仅供内部参考，请勿外传

华泰证券 HUATAI SECURITIES

双节临近一线地产成交升温

华泰研究

2026 年 9 月 27 日 | 中国内地　　国内周报

易峘　研究员
SAC No. S0570520100005　evayi@htsc.com
SFC No. AMH263　+(852) 3658 6000

吴宛忆　研究员
SAC No. S0570524090005　wuwanyi@htsc.com
SFC No. BVN199　+(86) 10 6321 1166

王洺硕，CFA，PhD　研究员
SAC No. S0570525070003　wangmingshuo@htsc.com
SFC No. BUP051　+(86) 10 6321 1166

常慧丽，PhD　研究员
SAC No. S0570520110002　changhuili@htsc.com
SFC No. BJC906　+(86) 10 6321 1166

翟乐陶*　联系人
SAC No. S0570126050012　zhailetao@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

一周概览

上周“金九”地产销售边际回升，一线城市地产成交景气度领跑，政府债发行边际提速。当地时间 9 月 23 日-25 日，国家主席习近平对美国进行国事访问，双方就中美建设性战略稳定关系及重大国际地区问题深入交换意见，达成八点成果共识，包括年内有意出席 APEC 及 G20 峰会，达成“300 亿美元”对等降税安排，建立中美人工智能对话等。

高频经济活动跟踪

节假日带动居民出行活动景气度回升，中秋及国庆假期出行预定活跃，工业生产和基建等生产高频指标仍有所承压；地产“金九”成交回暖，主要受到一线地产成交回升的带动。出行和消费方面，根据航旅纵横统计，截至 9 月 14 日，中秋国庆假期的国内航线机票预订量同比增长 10%，上周 18 城地铁客运量环比上行 5.4%，国内/国际航班数环比上行 2.7%/4.6%；9 月 14-20 日乘用车销售量同比回落 20%。基建和建筑活动方面，沥青开工率环比下行 0.9 个百分点，水泥开工率环比上行 1.4 个百分点，建筑钢材成交量环比下行 0.1%。工业生产方面，半钢胎开工率环比下行 3.8 个百分点。出口方面，HDET 指标显示 9 月至今出口增速或继续回升。地产方面，44 城新房成交面积同比降幅收窄至 1.6%，22 城二手房成交面积同比上行至 7.4%，其中一线城市新房/二手房成交面积同比上行 5.3%/11.9%。

价格指标及变化

国际油价上行、金价回落，国内原材料价格表现分化，农产品价格整体下行。上周布伦特原油价格环比上行 0.4%至 104.3 美元/桶，而 COMEX 黄金价格环比下行 2.3%至 4321 美元/盎司。国内原材料价格方面，铜/螺纹钢价格环比分别上行 1.1%/0.2%，焦煤价格环比下行 2.6%。农产品价格指数环比下行 0.9%，其中玉米/蔬菜/水果/猪肉价格环比分别下行 0.7%/3.0%/0.2%/3.1%，小麦价格环比上行 0.2%。

金融市场及资金成本

银行间流动性偏松，人民币兑美元汇率回落，兑一篮子货币汇率升值。上周 DR007/R007 环比下行 4.5/4.3bp，沪深 300 指数环比下行。国债收益率曲线趋平：1/10 年期国债收益率环比+0.3bp/-0.8bp。融资方面，利率债总发行 7,585 亿元、同比多增 1,787.8 亿元，其中国债/地方债/政策性银行债发行同比多增 726.3/843/218.5 亿元，财政扩张力度有所回升。汇率方面，人民币兑美元汇率环比回落 0.08%，兑一篮子货币汇率环比上行 0.15%。

中观行业景气度追踪

国际原油价格边际回升，而国际化工品价格仍在下行，国际有色金属价格有所回暖，半导体产业链价格上涨势能继续放缓。

上周重要经济数据及宏观事件

重要数据：9 月 LPR 报价连续第 16 个月维持不变。

重要事件：1）当地时间 9 月 23 日-25 日，中国国家主席习近平对美国进行国事访问，就中美建设性战略稳定关系及重大国际地区问题深入交换意见，达成八点成果共识；2）9 月 24 日，北京出台销售制度改革细则，与 828 中央新政脉络保持一致，而 8 月 28 日前在途项目平稳过渡。

本周重点关注

关注 8 月工业企业盈利数据、9 月 PMI（9/30）与假期居民消费出行情况。

风险提示：能源价格波动超预期，地产成交修复不及预期。

免责声明和披露以及分析师声明是报告的一部分，请务必一起阅读。

仅供内部参考，请勿外传

正文目录

高频经济活动跟踪 **4**

价格指标及通胀变化 **11**

利率、汇率及金融市场环境 **14**

中观行业景气度追踪 **18**

宏观政策指标跟踪 **20**

风险提示 21

图表目录

图表 1： 全国重点电厂日均发电量同比下行 10.4% 4
图表 2： 主流港口煤炭库存同比增加 247.8 万吨 4
图表 3： 焦化开工率同比下行 7.9 个百分点，环比上行 1.1 个百分点 4
图表 4： 高炉开工率同比下行 1.7 个百分点，环比下行 0.8 个百分点 4
图表 5： 铁路货运量同比增长 3.4% 5
图表 6： 高速公路货车通行量同比增长 2.7% 5
图表 7： 铜库存同比下行 7.2 万吨，环比下行 1.3 万吨 5
图表 8： 半钢胎企业开工率同比下行 12.4 个百分点，环比下行 3.8 个百分点 5
图表 9： 9 月 12 日-9 月 18 日，螺纹钢产量同比下行 17.9%，环比上行 1.4% 5
图表 10： 螺纹钢库存同比下行 6.8%，环比下行 7.7% 5
图表 11： 建筑钢材成交量同比下行 8.8%，环比下行 0.1% 6
图表 12： 9 月 17 日-9 月 23 日，沥青装置开工率同比下行 16.4 个百分点，环比下行 0.9 个百分点 6
图表 13： 水泥企业开工率同比上行 5.0 个百分点，环比上行 1.4 个百分点 6
图表 14： 水泥企业发运率同比上行 0.9 个百分点，环比上行 0.8 个百分点 6
图表 15： 9 月 11 日-9 月 17 日，铝型材开工率同比下行 2.3 个百分点，环比上行 1.0 个百分点 6
图表 16： 9 月 18 日-9 月 24 日，玻璃库存同比上行 21.0%，环比上行 0.1% 6
图表 17： 18 城地铁客运量同比上行 0.8%，环比上行 5.4% 7
图表 18： 百城拥堵指数同比下行 3.3%，环比上行 0.6% 7
图表 19： 9 月 20 日-9 月 26 日，国内航班数同比上行 0.2%，环比上行 2.7% 7
图表 20： 9 月 20 日-9 月 26 日，国际航班数同比上行 0.8%，环比上行 4.6% 7
图表 21： 9 月 14-20 日，乘用车销量同比下行 20.0%，环比上行 19.1% 8
图表 22： 9 月 19 日-9 月 25 日，全国电影票房同比下行 77.2%，环比上行 15.0% 8
图表 23： 上周新房成交面积同比下行 1.6% 8
图表 24： 一线城市新房成交同比上行 5.3% 8
图表 25： 上周 22 城二手房成交面积同比上行 7.4% 9
图表 26： 一线城市二手房成交同比上行 11.9% 9
图表 27： 土地成交面积同比下行 19.5% 9
图表 28： 一线城市土地成交面积同比上行 5.6% 9
图表 29： 全国二手房出售挂牌价指数环比下行 0.2% 9
图表 30： 百城土地成交楼面均价环比下行 38.5% 9

仅供内部参考，请勿外传

图表 31： 出口高频指标（HDET）显示 9 月出口同比增速仍在高位 10
图表 32： 1 月义乌中国小商品景气指数同比边际放缓（未更新） 10
图表 33： BDI 运价指数环比上行 1.7% 10
图表 34： 中国出口集装箱运价指数环比上行 1.1% 10
图表 35： 上周布伦特原油周均价环比上行 0.4% 11
图表 36： 上周国内铜价环比上行 1.1%，螺纹钢价格环比上行 0.2% 11
图表 37： 上周铜金比同比上行 25.0%，油金比同比上行 31.4% 11
图表 38： 上周动力煤价格环比基本持平，焦煤价格环比下行 2.6% 12
图表 39： 上周水泥价格环比上行 1.7% 12
图表 40： 9 月 15 日-9 月 21 日，氯化钾价格环比下行 0.4%，尿素价格环比上行 1.5% 12
图表 41： 上周聚乙烯价格环比下行 2.9%，丁苯橡胶价格环比基本持平 12
图表 42： 上周玉米价格环比下行 0.7%，小麦价格环比上行 0.2% 12
图表 43： 上周农产品价格指数环比下行 0.9% 12
图表 44： 上周蔬菜批发价格环比下行 3.0%，水果价格环比下行 0.2% 13
图表 45： 上周猪肉批发价格环比下行 3.1% 13
图表 46： 主要利率指标（截至 2026 年 9 月 24 日，单位：%） 14
图表 47： 9 月 19-9 月 24 日，央行质押式回购加权利率环比下行 3.0 个基点 14
图表 48： 9 月 19-9 月 24 日，DR007/ R007 环比下行 4.5/4.3 个基点 14
图表 49： 9 月 21-9 月 27 日，同业存单净发行量环比下降 15
图表 50： 9 月 21-9 月 27 日，同业存单发行利率环比上升 15
图表 51： 9 月 18-9 月 25 日，隔夜/1 周/1 月 HIBOR 均环比上升 15
图表 52： 9 月 18-9 月 24 日，1-10 年期国债收益率期限利差环比收窄 15
图表 53： 9 月 18-9 月 24 日，国债收益率曲线趋平 15
图表 54： 9 月 18-9 月 24 日，1 年期 AAA 级企业债收益率下行，曲线扁平化 16
图表 55： 9 月 18-9 月 24 日，1 年期 AA 级企业债收益率下行，曲线扁平化 16
图表 56： 9 月 21-9 月 27 日信用债净发行额环比上行 16
图表 57： 9 月 18-9 月 24 日，1 年期 AA-AAA 级企业债信用利差持平，3 年期 AA-AAA 级企业债信用利差收窄 16
图表 58： 9 月 20-9 月 25 日房地产企业债券发行金额环比上升 16
图表 59： 9 月 21-9 月 27 日企业股票（非金融）融资额环比上升 16
图表 60： 9 月 19-9 月 24 日，沪深 300 指数环比下行 17
图表 61： 9 月 19-9 月 24 日沪深 300PE（TTM）较前一周下行 17
图表 62： 在岸/离岸人民币兑美元汇率环比下行 0.08%/0.21% 17
图表 63： 人民币兑一篮子货币汇率环比上行 0.15% 17
图表 64： 截至 9 月 25 日，央行流动性净回笼 20050 亿元 17
图表 65： 9 月 21-9 月 27 日，利率债总发行量同比回升 30.8% 17
图表 66： 行业景气度指标水平一览（截至 2026 年 9 月 25 日） 19
图表 67： 上周重要政策及会议一览（9 月 19 日-9 月 25 日） 21
图表 68： 本周重要数据一览（9 月 28 日-10 月 2 日） 21

仅供内部参考，请勿外传

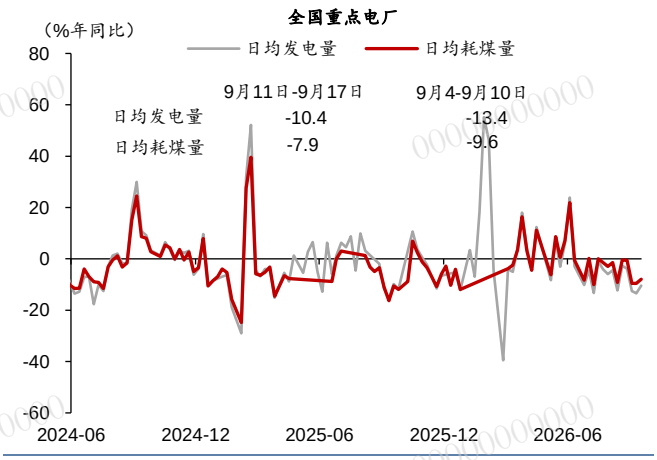
高频经济活动跟踪

上游：全国重点电厂日均发电和耗煤量均同比下行。9 月 11 日-9 月 17 日，全国重点电厂日均发电量同比下行 10.4%，耗煤量同比下行 7.9%。9 月 15 日-9 月 21 日，主流港口煤炭库存同比增加 247.8 万吨，高于去年同期。9 月 12-9 月 18 日，焦化企业开工率同比下行 7.9 个百分点，环比上行 1.1 个百分点，供应边际在恢复但终端需求仍然偏弱；高炉开工率同比下行 1.7 个百分点，环比下行 0.8 个百分点。

中游：铜库存同比下行，铁路货运量和高速公路货车通行量环比上行。9 月 20 日-9 月 26 日，铜库存低于去年同期 7.2 万吨，环比下行 1.3 万吨。9 月 14-9 月 20 日，铁路货运量同比上行 3.4%，环比上行 0.8%；高速公路货车通行量同比上行 2.7%，环比上行 3.3%。

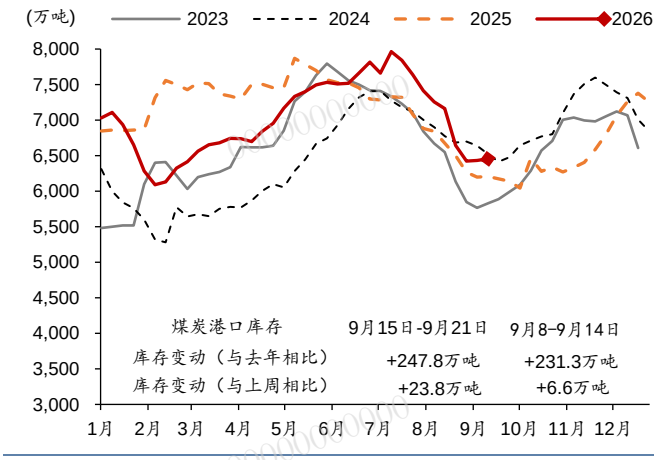
下游：建筑施工活动仍偏弱，道路沥青基建开工率同环比下行。9 月 19-24 日，建筑钢材成交量同比下行 8.8%，环比下行 0.1%；9 月 19-25 日，螺纹钢库存同比下行 6.8%，环比下行 7.7%；9 月 18-24 日，水泥企业开工率同比上行 5.0 个百分点，环比上行 1.4 个百分点； 玻璃库存同比上行 21.0%，环比上行 0.1%；9 月 17 日-9 月 23 日，沥青装置开工率同比下行 16.4 个百分点，环比下行 0.9 个百分点；9 月 12 日-9 月 18 日，水泥企业发运率同比上行 0.9 个百分点，环比上行 0.8 个百分点。下游需求修复的持续性仍待后续数据验证。

图表1：全国重点电厂日均发电量同比下行 10.4%



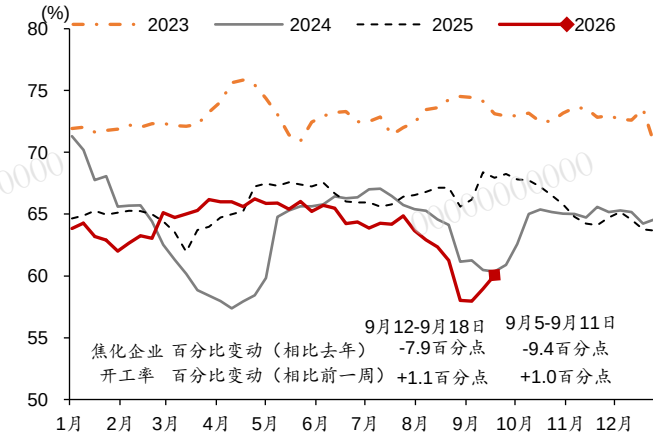
资料来源：iFind，华泰研究

图表2：主流港口煤炭库存同比增加 247.8 万吨



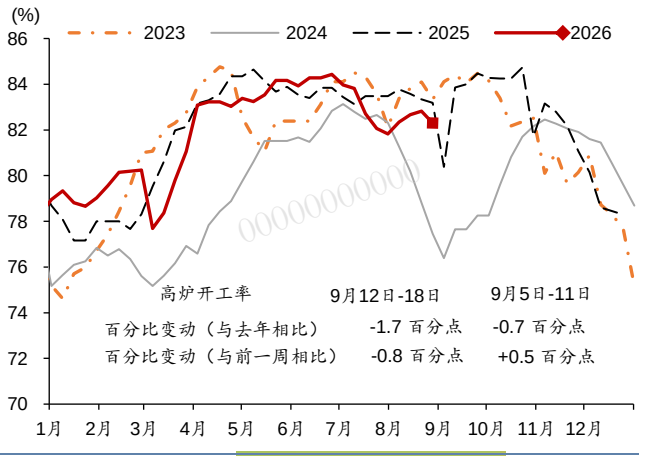
资料来源：Wind，华泰研究

图表3：焦化开工率同比下行 7.9 个百分点，环比上行 1.1 个百分点



资料来源：Wind，华泰研究

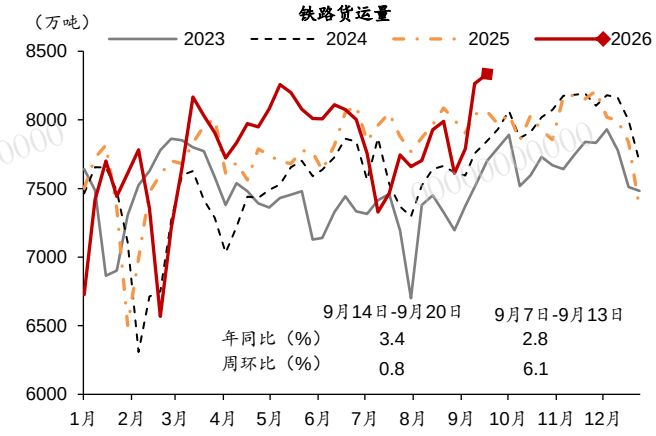
图表4：高炉开工率同比下行 1.7 个百分点，环比下行 0.8 个百分点



资料来源：Wind，华泰研究

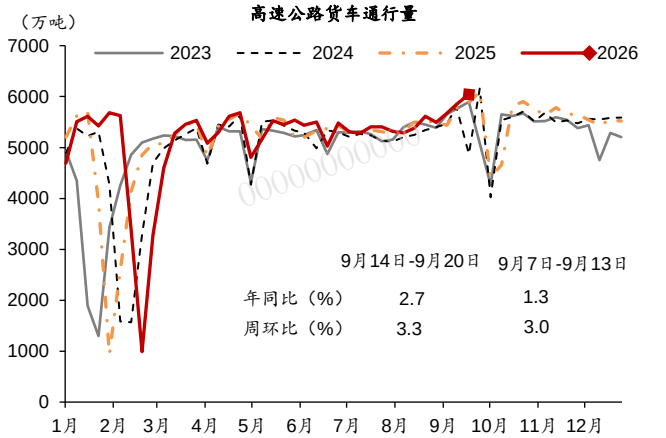
仅供内部参考，请勿外传

图表5：铁路货运量同比增长 3.4%



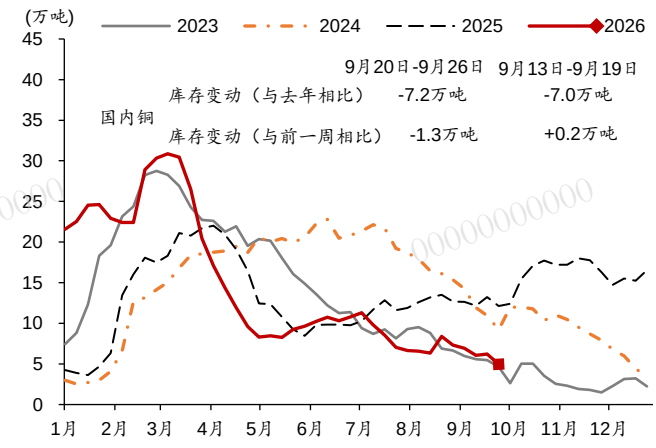
资料来源：iFind，华泰研究

图表6：高速公路货车通行量同比增长 2.7%



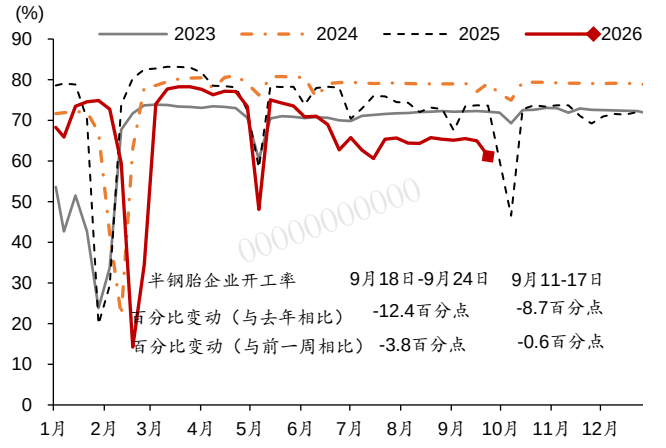
资料来源：iFind，华泰研究

图表7：铜库存同比下行 7.2 万吨，环比下行 1.3 万吨



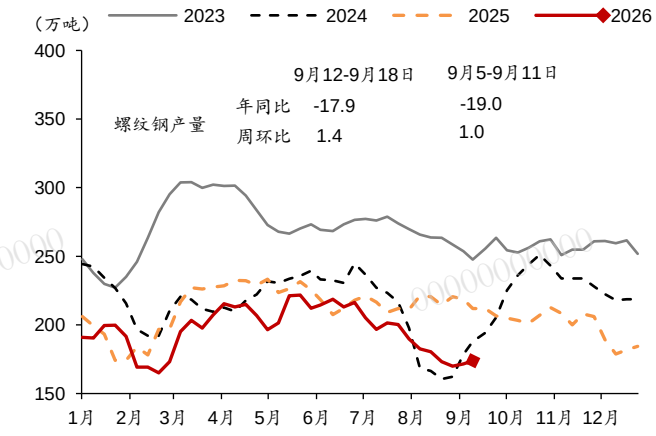
资料来源：Wind，华泰研究

图表8：半钢胎企业开工率同比下行 12.4 个百分点，环比下行 3.8 个百分点



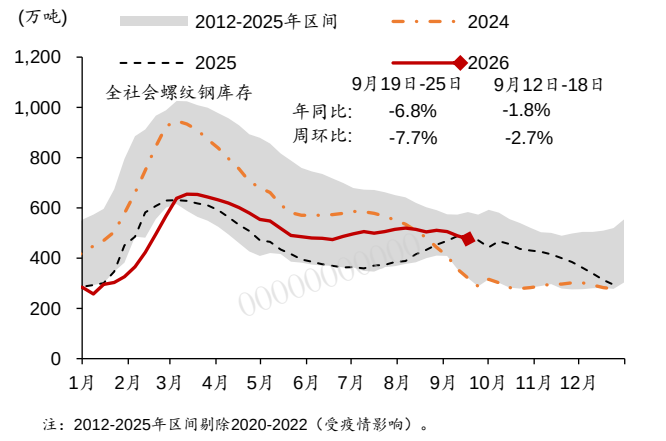
资料来源：Wind，华泰研究

图表9：9 月 12 日-9 月 18 日，螺纹钢产量同比下行 17.9%，环比上行 1.4%



资料来源：Wind，华泰研究

图表10：螺纹钢库存同比下行 6.8%，环比下行 7.7%

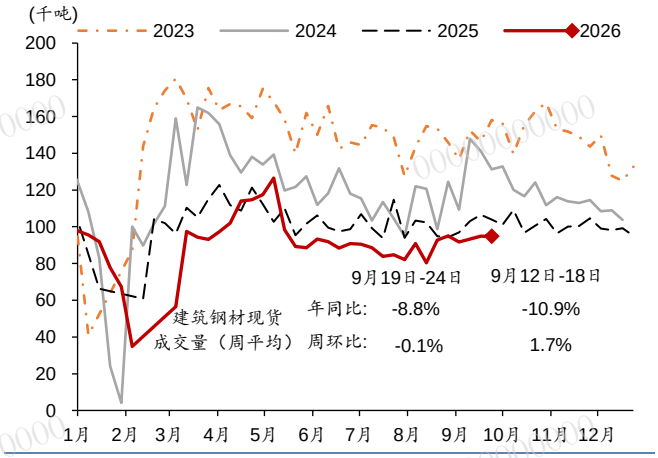


注：2012-2025年区间剔除2020-2022（受疫情影响）。

资料来源：Mysteel，华泰研究

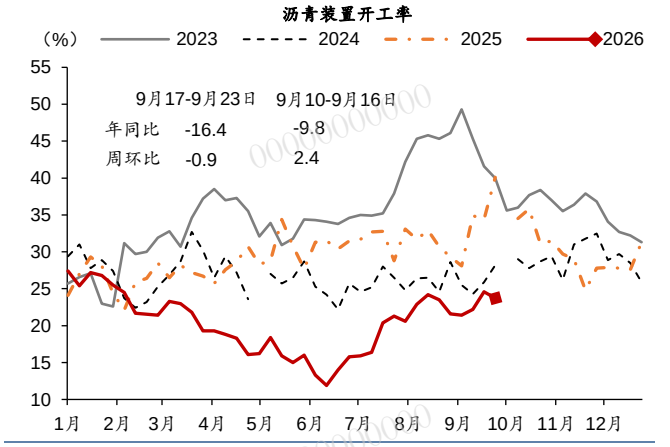
仅供内部参考，请勿外传

图表11：建筑钢材成交量同比下行 8.8%，环比下行 0.1%



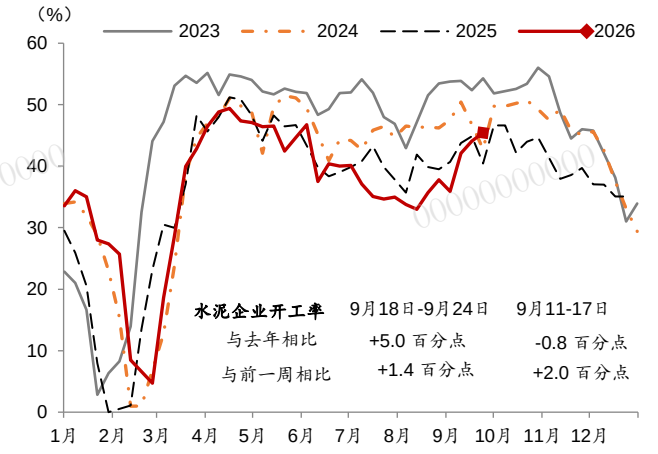
资料来源：Wind，华泰研究

图表12：9 月 17 日-9 月 23 日，沥青装置开工率同比下行 16.4 个百分点，环比下行 0.9 个百分点



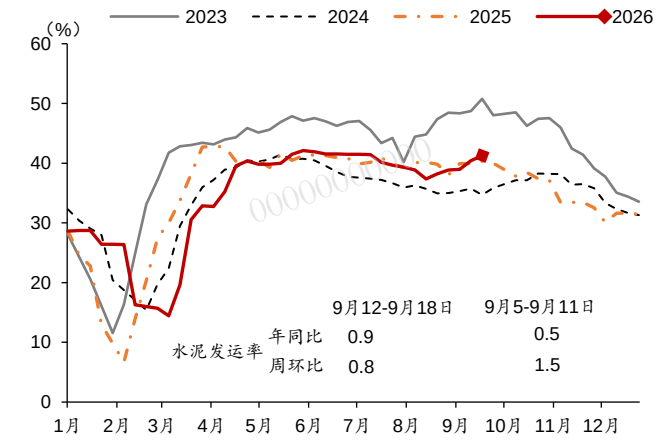
资料来源：Wind，华泰研究

图表13：水泥企业开工率同比上行 5.0 个百分点，环比上行 1.4 个百分点



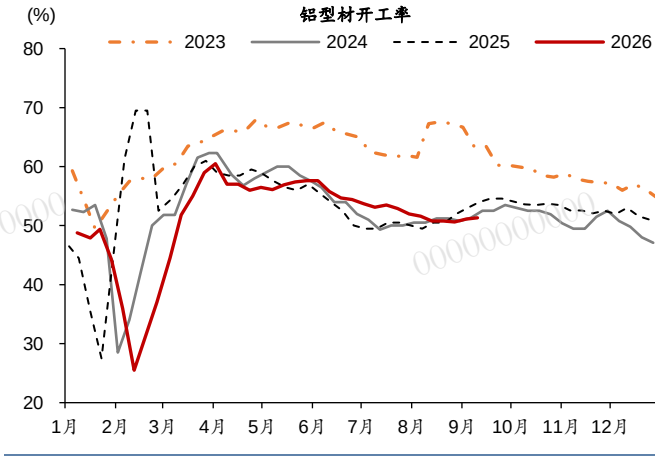
资料来源：Wind，华泰研究

图表14：水泥企业发运率同比上行 0.9 个百分点，环比上行 0.8 个百分点



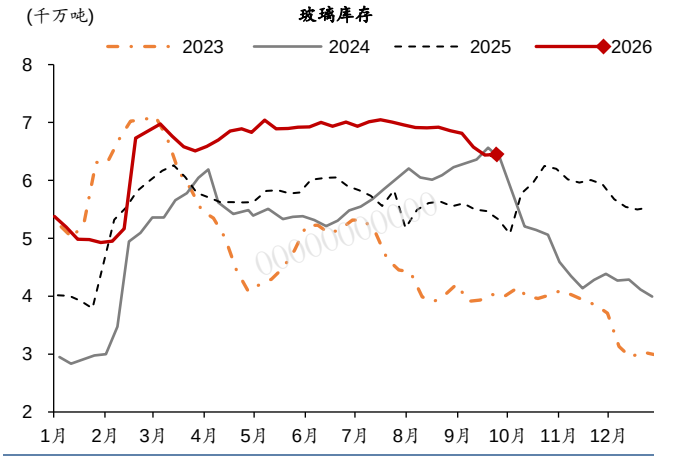
资料来源：Wind，华泰研究

图表15：9 月 11 日-9 月 17 日，铝型材开工率同比下行 2.3 个百分点，环比上行 1.0 个百分点



资料来源：Wind，华泰研究

图表16：9 月 18 日-9 月 24 日，玻璃库存同比上行 21.0%，环比上行 0.1%



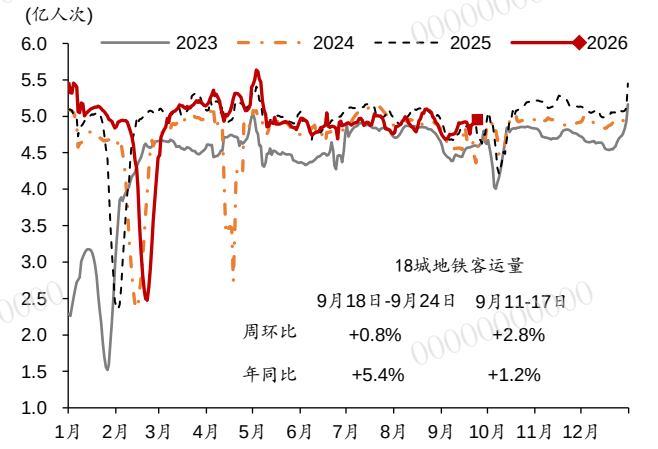
资料来源：Wind，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

出行活动：节假日带动居民出行活动景气度回升，中秋及国庆假期出行预定活跃。上周地铁客运量同比上行；CAPA 数据显示上周（9 月 20 日-9 月 26 日）国内航班数同比上行，国际航班数同比上行。根据航旅纵横统计，截至 9 月 14 日，中秋国庆假期的国内航线机票预订量同比增长 10%。9 月 18 日-9 月 24 日，18 城地铁客运量同比上行 0.8%，环比上行 5.4%。9 月 14 日-9 月 20 日，百城拥堵指数同比下行 3.3%，环比上行 0.6%。城际/国际出行方面，9 月 20 日-9 月 26 日，国内航班数同比上行 0.2%，环比上行 2.7%，国际航班数同比上行 0.8%，环比上行 4.6%。

消费活动：乘用车零售环比上行，电影票房环比上行。9 月 14-20 日，乘用车销量同比回落 20.0%，环比上行 19.1%。9 月 1-20 日乘用车市场零售 87.8 万辆，同比下降 22%，较上月同期增长 8%；今年以来累计零售 1259.3 万辆，同比下降 21%。9 月 19 日-9 月 25 日，全国电影票房同比下行 77.2%，环比上行 15.0%。

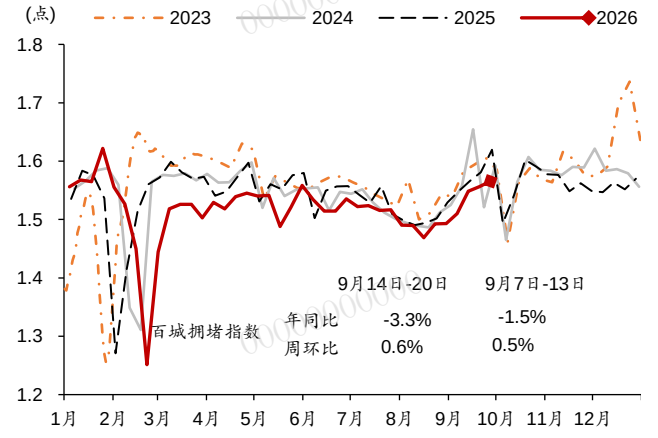
图表17：18 城地铁客运量同比上行 0.8%，环比上行 5.4%



注：包括上海、广州、成都、南京、西安、苏州、郑州、北京、重庆、深圳、长沙、昆明、合肥、南宁、东莞、石家庄、厦门、武汉。

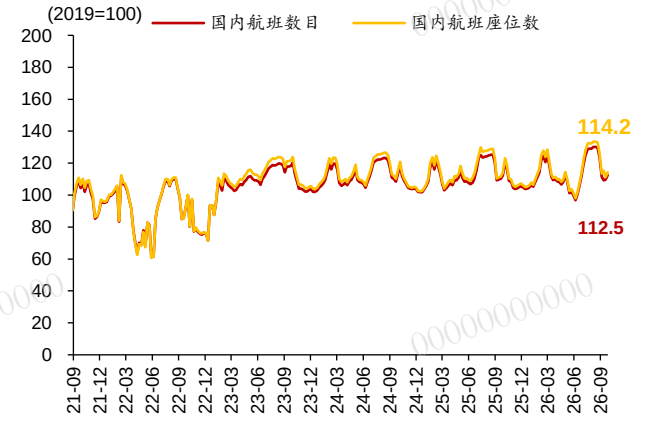
资料来源：Wind，华泰研究

图表18：百城拥堵指数同比下行 3.3%，环比上行 0.6%



资料来源：Wind，华泰研究

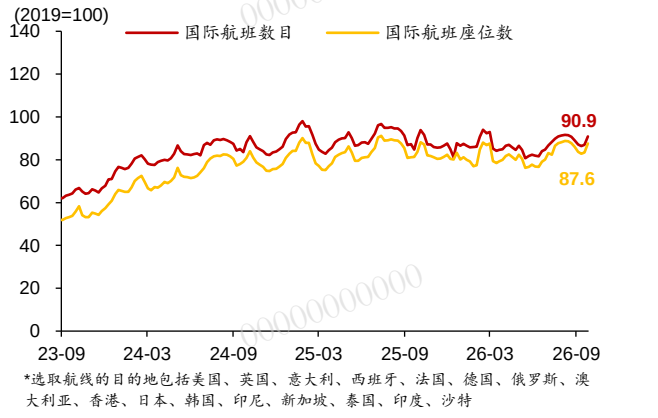
图表19：9 月 20 日-9 月 26 日，国内航班数同比上行 0.2%，环比上行 2.7%



注：座位数指实际执飞航班的座位总数（包含空位）

资料来源：CAPA，华泰研究

图表20：9 月 20 日-9 月 26 日，国际航班数同比上行 0.8%，环比上行 4.6%

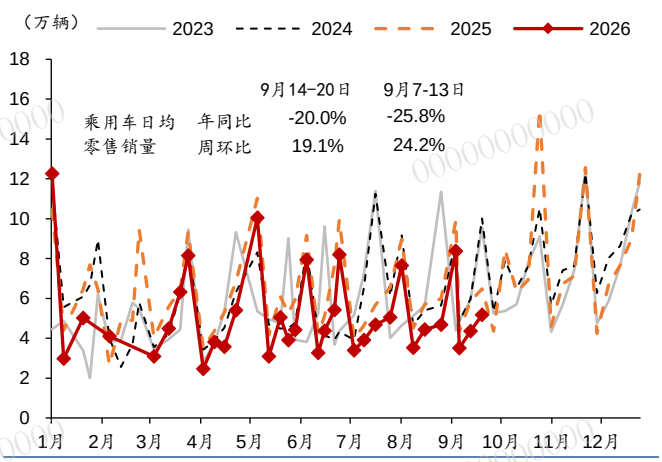


注：座位数指实际执飞航班的座位总数（包含空位）。

资料来源：CAPA，华泰研究

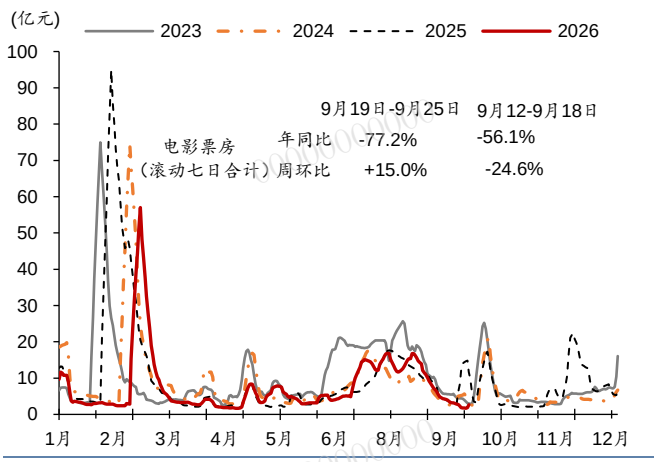
仅供内部参考，请勿外传

图表21：9 月 14-20 日，乘用车销量同比下行 20.0%，环比上行 19.1%



资料来源：Wind，华泰研究

图表22：9 月 19 日-9 月 25 日，全国电影票房同比下行 77.2%，环比上行 15.0%

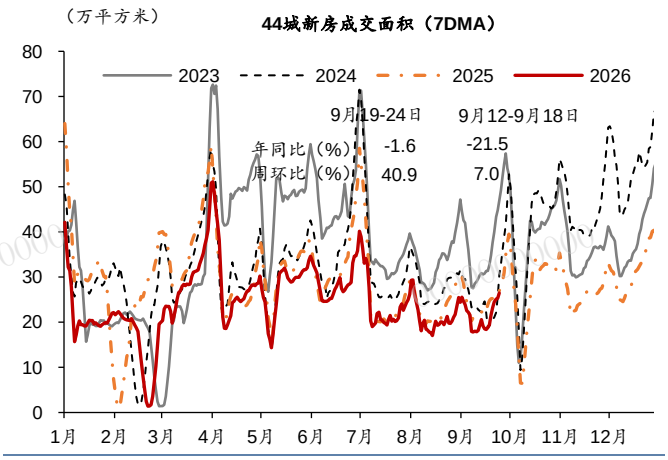


资料来源：Wind，华泰研究

地产需求：上周新房成交面积同比降幅较前一周的 21.5%收窄至 1.6%，二手房成交面积同比增速较前一周的 6.0%上行至 7.4%。其中，一线城市新房成交面积同比较前一周的-6.3%转为上行 5.3%，北京、上海领跑，或受 8 月地产公积金提额等措施带动，一线城市二手房成交面积同比较前一周的 13.5%略回落至 11.9%。9 月 14 日-9 月 20 日，土地成交面积环比上行 0.3%，成交楼面均价环比下行 38.5%。

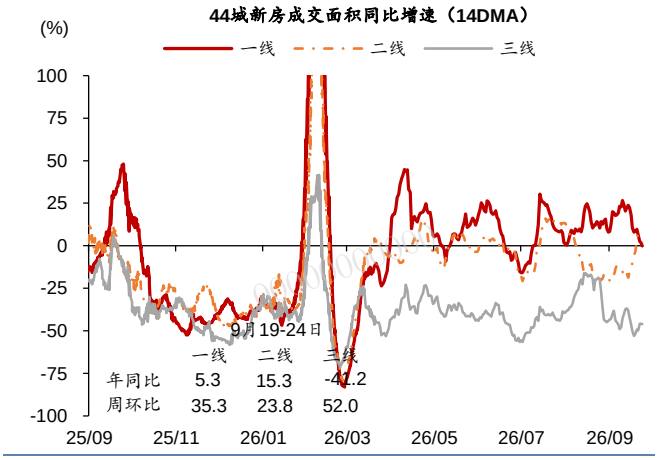
- 上周 44 城新房成交面积同比降幅由前一周的 21.5%收窄至 1.6%。分线而言，一/二线城市新房成交面积同比分别上行 5.3%/15.3%，三线城市同比下行 41.2%。
- 二手房成交面积同比较前一周的 6.0%上行至 7.4%。分线而言，一线城市同比较前一周的 13.5%回落至 11.9%，二线城市同比较前一周的 0.9%上行至 3.3%，三线城市同比较前一周的 0.9%上行至 13.8%。
- 9 月 14 日-9 月 20 日，百城土地周均成交面积环比上行 0.3%，同比下行 19.5%；价格方面，百城土地成交楼面均价环比下行 38.5%，同比下行 58.9%。

图表23：上周新房成交面积同比下行 1.6%



资料来源：Wind，华泰研究

图表24：一线城市新房成交同比上行 5.3%

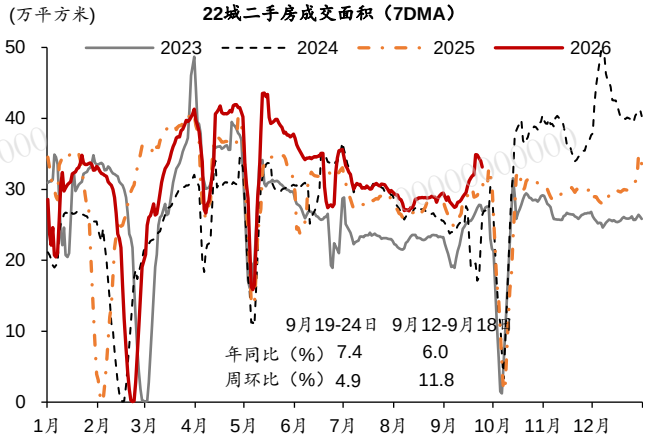


注：图表中年同比、周环比数据基于 7DMA 数据计算。

资料来源：Wind，华泰研究

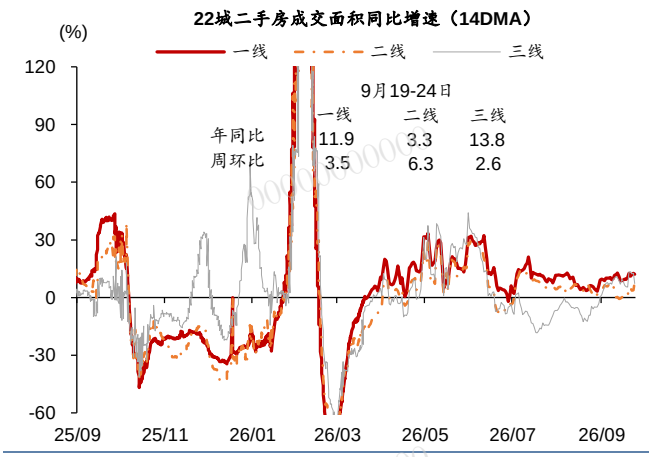
仅供内部参考，请勿外传

图表25：上周 22 城二手房成交面积同比上行 7.4%



资料来源：Wind，华泰研究

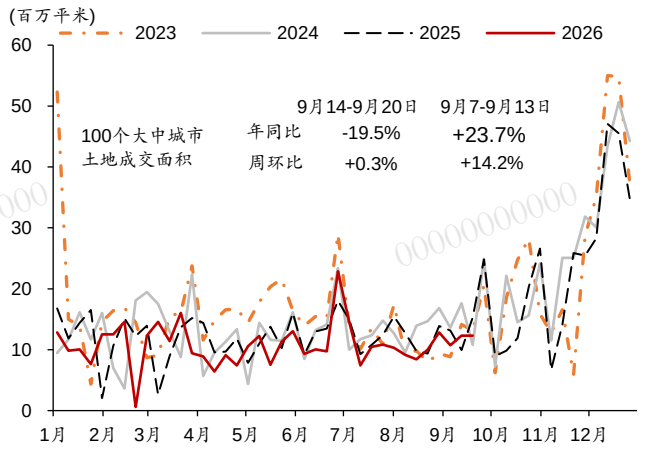
图表26：一线城市二手房成交同比上行 11.9%



注：图表中同环比增速基于 7DMA 数据计算。

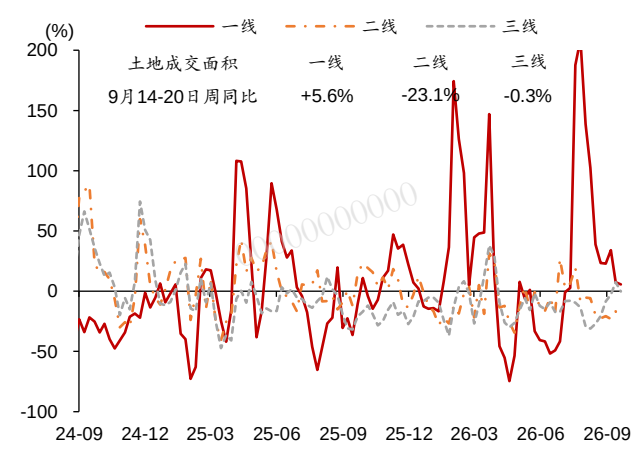
资料来源：Wind，华泰研究

图表27：土地成交面积同比下行 19.5%



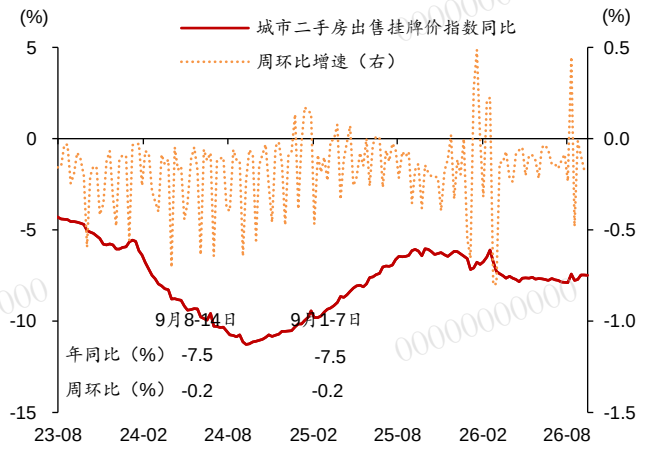
资料来源：Wind，华泰研究

图表28：一线城市土地成交面积同比上行 5.6%



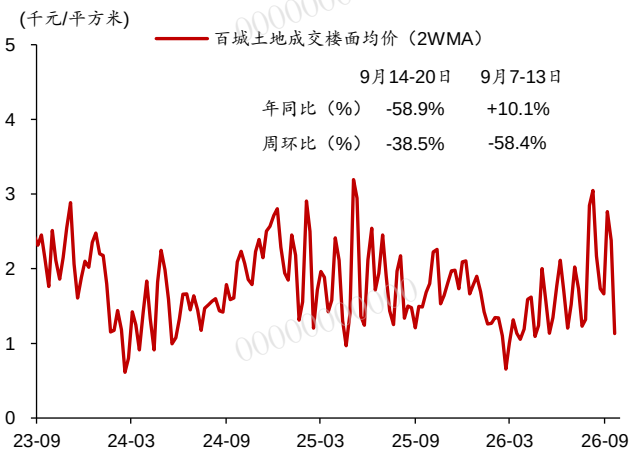
资料来源：Wind，华泰研究

图表29：全国二手房出售挂牌价指数环比下行 0.2%



资料来源：Wind，华泰研究

图表30：百城土地成交楼面均价环比下行 38.5%



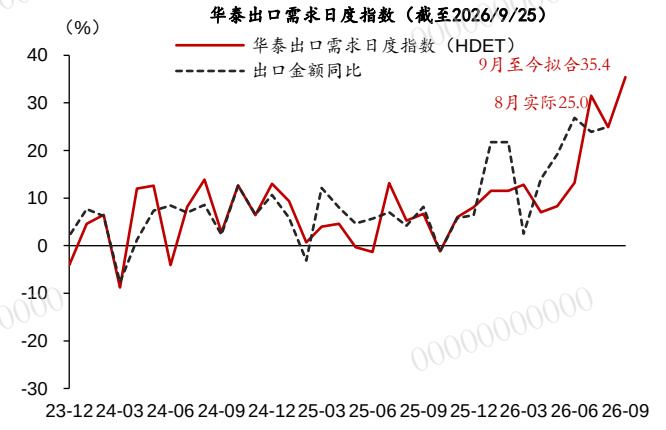
注：图表中同环比增速基于原始数据计算。

资料来源：Wind，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

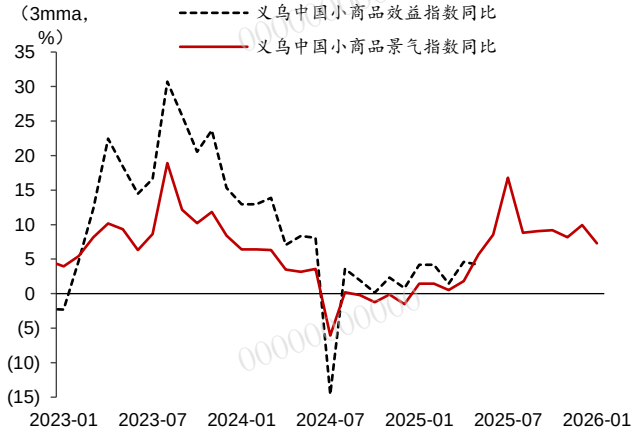
外贸需求：出口高频指标（HDET）显示 9 月出口增速仍维持较高水平。上周 BDI 指数环比上行 1.7%，9 月 19 日-9 月 25 日，中国出口集装箱运价指数（CCFI）环比上行 1.1%，中国进口干散货运价指数（CDFI）环比上行 0.3%。

图表31：出口高频指标（HDET）显示 9 月出口同比增速仍在高位



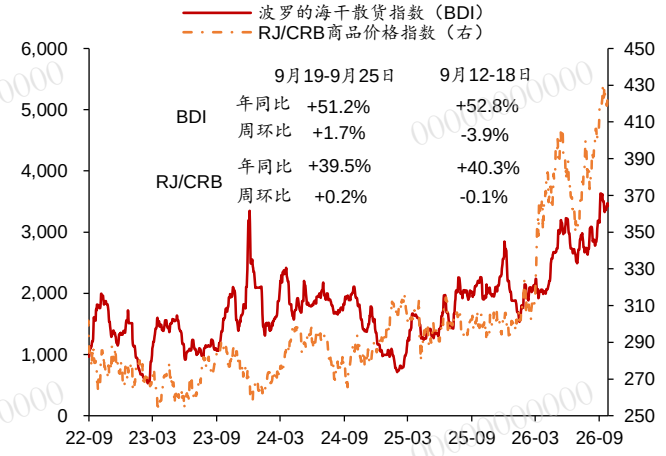
资料来源：Wind，CEIC，华泰研究预测

图表32：1 月义乌中国小商品景气指数同比边际放缓（未更新）



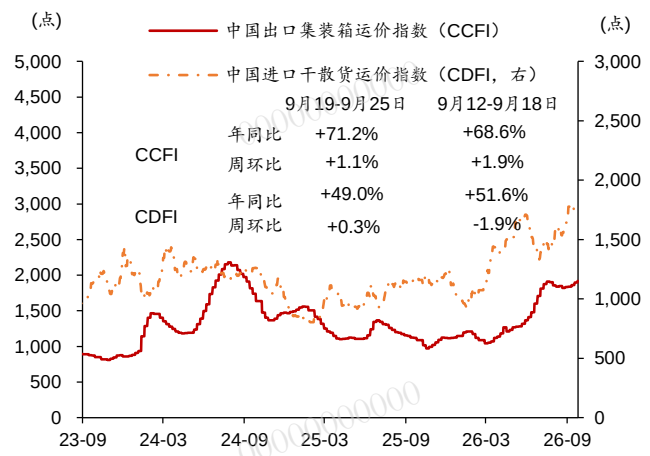
资料来源：Wind，华泰研究

图表33：BDI 运价指数环比上行 1.7%



资料来源：Wind，华泰研究

图表34：中国出口集装箱运价指数环比上行 1.1%



资料来源：Wind，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

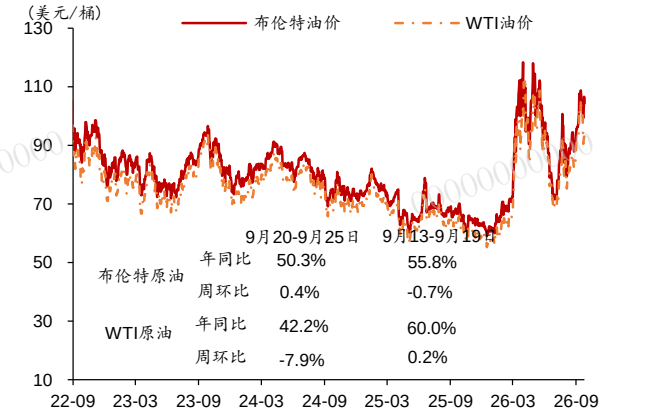
价格指标及通胀变化

上游：上周国际油价略上行，而金价有所回落。截至 9 月 25 日，中东地缘局势反复推升原油供应扰动担忧，布伦特原油价格较前一周上行 0.4%至 104.3 美元/桶；同期 COMEX 黄金价格下行 2.3%至 4321 美元/盎司。

中游：国内原材料、化工品价格涨跌互现。国内原材料价格方面，铜/螺纹钢价格环比分别上行 1.1%/0.2%。9 月 19 日-9 月 25 日，铜金比同比由前一周的 22.9%上行至 25.0%，油金比同比由 28.9%上行至 31.4%；动力煤价格环比基本持平，焦煤价格环比下行 2.6%；水泥价格环比上行 1.7%。化工品价格方面，9 月 19 日-9 月 24 日，聚乙烯价格环比下行 2.9%，丁苯橡胶价格环比基本持平；9 月 15 日-9 月 21 日，氯化钾价格环比下行 0.4%，尿素价格环比上行 1.5%。

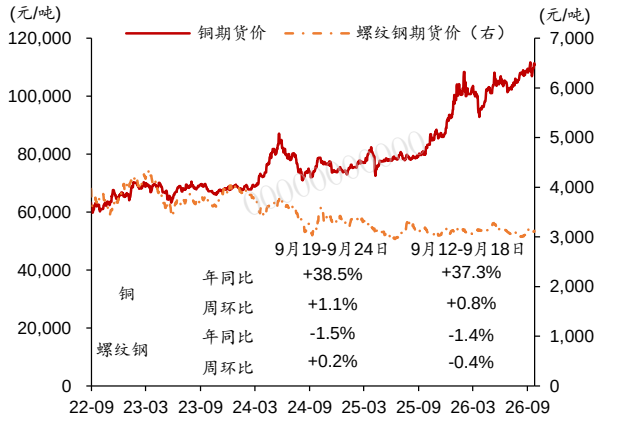
下游：上周农产品价格整体回落，9 月 19 日-9 月 24 日，农产品价格指数环比下行 0.9%，其中，玉米/蔬菜/水果/猪肉价格环比分别下行 0.7%/3.0%/0.2%/3.1%，小麦价格环比上行 0.2%。

图表35：上周布伦特原油周均价环比上行 0.4%



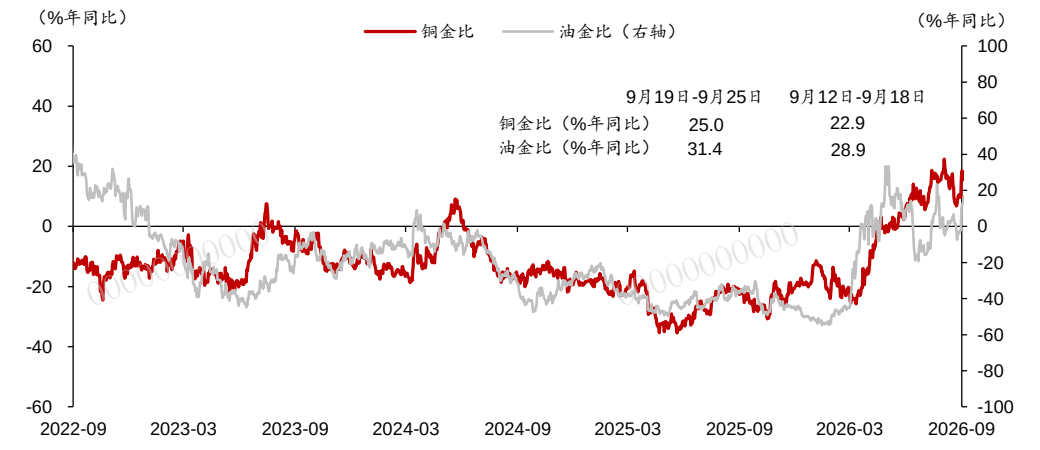
资料来源：Wind，华泰研究

图表36：上周国内铜价环比上行 1.1%，螺纹钢价格环比上行 0.2%



资料来源：Wind，华泰研究

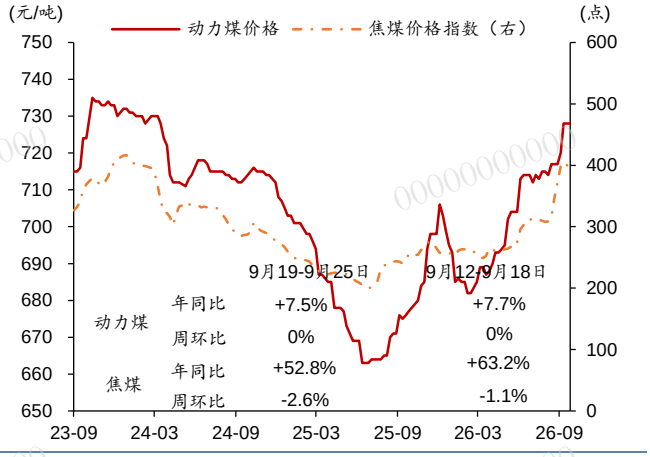
图表37：上周铜金比同比上行 25.0%，油金比同比上行 31.4%



资料来源：Wind，华泰研究

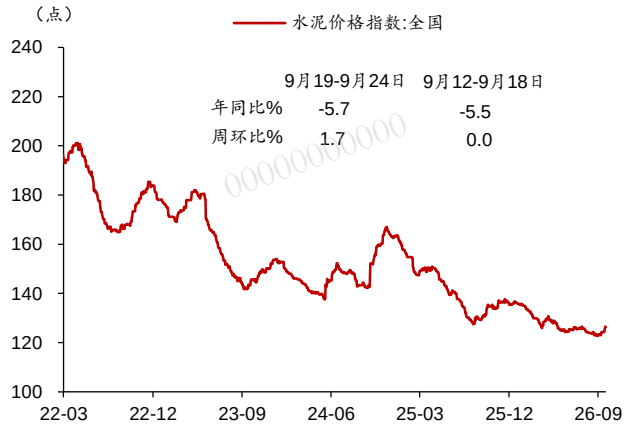
仅供内部参考，请勿外传

图表38：上周动力煤价格环比基本持平，焦煤价格环比下行 2.6%



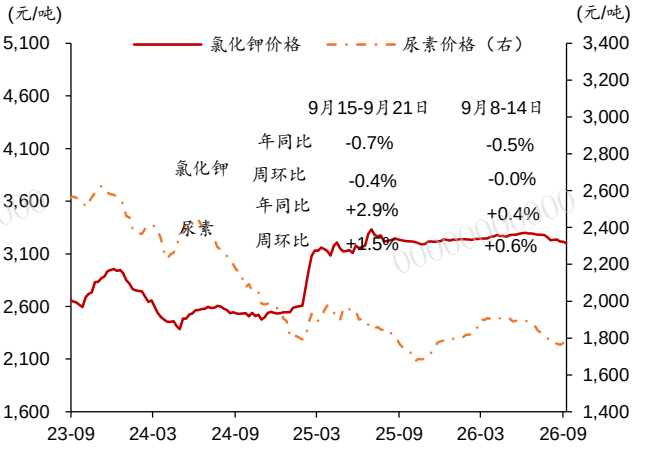
资料来源：Wind，华泰研究

图表39：上周水泥价格环比上行 1.7%



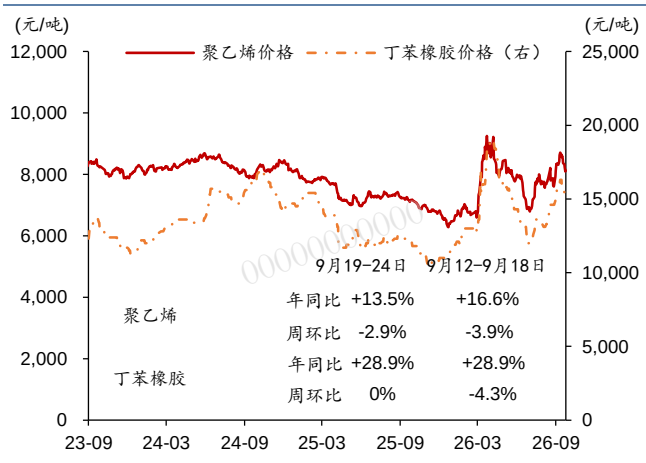
资料来源：Wind，华泰研究

图表40：9 月 15 日-9 月 21 日，氯化钾价格环比下行 0.4%，尿素价格环比上行 1.5%



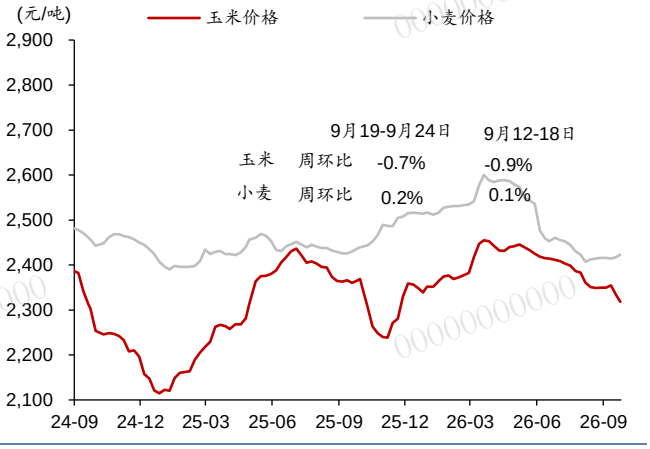
资料来源：Wind，华泰研究

图表41：上周聚乙烯价格环比下行 2.9%，丁苯橡胶价格环比基本持平



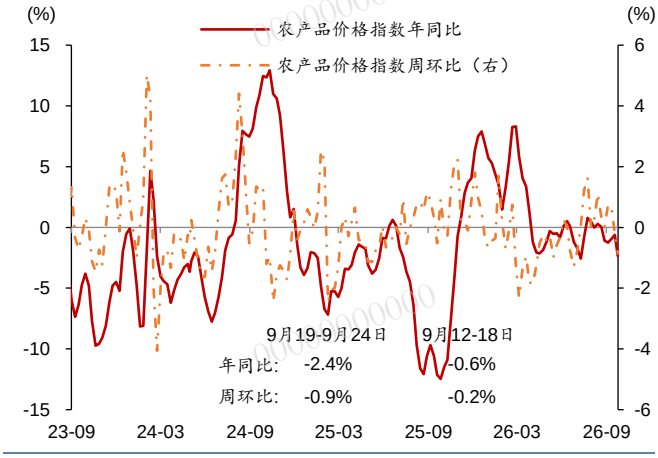
资料来源：Wind，华泰研究

图表42：上周玉米价格环比下行 0.7%，小麦价格环比上行 0.2%



资料来源：Wind，华泰研究

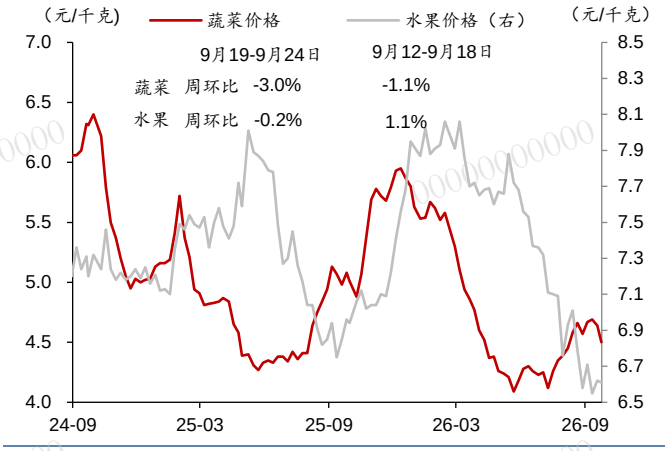
图表43：上周农产品价格指数环比下行 0.9%



资料来源：Wind，华泰研究

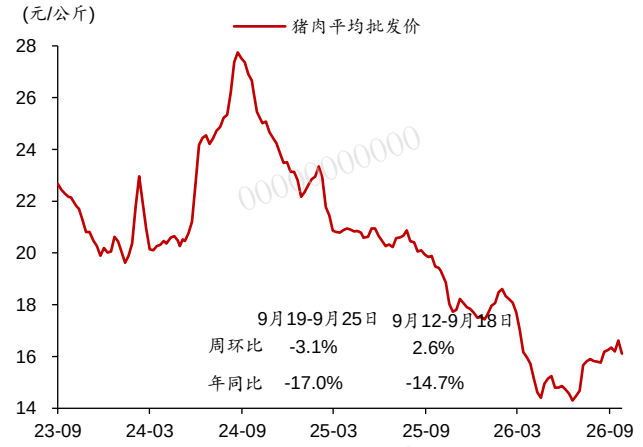
仅供内部参考，请勿外传

图表44：上周蔬菜批发价格环比下行3.0%，水果价格环比下行0.2%



资料来源：Wind，华泰研究

图表45：上周猪肉批发价格环比下行3.1%



资料来源：Wind，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

利率、汇率及金融市场环境

流动性指标：银行间流动性宽松，国债收益率曲线趋平。截至 9 月 24 日，DR007/ R007 环比下行 4.5/4.3 个基点；1 年期国债收益率上行 0.3bp，10 年期国债收益率下行 0.8bp，国债收益率曲线趋平。9 月 18-9 月 24 日，央行质押式回购加权利率环比下行 3.0 个基点；9 月 21-9 月 27 日，同业存单净发行量环比下降，发行利率环比上升。9 月 18-9 月 25 日，隔夜/1 周/1 月 HIBOR 均环比上升。

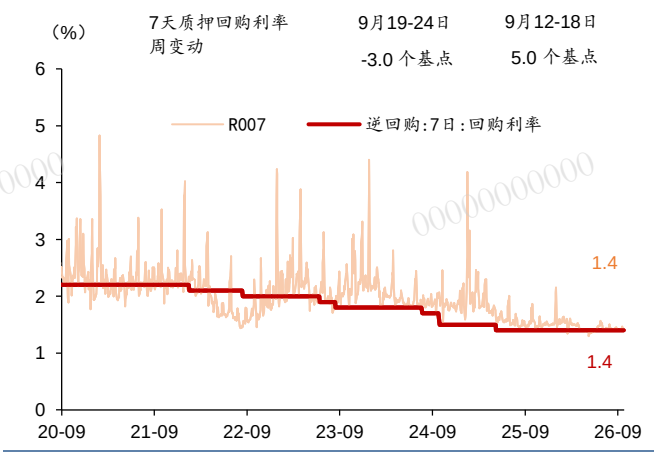
融资及汇率：利率债发行同比多增，人民币兑美元汇率回落、兑一篮子货币汇率升值。指数表现方面，9 月 19-9 月 24 日，沪深 300 指数环比回落 0.47%，PE（TTM）估值水平亦较前一周下行。汇率方面，截至 9 月 25 日，在岸/离岸人民币兑美元汇率环比回落 0.08%/0.21%，人民币兑一篮子货币汇率环比上行 0.15%。9 月 21 日-9 月 27 日，利率债总发行 7,585 亿元，其中国债/地方债/政策性银行债发行同比多增 726.3/843/218.5 亿元，利率债发行量总额同比多增 1,787.8 亿元，显示财政扩张力度边际回升。

图表46：主要利率指标（截至 2026 年 9 月 24 日，单位：%）

	央行7日逆回购利率	1年LPR	5年LPR	R007	DR007	3个月SHIBOR	1年国债收益率	10年国债收益率	1年国开债收益率	10年国开债收益率	余额宝收益率	理财产品预期收益率（6M）
2005年5月平均	3.76	-	-	1.16	-	-	2.53	3.89	2.41	3.96	-	2.10
2009年1月平均	3.76	-	-	0.94	-	1.51	1.08	2.90	1.26	3.32	-	2.90
2016年9月1日	2.25	4.30	-	2.39	2.29	2.79	2.11	2.75	2.30	3.19	2.31	3.86
1年前	1.40	3.00	3.50	1.71	1.59	1.57	1.39	1.90	1.65	2.05	1.03	1.90
1个月前	1.40	3.00	3.50	1.44	1.43	1.43	1.20	1.68	1.41	1.75	0.81	1.90
1周前	1.40	3.00	3.50	1.47	1.44	1.43	1.23	1.68	1.40	1.76	0.82	1.90
当前	**1.40**	**3.00**	**3.50**	**1.43**	**1.39**	**1.43**	**1.23**	**1.67**	**1.39**	**1.75**	**0.84**	**1.90**

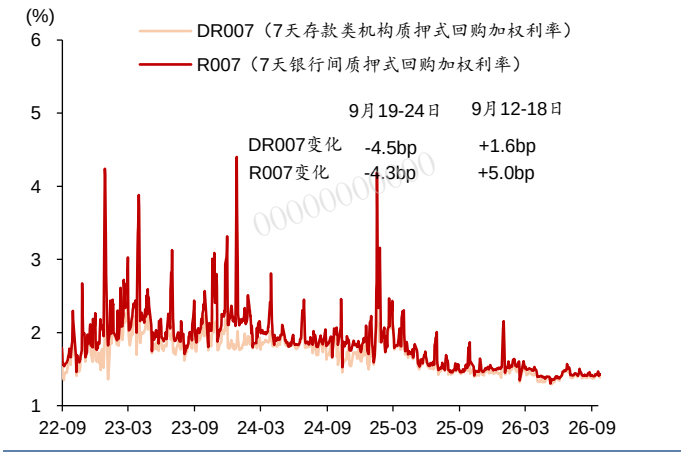
资料来源：Wind，CEIC，华泰研究

图表47：9 月 19-9 月 24 日，央行质押式回购加权利率环比下行 3.0 个基点



资料来源：Wind，华泰研究

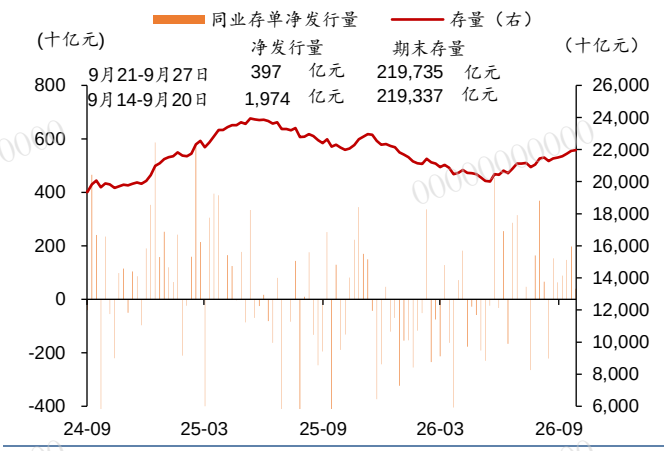
图表48：9 月 19-9 月 24 日，DR007/ R007 环比下行 4.5/4.3 个基点



资料来源：Wind，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

图表49：9 月 21-9 月 27 日，同业存单净发行量环比下降



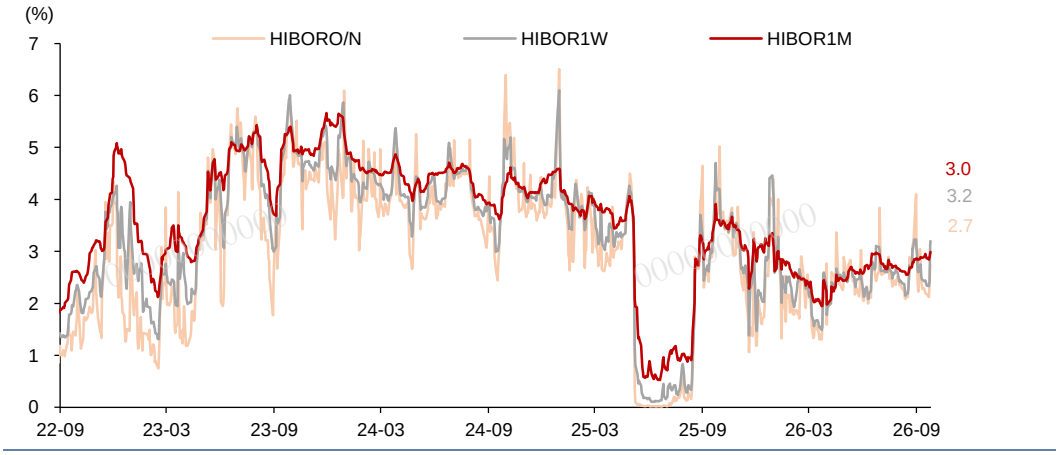
资料来源：Wind，华泰研究

图表50：9 月 21-9 月 27 日，同业存单发行利率环比上升



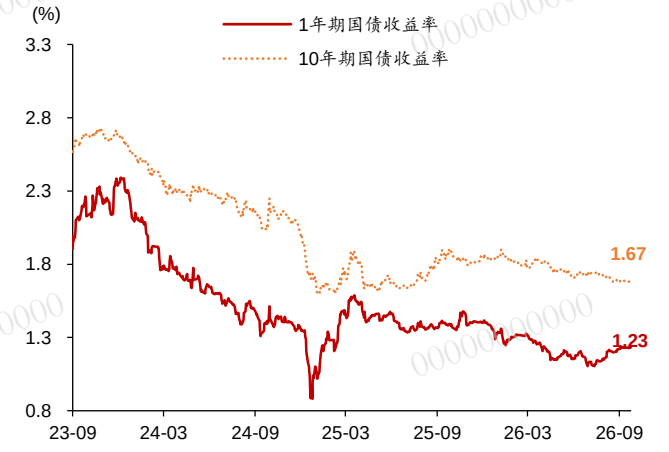
资料来源：Wind，华泰研究

图表51：9 月 18-9 月 25 日，隔夜/1 周/1 月 HIBOR 均环比上升



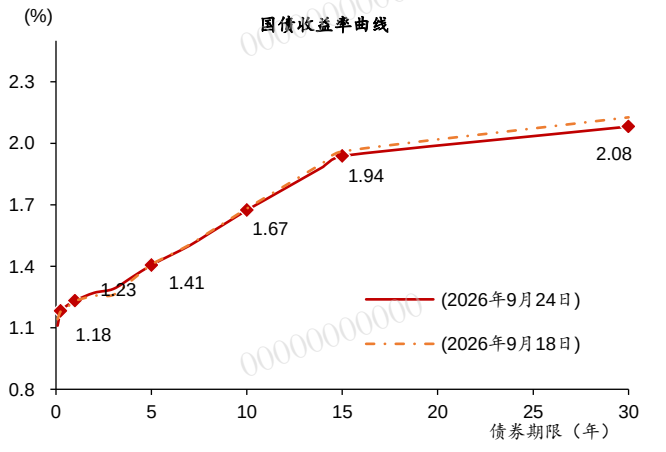
资料来源：Wind，华泰研究

图表52：9 月 18-9 月 24 日，1-10 年期国债收益率期限利差环比收窄



资料来源：CEIC，华泰研究

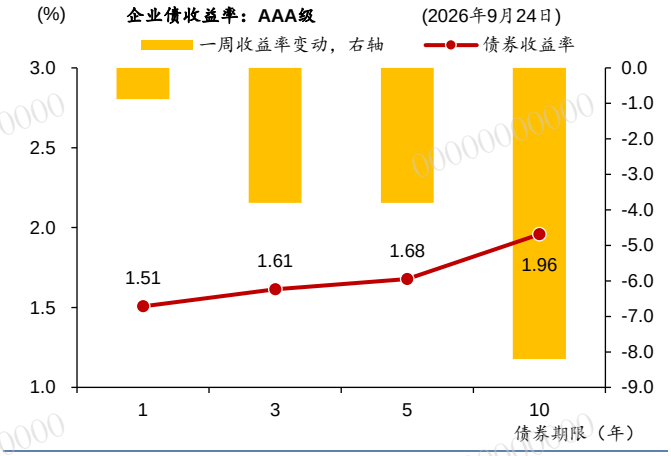
图表53：9 月 18-9 月 24 日，国债收益率曲线趋平



资料来源：CEIC，华泰研究

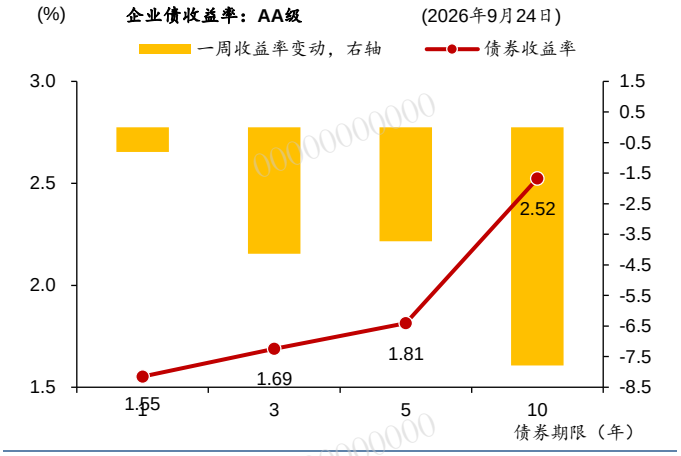
仅供内部参考，请勿外传

图表54：9 月 18-9 月 24 日，1 年期 AAA 级企业债收益率下行，曲线扁平化



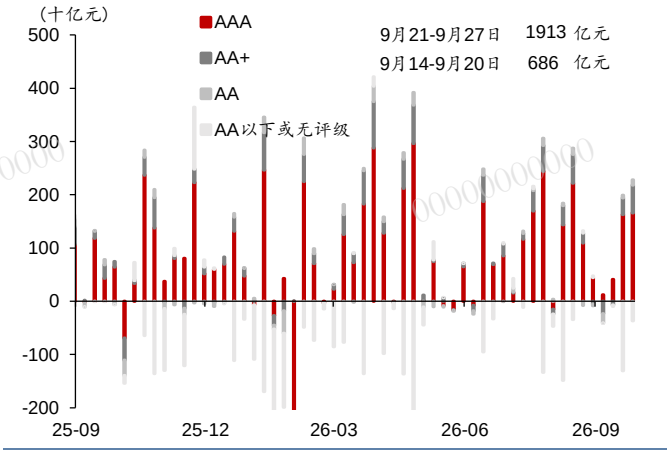
资料来源：CEIC，华泰研究

图表55：9 月 18-9 月 24 日，1 年期 AA 级企业债收益率下行，曲线扁平化



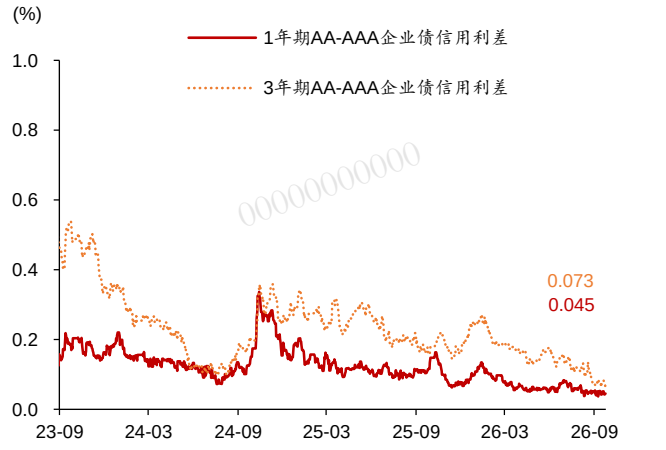
资料来源：CEIC，华泰研究

图表56：9 月 21-9 月 27 日信用债净发行额环比上行



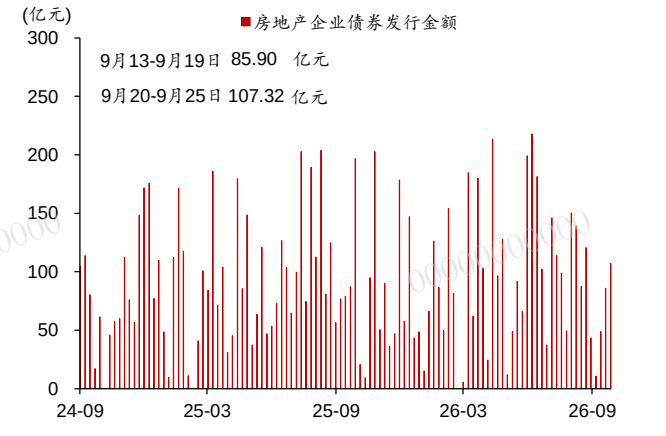
资料来源：CEIC，华泰研究

图表57：9 月 18-9 月 24 日，1 年期 AA-AAA 级企业债信用利差持平，3 年期 AA-AAA 级企业债信用利差收窄



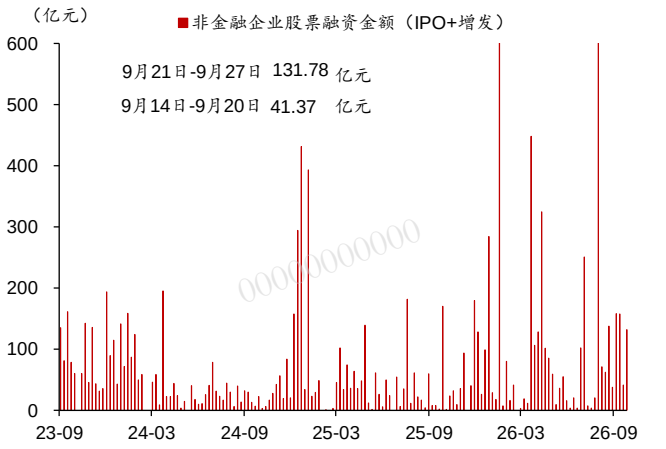
资料来源：CEIC，华泰研究

图表58：9 月 20-9 月 25 日房地产企业债券发行金额环比上升



资料来源：Wind，华泰研究

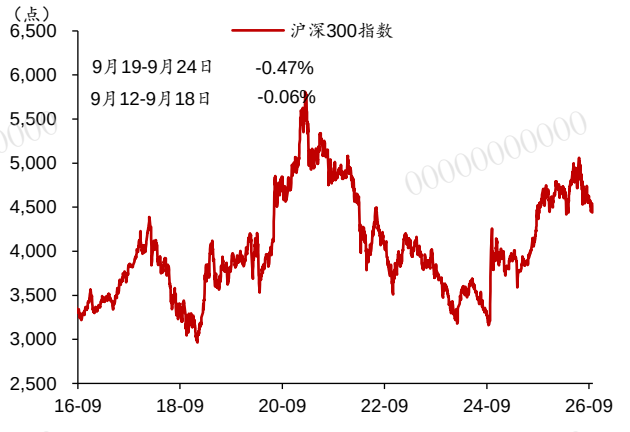
图表59：9 月 21-9 月 27 日企业股票（非金融）融资额环比上升



资料来源：Wind，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

图表60：9 月 19-9 月 24 日，沪深 300 指数环比下行



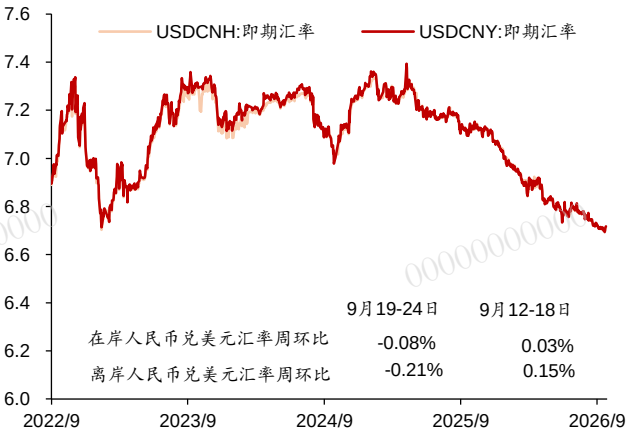
资料来源：Wind，华泰研究

图表61：9 月 19-9 月 24 日沪深 300PE（TTM）较前一周下行



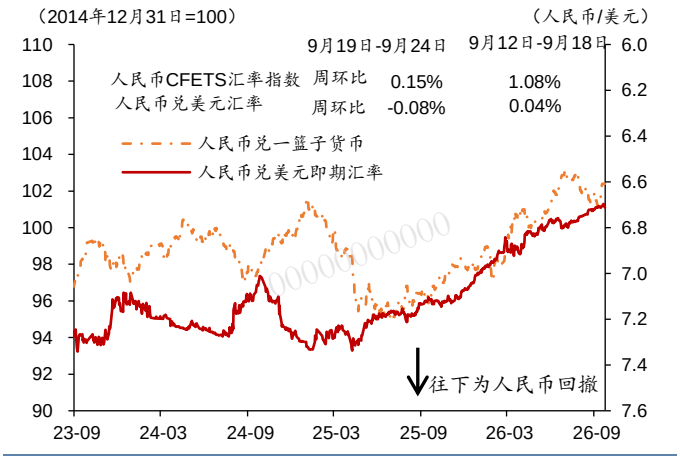
资料来源：Wind，华泰研究

图表62：在岸/离岸人民币兑美元汇率环比下行 0.08%/0.21%



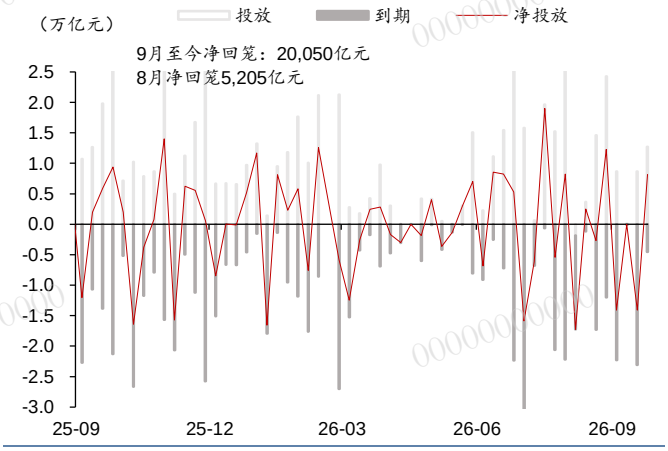
资料来源：Wind，华泰研究

图表63：人民币兑一篮子货币汇率环比上行 0.15%



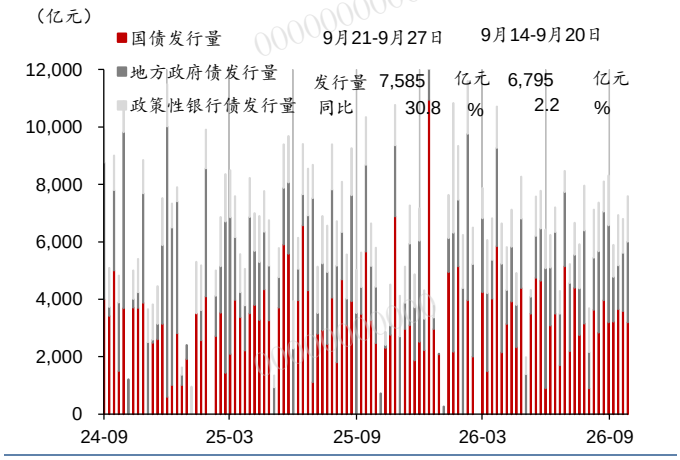
资料来源：Wind，华泰研究

图表64：截至 9 月 25 日，央行流动性净回笼 20050 亿元



注：央行的货币政策工具包括公开市场操作（逆回购），常备借贷便利（SLF），中期借贷便利（MLF），抵押补充贷款，短期流动性调节工具及国库现金招标
资料来源：Wind，华泰研究

图表65：9 月 21-9 月 27 日，利率债总发行量同比回升 30.8%



注：利率债发行量=国债发行量+地方政府债发行量+政策性银行债发行量
资料来源：Wind，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

中观行业景气度追踪

绝对水平：石油石化和有色金属等行业景气度相对较高；国际有色金属价格有所回暖；国内原材料价格方面，玻璃、螺纹钢和线材等建材均价环比小幅上行；此外，半导体产业链价格涨势有所放缓，光伏产业链价格仍在下行通道中；从各行业供给、需求/价格所在历史序列的百分位值来看（2013 年至今，下同）：

- 上周石油石化和有色金属等行业位于低供给、高价格分位数区间，其中铝、铜价格均位于 2013 年以来的 96%-100%的高分位水平、铜库存回落至 69%的历史分位水平。

- 光伏设备、水泥等行业所在分位数水平处于低供给、低需求区间，体现上述行业供需两侧均有所承压。通信产品、光伏设备的价格水平仍偏低，半导体产业链价格增长势能有所放缓，其中 DRAM/NAND Flash 均价周环比-0.2%/+1.7%。

边际变化：国际原油、有色金属价格同步回暖

- **制造业：国际油价边际上行，有色金属价格亦整体回暖。**1）石油石化：上周布伦特原油均价环比回升 0.4%；炼油厂开工率周环比快速回落 0.4 个百分点，沥青装置开工率环比回落 0.9 个百分点，传统基建活动持续承压。2）煤炭：动力煤价格上周环比基本持平，港口煤炭库存上周环比回升 0.4%。3）有色金属：国际铝、铜等有色金属价格位于 96%-100%的高分位数水平，其中国际铜/铝价格上周环比回升 2.6%/0.3%；库存方面，上周铝库存环比回落 0.5%。

- **农林牧渔：猪价环比回落，肉蛋价格表现分化。**1）猪肉价格上周环比回落 3.1%，高于 8 月均价 2.0%；生猪养殖利润环比边际回落 8%，9 月至今较 8 月全月环比回升 5%。2）肉蛋价格环比表现分化，上周白条鸡/鸡蛋批发价环比+0.9%/-2%。

仅供内部参考，请勿外传

图表66：行业景气度指标水平一览（截至 2026 年 9 月 25 日）

华泰行业高频追踪		指标（百分点、%）	所在分位值*	环比（百分点、%）		同比（百分点、%） 2026年				
				周	月	9月	8月	7月	6月	5月
传统制造业	石油石化	布伦特油价	95%	0.4	15.0	51.9	31.6	22.5	16.6	61.1
		炼油厂开工率	23%	-0.4	3.5	3.3	3.1	0.3	1.8	6.5
		沥青装置开工率	9%	-0.9	-0.1	-11.4	-8.5	-12.6	-17.4	-13.7
	煤炭	动力煤价格	78%	0.0	1.7	7.6	7.0	7.4	7.3	4.5
		港口煤炭库存	51%	0.4	-9.6	4.7	7.3	7.3	1.4	-5.3
	有色金属	铝价	96%	0.3	1.6	16.6	15.5	11.3	17.3	22.0
		铜价	100%	2.6	1.6	36.3	36.7	31.2	33.1	33.7
		铅价	48%	2.6	1.9	-4.8	-5.7	-7.1	-3.2	-1.3
		铝库存	0%	-0.5	-2.6	-51.4	-47.4	-31.8	-9.3	-11.5
		铜库存	69%	-1.4	8.3	61.5	46.6	154.9	227.4	123.7
	黑色金属	螺纹钢价格	12%	0.1	3.4	-0.2	-5.3	-1.6	6.0	4.8
		线材价格	21%	0.2	0.1	0.1	1.4	2.1	2.4	3.2
		高炉开工率	43%	-0.4	0.0	-0.6	-1.0	-0.5	0.6	-0.4
		日均铁水产量	51%	-0.8	-0.4	-0.7	-1.2	-0.8	-0.1	-1.8
		螺纹钢库存	26%	-7.7	-6.8	-0.1	23.5	37.5	28.6	18.9
	基础化工	氯化钾价格	60%	-0.3	-2.2	-4.5	-3.1	-2.4	6.4	7.4
		尿素价格	24%	-1.4	2.0	4.7	-1.9	-1.9	-0.3	-2.5
		聚乙烯价格	46%	-2.9	8.2	16.7	5.8	2.3	3.4	13.6
地产链	水泥	水泥价格指数	7%	3.1	3.1	-9.4	-11.4	-10.7	-9.6	-13.6
		水泥煤价差指数	1%	1.3	-2.2	-23.5	-21.6	-18.8	-20.3	-24.5
		磨机开工率	42%	1.4	6.8	-2.1	-6.8	-2.9	2.9	5.2
		水泥出货率	36%	2.4	4.1	-0.5	-4.9	-3.7	-0.6	-0.1
		水泥库容比	46%	-0.8	-1.2	-3.4	1.0	-1.6	-1.7	-3.9
	装修建材	建筑钢材成交量	15%	3.1	5.3	-6.9	-11.1	-12.9	-10.2	3.5
		混凝土搅拌站运转率	21%	0.3	1.0	-1.0	-1.6	-1.3	-0.8	-0.5
		铝型材开工率	20%	1.0	0.6	-2.5	-2.7	2.4	5.5	6.5
	玻璃玻纤	浮法玻璃均价	2%	2.5	-0.9	-13.0	-9.1	-11.0	-9.0	-4.5
		浮法玻璃产能利用率	2%	0.2	0.1	-9.5	-9.2	-7.8	-6.6	-6.4
		玻璃日熔量	2%	0.4	0.0	-11.7	-11.2	-9.5	-7.9	-7.7
		玻璃库存	83%	0.1	-4.8	18.7	25.6	25.5	29.3	18.9
	房地产开发	二手房挂牌价	5%	-0.3	-0.4	-6.7	-6.9	-7.3	-7.2	-7.1
		新房总成交面积	25%	30.6	4.4	-4.5	-13.3	-24.0	-10.0	-13.3
		二手房总成交面积	90%	7.7	7.9	14.4	2.8	-1.3	16.3	8.1
		土地总成交面积	21%	0.5	16.7	-15.0	-34.5	-6.2	1.0	-17.9
		房地产企业发债收益率	21%	-177.8	57.8	0.2	-0.4	-0.4	0.0	0.0
		房地产企业债发行规模	62%	24.9	-34.4	-8.9	18.1	-15.7	23.1	-40.6
		iBoxx亚洲中资美元房地产债券指数	63%	-0.19	0.02	1.7	2.6	0.8	0.4	-0.8
		百度搜索指数（房贷）	0%	-2.3	11.6	-45.3	-47.1	-51.0	-49.7	-53.8
		百度搜索指数（房价）	3%	21.4	3.4	-43.3	-47.2	-43.5	-41.3	-39.6
基础建设	电力	钢材综合价格指数	15%	0.1	1.6	-0.8	-4.4	0.3	3.2	2.5
		电解铜制杆周度开工率	34%	4.3	1.8	-11.8	-13.7	-7.1	-10.7	-14.8
		铝线缆周度开工率	68%	0.6	1.8	-2.1	-0.8	5.3	9.1	3.7
交通运输	市内交通	地铁客运量	72%	-10.6	0.3	4.4	-1.6	-3.8	-0.4	-0.3
		百城拥堵指数	65%	0.6	4.4	0.0	-0.5	-1.7	-1.3	-2.1
	航空机场	国内航班数	81%	2.7	-10.9	0.1	0.0	1.7	-6.0	-4.7
		国际航班数	79%	4.6	-2.0	0.9	-4.2	-6.5	-7.1	-6.4
		国内航班执飞率	45%	0.3	0.0	-1.2	-4.8	-7.5	-10.7	-10.8
	物流	高速公路货车通行量	99%	3.3	6.8	7.0	3.7	2.4	2.7	1.0
	航运港口	波罗的海干散货指数（BDI）	98%	1.7	16.3	62.6	48.5	50.0	60.9	119.5
		中国出口集装箱运价指数（CCFI）	86%	1.1	2.3	67.6	54.1	43.3	21.4	17.2
		中国进口干散货运价指数（CDFI）	98%	0.3	11.6	53.3	41.2	39.5	43.9	72.1
		到港船舶数量	26%	-2.1	18.1	-4.5	-18.3	-12.8	-8.6	-10.3
		集装箱船在港时长	8%	5.3	-7.3	-1.2	11.5	-13.0	-7.6	10.4
汽车	乘用车	乘用车零售	32%	24.2	28.4	-18.4	-31.5	-11.9	-22.7	-23.6
		二手货车交易量	47%	7.7	5.9	-19.1	-10.3	-14.0	-5.5	13.2
		二手摩托车交易量	36%	9.5	20.0	-10.5	-14.0	-9.3	-9.5	-15.5
		半钢胎企业开工率	19%	-3.8	-0.8	-7.9	-8.4	-9.8	-8.6	-4.3
		全钢胎企业开工率	13%	-6.5	-2.9	-6.2	0.6	-3.1	0.9	7.0
新能源	光伏设备*	晶硅光伏组件价格	34%	0.0	-0.9	16.9	25.0	22.7	23.7	23.9
		多晶硅片价格	29%	0.0	9.0	-12.8	-12.2	-10.2	0.0	-2.7
		太阳能电池价格	38%	0.0	2.8	14.7	16.1	14.5	30.4	41.4
		SOLARZOOM光伏经理人指数（全行业）	0%	-7.4	0.0	-23.6	-7.9	-8.9	9.7	16.7
电子	半导体	DRAM平均价*	98%	-0.2	-1.1	582.1	680.5	760.2	707.9	787.0
		NAND Flash:64Gb 8Gx8 MLC平均价*	100%	1.7	8.5	537.5	477.8	423.5	396.3	314.2
	通信产品	通用PC价格	37%	-2.0	2.4	26.9	21.7	14.7	15.8	28.1
家用电器	家用电器	大家电销售均价	53%	-	-0.8	0.0	0.0	0.0	0.0	-10.8
		大家电销售量	63%	-	-14.2	0.0	0.0	0.0	0.0	-5.7
传媒	影视院线	电影票房	2%	-42.4	-73.9	-47.1	-1.2	37.5	-4.7	41.4
		当日上映场次	5%	-4.9	-42.7	-15.4	-2.2	10.8	5.2	21.8
农林牧渔	养殖业（鸡）	白条鸡批发价格	53%	0.9	-0.2	-2.1	-1.0	0.6	-0.3	-1.6
		鸡蛋批发价格	92%	-2.0	5.7	35.7	36.7	37.5	41.8	15.0
	养殖业（猪）	猪肉平均批发价格	4%	-3.1	2.0	-17.0	-20.9	-24.7	-28.1	-27.8
		生猪养殖利润	20%	-8.0	5.0	-2566.1	-633.3	-206.8	-1377.2	-496.5
		生猪存栏（能繁母猪）	-	-	-	-	-	-	-6.5	-
	种植业	小麦价格	8%	0.5	-1.1	-5.6	-4.4	-1.7	0.4	3.2
		玉米价格	52%	-0.6	0.1	0.4	-0.5	-0.7	2.2	3.7
		棉花总库存	12%	0.0	-9.4	77.1	34.8	14.1	9.6	8.3
社会服务	专业服务	招聘年均薪资	98%	3.3	2.0	12.8	12.7	7.7	1.8	-5.5
		招聘发帖数量	27%	0.2	-4.5	-9.5	-13.2	-14.9	-13.6	-14.2
		新增招聘公司数	16%	-3.3	-3.7	-9.6	-8.3	-13.4	-18.4	-14.1
		百度搜索指数（失业）	3%	-1.1	-1.4	-47.8	-31.0	-33.4	-23.2	-31.5

注：1.所在分位值：最新周均值在2013年以来周均值的分位数，如果该指标在2013年之后公布，则为已公布所有数据周均值的分位数；
2.SOLARZOOM光伏经理人指数：光伏行业指数=中上游制造业指数*50%+下游电站指数*50%，剔除大盘涨跌，并在调整估值差异后按市值加权，能较好地还原光伏企业的真实超额收益；
3. 半导体存储器中，易失性存储器DRAM和非易失性存储器Flash(即闪存)占存储器市场营收的95%以上，其中DRAM是最大宗的单一芯片产品，NAND Flash是Flash中最主要的产品。
4.我们基于各指标在对应行业中的实际含义判定价格指标、需求指标及供给指标的分类。

注：螺纹钢、线材价格为周均、月均价格变化。

资料来源：Wind，CEIC，Datayes，CAPA，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

宏观政策指标跟踪

上周重点数据：

9 月 LPR 报价连续第 16 个月维持不变，1 年期与 5 年期以上品种均持平前值。中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2026 年 9 月 20 日，1 年期 LPR 为 3.0%，5 年期以上 LPR 为 3.5%。本月 LPR 保持不变，一方面政策利率（7 天期逆回购操作利率）自去年 5 月下调至 1.4%后一直维持不变，LPR 定价基础没有变化；另一方面在净息差承压状态下，商业银行主动下调 LPR 报价加点的动力不足。

上周政策与事件：

1）9 月 21 日，2026 人工智能计算大会（AICC2026）在北京举行。大会聚焦大模型、智能体带来的计算产业变革，汇聚芯片、系统、软件、模型与应用等全产业链力量。工信部电子信息司金磊表示，需强化基础创新，推动计算架构、存储、互联、软硬协同等关键技术突破。大会发起人王恩东指出，我国 AI 算力产业面临供需缺口、成本能效等挑战，需以真实应用负载为牵引推动全栈系统协同，坚持开放创新。大会发布了面向 Agent 时代的“可靠 AI”测评体系及《2026 年中国人工智能计算力发展评估报告》，预计 2026 年中国智能算力规模将达 2576.5EFLOPS，同比增长 87.9%。

2）9 月 24 日上午，国家主席习近平同美国总统特朗普在白宫举行会谈。习近平主席强调，双方经贸团队举行新一轮磋商，达成了一份新的联合安排，对两国产业界、老百姓乃至全球经济都是好消息。双方还就人工智能合作进行沟通，习近平主席表示中美应各展所长而不是相互设防，双方可以继续开展人工智能对话。

3）9 月 24 日上午，国务院总理李强在杭州出席第五届全球数字贸易博览会启动仪式并致辞。本届数贸会主题为“在数贸会遇见 AI 未来”，于 9 月 23 日至 27 日在杭州举办。李强表示，数贸会已成为促进全球数字经济合作的重要平台，中国的人工智能等技术发展坚持开源开放路线，搭建起各国都能攀登的“数字阶梯”。李强强调，反对阵营化、排他性安排，愿同各方共享数字贸易发展机遇。

4）9 月 24 日，北京发布落实商品住房销售制度改革的实施意见，自发布之日起执行，以 2026 年 8 月 28 日为界实行新老项目分类管理：新项目预售须主体结构封顶并出具验收记录，预售资金全额、全过程监管至联合验收；在途项目分类过渡，部分可沿用原预售条件但强化资金监管；新项目优先现房销售，现房销售定金一般不超过总房款 1%；推行主办银行制度，项目相关资金归集管理；2026 年 8 月 28 日后取得预售证的项目须竣工备案后方可发放个人按揭贷款，并以受托支付方式进入监管账户，同时加大现房和“好房子”开发贷支持；优化土地供应，允许出让价款分期缴纳，首付不低于 50%，余款两年内不计息；并规范市场秩序、实行项目开发公司制，推进“好房子”建设。

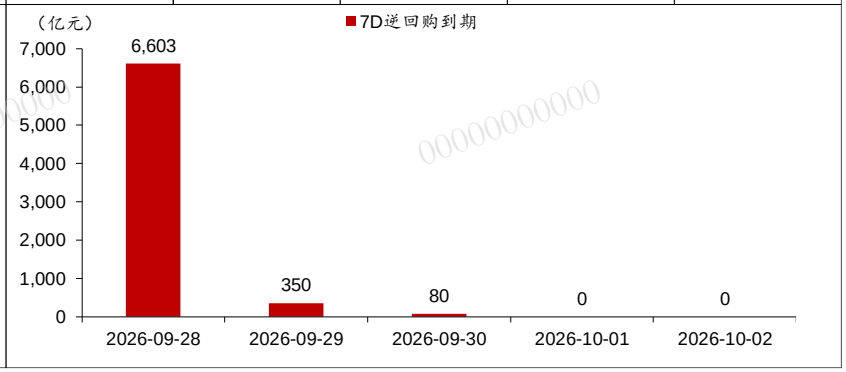
仅供内部参考，请勿外传

图表67：上周重要政策及会议一览（9月19日-9月25日）

时间	政策主体	文件/会议名称	主要内容
9/21	工业和信息化部	2026人工智能计算大会	大会聚焦大模型、智能体带来的计算产业变革，汇聚全产业链力量。工信部电子信息司金磊表示，需强化基础创新，推动计算架构、存储、互联、软硬协同等关键技术突破。大会发布面向Agent时代的“可靠AI”测评体系及《2026年中国人工智能计算力发展评估报告》，预计2026年中国智能算力规模将达2576.5EFLOPS，同比增长87.9%。
9/23-25	国家主席习近平	\	当地时间2026年9月23日至25日，习近平主席对美国进行国事访问。两国元首就中美建设性战略稳定关系及重大国际地区问题深入交换意见并达成共识：同意构建基于尊重、公平、对等的中美建设性战略稳定关系；相互支持对方办好APEC和G20峰会，并有意出席对方主办会议；要求伊朗履行不发展核武器承诺，任何国家或机构不得对国际水道征收通行费；忆及中美二战盟友历史；认可经贸磋商机制成果，包括贸易理事会、300亿美元对等降税、延期吉隆坡经贸磋商成果并指示落实；建立中美人工智能对话及事件沟通渠道，下次对话今年11月举行。
9/24	国务院总理李强□	第五届全球数字贸易博览会	9月23—27日在杭州举办，主题为“在数贸会遇见AI未来”。李强总理出席启动仪式并致辞，强调中国的人工智能等技术发展坚持开源开放路线，反对阵营化、排他性安排。
9/24	北京市住建委等四部门	关于发布本市贯彻落实《关于完善商品住房销售制度的通知》的实施意见	自2026年9月24日起施行，以2026年8月28日为界实行“老项目老办法、新项目新办法”。新政从六方面推进改革：新项目预售须主体结构封顶、预售资金全额全过程监管；有序推行现房销售；实行主办银行制度；2026年8月28日后取得预售证的项目须竣工备案后方可发放个人按揭贷款；优化土地供应，允许出让价款分期缴纳；同时规范市场秩序，推进“好房子”建设，维护购房人合法权益。

资料来源：Wind，华泰研究

图表68：本周重要数据一览（9月28日-10月2日）

	2026/9/28	2026/9/29	2026/9/30	2026/10/1	2026/10/2
9.28-10.2 重要经济数据	8月工业企业利润数据		9月PMI数据		
9.28-10.2 资金到期情况					

资料来源：Wind，华泰研究

风险提示

1）能源价格波动超预期：如果霍尔木兹海峡再度封锁，全球原油供需不平衡可能进一步加剧能源价格波动。

2）地产成交修复不及预期，内需超预期下行。

仅供内部参考，请勿外传

免责声明

分析师声明

本人，易峘、吴宛忆、王洺硕、常慧丽，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格) 。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

仅供内部参考，请勿外传

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure

其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师易峘、吴宛忆、王洺硕、常慧丽本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（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 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

仅供内部参考，请勿外传

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司
滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话：+65 68603600
传真：+65 65091183
https://www.htsc.com.sg

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司