下载日志已记录，仅供内部参考

政策类

政策研究报告

证券研究报告

2026—2027 年厄尔尼诺：价格传导与产业影响

■ 可持续投资系列之三

董琦(分析师)
021-38674711
dongqi@gtht.com
登记编号 S0880520110001

祁新洲(分析师)
021-38038032
qixinzhou2@gtht.com
登记编号 S0880526070001

本报告导读：

本报告通过回溯历史厄尔尼诺周期中的价格变化，结合主要产区、产业供需与能源市场的最新情况，分析本轮气候冲击对通胀和企业盈利的传导、识别产业机会，为 2026—2027 年厄尔尼诺期间的气候风险评估与产业投资提供研究参考。

投资要点：

- **2026 年 9 月正式形成东部型超强厄尔尼诺事件，预计持续至 2027 年春季。**以 9 次完整历史事件为参照，基准情景下，2026 年全年食品 CPI、总 CPI 的额外贡献约为 0.20、0.03 个百分点，2027 年分别约为 2.51、0.43 个百分点。
- **农业方面，**国内部分产区降雨偏多增加秋收和新粮干燥难度，东南亚部分产区少雨则可能减少棕榈油和天然橡胶产出。玉米消费预测下调、新粮上市与棕榈油库存回升缓冲了部分采购压力，但国产大豆减产抬高了食品用豆成本，国际食糖供需趋紧也增加了饮料、糖果等行业的原料涨价风险。国内天然橡胶价格已上涨，而轮胎出口价格偏弱、终端需求限制提价，新增采购支出较难完全转嫁，加工利润面临压力。
- **金属方面，**秘鲁山区缺水可能限制矿石处理，沿海强降雨还可能延迟精矿外运；国内铜价上涨则提高了电缆、电机等企业的补货成本。
- **电力方面，**高温推高制冷用电，来水偏少又减少水电供应，煤电和储能可补充高峰供电。煤电提高出力带来售电增收，燃料采购和运行支出也随之增加；储能利用峰谷价差获取收益，但转换损耗会减少可售电量。对用电企业而言，制冷设备运行时间延长会增加用电量，若购电价格同时上涨，电费负担将进一步加重。
- **三类投资机会：一是农业上游：**建议关注原料自给程度较高、产区布局较分散的生产业务；**二是铜资源：**建议关注开采成本较低、供水和运输条件较好的在产铜矿；**三是电力调节：**建议关注供电偏紧地区的煤电、抽水蓄能和独立储能，优先考虑可调用能力较强、单位运行成本较低、市场收益结算安排明确的在运项目。
- **风险提示：**气候预测及地区天气偏差风险；供需、成本及电力结算风险；CPI 测算依赖历史样本可比性及食品权重等假设，实际天气、供给和政策调节与假设不同，可能导致测算结果出现偏差。

相关报告

中观枢纽：区域经济研究的五维框架与应用 2026.10.10
产业政策指数方法论 2026.10.09
财政政策的新变化 2026.10.09
货币政策框架拆解 2026.10.08
政策研究方法论 2026.10.07

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1. 超强厄尔尼诺正式形成.....3
1.1. 历次厄尔尼诺对 CPI 影响.....3
1.2. 厄尔尼诺对 CPI 影响路径.....4
1.3. 本轮厄尔尼诺对 CPI 影响.....5
2. 本轮厄尔尼诺对主要产业链影响.....6
2.1. 农业生产与下游加工.....6
2.2. 金属矿产与冶炼加工.....9
2.3. 电力供需与生产用能.....10
3. 投资机会.....11
4. 风险提示.....12

下载日志已记录，仅供内部参考

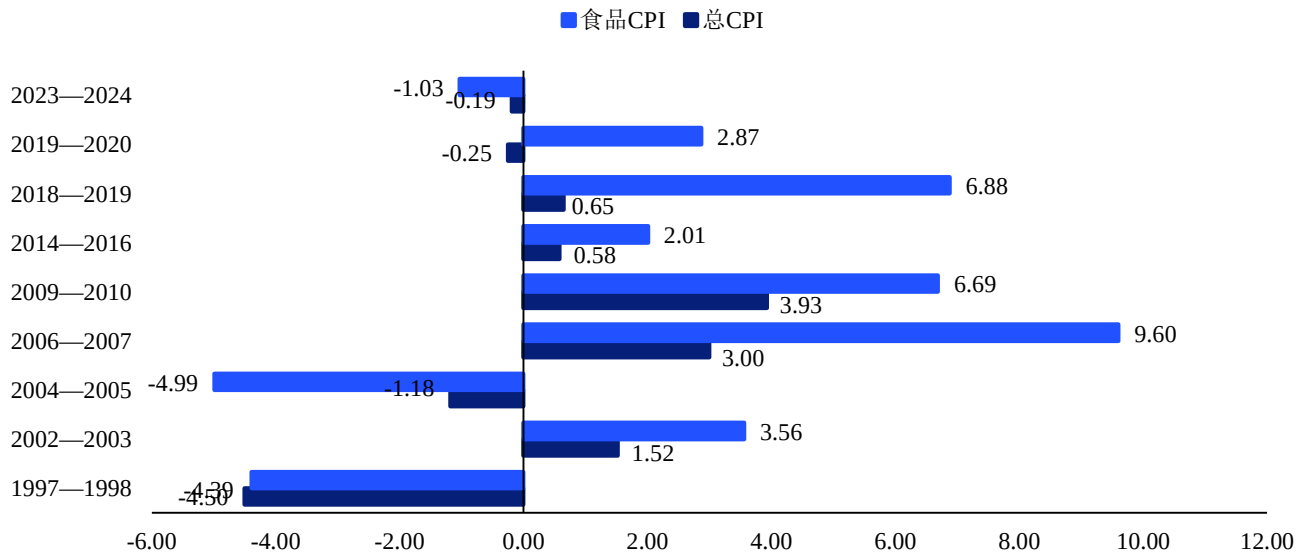
1. 超强厄尔尼诺正式形成

2026 年 9 月 Niño3.4 区海温指数为 2.94 摄氏度，7—9 月平均值为 2.54 摄氏度，超过超强事件 2.5 摄氏度的判别标准。国家气候中心 10 月 9 日确认，2026 年 9 月正式形成一次东部型超强厄尔尼诺事件，预计未来三个月海温继续升高，本次事件有望成为有系统性监测以来最强的一次。澳大利亚气象局预计，事件将持续至 2027 年 3—5 月，即北半球春季、南半球秋季。

1.1. 历次厄尔尼诺对 CPI 影响

历次厄尔尼诺期间，食品价格的变化幅度通常大于总 CPI。以 1997 年以来 9 次完整事件为样本，比较海温峰值前后各 12 个月的同比均值，8 次事件的食品 CPI 变化幅度大于总 CPI。2006—2007 年事件前后，食品 CPI 均值上升 9.60 个百分点，总 CPI 上升 3.00 个百分点；2023—2024 年则分别下降 1.03、0.19 个百分点。

图 1：历次厄尔尼诺前后食品 CPI 与总 CPI 的变化（百分点）



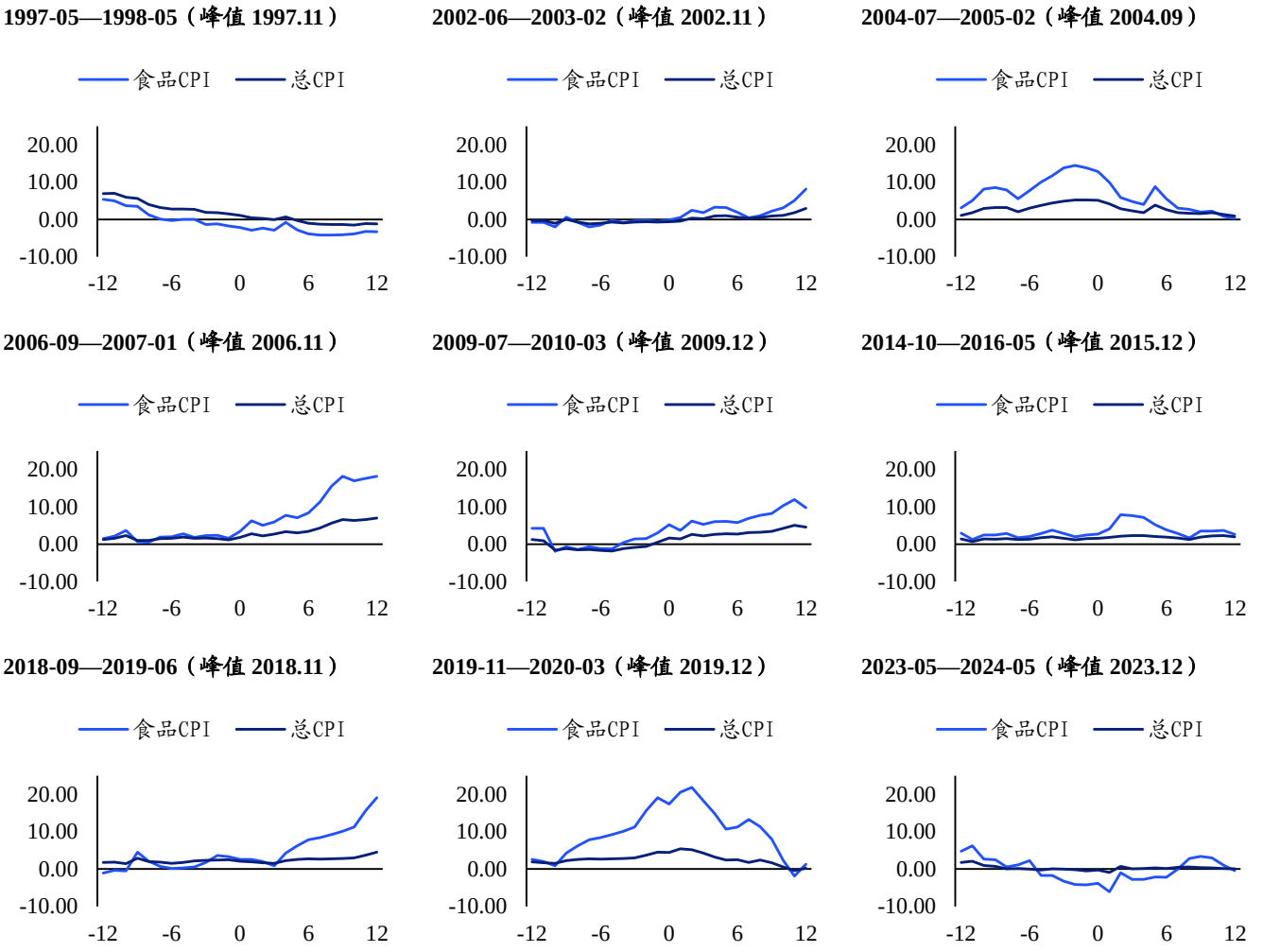
资料来源：NOAA（ERSSTv5 ONI）、世界银行，国泰海通证券研究测算。

从月度走势看，食品价格的反应也存在明显差别。2006—2007 年事件后，食品 CPI 持续上行；2023—2024 年事件期间，食品 CPI 多数月份为负。

进一步，以 2015—2016 年超强厄尔尼诺期间的价格变化为例。2016 年初的寒潮使蔬菜供应偏紧，推高了当期食品价格。2016 年 2 月鲜菜价格同比上涨 30.60%，是当月食品涨价的重要来源；同期食品 CPI、总 CPI 同比涨幅分别为 7.30%、2.30%。随着气温回升、鲜菜供应增加，4—6 月鲜菜价格同比涨幅逐步回落。2016 年全年食品价格上涨 4.60%，对全年总 CPI 的上涨贡献约 0.90 个百分点，其中猪肉和鲜菜合计贡献约 0.71 个百分点；全年总 CPI 上涨 2.00%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 2：历次厄尔尼诺海温峰值前后食品 CPI 与总 CPI 的月度同比走势（%）



资料来源：NOAA、世界银行，国泰海通证券研究测算。注：横轴为距海温峰值的月份，0 为峰值月。

1.2. 厄尔尼诺对 CPI 影响路径

厄尔尼诺主要通过食品供给、运输流通和能源成本三条路径影响国内 CPI。

第一，极端天气减少食品供应，价格压力沿生产环节传导。（1）生鲜蔬果的生长、采收受损，上市供应减少，采购和零售价格面临上涨压力。（2）粮油原料减产推高加工企业的补货成本，企业调价后影响食用油和加工食品价格。（3）玉米、豆粕等饲料原料涨价增加养殖支出，经过养殖和出栏环节，逐步传导至肉类价格。

第二，到货减少与流通费用增加共同推高终端食品价格。（1）道路积水或交通中断使生鲜到货延迟，批发商从其他产区补货，新增运输距离抬高采购成本。（2）高温高湿增加鲜菜鲜果腐损，经营者需要增加冷藏、分拣和保鲜投入，以减少流通过程中的损耗，单位销售量对应的费用随之上升。

第三，制冷用电增加与购电价格上涨共同加重食品企业的电费负担。（1）加工、冷藏和转运需要更多制冷，即使购电价格不变，电费也会随用电量增加而上升。（2）供电偏紧、市场电价上涨时，采用现货或浮动价格结算的企业还会承担更高的购电费用。新增电费先计入加工和流通成本，企业调整出厂价、批发价及零售价后，进一步影响食品 CPI。

由于不同食品的储存条件和生产周期不同，因此对价格的影响时滞也存在差异。具体来看，生鲜蔬果储存期较短，采收或运输受阻较快反映在零售价

下载日志已记录，仅供内部参考

格上，跨区调运可补充供应，但会增加费用。粮油和食糖可以通过库存缓冲短期缺货，原料涨价随企业补货逐步计入加工成本，再经产品调价传导。饲料涨价先增加养殖支出，后续出栏和销售才逐步传导成本，价格反应通常晚于生鲜供应受阻。

1.3. 本轮厄尔尼诺对 CPI 影响

本报告采用 NOAA 的 ONI 指数，将连续 5 个重叠三个月期达到 0.5 摄氏度及以上的过程识别为一次厄尔尼诺事件，以 1997 年起 9 次完整事件为样本。其中，8 次在 11—12 月达峰，2004 年在 9 月达峰。

具体测算时，首先以非事件年份的同月食品价格变化作为季节性参照，计算各次事件食品价格相对参照的累计偏离，再结合 2026 年 1—8 月已公布的食品和非食品价格数据，测算 2026 年 9 月至 2027 年 12 月的价格路径。测算以本轮食品价格传导与历史样本具有一定可比性为前提，包括价格变化的幅度、传导时滞和持续时间。食品在 CPI 中的权重按 17.2%估算，并在测算期内保持不变；2026 年 9 月以后，食品、非食品的比较路径沿用 2021—2025 年去趋势后的季节性变化，非食品价格不额外叠加天气冲击。

考虑到库存、需求和产区天气差异可能改变价格传导，本报告区分乐观、基准和悲观三种情景。乐观情景采用历史 9 条累计价格偏离路径各月的下四分位数，基准情景采用平均值，悲观情景采用上四分位数，其他测算条件保持一致。基准情景下，2026 年全年食品 CPI、总 CPI 的额外贡献约为 0.20、0.03 个百分点，2027 年分别约为 2.51、0.43 个百分点，具体见表 1。

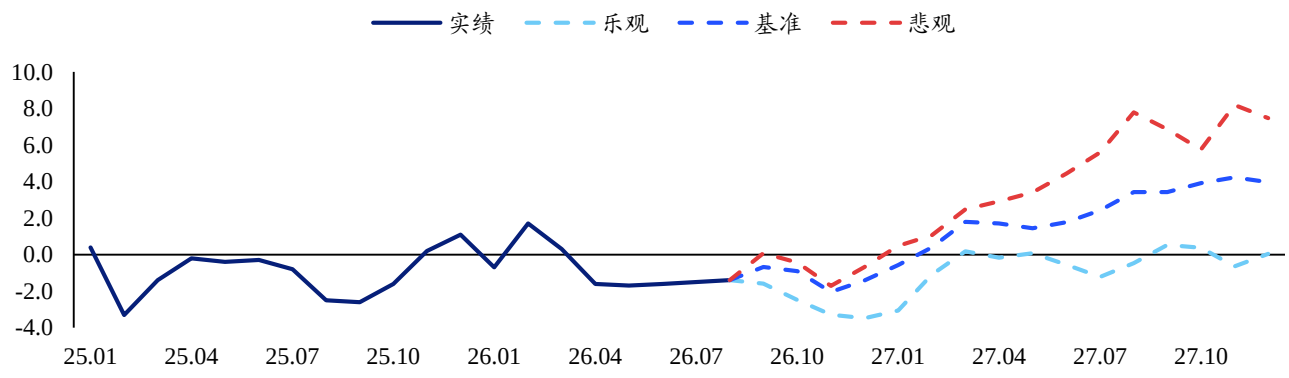
但若本轮天气异常的强度和持续时间、库存与需求变化，以及政策调节的缓冲作用与历史样本存在较大差异，或食品权重、非食品价格走势与测算假设不同，实际影响可能高于或低于测算结果。

表 1：三种情景下食品 CPI 与总 CPI 的年度额外贡献（百分点）

情景	2026 年食品 CPI	2026 年总 CPI	2027 年食品 CPI	2027 年总 CPI
乐观	-0.28	-0.05	-0.31	-0.05
基准	0.20	0.03	2.51	0.43
悲观	0.40	0.07	4.88	0.83

资料来源：国家统计局、NOAA、世界银行，国泰海通证券研究测算。

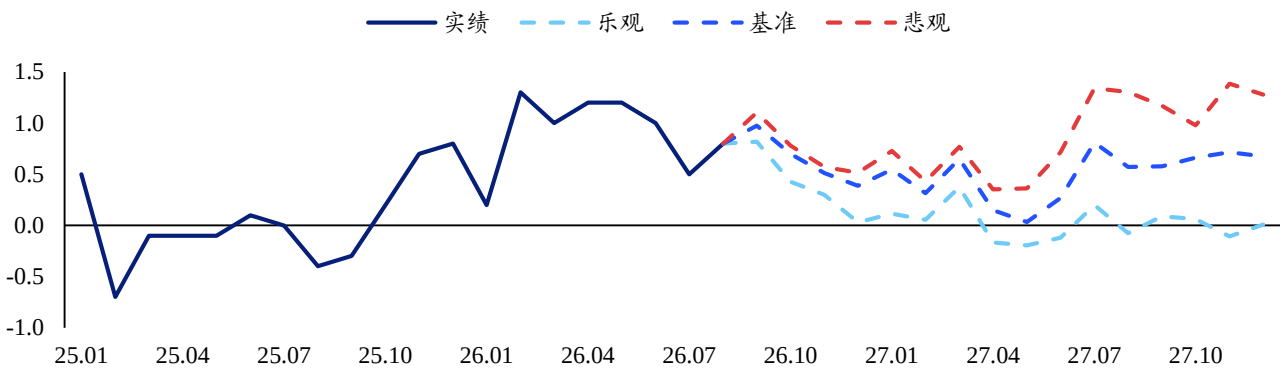
图 3：食品 CPI 同比走势及三种情景（%）



资料来源：国家统计局、NOAA、世界银行，国泰海通证券研究测算。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 4：总 CPI 同比走势及三种情景（%）



资料来源：国家统计局、NOAA、世界银行，国泰海通证券研究测算。

2. 本轮厄尔尼诺对主要产业链影响

本轮产业影响集中在原料成本与生产用能两个方面。（1）粮油、橡胶及金属原料的生产和交付受到产区天气影响，下游食品、轮胎及装备制造企业承担补货成本变化。（2）高温增加制冷用电，流域来水影响水电出力，煤电和储能补充高峰供给，持续制冷企业的用电成本增加。当前，玉米消费预测下调、棕榈油库存回升，能够缓冲相关原料的涨价压力；橡胶成本上升而轮胎提价受限，下游加工利润承受更大压力。

2.1. 农业生产与下游加工

（1）粮油生产与食品加工

南方降雨偏多，稻谷收获、干燥和调运的难度增加。国家气候中心 9 月 30 日预计，10 月湖北东部、江西西北部、湖南大部、广西北部等地降水偏多 5—8 成。这些地区正值稻谷收获和冬油菜播种期，田间积水妨碍机械收割及整地播种；湿粮难以及时晾晒，入库和转运延迟又会增加霉变损耗，影响加工厂的原料到货。

图 5：2026 年 10 月重点地区降水预报与秋季农时

地区	降水预报	秋季作业
黄淮海	河南南部、安徽中南部偏多 2 成以上；安徽西南部偏多 5—8 成	玉米收获、冬小麦播种
东北及内蒙古	东北东部偏多；内蒙古西部偏少 2—5 成	玉米、大豆收获
长江中下游	湖北东部、江西西北部、湖南大部偏多 5—8 成	一季稻、晚稻收获；冬油菜播种
西南及华南	贵州东部、广西北部、重庆东南部偏多 5—8 成；云南南部偏多 2 成以上	甘蔗生长后期及开榨准备

资料来源：国家气候中心（2026 年 9 月 30 日）、农业农村部、云南省农业农村厅，国泰海通证券研究整理。

目前，主要粮油产区正值秋收秋种，天气既影响当季新粮上市，也影响来年收成。2024 年，东北及内蒙古的玉米、大豆产量分别占全国 45.17%、61.08%，长江中下游六省的稻谷占全国 51.79%；三类作物在秋季陆续收获，收获进度影响新粮供应。黄淮海五省的小麦产量占全国 79.65%，长江中下游六省

下载日志已记录，仅供内部参考

的油菜籽占全国 50.40%；当地冬小麦、冬油菜在秋季播种，延迟播种或播种质量下降会影响来年原料供应。

图 6：2024 年主要农产品产量占全国比重（%）

主要地区	小麦	玉米	稻谷	大豆	棉花	花生	油菜籽	芝麻	甘蔗	甜菜	茶叶	烟叶
黄淮海五省	79.65	27.17	20.41	16.12	3.70	57.79	13.88	46.38	0.17	6.20	7.23	12.06
东北及内蒙古	0.85	45.17	17.50	61.08	—	13.26	2.10	0.00	—	33.41	0.00	2.62
长江中下游六省	26.06	5.24	51.79	14.35	3.62	15.83	50.40	55.96	1.65	0.00	32.25	14.85
西南四省区	2.58	9.67	16.19	9.87	0.02	9.39	32.21	1.70	85.09	0.00	39.55	57.98
新疆及内蒙古	5.78	16.22	0.58	12.96	92.25	1.49	2.53	0.00	0.00	89.10	0.00	0.09

资料来源：国家统计局《中国统计年鉴 2025》，国泰海通证券研究。注：黄淮海：豫鲁冀皖苏；东北及内蒙古：辽吉黑蒙；长江中下游：湘鄂赣皖苏浙；西南：桂滇黔川。

图 7：主要作物播种、生长和收获月份

地区及作物	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
黄淮海冬小麦			生	生	生/收	收			播	播		
黄淮海夏玉米						播	生	生	收	收		
东北春玉米、大豆				播	播	生	生	生	收	收		
长江中下游一季稻				播	播	播	生	生/收	收	收		
江南双季晚稻						播	播	生	生	收	收	
长江流域冬油菜			生	生	收				播	播	播	
广西、云南甘蔗	收	收	播/收	播/收	生	生	生	生	生	生	收	收
新疆棉花				播	播	生	生	生	收	收		
新疆、内蒙古甜菜				播	播	生	生	生	收	收		

资料来源：农业农村部、云南省农业农村厅等，国泰海通证券研究整理。注：播：播种或移栽；生：主要生长期；收：收获。月份为常规农时，实际作业可有差异。

国内来看，一是玉米消费预测下调，新粮上市缓冲采购压力。农业农村部 10 月 9 日将 2026/27 年度玉米结余变化预测由 34 万吨上调至 514 万吨，产量预测不变，消费预测下调 480 万吨。其中，饲用消费预测下调 910 万吨，工业消费预测上调 430 万吨，淀粉等玉米深加工需求较有支撑。国家统计局 10 月 9 日公布，9 月下旬玉米市场价格为 2,166.30 元/吨，较中旬下降 2.00%；农业农村部预计 10 月中下旬天气总体有利于成熟收晒。

二是国产大豆减产增加食品加工用豆的补货成本。农业农村部将 2026/27 年度国产大豆产量预测下调 59 万吨至 2,036 万吨，年度结余变化预测由 234 万吨降至 175 万吨。产量下降、种植成本上升及国际价格上涨共同推高新季收购报价。豆制品、豆乳企业使用国产大豆，补货支出增加；产品售价未同步调整时，加工利润承压。同期进口大豆数量与压榨消费预测不变，国产大豆减产的直接影响主要集中于食品加工用豆。

国外来看，东南亚部分产区高温少雨，可能减少后续棕榈油产出。东盟专业气象中心 10 月 5 日预计，10—12 月岛屿地区南部和东部大部分区域降雨低

下载日志已记录，仅供内部参考

于常年，东南亚大部分地区气温偏高。持续缺水影响油棕花序发育和果串形成，后续鲜果串采收量减少，棕榈油供应随之承压。

目前，棕榈油库存回升，短期供应压力得到缓冲。马来西亚库存自 4 月起连续增加，8 月底达到 282.45 万吨。9 月棕榈油国际均价为 1,180 美元/吨，环比上涨 4.24%，同期豆油、菜籽油均价分别下降 1.46%、2.31%。三季度，棕榈油均价仍较两者低 29.87%、21.74%；糕点、方便食品等企业可在配方允许时使用棕榈油，减少用油支出。不过，棕榈油涨价与豆油、菜籽油降价同时出现，其成本优势有所缩小。**对日化企业而言，棕榈原料涨价会增加加工成本。**肥皂、洗涤用品使用的部分皂粒、脂肪酸和脂肪醇，由棕榈油、棕榈仁油等原料加工而成。原料报价上涨增加单位产品的材料费用，终端提价不足以覆盖新增支出时，加工利润下降。

图 8：棕榈油相对其他油脂的价格折溢价（%）

比较油脂	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	26Q3
豆油	-22.76	-8.89	-23.85	-26.13	-7.13	-9.77	-10.84	+4.00	+2.46	-18.03	-18.11	-11.11	-17.43	-32.40	-29.87
菜籽油	-17.39	-7.64	-20.24	-21.26	-10.76	-18.18	-14.29	-3.65	-8.45	-24.33	-17.49	-20.63	-14.68	-19.84	-21.74
葵花籽油	-17.03	-5.23	-12.08	-12.51	-6.17	-11.62	-11.74	-7.03	-12.43	-21.82	-20.03	-26.36	-25.44	-22.35	-21.19

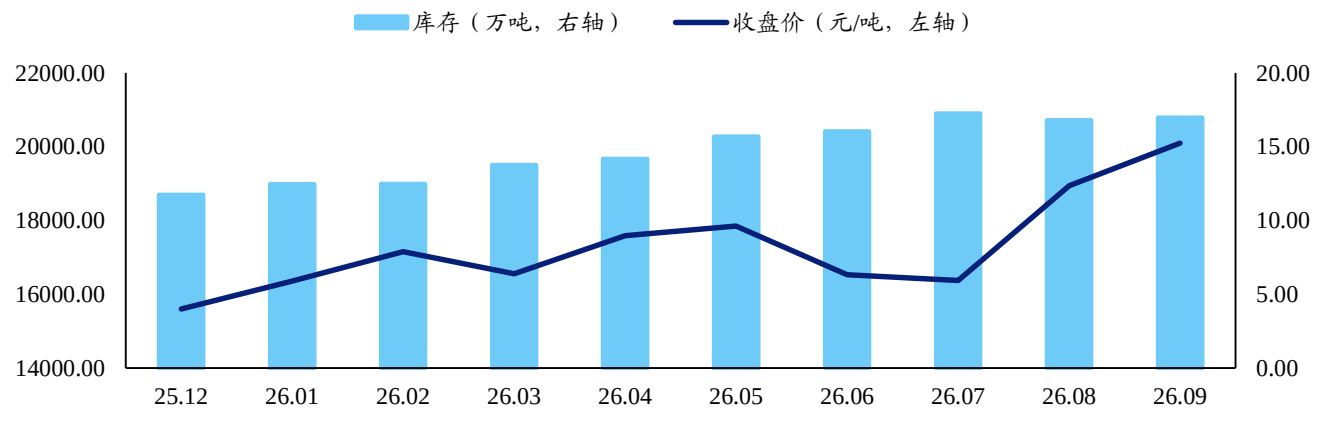
资料来源：世界银行，国泰海通证券研究测算。注：折溢价 = 棕榈油季度均价÷对应油脂季度均价−1。

食糖方面，上年度均价回落，但新榨季国际价格预测有所上调。2025/26 年度国内食糖均价为 5,334 元/吨，比上年度下降 11.00%。农业农村部 10 月 9 日将 2026/27 年度国际价格预测区间由 14.00—18.50 美分/磅上调至 16.50—21.50 美分/磅，原因包括印度、泰国等产区干旱及巴西甘蔗用途调整；国内价格预测仍为 5,500—6,000 元/吨。国内预测区间高于上年度均价，按该区间补货会增加饮料、糖果和烘焙企业的原料费用。

（2）天然橡胶供应与轮胎制造

天然橡胶价格已经上涨，产区少雨可能进一步加重轮胎企业的采购压力。东南亚是国内轮胎制造的重要原料来源，东盟专业气象中心 10 月 5 日预计，10—12 月当地大部分地区气温偏高，岛屿地区南部和东部降水偏少。持续缺水影响胶树生长和产胶，受旱产区新增供应可能减少。9 月 30 日，天然橡胶持仓量最大的合约收盘价为 20,095 元/吨，比 2025 年末上涨 28.77%；同期上期所库存为 16.98 万吨，比 2025 年末增加 44.35%。

图 9：天然橡胶期货价格与上期所库存



资料来源：上海期货交易所，国泰海通证券研究。

下载日志已记录，仅供内部参考

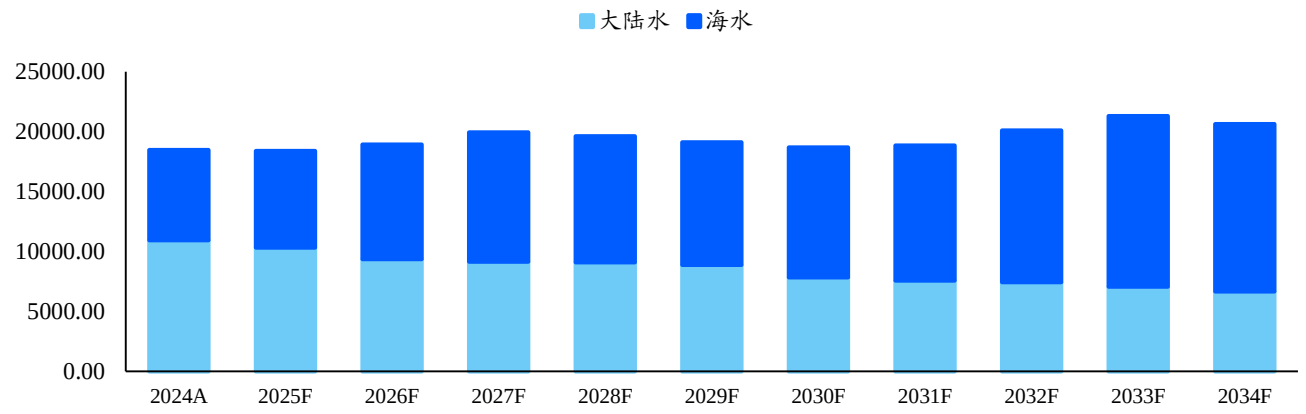
供给端的轮胎成本上升，但需求端仍对提价产生约束。据《轮胎报》9 月 1 日报道，隆众资讯监测的全钢胎原材料成本指数同比上涨 15.21%，多家企业在 8 月底至 9 月初提出 2%—3%的涨价方案。终端需求偏弱限制了提价，新增采购支出较难完全转嫁，下游加工利润面临压力。

2.2. 金属矿产与冶炼加工

铜矿天气风险集中在用水和运输，影响矿石处理量与交付进度。秘鲁 ENFEN9 月 28 日预计，2026 年 10—12 月及 2027 年南半球夏季，北部、中部沿海降雨偏多，南部山区降雨正常至偏少。一方面，选矿依赖稳定供水，山区持续缺水会限制矿石处理；另一方面，沿海强降雨造成道路或港口作业中断时，精矿外运延迟。

增加海水利用虽然能够缓解矿区缺水问题，但也同时增加了淡化与输水费用。智利铜业委员会预计，海水占矿业用水的比重将由 2024 年的 40.74%提高至 2026 年的 50.48%、2027 年的 54.15%。海水直接利用或经淡化处理后，通过管道和泵站送入矿区，补充选矿用水，降低对陆地水源的依赖。

图 10：智利铜矿业大陆水与海水用量（升/秒）



资料来源：智利铜委员会，国泰海通证券研究测算。

从全球供需看，精炼铜产量预计继续增长，矿区天气扰动可能拖慢部分增产与交付。国际铜研究组织 2026 年 4 月预计，2027 年全球精炼铜产量为 2,961.30 万吨、使用量为 2,923.60 万吨，供应余额为 37.70 万吨，高于 2026 年的 9.60 万吨。增产主要由精矿供应改善及湿法冶炼、再生精炼产能扩大带动，其中 2027 年再生精炼铜产量预计增长 5.70%。

表 2：全球精炼铜产量、使用量及供需余额预测（万吨）

年度	产量	使用量	供需余额
2025E	2,865.60	2,820.10	45.50
2026F	2,876.00	2,866.40	9.60
2027F	2,961.30	2,923.60	37.70

资料来源：国际铜研究组织（ICSG），国泰海通证券研究。

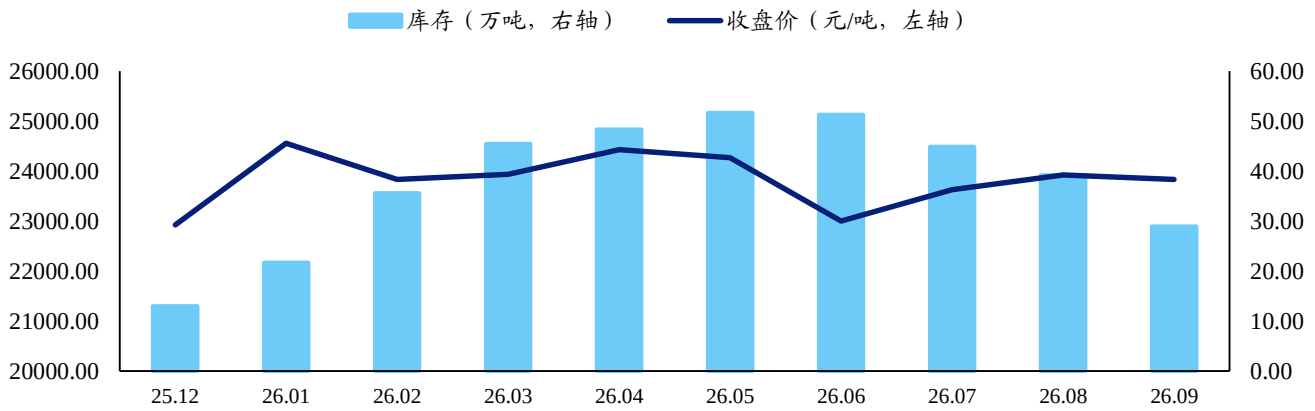
国内铜价上涨，电缆、电机及制冷设备企业面临更高的补货成本。国家统计局 10 月 9 日公布，9 月下旬电解铜市场价格为 111,742.50 元/吨，较中旬增

下载日志已记录，仅供内部参考

加 2,972.50 元/吨；9 月 30 日上期所铜库存为 3.87 万吨，比 8 月底下降 46.51%。

此外，电解铝生产还受到供电稳定性和购电价格的影响。水电占比较高的地区来水减少，其他电源需要补充供电；供电不足造成减产或停槽时，铝液产出减少，恢复生产也需额外支出。9 月 30 日，铝期货持仓量最大的合约收盘价为 23,830 元/吨，比 2025 年末上涨 3.95%；上期所库存为 28.88 万吨，比 2025 年末增加 122.44%，比 8 月底下降 26.24%。电价上涨直接增加冶炼费用，铝价上涨则增加下游铝材企业的采购支出。

图 11：铝期货价格与上期所库存



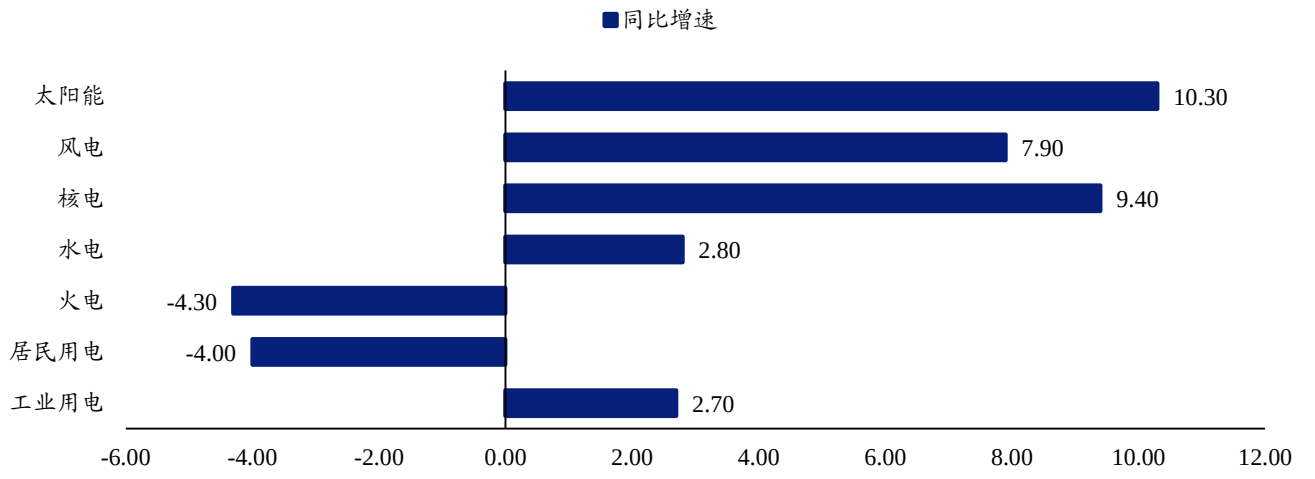
资料来源：上海期货交易所，国泰海通证券研究。

2.3. 电力供需与生产用能

高温增加高峰供电需求，也提高持续制冷企业的用电费用。一方面，居民和工商业制冷负荷增加，电力系统需要更多可调用的高峰电量；另一方面，制冷设备运行时间延长，企业即使按相同电价购电，电费支出也会增加。

国际能源署 7 月 10 日发布的分析指出，空间制冷约占全球全年用电量的 10%，在峰值用电需求中的占比达到 30%。本轮事件形成前的 8 月，国内最高用电负荷为 15.60 亿千瓦，同期居民用电量下降 4.00%、工业用电量增长 2.70%。

图 12：2026 年 8 月用电与各类发电量同比增速（%）



资料来源：国家能源局、国家统计局，国泰海通证券研究。

下载日志已记录，仅供内部参考

（1）供电端：水电供应受来水约束，煤电和储能补充高峰电量

长江上游来水偏少，水电站可通过蓄水安排冬春发电。三峡集团 9 月 10 日启动年度蓄水时预计，9—10 月上游来水较历史同期偏少 2 成多，梯级水库起蓄水位总体偏低。国资委 10 月 9 日公布，三峡水库自启动蓄水以来已蓄水 135 亿立方米。具有调节库容的电站可将部分水量留至枯水期，补充冬春供电。

水电出力不足或高峰用电增加时，煤电可补充供电，但新增收入还需覆盖燃料与运行费用。9 月下旬 5500 大卡山西优混市场价格为 987.70 元/吨，较中旬上涨 0.50%。机组提高出力增加燃煤采购，频繁启停还增加运行维护费用，售电增量需扣除这些支出。2026 年煤电容量电价的固定成本回收比例不低于 50%，按 330 元/千瓦·年的统一固定成本计算基数，对应 165 元/千瓦·年的容量电价下限。

抽水蓄能通过低谷抽水、高峰发电补充供电，电量收益需扣除抽水购电费用和转换损耗。实行市场收益分享的项目，电站按省级规定的比例留存收益。

独立储能通过充放电参与电量交易，充放电价差需覆盖转换损耗、温控和运行费用。2026 年发电侧容量电价机制允许各地对符合条件的电网侧独立新型储能给予补偿，按顶峰能力折算并实行清单管理。

（2）用电端：用电量和购电价格共同影响生产成本

对生产企业而言，用电量与结算价格共同形成电费支出。高温延长制冷设备的运行时间，即使购电价格不变，电费也会增加；市场电价上涨时，按浮动价格或现货结算的电量还承担更高的采购费用。

对于电解铝、多晶硅等高耗电生产环节，小幅电价变动也会带来明显的单位成本差异。按每吨铝液交流电耗 13,000 千瓦时、每吨多晶硅综合电耗 50,000 千瓦时测算，购电价格每上涨 0.01 元/千瓦时，单位电费分别增加 130 元、500 元；下降相同幅度则减少相应支出。其中，铝液电耗采用新置换电解铝项目的上限要求，多晶硅电耗采用 2025 年行业平均水平。

表 3：单位产品电费对购电价格变化的敏感性分析

产品	电耗（千瓦时/吨）	电价+1 分 电费增量（元/吨）	电价+2 分 电费增量（元/吨）	电价+3 分 电费增量（元/吨）
电解铝	13,000	130.00	260.00	390.00
多晶硅	50,000	500.00	1,000.00	1,500.00

资料来源：工业和信息化部，国泰海通证券研究测算。

3. 投资机会

结合前述分析，建议重点关注农业上游、铜资源和电力调节三类投资机会。

（1）农业上游：食糖、棕榈油和天然橡胶生产。建议关注原料自给程度较高、产区布局较分散的生产业务，侧重自身产量受天气影响较小、能够分享产品涨价收益的企业。

（2）铜资源：具备生产保障的低成本矿山。建议关注开采成本较低、供水和运输条件较好的在产铜矿。铜价因供给扰动上涨时，能够维持正常出货的自有矿业务，更容易将涨价转化为利润增长。

下载日志已记录，仅供内部参考

（3）电力调节：能够参与高峰交易的既有资产。建议关注供电偏紧地区的煤电、抽水蓄能和独立储能，优先考虑可调用能力较强、单位运行成本较低、市场收益结算安排明确的在运项目。

4. 风险提示

气候预测及地区天气偏差风险；供需、成本及电力结算风险；CPI 测算依赖历史样本可比性及食品权重等假设，实际天气、供给和政策调节与假设不同，可能导致测算结果出现偏差。



下载日志已记录，仅供内部参考

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～10%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
	无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号 邮编 200011 电话 （021）38676666