	14	40	18	-3	1	18		17
美容护理	-71	-46	44	-66	-12	70	59	54	12	49	34	17		-17
建筑材料	9	15	33	48	43	61	1	20	27	21	23	11		-12
家用电器	40	47	26	100	76	49	47	76	47	-11	21	10		-11
国防军工	-109	46	-7	19	105	13	0	-40	-88	-11	0	7		7
公用事业	32	-19	27	22	20	-3	4	-11	-9	2	5	7		3
电力设备	-35	-61	-12	-7	17	-10	-2	3	-35	-3	-1	3		4
农林牧渔	-10	-41	-40	11	-69	-256	-92	-74	34	36	26	-2		-29
计算机	-64	10	28	16	35	-14	-13	15	-5	15	-13	-14		-1
汽车	5	3	-40	-3	67	37	23	32	19	-18	-22	-16		6
电子	-103	-59	-67	-27	-28	-21	-41	-8	-14	-27	-26	-35		-9
综合	-12	72	10	25	-59	-91	-2	64	-35	-2	-41	-146		-105
房地产	22	-53	-5	-33	-3	44	-25	-5	706	-	-	-		-

资料来源：Wind，华创证券

一级行业资本开支：有色/化工/石化/煤炭/钢铁等周期行业开支占比下降。26Q2 一级行业资本开支比例较 26Q1 环比变化来看：开支占利润分配比例下降显著的为周期中的有色、化工、石化、煤炭、钢铁，以及制造中的轻工、电新、汽车等；开支占比上升较多的为建材、农业、交运；资本开支比例绝对水平来看，消费类行业中食饮、家电、零售、纺服、医药、美护，以及传媒、有色占比较低(40%及以下)。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 18 一级行业资本开支：有色/化工/石化/煤炭/钢铁等周期行业开支占比下降

资本开支CAPEX/息税折旧摊销前利润EBITDA(%)														
一级行业	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	26Q1 TTM	26Q2 TTM	走势	26Q2较26Q1变化(pcts)
食品饮料	24	19	18	25	20	24	22	20	17	17	16	16		0.0
传媒	46	47	47	49	48	39	37	34	33	26	26	25		-1.0
家用电器	26	23	32	31	33	38	34	29	27	27	27	26		-0.3
有色金属	52	47	64	80	61	37	39	55	46	35	33	29		-3.4
商贸零售	64	51	62	64	52	43	40	29	26	33	35	34		-0.3
纺织服饰	43	41	40	43	45	36	46	48	44	37	35	37		1.9
医药生物	43	41	46	44	44	46	46	50	44	41	40	38		-2.3
美容护理	43	41	54	46	42	59	45	40	48	42	40	38		-1.5
社会服务	71	56	56	56	104	75	69	47	41	40	40	41		1.0
机械设备	81	49	56	51	41	49	56	56	51	45	43	43		-0.5
环保	111	111	139	168	135	97	85	84	70	56	53	50		-2.7
通信	120	69	72	67	65	69	62	60	57	53	52	51		-0.9
建筑材料	42	28	27	35	30	46	85	71	65	48	47	52		5.5
基础化工	59	44	50	81	63	50	68	97	77	64	60	54		-6.6
石油石化	59	60	75	90	105	72	59	67	63	61	60	57		-2.6
煤炭	50	29	29	33	38	24	25	38	58	62	61	56		-4.6
钢铁	60	30	29	44	51	37	78	76	82	59	59	56		-3.3
轻工制造	48	50	63	57	59	68	74	68	72	65	64	61		-3.1
交通运输	86	73	75	54	77	49	47	48	48	53	56	61		4.7
电力设备	84	79	89	85	78	100	89	100	99	75	69	66		-3.5
汽车	75	68	91	92	64	88	122	96	71	81	76	69		-6.9
建筑装饰	74	74	65	75	87	60	61	62	60	68	70	71		1.0
国防军工	77	64	60	61	50	53	62	69	78	72	72	71		-1.1
计算机	57	42	47	42	42	50	68	73	80	71	72	74		1.6
电子	155	127	142	97	103	82	103	103	90	86	83	80		-3.0
农林牧渔	78	104	106	92	138	366	132	210	52	53	60	81		20
公用事业	71	72	67	60	66	95	87	94	98	99	99	97		-1.6
综合	44	34	71	57	354	62	87	117	96	73	73	154		81
房地产	21	22	21	27	32	36	45	54	320	-	-	-		-

资料来源：Wind，华创证券

一级行业净营运资本变化：公用/建筑/交运/社服/轻工/军工/环保等收缩较多。26Q2一级行业净营运资本变化比例较 26Q1 环比变化来看：净营运资本变化占利润分配比例下降较多的为公用、建筑、交运、社服、轻工、军工、环保、电新、计算机；占比显著上升的为通信、机械、传媒、美护、电子、家电。

图表 19 一级行业净营运资本变化：公用/建筑/交运/社服/轻工/军工/环保等收缩较多

净营运资本变化ΔNWC/息税折旧摊销前利润EBITDA(%)														
一级行业	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	26Q1 TTM	26Q2 TTM	走势	26Q2较26Q1变化(pcts)
钢铁	21	38	0	-14	0	-7	-15	-8	-30	-2	-24	-24		0
公用事业	-12	40	-1	10	5	2	1	9	2	-9	-12	-13		-1
建筑装饰	-23	-9	-38	17	-2	19	-28	-2	8	13	5	-3		-8
煤炭	5	-22	20	-24	-36	-15	-6	-1	3	-1	-4	-2		2
石油石化	-11	-7	-5	0	-13	-4	7	-5	4	-3	3	2		-1
交通运输	0	33	5	1	5	-15	-4	3	-2	4	10	4		-7
基础化工	26	26	15	7	-4	12	-2	-7	-7	7	5	10		5
商贸零售	42	14	38	-8	-17	0	-14	-27	4	3	10	10		1
农林牧渔	27	30	26	-7	26	-26	55	-47	11	6	7	12		4
社会服务	-17	25	-14	-2	-22	-22	-5	-8	11	8	20	12		-8
医药生物	36	51	43	15	8	11	17	10	21	21	13	12		-1
轻工制造	46	36	2	13	-10	15	5	-16	1	30	26	13		-13
纺织服饰	36	57	23	-1	-8	5	3	-27	11	-2	12	15		3
国防军工	120	-20	37	12	-64	26	29	64	103	32	27	14		-13
通信	21	31	25	3	12	3	3	10	-7	13	8	18		10
环保	14	14	2	-15	-4	37	17	24	26	31	26	18		-8
电力设备	39	73	13	13	-5	-1	4	-12	28	22	24	23		-1
机械设备	42	34	27	-8	-4	27	19	12	12	-2	8	24		16
传媒	43	33	17	-13	-29	16	-7	-22	30	18	11	23		13
建筑材料	37	43	24	0	10	-22	3	-1	-3	20	25	25		0
有色金属	7	45	20	1	9	18	14	16	9	22	23	26		2
食品饮料	-32	10	5	61	4	0	4	-1	13	18	23	30		7
计算机	92	44	16	32	14	57	38	7	19	5	32	30		-2
美容护理	108	87	-17	99	55	-44	-18	-7	27	-4	13	32		19
汽车	5	17	37	2	-41	-36	-53	-38	2	28	37	38		1
电子	37	23	16	22	18	33	33	1	20	36	37	47		11
家用电器	17	15	28	-46	-22	0	6	-18	13	70	39	49		10
综合	55	-23	-8	-2	-287	109	0	-96	32	22	60	84		24
房地产	30	103	57	78	43	-7	45	17	-1236	-	-	-		-

资料来源：Wind，华创证券

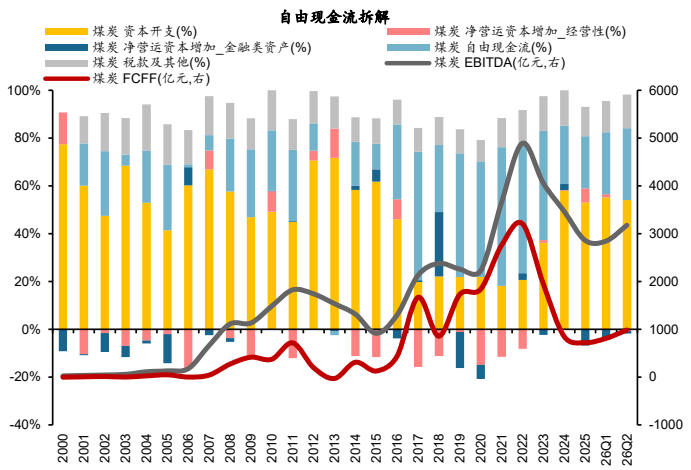
下载日志已记录，仅供内部参考

（三）重点行业现金流表现

1、周期

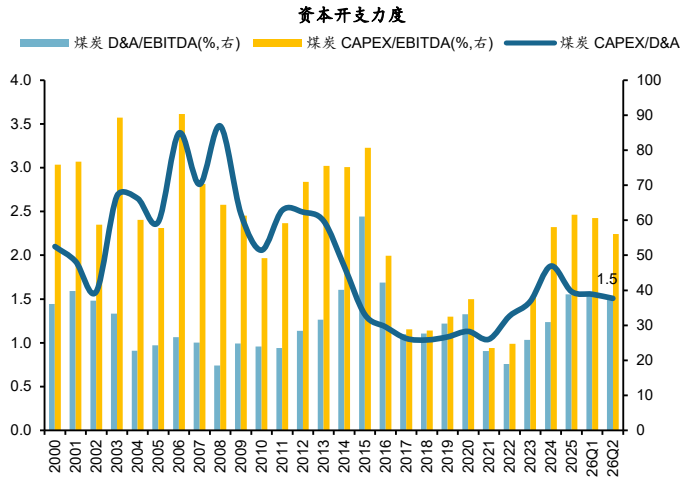
煤炭：盈利回升&开支力度持续压降，现金流比例扩张至 31%。煤炭行业 26Q2 FCFF/EBITDA 为 31%，相较于 24 年的 24%低点已持续改善。行业前端盈利规模已于 25 探底、26Q1、26Q2 持续回升；行业资本开支力度(CAPEX/D&A)已自 24 年高点 1.9 持续压降至 26Q2 的 1.5。煤炭盈利能力已自 24/25 年低点企稳回升，叠加厄尔尼诺高温影响下煤价回升，以 EBITDA/营收衡量盈利能力来看，26Q1/26Q2 盈利能力分别为 25%、26%，关注后续煤价走势。煤炭 26Q2 净营运资本变化基本平稳，行业 25 年以来减配金融类资产贡献现金流空间。

图表 20 煤炭 26Q2 现金流比例扩张至 31%



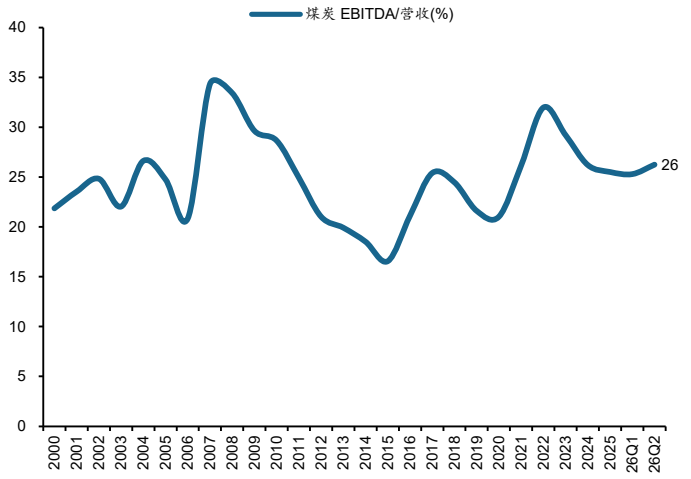
资料来源：Wind，华创证券

图表 21 煤炭开支力度自高位压降



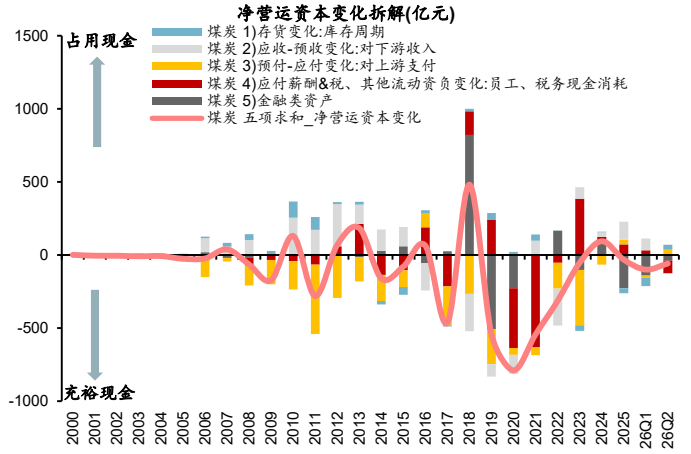
资料来源：Wind，华创证券

图表 22 煤炭盈利能力企稳回升



资料来源：Wind，华创证券

图表 23 煤炭净营运资本变化基本平稳

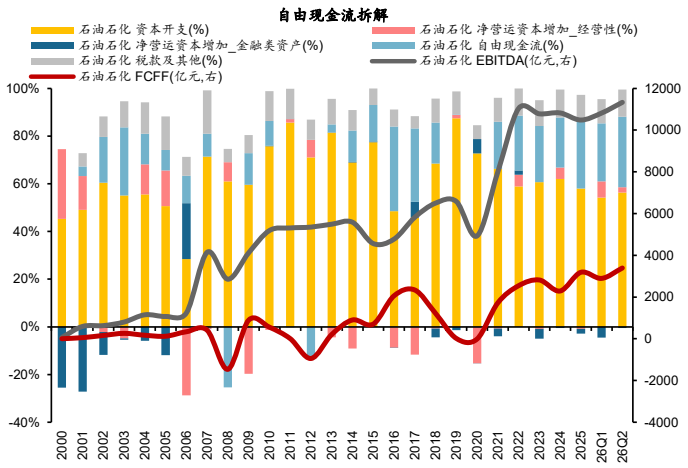


资料来源：Wind，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

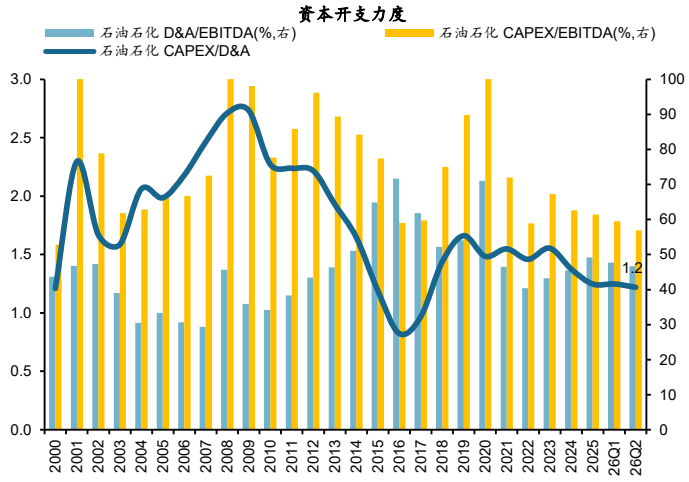
石化：油价高位运行改善前端盈利，开支持续压降，26Q2 现金流比例回升至 30%。石化行业 26Q2 FCFF/EBITDA 回升至 30%。二季度美伊地缘持续，油价高位震荡改善行业前端盈利，26Q2、26Q1 EBITDA 已连续两季度环比回升；资本开支持续小幅压降，开支力度已连续多年走低至 1.2。EBITDA/营收的盈利能力评估来看，已由 20 年 10%低点连续修复至 26Q2 的 15%。油价高位运行，叠加先前油气通过降本增效，行业盈利能力持续改善。行业 26Q2 净营运资本变化基本平稳，二季度油价高企且波动大，行业主动补库意愿下降。

图表 24　石化 26Q2 现金流比例回升至 30%



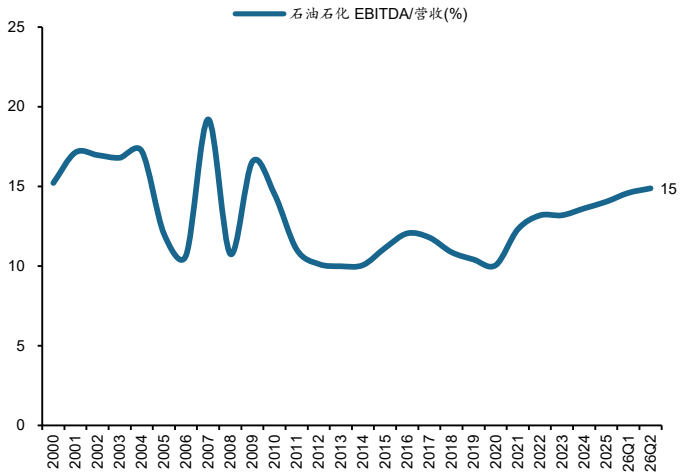
资料来源：Wind，华创证券

图表 25　石化开支力度已连续多年走低至 1.2



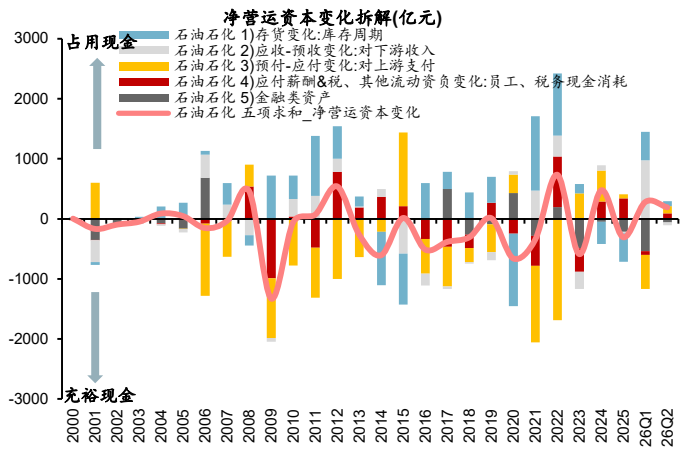
资料来源：Wind，华创证券

图表 26　石化盈利能力持续改善



资料来源：Wind，华创证券

图表 27　石化 26Q2 补库力度下降

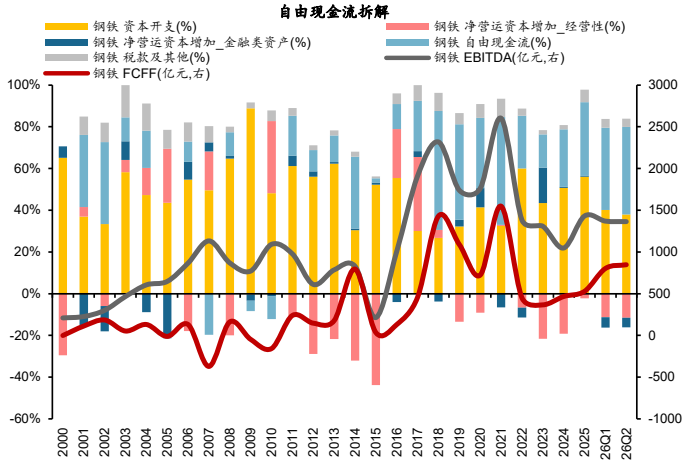


资料来源：Wind，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

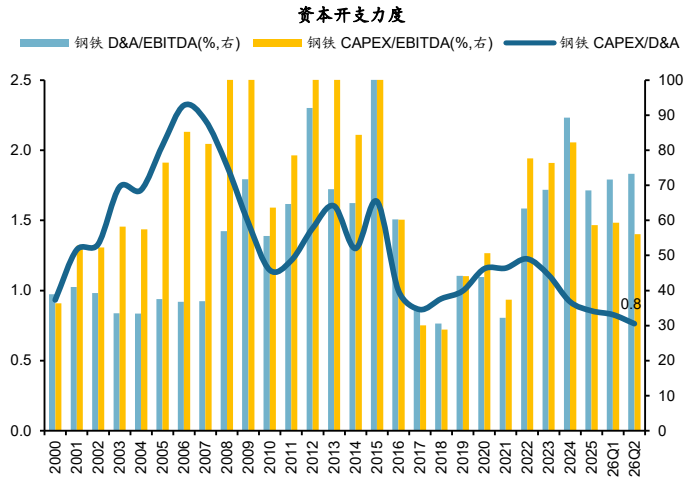
钢铁：盈利走平，开支充分压降，26Q2 现金流比例 62%。钢铁 26Q2 FCFF/EBITDA 回升至 62%，创 2020 年以来新高。钢铁行业在 25 年前盈利规模大幅收缩背景下，现金流依然维持稳定表现主要来自于开支的充分压降及净营运资本收缩贡献，行业开支力度已自 22 年高点的 1.2 充分压降至当前 0.8。盈利能力来看，钢铁 EBITDA/营收 26Q2 为 7%，较 26Q1 走平，距离 18 年高点的 15%仍存在差距。地产收缩周期下，钢铁先前净营运资本收缩中存货分项的持续出清影响最为显著；而 26Q1 以来行业由去库转为小幅补库，当前净营运资本收缩主要由对上下游议价能力上升贡献，主要体现为预付和应收项目的收缩。

图表 28　钢铁 26Q2 现金流比例扩张至 62%



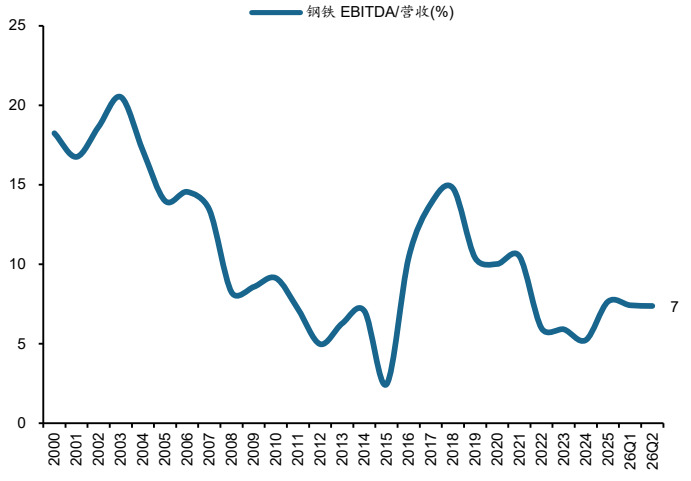
资料来源：Wind，华创证券

图表 29　钢铁开支力度已充分压降至 0.8



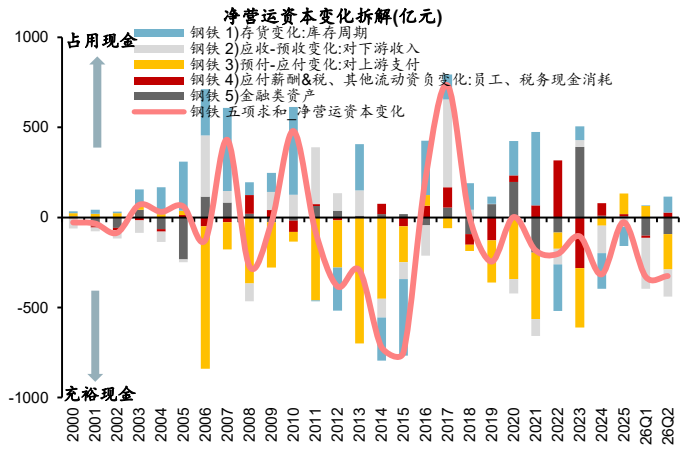
资料来源：Wind，华创证券

图表 30　钢铁盈利能力走平



资料来源：Wind，华创证券

图表 31　钢铁小幅补库，应收预付收缩贡献现金空间

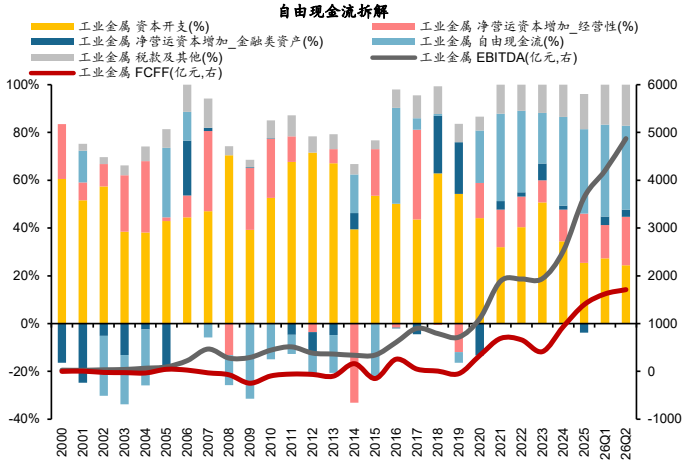


资料来源：Wind，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

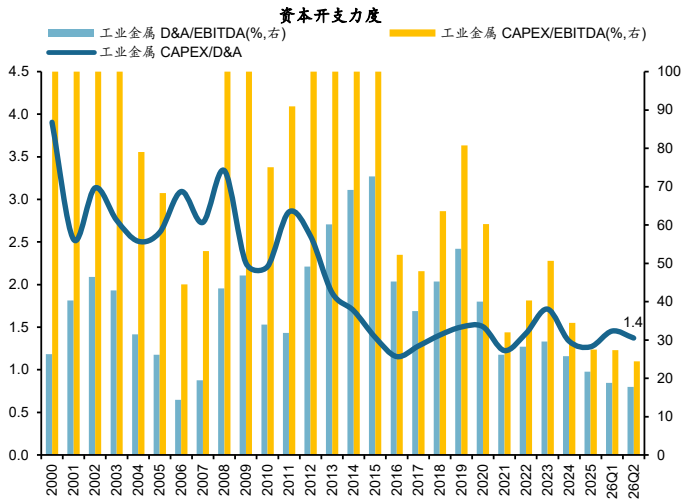
工业金属：开支力度小幅压降，盈利显著扩张，大幅补库，现金流比例 35%小幅收缩。工业金属 26Q2 FCFF/EBITDA 为 35%，较 2025/26Q1 的 38%/39%整体小幅收缩。行业资本开支力度整体较为克制，15 年至今基本于 1.4 附近波动，企业更加注重自身禀赋的成本控制。行业开支力度由 26Q1 的 1.5 小幅压降至 26Q2 的 1.4，行业尚未重启开支显著上行的通道。供给约束下工业金属供需缺口仍存，行业前端盈利保持显著扩张。工业金属全球供需缺口下，行业盈利能力持续攀升，26Q2 EBITDA/营收已上升至历史高位的 14%。行业 25/26Q1/26Q2 持续大幅补库，放大净营运资本对现金空间的占用：2025/26Q1/26Q2 工业金属 FCFF 分别为 1394/1619/1708 亿元，而对应存货变化分别达+1182/+1118/+1195 亿元。

图表 32　工业金属 26Q2 现金流比例小幅收缩至 35%



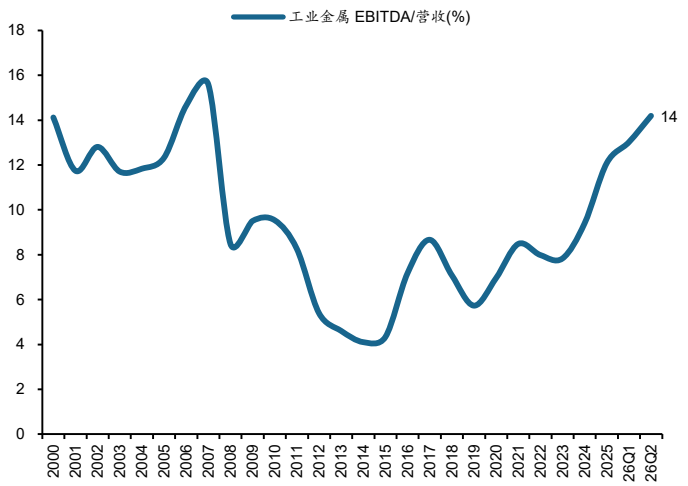
资料来源：Wind，华创证券

图表 33　工业金属 26Q2 开支力度小幅压降至 1.4



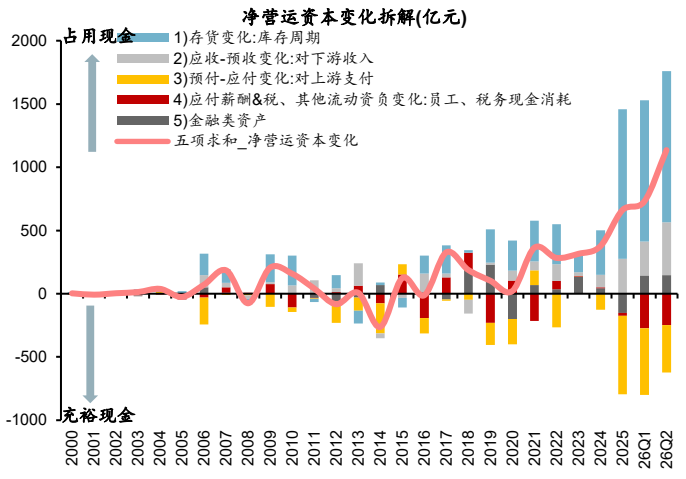
资料来源：Wind，华创证券

图表 34　工业金属盈利能力持续攀升



资料来源：Wind，华创证券

图表 35　工业金属持续大幅补库

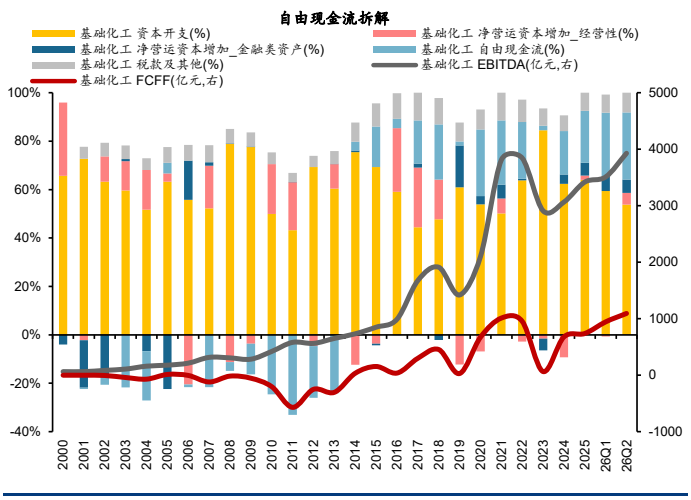


资料来源：Wind，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

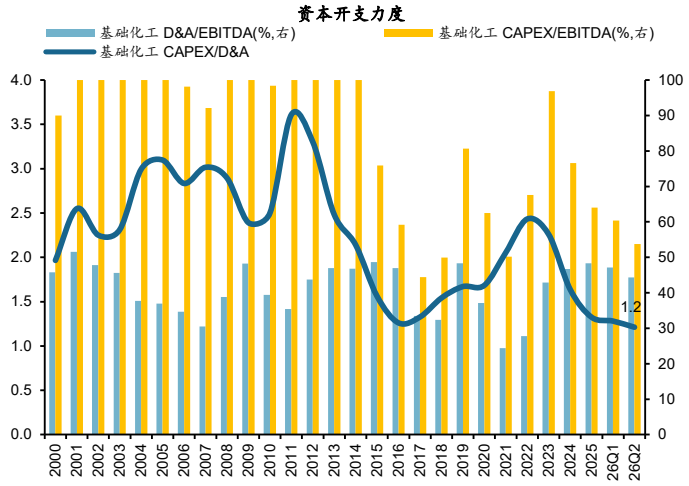
化工：开支持续压降，盈利扩张，大幅补库，现金流比例 28%保持稳定。化工 26Q2 FCFF/EBITDA 为 28%，较 26Q1 的 27%保持稳定。行业开支力度由 2022 年高位 2.4 持续压降至 26Q2 的 1.2。二季度净营运资本占用小幅放大。盈利较一季度显著扩张，26Q2 EBITDA TTM 环比 12%、领先于 26Q1 环比的 3%。行业盈利能力持续改善，26Q2 EBITDA/营收已上升至历史高位的 16%。行业 26Q2 持续大幅补库，放大净营运资本对现金空间的占用：2025/26Q1/26Q2 行业存货变化分别为+136/+204/+495 亿元。

图表 36 化工 26Q2 现金流比例 28%保持稳定



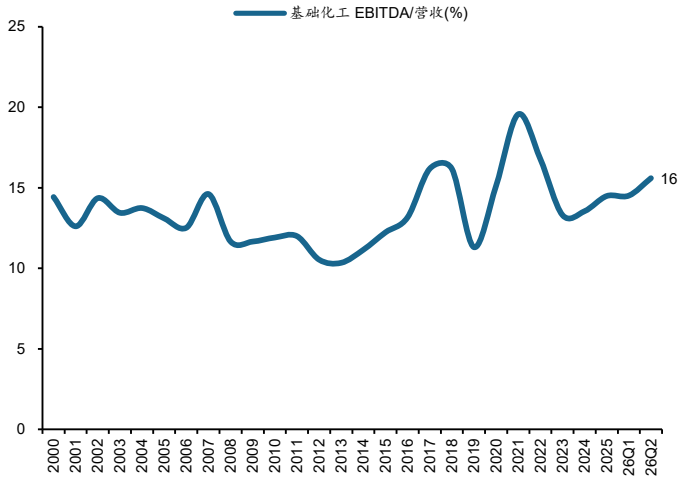
资料来源：Wind，华创证券

图表 37 化工 26Q2 开支力度小幅压降至 1.2



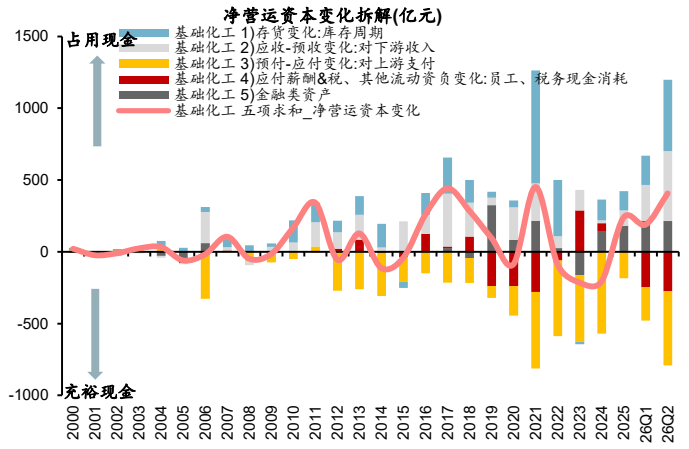
资料来源：Wind，华创证券

图表 38 化工盈利能力持续攀升



资料来源：Wind，华创证券

图表 39 化工 26Q2 大幅补库



资料来源：Wind，华创证券

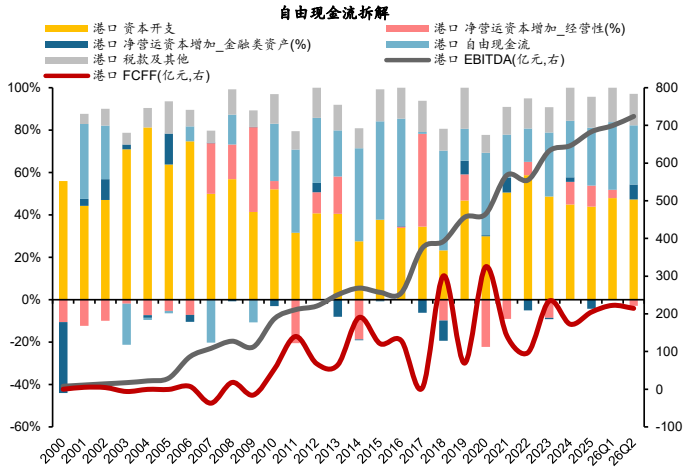
下载日志已记录，仅供内部参考

2、稳定

港口：开支力度低位，现金流比例 30%保持稳定。港口行业自由现金流长期为正，近 10 年现金流比例平均为 34%，26Q2 为 30%，近年来基本保持 20%-40%的稳定区间。行业资本开支力度在 23 年后进一步收缩，当前开支力度 1.3 低位运行、较 26Q1 环比小幅上升。

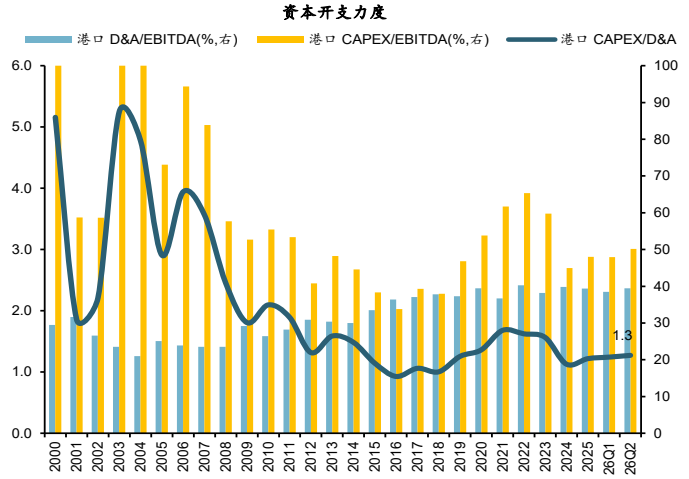
水电：开支力度小幅压降，现金流比例 45%保持稳定。水电行业是自由现金流创造的代表行业，历史稳定的现金流表现也正是有力佐证。2021 年以来新能源背景下水电装机扩容使得现金流比例处于收缩态势，但 2026 年来已开始回升，26Q2 现金流比例达 45%。在前端盈利规模仍维持稳定扩张的背景下，年内资本开支压降贡献现金空间，资本开支力度从 21 年低点 0.8 拐头上行至 24 的 1.6，2025/26Q1 处 1.5 水平，26Q2 小幅压降至 1.4。

图表 40　港口 26Q2 现金流比例 30%保持稳定



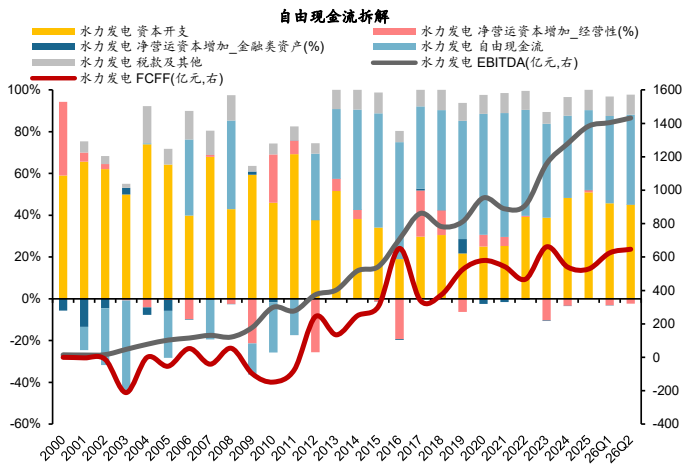
资料来源：Wind，华创证券

图表 41　港口 26Q2 开支力度 1.3



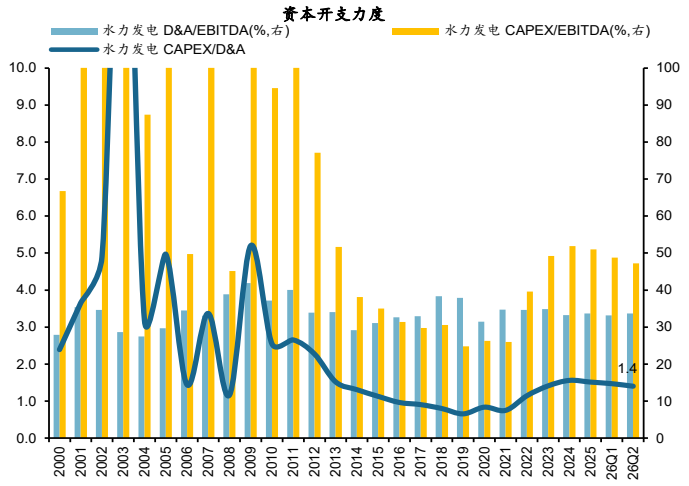
资料来源：Wind，华创证券

图表 42　水电 26Q2 现金流比例 45%



资料来源：Wind，华创证券

图表 43　水电开支力度小幅压降至 1.4



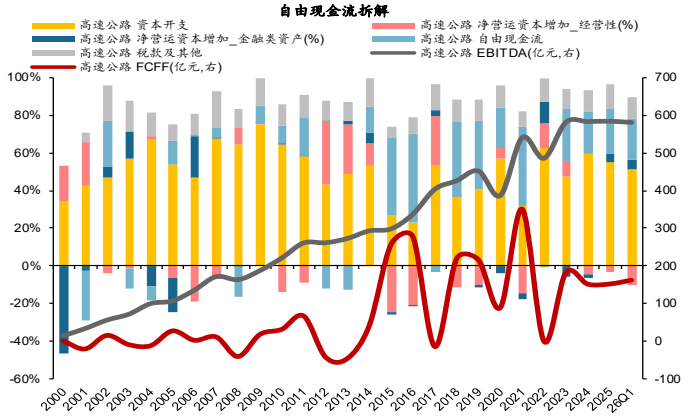
资料来源：Wind，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

高速公路：开支力度稳定在近年中枢，现金流比例 31%保持稳定。高速公路行业经历早期的高投入时期后，近 10 年基本实现了开支和现金流创造的稳定循环，26Q2 资本开支力度 1.6 稳定在近十年中枢位置，现金流比例近年也多数时间保持在约 30%水平，26Q2 现金流比例 31%保持稳定。

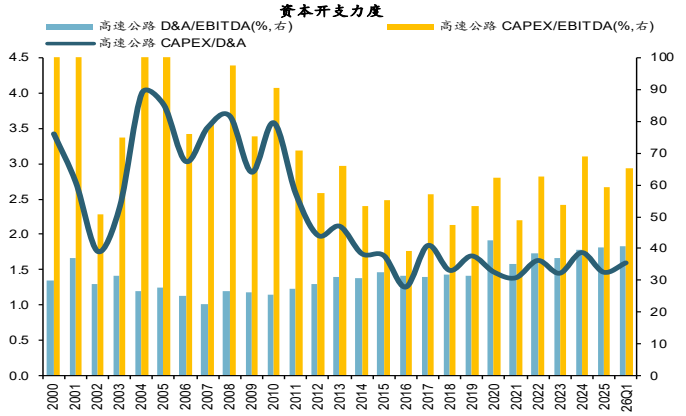
电信运营商：盈利小幅承压，现金流比例 32%保持稳定。26Q2 电信运营商现金流比例 32%保持稳定。三大运营商大多时期都处于创造现金流的阶段，这主要由于通信服务的刚性需求和用户的高粘性形成收入基石。EBITDA 规模上由于三大运营商的规模效应长期稳定在 6000 亿左右，但 26Q1/26Q2 环比均小幅下降。行业资本开支较为克制，2025 年以来开支力度仅 0.8。

图表 44　高速公路 26Q1 现金流比例 28%保持稳定



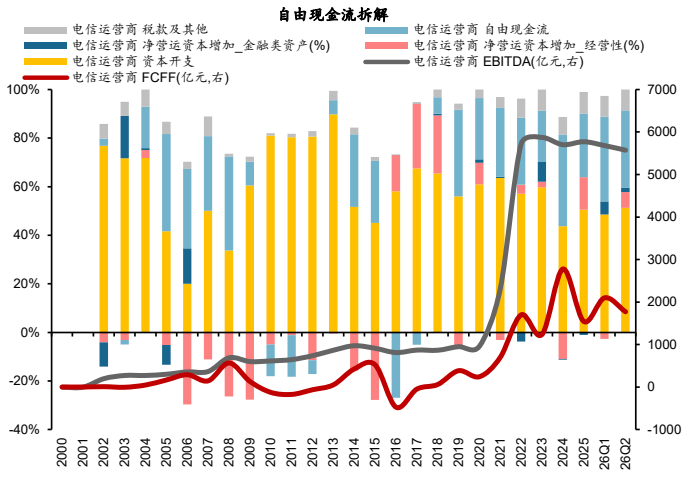
资料来源：Wind，华创证券

图表 45　高速公路开支力度稳定在近十年中枢位置



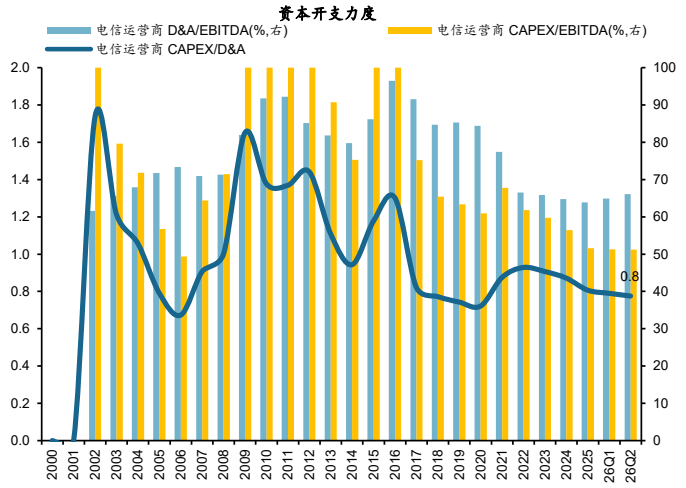
资料来源：Wind，华创证券

图表 46　电信运营商盈利小幅承压



资料来源：Wind，华创证券

图表 47　电信运营商资本开支力度克制



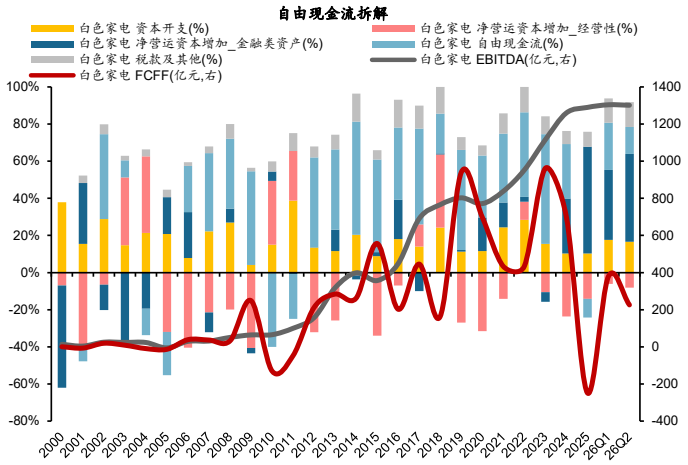
资料来源：Wind，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

3、消费

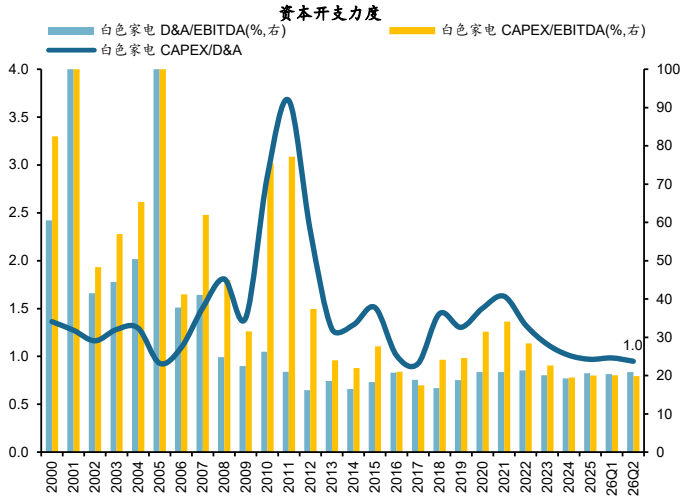
白电：白电：现金管理需求持续配置金融类资产，26Q2 现金流比例收缩至 17%。白电 26Q2 FCFF/EBITDA 为 17%，行业 2024 年以来持续大幅配置金融类资产消耗现金。CAPEX/D&A 基本稳定在 1.0 产能平衡水平，资本开支保持克制。白电净营运资本变化分项来看，除大幅增持的金融类资产外，行业仍保持对上游的强议价能力，以“预付-应付”衡量对上游支付的资金占用看，白电该项持续贡献现金空间。盈利能力来看，EBITDA/营收 26Q2 处历史高位 12%，整体保持平稳。

图表 48 白电现金流比例因增配金融资产显著收缩



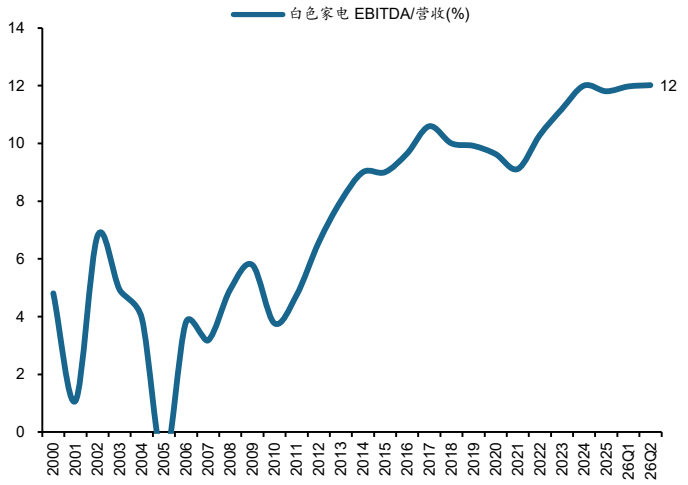
资料来源：Wind，华创证券

图表 49 白电开支力度稳定在 1.0 产能平衡水平



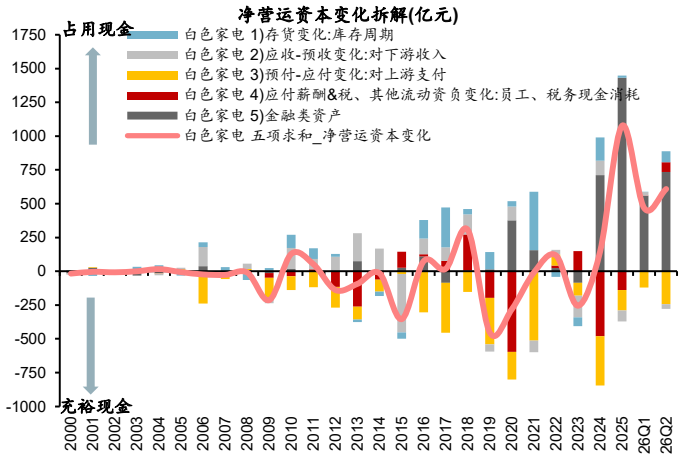
资料来源：Wind，华创证券

图表 50 白电盈利能力保持平稳



资料来源：Wind，华创证券

图表 51 白电现金管理需求显著增持金融类资产

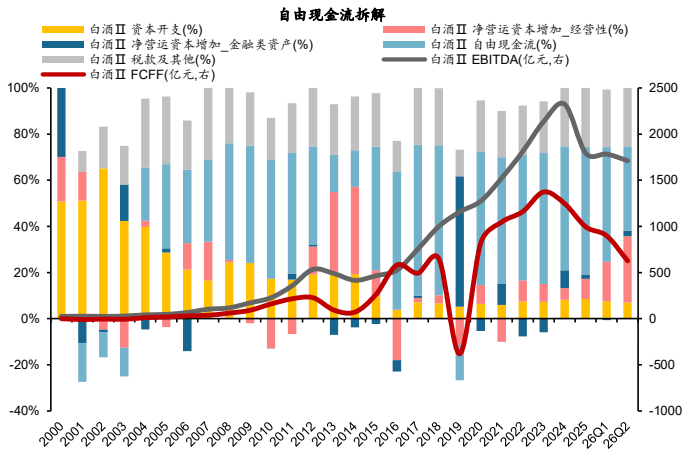


资料来源：Wind，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

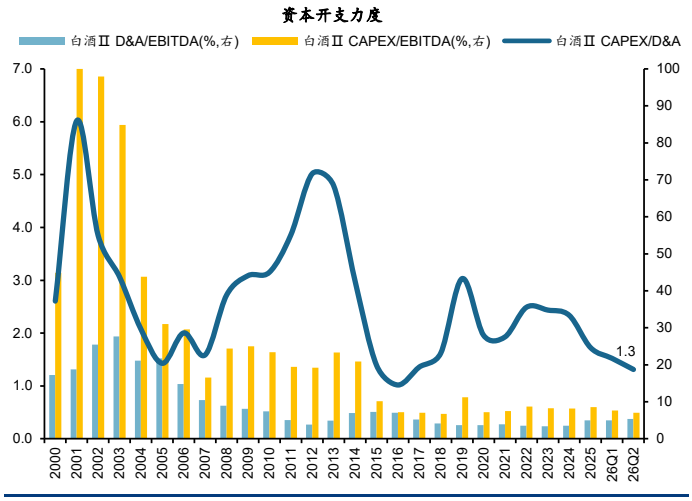
白酒：前端盈利承压，渠道与供应链议价能力承压，26Q2 现金流比例收缩至 37%。白酒 26Q2 现金流比例 37%显著收缩。前端盈利规模持续承压，EBITDA 规模由 24 年的 2322 亿元下降至 2025/26Q1/26Q2 的 1793/1783/1712 亿元。资本开支力度持续压降至 1.3，主要现金消耗同样来自于净营运资本占用的持续放大。内需承压背景下，白酒盈利能力（EBITDA/营收）已由 24 年高位 53%下降至 26Q2 的 49%，较 26Q1 走平。净营运资本分项的占用上，白酒行业除长期以来持续累库消耗现金空间，以“预付-应付”衡量对上游支付的资金占用&以“应收-预收”衡量对下游收入的资金占用来看，这两项变化分享 2025/26Q1/26Q2 由此前的贡献现金空间转为占用。

图表 52 白酒前端盈利承压



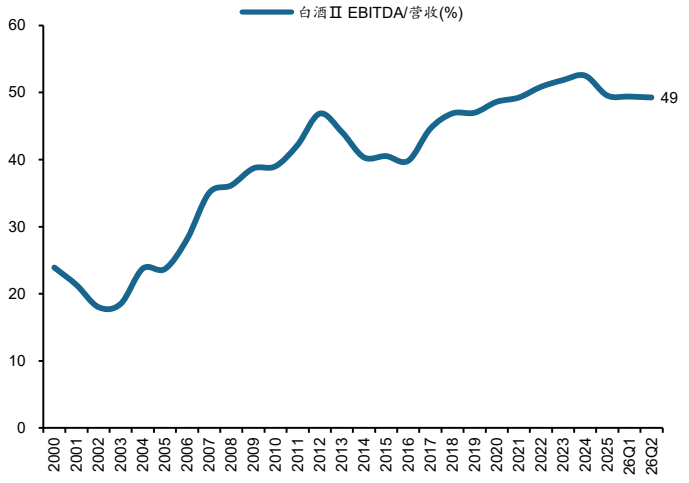
资料来源：Wind，华创证券

图表 53 白酒开支力度持续压降至 1.3



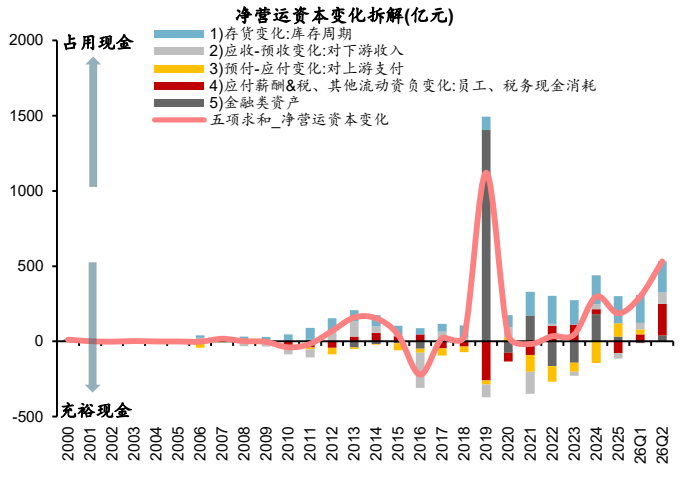
资料来源：Wind，华创证券

图表 54 白酒盈利能力走平



资料来源：Wind，华创证券

图表 55 白酒渠道与供应链议价能力承压

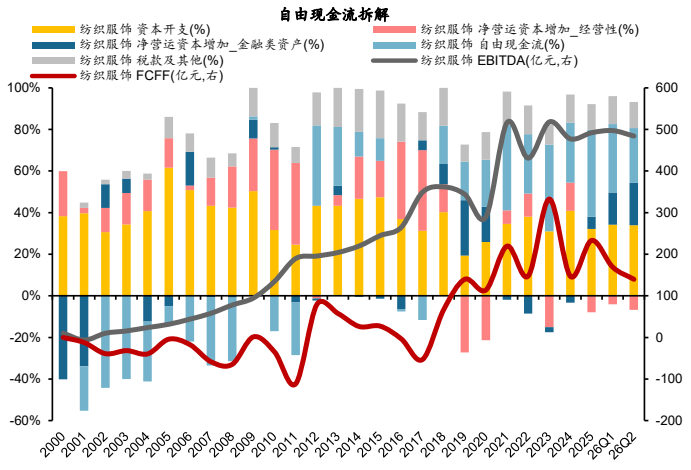


资料来源：Wind，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

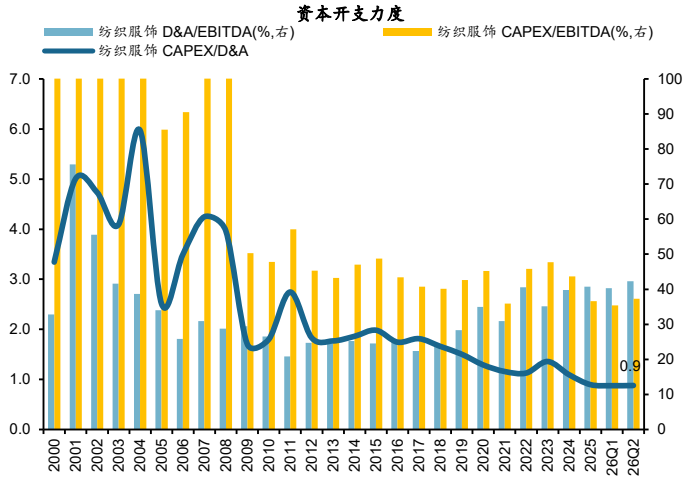
纺服：资本开支力度克制，增配金融类资产，26Q2 现金流比例 29%。纺服 26Q2 现金流比例小幅收缩至 29%，2020 年以来稳定在 30%-50%区间，前端盈利规模小幅下降。资本开支力度已压降至 0.9，26Q2 现金消耗的主要增量来自于增持金融类资产。纺服 23 年以来的去库趋势维持，2025/26Q1/26Q2 存货变化分别-94/-57/-59 亿元，行业去库贡献现金空间。盈利能力来看，EBITDA/营收基本维持于 10%水平左右且波动收敛。

图表 56 纺服 26Q2 现金流比例 29%小幅收缩



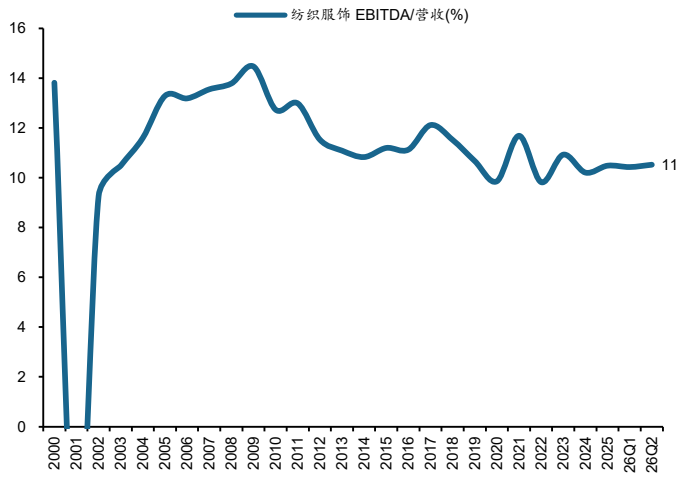
资料来源：Wind，华创证券

图表 57 纺服开支力度充分压降至 0.9



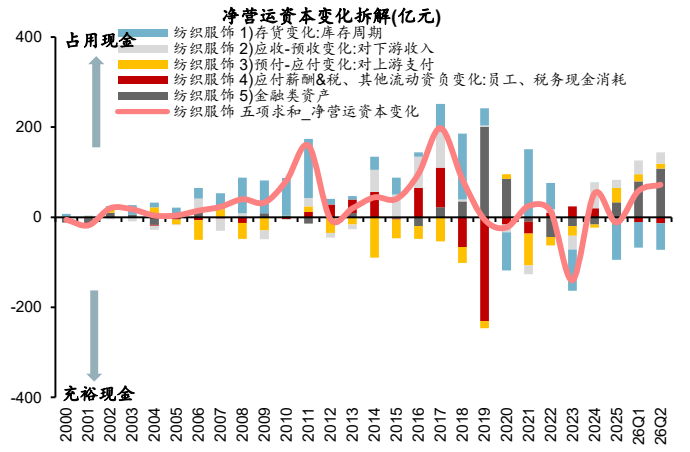
资料来源：Wind，华创证券

图表 58 纺服盈利能力维持于 11%水平且波动收敛



资料来源：Wind，华创证券

图表 59 纺服仍处去库周期

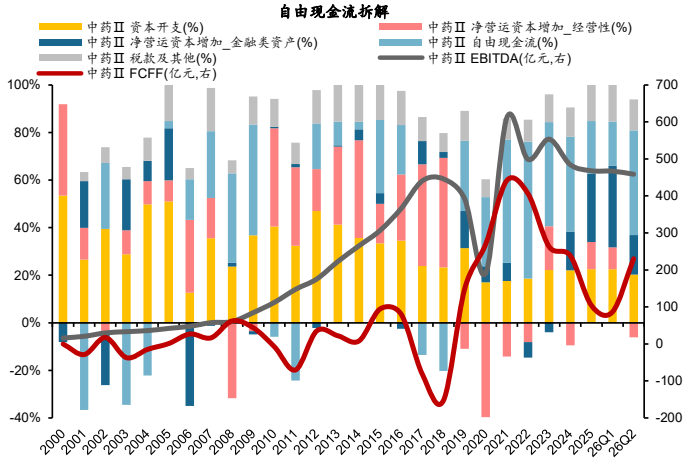


资料来源：Wind，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

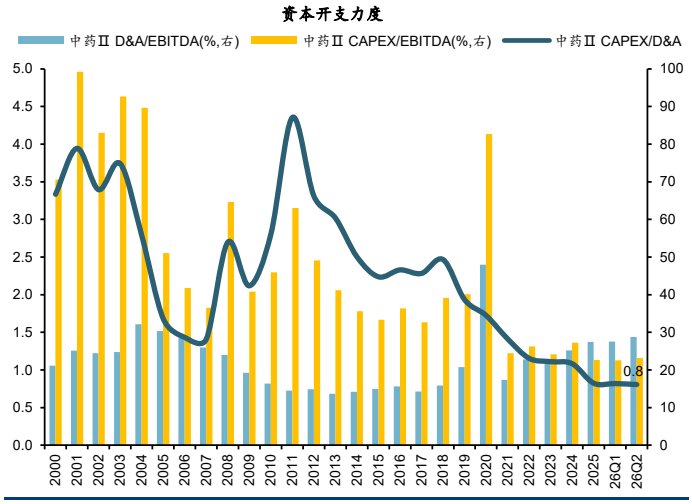
中药：净营运资本占用大幅下降，26Q2 现金流比例回升至 50%。中药 26Q2 现金流比例 50%，23 年来由于集采及疫情期间的阶段性利好逐步消退，行业前端盈利规模仍小幅下降；行业现金管理持续配置金融类资产占用现金空间，26Q2 环比配置力度有所下降；经营性净营运资本占用现金空间转为贡献。开支力度上，中药自 18 年来持续压降，26Q2 已走低至 0.8。中药盈利能力近期走平，较集采前的盈利水平差距较大。净营运资本分项来看，除前述提及的金融类资产增持外，行业 25 年以来开启历史上罕见的去库周期（除疫情时期外）；同时，26Q2 应收账款对现金空间的占用小幅收缩贡献现金空间。

图表 60　中药 26Q2 现金流比例回升至 50%



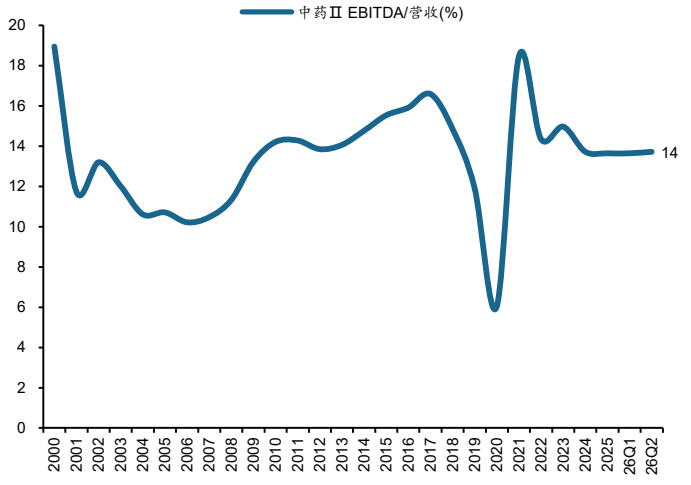
资料来源：Wind，华创证券

图表 61　中药开支力度充分压降至 0.8



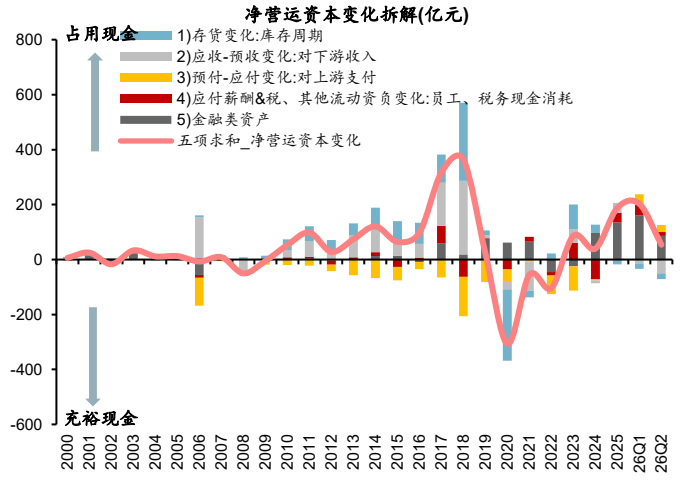
资料来源：Wind，华创证券

图表 62　中药盈利能力近期走平



资料来源：Wind，华创证券

图表 63　中药配置金融类资产&小幅去库



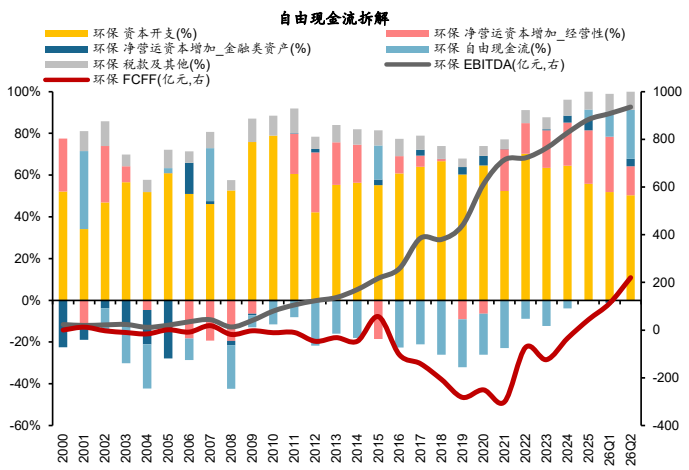
资料来源：Wind，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

（四）现金流视角哪些行业驱动改善？

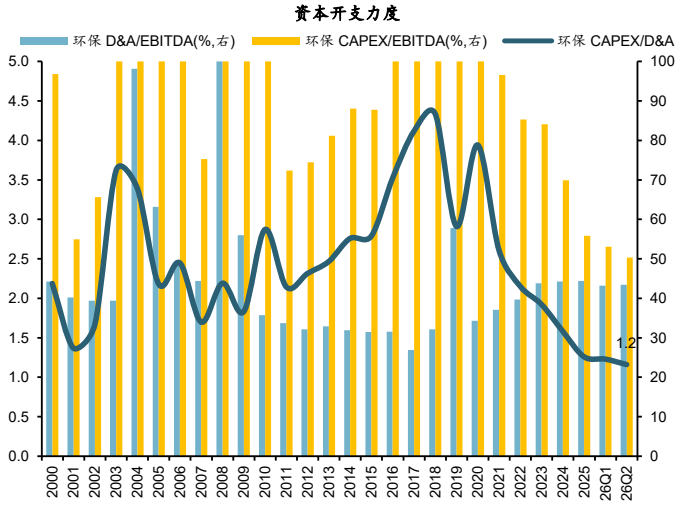
环保：行业转向高质量发展，开支力度大幅压降，现金流持续转正。环保 26Q2 现金流比例 23%，现金流罕见持续转正。环保行业历史至今多数年份现金流为负，主要由于行业本身具备重资产+长周期运营属性，历史投入期资本开支力度高企且项目建设期现金流状况承压。而近 5 年行业逐渐由“增量建设”转向“存量运营”，龙头频繁在公告中提及“环保行业整体从高速扩张转向以存量提质增效为核心的高质量发展阶段”，资本开支力度由 2020 年的 3.9 高位大幅压降至当前的 1.2。行业盈利能力再创新高，26Q2 EBITDA/营收达 24%历史高点。行业净营运资本长期占用现金空间，主要体现为对下游收入的持续占用，这是由于环保行业本身公益属性强、定价与付费机制受政府主导，如水价、污水处理费等政府定价/协议结算，市政端订单与付费受地方财政收支与预算约束，行业对下游议价能力偏弱。行业 26Q2 预付占用减少贡献现金空间。

图表 64　环保现金流持续转正



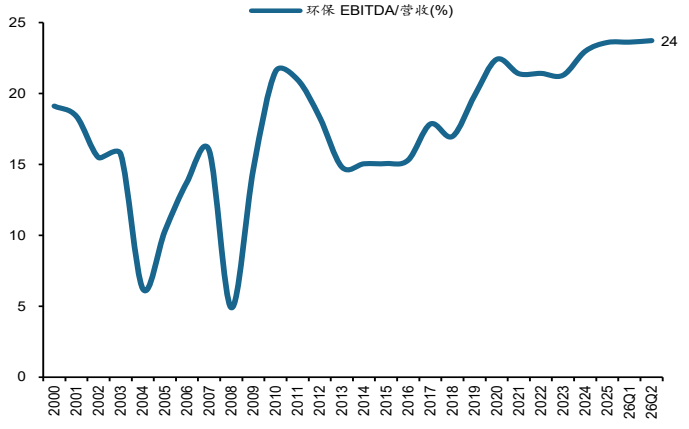
资料来源：Wind，华创证券

图表 65　环保开支力度自高位大幅压降至 1.2



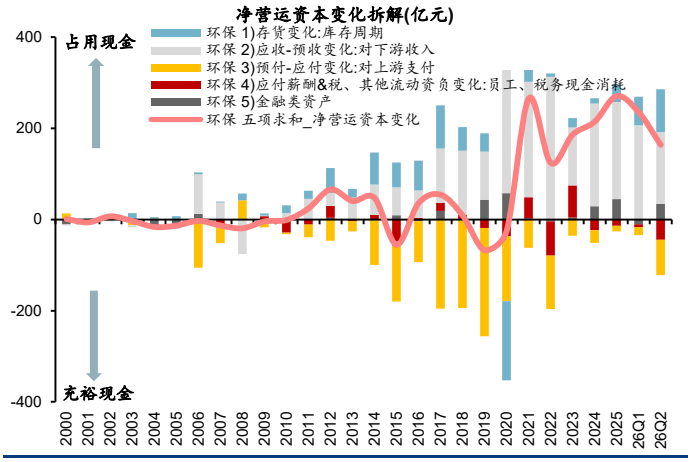
资料来源：Wind，华创证券

图表 66　环保 26Q2 盈利能力再创新高



资料来源：Wind，华创证券

图表 67　环保对下游收入持续占用现金空间

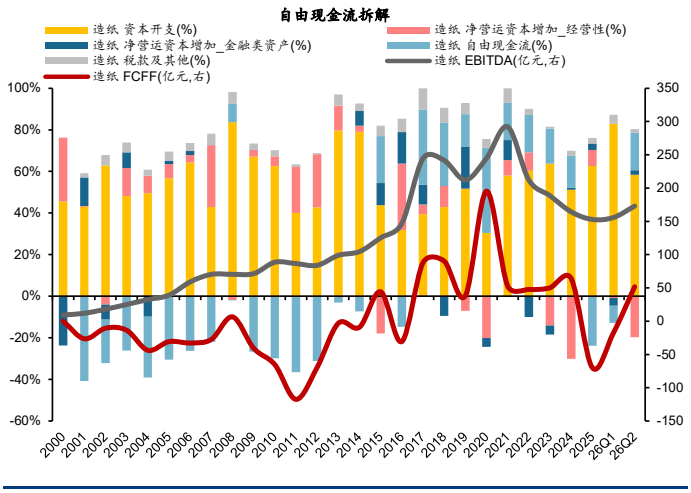


资料来源：Wind，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

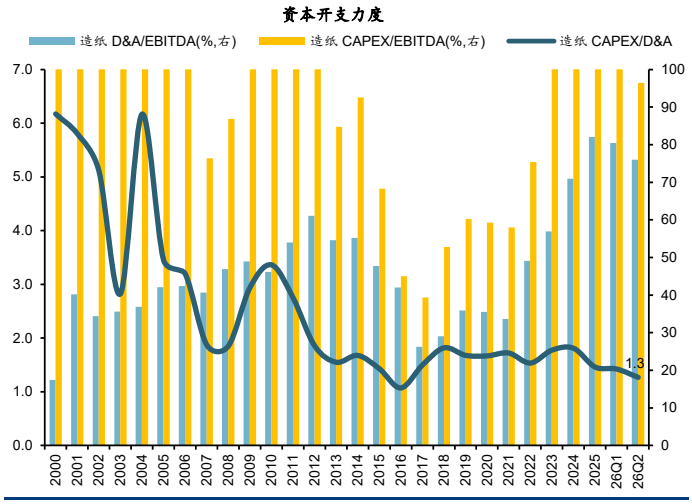
造纸：开支力度持续压降，盈利企稳回升，行业 26Q2 现金流转正。造纸 26Q2 现金流比例 30%，时隔两年现金流再度转正。造纸业经过 2024 年前的扩产后，行业资本开支开始压降、新增产能显著收敛，行业从供给挤压转向供需再平衡与产能利用率抬升，叠加下游需求温和修复与造纸 PPI 修复，2026 年以来盈利得以自底部回升。造纸 PPI 截至 26/06 已转正，行业盈利能力 EBITDA/营收同步自底部企稳回升至 9%，但较前高仍有较大距离。行业净营运资本收缩贡献现金空间，具体分项来看 2025 年以来行业持续补库，但 26Q2 预付占用显著收缩，对上游议价能力较强。

图表 68 造纸 26Q2 现金流转正



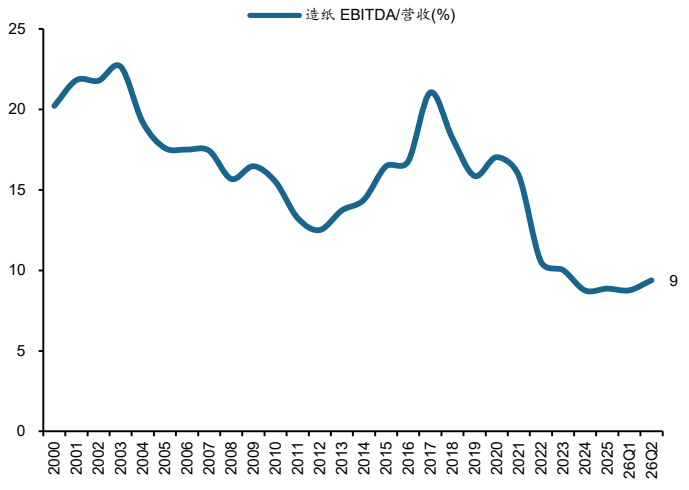
资料来源：Wind，华创证券

图表 69 造纸开支力度持续压降至 1.3



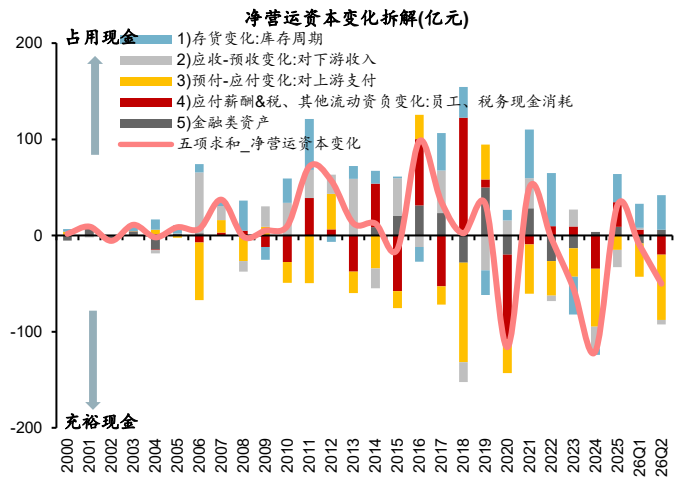
资料来源：Wind，华创证券

图表 70 造纸盈利能力回升



资料来源：Wind，华创证券

图表 71 造纸持续补库， 26Q2 预付占用显著收缩



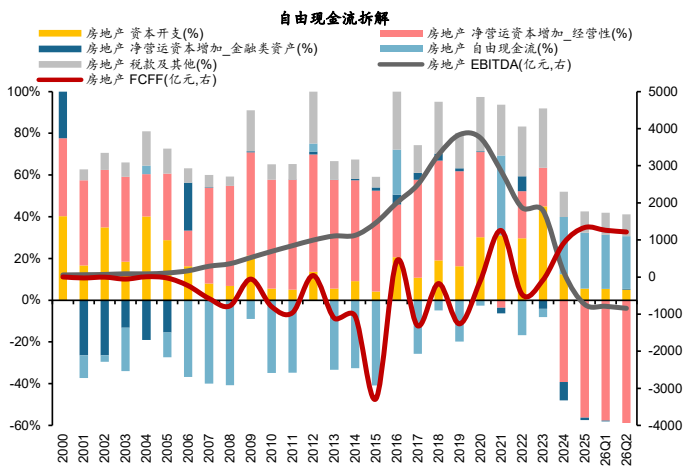
资料来源：Wind，华创证券

地产：盈利规模转负，去库力度仍大。地产 25 年以来盈利规模再度显著收缩甚至转负，2025/26Q1/26Q2 EBITDA 规模分别-737/-789/-843 亿元，但净营运资本转向大幅收缩、资本开支力度进入小于 1 的收缩区间使得现金流转正，房企利用现金优先降

下载日志已记录，仅供内部参考

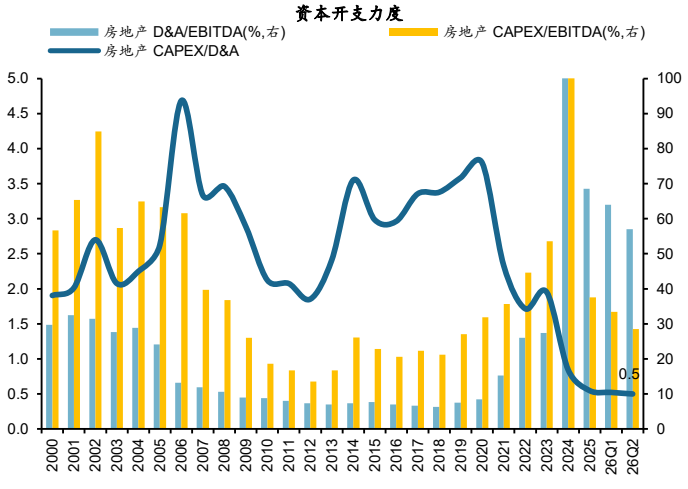
低杠杆率、修复其资产负债表。地产行业在 22、23 年净营运资本细项发生显著变化，即库存周期转向去库、预收科目（合同负债）持续兑现，从而净营运资本由扩张转向收缩，23 年以来去库幅度显著。地产收缩周期以来行业盈利能力显著走低，当前盈利规模如前述已转负。

图表 72　地产前端盈利规模转负



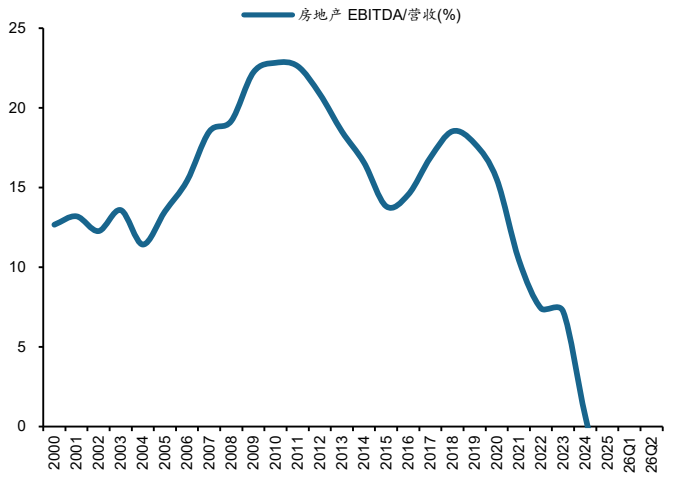
资料来源：Wind，华创证券

图表 73　地产开支力度持续位于小于 1 的收缩区间



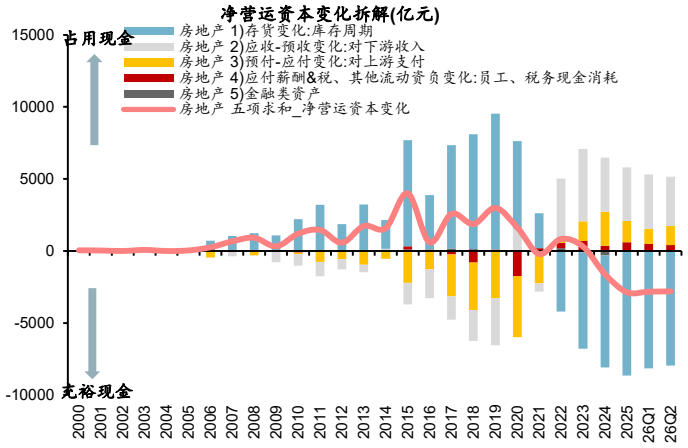
资料来源：Wind，华创证券

图表 74　地产收缩周期以来盈利能力显著走低



资料来源：Wind，华创证券

图表 75　地产去库力度仍大



资料来源：Wind，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

四、金融：二季度上市银行经营景气度延续修复

（一）基本面数据跟踪

8 月 LPR：8 月 1 年期、5 年期 LPR 维持不变，最新 1 年期 LPR 3%、5 年期 LPR 3.5%。

26 年 7 月社融：8 月 14 日，央行披露 2026 年 7 月金融数据，新增社融 1.4 万亿元，同比多增 2710 亿元，社融存量增速环比持平于 7.4%；人民币贷款余额减少 3400 亿元，同比少增 2900 亿元。

1H26 商业银行经营数据：1H26 商业银行净利润同比增长-0.58%，降幅较 Q1 收窄 3.2pct。其中国有行二季度净利润增速改善明显，由负转正，1H26 净利润同比增长 1.58%，增速较 Q1 上升 2.9pct；1H26 商业银行净息差环比+1bp 至 1.41%；不良率环比+1bp 至 1.52%，拨备覆盖率环比下降 0.27pct 至 202.87%。

行业数据点评：

在量上，直接融资放量，信贷需求仍然较弱。7 月新增社融 1.4 万亿元，同比多增 2710 亿元，政府债发行提速叠加企业直接融资放量是主要支撑：政府债净融资同比多增约 700 亿元，企业债券+股票融资同比多增约 2400 亿元，而社融口径人民币贷款同比少增 1600 亿元。反映直接融资对信贷需求的替代进一步增强。前 7 个月人民币贷款同比少增超 2 万亿元，企业债券+股票融资同比多增 1.3 万亿元，债券、股票融资在社融中的占比持续提升，融资结构变化已为长期趋势。

在结构上，票据冲量收缩进一步挤出信贷水分。7 月人民币贷款同比增长 5.1%，增速环比下降 0.1pct；票据融资同比少增约 5000 亿元，成为信贷少增的主要拖累，监管加强票据价格管理后，低价收票冲量空间明显收窄；与此同时，企业短贷同比少减约 3000 亿元，一定程度承接票据收缩。剔除票据后，居民和企业中长期贷款虽同比有所改善，但增量来看仍处同期低位，内生融资需求尚未明显修复，“降速提质”仍将延续。

在价上，二季度息差首次环比回升，银行盈利压力边际缓解。1H26 商业银行净息差由 1.40%回升至 1.41%，为 2022 年以来首次环比改善，存款成本优化和新发放对公贷款利率基本保持稳定是息差边际企稳的重要支撑。分银行类型来看，国有行和城商行的息差环比回升更为明显，1H26 国有行/股份行/城商行/农商行净息差分别为 1.31%/1.54%/1.40%/1.59%，分别较 Q1 +2bp/持平/+2bp/+1bp。结合贷款增速继续下行来看，银行经营目前正呈现“规模放缓、息差企稳”的特点，进一步验证信贷“降速提质”。由于息差企稳，商业银行盈利压力也边际缓解，1H26 商业银行净利润同比增长-0.58%，降幅较 Q1 收窄 3.2pct。其中国有行二季度净利润增速改善明显，由负转正，1H26 国有行/股份行/城商行/农商行净利润分别同比增长 1.58%/-3.42%/7.38%/-12.54%，增速较一季度分别+2.9pct/-3.7pct/-2.3pct/+17.7pct。

在质上，资产质量总体保持稳定。1H26 商业银行不良率环比+1bp 至 1.52%，关注率环比+4bp 至 2.21%，测算二季度单季不良净生成率为 0.87%，环比+1bp，主要是行业性零售资产质量有所承压，但是总体而言银行业资产质量指标仍较稳定，风险总体可控。拨备覆盖率环比下降 0.27pct 至 202.87%，拨贷比环比+1bp 至 3.08%。

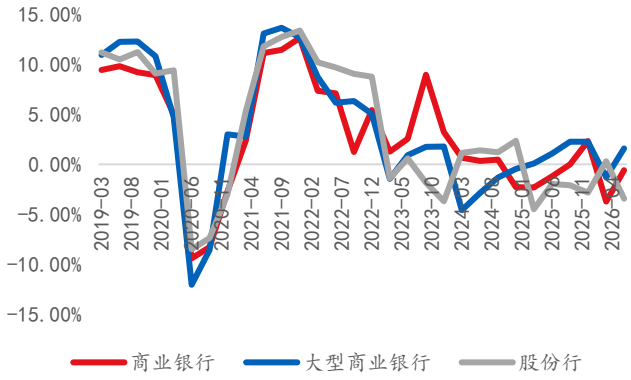
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 76 2026 年 7 月社融数据概览

社会融资规模														
单位：亿元	2025-06	2025-07	2025-08	2025-09	2025-10	2025-11	2025-12	2026-01	2026-02	2026-03	2026-04	2026-05	2026-06	2026-07
社融存量同比增速	8.9%	9.0%	8.8%	8.7%	8.5%	8.5%	8.3%	8.2%	8.2%	7.9%	7.8%	7.7%	7.4%	7.4%
社融当月新增	42,251	11,307	25,660	35,299	8,178	24,926	22,075	72,185	23,837	52,240	6,238	20,293	33,671	14,017
社融同比多增	9,266	3,600	-4,663	-2,336	-5,942	1,638	-6,462	1,639	1,506	-6,721	-5,361	-2,607	-8,580	2,710
其中：人民币贷款	1,673	-3,488	-4,158	-3,661	-3,119	-1,120	1,402	-3,178	1,930	-6,712	-4,890	-958	-5,950	-1,600
外币贷款	1,132	803	521	351	510	246	-	860	245	715	314	-17	130	172
表外融资	-184	-910	998	1,869	357	1,326	694	371	1,919	-2,904	-2,823	435	140	888
—— 委托贷款	-397	-522	-190	-109	1,873	-4	328	-641	47	-119	-281	76	643	155
—— 信托贷款	68	175	-134	56	-17	752	528	-627	640	-411	-52	-120	-1,319	-375
—— 未贴现银行承兑汇票	145	-563	1,322	1,922	-1,499	578	-162	1,639	1,232	-2,374	-2,490	479	816	1,108
直接融资	5,403	6,587	-2,546	-1,031	-3,719	665	-8,958	3,228	-2,727	1,623	1,936	-2,019	-3,810	3,105
—— 企业债券融资	322	712	-365	2,062	1,513	1,764	1,700	579	-180	4,815	2,180	184	1,590	1,788
—— 非金融企业境内股票融资	49	274	324	371	411	-87	75	-182	378	16	444	146	425	623
—— 政府债券	5,032	5,601	-2,505	-3,464	-5,643	-1,012	-10,733	2,831	-2,925	-3,208	-688	-2,349	-5,825	694
其他融资	1,242	608	522	136	29	521	400	358	139	557	102	-48	910	145
信贷数据														
单位：亿元	2025-06	2025-07	2025-08	2025-09	2025-10	2025-11	2025-12	2026-01	2026-02	2026-03	2026-04	2026-05	2026-06	2026-07
人民币贷款当月新增	22,400	-500	5,900	12,900	2,200	3,900	9,100	47,100	9,000	29,900	-100	5,200	16,100	-3,400
人民币贷款同比多增	1,100	-3,100	-3,100	-3,000	-2,800	-1,900	-800	-4,200	-1,100	-6,500	-2,900	-1,000	-6,300	-2,900
其中：居民户贷款	267	-2,793	-1,597	-1,110	-5,204	-4,763	-4,416	127	-2,616	-4,944	-2,653	-1,952	-3,330	290
—— 短期贷款	150	-1,671	-611	-1,279	-3,356	-1,788	-1,611	1,594	-1,952	-2,885	-443	-632	-1,560	427
—— 中长期贷款	151	-1,200	-1,000	200	-1,800	-2,900	-2,900	-1,466	-665	-2,094	-2,177	-1,317	-1,769	-102
非金融企业及机关团体贷款	1,400	-700	-2,500	-2,700	2,200	3,600	5,800	-3,300	4,500	-1,800	-2,200	1,100	-2,700	-1,900
—— 短期贷款	4,900	-	2,600	2,500	-	1,100	3,900	3,100	2,700	400	200	-100	-3,400	3,000
—— 票据融资	-3,716	3,125	-4,920	-4,712	3,312	2,119	-1,000	-3,590	-2,043	75	4,088	4,824	5,253	-4,954
—— 中长期贷款	400	-3,900	-200	-500	-1,400	-400	2,900	-2,800	3,500	-2,300	-6,600	-3,500	-4,500	300
非银行金融机构贷款	391	-31	225	356	-164	554	-1,340	126	-2,949	9	111	-1,451	-400	-1,747
—— 其他贷款	-958	424	772	454	368	-1,291	-844	-1,153	-35	235	1,842	1,303	130	457
货币增长														
	2025-06	2025-07	2025-08	2025-09	2025-10	2025-11	2025-12	2026-01	2026-02	2026-03	2026-04	2026-05	2026-06	2026-07
M1同比增速（口径修改）	4.6%	5.6%	6.0%	7.2%	6.2%	4.9%	3.8%	4.9%	5.9%	5.1%	5.0%	5.5%	4.0%	4.0%
M2同比增速	8.3%	8.8%	8.8%	8.4%	8.2%	8.0%	8.5%	9.0%	9.0%	8.5%	8.6%	8.6%	8.0%	7.7%
M2-M1剪刀差	3.7%	3.2%	2.8%	1.2%	2.0%	3.1%	4.7%	4.1%	3.1%	3.4%	3.6%	3.1%	4.0%	3.7%

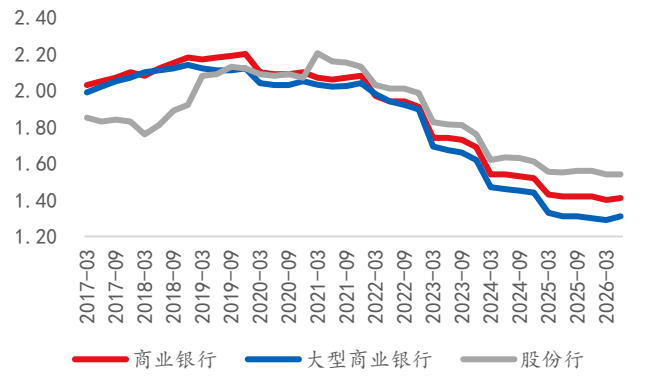
资料来源：Wind，华创证券

图表 77 商业银行盈利压力边际缓解（净利润增速）



资料来源：金监局，华创证券

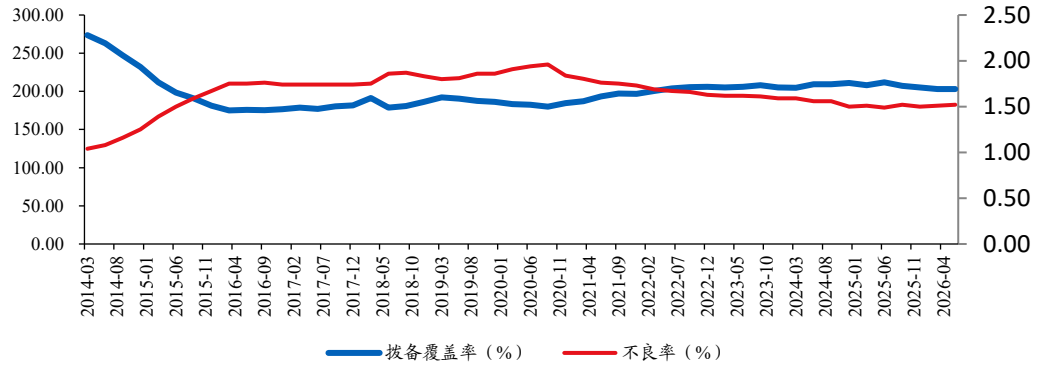
图表 78 1H26 商业银行净息差企稳回升



资料来源：金监局，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 79 商业银行资产质量总体保持稳定



资料来源：金监局，华创证券

（二）上市银行经营景气度延续修复

二季度银行息差继续企稳对营收业绩形成稳定支撑。半年报上市银行经营情况继续巩固了一季报营收、业绩稳定的信心，我们仍然观察到上市银行经营景气度延续修复，最重要的因素是息差超预期企稳。42 家上市银行整体 1H26 营收/业绩增速分别为 7.4%/3.0%，增速环比分别-0.2pct/持平。拆分业绩贡献因子来看，一方面是营收端，二季度净利息收入边际贡献提升（主因息差贡献边际上升），而非息收入贡献下降；另一方面是成本端，二季度管理费及拨备边际贡献上升，而所得税的边际贡献下降。积极与消极因素两相抵消下，业绩增速环比保持平稳。

资负两端降速，零售信贷需求走弱。上市银行整体信贷规模增长与结构的变化规律与我们在月度观察的社融信贷数据变化表现基本一致。**一是规模增速放缓，**既有信贷需求走弱的影响，也有经济融资结构调整的因素，信贷派生存款能力也在走弱，体现在财报上，上市银行 Q2 末生息资产/计息负债同比增速分别为 7.6%/8.2%，增速环比-1.5pct/-1.3pct。其中贷款/存款同比增速分别为 6.5%/6.2%，增速环比分别-0.5pct/-0.4pct。**二是信贷结构上，零售贷款占比下降。**二季度末一般对公贷款/零售贷款/票据占比分别较年初+2.2pct/-2.0pct/-0.2pct 至 66.2%/27.4%/6.4%。

单季息差环比企稳，同比上升 1bp。我们测算期初期末口径 2Q26 上市银行净息差为 1.32%，环比持平，同比上升 1bp，主要是负债端成本贡献较大。2Q26 生息资产收益率/计息负债成本率分别环比-6bp/-7bp 至 2.53%/1.32%，二者同比降幅分别为 25bp/29bp。不过由于存款成本重定价大部分集中于上半年，下半年负债成本贡献可能不及上半年，单季息差走势仍需观察信贷需求和贷款定价的边际变化情况。

资产质量总体稳定，零售风险仍在消化周期。上市银行平均不良率为 1.15%，环比上升 1bp，测算单季不良净生成率较一季度提升 9bp 至 0.9%，或主要是零售端资产质量仍有所承压。从四大行分不同主体的不良率来看，企业贷款不良率总体改善，而个人贷款不良率则均较年初有所上升，Q2 末工商银行/建设银行/农业银行/中国银行的企业贷款不良率分别为 1.26%/1.46%/1.31%/1.14%，较年初分别下降 10bp/7bp/6bp/8bp；个人贷款不良率分别为 1.77%/1.31%/1.39%/1.37%，较年初分别上升 19bp/12bp/5bp/27bp。目前零售风险仍在消化周期，但整体风险仍可控。1H26 上市银行平均拨备覆盖率为 273%，环比小幅下降 1.3pct；拨贷比环比下降 1bp 至 2.92%，拨备抵补能力仍较充足。

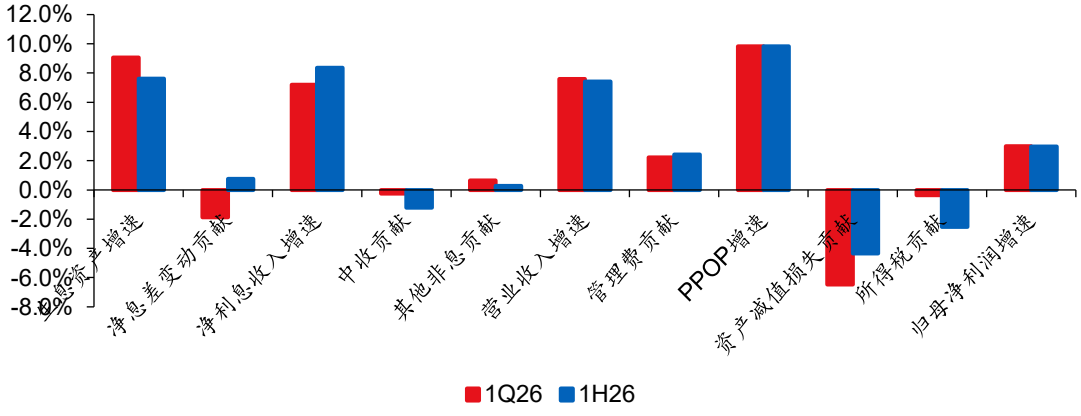
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 80 二季度上市银行经营景气度延续修复

	营业收入				净利息收入				中收				其他非息收入				归母净利润			
	YoY				YoY				YoY				YoY				YoY			
	2025	1Q26	1H26	边际变化	2025	1Q26	1H26	边际变化	2025	1Q26	1H26	边际变化	2025	1Q26	1H26	边际变化	2025	1Q26	1H26	边际变化
工商银行	2.0%	8.3%	9.1%	0.8%	-0.4%	7.5%	8.8%	1.3%	1.6%	5.2%	3.3%	-1.9%	22.6%	22.3%	19.1%	-3.1%	0.7%	3.3%	3.3%	0.0%
建设银行	1.5%	11.1%	10.7%	-0.4%	-2.9%	8.1%	8.5%	0.3%	5.1%	6.7%	-1.4%	-8.1%	40.9%	66.7%	44.7%	-21.9%	1.0%	3.5%	4.6%	1.1%
农业银行	2.1%	10.5%	11.1%	0.6%	-1.9%	7.6%	10.5%	3.0%	16.6%	7.9%	-8.7%	-16.6%	24.6%	37.4%	43.4%	6.0%	3.2%	4.5%	4.9%	0.4%
中国银行	4.5%	8.4%	8.5%	0.0%	-1.8%	7.8%	10.2%	2.4%	7.4%	5.6%	0.9%	-4.7%	29.5%	12.9%	8.3%	-4.6%	2.2%	4.2%	5.1%	0.9%
交通银行	2.0%	4.9%	6.7%	1.8%	1.9%	7.2%	8.6%	1.4%	3.4%	-3.0%	0.1%	3.1%	1.4%	4.3%	5.8%	1.5%	2.2%	3.1%	4.0%	0.9%
邮储银行	2.0%	7.6%	7.3%	-0.3%	-1.6%	7.3%	5.8%	-1.5%	16.1%	16.8%	12.2%	-4.6%	19.7%	0.2%	12.3%	12.0%	1.1%	1.9%	4.6%	2.7%
招商银行	0.0%	3.8%	4.8%	1.0%	2.0%	5.0%	5.6%	0.6%	4.4%	4.9%	6.0%	1.1%	-13.7%	-3.8%	0.1%	3.9%	1.2%	1.5%	2.0%	0.5%
中信银行	-0.5%	5.6%	3.4%	-2.1%	-1.5%	1.7%	2.7%	1.1%	5.4%	7.0%	1.9%	-5.1%	-1.8%	22.1%	7.8%	-14.4%	3.0%	3.0%	3.1%	2.6%
浦发银行	1.9%	1.4%	3.6%	2.1%	5.0%	12.4%	10.8%	-1.5%	-0.4%	-5.5%	-1.9%	3.5%	-7.4%	-23.6%	-14.3%	9.3%	10.5%	1.5%	4.1%	
民生银行	4.8%	2.7%	3.8%	1.1%	1.5%	2.8%	6.9%	4.0%	0.4%	5.9%	1.3%	-4.6%	26.2%	0.2%	-5.4%	-5.6%	-5.4%	-9.6%	-8.6%	1.0%
兴业银行	0.2%	-1.1%	-0.3%	0.8%	0.4%	-2.1%	-1.3%	0.8%	7.4%	7.4%	8.6%	1.2%	-4.8%	-2.6%	-1.9%	0.7%	0.3%	0.2%	-4.7%	-4.8%
光大银行	-6.7%	-3.9%	-4.3%	-0.5%	-4.7%	4.1%	3.2%	-1.0%	6.2%	-9.2%	-7.3%	1.9%	-29.1%	-34.5%	-35.1%	-0.6%	-6.9%	-8.1%	-24.0%	-15.9%
华夏银行	-5.4%	35.3%	12.7%	-22.6%	1.4%	13.7%	13.0%	-0.6%	2.4%	2.5%	6.0%	3.6%	-21.1%	433.2%	13.6%	-419.6%	-1.7%	-1.5%	-18.4%	-16.9%
平安银行	-10.4%	4.7%	1.8%	-2.9%	-5.8%	-3.1%	-0.5%	2.6%	-0.9%	11.7%	3.7%	-7.9%	-33.0%	34.8%	8.0%	-26.8%	-4.2%	3.0%	3.3%	0.3%
浙商银行	-7.6%	0.5%	0.0%	-0.5%	-1.5%	-1.3%	-3.0%	-1.7%	-16.4%	8.0%	11.5%	3.5%	-20.6%	3.6%	5.5%	2.0%	-14.8%	0.7%	2.0%	1.3%
北京银行	-2.7%	14.4%	5.6%	-8.8%	1.9%	9.6%	6.3%	-3.3%	10.6%	1.5%	7.1%	5.6%	-22.1%	40.1%	2.7%	-37.4%	-22.2%	5.6%	5.6%	0.1%
南京银行	10.5%	13.5%	10.9%	-2.6%	31.1%	39.4%	40.2%	0.8%	65.2%	-14.6%	-18.5%	-3.9%	-22.3%	-18.8%	-26.5%	-7.7%	8.1%	8.0%	8.2%	0.1%
宁波银行	8.0%	10.2%	11.5%	1.3%	10.8%	14.4%	14.3%	-0.2%	30.7%	81.7%	53.9%	-27.8%	-9.0%	-26.4%	-10.3%	16.1%	8.1%	10.3%	12.1%	1.8%
江苏银行	8.8%	8.4%	9.1%	0.7%	20.7%	7.3%	12.0%	4.7%	28.0%	23.8%	0.3%	-23.6%	-27.7%	6.7%	1.4%	-5.3%	8.3%	8.2%	8.1%	-0.1%
贵阳银行	-12.9%	14.6%	10.9%	-3.7%	-8.3%	12.6%	13.9%	1.3%	-23.0%	-1.0%	9.3%	10.3%	-26.9%	26.3%	0.5%	-25.8%	1.7%	2.4%	-4.6%	-7.0%
杭州银行	1.1%	4.3%	4.7%	0.5%	12.8%	20.7%	19.2%	-1.5%	13.1%	-11.2%	16.5%	27.7%	-31.4%	-36.7%	-41.6%	-4.8%	12.1%	10.1%	9.9%	-0.2%
上海银行	3.4%	4.3%	5.5%	1.2%	2.6%	5.1%	7.4%	2.3%	-6.4%	-17.0%	-10.2%	6.8%	7.1%	8.4%	5.6%	-2.8%	2.7%	0.7%	0.5%	-0.1%
成都银行	2.7%	6.5%	4.1%	-2.4%	8.4%	17.3%	19.0%	1.7%	-29.6%	-12.0%	-11.7%	0.4%	-18.7%	-48.4%	-58.5%	-10.1%	3.3%	4.8%	4.4%	-0.5%
长沙银行	-1.8%	5.6%	4.0%	-1.6%	-6.1%	2.2%	6.8%	4.6%	-1.2%	-1.6%	-18.6%	-17.0%	20.4%	26.2%	2.1%	-24.0%	3.6%	5.8%	5.1%	-0.7%
青岛银行	8.0%	7.3%	9.2%	1.9%	12.1%	14.0%	15.0%	1.0%	-3.8%	49.1%	32.7%	-16.4%	-3.0%	-30.3%	-24.4%	5.8%	21.7%	21.2%	18.1%	-3.1%
郑州银行	0.3%	1.3%	1.0%	-0.3%	4.8%	0.0%	3.3%	3.3%	-13.9%	18.3%	-17.3%	-35.6%	-19.1%	4.0%	-6.0%	-9.9%	1.0%	5.4%	3.0%	-2.3%
西安银行	21.7%	41.5%	8.8%	-32.8%	59.7%	36.8%	23.6%	-13.1%	0.3%	13.1%	-42.4%	-55.4%	-65.7%	103.7%	-34.4%	-138.1%	3.6%	6.2%	2.1%	-4.0%
苏州银行	1.1%	10.9%	13.1%	2.1%	9.5%	21.7%	23.9%	2.2%	0.6%	-19.0%	-8.1%	10.9%	-19.3%	-1.2%	-7.2%	-6.0%	5.5%	8.2%	8.5%	0.3%
厦门银行	1.7%	25.1%	19.6%	-5.4%	4.7%	23.6%	20.4%	-3.1%	7.1%	4.5%	-4.1%	-8.7%	-8.5%	43.7%	25.7%	-18.0%	1.5%	7.4%	7.3%	-0.1%
齐鲁银行	5.1%	13.0%	10.6%	-2.5%	16.5%	16.9%	15.0%	-1.9%	-5.2%	0.0%	0.3%	0.3%	-35.6%	2.1%	-3.3%	-5.4%	14.6%	14.0%	16.1%	2.1%
重庆银行	10.5%	11.6%	10.8%	-0.8%	22.4%	12.8%	26.0%	13.2%	-32.7%	-31.4%	-11.8%	19.6%	-21.4%	36.6%	-45.9%	-82.5%	10.5%	10.4%	10.3%	-0.1%
兰州银行	-0.7%	-0.2%	6.6%	6.8%	4.3%	6.4%	5.7%	-0.7%	-4.2%	-17.1%	-11.2%	6.0%	-18.9%	-25.0%	14.1%	39.1%	-1.2%	-4.8%	-8.9%	-4.2%
江阴银行	4.1%	8.2%	2.0%	-6.2%	2.1%	5.2%	4.7%	-0.5%	-17.7%	3.6%	-3.7%	-7.4%	11.4%	13.8%	-1.9%	-15.6%	0.6%	2.5%	2.3%	-0.2%
无锡银行	2.0%	2.6%	3.0%	0.4%	0.2%	7.8%	4.8%	-3.0%	-4.0%	7.0%	2.1%	-4.9%	8.0%	-9.6%	-1.0%	8.6%	2.5%	2.7%	2.8%	0.1%
常熟银行	6.5%	6.7%	6.0%	-0.7%	2.5%	5.8%	5.8%	0.0%	332.1%	41.0%	39.1%	-1.9%	12.2%	6.3%	3.2%	-3.1%	10.6%	11.1%	10.6%	-0.5%
苏农银行	0.9%	1.2%	1.0%	-0.2%	-2.8%	8.0%	10.5%	2.5%	66.0%	11.8%	30.8%	19.0%	6.4%	-11.4%	-16.2%	-4.9%	5.1%	5.1%	3.0%	-2.0%
张家港行	0.8%	-4.4%	-5.2%	-0.8%	-10.2%	0.8%	-0.3%	-1.1%	235.3%	23.3%	16.0%	-7.3%	23.7%	-14.7%	-14.2%	0.4%	5.3%	2.5%	2.7%	0.2%
青农商行	-9.1%	-8.7%	-7.6%	1.1%	2.0%	8.3%	3.7%	-4.5%	4.1%	-7.2%	-2.9%	4.3%	-38.9%	-41.7%	-35.0%	6.7%	9.5%	5.6%	2.8%	-2.8%
紫金银行	-7.7%	2.2%	-7.9%	-10.2%	-15.4%	-5.4%	-1.8%	3.6%	56.9%	55.4%	12.1%	-43.3%	19.4%	17.0%	-26.6%	-43.5%	-23.3%	1.6%	3.3%	1.7%
瑞丰银行	0.5%	-3.7%	-2.0%	1.7%	8.3%	12.6%	12.0%	-0.5%	207.4%	29.4%	25.1%	-4.3%	-22.9%	-46.2%	-38.8%	7.4%	2.3%	-0.5%	0.9%	1.4%
渝农银行	1.4%	8.4%	7.8%	-0.6%	7.9%	15.1%	15.2%	0.1%	-19.7%	4.3%	5.2%	1.0%	-25.6%	-32.2%	-30.4%	1.8%	5.3%	5.1%	6.1%	1.0%
沪农银行	-2.9%	1.2%	1.8%	0.6%	-3.9%	2.3%	3.6%	1.3%	-2.0%	16.9%	6.2%	-10.7%	1.3%	-10.9%	-6.7%	4.2%	0.2%	0.7%	0.9%	0.1%
上市银行	1.4%	7.6%	7.4%	-0.2%	0.0%	7.2%	8.4%	1.2%	6.1%	5.8%	1.1%	-4.7%	4.4%	11.8%	8.9%	-2.9%	1.4%	3.0%	3.0%	0.0%
国有行	2.3%	9.0%	9.4%	0.3%	-1.5%	7.7%	9.0%	1.3%	7.2%	6.3%	-0.3%	-6.6%	24.2%	22.4%	22.0%	-0.4%	1.7%	3.6%	4.4%	0.8%
股份行	-1.7%	3.7%	2.9%	-0.9%	0.0%	3.5%	4.2%	0.7%	3.1%	3.8%	3.2%	-0.7%	-11.7%	4.4%	-2.2%	-6.6%	-0.1%	-0.3%	-2.6%	-2.3%
城商行	4.2%	9.7%	8.1%	-1.6%	11.1%	13.8%	15.0%	1.2%	13.4%	8.8%	5.7%	-3.1%	-17.6%	-3.3%	-11.4%	-8.1%	3.4%	7.4%	7.3%	-0.1%
农商行	-0.6%	2.6%	2.0%	-0.5%	0.9%	7.7%	7.7%	0.0%	4.2%	10.2%	6.7%	-3.5%	-7.7%	-16.6%	-16.6%	-0.1%	3.0%	3.8%	3.8%	0.1%

资料来源：各公司公告，华创证券

图表 81 二季度上市银行业绩归因边际变化



资料来源：各公司公告，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 82 各上市银行资产端增速及信贷结构变化情况

	生息资产 YoY				贷款 YoY				对公贷款占比			零售贷款占比			票据贴现占比		
	2025	1Q26	1H26	边际变化	2025	1Q26	1H26	边际变化	2025	1H26	较年初	2025	1H26	较年初	2025	1H26	较年初
工商银行	9.5%	7.8%	8.6%	0.8%	7.5%	6.6%	6.0%	-0.6%	61.76%	62.80%	1.04%	29.51%	28.13%	-1.38%	8.73%	9.06%	0.34%
建设银行	12.5%	9.9%	6.3%	-3.5%	7.5%	7.1%	6.9%	-0.2%	59.41%	60.10%	0.69%	33.04%	31.37%	-1.67%	7.55%	8.53%	0.98%
农业银行	12.6%	13.8%	8.8%	-4.9%	9.0%	8.8%	7.8%	-0.9%	58.55%	59.57%	1.03%	34.24%	33.31%	-0.93%	7.21%	7.11%	-0.10%
中国银行	9.4%	9.4%	8.7%	-0.7%	8.7%	8.2%	7.3%	-0.8%	65.56%	66.84%	1.28%	29.16%	27.62%	-1.54%	5.28%	5.54%	0.26%
交通银行	4.6%	6.7%	5.1%	-1.6%	6.6%	5.9%	5.5%	-0.4%	66.24%	68.02%	1.78%	31.07%	29.03%	-2.04%	2.68%	2.95%	0.26%
邮储银行	9.2%	10.2%	8.9%	-1.4%	8.2%	8.3%	7.7%	-0.6%	44.29%	47.48%	3.19%	50.21%	47.80%	-2.41%	5.50%	4.72%	-0.78%
招商银行	7.5%	7.7%	8.7%	0.9%	5.4%	4.8%	4.7%	0.0%	44.31%	47.06%	2.76%	51.26%	49.38%	-1.88%	4.44%	3.56%	-0.88%
中信银行	6.2%	4.1%	5.5%	1.5%	2.5%	2.3%	3.6%	1.3%	56.18%	58.38%	2.20%	40.37%	38.79%	-1.59%	3.45%	2.83%	-0.62%
浦发银行	5.8%	7.0%	6.9%	-0.1%	5.8%	4.5%	4.1%	-0.4%	62.91%	65.27%		33.81%	32.41%	-1.40%	3.28%	2.33%	-0.96%
民生银行	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.4%	0.1%	0.9%	0.8%	59.26%	61.47%	2.22%	37.89%	35.54%	-2.35%	2.85%	2.98%	0.13%
兴业银行	5.7%	5.8%	8.1%	2.3%	3.7%	5.8%	4.4%	-1.4%	62.85%	65.98%	3.13%	32.33%	30.05%	-2.28%	4.82%	3.97%	-0.85%
光大银行	3.3%	-0.2%	0.3%	0.5%	1.2%	-1.3%	-0.4%	0.9%	61.03%	62.63%	1.59%	36.84%	34.79%	-2.05%	2.13%	2.59%	0.46%
华夏银行	8.5%	8.0%	9.5%	1.5%	8.5%	11.8%	14.6%	2.8%	68.94%	72.83%	3.89%	27.22%	23.50%	-3.73%	3.83%	3.67%	-0.17%
平安银行	2.9%	4.9%	2.9%	-2.1%	0.5%	1.5%	1.3%	-0.3%	45.77%	47.30%	1.53%	50.94%	50.02%	-0.92%	3.29%	2.67%	-0.61%
浙商银行	2.8%	6.6%	8.7%	2.1%	3.5%	6.5%	6.4%	0.0%	69.58%	71.82%	2.24%	24.27%	21.65%	-2.62%	6.11%	6.49%	0.38%
北京银行	17.5%	11.4%	0.1%	-11.3%	8.6%	3.4%	0.5%	-3.0%	61.74%	63.54%	1.80%	29.96%	28.72%	-1.23%	8.30%	7.73%	-0.57%
南京银行	16.8%	16.3%	11.7%	-4.6%	13.4%	14.0%	13.0%	-1.0%	72.10%	72.13%	0.03%	23.52%	21.95%	-1.57%	4.38%	5.92%	1.54%
宁波银行	16.1%	14.1%	14.4%	0.3%	17.4%	15.7%	16.5%	0.9%	61.22%	64.25%	3.02%	30.84%	27.54%	-3.30%	7.94%	8.21%	0.27%
江苏银行	23.9%	24.6%	16.4%	-8.2%	17.8%	18.9%	14.0%	-4.9%	67.31%	70.03%	2.71%	26.75%	23.45%	-3.30%	5.94%	6.52%	0.59%
贵阳银行	5.1%	2.6%	4.2%	1.6%	3.9%	3.7%	4.6%	0.9%	83.24%	82.76%	-0.49%	15.61%	15.58%	-0.03%	1.14%	1.66%	0.52%
杭州银行	12.0%	9.8%	10.1%	0.3%	14.3%	15.9%	15.1%	-0.7%	69.61%	70.46%	0.85%	28.18%	24.41%	-3.77%	2.21%	5.13%	2.92%
上海银行	2.5%	3.6%	3.9%	0.2%	2.5%	4.3%	6.4%	2.1%	59.62%	62.62%	2.99%	28.11%	26.83%	-1.28%	12.27%	10.56%	-1.71%
成都银行	11.8%	10.4%	9.1%	-1.2%	15.8%	10.8%	8.1%	-2.6%	79.96%	81.31%	1.35%	17.52%	16.77%	-0.76%	2.52%	1.93%	-0.59%
长沙银行	10.6%	8.6%	7.7%	-0.9%	12.2%	10.0%	9.1%	-0.9%	66.59%	66.88%	0.29%	30.60%	28.62%	-1.98%	2.81%	4.50%	1.69%
青岛银行	18.5%	17.6%	14.8%	-2.9%	16.5%	16.8%	16.1%	-0.7%	74.72%	77.02%	2.30%	18.64%	16.85%	-1.79%	6.64%	6.13%	-0.50%
郑州银行	10.4%	10.7%	9.9%	-0.8%	5.8%	3.3%	3.1%	-0.2%	68.37%	71.27%	2.90%	23.65%	22.80%	-0.84%	7.98%	5.93%	-2.05%
西安银行	13.1%	5.8%	2.7%	-3.1%	25.6%	10.4%	-0.1%	-10.4%	71.48%	77.44%	5.96%	24.89%	17.88%	-7.01%	3.63%	4.68%	1.05%
苏州银行	13.4%	18.3%	16.0%	-2.3%	12.0%	13.7%	14.8%	1.1%	73.18%	77.57%	4.39%	22.43%	19.44%	-2.99%	4.39%	2.98%	-1.40%
厦门银行	11.2%	13.2%	11.5%	-1.7%	18.4%	23.0%	20.9%	-2.2%	68.19%	71.37%	3.18%	27.11%	25.11%	-1.99%	4.71%	3.52%	-1.19%
齐鲁银行	16.5%	17.5%	15.7%	-1.7%	13.6%	15.9%	14.9%	-1.0%	75.63%	79.60%	3.97%	20.44%	17.53%	-2.91%	3.93%	2.87%	-1.06%
重庆银行	20.1%	18.4%	12.8%	-5.7%	20.7%	18.4%	16.3%	-2.1%	77.46%	79.79%	2.33%	18.28%	15.27%	-3.01%	4.26%	4.95%	0.69%
兰州银行	8.6%	9.2%	4.2%	-5.0%	3.6%	0.2%	0.2%	0.0%	65.98%	66.45%	0.47%	22.22%	20.19%	-2.03%	11.79%	13.36%	1.56%
江阴银行	9.7%	7.6%	10.4%	2.8%	7.7%	8.8%	7.7%	-1.1%	73.20%	75.23%	2.04%	15.42%	13.75%	-1.67%	11.39%	11.02%	-0.36%
无锡银行	9.2%	9.3%	10.2%	0.9%	8.9%	8.7%	8.4%	-0.3%	71.52%	74.24%	2.72%	13.88%	12.76%	-1.12%	14.60%	13.00%	-1.60%
常熟银行	9.6%	7.5%	5.4%	-2.1%	6.4%	7.9%	8.8%	0.9%	38.69%	40.53%	1.84%	53.50%	50.77%	-2.73%	7.81%	8.70%	0.89%
苏农银行	7.9%	8.0%	7.5%	-0.5%	7.8%	10.8%	7.5%	-3.3%	64.94%	67.15%	2.21%	21.15%	20.19%	-0.96%	13.91%	12.66%	-1.25%
张家港行	3.7%	7.5%	5.9%	-1.6%	8.0%	8.2%	7.5%	-0.7%	55.63%	57.17%	1.54%	29.16%	27.71%	-1.45%	15.22%	15.13%	-0.09%
青农商行	1.5%	-0.7%	0.0%	0.7%	4.6%	4.0%	4.9%	0.9%	64.29%	66.00%	1.71%	28.35%	27.42%	-0.93%	7.36%	6.57%	-0.78%
紫金银行	7.5%	5.1%	9.2%	4.1%	3.2%	3.9%	4.3%	0.4%	68.10%	71.85%	3.75%	17.31%	16.75%	-0.56%	14.60%	11.40%	-3.20%
瑞丰银行	9.1%	10.1%	10.9%	0.8%	7.8%	6.5%	9.4%	2.9%	53.12%	56.50%	3.38%	40.77%	40.03%	-0.74%	6.12%	3.47%	-2.65%
渝农银行	9.6%	9.5%	9.5%	0.0%	11.6%	11.5%	10.4%	-1.1%	54.56%	57.32%	2.76%	37.76%	33.12%	-4.64%	7.69%	9.56%	1.88%
沪农银行	6.0%	5.3%	6.3%	0.9%	2.4%	4.2%	3.3%	-0.9%	60.95%	63.12%	2.17%	27.32%	26.36%	-0.97%	11.72%	10.52%	-1.20%
上市银行	9.5%	9.1%	7.6%	-1.5%	7.3%	7.0%	6.5%	-0.5%	64.00%	66.22%	2.22%	29.42%	27.41%	-2.01%	6.58%	6.37%	-0.21%
国有行	10.4%	9.9%	8.0%	-2.0%	8.0%	7.5%	6.9%	-0.6%	59.30%	60.80%	1.50%	34.54%	32.88%	-1.66%	6.16%	6.32%	0.16%
股份行	5.0%	4.9%	5.7%	0.8%	3.4%	3.6%	3.9%	0.2%	58.98%	61.42%	2.43%	37.21%	35.13%	-2.09%	3.80%	3.45%	-0.35%
城商行	14.6%	13.4%	9.5%	-3.9%	12.7%	11.6%	10.1%	-1.5%	70.38%	72.62%	2.24%	24.04%	21.70%	-2.34%	5.58%	5.68%	0.10%
农商行	7.4%	6.8%	7.3%	0.5%	6.7%	7.4%	7.0%	-0.4%	60.08%	62.57%	2.49%	28.47%	26.83%	-1.65%	11.45%	10.61%	-0.84%

资料来源：各公司公告，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 83 各上市银行净息差变化情况（期初期末余额口径）

	净息差（累积）					净息差（单季）				
	1H25	1Q26	1H26	同比	环比	2Q25	1Q26	2Q26	同比	环比
工商银行	1.25%	1.25%	1.25%	0.00%	0.00%	1.22%	1.25%	1.24%	0.02%	-0.01%
建设银行	1.35%	1.33%	1.34%	-0.01%	0.01%	1.33%	1.33%	1.34%	0.01%	0.01%
农业银行	1.25%	1.21%	1.25%	0.00%	0.04%	1.24%	1.21%	1.26%	0.03%	0.05%
中国银行	1.22%	1.22%	1.23%	0.01%	0.01%	1.20%	1.22%	1.24%	0.04%	0.02%
交通银行	1.15%	1.17%	1.19%	0.04%	0.02%	1.13%	1.17%	1.18%	0.04%	0.01%
邮储银行	1.58%	1.55%	1.54%	-0.05%	-0.02%	1.57%	1.55%	1.50%	-0.07%	-0.06%
招商银行	1.73%	1.70%	1.69%	-0.04%	-0.01%	1.71%	1.70%	1.67%	-0.03%	-0.02%
中信银行	1.50%	1.45%	1.46%	-0.04%	0.00%	1.48%	1.45%	1.46%	-0.01%	0.01%
浦发银行	1.26%	1.31%	1.31%	0.05%	0.00%	1.28%	1.31%	1.30%	0.03%	0.00%
民生银行	1.32%	1.37%	1.41%	0.09%	0.04%	1.31%	1.37%	1.45%	0.14%	0.08%
兴业银行	1.42%	1.34%	1.31%	-0.11%	-0.03%	1.37%	1.34%	1.28%	-0.09%	-0.06%
光大银行	1.30%	1.32%	1.32%	0.02%	-0.01%	1.28%	1.32%	1.31%	0.03%	-0.01%
华夏银行	1.39%	1.49%	1.44%	0.05%	-0.05%	1.35%	1.49%	1.39%	0.05%	-0.10%
平安银行	1.55%	1.50%	1.50%	-0.05%	0.00%	1.52%	1.50%	1.49%	-0.02%	-0.01%
浙商银行	1.45%	1.40%	1.33%	-0.12%	-0.06%	1.37%	1.40%	1.21%	-0.16%	-0.19%
北京银行	1.17%	1.13%	1.15%	-0.02%	0.02%	1.17%	1.13%	1.14%	-0.03%	0.01%
南京银行	1.15%	1.39%	1.41%	0.26%	0.01%	1.12%	1.39%	1.39%	0.27%	-0.01%
宁波银行	1.57%	1.58%	1.56%	-0.01%	-0.02%	1.52%	1.58%	1.51%	0.00%	-0.07%
江苏银行	1.51%	1.36%	1.41%	-0.10%	0.04%	1.42%	1.36%	1.37%	-0.04%	0.01%
贵阳银行	1.43%	1.54%	1.55%	0.13%	0.01%	1.39%	1.54%	1.55%	0.16%	0.01%
杭州银行	1.21%	1.31%	1.29%	0.09%	-0.01%	1.18%	1.31%	1.27%	0.08%	-0.04%
上海银行	1.02%	1.06%	1.07%	0.04%	0.00%	1.01%	1.06%	1.07%	0.06%	0.00%
成都银行	1.48%	1.56%	1.60%	0.12%	0.04%	1.46%	1.56%	1.60%	0.14%	0.04%
长沙银行	1.61%	1.61%	1.58%	-0.03%	-0.03%	1.48%	1.61%	1.53%	0.05%	-0.07%
青岛银行	1.54%	1.50%	1.52%	-0.02%	0.02%	1.53%	1.50%	1.52%	0.00%	0.03%
郑州银行	1.62%	1.47%	1.52%	-0.10%	0.04%	1.58%	1.47%	1.53%	-0.05%	0.05%
西安银行	1.54%	1.82%	1.77%	0.23%	-0.05%	1.58%	1.82%	1.71%	0.12%	-0.11%
苏州银行	1.24%	1.31%	1.34%	0.10%	0.03%	1.23%	1.31%	1.32%	0.09%	0.01%
厦门银行	0.95%	1.01%	1.03%	0.08%	0.02%	1.00%	1.01%	1.04%	0.05%	0.03%
齐鲁银行	1.38%	1.36%	1.37%	-0.01%	0.01%	1.41%	1.36%	1.37%	-0.04%	0.01%
重庆银行	1.28%	1.33%	1.39%	0.11%	0.05%	1.14%	1.33%	1.39%	0.25%	0.06%
兰州银行	1.22%	1.27%	1.21%	-0.01%	-0.06%	1.15%	1.27%	1.13%	-0.02%	-0.14%
江阴银行	1.39%	1.34%	1.32%	-0.07%	-0.01%	1.38%	1.34%	1.32%	-0.06%	-0.02%
无锡银行	1.34%	1.34%	1.28%	-0.06%	-0.06%	1.31%	1.34%	1.22%	-0.10%	-0.13%
常熟银行	2.42%	2.39%	2.38%	-0.04%	-0.01%	2.35%	2.39%	2.34%	-0.01%	-0.05%
苏农银行	1.28%	1.30%	1.31%	0.03%	0.01%	1.24%	1.30%	1.30%	0.06%	0.00%
张家港行	1.41%	1.35%	1.35%	-0.07%	0.00%	1.40%	1.35%	1.30%	-0.11%	-0.05%
青农商行	1.45%	1.53%	1.49%	0.04%	-0.04%	1.44%	1.53%	1.44%	-0.01%	-0.10%
紫金银行	1.19%	1.08%	1.08%	-0.11%	0.01%	1.14%	1.08%	1.08%	-0.06%	0.01%
瑞丰银行	1.39%	1.42%	1.42%	0.03%	-0.01%	1.37%	1.42%	1.38%	0.01%	-0.04%
渝农商行	1.49%	1.55%	1.56%	0.08%	0.01%	1.46%	1.55%	1.54%	0.08%	-0.02%
沪农商行	1.31%	1.26%	1.28%	-0.03%	0.02%	1.30%	1.26%	1.29%	-0.01%	0.03%
上市银行	1.33%	1.32%	1.33%	0.00%	0.01%	1.31%	1.32%	1.32%	0.01%	0.00%
国有行	1.29%	1.27%	1.29%	0.00%	0.01%	1.27%	1.27%	1.28%	0.02%	0.01%
股份行	1.45%	1.44%	1.43%	-0.02%	-0.01%	1.43%	1.44%	1.42%	-0.01%	-0.02%
城商行	1.32%	1.35%	1.36%	0.04%	0.01%	1.29%	1.35%	1.34%	0.05%	-0.01%
农商行	1.46%	1.46%	1.46%	0.00%	0.00%	1.44%	1.46%	1.45%	0.01%	-0.02%

资料来源：各公司公告，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

（三）投资建议

银行板块经营景气度延续回升，基本面拐点显现，险资等中长期增量资金仍将继续配置银行板块，而主动偏股型基金或将从低配回补，重视银行板块配置机会。银行股投资逻辑仍落脚于“红利防御为底、优质标的看业绩弹性”。1）高股息、低估值的特性依然是银行股的底色，特别是在无风险利率下行的背景下，银行股的类债属性将持续吸引稳健资金；2）随着息差企稳、区域信贷需求回升和非息收入增长，部分优质银行将展现出较强的业绩弹性，估值有望从 PB 逻辑向 PE 逻辑切换。**我们建议 2026 年重点关注以下三条投资主线：主线一：国家信用与红利基石，**以国有大行+招行为代表。**主线二：息差或率先回暖、财富管理业务能够释放较大弹性、信用成本走低带动 ROE 企稳的优质股份行和城商行，这背后映射的是成本优势和风控优势。**建议关注：招商银行、中信银行、平安银行、宁波银行、江苏银行、南京银行。**主线三：持续受益区域政策、业绩弹性较大的城商行。**建议关注：成都银行、重庆银行、杭州银行、青岛银行、渝农商行。

下载日志已记录，仅供内部参考

五、交运：2026 年中报聚焦：港口行业景气度较高，继续强调港口战略价值投资时代来临

（一）基本面数据跟踪

1、港口行业

交通运输部重点监测港口周度吞吐量：过去四周（2026/8/3-2026/8/30，2026 年第 32-35 周）监测港口货物吞吐量 9.85 亿吨，同比下降 7.4%，年初至今累计 89.33 亿吨，同比增长 0.3%；过去四周集装箱 2580.2 万标箱，同比下降 3.6%，年初至今累计 23083.6 万标箱，同比增长 5.3%。

港口货物吞吐量：2026 年 7 月，港口货物吞吐量为 148541 万吨，同比下降 3.4%；2026 年 1-7 月，港口货物累计吞吐量为 1055926 万吨，同比增长 1.3%。

其中，7 月内贸货物吞吐量 101592 万吨，同比下降 4.4%；外贸货物吞吐量 46949 万吨，同比下降 1.1%。

2026 年 1-7 月内贸货物累计吞吐量 723782 万吨，同比增长 0.1%；外贸货物累计吞吐量 332144 万吨，同比增长 3.6%。

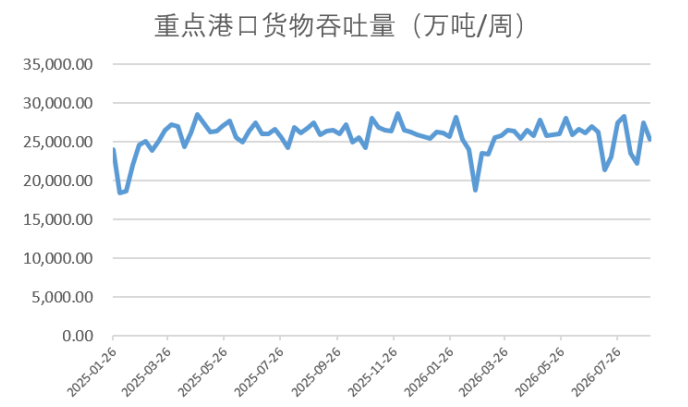
港口集装箱吞吐量：2026 年 7 月，港口集装箱吞吐量为 2990 万标箱，同比下降 0.2%；2026 年 1-7 月，港口集装箱累计吞吐量为 21282 万标箱，同比增长 5.1%。

重点港口货种吞吐量增速：

2026 年 7 月，铁矿石（+6.2%）>集装箱（+1.7%）>煤炭（-0.1%）>原油（-18.1%）；

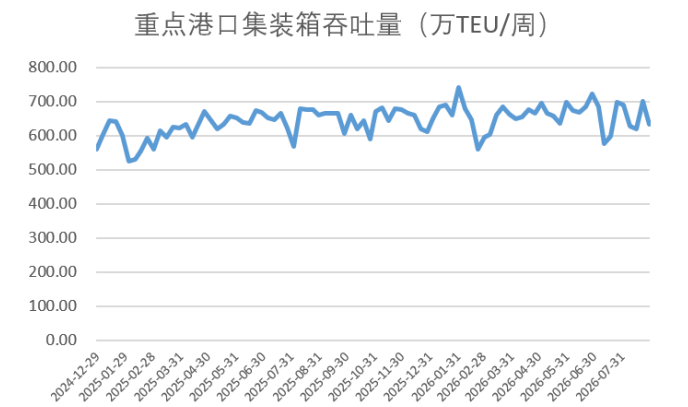
2026 年 1-7 月，集装箱（+5.5%）>铁矿石（+4.6%）>煤炭（+3.3%）>原油（-10.5%）。

图表 84　重点港口周度货物吞吐量（万吨）



资料来源：Wind，华创证券

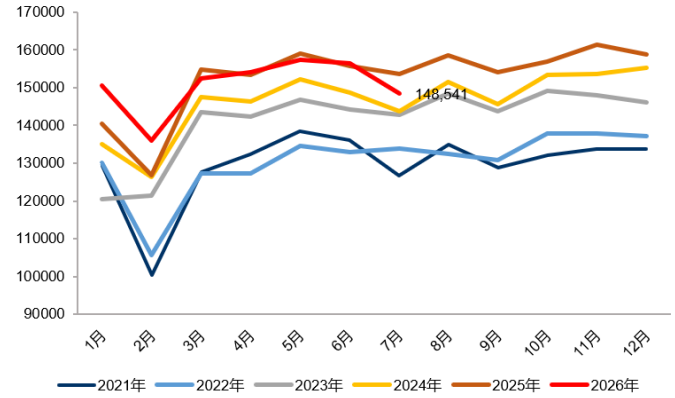
图表 85　重点港口周度集装箱吞吐量（万 TEU）



资料来源：Wind，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

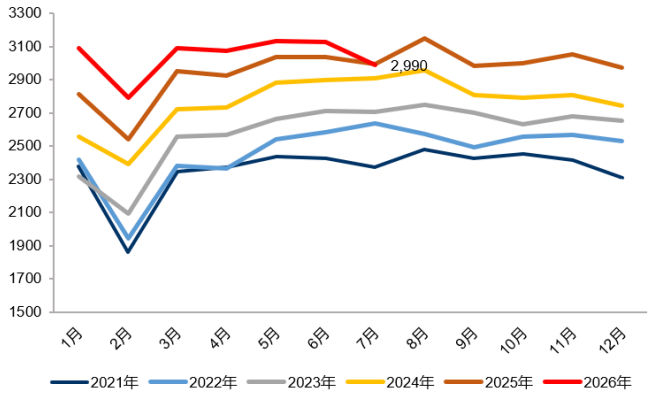
图表 86 港口货物吞吐量（万吨）



资料来源：Wind，华创证券

注：2024-2026 年交通运输部公布 1-2 月合计数，为使数据可比，以实际天数分摊合计数。

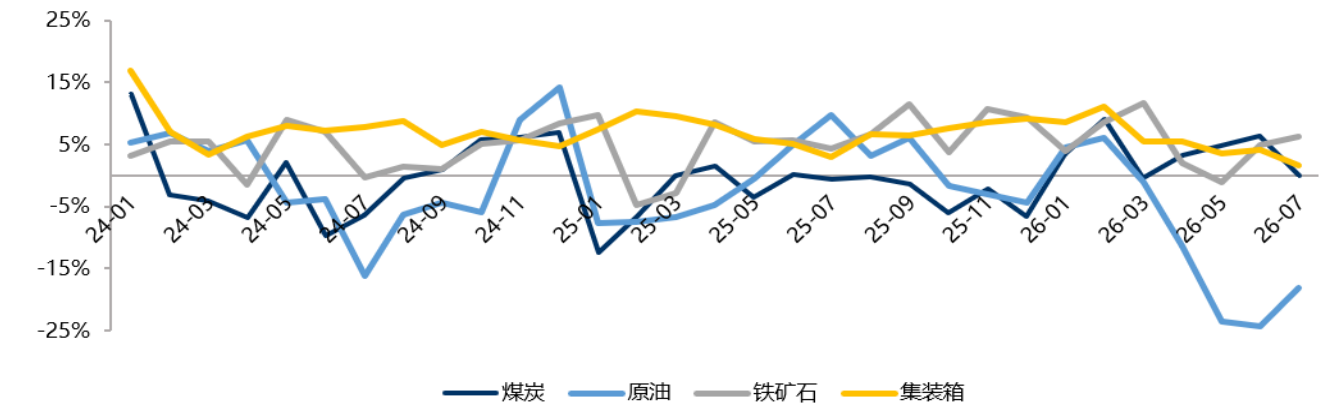
图表 87 港口集装箱吞吐量（万 TEU）



资料来源：Wind，华创证券

注：2024-2026 年交通运输部公布 1-2 月合计数，为使数据可比，以实际天数分摊合计数。

图表 88 重点港口货种吞吐量增速



资料来源：中国港口协会，华创证券

图表 89 重点港口吞吐量

	货物吞吐量				集装箱吞吐量			
	7月(万吨)	7月增速	1-7月累计(万吨)	1-7月累计增速	7月(万TEU)	7月增速	1-7月累计(万TEU)	1-7月累计增速
全国沿海合计	**94,390**	**-3.7%**	**681,049**	**2.1%**	**2,642**	**-0.1%**	**18,747**	**5.2%**
秦皇岛港	1,469	-12.0%	12,152	10.4%	5	-16.7%	42	12.5%
唐山港	7,249	-1.6%	51,806	2.1%	23	-14.8%	203	9.9%
上海港	6,708	-4.5%	47,918	3.3%	468	1.3%	3,342	5.5%
宁波舟山港	11,616	-1.4%	83,535	0.5%	378	5.9%	2,668	8.4%
深圳港	2,705	-4.9%	20,061	5.5%	304	-2.9%	2,160	6.1%
广州港	5,671	-1.5%	39,045	0.9%	237	0.4%	1,640	2.5%
北部湾港	3,712	-8.6%	27,074	-3.0%	69	-12.7%	526	-5.3%

资料来源：交通运输部，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

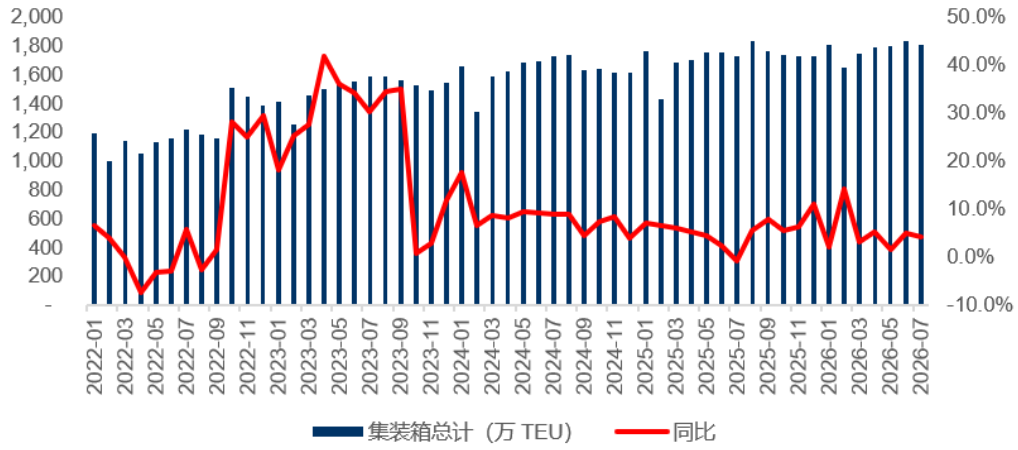
重点公司动态聚焦

招商港口公告 2026 年 7 月业务量数据

2026 年 7 月，招商港口完成集装箱吞吐量 1809.8 万 TEU，同比+4.2%，完成散杂货吞吐量 9510.2 万吨，同比-7.2%。

2026 年 1-7 月，招商港口累计完成集装箱吞吐量 12498.6 万 TEU，同比+5.4%，完成散杂货吞吐量 71687.1 万吨，同比-2.3%。

图表 90 招商港口月度集装箱吞吐量同比



资料来源：Wind，华创证券

港口板块上市公司 2026 年半年报业绩及分红速览

2026H1 港口行业实现归母净利润 228.9 亿元，同比增长 4.9%，其中 Q2 同比增长 3.3%，行业显现较强的增长韧性。

上半年全国吞吐量保持稳健增长。根据交通运输部数据，H1 全国港口总货物吞吐量同比增长 2.0%，集装箱吞吐量同比增长 5.9%。1-7 月份，货物吞吐量同比增长 1.3%，集装箱吞吐量同比增长 5.1%。

2026H1 业绩增速排名：重庆港（+333.9%）>连云港（+35.8%）>天津港（+34.5%）>唐山港（+14%）>南京港（+13.8%）;

2026Q2 业绩增速排名：重庆港（+64.8%）>天津港（+42.1%）>连云港（+36.3%）>日照港（+14.8%）>广州港（+11.4%）。

重庆港 26H1 及 26Q2 业绩增速排名行业第一，主要由于公司港航业务坚持高质量发展导向，持续优化货种结构，高价值货种占比提升，带动毛利率上行，且去年同期基数较低。天津港、连云港业绩表现较亮眼。

行业上市公司业绩表现分化，各公司业绩表现差异主要为业务结构、货种结构、各货种增长差异所致。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 91 26Q2 港口上市公司业绩及增速

单位：亿元	26Q2业绩	YOY(%)	较行业超额增速
重庆港	0.2	64.8	61.6
天津港	3.2	42.1	38.8
连云港	0.4	36.3	33.0
日照港	2.4	14.8	11.5
广州港	3.2	11.4	8.2
上港集团	45.1	9.2	5.9
招商港口	16.5	7.4	4.1
唐山港	5.4	6.8	3.5
盐田港	3.6	4.6	1.3
秦港股份	5.9	3.7	0.5
南京港	0.5	2.4	-0.8
北部湾港	3.3	-1.9	-5.1
宁波港	13.7	-3.4	-6.7
青岛港	13.9	-3.6	-6.8
厦门港务	1.8	-10.8	-14.1
辽港股份	5.3	-30.0	-33.3
行业整体	**124.4**	**3.3**	-

资料来源：Wind，华创证券

图表 92 26H1 港口上市公司业绩及增速

单位：亿元	26H1业绩	YOY(%)	较行业超额增速
重庆港	0.2	333.9	329.0
连云港	0.8	35.8	31.0
天津港	6.8	34.5	29.7
唐山港	10.1	14.0	9.1
南京港	1.0	13.8	9.0
盐田港	7.0	6.6	1.8
上港集团	85.2	6.0	1.1
招商港口	27.8	5.9	1.0
北部湾港	5.6	5.1	0.2
秦港股份	10.2	2.9	-2.0
广州港	5.6	0.8	-4.1
宁波港	25.4	-2.1	-7.0
青岛港	27.6	-2.8	-7.7
厦门港务	3.5	-6.0	-10.8
日照港	3.3	-7.2	-12.0
辽港股份	8.8	-7.4	-12.3
行业整体	**228.9**	**4.9**	-

资料来源：Wind，华创证券

2026H1 港口行业整体扣非净利增速为 5.6%。H1 扣非净利增速排名：重庆港（+1860.5%）、厦门港务（+123.5%）、连云港（+30.5%）、天津港（+26.1%）、唐山港（+15.2%）；

2026Q2 港口行业整体扣非净利增速为 5.1%。Q2 扣非净利增速排名：厦门港务（+196.8%）、重庆港（+91.3%）、日照港（+54.4%）、连云港（+37.6%）、天津港（+21.6%）。

图表 93 26Q2 港口上市公司扣非净利及增速

单位：亿元	26Q2扣非净利	YOY(%)	较行业超额增速
厦门港务	1.6	196.8	191.6
重庆港	0.2	91.3	86.2
日照港	2.4	54.4	49.2
连云港	0.4	37.6	32.5
天津港	3.2	21.6	16.5
招商港口	16.3	11.9	6.7
唐山港	5.4	8.7	3.6
上港集团	38.5	7.8	2.7
盐田港	3.6	4.8	-0.4
秦港股份	5.9	4.3	-0.8
南京港	0.5	4.3	-0.9
广州港	2.8	4.2	-0.9
青岛港	13.8	4.1	-1.1
宁波港	12.3	1.5	-3.7
北部湾港	2.5	-13.0	-18.2
辽港股份	4.6	-39.1	-44.3
行业整体	**113.9**	**5.1**	-

资料来源：Wind，华创证券

图表 94 26H1 港口上市公司扣非净利及增速

单位：亿元	26H1扣非净利	YOY(%)	较行业超额增速
重庆港	0.2	1,860.5	1,854.9
厦门港务	2.5	123.5	117.9
连云港	0.7	30.5	25.0
天津港	6.7	26.1	20.5
唐山港	10.1	15.2	9.6
南京港	1.0	14.6	9.0
日照港	3.3	9.4	3.8
招商港口	27.2	8.1	2.5
盐田港	7.0	6.7	1.1
上港集团	77.8	5.6	0.0
广州港	5.0	5.2	-0.4
秦港股份	10.2	3.5	-2.1
宁波港	23.6	2.5	-3.1
青岛港	27.5	2.1	-3.5
北部湾港	4.6	-3.5	-9.0
辽港股份	7.8	-17.3	-22.9
行业整体	**215.2**	**5.6**	-

资料来源：Wind，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 95 按区域划分的主要港口上市公司 26H1 吞吐量及业绩

地区/公司	H1总吞吐量（亿吨）	增速	H1业绩（亿元）	增速
环渤海地区				
河北省				
秦港股份	2.24	7.69%	10.2	2.85%
唐山港	1.26	5.19%	10.1	13.97%
天津市				
天津港	2.34	2.18%	6.8	34.54%
山东省				
青岛港	3.73	3.20%	27.6	-2.80%
日照港	2.58	8.40%	3.3	-7.16%
长三角地区				
上港集团	3.05	2.70%	85.2	5.97%
宁波港	6.07	1.00%	25.4	-2.12%
海外+国内综合				
招商港口	集装箱10677.5万TEU	5.50%	27.8	5.88%
	散杂货6.2亿吨	-1.50%		

资料来源：公司公告，华创证券

除原油外，重点货种吞吐量均同比增长，集装箱、铁矿石上半年增速最快：集装箱（+6.2%）>铁矿石（+4.7%）>煤炭（+4.0%）>原油（-9.3%）。

1）集装箱：延续高景气度。外贸景气与效率提升双重驱动，上半年各月均实现同比增长。

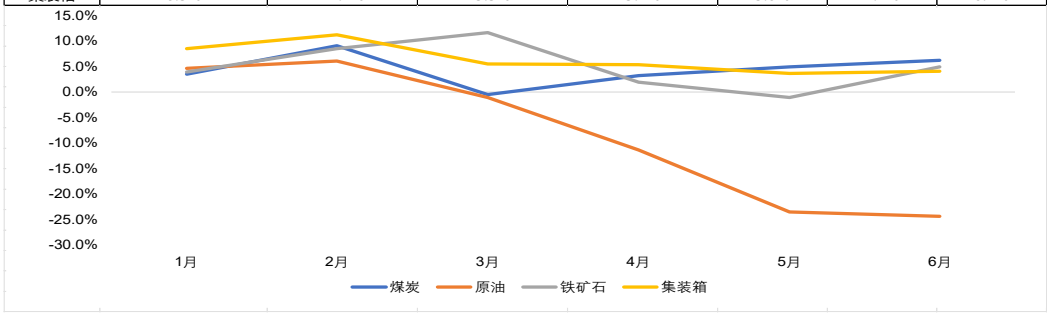
2）铁矿石：进口供应宽松支撑到港量增长。2026 年以来铁矿供应整体宽松，澳大利亚、巴西等主流矿区没有极端天气扰动影响，发运节奏恢复常态，货源供应稳定，叠加中国钢厂阶段性补库需求支撑，进口铁矿到港量持续攀升，上半年整体增速为 4.7%，仅次于集装箱，Q1 增速尤为亮眼。

3）煤炭：Q1 波动较大，Q2 增速稳步提升。除 3 月外，上半年各月煤炭吞吐量均保持增长，随着大范围高温来袭，居民用电负荷普遍提升，下游补库需求持续释放，Q2 增速稳步提升。

4）原油：上半年仅 1-2 月正增长。中东地缘冲突加剧国际原油供应链不确定性，3 月起原油吞吐量同比下降，5-6 月下降幅度超 20%。

图表 96 重点港口货种 26H1 吞吐量增速

吞吐量增速	1月	2月	3月	4月	5月	6月	2026H1
煤炭	3.5%	9.1%	-0.5%	3.3%	4.9%	6.3%	4.0%
原油	4.6%	6.1%	-1.1%	-11.4%	-23.5%	-24.4%	-9.3%
铁矿石	3.9%	8.5%	11.7%	2.0%	-1.0%	5.0%	4.7%
集装箱	8.5%	11.2%	5.5%	5.4%	3.6%	4.1%	6.2%



资料来源：中国港口协会，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

招商港口、青岛港、上港集团、北部湾港、宁波港、连云港、广州港、厦门港务、日照港拟进行中期利润分配。其中招商港口、连云港、广州港为首次进行中期派息。

2、公路行业

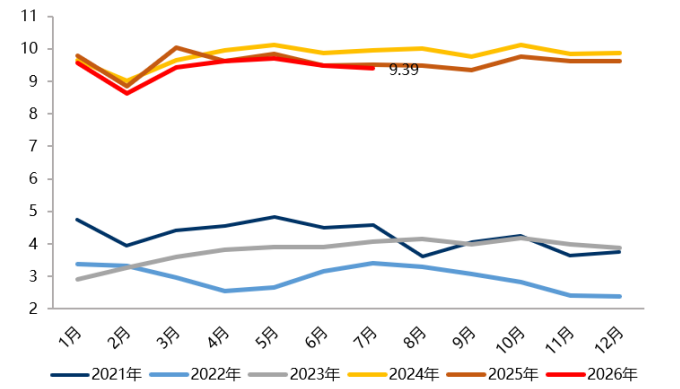
公路客运量：2026 年 7 月，公路客运量为 9.39 亿人次，同比下降 1.2%；2026 年 1-7 月，公路客运量累计为 65.81 亿人次，同比下降 1.9%。

公路旅客周转量：2026 年 7 月，公路旅客周转量为 442 亿人公里，同比增长 0.3%；2026 年 1-7 月，公路旅客周转量累计为 2949 亿人次，同比下降 0.9%。

公路货运量：2026 年 7 月，公路货运量为 37.6 亿吨，同比增长 1.6%；2026 年 1-7 月，公路货运量累计为 249.8 亿吨，同比增长 2.9%。

公路货物周转量：2026 年 7 月，公路货物周转量为 6906 亿吨公里，同比增长 2.4%；2026 年 1-7 月，公路货物周转量累计为 45921 亿吨公里，同比增长 3%。

图表 97 公路客运量（亿人次）

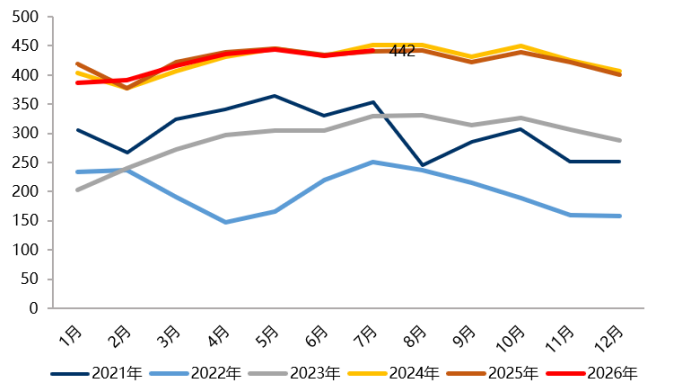


资料来源：Wind，交通运输部，华创证券

注：1）根据客运统计改革要求，自 2024 年 1 月起，公路营业性客运量包括班车包车客运量、公共汽电车城际城乡客运量、出租汽车（含巡游出租汽车、网络预约出租汽车）城际城乡客运量。

2）2024-2026 年交通运输部公布 1-2 月合计数，为使数据可比，以实际天数分摊合计数。

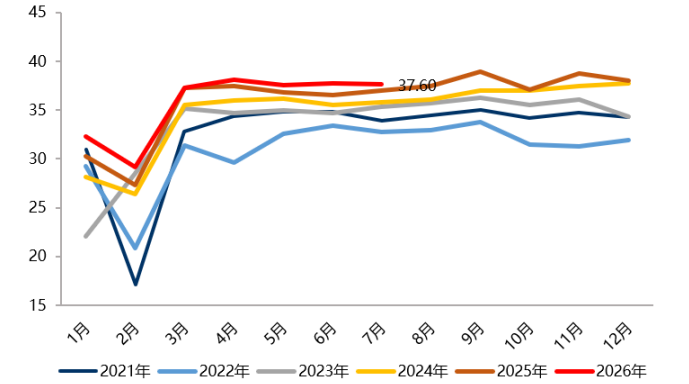
图表 98 公路旅客周转量（亿人公里）



资料来源：Wind，交通运输部，国家统计局，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

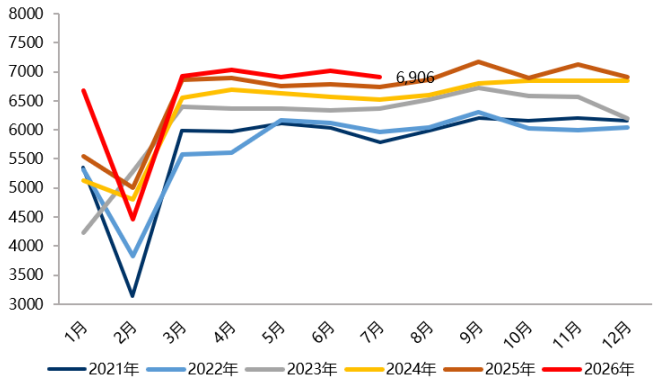
图表 99 公路货运量（亿吨）



资料来源：Wind，交通运输部，华创证券

注：2024-2026 年交通运输部公布 1-2 月合计数，为使数据可比，以实际天数分摊合计数。

图表 100 公路货物周转量（亿吨公里）



资料来源：Wind，交通运输部，国家统计局，华创证券

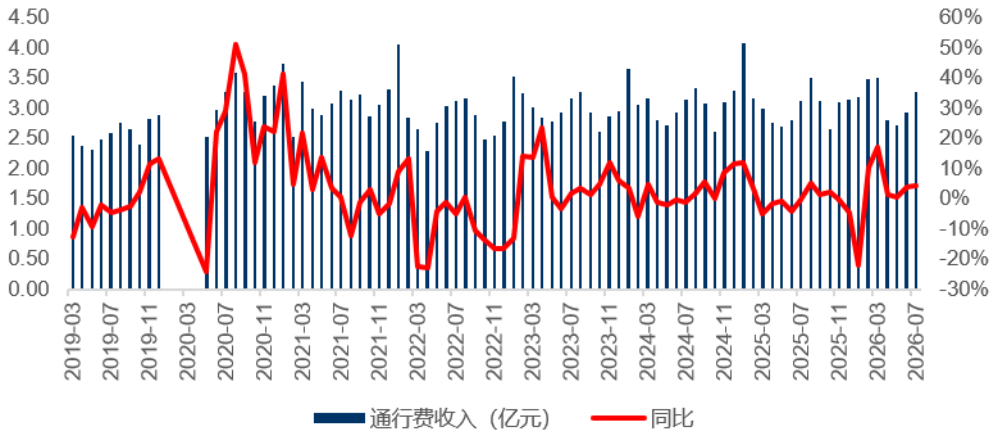
重点公司动态聚焦

赣粤高速发布 2026 年 7 月通行费收入

2026 年 7 月，赣粤高速实现车辆通行服务收入 3.27 亿元，同比+4.38%。

其中，昌九高速的收入 9857 万元，同比-2.04%；昌樟高速为 6113 万元，同比+16.5%；昌泰高速为 7586 万元，同比+11.79%；九景高速为 5136 万元，同比-5.19%；彭湖高速为 763 万元，同比+9.15%；温厚高速为 1244 万元，同比+44.45%；昌奉高速为 1135 万元，同比-9.75%；奉铜高速 833 万元，同比-13.81%。

图表 101 赣粤高速月度通行费收入（亿元）



资料来源：Wind，华创证券

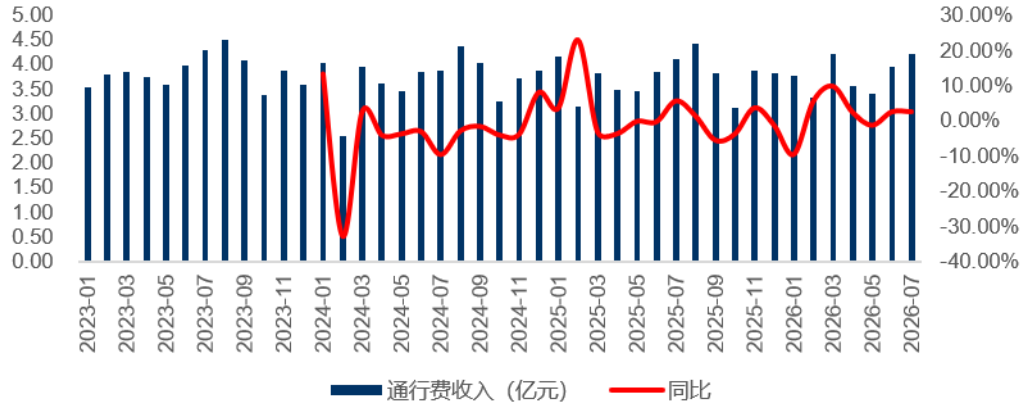
中原高速发布 2026 年 7 月通行费收入

2026 年 7 月，中原高速实现车辆通行服务收入 4.22 亿元，同比+2.69%。

下载日志已记录，仅供内部参考

其中，京港澳高速公路郑州至漯河段的收入为 1.77 亿元，同比-0.46%；京港澳高速公路漯河至驻马店段为 4652 万元，同比+25.16%；郑栾高速公路郑州至尧山段为 8386 万元，同比+2.84%；郑州至民权高速公路为 4825 万元，同比+4%；德上高速公路永城段为 820 万元，同比-14.62%；商丘至登封高速公路为 5811 万元，同比-4.35%。

图表 102 中原高速月度通行费收入（亿元）



资料来源：公司公告，华创证券

宁沪高速：拟 73.41 亿元收购苏锡常南部高速公司 100%股权

8 月 21 日，宁沪高速公告称，**公司拟以现金支付方式收购江苏交控、无锡交通及常州交控分别持有的苏锡常南部高速公司 65%、22.82%及 12.18%股权，交易总对价 73.41 亿元。**

2024 年 7 月，因沿江高速扩建交通管制实施显著延期，其带来的对苏锡常南部高速流量以及估值的影响无法准确判断，原股权转让协议生效条件未达成。**目前重启条件已全面具备：**1）沿江高速交通管制不确定性已消除；2）2025 年苏锡常南部高速车流量及收入显著增长，实现扭亏为盈；3）各转让方已就交易条件和评估价值达成共识，放弃优先购买权，同意向本公司转让股权。

苏锡常南部高速公司 2025 年实现营业收入 8.2 亿元，综合利润 0.71 亿元；2026Q1 实现营业收入 2.04 亿元，综合利润 0.38 亿元；截至 2026 年 3 月 31 日，净资产 73.15 亿元，**对应交易总对价 PB 约 1.0 倍。**

苏锡常南部高速位于苏南经济最活跃的苏州-无锡-常州核心圈南侧，与沪宁高速形成“一南一北“两条城际轴线，是区域通行能力的重要补充。本次收购预计将进一步完善公司在苏南路网的布局，增加优质资产储备。此外，未来沪宁高速江苏段及周边路网存在改扩建安排，经公司分析，**苏锡常南部高速有望成为沪宁高速改扩建期间溢出车流的核心承接载体，可为主通道分担通行压力，降低核心路段施工对公司收入与利润的影响。**

8 月 28 日，公司进一步公告称目前已与各转让方就本次股权转让事项的交易方案、权益安排等达成一致，**于 2026 年 8 月 27 日签署了《股权转让协议》。**

交易设置了业绩补偿承诺，**业绩承诺期为 2026-28 年，承诺期内累计承诺净利润不低于 6.11 亿元，**若累计实现净利润数低于累计承诺净利润数的 95%，各转让方将按原持股比例对宁沪高速进行补偿，补偿总额不超过各自实际收到的交易对价。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 103 苏锡常南部高速及其与其他主要收费公路和高速公路连接图



资料来源：公司公告，华创证券

公路板块上市公司 2026 年半年报业绩及分红速览

2026H1 重点公路上市公司通行费收入略有分化。

宁沪高速实现通行费收入 48.7 亿元，同比增长 5.8%，主要原因为宁扬长江大桥北接线通车和锡宜高速改扩建完工以及集团所辖部分路段交通流量增长；

中原高速通行费收入 22.24 亿元，同比增长 1.4%，其中货运流量成为稳收增收重要支撑；

皖通高速通行费收入 24.74 亿元，同比增长 0.9%；

赣粤高速通行费收入 18.07 亿元，同比增长 0.6%；

粤高速通行费收入 20.93 亿元，同比增长 0.2%；

山东高速通行费收入 47.71 亿元，同比减少 2.9%，核心路产相交路段封闭施工造成的分流效应是主要影响因素；

招商公路通行费收入 42.95 亿元，同比下降 4.1%，主要受京津塘高速改扩建施工等因素影响；

四川成渝通行费收入 24.28 亿元，同比减少 4.1%，主要受宏观经济环境、平行路网分流及油价高企等因素综合影响；

下载日志已记录，仅供内部参考

深高速通行费收入 22.33 亿元，同比下降 8.8%，水官高速收费到期产生较大影响。

上述 9 家高速公路上市公司 26H1 合计实现通行费收入 271.94 亿元，同比下滑 1.1%。

图表 104 26H1 重点公路公司通行费收入

通行费收入：亿元	26H1	25H1	YOY
宁沪高速	48.70	46.04	5.8%
中原高速	22.24	21.93	1.4%
皖通高速	24.74	24.51	0.9%
赣粤高速	18.07	17.96	0.6%
粤高速	20.93	20.88	0.2%
山东高速	47.71	49.14	-2.9%
招商公路	42.95	44.78	-4.1%
四川成渝	24.28	25.33	-4.1%
深高速	22.33	24.49	-8.8%

资料来源：公司公告，华创证券

2026H1 公路行业整体归母净利润增速为-4.5%。H1 业绩增速排名：楚天高速（+8.6%）、皖通高速（+4.9%）、招商公路（+4.1%）、中原高速（+3.6%）、东莞控股（+3.4%）。

2026Q2 公路行业整体归母净利润增速为-8.1%。Q2 业绩增速靠前的公司为楚天高速（+57.1%）、皖通高速(+15.1%)、四川成渝(+11.8%)、龙江交通(+9%)、招商公路(+6.9%)。

其中，楚天高速业绩大增主要原因是收到公司所属路段受汉宜高速改扩建施工影响补偿款（该部分款项计入营业外收入）

图表 105 26Q2 公路上市公司业绩及增速

单位：亿元	26Q2业绩	YOY(%)	较行业超额增速
楚天高速	2.0	57.1	65.2
皖通高速	4.7	15.1	23.1
四川成渝	4.4	11.8	19.8
龙江交通	0.5	9.0	17.1
招商公路	12.6	6.9	15.0
中原高速	3.2	4.1	12.1
粤高速A	4.0	-0.4	7.7
山西高速	1.3	-0.4	7.7
五洲交通	1.2	-3.1	5.0
吉林高速	1.1	-5.2	2.9
宁沪高速	11.4	-6.2	1.8
深高速	4.1	-15.0	-6.9
东莞控股	2.7	-15.1	-7.0
福建高速	2.5	-15.5	-7.4
山东高速	7.4	-16.5	-8.4
现代投资	0.7	-47.5	-39.4
湖南投资	0.1	-55.5	-47.4
赣粤高速	-0.7	-120.0	-111.9
行业整体	**63.14**	**-8.1**	-

资料来源：Wind，华创证券

图表 106 26H1 公路上市公司业绩及增速

单位：亿元	26H1业绩	YOY(%)	较行业超额增速
楚天高速	4.4	8.6	13.1
皖通高速	10.1	4.9	9.4
招商公路	26.0	4.1	8.6
中原高速	6.9	3.6	8.1
东莞控股	5.5	3.4	7.9
宁沪高速	25.0	3.3	7.8
四川成渝	9.0	1.9	6.5
山西高速	2.5	1.9	6.4
五洲交通	3.1	-0.8	3.8
吉林高速	2.2	-2.2	2.3
深高速	9.2	-4.3	0.3
福建高速	5.1	-6.8	-2.2
山东高速	15.8	-7.0	-2.4
龙江交通	1.1	-8.4	-3.8
粤高速A	8.5	-19.6	-15.0
现代投资	2.3	-23.6	-19.0
湖南投资	0.2	-37.0	-32.5
赣粤高速	2.1	-72.8	-68.3
行业整体	**138.98**	**-4.5**	-

资料来源：Wind，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

2026H1 公路行业整体扣非净利增速为+1.9%。H1 扣非净利增速排名：楚天高速（+17.1%）、深高速（+11.3%）、皖通高速（+8.4%）、中原高速（+7.7%）、粤高速 A（+6%）。

2026Q2 公路行业整体扣非净利增速为-2.3%。Q2 扣非净利增速排名：楚天高速（+79.2%）、龙江交通（+56.4%）、深高速（+11.8%）、中原高速（+11%）、四川成渝（+8.3%）。

图表 107　26Q2 公路上市公司扣非净利及增速

单位：亿元	26Q2扣非净利	YOY(%)	较行业超额增速
楚天高速	2.0	79.2	81.5
龙江交通	0.5	56.4	58.7
深高速	4.8	11.8	14.1
中原高速	3.1	11.0	13.3
四川成渝	4.0	8.3	10.6
招商公路	12.4	6.4	8.8
山西高速	1.3	-0.2	2.2
粤高速A	4.0	-0.6	1.8
皖通高速	3.7	-1.4	0.9
吉林高速	1.1	-5.1	-2.7
五洲交通	1.1	-6.0	-3.7
宁沪高速	11.2	-7.2	-4.9
东莞控股	2.8	-8.9	-6.6
现代投资	1.0	-13.5	-11.2
山东高速	7.5	-14.3	-12.0
福建高速	2.5	-17.2	-14.9
赣粤高速	1.1	-51.0	-48.7
湖南投资	0.1	-58.0	-55.7
行业整体	**64.27**	**-2.3**	**-**

资料来源：Wind，华创证券

图表 108　26H1 公路上市公司扣非净利及增速

单位：亿元	26H1扣非净利	YOY(%)	较行业超额增速
楚天高速	4.3	17.1	15.3
深高速	10.0	11.3	9.4
皖通高速	9.1	8.4	6.5
中原高速	6.8	7.7	5.8
粤高速A	8.5	6.0	4.1
东莞控股	5.6	5.1	3.2
招商公路	25.9	4.0	2.1
宁沪高速	24.9	3.4	1.5
山西高速	2.5	2.2	0.3
吉林高速	2.2	-2.2	-4.1
五洲交通	3.0	-3.4	-5.2
山东高速	15.7	-5.7	-7.6
四川成渝	8.1	-6.4	-8.3
福建高速	5.1	-7.8	-9.7
龙江交通	1.1	-9.6	-11.4
现代投资	2.6	-11.8	-13.6
赣粤高速	5.4	-14.3	-16.1
湖南投资	0.2	-37.8	-39.6
行业整体	**140.78**	**1.9**	**-**

资料来源：Wind，华创证券

宁沪高速、东莞控股拟进行中期利润分配。宁沪高速拟向全体股东每股派发现金红利人民币 0.25 元（含税），合计拟派发现金红利人民币 12.59 亿元（含税），占公司 2026 年上半年度归母净利润的 50.31%；**东莞控股**拟向全体股东每股派发现金红利 0.15 元（含税），合计拟派发现金红利人民币 1.56 亿元，占公司 2026 年上半年度归母净利润的 28.33%。

3、铁路行业

铁路旅客发送量：2026 年 7 月，铁路旅客发送量为 4.52 亿人次，同比-0.6%；2026 年 1-7 月，铁路旅客发送量累计为 28.01 亿人次，同比+4.1%；

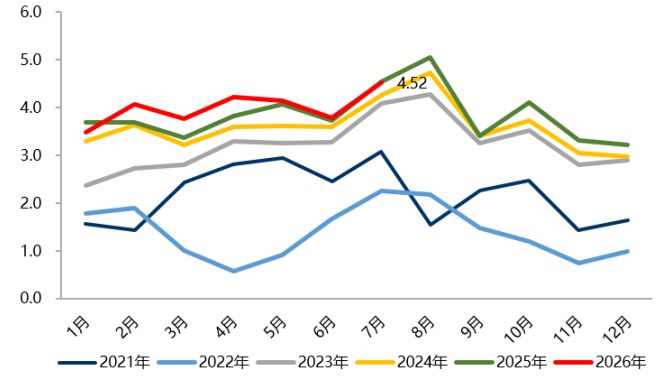
铁路旅客周转量：2026 年 7 月，铁路旅客周转量为 1657 亿人公里，同比-6.4%；2026 年 1-7 月，铁路旅客周转量为 9923 亿人公里，同比+1.6%；

铁路货运总发送量：2026 年 7 月，铁路货运总发送量为 4.3 亿吨，同比-4.7%；2026 年 1-7 月，铁路货运总发送量为 30.53 亿吨，同比+1.4%；

铁路货运总周转量：2026 年 7 月，铁路货运总周转量为 3162 亿吨公里，同比+3.9%；2026 年 1-7 月，铁路货运总周转量为 22020 亿吨公里，同比+6.3%。

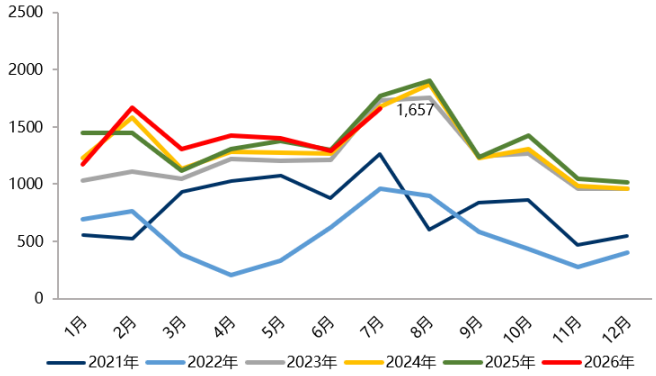
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 109 铁路旅客发送量（亿人）



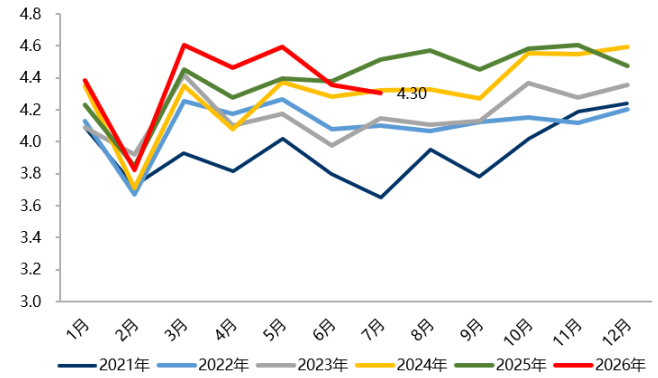
资料来源：Wind，华创证券

图表 110 铁路旅客周转量（亿人公里）



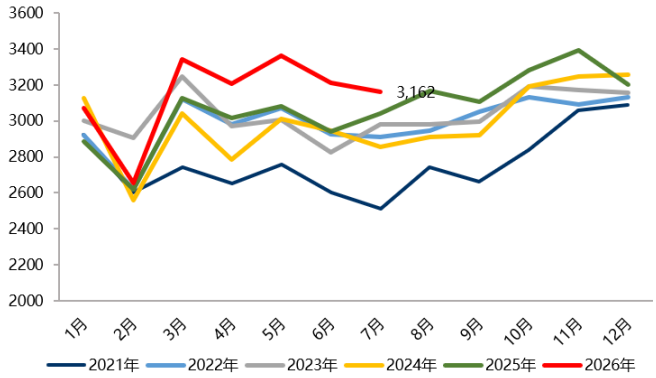
资料来源：Wind，华创证券

图表 111 铁路货运总发送量（亿吨）



资料来源：Wind，华创证券

图表 112 铁路货运总周转量（亿吨公里）



资料来源：Wind，华创证券

公司月度数据

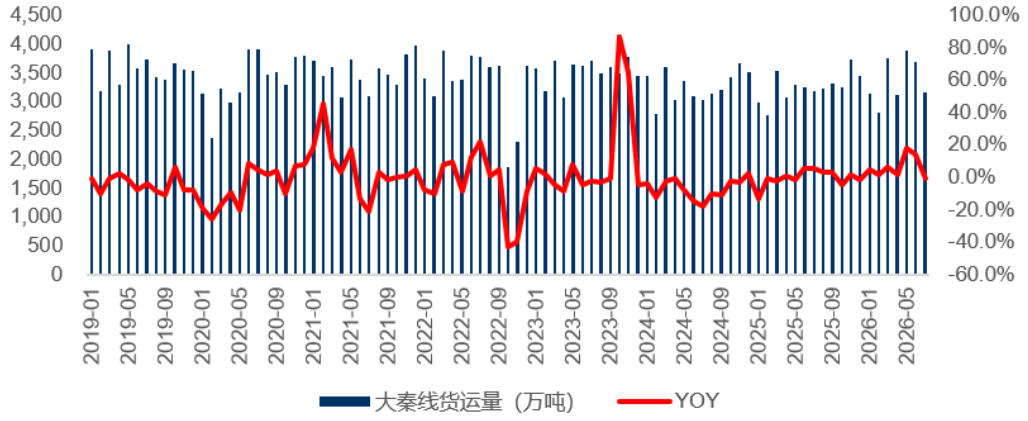
大秦铁路公告 2026 年 7 月生产经营数据

2026 年 7 月，公司核心经营资产大秦线完成货物运输量 3153 万吨，同比减少 0.82%。日均运量 101.71 万吨。大秦线日均开行重车 80.5 列，其中：日均开行 2 万吨列车 47.9 列。

2026 年 1-7 月，大秦线累计完成货物运输量 23529 万吨，同比增长 6.70%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 113 大秦铁路月度运量及同比（万吨）



资料来源：Wind，华创证券

铁路板块上市公司 2026 年半年报业绩及分红速览

京沪高铁：2026H1，京沪高铁全线开行列车 11.6 万列、同比增长 8%，发送旅客 1.2 亿人次、同比增长 5.7%，展现良好经营韧性。

公司实现营业收入 218.42 亿元，同比增长 3.94%；归母净利润 67.71 亿元，同比增长 7.21%；扣非后归母净利润 67.71 亿元，同比增长 7.21%。其中 Q2 实现营业收入 112.82 亿元，同比+4.56%；归母净利润 36.29 亿元，同比+8.25%；扣非后归母净利润 36.29 亿元，同比+8.26%。**京福安徽公司实现营业收入 31.55 亿元，同比增长 5.18%；净利润 1.9 亿元，同比高增 2251%，利润端已超 2025 年全年，增长势头强劲。**

大秦铁路：2026H1，公司完成货物发送量 33,588 万吨，同比+2.5%；换算周转量 1,962 亿吨公里，同比+7.7%；其中公司煤炭发送量 2.77 亿吨，同比+5.8%。核心经营资产大秦线运输量 20,376 万吨，同比增长 8%，大秦线日均开行重车 84 列，其中 2 万吨 55.3 列。

公司实现营业收入 395.97 亿元，同比+6.2%；归母净利润 42.55 亿元，同比+3.4%；扣非后归母净利润 42.43 亿元，同比+3.5%。其中 Q2 实现营业收入 210.27 亿元，同比+7.92%；归母净利润 18.71 亿元，同比+21.16%；扣非后归母净利润 18.57 亿元，同比+20.87%。

公司主要货运指标同比有所回升，主要原因是：1）煤炭市场需求边际改善。上半年，火电兜底保供、煤化工高景气度对煤炭消费形成支撑，1-6 月火力发电量同比增长 2.9%，利好公司煤炭运输业务；**2）煤炭进口量阶段性波动。**2026 年以来，印尼煤炭出口政策收紧，美伊冲突推高国际能源价格、国内外煤价出现倒挂，煤炭进口节奏呈现阶段性波动特征。1-5 月全国煤炭进口量 1.83 亿吨，同比下降 3.2%；上半年累计进口 2.25 亿吨，同比增长 1.7%。在进口煤炭 1-5 月份阶段性减量的同时，公司运量填补了煤炭需求缺口；**3）大宗运输市场的竞争有所缓和。**受油价上涨拉高汽运成本等因素影响，叠加山西等省份推动大宗货物优先通过铁路运输等政策驱动，煤炭、焦炭、钢铁等货源向铁路集聚。

广深铁路：2026H1，公司实现营业收入 147.89 亿元，同比增长 5.87%；归母净利润 11.9 亿元，同比增长 7.32%；扣非后归母净利润 11.88 亿元，同比增长 12.24%。其中 Q2 实现营业收入 73.98 亿元，同比增长 4.59%；归母净利润 6.1 亿元，同比下降 4.72%；扣非后归母净利润 6.17 亿元，同比下降 3.92%。**公司上半年客运端保持增长，货运端承压。**

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 114 26Q2 铁路上市公司业绩及增速

单位：亿元	26Q2业绩	YOY(%)	较行业超额增速
大秦铁路	18.7	21.2	16.7
京沪高铁	36.3	8.2	3.8
铁龙物流	1.7	-4.1	-8.6
广深铁路	6.1	-4.7	-9.2
中铁特货	0.8	-51.8	-56.3
西部创业	0.2	-90.3	-94.7
行业整体	**63.81**	**4.5**	-

资料来源：Wind，华创证券

图表 115 26H1 铁路上市公司业绩及增速

单位：亿元	26H1业绩	YOY(%)	较行业超额增速
广深铁路	11.9	7.3	4.7
京沪高铁	67.7	7.2	4.6
大秦铁路	42.5	3.4	0.8
铁龙物流	3.9	1.8	-0.8
中铁特货	2.0	-40.2	-42.9
西部创业	0.7	-74.8	-77.4
行业整体	**128.8**	**2.6**	-

资料来源：Wind，华创证券

2026H1 铁路行业整体扣非净利增速为+4.4%。H1 扣非净利增速排名：广深铁路（+12.2%）、京沪高铁（+7.2%）、大秦铁路（+3.5%）、铁龙物流（-0.1%）、中铁特货（-39.2%）、西部创业（-44.8%）；

2026Q2 铁路行业整体扣非净利增速为+7.4%。Q2 扣非净利增速排名：大秦铁路（+20.9%）、京沪高铁（+8.3%）、广深铁路（-3.9%）、铁龙物流（-5.2%）、中铁特货（-50.2%）、西部创业（-66.6%）。

图表 116 26Q2 铁路上市公司扣非净利及增速

单位：亿元	26Q2扣非净利	YOY(%)	较行业超额增速
大秦铁路	18.6	20.9	13.4
京沪高铁	36.3	8.3	0.8
广深铁路	6.2	-3.9	-11.3
铁龙物流	1.6	-5.2	-12.6
中铁特货	0.8	-50.2	-57.7
西部创业	0.2	-66.6	-74.0
行业整体	**63.68**	**7.4**	-

资料来源：Wind，华创证券

图表 117 26H1 铁路上市公司扣非净利及增速

单位：亿元	26H1扣非净利	YOY(%)	较行业超额增速
广深铁路	11.9	12.2	7.9
京沪高铁	67.7	7.2	2.8
大秦铁路	42.4	3.5	-0.9
铁龙物流	3.7	-0.1	-4.5
中铁特货	2.0	-39.2	-43.6
西部创业	0.7	-44.8	-49.2
行业整体	**128.5**	**4.4**	-

资料来源：Wind，华创证券

大秦铁路、铁龙物流与中铁特货拟进行中期利润分配。

（二）投资建议

1、港口：港口战略价值投资时代来临，预计跑赢交运红利资产。

继续强推招商港口，目前仍破净的全球布局港口央企，拥有海外战略港口资产布局、近年积极提升分红比例，从 2019 年的 30.5%提升至 2025 年的 43%，2019-25 年业绩复合增速 8%；

重点推荐**唐山港**高分红优质港口标的，全国重要能源枢纽港；

强推**青岛港**整合优化、业绩稳健；

以及推荐**厦门港务**受益于两岸融合，资产注入一旦完成，盈利能力、红利属性或迎双提升。

下载日志已记录，仅供内部参考

关注北部湾港，未来平陆运河开通后对公司业务量促进的潜力。

2、公路：我们强调公路典型红利资产配置价值。

继续首推 **A/H 股息率最高的四川成渝/四川成渝高速公路，我们认为公司具备业绩增长稳定性，结合高分红及“大集团、小公司”逻辑，公司为少有的具备成长潜力的优质高速资产；**

继续重点推荐高速公路行业市值管理典范、ROE 水平领先的**皖通高速**，位于交通强省、分红领先的**山东高速、宁沪高速**，可视为行业 ETF 增强的**招商公路**，以及低估值、存在通过企业改革经营释放活力潜力的**赣粤高速**。

3、铁路：长久期+改革红利，重视铁路行业投资机会

我们对红利的理解，从静态到动态到泛红利，对于铁路这类长久期、类永续经营资产，改革释放未来经营活力同样是红利。

持续推荐京沪高铁：黄金线路现金牛资产，稀缺资源存在价格弹性潜力，**公告未来三年（2025-2027 年）分红比例将不低于 55%，分红比例、股息率提升。**

推荐典型高股息资产**大秦铁路**，关注**广深铁路。**

2026 年预期分红股息率（2026 年预期每股分红/当前股价，2026/8/31）：

大于 5%：四川成渝（5.3%）>东莞控股（5.3%）;

4%-5%：皖通高速（4.6%）>大秦铁路（4.5%）>唐山港（4.4%）>中原高速（4.4%）>招商公路（4.3%）>宁沪高速（4.2%）>山东高速（4.1%）>粤高速 A（4.0%）;

3%-4%：青岛港（3.9%）>上港集团（3.9%）>招商港口（3.6%）。

图表 118 红利资产主要上市公司 26 年预期股息率一览（股息率>3%，截至 26/8/31 收盘价）

公司	股价	26年预期股息率	市值	年内涨跌幅	归母净利（亿元）		分红比例(%)		分红金额（元/股）	
	8月31日		亿元		2025	2026E	2025	2026E	2025	2026E
四川成渝	**5.95**	**5.3%**	**182**	**3.1%**	**15.1**	**16.1**	**60.0**	**60.0**	**0.30**	**0.32**
东莞控股	10.22	5.3%	106	-1.9%	8.2	9.4	60.0	60.0	0.48	0.54
皖通高速	**16.69**	**4.6%**	**285**	**18.4%**	**18.8**	**21.6**	**60.1**	**60.1**	**0.66**	**0.76**
大秦铁路	**4.76**	**4.5%**	**945**	**-3.8%**	**59.0**	**76.7**	**75.0**	**55.0**	**0.22**	**0.21**
唐山港	**4.56**	**4.4%**	**270**	**25.9%**	**20.0**	**21.9**	**59.3**	**54.2**	**0.20**	**0.20**
中原高速	3.91	4.4%	88	-4.2%	6.3	9.0	42.9	42.9	0.12	0.17
招商公路	**9.82**	**4.3%**	**667**	**1.6%**	**46.1**	**52.4**	**55.0**	**55.0**	**0.37**	**0.42**
宁沪高速	**12.46**	**4.2%**	**628**	**8.0%**	**45.9**	**48.8**	**53.7**	**53.7**	**0.49**	**0.52**
山东高速	**10.30**	**4.1%**	**498**	**9.2%**	**32.1**	**32.4**	**63.3**	**63.3**	**0.42**	**0.42**
粤高速A	13.23	4.0%	277	17.5%	18.0	15.8	70.1	70.1	0.60	0.53
青岛港	**9.15**	**3.9%**	**594**	**13.7%**	**52.7**	**54.9**	**42.5**	**42.5**	**0.35**	**0.36**
上港集团	**5.26**	**3.9%**	**1,225**	**6.2%**	**135.6**	**141.3**	**33.5**	**33.5**	**0.20**	**0.20**
招商港口	**23.92**	**3.6%**	**594**	**32.0%**	**46.1**	**50.0**	**43.0**	**43.0**	**0.80**	**0.87**

资料来源：Wind，华创证券

注：1）已覆盖公司 2026 年归母净利润取华创证券预测，未覆盖公司取 Wind 一致预期;

2）假设大秦铁路 2026 年分红比例为 55%（2023-2025 年股东分红回报规划中的水平）、唐山港维持每股分红 0.2 元，其余公司维持 2025 年分红比例;

3）四川成渝定增事项暂未落地，故不考虑增发摊薄

下载日志已记录，仅供内部参考

六、食饮：白酒底部渐明，乳业周期上行

（一）基本面数据跟踪

1、白酒：渠道库存持续去化，批价企稳信号初现

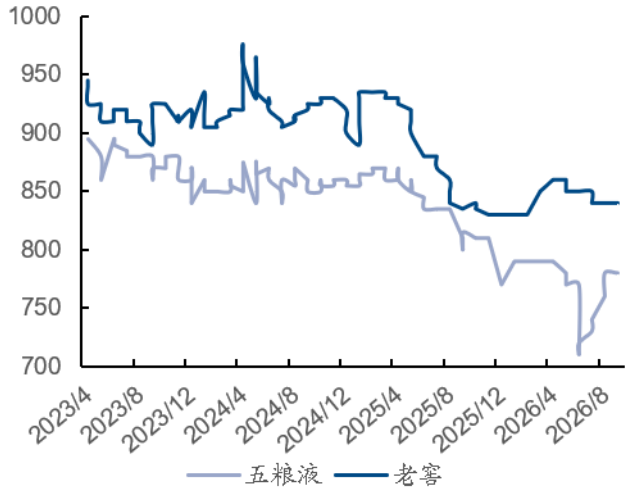
渠道库存持续去化，批价企稳信号初现。动销端，8 月低基数效应加强，局部市场同比略有改善，但剔除基数扰动后，实际动销仍不及 2024 年同期水平。场景修复节奏偏缓，终端需求整体仍承压。**库存端，**行业渠道库存持续去化，其中茅台库存低位货源不足；五粮液历史库存持续消化；老窖、古井库存去化加快；预计 26H2 行业仍将以消化库存为主。**批价端，**茅台飞天提价后批价在 1700 元左右保持坚挺；五粮液政策调整后，普五批价回升并稳定在 760-780 元；国窖继续执行挺价策略。

图表 119　茅台价格走势（元）



资料来源：今日酒价，华创证券

图表 120　五泸价格走势（元）



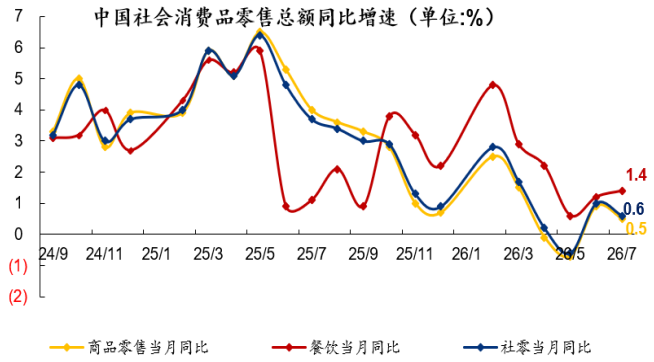
资料来源：今日酒价，华创证券

2、大众品：消费需求复苏趋缓，乳业延续企稳改善

7 月消费复苏态势有所放缓，餐饮持续好于零售。26 年 7 月社会消费品零售总额同比增长 0.6%，其中商品零售同比上升 0.5%，餐饮收入同比增长 1.4%，环比 6 月社零当月增速有所回落，餐饮消费增速仍略高于商品零售。分品类看，26 年 7 月限额以上粮油食品类、饮料类、烟酒类零售额同比分别+5.3%/+3.5%/+6.0%，粮油食品类、饮料类、烟酒类消费增速高于社零增速。26 年 7 月 CPI 同比+0.5%，食品 CPI 同比-1.5%，7 月消费者信心指数较 6 月小幅下行。

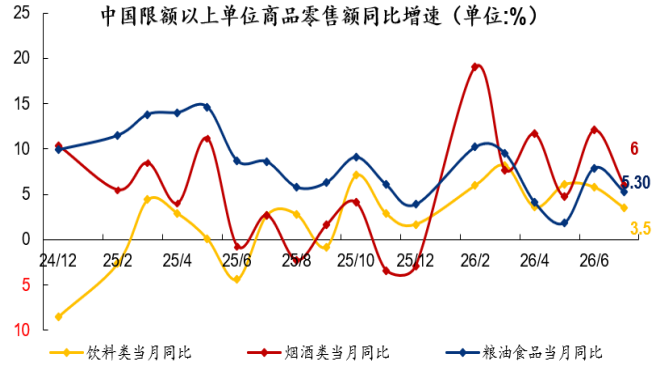
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 121 26 年 7 月社零同比增长 0.6%



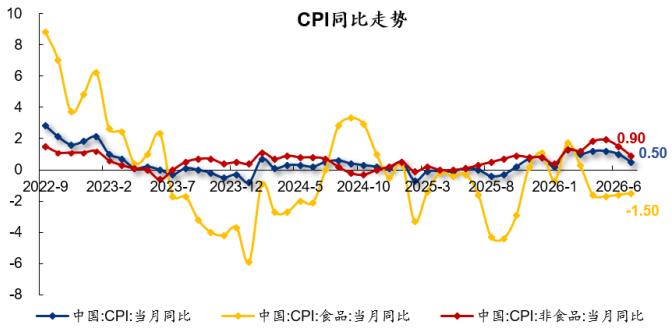
资料来源：wind，国家统计局，华创证券

图表 122 26 年 7 月烟酒类、粮油类增速相对更快



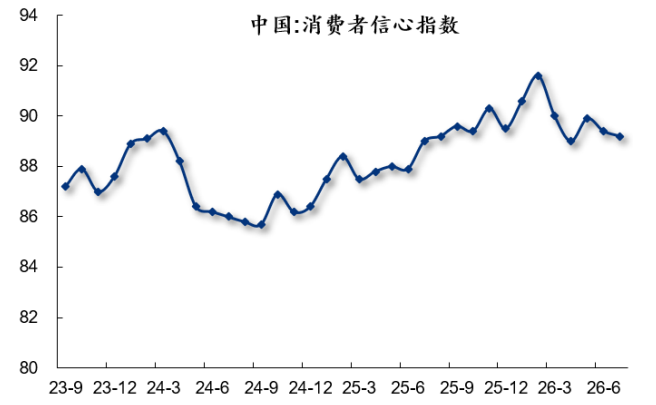
资料来源：wind，国家统计局，华创证券

图表 123 26 年 7 月食品 CPI 同比-1.5%



资料来源：wind，国家统计局，华创证券

图表 124 消费者信心指数持续回落



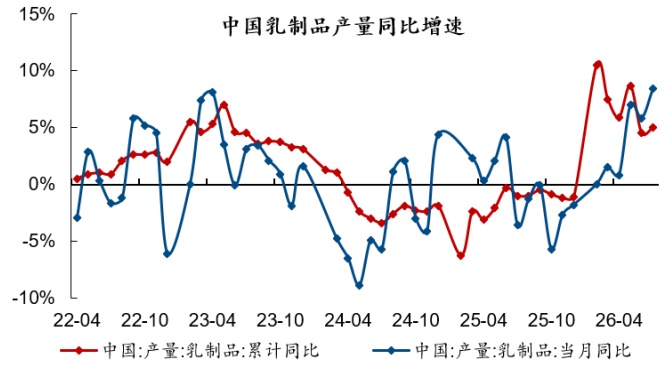
资料来源：wind，国家统计局，华创证券

从重点红利子板块近期跟踪看：

乳业：7 月奶牛去化延续、淡季需求保持修复，原奶价格周期拐点信号强化。供给端，7 月全国奶牛存栏去化 0.4 万头，7 月散奶价格环比上行，牧场淘汰节奏略有放缓，生鲜乳产量同比增长 4.0%。需求端，26 年 7 月乳制品产量累计同比增长 8.4%，淡季终端需求保持修复节奏；前 7 月乳制品产量累计同比增长 8.4%，累计需求-供给增速+1.0%，需求增速持续跑赢生鲜乳供给增速，行业供需格局保持边际改善；奶价端，7 月生鲜乳价格 3.06 元/KG，同比+0.7%，环比基本持平，预计中秋国庆旺季带动下，价格有望上行。展望下半年来看，伴随供给端持续去化，需求端稳步修复，叠加国产深加工产能释放，行业供需格局有望实质性改善，乳业周期向上拐点确定性持续提升。若后续饲料成本承压上行，将进一步加速中小牧场产能出清，助推原奶价格修复，龙头乳企有望充分受益于原奶成本下行后的盈利弹性释放与行业集中度持续提升。

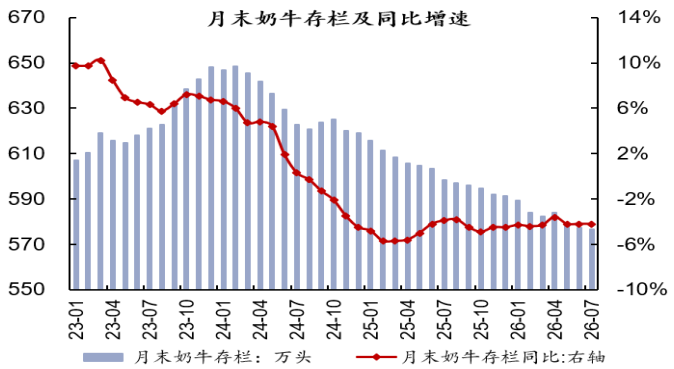
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 125 26 年 7 月乳制品产量同比+8.4%



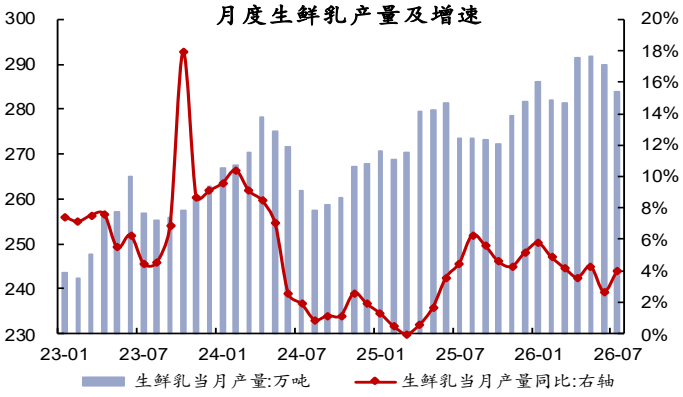
资料来源：Wind，华创证券

图表 126 26 年 7 月奶牛存栏较历史高点去化近 11%



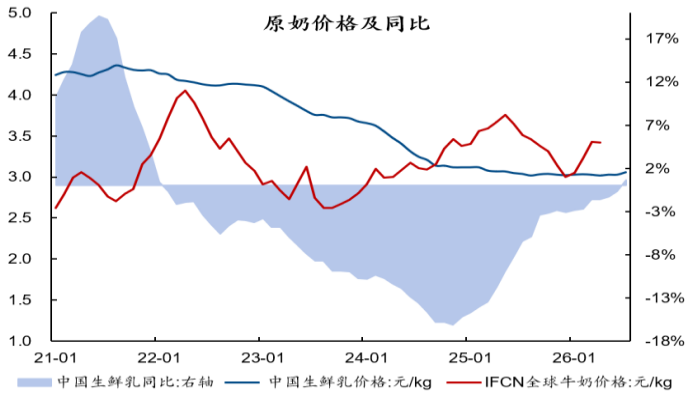
资料来源：Wind，华创证券

图表 127 26 年 7 月生鲜乳产量同比增长 4.0%



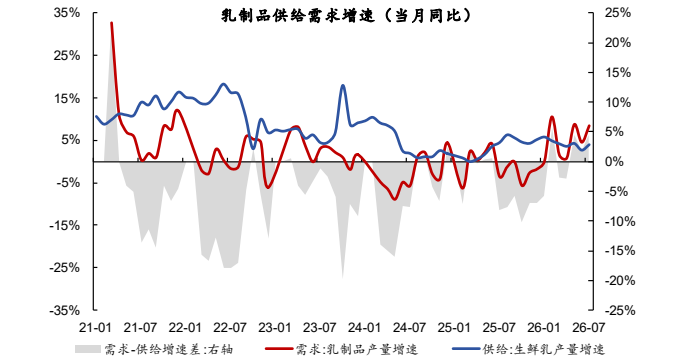
资料来源：Wind，华创证券

图表 128 7 月生鲜乳价格 3.06 元/KG



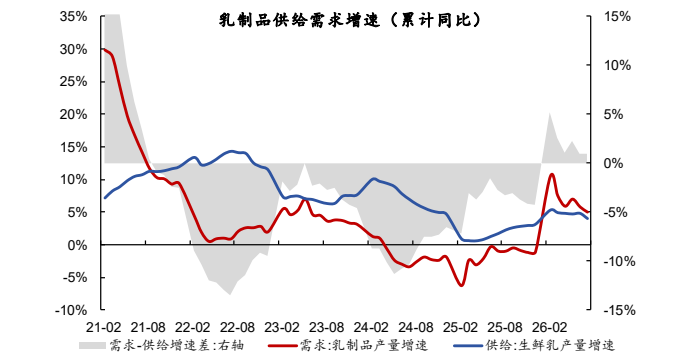
资料来源：Wind，华创证券

图表 129 7 月需求-供给增速差进一步放大



资料来源：Wind，华创证券 注：21-24 年单 1、2 月及 25 年 1 月乳制品产量增速缺乏

图表 130 26 年前 7 月累计需求-供给增速差保持正增长

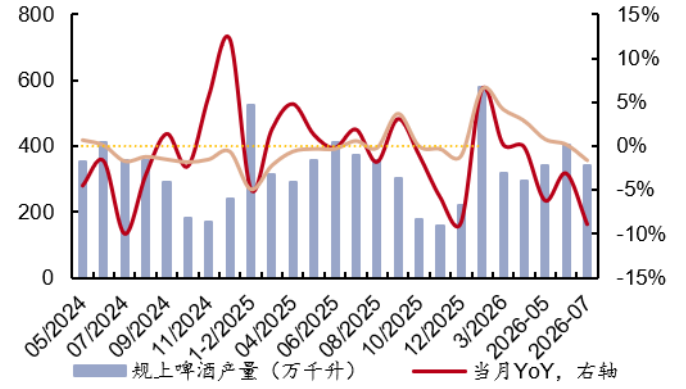


资料来源：Wind，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

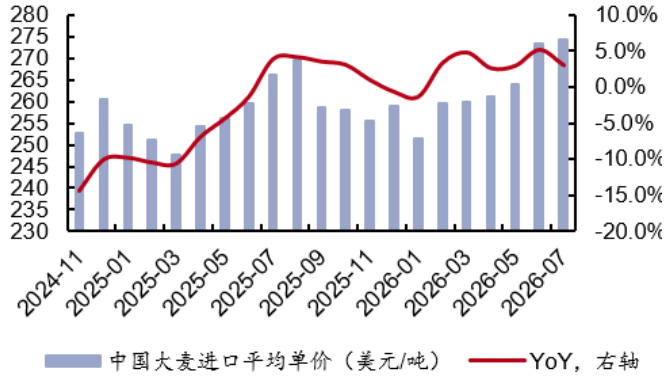
啤酒：8 月销售表现延续偏淡，行业销量下降。受雨水天气及需求整体偏淡影响，行业销量延续下滑。26 年 7 月规上啤酒产量 340 万千升，同比-8.9%，一方面 7 月降雨较多进一步影响需求，另一方面 6 月备货较多、7 月新进货有减少。成本端，26 年 7 月大麦均价 274 美元/吨，同比上升 3.1%；26 年 8 月国内铝锭同比上涨 15.6%，浮法玻璃同比-11.1%，瓦楞纸同比上升 14.2%，铝材价格持续上涨，成本端压力边际上涨，酒企通过提升生产效率、调整产品结构等方式控制成本。

图表 131 规模以上啤酒企业月度产量变动情况



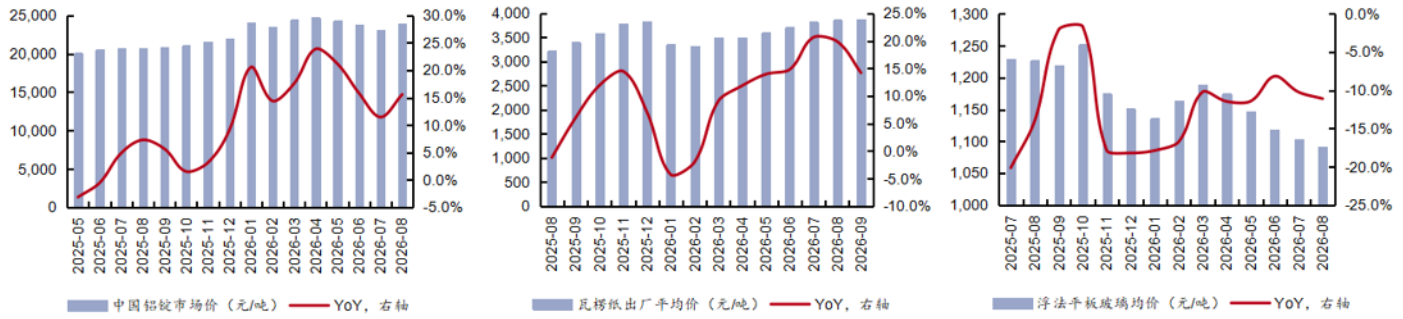
资料来源：Wind，华创证券

图表 132 进口大麦价格变动情况



资料来源：Wind，华创证券

图表 133 啤酒主要包材价格变动情况

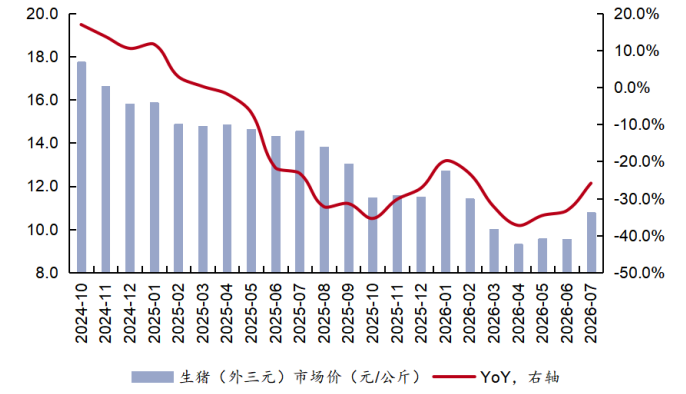


资料来源：Wind，华创证券

肉制品：7 月生猪屠宰量持续下降，8 月猪价再度小幅走弱，行业整体仍处于供需磨底阶段。7 月全国规模以上生猪定点屠宰企业屠宰量 3610 万头，同比增加 14.0%，环比下跌 5.5%；同比延续正增长，主要夏季进入肉类消费传统淡季，生猪供给边际收窄。26 年 8 月全国生猪市场均价约 10.7 元/公斤，同比下跌 22.5%，环比下跌 0.6%；同比大幅回落主要系行业生猪供给整体仍较为充裕，猪价环比小幅回调，主要系夏季终端肉类消费依旧偏弱，导致猪价环比小幅下行。

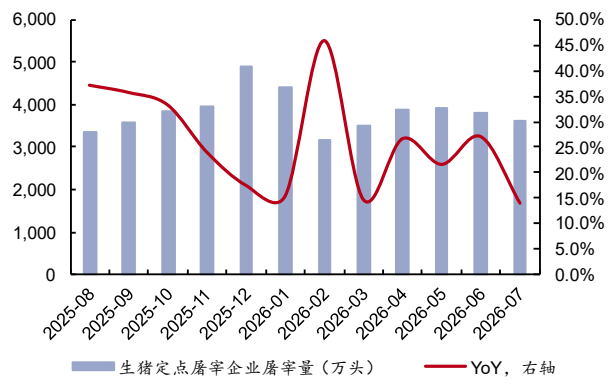
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 134 生猪（外三元）猪价情况



资料来源：Wind，华创证券

图表 135 生猪屠宰情况



资料来源：Wind，华创证券

（二）行业重点事件点评

白酒行业 2026 年中报总结：报表承压，底部渐明。Q2 报表环比加大出清，26H2 低基数下降幅有望收窄。26Q2 白酒板块营收/归母净利润同降 17.1%/21.4%，降幅较 Q1（-0.7%/-1.7%）明显扩大，主因淡季需求偏弱下酒企主动放缓回款、加速渠道去库，行业供给端加速出清；26H1 整体营收 1978.5 亿元（同降 6.7%）、归母净利润 731.2 亿元（同降 8.3%），利润降幅大于收入，反映结构下移与刚性费投。分价格带看，高端整体优于次高端及中低档，后者出清力度更大；量价维度普遍量价齐降，销量降幅大于吨价，结构延续下移。现金流跟随收入同步收缩，26H1 行业回款同降 22.5%，高端中除茅台回款增 3.5%外，五粮液、老窖分别降 63.3%/40.1%，剔除茅台后行业真实经营现金流仍偏弱；合同负债环比明显回落。盈利端，26H1 毛利率仅同降 0.4pct（控量保价见效），税金率受五粮液扰动降 1.3pcts，销售费用率因收入下滑被动抬升 1.4pcts 至 11.4%，净利率同比降 0.6pct，其中高端仅降 0.1pct，整体承压但可控。资本回报方面，头部酒企强化分红，叠加回购增持等，高股息构筑估值安全垫，对长线资金吸引力增强。

乳制品：26H1 乳企收入普遍正增，补税和减值扰动利润。26 年上半年乳制品行业需求呈现企稳增长态势，常温奶维持平稳运行，低温奶延续双位数增长，产品结构优化稳步推进，乳企上半年普遍实现营收正增长，终端需求复苏得到基本面验证。利润端表现有所分化，核心源于二季度行业内多数乳企集中完成所得税补缴，叠加部分企业资产减值计提，一次性因素对当期利润形成明显拖累，若剔除补税及减值等非经常性损益，头部乳企主业经营盈利仍具备较强韧性。分企业看，伊利受补税及计提澳优相关减值影响，上半年利润端承压明显，展望下半年随着澳优扭亏，业绩有望逐季改善；蒙牛收入端实现全面改善，叠加现代牧业扭亏贡献利润弹性，整体增长优于市场预期，下半年现代并表圣牧后，预计利润弹性将持续释放；新乳业依托低温赛道差异化竞争优势，持续推进产品创新与渠道深耕，收入端维持较快增长，短期税收因素压制短期表观利润弹性，但剔除扰动后核心利润增长强劲。

（三）投资建议

白酒：底部信号逐步明朗，宜长线播种、短期把握季度右侧改善机会。Q2 酒企普遍给渠

下载日志已记录，仅供内部参考

道纾压、报表压力有望进一步释放，下半年低基数下更多酒企动销及报表有望转正。全年看酒企从被动应对进入主动调整，机会在于茅台批价企稳之后，预期筑底企稳。周期节奏上，26H1 酒企主动调整、曙光微现，26H2 有望拐点渐明、渐次改善。优先推荐穿越周期的龙头**茅台**，战略关注经营稳中向好的**五粮液**、低基数下弹性品种**老窖**。

大众品：底部布局优质蓝筹，龙头高股息配置价值凸显。啤酒、乳制品、肉制品等基础刚需品类需求韧性持续凸显，龙头企业依托全产业链布局、精细化运营及成熟品牌壁垒，持续收割中小品牌份额，行业集中度稳步提升，基本面逐步走出底部区间。后续若消费景气度回暖，龙头依托强经营杠杆有望释放更大的业绩修复弹性。当前建议关注两类标的：一是基本面稳健向上、行业护城河深厚的绝对龙头**伊利股份**、**双汇发展**；二是盈利拐点显现、现金流充沛且分红机制成熟的**重庆啤酒**。

图表 136 食品饮料主要红利企业盈利预测与股息率

板块	公司	营收（亿元）			营收 YOY			业绩（亿元）			业绩 YOY			PE	股息率
		25	26E	27E	25	26E	27E	25	26E	27E	25	26E	27E	26E	
白酒	贵州茅台	1,721	1,787	1,862	-1%	4%	4%	823	847	885	-5%	3%	4%	20	3.8%
	五粮液	405	462	515	-55%	14%	11%	90	155	173	-72%	73%	11%	18	7.2%
	泸州老窖	257	182	186	-18%	-29%	3%	108	71	72	-20%	-34%	1%	16	7.2%
大众品	伊利股份	1,159	1,216	1,284	0%	5%	6%	116	100	130	37%	-14%	31%	17	5.2%
	双汇发展	595	590	613	0%	-1%	4%	51	51	52	2%	-1%	3%	16	6.1%
	重庆啤酒	147	143	146	1%	-3%	2%	12	12	12	10%	-5%	4%	17	6.0%

资料来源：wind，华创证券 注：收盘价截至 2026 年 9 月 4 日

下载日志已记录，仅供内部参考

七、家电：家电板块估值重构与白电龙头新机遇

（一）基本面数据跟踪

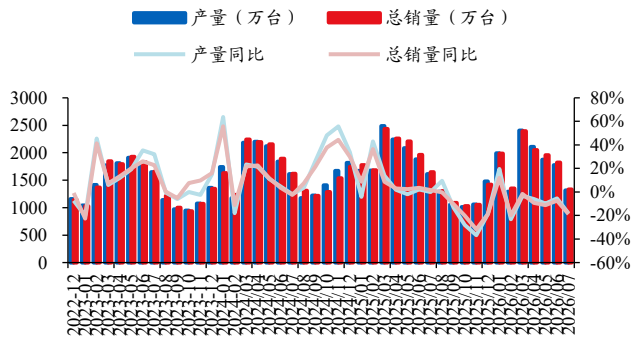
1、白电板块

空调出货：2026 年 7 月空调产量 1315.8 万台，同比-18.3%，总销量 1332.7 万台，同比-18.9%。其中内销量为 738.3 万台，增速-30.2%；外销量为 594.4 万台，增速为+1.5%。

冰箱出货：2026 年 7 月冰箱产量 834.0 万台，同比+6.0%，总销量 810.8 万台，同比+3.5%。其中内销量为 304.5 万台，增速为-2.3%；外销量为 506.3 万台，增速+7.4%。

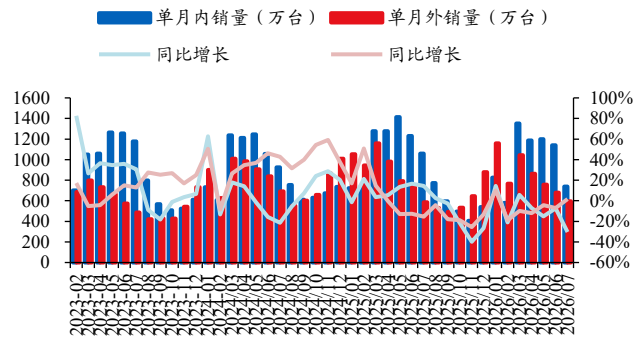
洗衣机出货：2026 年 7 月洗衣机产量 752.4 万台，同比+1.4%，总销量 754.2 万台，同比+2.6%。其中内销量为 306.0 万台，增速为-4.5%；外销量为 448.2 万台，增速为+8.0%。

图表 137　空调行业产量及总销量情况



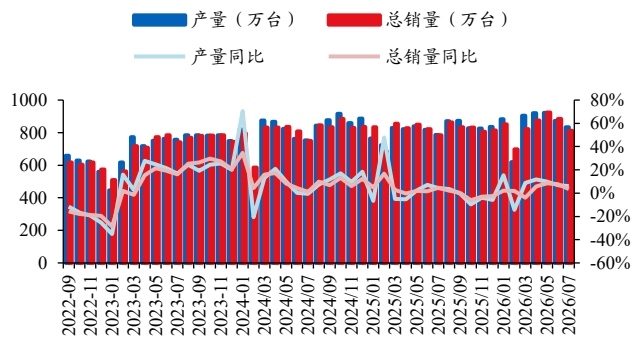
资料来源：产业在线，华创证券

图表 138　空调分内外销量情况



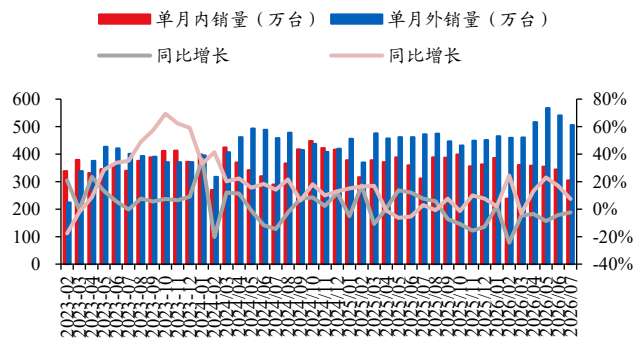
资料来源：产业在线，华创证券

图表 139　冰箱行业产量及总销量情况



资料来源：产业在线，华创证券

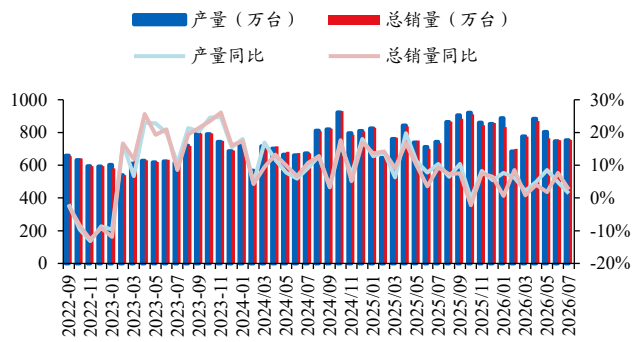
图表 140　冰箱分内外销量情况



资料来源：产业在线，华创证券

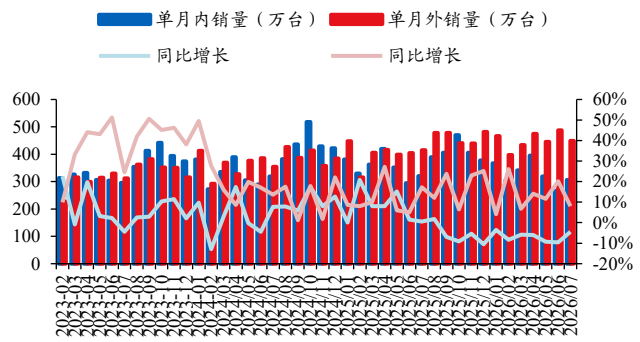
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 141 洗衣机行业产量及总销量情况



资料来源：产业在线，华创证券

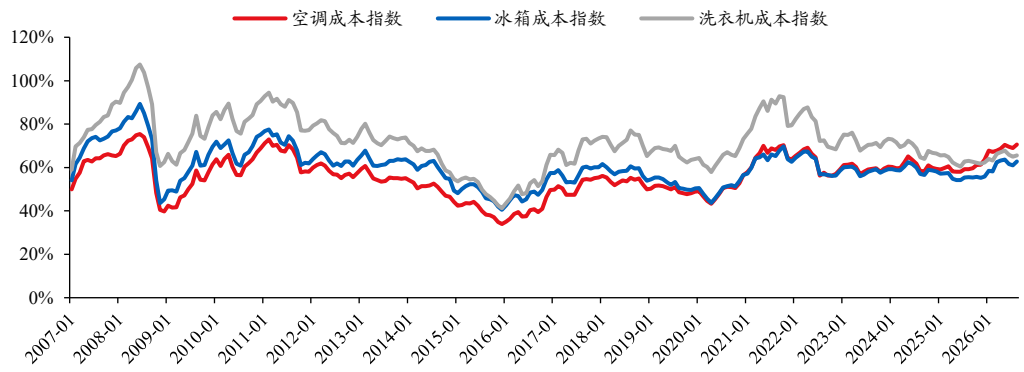
图表 142 洗衣机分内外销量情况



资料来源：产业在线，华创证券

本期家电成本指数同比上涨。我们选取钢、铜、冷轧板等大宗原材料，建立“成本指数”以反映白电成本端的价格变化。2026 年 8 月空调/冰箱/洗衣机成本指数分别为 70.61%、62.72%、65.51%，同比+11.33pct，+7.17pct，+2.39pct。

图表 143 家电成本指数走势



资料来源：Wind，华创证券

2、厨电&民电板块

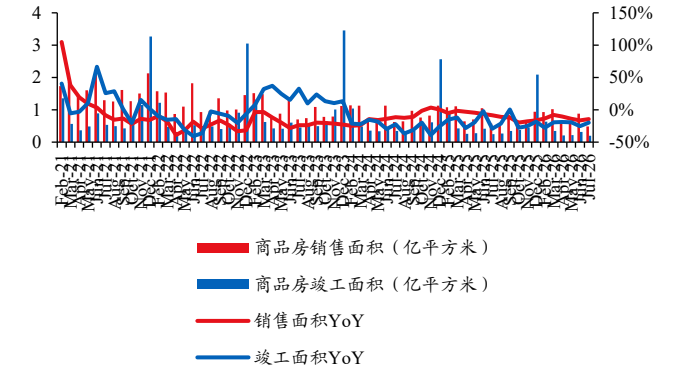
新房市场：2026 年 7 月，中国商品房竣工/销售面积为 0.20/0.49 亿平方米，同比-20.0%/-14.5%；累计 1-7 月份为 1.92 /4.50 亿平方米，累计同比为-23.2% /-11.8%。

二手房市场：2026 年 7 月，中国城市二手房挂牌价指数为 137.71，同比-7.4%；中国城市二手房挂牌量指数为 45.12，同比-18.9%。

油烟机市场：2026 年 7 月，根据奥维云数据，油烟机线上销额同比-3.4%，油烟机线下销额同比+1.0%。

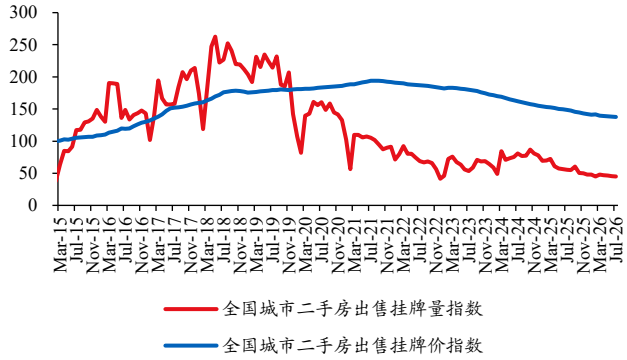
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 144 中国商品房竣工/销售面积及同比



资料来源：国家统计局，华创证券

图表 145 全国城市二手房出售挂牌量、价指数



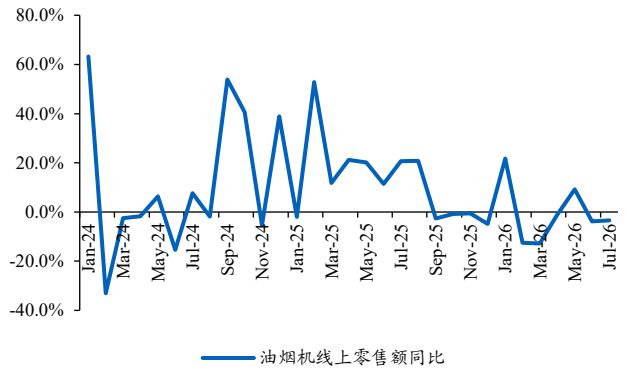
资料来源：iFind，华创证券

图表 146 油烟机线下销售情况



资料来源：奥维云网，华创证券

图表 147 油烟机线上销售情况



资料来源：奥维云网，华创证券

（二）行业重点事件点评

石头科技：向香港联交所递交 H 股发行上市的申请并刊发申请资料的公告

2025 年 6 月 27 日公司向香港联合交易所有限公司（以下简称“香港联交所”）递交了发行境外上市外资股（H 股）并在香港联交所主板挂牌上市（以下简称“本次发行上市”）的申请，并于同日在香港联交所网站刊登了本次发行上市的申请资料。

安克创新：向不特定对象发行可转换公司债券发行公告

2025 年 6 月 12 日公司发布可转债发行公告，总金额约 11 亿元，用于多个核心项目建设。转股价格 111.94 元，6 月 16 号（T 日）申购，可转债发行使得公司战略加速推进，后续户储、UV 打印、割草机等新品类有望接力增长，长期高增仍具驱动，建议重视价值布局机会。

下载日志已记录，仅供内部参考

（三）投资建议

1、白电：国补如期延续，板块有望因政策落地带来估值修复

25 年家电国补政策如期续作不留空档，且补贴品类与补贴标准在此前基础上仍有加码，空调可按上限 6000 元进行补贴，在国补作用下家电零售端有望延续强劲表现。且考虑到政策对 1/2 级能效标准产品销售的倾斜，后续对产品结构拉动有望持续兑现，看好兼具高股息+内销经营基本面延续改善的**美的集团、海尔智家、海信家电**。

2、小家电：渠道变革+微信小店催化送礼需求

苏泊尔为国内小家电龙头企业，近年来渠道变革成效显著、产品创新持续满足消费者多元需求，小家电龙头经营稳健、远期成长动力充足，内销有望在补贴下稳健修复。

3、厨电&民电：质量红利+周期红利，重视板块龙头投资机会

质量红利+周期红利，重视民电/照明/厨电板块龙头投资机会。我们对于红利的理解，一是增长持续确定、自由现金流可观、安全边际较高的质量红利资产；二是增速仍具周期属性，但供给约束下竞争力强化、且分红派息意愿强的周期红利资产。

1）持续推荐公牛集团：主业现金牛资产稳步增长，新业务持续扩张打开新空间。作为民电绝对龙头，强大渠道管理能力和精益制造能力保障主业（插排+墙开）现金牛资产格局第一的稳定地位，同时三新业务（无主灯+出海+新能源）具备长期成长空间，公司自由现金流可观，分红稳定。

2）建议关注老板电器、欧普照明：受益地产政策及以旧换新政策，推荐顺周期厨电、照明龙头。厨电品类 24 年首次被纳入“以旧换新”补贴名单，25 年预计将有换新需求而带来的较强的业绩修复。且厨电照明板块整体估值较低，龙头盈利稳健，具有高分红属性。

图表 148 家电主要红利企业盈利预测与股息率

板块	公司	营收（亿元）						业绩（亿元）						股息率
		2024	YoY	2025E	YoY	2026E	YoY	2024	YoY	2025	YoY	2026E	YoY	
白电	格力电器	1900	-7.30%	2076	9.30%	2196	5.80%	322	10.90%	351	9.10%	376	7.30%	7.7%
	美的集团	4091	9.50%	4,585	8.80%	4767	7.10%	385	14.30%	431	11.90%	472	9.50%	4.8%
	海信家电	927	8.40%	879	8.70%	1091	8.30%	33	18%	38	13.80%	43	12.5%	4.8%
	海尔智家	2860	4.35	3,023	6.40%	3219	5.80%	187	12.90%	213	13.60%	237	11.40%	5.4%
小家电	苏泊尔	224	5.30%	228	6.30%	254	6.40%	22	3.00%	24	7%	26	6.90%	6.5%
厨电&民电	欧普照明	71	-9%	74	4.50%	79	6.40%	9	-2.30%	9	4.20%	10	7%	5.4%
	老板电器	112	0.10%	117	4.40%	123	5.40%	16	-9%	17	10.30%	19	7%	6.3%
	公牛集团	168	7.20%	184	9.20%	201	9.40%	43	10.40%	47	9.20%	51	9.70%	4.9%

资料来源：Wind，华创证券 注：盈利预测为 Wind 一致预期，股息率为近 12 个月股息率（截止 2026.8.31）

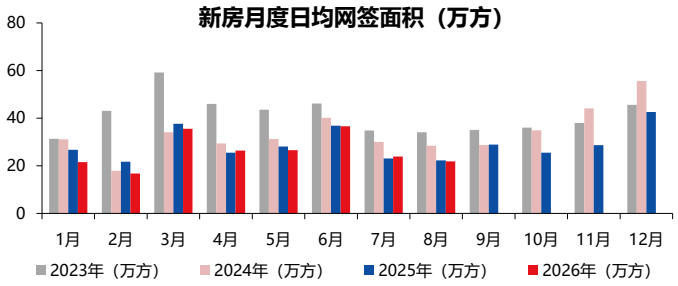
下载日志已记录，仅供内部参考

八、地产：红利资产聚焦二手房中介和购物中心

（一）基本面数据跟踪

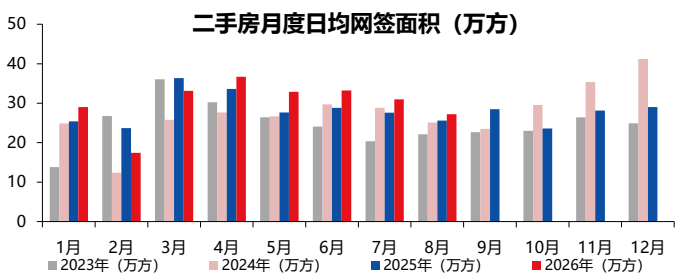
新房累计网签面积下降 6%，二手房累计网签面积增长 5%。1）2026 年 8 月（截至 8 月 30 日）20 城新房月度日均网签面积约 22 万方，同比下降 2%，环比下降 9%；11 城二手房月度日均网签面积约 27 万方，同比增加 6%，环比下降 12%。2）8 月，20 城新房网签面积同比微降，11 城二手房网签面积同比较 7 月（12%）也有所下滑，主要系传统淡季下购房需求释放边际放缓所致。3）累计数据来看，截至 2026 年 8 月 20 城新房累计网签面积约 6352 万方，同比下降 6%；11 城二手房累计网签面积约 7311 万方，同比增加 5%。

图表 149　8 月 20 城新房日均网签同比下降 2%



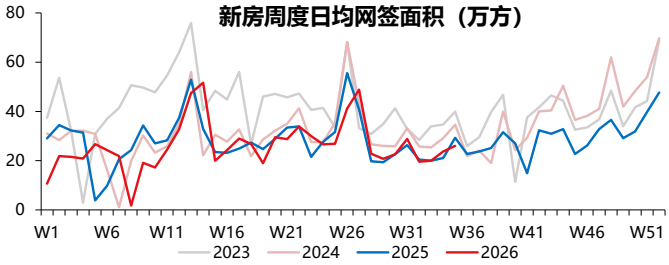
资料来源：Wind，华创证券

图表 150　8 月 11 城二手房日均网签同比增加 6%



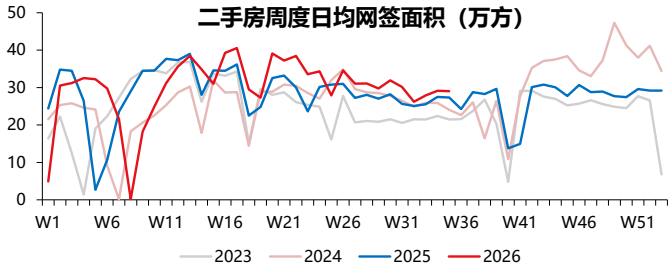
资料来源：Wind，华创证券

图表 151　20 城新房网签位于近年低位



资料来源：Wind，华创证券

图表 152　11 城二手房网签较强于去年同期

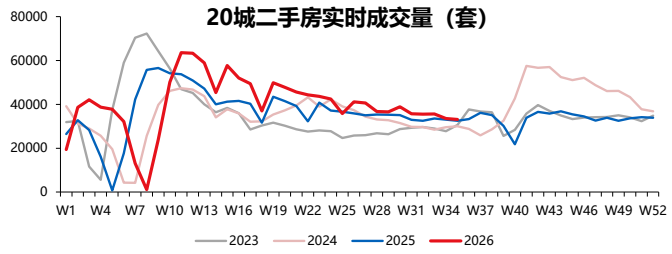


资料来源：Wind，华创证券

20 城二手房实时成交量表现较强于去年同期。1）2026 年第 35 周（8 月 24 日-8 月 30 日）20 城二手房实时成交量约 3.3 万套，环比下降 1%，同比增加 2%；8 月第 31/32/33/34 周同比分别为+8%/+9%/+6%/+2%，整体实时成交量表现较强于去年同期，但边际走弱。2）北京（35 周）二手房实时成交量约 1400 套，环比减少 2%，同比增加 6%。3）上海（34 周）二手房实时成交量约 1000 套，环比增加 16%，同比减少 7%。4）深圳（34 周）二手房实时成交量约 1300 套，环比减少 1%，同比增加 4%。

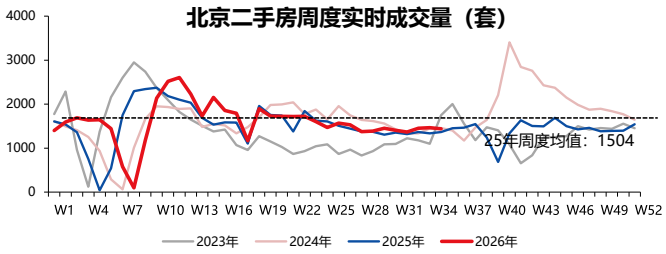
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 153 20 城二手房实时成交量



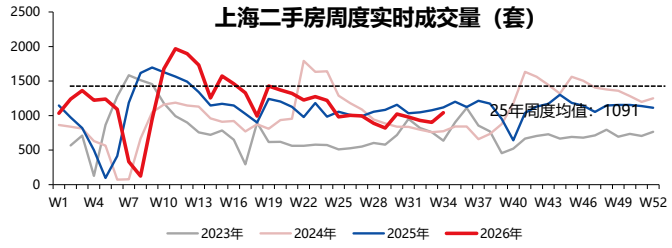
资料来源：蝴蝶指数，华创证券

图表 154 北京二手房实时成交量



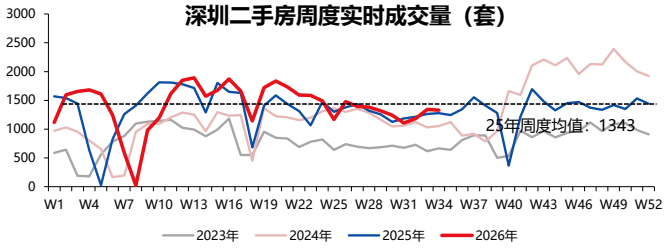
资料来源：贝壳，华创证券

图表 155 上海二手房实时成交量



资料来源：房地产中介协会，华创证券

图表 156 深圳二手房实时成交量



资料来源：贝壳，华创证券

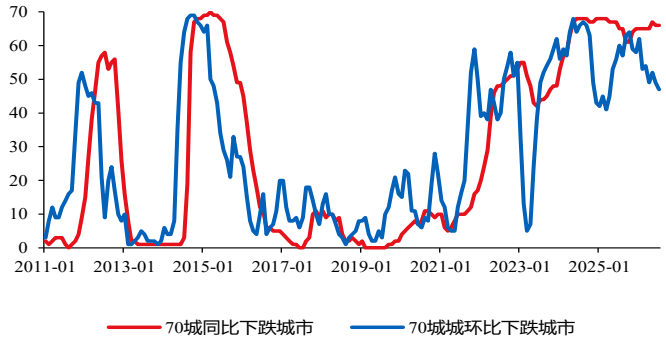
70 大中城市房价环比为-0.2%，环比下跌城市减少至 47 座。2024 年 9 月后 70 大中城市房价环比跌幅快速收窄，2024 年 12 月至 2025 年 4 月维持在-0.1%，2025 年 6 月开始跌幅走阔，11 月小幅回升至-0.4%，直至 2026 年 3 月进一步缩窄至-0.2%并持续至 7 月，后续改善可能仍需政策催化。城市之间分化明显，2026 年 7 月新新房价格环比下跌城市为 47 座，较上月减少 2 座。

图表 157 7 月 70 大中城市新房价格环比为-0.2%



资料来源：Wind，华创证券

图表 158 7 月新房价格环比下跌城市为 47 座

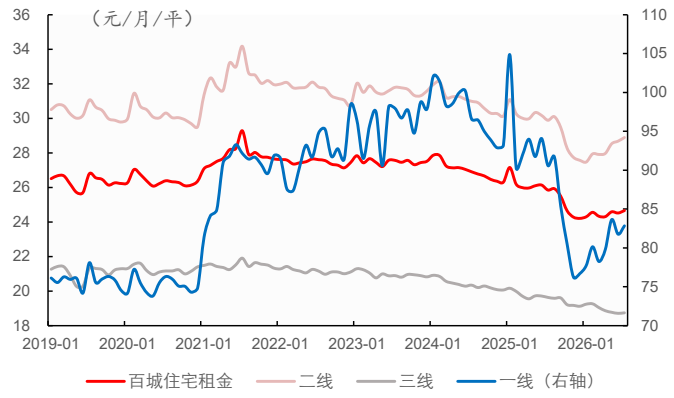


资料来源：Wind，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

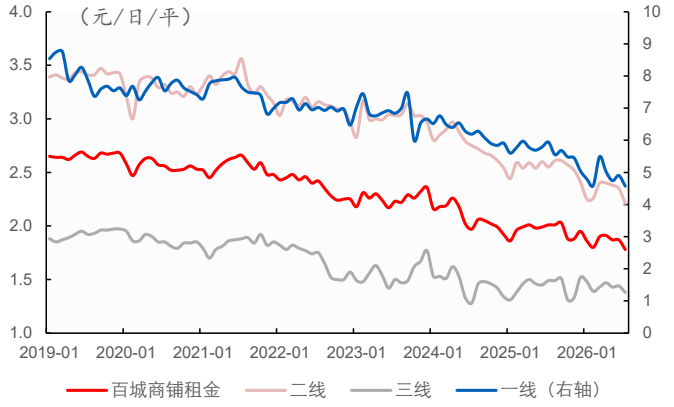
7 月百城住宅租金环比微增 1%，百城商铺租金环比下滑 5%。1）百城住宅租金自 2021 年下半年开始下降，2026 年 7 月住宅租金单价为 24.7 元/月/平，环比上涨 1%，较 2021 年高点下降 16%。其中一线城市住宅 7 月月租金单价为 82.8 元/月/平，环比上涨 1%，较 2021 年高点下降 10%。2）百城商铺租金自 2019 年以来持续下降，2025 年年初至 9 月呈上升趋势，随后转跌，2026 年 3 月为近半年来首次提升，5 月重新下降，7 月为 1.78 元/日/平，环比下滑 5%。

图表 159　7 月住宅租金环比增加 1%



资料来源：Wind，华创证券

图表 160　7 月商铺租金环比下滑 5%



资料来源：Wind，华创证券

（二）行业重点事件点评

8 月 28 日中央层面集中出台一揽子房地产改革政策，覆盖住房销售制度、信贷管理、信托、资本市场、城市更新、商业地产等多维度，搭建房地产发展新模式完整制度框架。销售端明确预售与现房销售规则，**商品住房项目实行预售的单体建筑需完成主体结构封顶**，强化预售资金全流程监管；通知施行之日起，**新出让土地的商品住房项目和已出让土地未取得建设工程规划许可证的商品住房项目，优先实行现房销售，已取得建设工程规划许可证的项目鼓励现房销售，同时设置政策过渡期**，已取得建设工程规划许可证的存量项目按原有规则执行。融资层面全面推行项目主办银行制，单个项目对应一家主办银行，实行项目资金封闭管理，推动行业融资逻辑由主体信用转向项目信用。信贷规则作出重大调整，开发贷期限适配项目建设销售周期，首次还本原则上延后至项目竣工备案后；个人住房贷款最长年限由 30 年延长至 40 年，**严格设置债务收入比管控要求，借款人购买预售商品住房的，贷款人应当在竣工备案后发放贷款，**贷款资金应当通过受托支付方式支付至预售资金监管账户，现房贷款资金受托支付至主办银行项目资金账户。监管同步出台配套细则，规范商品住房开发贷、商业地产贷款、城市更新项目贷款业务，明确资金使用红线，严禁违规用于缴纳土地出让金、分红等用途，城市更新项目严禁新增地方政府隐性债务。房地产信托业务设置准入门槛、集中度约束与 2027 年 3 月实施的时间窗口；资本市场端从股权再融资、债券、CMBS/ABS、REITs、不动产私募多渠道提供融资支持，强化信息披露与风险处置。系列政策兼顾存量项目过渡期安排，从销售、资金监管、信贷、非标、资本市场形成闭环制度设计，旨在防范项目资金风险，压实项目全周期风控，推动行业向新模式平稳转型。

其中，最重点的现房销售及预售制度调整对各主体的影响主要体现在：1）对房企，短期

下载日志已记录，仅供内部参考

可能影响房企拿地规模和拿地意愿，或影响房企销售规模。预售制度调整后，房企现金流回流放缓、周转效率下降，用于拿地的现金流规模随之收缩，拿地能力因而下降；同时现房销售本质上由房企承担更大的市场风险，可能会压低房企的风险偏好和拿地意愿。**2）对地方政府，土地财政或将受影响，并将与房企达成新的平衡。**短期内地方政府卖地收入可能下降，地方政府或保持地价不变、土地出让金自然回落，或降低土地价格、通过其他方式让利，尽量对冲土地出让金下降，同时加大对优质区域地块的供应。**3）对城市库存，若地方政府控制供地，核心城市老库存较大的区域可能迎来去库存窗口期。**对于核心城市，房企拿地能力下降、拿地风险上升，将使其拿地更加谨慎，并把有限的“子弹”投向更有把握盈利的低库存区域，因此老库存较大的区域可能阶段性断供或新房供应大幅收缩，有利于老库存去化和二手房成交。**4）对房价，新房供应下降虽然不必然构成房价企稳乃至上行，但能改善板块的供需关系，减小边际冲击。**房价受多重因素影响，板块供需只是其中一环，新房供给减少可能改善板块的供需关系，但居民收入预期、居民持房成本/收益等因素影响更大。

（三）投资建议

贝壳-W：公司为二手房中介龙头，过去利润难以释放主因原有作业模式下市占率触及天花板后的无效扩张，因此公司目前面临的内卷、超级个体出走以及自媒体冲击并不会影响其核心竞争力及市占率，反而短期进行人员优化、长期重塑激励机制是必然选择。2）减费降本在 Q1 得到验证，2026 年 non-gaap 经营利润达到 70 亿的确定性较大。

太古地产：典型的通过持有具有护城河的底层资产、从而获得稳定现金流的商业地产公司，且承诺分红每年保持中个位数增长率。公司公布 2026 年半年度经营数据，旗下所有购物中心零售额均实现增长，较 2025 年增速仍在改善。2026 年香港消费复苏强劲，截至 7 月香港零售额增速为 8.94%，明显好于 2025 年末的 0.95%，太古上半年 3 个香港商场明显增长，其中东荟城名店、太古广场零售额增速分别为 16.3%、14.9%。预计 26 年租金将小幅增长。受益于头部奢侈品牌落位，多个内地购物中心零售额增速持续爆发式增长，上海兴业太古汇、三里屯太古里上半年分别增长 82.2%、63.2%，预计 2026 年内地购物中心应占租金增长将提速。

图表 161　公司购物中心出租率、销售额及租金变化

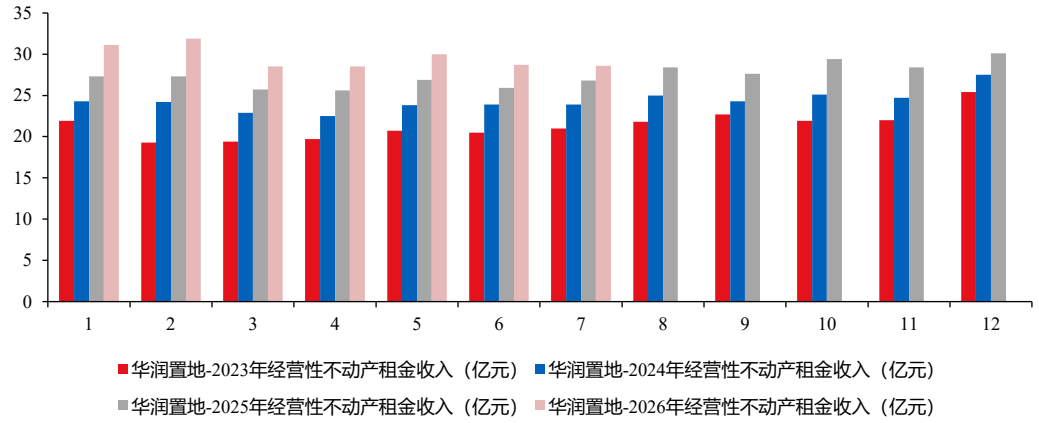
购物中心	租用率		销售额同比				
	2025年	2026年H1	2025年H1	2025年Q1-3	2025年	2026年Q1	2026年H1
香港							
太古广场	100%	100%	1%	4%	6%	13.9%	14.9%
太古城中心	100%	100%	2%	3%	3%	3.4%	3.3%
东荟城名店仓	100%	100%	-3%	0%	2%	21.8%	16.3%
内地							
北京三里屯太古里	99%	100%	7%	8%	11%	56.2%	63.2%
广州太古汇	100%	100%	-2%	0%	2%	17.6%	9.3%
北京颐提港	99%	98%	持平	3%	3%	2.7%	3.2%
成都太古里	97%	98%	0%	2%	7%	18.4%	13.8%
上海兴业太古汇	96%	98%	14%	42%	50%	81.5%	82.2%
上海前滩太古里	98%	98%	4%	6%	7%	14.7%	13.9%

资料来源：公司公告，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

华润万象生活：公司为轻资产商管龙头，购物中心经营稳健，在手现金流充沛，保持高派息回馈股东。1）2026 年上半年公司实现营收 92.17 亿元，同比增长 8.1%；归母净利润 22.39 亿元，同比增长 10.3%；核心归母净利润 22.29 亿元，同比增长 10.8%。公司整体毛利率为 38.0%，同比提升 0.9pcts，核心净利润率同比提升 0.6pcts 至 24.2%，盈利能力持续提升。分业务看，购物中心/写字楼/物业航道/生态圈业务营收分别为 26.10/10.89/53.30/1.88 亿元，同比分别增长 15.2%/8.6%/3.4%/87.8%，营收占比分别为 28.3%/11.8%/57.8%/2.0%；毛利率分别为 78.7%/38.7%/18.3%/30.9%，同比分别持平/+1.0/-0.5/-6.3pcts。2）在营购物中心达 138 个，期内零售额同比增长 21.7%（可同比+10.2%），其中重奢/非重奢项目零售额分别同比增长 17.0%/24.2%（可同比+11.0%/+9.7%）。物业航道在管面积 4.4 亿平方米、合约面积 4.7 亿平方米，较 2025 年末分别增长 3.5%/1.0%。3）重视股东回报，2026 年公司宣派中期股息 0.586 元/股，同时宣派特别股息 0.391 元/股，合计中期股息 0.977 元/股，同比增长 10.9%；其中固定派息率 60%、特别派息率 40%，实现中期核心净利润 100%分派。4）最新数据来看，2026 年 7 月华润置地经营性不动产租金收入 28.6 亿元，同比增长 7%。

图表 162　2026 年 7 月华润置地经营性不动产租金收入同比提升 7%



资料来源：公司公告，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

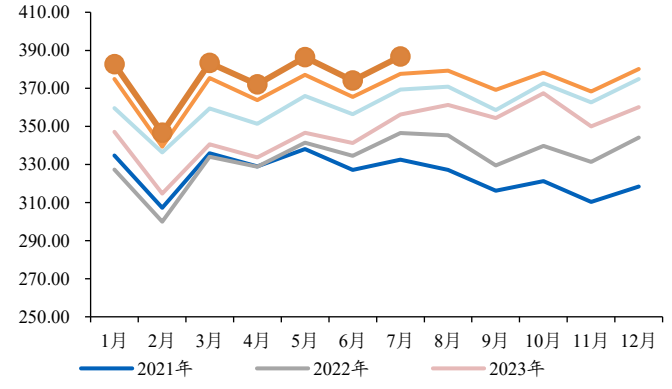
九、金属：铝红利&弹性兼备，静待旺季共振

（一）基本面数据跟踪

电解铝产量：2026 年 7 月，中国电解铝产量为 386.78 万吨，同比+2.4%，环比+3.4%；2026 年 1-7 月中国电解铝产量为 2632 万吨，同比+2.3%。

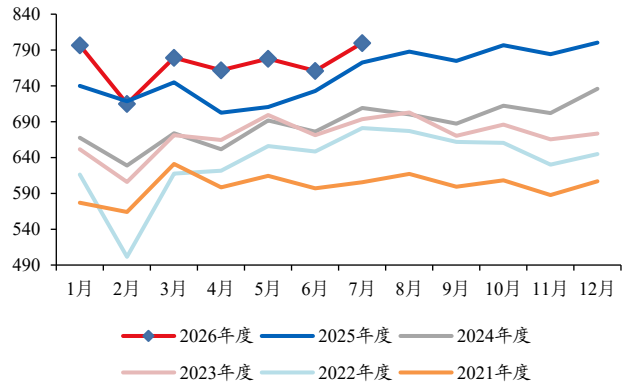
氧化铝产量：2026 年 7 月，中国冶金级氧化铝产量为 800 万吨，同比+3.5%，环比+5.5%；2026 年 1-7 月中国冶金级氧化铝产量 5391 万吨，同比+5.3%。

图表 163 中国电解铝月度产量（万吨）



资料来源：Wind，华创证券

图表 164 中国冶金级氧化铝月度产量（万吨）

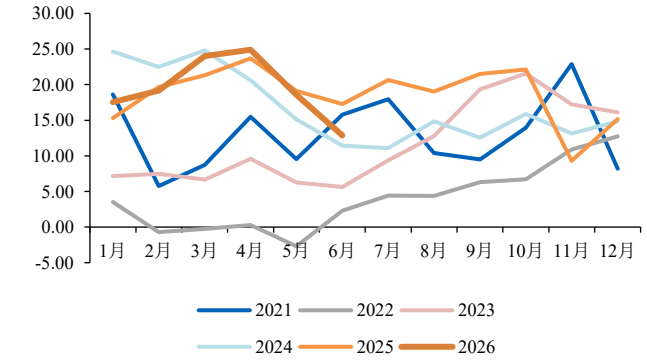


资料来源：钢联，华创证券

原铝净进口：2026 年 7 月，中国原铝净进口 15.37 万吨，同比-25.6%，环比+19.4%；2026 年 1-7 月，中国原铝净进口累计 132.46 万吨，同比-3.31%。

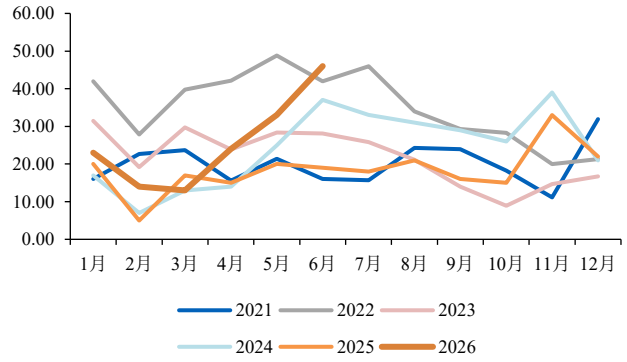
铝材净出口：2026 年 7 月，中国铝材净出口 36 万吨，同比+100%，环比-22%；2026 年 1-7 月，中国铝材净出口累计 189 万吨，同比+65.79%。

图表 165 原铝净进口量（万吨）



资料来源：Wind，华创证券

图表 166 未锻轧铝及铝材净出口量（万吨）

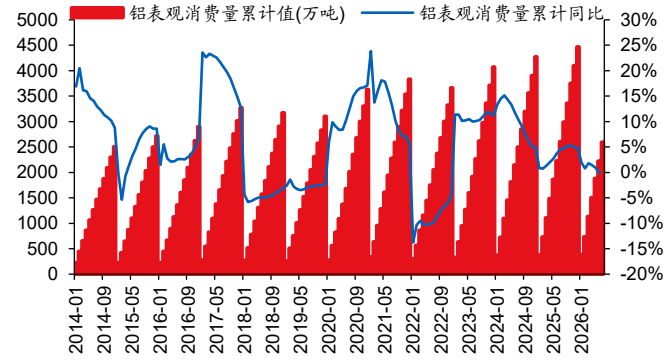


资料来源：Wind，华创证券

表观消费量：2026 年 7 月，中国铝表现消费量 368.67 万吨，同比-3.38%，环比-8.1%；2026 年 1-7 月，中国铝表观消费量累计 2588.77 万吨，同比+7.1%。

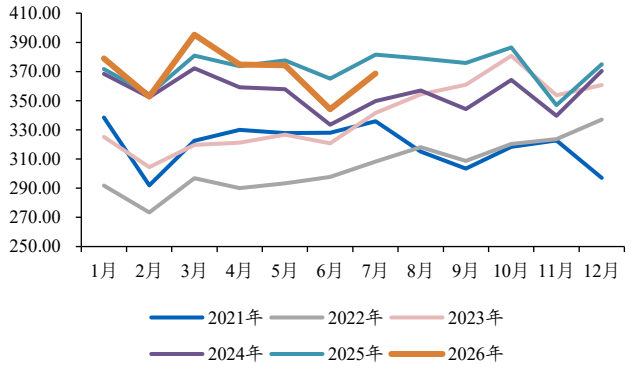
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 167 国内铝表观消费量



资源来源：Wind，华创证券

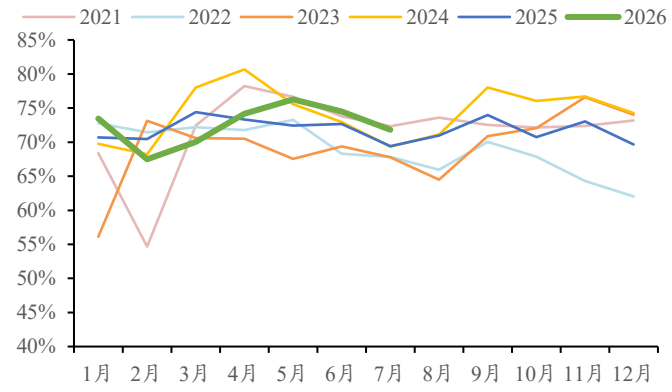
图表 168 国内日均铝表观消费量（万吨）



资料来源：Wind，华创证券

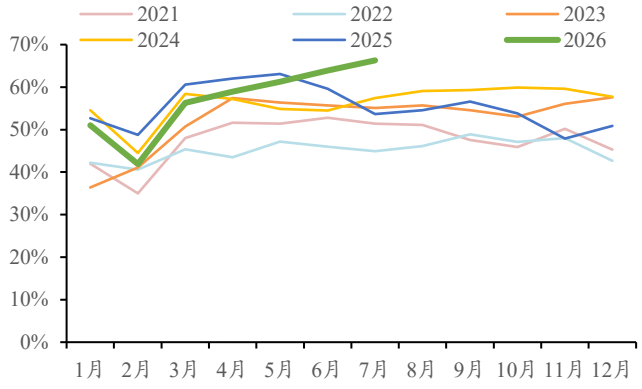
下游开工情况：2026 年 7 月，铝板带箔开工率 71.8%，同比+2.39pct，环比-2.7pct；铝杆开工率 66.3%，同比+12.6pct，环比+2.4pct；原生铝合金锭开工率 35.14%，同比-2.26pct，环比-2.58pct；再生铝合金锭开工率 37.09%，同比-1.05pct，环比+1.59pct。

图表 169 铝板带开工率



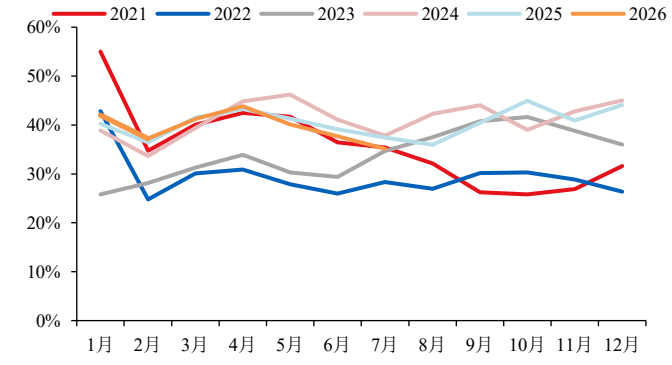
资料来源：My Metal，华创证券

图表 170 铝杆线开工率



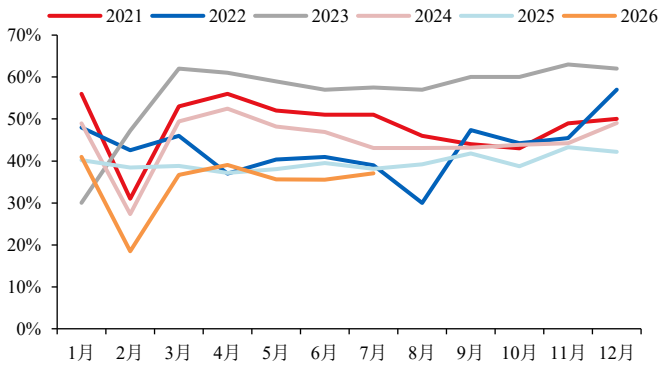
资料来源：My Metal，华创证券

图表 171 原生铝合金锭开工率



资料来源：My Metal，华创证券

图表 172 再生铝合金锭开工率



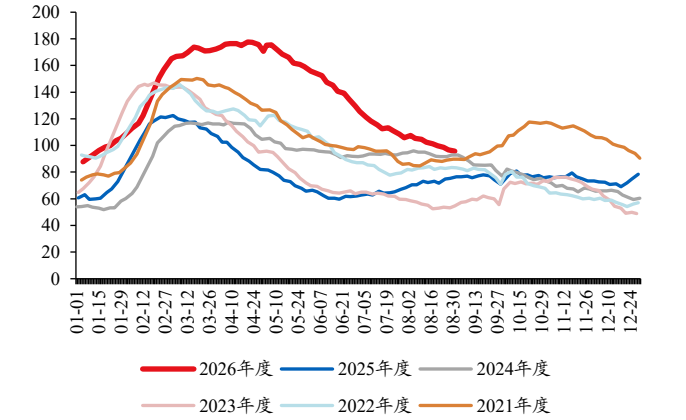
资料来源：My Metal，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

中国社会库存：2026 年 7 月底，国内电解铝锭+铝棒社会库存 105.8 万吨，环比 26 年 6 月底减少 23.8 万吨，同比 25 年 7 月底增加 37.55 万吨；2026 年 8 月底，国内电解铝锭+铝棒社会库存 95.65 万吨，环比 26 年 7 月底减少 10.15 万吨，同比 25 年 8 月底增加 20.35 万吨；

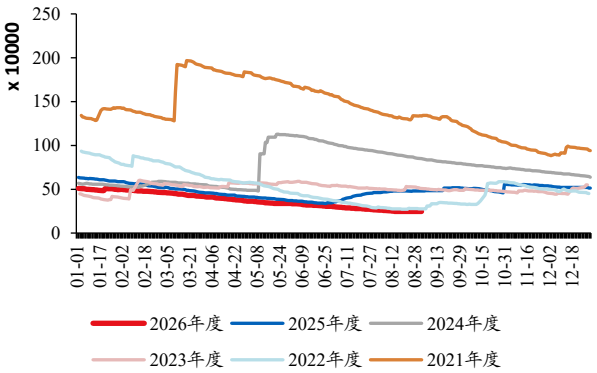
LME 铝库存：2026 年 7 月 31 日，LME 铝库存 26.44 万吨，环比 26 年 6 月底下降 3.9 万吨，同比 25 年 7 月底下降 19.66 万吨；2026 年 8 月 31 日，LME 铝库存 24.67 万吨，环比 26 年 7 月底下降 1.77 万吨，同比 25 年 8 月底下降 23.43 万吨。

图表 173　国内电解铝锭+铝棒库存（万吨）



资料来源：钢联，华创证券

图表 174　LME 铝库存情况（万吨）

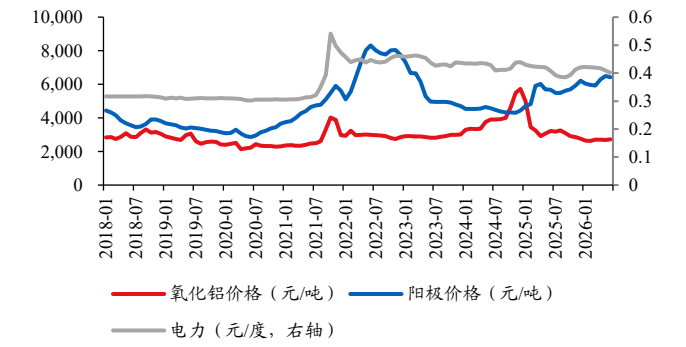


资料来源：Wind，华创证券

电解铝行业利润维持高位。根据钢联数据，2026 年 7 月电解铝完全成本 15760 元/吨，环比 26 年 6 月增加 66 元/吨，同比 25 年 7 月下降 172 元/吨。2026 年 7 月电解铝行业利润 7339 元/吨，环比 26 年 6 月减少 738 元/吨，同比 25 年 7 月增加 2564 元/吨。其中：

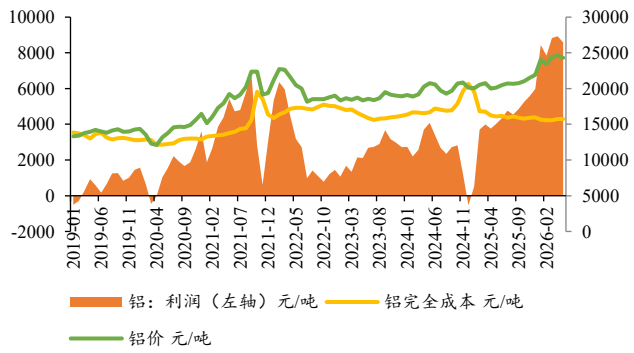
电力：根据百川数据，2026 年 7 月电解铝综合电价 0.3914 元/度，环比 26 年 6 月减少 2.47%，同比 25 年 7 月下降 0.2%；**氧化铝：**2026 年 7 月氧化铝平均价格 2738 元/吨，环比 26 年 6 月增长 0.67%，同比 25 年 7 月下降 14.1%；**预焙阳极：**2026 年 7 月预焙阳极平均价格 6488 元/吨，环比 26 年 6 月增加 1.05%，同比 25 年 7 月下降 18.3%。

图表 175　氧化铝、预焙阳极、电价走势



资料来源：百川盈孚，Wind，华创证券

图表 176　中国电解铝吨铝利润（元/吨）



资料来源：钢联，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

（二）行业重点事件点评

中国宏桥发布 2026 半年度业绩公告，公司盈利稳步兑现，回购增持彰显发展信心。2026H1 实现营业收入 875.06 亿元，同比+8%；期内溢利 191.10 亿元，同比增加约 41.0%，股东应占净利润 172.10 亿元，同比+39.2%；每股基本盈利为 1.734 元，同比增长约 32.0%。公司大额股份回购注销叠加控股股东增持，彰显对公司长期价值的认可。2026H1 公司积极开展股东回报操作，股份回购方面，上半年公司累计回购 1.593 亿股，总对价约 52.86 亿港元，回购股份全部予以注销；股东增持方面，控股股东中国宏桥控股于 6 月 8 日、6 月 10 日在二级市场合计增持 4150 万股，增持成交均价约 26.4641/26.3676 港元，股东增持彰显公司发展信心。

南山铝业发布 2026 半年报，海外与高端材蓄力，高分红属性凸显。2026 年上半年公司实现营业收入 185.74 亿元，同比+7.53%；归母净利润 22.47 亿元，同比-14.40%。盈利下行主要来自海外氧化铝售价大幅回落，2026 年上半年印尼氧化铝销量 129.6 万吨，同比+15.0%，氧化铝平均售价下跌 39.5%压制板块盈利，子公司南山铝业国际权益股东应占利润 0.627 亿美元，电解铝业务盈利保持稳健。二季度以来，受益氧化铝价格边际企稳、国内电解铝价格向好，公司二季度归母净利润 11.47 亿元，同比+24.4%，环比一季度有所修复。公司分红+回购双重推进，股东回报力度突出，2026 年公司延续高分红策略，根据《2026 年半年度利润分配方案公告》，2026 半年度公司拟每 10 股派发现金红利 2.65 元（含税），合计拟派现 30.43 亿元（含税），对应股利支付率 135.41%。报告期内公司同步推进股份回购，集中竞价回购已发生金额 2.996 亿元（不含交易费用），现金分红与回购注销合计 33.43 亿元，占半年度归母净利润比例高达 148.76%，分红水平优渥。

天山铝业发布 2026 半年报，量价齐升业绩高增，一体化优势逐步凸显。2026H1 实现营业收入 175.11 亿元，同比+14.25%；归母净利润 41.77 亿元，同比+100.44%；扣非归母净利润 40.67 亿元，同比+107.37%；经营活动现金流净额 40.15 亿元，同比+22.43%；其中二季度实现营收 90.67 亿元，同比+22.48%，环比+7.37%；归母净利润 19.59 亿元，同比+90.89%，环比 11.73%；扣非归母净利润 18.68 亿元，同比+102.41%，环比 15.06%。公司资产质量持续改善，分红回报优渥。2026 年以来，公司延续降本降杠杆趋势，费用与负债结构持续改善，2026H1 管理费用+销售费用+财务费用+研发费用总额同比+9%，但占总营业收入比重下降 0.2pct，其中财务费用同比下降 16.78%，核心系公司持续压降有息负债、利息支出持续减少；截至 2026 年上半年，公司资产负债率降至 38.01%，较 2025 年末再降 7.39pct，财务稳健性持续增强，现金流造血能力稳固，经营活动产生的现金流量净额同比增长 22.43%。分红层面，公司回报属性突出，公司明确 2026 年现金分红比例不低于 50%，红利资产价值持续凸显。

中孚实业发布 2026 半年报，业绩再创历史新高。2026H1 实现营业收入 142.58 亿元，同比+34.85%；归母净利润 18.81 亿元，同比+165.84%；其中 Q2 单季实现归母净利润 10.59 亿元，同比+122.03%，环比+28.98%。铝价上行叠加成本优势，主业盈利充分释放，业绩再创历史新高。重要子公司看，公司旗下河南中孚铝业净利润 4.27 亿元（+89%）、河南中孚电力 2.6 亿元（+57%）、河南中孚高精铝材 0.5 亿元（-63%）、广元中孚高精铝材 5.54 亿元（+443%）、广元林丰铝电 6.2 亿元（+406%）。上半年公司 75 万吨电解铝产能基本满产运行，广元 50 万吨水电铝发挥用户侧优势，采用合作运营模式引入外部储能资源，降低部分用电成本；公司同时优化电解槽检修和技术升级时序安排，降低生产成本；上半年公司铝精深加工业务实现销量 34.82 万吨，同比增长 19%，其中出口 23.20 万吨。当前，公司旗下孚锦新材料拟投资年产 3 万吨新能源铝箔项目，中孚高精铝材规划二期年产 3 万吨铝及铝合金带材涂层生产线项目也稳步推进。

下载日志已记录，仅供内部参考

（三）投资建议

我们认为受中东反复、我国新的对外投资法案的发布等，铝供给扰动加剧，而基本面看随着当前全球铝库存持续去化，铝低库存或在年内逐步回归，有望对年内铝价形成支撑。从边际看铝基本面总体平稳，考虑下半年铝紧缺格局，全球铝价或伴随金九银十的接近、全球可用库存的消耗和铝实际紧缺的体现逐步稳定，我们建议关注铝阶段性修复。

从红利层面，当前电解铝红利资产属性明显。考虑中国电力结构情况以及电力成本相对处于全球低位，我们持续看好国内电解铝的攻守兼备特征，红利属性明显，建议关注低成本的新疆企业和电力优势明显的绿电企业。8 月份电解铝行业平均利润在 7800 元/吨附近，行业股息率总体维持高位。从 2026 半年报，电解铝企业业绩兑现度总体较高，且公司分红意愿明确，其中南山铝业拟每 10 股派发现金红利 2.65 元（含税），对应股利支付率 135.41%，中国铝业、云铝股份、天山铝业中期分红比例分别为 39.9%、40%、33%，且天山铝业承诺年内不低于 50%，中孚实业承诺 2026 年分红比例分别不低于 60%，建议关注盈利稳定下有增量标的、优质分红标的：

1）优质分红标的：南山铝业、中国宏桥、宏桥控股、天山铝业、云铝股份、中孚实业、神火股份、创新实业、中国铝业。

2）电解铝增量标的：华通线缆、天山铝业、南山铝业、南山铝业国际、创新实业。

图表 177　铝公司主要盈利及分红情况

公司代码	公司名称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）					分红比例（%）						股息率（%）
		2026/9/4	2024A	2025A	2026H1	2026E	yoy	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026H1	2025A
1378.HK	中国宏桥	1987	223.7	226.4	172.1	341.3	51%	50.4	50.4	31.0	62.0	62.5		7.1
600219.SH	南山铝业	565	48.3	47.4	22.5	53.4	13%	21.9	13.3	40.4	40.9	42.7	135.4	8.8
000933.SZ	神火股份	615	43.1	40.1	47.8	90.3	125%	31.3	29.7	30.5	41.6	44.6		2.9
002532.SZ	天山铝业	608	44.6	48.2	41.8	89.7	86%	48.5	34.9	31.4	41.4	52.4	32.8	4.2
601600.SH	中国铝业	1576	124.0	126.7	118.7	228.0	80%	10.7	14.7	20.4	30.0	36.5	39.9	2.8
000807.SZ	云铝股份	935	44.1	60.5	76.8	135.5	124%	11.8	12.1	20.2	32.2	40.0	40.0	2.6
002379.SZ	宏创控股	2468	-0.7	178.6	156.5	314.7	76%	——	——	——	——	18.2	——	1.3
600595.SH	中孚实业	255	7.0	16.2	18.8	38.0	135%	——	——	——	——	43.4	——	2.8
2788.HK	创新实业	322	20.6	27.3	23.0	48.2	76%	——	——	——	——	51.2	——	4.3

资料来源：Wind，华创证券　注：分红比例不含回购情况，2026 年业绩为 Wind 一致预期

下载日志已记录，仅供内部参考

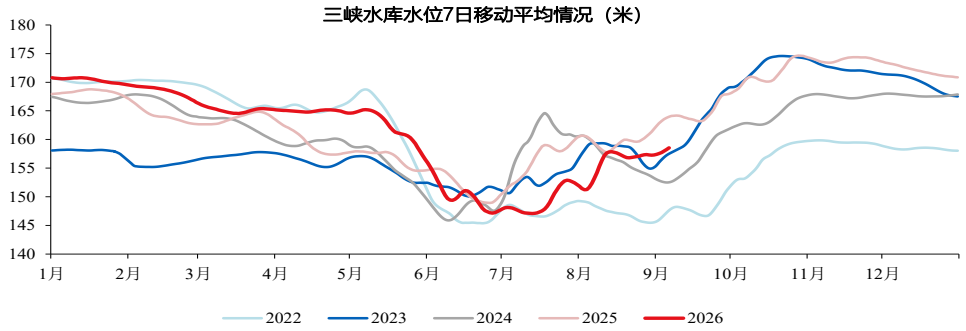
十、公用：火电有望迎来拐点，水电配置价值凸显

（一）基本面数据跟踪

1、水电行业

2026 年 8 月，三峡水库水位均值为 156.4 米，同比-2.1%，环比+4.6%。2026 年 1~8 月，三峡水库水位均值为 160.7 米，同比+0.5%。2026 年以来，三峡水库水位整体同比小幅改善，水电出力有望形成一定支撑。若后续来水持续改善，水电上市公司盈利有望获得一定支撑。

图表 178 三峡水库水位 7 日移动平均情况（米）



资料来源：Wind，华创证券

2、火电行业

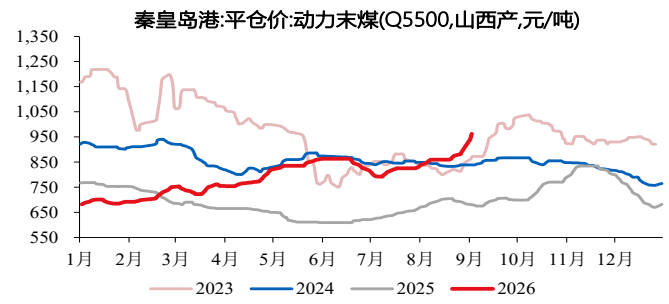
1）煤价走势：

2026 年 8 月，秦皇岛 Q5500 平仓价均值 859.4 元/吨，同比+24.6%，环比+5.6%。本月煤价环比有所回升，同比涨幅收窄至约+25%，较 2025 年同期仍明显抬升。

2）港口煤炭库存：

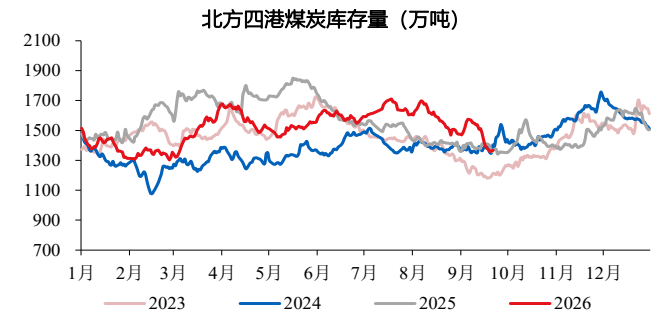
2026 年 8 月，北方四港煤炭库存均值 1510.4 万吨，同比+6.7%，环比-8.2%。近期煤炭港口库存明显去化，但库存量仍高于去年同期。

图表 179 秦皇岛港：平仓价动力末煤（Q5500，山西产，元/吨）



资料来源：Wind，华创证券

图表 180 北方四港煤炭库存量（万吨）



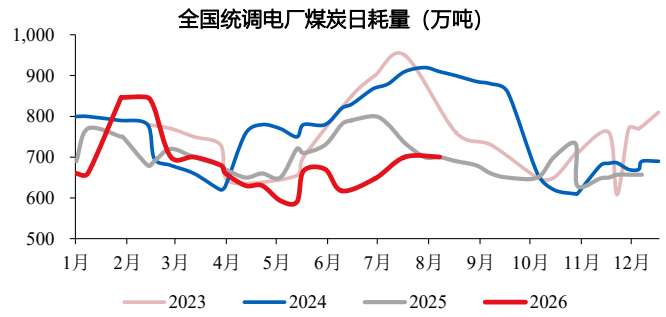
资料来源：Wind，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

3）煤炭日耗量

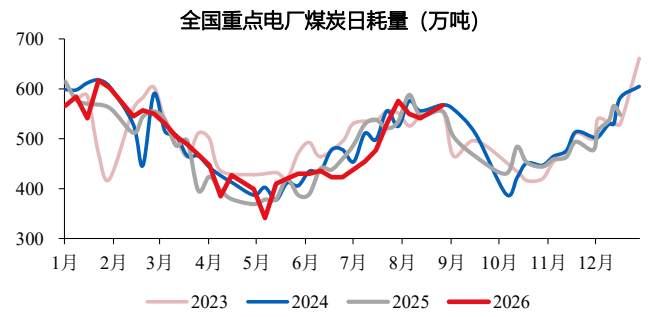
2026 年 8 月，全国统调电厂煤炭日耗量均值 700.0 万吨，同比+1.1%，环比+3.9%；2026 年 8 月，全国重点电厂煤炭日耗量均值 558.5 万吨，同比-0.2%，环比+13.9%。迎峰度夏期间电厂煤炭日耗量环比回升，港口库存同步进入去化通道。

图表 181　全国统调电厂煤炭日耗量（万吨）



资料来源：Wind，华创证券

图表 182　全国重点电厂煤炭日耗量（万吨）



资料来源：Wind，华创证券

（二）行业重点事件点评

厄尔尼诺气候背景下，高温热浪或加剧夏季高峰时期的电力供需矛盾。

根据世界气象组织发布的通报显示，2026 年 6 月至 8 月期间形成厄尔尼诺事件的概率为 80%，持续至至少 11 月的可能性接近或超过 90%。此外，国家能源局预测，2026 年夏季全国最大电力负荷可能在 15.75~16 亿千瓦区间，华东、华中、华南等地面临阶段性高温压力，制冷负荷的集中释放将直接推升用电量增速。2026 年 7 月，我国全社会用电量同比增速约为 1.7%，用电负荷持续增长，增速有所收窄。

整体来看，在厄尔尼诺持续发酵、高温天气概率上升的背景下，用电量同比增速有望延续高位，进而拉动发电量持续高增，**电力供需矛盾或在夏季高峰期阶段性加剧**。

图表 183　近 15 年我国全社会用电量当月同比（%）



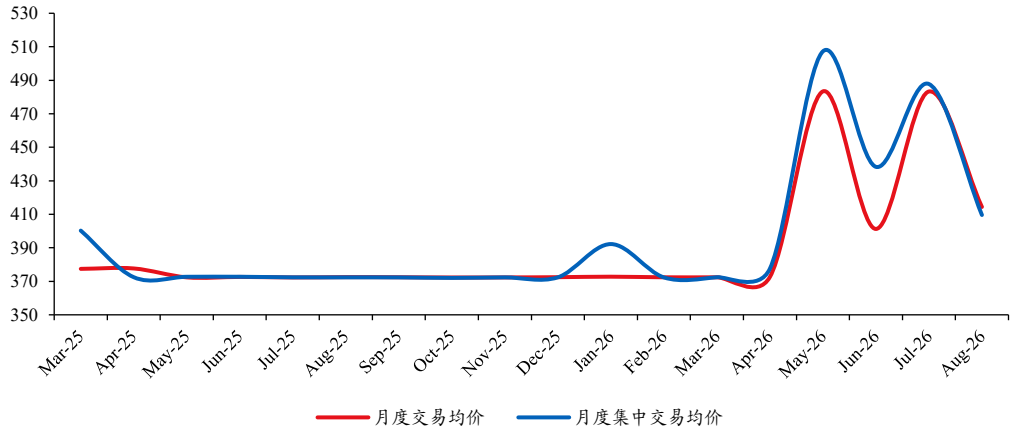
资料来源：Wind，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

现货电价提升显著，新一轮涨价周期或已开启。

从广东月度交易价格来看，2026 年 8 月，月度交易均价与月度集中交易均价均出现垂直拉升，月度交易均价约为 414 元/MWh，同比提升 11.2%，月度集中交易均价约为 410 元/MWh，同比提升 10.0%，涨幅较为显著。当前年度长协电量价格受锁价机制影响尚未充分反映本轮涨价，但月度交易价格的抬升幅度十分显著。此外，厄尔尼诺带来的极端高温效应尚未进入夏季旺季，**若高温天气持续延长，中长期交易电价有望开启新一轮上行周期，进而抬升行业业绩预期，水电亦有望受益。**

图表 184　近一年广东月度交易价格情况（元/MWh）



资料来源：广东电力交易中心，华创证券

（三）投资建议

1、火电：“十五五”或迎容量电价改革，盈利稳定性改善或助力红利属性重塑

2026 年 6 月煤价持续反弹，或带动各省月度及现货电价筑底回升，进而传导至年度长协签约价格，推动度电利润改善。此外，“十五五”容量电价机制或迎改革，有望进一步消除煤价带来的盈利波动，推动火电盈利中枢与分红预期的稳定化，助力其由周期属性向类公用事业的红利资产属性切换。建议关注**华电国际、华能国际、皖能电力、浙能电力、申能股份**等。

2、水电：股息率步入性价比区间，水电红利资产防御属性或凸显

厄尔尼诺气候背景下夏季高温概率显著上升，电力供需偏紧格局或进一步加剧，当前沿海省份现货电价已呈现上行态势，电价层面的积极信号正在累积。水电作为优质基荷电源有望持续受益，业绩弹性与确定性均值得期待。

此外，今年以来市场风格轮动对板块估值形成一定压制，当前核心水电标的股息率已步入具备性价比的区间，安全边际逐步增厚，配置性价比正在显现。若后续市场波动加大、风险偏好有所收敛，水电资产的防御属性与逆周期配置价值将进一步凸显，配置窗口正在打开，标的层面建议关注各流域的优质水电资产，如长江中上游流域**长江电力**、雅砻江流域**国投电力**及**川投能源**。

3、核电：项目核准延续积极节奏，强化行业中长期确定性

下载日志已记录，仅供内部参考

2026 年 7 月 31 日，国务院常务会议核准辽宁庄河一期、浙江金七门二期、广东太平岭三期及山东莱阳一期四个核电项目，共计 8 台核电机组，预计总投资超过 1700 亿元。核电项目投资规模大、建设周期长，本轮项目集中获批进一步强化了行业中长期成长确定性，标的层面强推**中国核电**，推荐**中国广核**。

对应 2025 年分红股息率（2025 年每股分红/当前股价，数据截至 2026/9/4）:

大于 5%: 浙能电力（6.8%）> 赣能股份（6.0%）> 华能国际（5.8%）> 广州发展（5.7%）> 申能股份（5.4%）> 皖能电力（5.1%）;

4%~5%: 华电国际（4.8%）> 内蒙华电（4.7%）> 国电电力（4.5%）> 陕西能源（4.3%）;

3%~4%: 国投电力（3.6%）> 长江电力（3.5%）> 川投能源（3.2%）;

2%~3%: 中国核电（2.0%）> 中国广核（2.0%）。

图表 185 公用行业主要红利上市公司股息率一览

公司	股价	对应股息率	市值	年内涨跌幅	归母净利（亿元）		分红比例(%)		分红总额（亿元）	
	9月4日		亿元		2025	同比	2024	2025	2024	2025
浙能电力	4.9	6.8%	654	4.0%	75.3	-3%	50%	59%	38.9	44.2
赣能股份	9.4	6.0%	92	-0.9%	10.1	41%	45%	55%	3.2	5.5
华能国际	6.9	5.8%	1,077	-2.9%	144.1	42%	42%	44%	42.4	62.8
广州发展	6.1	5.7%	214	-2.8%	23.2	34%	55%	53%	9.5	12.3
申能股份	8.6	5.4%	419	16.2%	40.1	2%	56%	56%	22.0	22.5
皖能电力	7.4	5.1%	168	-2.2%	21.5	4%	35%	40%	7.2	8.6
华电国际	4.8	4.8%	562	0.6%	60.7	6%	39%	44%	22.4	26.7
内蒙华电	4.7	4.7%	370	10.2%	24.9	7%	62%	69%	14.4	17.2
国电电力	5.4	4.5%	958	9.8%	71.6	-27%	36%	60%	35.7	43.0
陕西能源	9.6	4.3%	359	6.9%	30.1	0%	51%	51%	15.4	15.4
国投电力	14.3	3.6%	1,141	12.5%	73.9	11%	55%	55%	36.5	40.7
长江电力	28.4	3.5%	6,954	8.4%	345.0	6%	71%	71%	230.7	244.7
川投能源	15.8	3.2%	768	17.0%	47.5	5%	43%	51%	19.5	24.4
中国核电	9.1	2.0%	1,868	7.1%	93.0	6%	42%	40%	36.7	36.9
中国广核	4.4	2.0%	2,207	19.0%	97.7	-10%	44%	44%	48.0	43.4

资料来源：Wind，华创证券　　注：股息率大于 2%，数据截至 2026/9/4 收盘价

风险提示:

1、宏观经济复苏不及预期;

2、海外经济疲弱，可能对相关产业链及国内出口造成影响;

3、历史经验不代表未来：因市场环境等因素变化，历史数据得出的经验可能在未来失效。

下载日志已记录，仅供内部参考

华创红利资产研究中心团队介绍

副所长、基础设施及能源材料研究中心负责人：吴一凡

上海交通大学经济学硕士。曾任职于普华永道会计师事务所、上海申银万国证券研究所。2016 年加入华创证券研究所。2024 年获：证券时报·新财富杂志最佳分析师交通运输仓储行业第四名；上证报最佳交运仓储分析师第三名；第十八届卖方分析师水晶球奖交通运输行业第四名；第十五届证券业分析师金牛奖交通运输组第一名；第六届新浪财经金麒麟最佳分析师交运物流行业第四名；第十二届 Wind 金牌分析师交通运输行业第二名；21 世纪金牌分析师交通物流行业第四名。2019-23 年新财富最佳分析师交通运输仓储行业第四名。

金融业研究主管，金融组组长、首席分析师：徐康

曾任职于平安银行，2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖非银金融第四名团队；2019 年金牛奖非银金融最佳分析师团队，2019 年 Wind 金牌分析师非银金融第五名团队；2020 年新财富最佳金融产业研究团队第 8 名；2020 年水晶球非银研究公募榜单入围；2021 年金牛奖非银金融第五名，2021 年新浪财经金麒麟非银金融新锐分析师第二名；2022 年第十三届中国证券业分析师金牛奖非银最佳分析师，2022 年第十届东方财富 Choice 非银最佳分析师，2022 年水晶球非银研究公募第五名，2022 年第四届新浪财经金麒麟非银金融行业最佳分析师。覆盖非银金融行业、多元金融、金融科技等。

组长、首席分析师：姚佩

中国人民大学金融硕士，曾任东吴证券策略首席分析师、海通证券策略高级分析师，连续四年新财富策略第一团队核心成员之一。在传统策略大势研判、行业比较、主题研究以外，对大类资产、政策取向、市场风格、产业周期、个股特征均有增量研究与发现。

组长、首席分析师：欧阳予

浙江大学本科，荷兰伊拉斯姆斯大学研究型硕士，8 年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，2020 年加入华创证券。2021-2024 年连续四届获新财富、新浪金麒麟最佳分析师评选第一名，其中 2024 年获新财富、新浪金麒麟、水晶球和 21 世纪金牌分析师等评选第一名。

组长、首席分析师：韩星雨

中山大学学士，美国约翰霍普金斯大学双硕士，曾任职于国投证券（原安信证券）研究所，2025 年加入华创证券研究所。2020 年入行后跟随团队获 2020 年新财富最佳分析师家电行业第三名，2021、2022、2023 年新财富最佳分析师家电行业第二名，2024 年新财富最佳分析师家电行业第五名。

组长、首席分析师：单戈

中国人民大学风险管理与精算学博士，4 年地产研究经验，曾任职于农银理财子、国泰君安证券研究所，2022 年加入华创证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	张羽驰	销售经理		zhangyuchi@hcyjs.com
	骆振琳	高级销售经理		luozhenlin@hcyjs.com
	刘亚东	销售经理		liuyadong@hcyjs.com
	白嘉琪	销售助理		baijiaqi@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
	龚佳宁	机构销售		gongjianing@hcyjs.com
	周怡圆	资深销售经理		zhouyiyuan@hcyjs.com
	刘泽群	销售经理		liuzequn@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	资深销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	资深销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售经理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售经理		fuyaqi@hcyjs.com
	王艺嘉	销售助理		wangyijia1@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	祁继春	上海机构销售副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	资深销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
	金可依	销售经理		jinkeyi@hcyjs.com
	武君书	销售经理		wujunshu@hcyjs.com
	姜茜	销售助理		jiangxi@hcyjs.com
	罗兰丹波	资深销售经理		luolandanbo@hcyjs.com
	章依若	销售经理		zhangyiruo@hcyjs.com
	谢玮颖	资深销售经理		xieweiying@hcyjs.com

下载日志已记录，仅供内部参考

广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
	古舞	销售助理		guwu@hcyjs.com
	曹雅博	高级销售经理		caoyabo@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	机构服务部总经理助理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	副总监	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹玓	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	陈孟昕	销售经理		chenmengxin@hcyjs.com
	文焱艺	销售经理		wenyanyi@hcyjs.com
	王秋晓	销售经理		wangqiuxiao@hcyjs.com
	谭雯欣	销售经理		tanwenxin@hcyjs.com
	陈蕾	销售助理		chenlei1@hcyjs.com
	赵方圆	销售经理		zhaofangyuan@hcyjs.com

下载日志已记录，仅供内部参考

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

本报告涉及股票贵州茅台（600519），根据上市公司公告，贵州茅台的控股股东茅台集团持有本公司的控股股东华创云信 4.06%的股份。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522