下载日志已记录，仅供内部参考

华泰证券 HUATAI SECURITIES

厄尔尼诺投资指南

华泰研究

2026 年 10 月 27 日 | 中国内地　　专题研究

方正韬* 研究员
SAC No. S0570524060001 fangzhengtao@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

王伟光* 研究员
SAC No. S0570523040001 wangweiguang@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

孙瀚文 研究员
SAC No. S0570524040002 sunhanwen@htsc.com
SFC No. BVB302 +(86) 21 2897 2228

本轮厄尔尼诺仍在增强，关注供需兑现与行业分化

本轮厄尔尼诺仍在增强，产业影响或延续至 2027 年，投资机会取决于供需变化能否转化为企业利润。按 ONI 口径，2026 年 7—9 月指数已达+2.2℃，本轮观测强度已处历史高位；同期 RONI 为+1.7℃，CPC 于 10 月预测 10~12 月 RONI 中位数将升至+2.74℃，年末附近仍是主要峰值窗口。历史经验表明，气候强度与资产涨幅缺乏稳定对应关系，核心产区受损程度、库存缓冲及前期预期计入程度，才是判断行情持续性的关键。本轮重点关注东南亚热带作物供给、高温电力需求，以及 2027 年我国南方可能出现的异常降水及其产业影响。

A 股整体方向缺乏一致规律，重点关注产业链的差异化传导

厄尔尼诺对 A 股的影响体现为行业景气和利润分配变化，历史样本不支持稳定的宽基或风格择时规律。1997 年以来 9 轮厄尔尼诺中，上证综指 4 轮上涨、5 轮下跌；2014 年以来 4 轮厄尔尼诺中，红利跑赢创业板的胜率在各观察阶段均为 50%。相比之下，行业表现分化更为突出，但其中也包含市场风格和产业自身周期的影响，需要进一步检验气候冲击的具体传导。

产业层面，农产品减产链关注滞后减产，高温电力链关注负荷与出力匹配，防汛重建链关注潜在灾害影响及后续投资需求。农业链通常权益市场先交易预期，再由产量和库存验证供给收缩；原料涨价利好部分上游环节，却可能挤压中游加工利润。高温对电力负荷的传导较为直接，但火电受益程度取决于水电等替代电源出力情况，家电销售还受库存和需求周期约束。防汛重建则需跟踪 2027 年南方汛期可能出现的异常降水、实际灾情与后续投资增量；水电应分流域判断，适度丰水有利于增发，集中洪水也可能带来弃水。

“超强”不等于商品普涨，供需缺口决定行情持续性

相同强度对应的商品表现差异较大，强度等级更适合作为天气风险判断的起点。在价格数据完整的 6 轮厄尔尼诺现象中，1997~1998 年和 2014~2016 年两轮超强厄尔尼诺期间，7 个品种分别仅有 2 个和 4 个上涨，而中等强度的 2002~2003 年则全部上涨。其他产区增产、库存缓冲、需求和汇率变化，均可能放大或抵消天气冲击。因此，本轮应逐品种跟踪天气影响能否形成供需缺口，避免由气候强度直接推导价格空间。

作物生长周期与库存变化使价格拐点滞后于天气变化，厄尔尼诺结束并不意味着行情同步结束。2015 年下半年马来西亚棕榈油产量仍同比增加约 3%，至 2016 年 1-5 月才同比下降约 16.8%，减产兑现明显晚于前期预期交易。此后，减产与去库存共同支撑价格，马棕油价格指数在 2017 年 1 月达到高点，较厄尔尼诺现象结束晚八个月。后续既需观察减产是否超预期，也要跟踪供给恢复和库存回补何时改变价格支撑。

行业轮动围绕预期变化展开，持续性仍需盈利验证

我们认为，行业轮动规律可沿“预期定价→初期重估→持续期分化→后期再定价”的框架理解。以 2014~16 年的厄尔尼诺行情为例，相关行业在厄尔尼诺发生前积累相对收益，初期随市场风格变化出现超额回吐，持续期内部表现逐渐分化，厄尔尼诺结束后领先方向再次调整。2014 年四季度，15 个相关细分行业中有 13 个跑输沪深 300，但其中仍有 12 个录得绝对上涨，行业初期的超额收益回吐更多体现相对表现的调整，并非普遍下跌。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

本轮厄尔尼诺交易中部分行业已有明显超额，但盈利预期的改善仍集中于少数环节。 2026 年 5 月底以来，15 个细分行业中有 11 个跑赢沪深 300，其中 6 个取得超过 10 个百分点的超额收益。但这 6 个行业中，仅种植业和农产品加工业的 2027 年 iFind 一致预测净利润上修幅度超过 10%，分别达 20.4%和 19.5%。饲料行业虽只取得 7.6 个百分点的超额收益，但 2027 年 iFind 一致预测净利润上修 22.4%，盈利预期改善明显。相比之下，养殖业、白色家电虽取得较强超额收益，2027 年盈利预测却分别下修 9.5%和 3.2%。后续机会仍需结合盈利改善的兑现程度判断。

预期交易转向供需验证，配置重在盈利兑现

本轮厄尔尼诺叠加全球变暖、地缘与航运约束及库存分化，历史经验难以直接复制。当前农业预期交易已较充分，热带作物供给收缩仍待验证，后续重估空间取决于减产能否推动去库、涨价能否转化为企业利润。配置上，当前优先关注来水与电量兑现的流域水电，谨慎追涨农业主题；年末至 2027 年初，若油脂减产、出口供应收紧与去库同步出现，可择机增加相关资源敞口；2027 年进一步依据产量、库存和业绩调整配置，并关注我国可能的南方汛期机会。

风险提示：气候变化超预期；贸易、政策和需求不及预期；本研报中涉及到未覆盖个股内容，均系对其客观公开信息的整理，并不代表本研究团队对该公司、该股票的推荐或覆盖。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

本轮厄尔尼诺状态预测与机理 5
厄尔尼诺的含义与强度标准 5
本轮仍在增强，年末或是主要峰值窗口 5
形成机理与中国的降雨传导 7
历史复盘：厄尔尼诺对行业的影响 8
受益链条：供给收缩、当期电力需求与滞后兑现的防汛重建需求 8
受损链条：水电、暖冬与中游成本挤压 16
厄尔尼诺期间的商品表现 18
强度-行情映射 18
两次超强行情复盘 19
1997-1998 年：供给分化与金融危机交错 20
2014-2016 年：预期先行、减产随后兑现，库存使得行情延续 21
厄尔尼诺阶段行业轮动规律 23
宽基与风格缺乏一致方向，行业表现分化 23
行业轮动规律 24
本轮特征与行情演绎判断 27
本轮三大差异：变暖背景、地缘约束与库存分化 27
历史规律上 ONI 并非行业行情的统一时钟 27
本轮厄尔尼诺定价：股价已有部分反应，盈利兑现集中在少数环节 29
商品端：厄尔尼诺扰动供给，农产品价格仍由供需主导 34
配置建议：围绕景气拐点与盈利预期差，把握分阶段机会 37
短期：优选经营稳健资产，关注订单与需求拐点 37
年末至 2027 年初：重点寻找制糖与油脂供给端的左侧机会 37
2027 年及可能的汛期：沿供给兑现与项目落地提高配置权重 37
厄尔尼诺主题组合 38
风险提示 39

图表目录

图表 1： 本轮 ONI 升温较快，7—9 月已高于三轮强厄尔尼诺现象同期 5
图表 2： 1950 年以来 ONI 观测值与强度参考线，本轮已升至+2.2℃ 6
图表 3： 主要厄尔尼诺现象的 ONI 与 RONI 峰值及本轮观测、预测对照 6
图表 4： 主要机构预计本轮厄尔尼诺于 2026 年秋冬继续增强 7
图表 5： 厄尔尼诺形成及中国降水传导示意 7
图表 6： 制糖股相对强弱领先郑糖价格 8
图表 7： 马来西亚 CPO 产量同比与棕榈油价格指数 9
图表 8： 马来西亚天然橡胶产量同比与沪胶价格指数 9
图表 9： 大豆与饲料价格同比 10

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 10： 猪粮比价与自繁自养利润 10
图表 11： 鱼粉价格与秘鲁鱼粉出口量 11
图表 12： 秘鲁北中部鳀鱼配额 11
图表 13： 尿素与欧洲天然气价格 12
图表 14： 三轮厄尔尼诺期间稻米出口禁令 12
图表 15： 三峡入库流量同比与 A00 铝价同比 13
图表 16： 水电发电量与利用小时同比 13
图表 17： 铜、锂、镍价格指数 13
图表 18： 2025 年全球铜/锂/镍矿产量产区分布 14
图表 19： 强厄尔尼诺时期核心电力指标对比 15
图表 20： R32 价格与空调季度产量 15
图表 21： 强厄尔尼诺相关年份洪涝灾情对比 16
图表 22： 全国水电发电量同比增速与厄尔尼诺阶段（2015-2025） 16
图表 23： 主要公司水电发电量与来水验证 16
图表 24： 暖冬与高温对能源需求的季节性对比 17
图表 25： 超强厄尔尼诺未必带来商品普涨，同轮事件内品种表现分化 18
图表 26： 各品种未呈现一致的强度-涨幅排序，同强度厄尔尼诺现象表现分散 19
图表 27： 厄尔尼诺关注度在事前已升温，持续期进一步攀升 19
图表 28： 咖啡率先走强，棕榈油涨势延续至厄尔尼诺结束后 21
图表 29： 超强厄尔尼诺期间全球农产品产量分化 21
图表 30： 原糖、棕榈油先后走强，价格高点滞后于厄尔尼诺结束 22
图表 31： 原糖、棉花阶段性减产较明显，大豆产量维持高位 22
图表 32： 厄尔尼诺期间上证指数涨跌互现 23
图表 33： 历轮厄尔尼诺峰值前后，上证综指走势明显分散 23
图表 34： 红利与创业板的收益中位数在不同阶段交替领先 24
图表 35： 各阶段行业最高与最低超额收益之差均接近 30 个百分点 24
图表 36： 事前相关行业持续走强，事件初期超额回吐，持续期表现分化 25
图表 37： 行业超额收益峰值时点与幅度各异，ONI 强度难以推算行情 28
图表 38： 历轮行业超额收益路径分化，ONI 达峰未形成共同拐点 28
图表 39： 本轮种植与农产品加工跑赢且盈利预期上修，链内表现分化 29
图表 40： 本轮饲料与养殖业均跑赢大盘，饲料盈利预期上修、养殖业下修 30
图表 41： 煤炭与水电跑赢市场，火电跑输且盈利预期改善有限 31
图表 42： 基础建设仅小幅跑赢，电网设备明显跑输 32
图表 43： 本轮有色金属隐含盈利贡献为正，估值收缩压制超额收益 33
图表 44： 白电超额收益主要体现估值贡献，化学制品反应有限 34
图表 45： 历次事件的价格与库存并不同步，但本轮库存明显更多 35
图表 46： 现货回升尚待去库配合 35
图表 47： 四种农产品的历史阶段表现、本轮定价与上涨条件 36
图表 48： 近期筛选经营支撑，中期把握供需拐点，远期跟踪订单与盈利 38
图表 49： 厄尔尼诺主题组合及主要财务指标 38

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

本轮厄尔尼诺状态预测与机理

厄尔尼诺的含义与强度标准

厄尔尼诺现象改变热带地区空气上升和降雨的位置，进而影响更大范围的旱涝、气温和农业生产。识别这一现象，首先要看关键海区比正常年份暖了多少、这种偏暖持续了多久。气象机构通常监测赤道中东太平洋的 Niño3.4 海区，并采用连续三个月的平均值平滑短期波动；历史厄尔尼诺现象的辨别还要求偏暖达到门槛并持续多个时段。

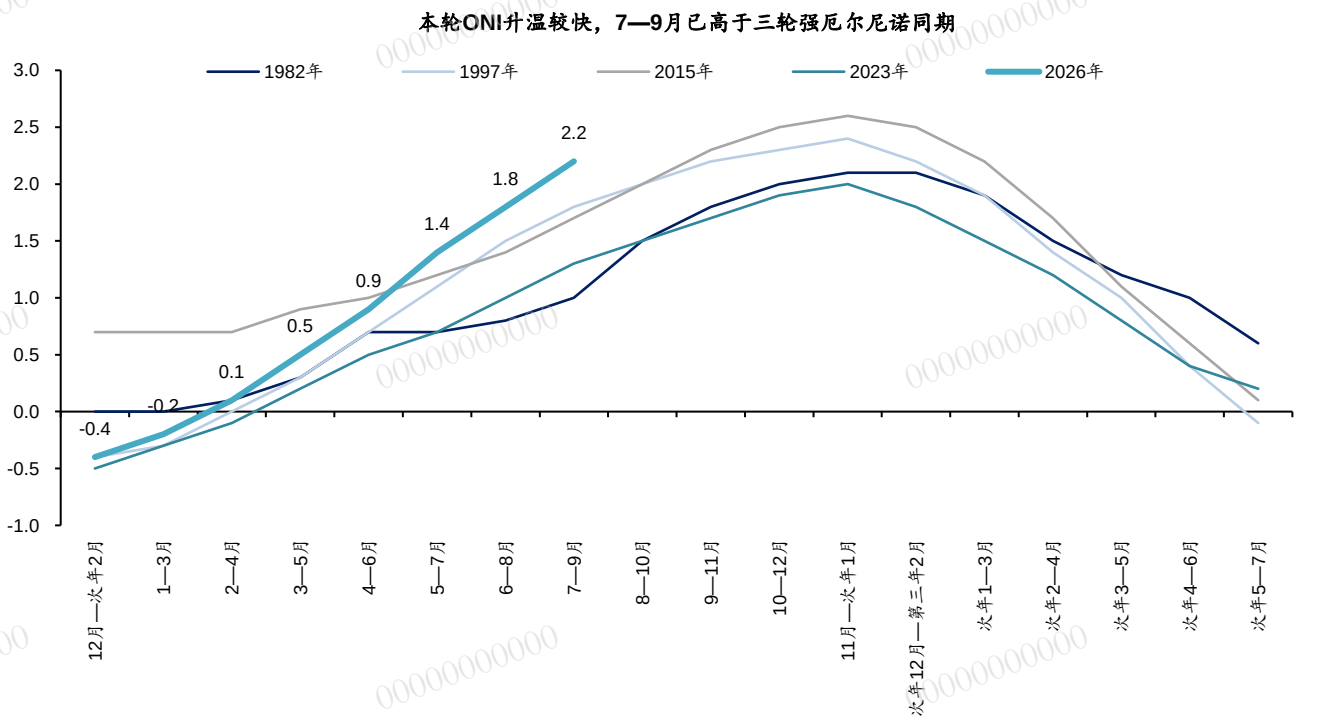
我们统一采用美国国家海洋和大气管理局（NOAA）的传统海洋尼诺指数 ONI，作为历史复盘与本轮实测比较的主口径。ONI 是赤道中东太平洋 Niño3.4 海区海温异常的连续三个月平均值；连续五个重叠季节达到+0.5℃，即识别为一次暖事件。按 NOAA 划分的厄尔尼诺峰值：+0.5℃至不足+1.0℃为弱，+1.0℃至不足+1.5℃为中等，+1.5℃至不足+2.0℃为强，达到+2.0℃及以上为极强。**中美对强度的分档有所不同**：我国国家标准以国家气候中心的 Niño3.4 监测指数为依据，将+2.0℃至不足+2.5℃划为强厄尔尼诺，+2.5℃及以上划为超强。即便按这一标准，本轮 2026 年 7-9 月指数已达+2.54℃，国家气候中心已正式认定其为一次超强厄尔尼诺现象。

另外，NOAA 气候预测中心自 2026 年 2 月起改用相对海洋尼诺指数 RONI 进行官方监测与预测。RONI 从 Niño3.4 海温异常中扣除热带海洋平均海温异常，再作尺度调整，因而反映的是赤道太平洋相对周边热带海洋的暖度。ONI 与 RONI 在同一厄尔尼诺现象中的数值和强度排序可能不同。

本轮仍在增强，年末或是主要峰值窗口

本轮厄尔尼诺升温较快，观测强度已进入历史高位。NOAA 的 ONI 由 2025 年冬季的−0.4℃升至 7—9 月的+2.2℃，同期 RONI 达到+1.7℃；美国国家海洋和大气管理局气候预测中心（CPC）于 2026 年 10 月发布的预测显示，10-12 月 RONI 中位数还将升至+2.74℃。当前 ONI 已高于 1997 年、2015 年和 2023 年同期的+1.8℃、+1.7℃和+1.3℃，也超过 1982—1983 年与 2023—2024 年两次厄尔尼诺现象的最终峰值；RONI 则接近 1997 年同期的+1.8℃。

图表1： 本轮 ONI 升温较快，7—9 月已高于三轮强厄尔尼诺现象同期

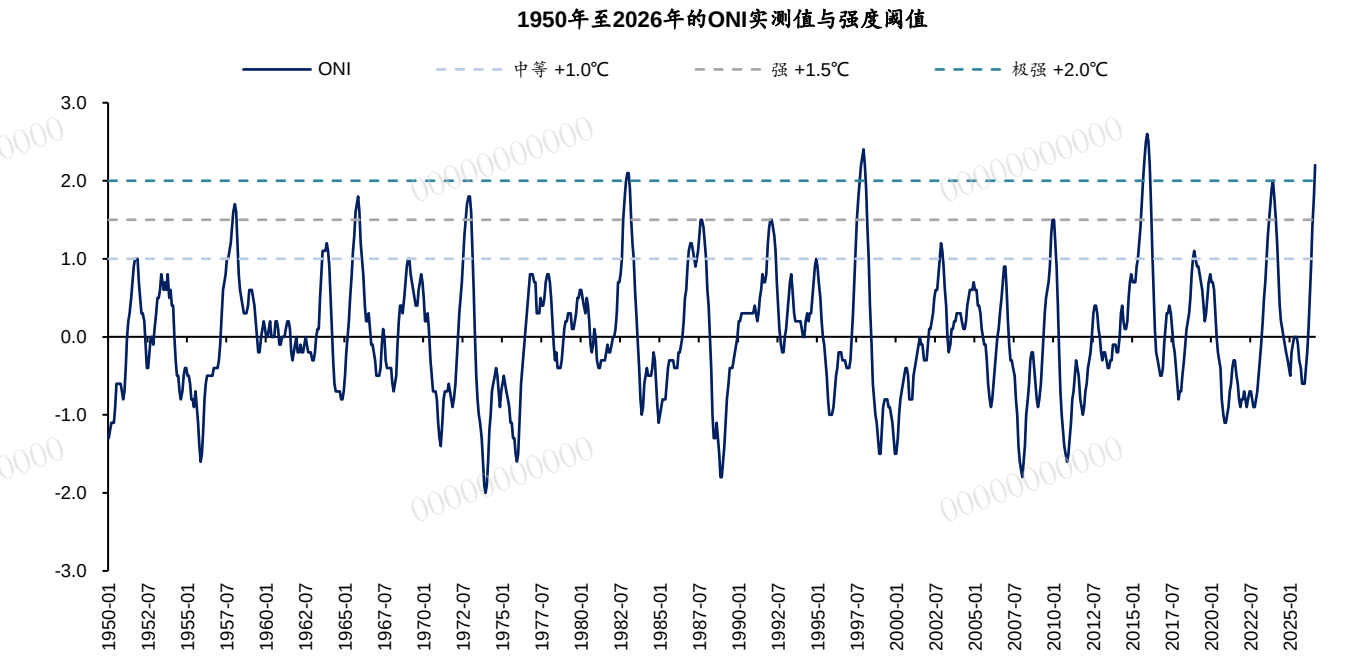


资料来源：NOAA ERSSTv6 ONI，华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

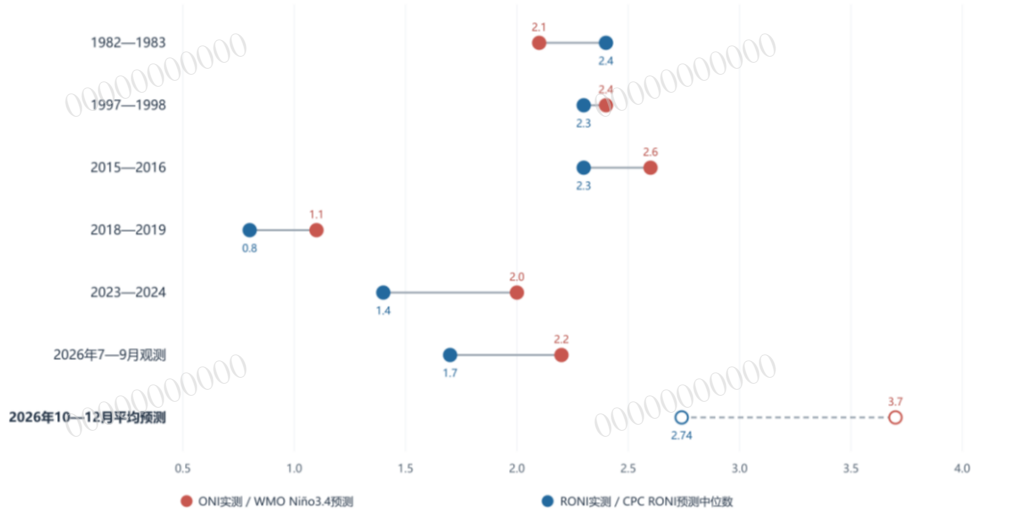
图表2：1950 年以来 ONI 观测值与强度参考线，本轮已升至+2.2℃



注：三条水平线分别为+1.0℃、+1.5℃和+2.0℃，用于本报告的中等、强和极强分档；最新观测为 2026 年 7—9 月。
资料来源：NOAA CPC ERSSTv6 ONI，华泰研究

秋冬预计是本轮继续增强并达到峰值的阶段。CPC 预计 2026 年 10-12 月 RONI 中位数为+2.74℃，较 7—9 月实测的+1.7℃继续上升；若兑现，将超过 1982-1983 年+2.4℃的历史峰值。IRI 的 22 个模型均预测同期 Niño3.4 超过+2.0℃，WMO 预计同期 Niño3.4 距平约+3.7℃，并于 12 月前后见顶。各机构采用的指标和预测方法有所差异，但判断方向一致：**本轮秋冬强度有望进一步抬升，跻身历史最强厄尔尼诺现象之列。**

图表3：主要厄尔尼诺现象的 ONI 与 RONI 峰值及本轮观测、预测对照



注：历史厄尔尼诺现象分别取 ONI 和 RONI 峰值；2026 年实心点为 7—9 月观测，空心点为 10—12 月平均预测。红色预测点为 WMO 的 Niño3.4 海温距平预测，蓝色预测点为 CPC 的 RONI 预测中位数。
资料来源：NOAA CPC、WMO，华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表4：主要机构预计本轮厄尔尼诺于2026年秋冬继续增强

机构/发布日期	预测指标	核心预测
NOAA CPC 2026-10-08	RONI	OND ≥+2.5℃概率83%；中位数+2.74℃
IRI 2026-09-21	Niño3.4模型集合	22个模型预期SON至DJF达到≥+2.0℃
WMO 2026-10-08	Niño3.4多模式集合	OND约+3.7℃，预计12月附近达峰

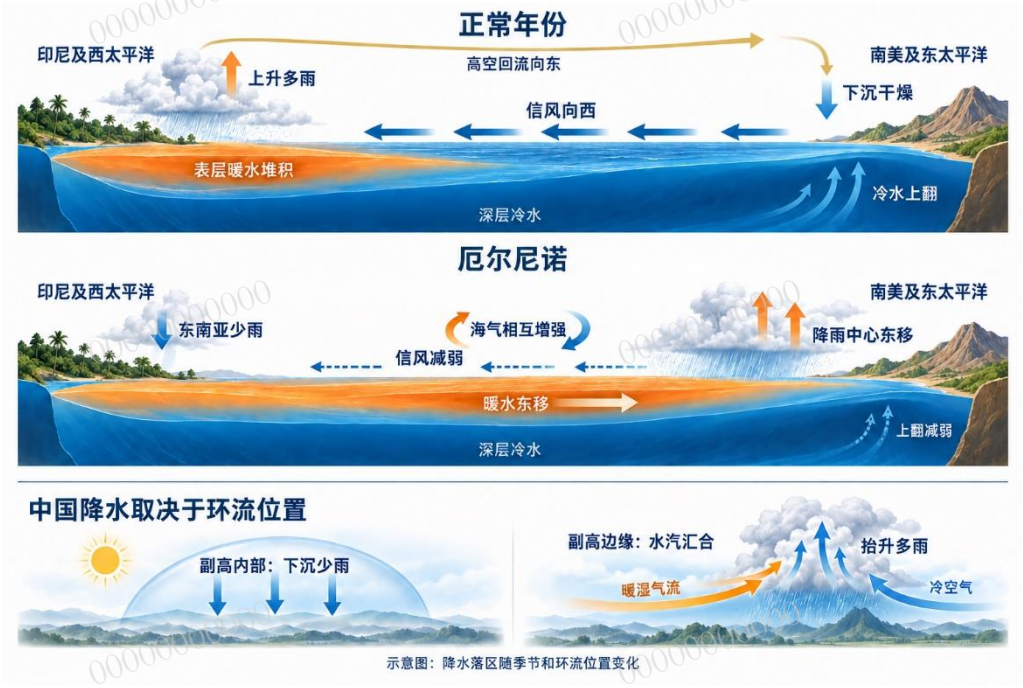
资料来源：NOAA CPC，IRI，WMO，华泰研究

形成机理与中国的降雨传导

厄尔尼诺的形成，源于信风减弱引发的海气正反馈。正常年份，赤道信风将暖水推向西太平洋，东太平洋冷水上涌，形成西暖东冷的海温格局及沃克环流。当信风减弱，暖水向中东太平洋扩展，冷水上涌受抑，东西海温差缩小，又进一步削弱信风，推动厄尔尼诺发展。随着暖水和降雨中心东移，印尼附近上升气流减弱、下沉气流增强，降水减少；若叠加高温，蒸发加快，干旱风险进一步上升。

中国南方是否多雨，则主要取决于水汽输送和雨带位置。厄尔尼诺发展期秋冬至次年，菲律宾海附近常形成异常反气旋，其西侧偏南气流将暖湿水汽输送至中国。当水汽与南下冷空气交汇，江南及长江流域容易出现持续降雨；而处于副热带高压控制下的地区，受下沉气流影响，反而可能晴热少雨。因此，厄尔尼诺并不一定导致南方普遍多雨，其实际影响取决于副高位置、季节变化与雨带移动。

图表5：厄尔尼诺形成及中国降水传导示意



注：概念示意，降水落区随季节和环流位置变化。
资料来源：NOAA，吴萍等（2017）《厄尔尼诺事件对中国夏季水汽输送和降水分布影响的新研究》，华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

历史复盘：厄尔尼诺对行业的影响

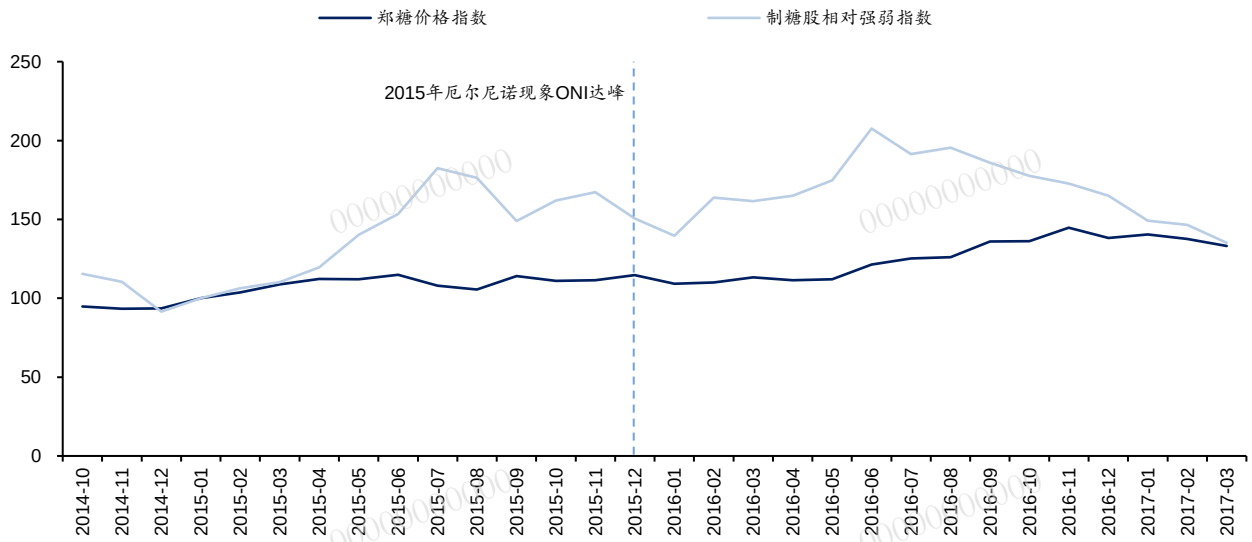
厄尔尼诺对 A 股的影响主要体现为行业相对景气和产业链利润分配的变化。历史样本中，宽基指数缺乏稳定的方向规律，行业之间的收益分化则更为突出。气候冲击首先作用于农产品供给、气温、降水和水文条件，再通过商品价格、能源需求和企业成本传导至盈利端，由此形成不同产业链之间的相对强弱。

受益链条：供给收缩、当期电力需求与滞后兑现的防汛重建需求

农产品减产链：权益交易预期，商品滞后兑现

白糖、棕榈油和天然橡胶的历史走势共同指向一个节奏特征：权益市场先行交易供给收缩预期，商品价格等到产量和库存数据确认后才跟进。2015 年上半年，制糖股相对沪深 300 的强弱指数已明显上行，7 月升至 182.5；同期 ONI 达峰时（2015 年 12 月），郑糖价格指数仅 114.7，此后继续上涨至 2016 年 11 月的 144.7。棕榈油和天然橡胶也呈现相似的时差——ONI 达峰后马来西亚 CPO 产量在 2016 年 3—5 月同比降幅达 18%—25%，价格随后在四季度抬升；沪胶价格主要从 2016 年下半年开始加速。

图表6：制糖股相对强弱领先郑糖价格

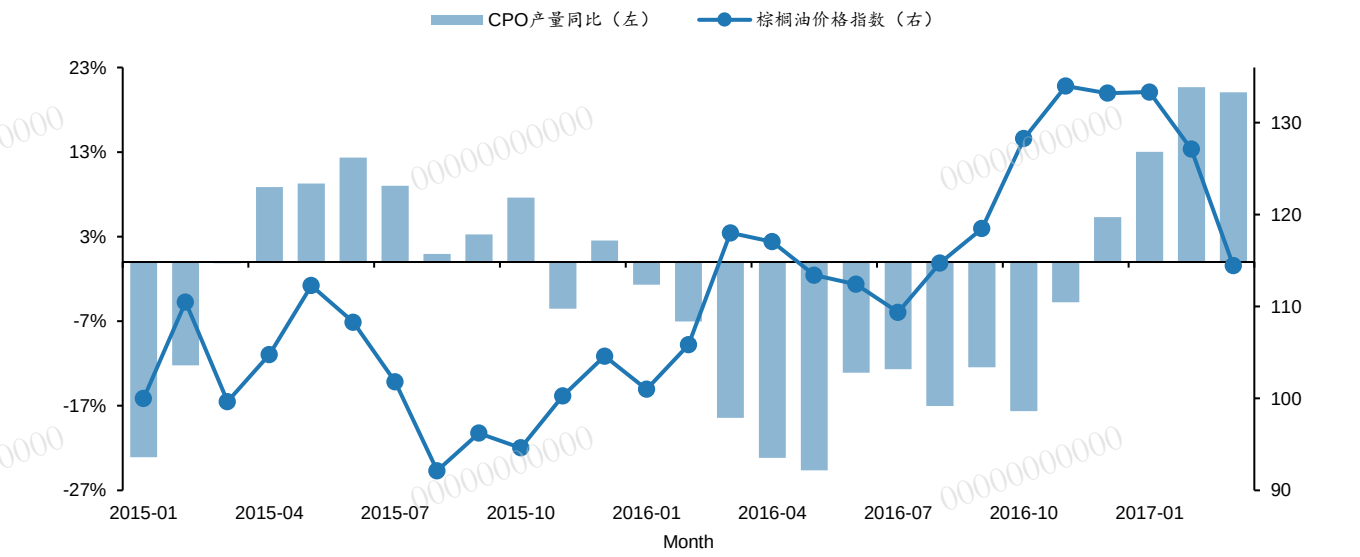


资料来源：iFind，华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

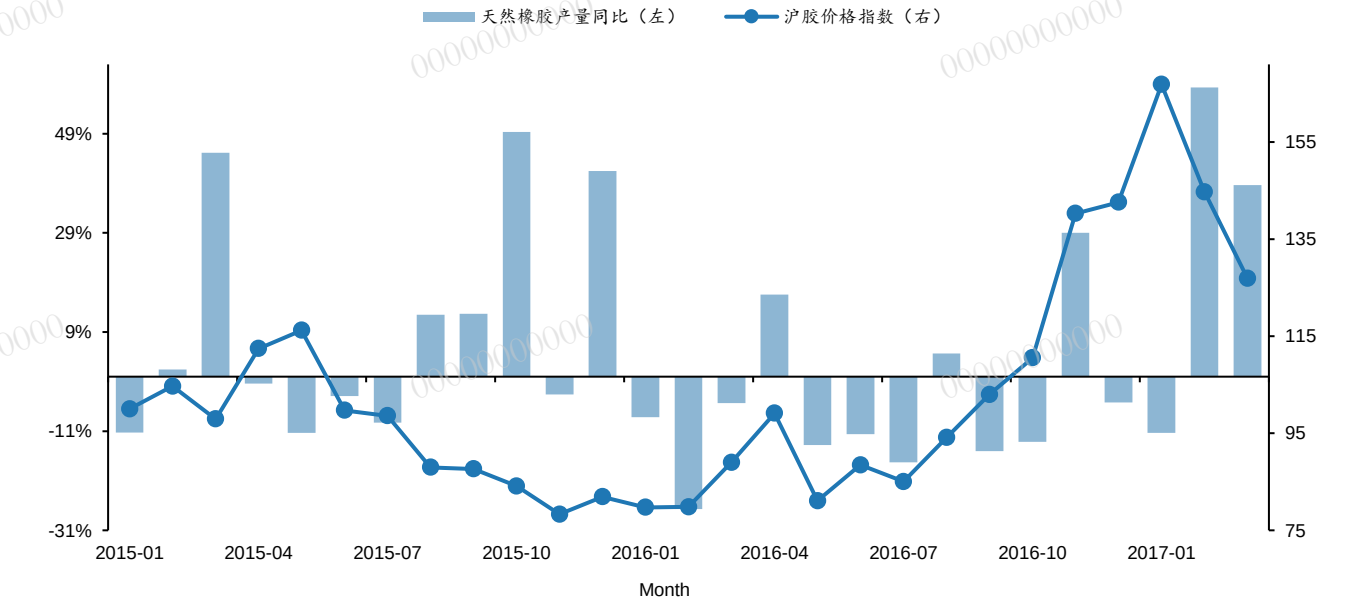
图表7：马来西亚 CPO 产量同比与棕榈油价格指数



注：棕榈油价格指数以 2015-01=100

资料来源：MPOC Monthly Palm Oil Trade Statistics，华泰研究

图表8：马来西亚天然橡胶产量同比与沪胶价格指数



注：沪胶价格指数以 2015-01=100

资料来源：DOSM Monthly Rubber Statistics Malaysia，华泰研究

大豆—饲料—养殖链：成本沿产业链分层传导，饲料与养殖景气背离

上游：大豆价格进入 2026 年后持续正增长，本轮幅度高于前两轮同期。2026 年 1—9 月大豆价格同比由+3.4%升至+9.7%。据国家气候中心通报，赤道中东太平洋于 5 月进入厄尔尼诺状态；5—7 月大豆价格同比均约为+8.8%，8 月回落至+6.3%，9 月再度回升。整体高于 2023—2024 年事件同期多数月份的同比表现，叠加南美天气风险和贸易约束，大豆原料价格连续高于上年同期。

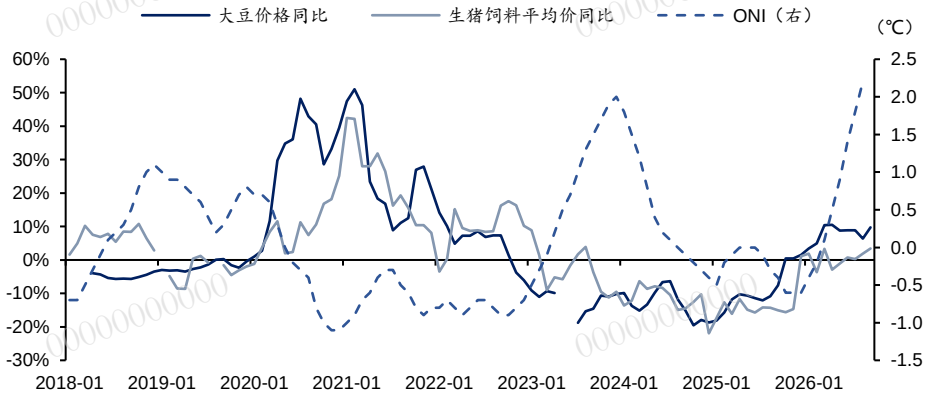
中游：饲料价格涨幅温和，景气指数从低位修复。2026 年 1—9 月生猪饲料均价同比在-3.6%至+3.4%之间波动，涨幅低于同期大豆价格，原料涨价尚未完全传导至饲料价格。饲料行业景气指数从 1 月的 38.3 升至 9 月的 48.7，但仍低于中性线 50，景气有所回升。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

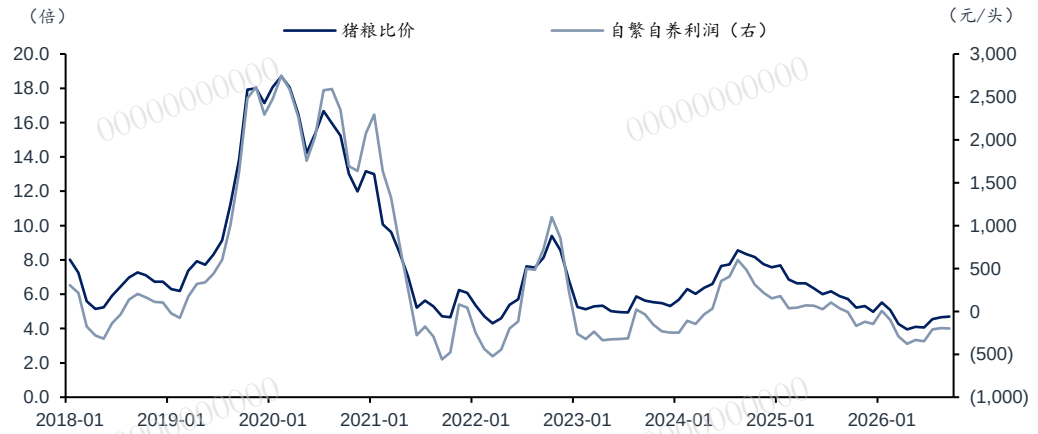
下游：养殖利润仍为负。猪粮比价从年初的 5.5 降至 4 月的 4.0，9 月回升至 4.7，整体低于 6.0 的盈亏平衡参考线。自繁自养生猪养殖利润在 4 月触及-378.8 元/头，9 月仍为-199.5 元/头。饲料景气指数有所回升，但养殖利润仍为负，养殖环节经营压力尚未缓解。

图表9：大豆与饲料价格同比



资料来源：Wind，华泰研究

图表10：猪粮比价与自繁自养利润



资料来源：Wind，华泰研究

鱼粉—饲料—养殖链：秘鲁供给收缩推高鱼粉价格，下游成本压力增加

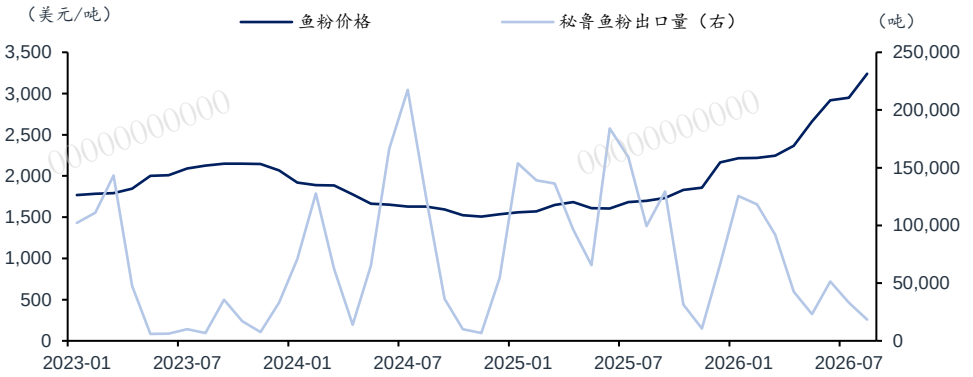
本轮供给冲击的力度可能超过前几轮。秘鲁 2026 年第一季鳀鱼配额仅 191.4 万吨，较上年同季缩减 36.2%；第二季配额为零，为近四年首次整季空窗。作为对照，2023 年强厄尔尼诺发展期第一季配额 109.1 万吨，第二季仍有 168.2 万吨；2024 年厄尔尼诺现象强度衰减后恢复至第一季 247.5 万吨，第二季 251.0 万吨。

价格与出口量验证了供给收缩的判断，鱼粉价格上涨、出口量回落。2026 年 1—8 月秘鲁鱼粉价格从 2,216 美元/吨升至 3,240 美元/吨，8 月同比+90.6%；9 月进一步升至 3300 美元/吨。同期秘鲁鱼粉月度出口量从年初的 12.55 万吨降至 8 月的 1.83 万吨，8 月同比下降 81.6%。第二季鳀鱼配额缺失与鱼粉涨价、出口量回落同期出现，供给收紧信号较为明确。向国内饲料成本的传导已在进行中。鱼粉是水产料和高端猪料的核心蛋白来源，与豆粕的替代弹性有限。2026 年 1—7 月豆粕价格同比仍为负或微正，鱼粉/豆粕价比扩大至 6.4 倍以上，饲料企业蛋白原料采购成本显著上升。叠加大豆—饲料链的成本传导，下游养殖利润受到双重挤压。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

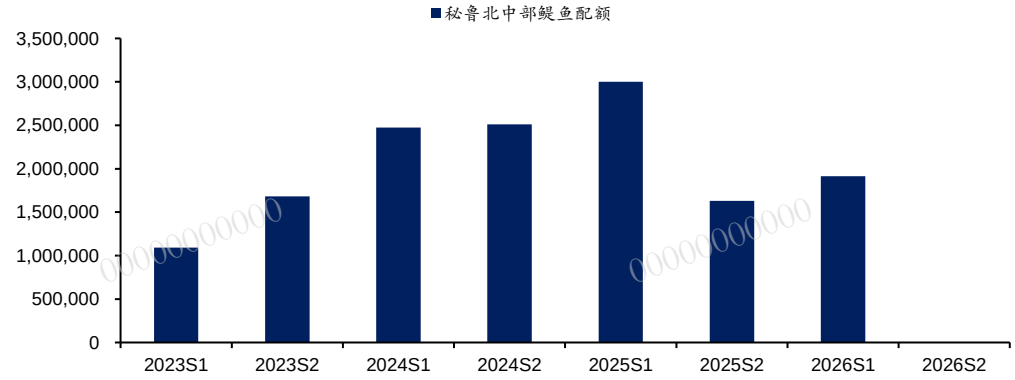
下载日志已记录，仅供内部参考

图表11：鱼粉价格与秘鲁鱼粉出口量



资料来源：秘鲁央行 BCRP，华泰研究

图表12：秘鲁北中部鳀鱼配额



注：2026S2 指秘鲁中北部鳀鱼第二捕季。秘鲁生产部决定不开放该捕季，故无对应捕捞配额
资料来源：秘鲁生产部，华泰研究

化肥传导链：天然气成本与种植需求双向推升

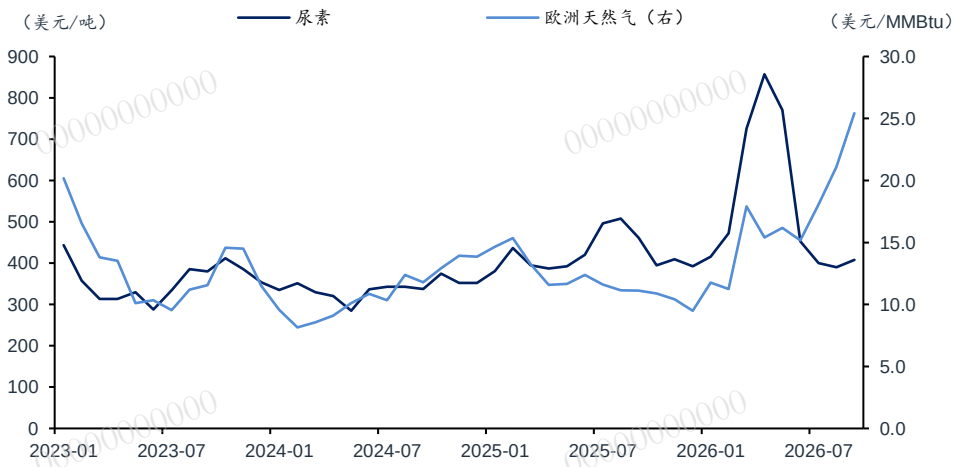
化肥将天然气成本端和农产品需求端的冲击同时放大。作为氮肥生产的核心原料与能源，天然气占尿素生产成本的 60—70%。厄尔尼诺期间高温干旱导致水电出力下降、天然气发电需求增加、气价走高，同时农产品涨价提升种植收益预期、化肥需求随之扩张——供需两端同向推升化肥价格。

2026 年 1—2 月尿素（中东 FOB 颗粒现货）在 415—472 美元/吨区间运行，3 月骤升至 725.6 美元/吨，同比+83.9%；4 月触及 856.9 美元/吨的年内峰值，同比+121.5%。同期欧洲天然气从 11.8 美元/MMBtu 升至 17.9 美元/MMBtu，尿素涨幅远超气价涨幅，需求端预期交易和阶段性供给紧张共同放大了价格弹性。5 月后尿素回落至 400 美元/吨附近，天然气价格却持续攀升至 9 月的 25.4 美元/MMBtu，成本底部仍在抬高。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表13：尿素与欧洲天然气价格



注：尿素为中东 FOB 颗粒尿素现货价（左轴），欧洲天然气为 TTF 价格（右轴）
资料来源：世界银行，华泰研究

稻米出口限制是化肥需求的额外催化剂。每一轮强厄尔尼诺都伴随主产国出口管控,如2023—2024 年印度先后禁止碎米和非巴斯马蒂白米出口,俄罗斯同期实施稻米出口禁令，全球大米价格指数大幅上行。2026 年截至 10 月，俄罗斯将稻谷出口配额限定在 20 万吨，埃及仍维持 2016 年以来的稻米出口禁令。出口限制收紧全球供给后，粮价上涨刺激种植扩张，进一步拉动化肥需求，形成正反馈。

图表14：三轮厄尔尼诺期间稻米出口禁令

轮次	国家	开始日期	结束/变化	范围
2015—16	缅甸	2015-08-07	2015-09-15起	稻米
2015—16	埃及	2016-08-10	仍有效	稻米、碎米
2023—24	印度	2022-09-09	2025-03-07	碎米
2023—24	印度	2023-07-20	2024-09-27	非巴斯马蒂白米
2023—24	俄罗斯	2022-07-01	2025-12-31	稻米及米粒
2023—24	埃及	2016-08-10	仍有效	稻米、碎米
2026年	俄罗斯	2026-01-01	2026-07-21	稻谷20万吨
2026年	埃及	2016-08-10	仍有效	稻米、碎米

资料来源：OECD，FAO，USDA，FEWS NET，华泰研究

水电来水—铝供给链：三季度来水转弱，供给影响待验证

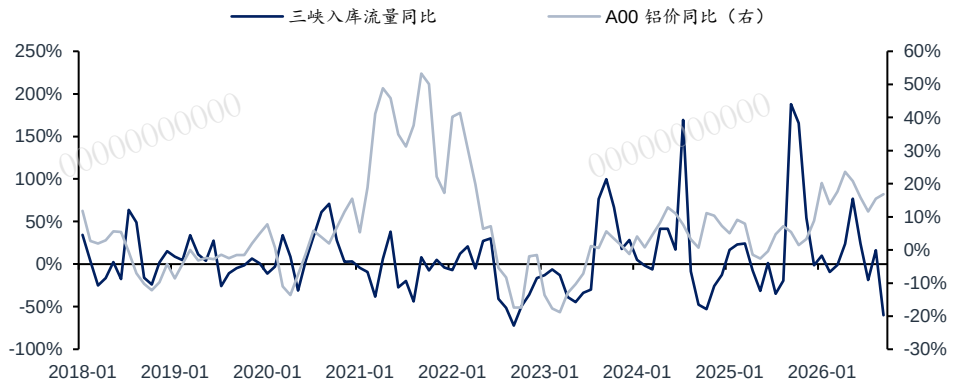
上半年：来水充沛，铝价主要由需求和成本驱动。2026 年上半年三峡入库流量同比多数月份为正，5 月高达+76.9%，水电发电量累计同比维持+9%以上。同期 A00 铝价同比在+14%至+24%区间，铝价上行更多受氧化铝成本支撑和新能源需求拉动。

三季度来水条件急转。7 月三峡入库流量同比-18.5%,丰水季首次转负;9 月骤降至-60.1%，为近年最大跌幅。本轮升温偏东，西太平洋副高偏南，西南来水在厄尔尼诺增强阶段即开始恶化，云南部分流域偏枯效应与电解铝限产风险同步显现。流量转负后铝价同比 9 月仍保持+16.8%，需求韧性与供给约束的叠加正在支撑价格中枢。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

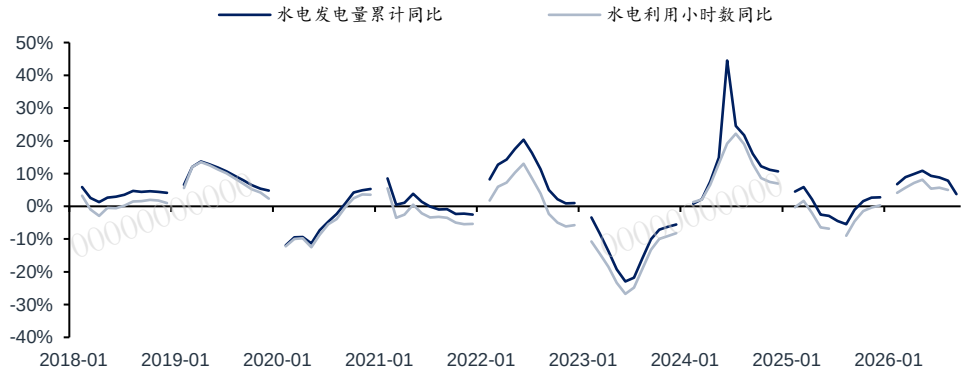
下载日志已记录，仅供内部参考

图表15：三峡入库流量同比与A00铝价同比



资料来源：Wind，华泰研究

图表16：水电发电量与利用小时同比



资料来源：Wind，华泰研究

铜锂镍产区供给风险：矿端中断，紧平衡下弹性放大。前述水电出力下降导致的电解铝限产属于电力端约束，极端天气对矿端开采和加工的直接干扰则属于资源端约束。后者的传导不经由电力系统，而是直接作用于精矿供给。

图表17：铜、锂、镍价格指数



注：2023Q1 = 100
资料来源：世界银行，上海有色网，华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

铜的产区集中度最高，气候暴露最直接。智利和秘鲁合计贡献全球铜矿产量约 34.8%（2025 年 USGS 估计），太平洋沿岸强降雨引发的洪水与泥石流直接影响露天矿采掘和港口运输。2026 年三季度 LME 铜均价 14,114 美元/吨，同比+43.9%，以 2023 年一季度为基期的指数化价格升至 158。本轮铜价上行有全球供需缺口的基底支撑，产区天气风险进一步放大了价格弹性。**锂的气候暴露在于工艺特性。**南美"锂三角"盐湖提锂依赖蒸发工艺，厄尔尼诺带来的异常降雨直接稀释卤水浓度、延长蒸发周期。2026 年碳酸锂价格从一季度 16.3 万元/吨回落至三季度 12.28 万元/吨，价格走势受库存周期主导，气候暴露更多影响产出节奏。镍的核心产区为印尼和菲律宾，据 USGS 估计，2025 年两国镍矿产量分别占全球的约 66.7%和 6.9%。极端高温影响 HPAL 湿法冶炼的用水需求，厄尔尼诺结束后转向拉尼娜阶段通常带来强降雨和矿山停产风险，气候暴露具有跨周期特征，需同时关注厄尔尼诺当期与转换后的拉尼娜阶段。

图表18：2025 年全球铜/锂/镍矿产量产区分布

金属	国家/地区	产量（千吨）	全球占比
铜	智利	5,300	23.0%
	刚果（金）	3,200	13.9%
	秘鲁	2,700	11.7%
	中国	1,800	7.8%
	俄罗斯	1,300	5.7%
	全球	23,000	100.0%
锂	澳大利亚	92	31.7%
	中国	62	21.4%
	智利	56	19.3%
	津巴布韦	28	9.7%
	阿根廷	23	7.9%
	全球	290	100.0%
镍	印度尼西亚	2,600	66.7%
	菲律宾	270	6.9%
	俄罗斯	200	5.1%
	加拿大	140	3.6%
	新喀里多尼亚	140	3.6%
	全球	3,900	100.0%

资料来源：USGS，华泰研究

高温电力链：高温推升峰值负荷，但 2026 年夏季传导受阻

高温通过制冷需求推升电力峰值负荷。2026 年 8 月全国最大用电负荷达 15.6 亿千瓦，较上年峰值高 4,969 万千瓦；6 月以来已有 15 个省级电网累计 32 次刷新负荷纪录。**但峰值负荷创新高并未转化为用电总量的同步增长，**7 月全社会用电量为 10,400 亿千瓦时，同比仅增长 1.7%；城乡居民生活用电量 7 月、8 月分别同比下降 5.1%、4.0%，台风和强降雨交替压制了持续制冷需求。分电源看，火电发电量由上半年同比增长 2.9%，转为 7 月、8 月分别同比下降 3.5%、4.3%；水电发电量同期仍保持同比增长，上半年、7 月和 8 月的同比增幅分别为 9.3%、6.7%和 2.8%。火电空间被压缩。终端空调同样受挫，7 月内销出货同比减少 30.2%，前期需求透支和库存积压是主因。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表19：强厄尔尼诺时期核心电力指标对比

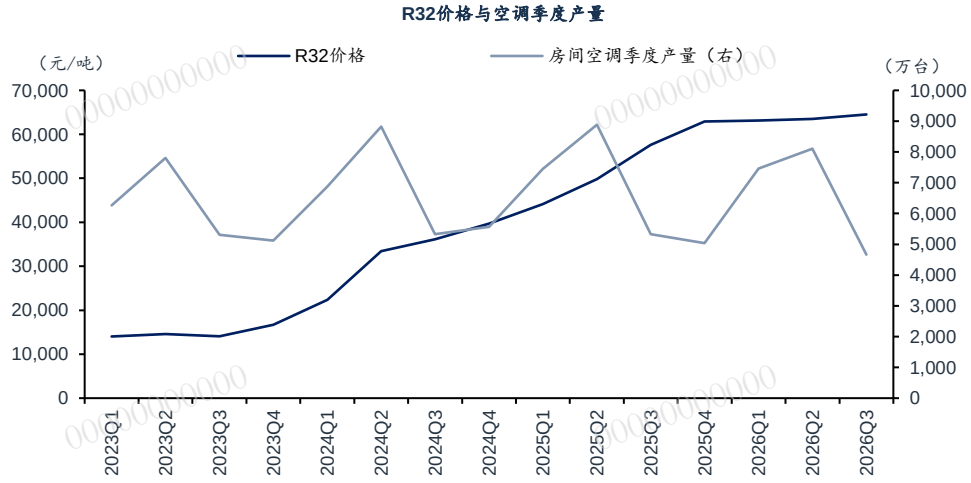
指标	1997-98 事件	2015-16 事件	2026 年本轮
全国最大用电负荷	约 1.1 亿千瓦	约 8.2 亿千瓦	15.6 亿千瓦
7 月全社会用电量	约 950 亿千瓦时	约 5,034 亿千瓦时	10,400 亿千瓦时
7 月居民生活用电同比	-	+3.8%	-5.1%
8 月居民生活用电同比	-	+2.0%	-4.0%
9 月居民生活用电同比	-	+6.9%	-6.0%
火电发电量同比	1997 全年+5.3%	2015 全年-2.7%	2026H1 +2.9%；7 月-3.5%；8 月-4.3%；9 月-1.4%
水电发电量同比	1997 全年约+4.3%	2015 全年+5.0%	2026H1 +9.3%；7 月+6.7%；8 月+2.8%；9 月-18.1%
空调内销量同比	-	2015 全年-10.4%	2026H1 -5.6%；7 月-30.2%；8 月-28.0%；9 月-23.7%

资料来源：国家能源局，国家统计局，产业在线，华泰研究

制冷剂链：存量充注需求叠加配额约束

制冷剂需求分为增量，即新机出货灌注和存量，即保有设备加注与维修两部分。2026 年三季度空调产量 4,664 万台，同比-12.5%，增量端受需求透支和库存周期压制；存量端受影响较小——全国空调保有量超 6 亿台，极端高温下开机率提升直接拉动制冷剂充注需求。制冷剂受益程度高于整机销量。

图表20：R32 价格与空调季度产量



注：R32 为国内含税季度均价

资料来源：iFind，国家统计局，华泰研究

R32 价格从 2023 年一季度 14,030 元/吨一路上行至 2026 年三季度 64,523 元/吨，累计涨幅 360%。涨幅远超同期空调产量增长，驱动力已从单纯的需求拉动转向供给约束。《基加利修正案》要求中国 HFC 消费自 2024 年冻结基线，2029 年起削减 10%。2020~2023 年中国 HFC 实际消耗量从 5.30 亿吨 CO_2当量快速增长至 7.69 亿吨，累计增长 45%，2024 年配额实施首年消耗量降至 5.72 亿吨，配额管控已经在约束供给节奏。当前配额上限 9.05 亿吨，增长空间受限，厄尔尼诺带来的需求脉冲在此背景下具有更大的价格弹性。

防汛重建链：主要是后周期、次年兑现

历史上两次严重洪涝均集中在强厄尔尼诺结束后的年份。1998 年洪涝受灾人口约 2.23 亿人次、直接经济损失 2,551 亿元，占总 GDP 约 3%；2016 年受灾人口接近 1 亿人次、直接经济损失 3,134.4 亿元，占 GDP 约 0.4%。相比之下，2026 年上半年受灾人口约 1,132.6 万人次、直接经济损失 338.7 亿元，占 GDP 约 0.05%，当前灾情规模仍明显低于前两轮次年水平。防汛重建因此偏向后周期配置。水利和防汛设备需求需要降水和灾情确认，水利建设还受中长期政策投入支撑，2024 年全国水利投资完成 13,529 亿元，2025 年约 1.28 万亿元，2026 年上半年 5,151 亿元。后续重点在灾情变化带来的边际增量，建材和环保设备的兑现节奏相对靠后。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表21：强厄尔尼诺相关年份洪涝灾情对比

指标	1998 年（厄尔尼诺次年）	2016 年（厄尔尼诺次年）	2026 年上半年（发展年）
受灾人口（万人次）	22300	9955	1132.6
直接经济损失（亿元）	2551	3134.4	338.7
占 GDP 比重（%）	3.02	0.42	0.05
农作物受灾面积（千公顷）	22290（成灾 13780）	8531.4（绝收 1297.3）	852.1
死亡失踪人数	4150	约 900	124
重灾区分布	长江全流域、松花江、嫩江	湖北、湖南、安徽	贵州、湖南、重庆（三省占损 55.9%）

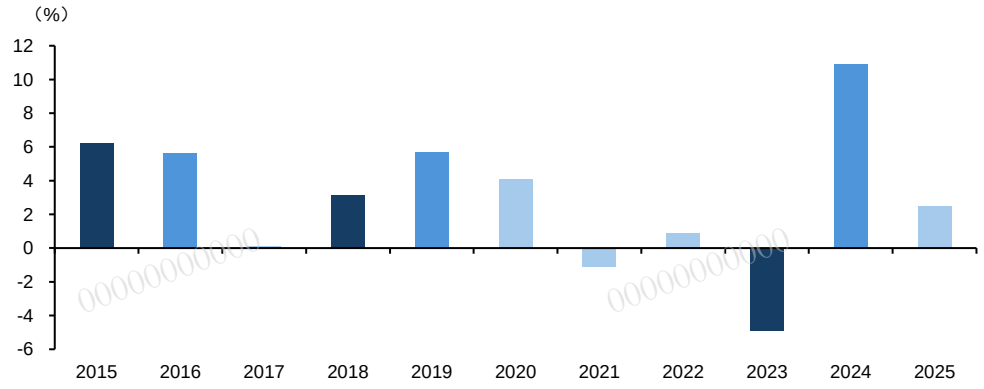
资料来源：国家减灾网，水利部，国家统计局，华泰研究

受损链条：水电、暖冬与中游成本挤压

水电：发展期来水约束，衰减期存在修复

水电受厄尔尼诺影响的核心变量是来水。2023 年强厄尔尼诺发展期全国水电发电量同比-4.9%，2024 年厄尔尼诺衰减后反弹至+10.9%。同期全社会用电量始终正增长，说明水电波动主要由来水驱动。2015 年超强厄尔尼诺发展至达峰阶段，全国水电同比仍录得+6.2%，但华能水电 2023H1 发电量同比减少 25.4%，来水偏枯约 2.5 成；本轮 2026H1 来水偏枯约 1.3 成，上游机组降幅 15%~30%，被下游电站对冲后总量仅增加 4.0%；三峡入库流量 9 月同比减少 60.1%。若四季度偏枯延续，全年水电增速可能由正转负，衰减期来水修复的历史规律仍成立，兑现时点取决于何时达峰及转拉尼娜的节奏。

图表22：全国水电发电量同比增速与厄尔尼诺阶段（2015-2025）



资料来源：iFind，国家统计局，华泰研究

图表23：主要公司水电发电量与来水验证

公司	时期	ENSO 阶段	发电量同比	来水特征
华能水电	2023H1	强厄尔尼诺发展	-25.40%	来水偏枯约 2.5 成
华能水电	2026H1	本轮发展期	4.00%	偏枯 1.3 成；上游机组-15%-30%
长江电力	2026H1	本轮发展期	4.80%	多流域分散，偏枯效应被稀释

资料来源：iFind，国家统计局，各公司公告，各公司年报，华泰研究

暖冬：冬季取暖需求承压，但全年净效应不确定

暖冬主要压低冬季取暖用煤、用油和用气需求，对煤炭、石化和燃气形成季节性压力；夏季极端高温则通过制冷需求增加电力负荷，并可能抬升火电和动力煤需求。两种效应发生在不同季节，全年能源需求方向取决于夏季负荷、冬季气温以及供给和库存环境。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表24：暖冬与高温对能源需求的季节性对比

时间窗口	气候变化	能源需求传导	A 股主要映射	方向
夏季（6-9 月）	极端高温、制冷负荷上升	火电补位需求增加，动力煤日耗抬升	火电、动力煤	正向
冬季（11-2 月）	暖冬概率上升	取暖用煤、用油、用气需求下降，现货价格承压	煤炭、石化、燃气	负向
全年	高温与暖冬并存	夏季需求利好与冬季需求利空相互抵消	煤炭、火电、石化、燃气	不确定

资料来源：国家统计局，华泰研究

中游成本挤压：原料涨价与成品提价不同步，部分加工环节利润承压

农产品涨价在改善部分上游生产环节收益的同时，也可能增加食品、食用油和饲料加工企业的成本。中游企业采购价格随原料市场调整，成品提价却受到行业竞争、渠道议价和终端需求的约束，成本向下游传导往往存在时滞。以饲料加工为例，根据农业农村部监测数据计算，2026 年 5 月 28 日至 10 月 15 日，全国豆粕均价上涨约 5.5%，育肥猪配合饲料均价反而下降约 0.6%，原料与成品价格走势出现分化。当原料综合采购成本上升，而产品售价难以同步调整时，单位加工毛利就会收窄；低价库存虽能暂时缓冲，但随着高价原料进入生产，成本压力将逐步体现。因此，原料成本占比较高、产品提价能力较弱的加工环节，更容易在农产品涨价过程中承受利润挤压。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

厄尔尼诺期间的商品表现

厄尔尼诺对商品价格的影响，需要结合产区天气、产量、库存和需求变化理解。历史厄尔尼诺现象中，不同品种的涨跌方向与行情节奏存在明显差异，气候强度难以直接决定价格涨幅，商品行情与厄尔尼诺现象的起止也并不同步。本部分先比较不同强度厄尔尼诺现象中的主要商品表现，再复盘 1997-1998 年和 2014-2016 年两轮超强厄尔尼诺现象，梳理天气预期、供给兑现与库存变化对价格路径的影响。

强度-行情映射

商品行情的结构性分化贯穿不同强度的厄尔尼诺现象。在价格数据完整的 6 轮厄尔尼诺中，1997-1998 年和 2014-2016 年两轮超强厄尔尼诺期间，7 个品种中分别有 2 个和 4 个上涨，而中等强度的 2002-2003 年则出现了全部上涨的情形。分品种看，咖啡和棉花在两轮超强厄尔尼诺中均下跌，大豆、玉米和原糖则涨跌互现。**历史表现说明，厄尔尼诺期间的上涨广度和品种走势存在较大差异，强度等级对行情的解释需要结合具体品种展开。**

同等强度下的涨跌幅差异较大，各轮厄尔尼诺的供需与宏观背景是理解行情的重要线索。在 4 轮中等厄尔尼诺中，棉花涨跌幅介于−1.9%至 72.1%，可可则介于 0.2%至 216.2%，相同强度对应的价格表现相差悬殊。马棕在超强组中的较高涨幅也叠加了林吉特贬值的影响，尤其是 1997-1998 年，其本币计价表现需要结合汇率变化理解。此外，厄尔尼诺发生时的库存水平、其他产区的供给情况及需求变化，也可能放大或抵消天气冲击对价格的影响。因此，同强度组内各轮厄尔尼诺的涨幅差异混合了天气、供需及宏观环境等多重因素，分析时应逐轮比较，结合当时的市场条件解释价格变化。

强度—行情映射应以品种供需为核心，重点跟踪天气冲击向产量和库存的传导。强度等级可以作为识别天气风险的起点，进一步判断行情，则需关注异常天气是否覆盖核心产区及关键生长期、潜在减产能否被库存和其他产区增产弥补，以及需求和前期价格是否已反映相关预期。同时，还应结合厄尔尼诺前后的价格路径，观察市场是在提前交易减产预期，还是在产量和库存数据公布后调整定价，从而区分天气风险、供需兑现与价格反应的不同阶段。

图表25：超强厄尔尼诺未必带来商品普涨，同轮事件内品种表现分化

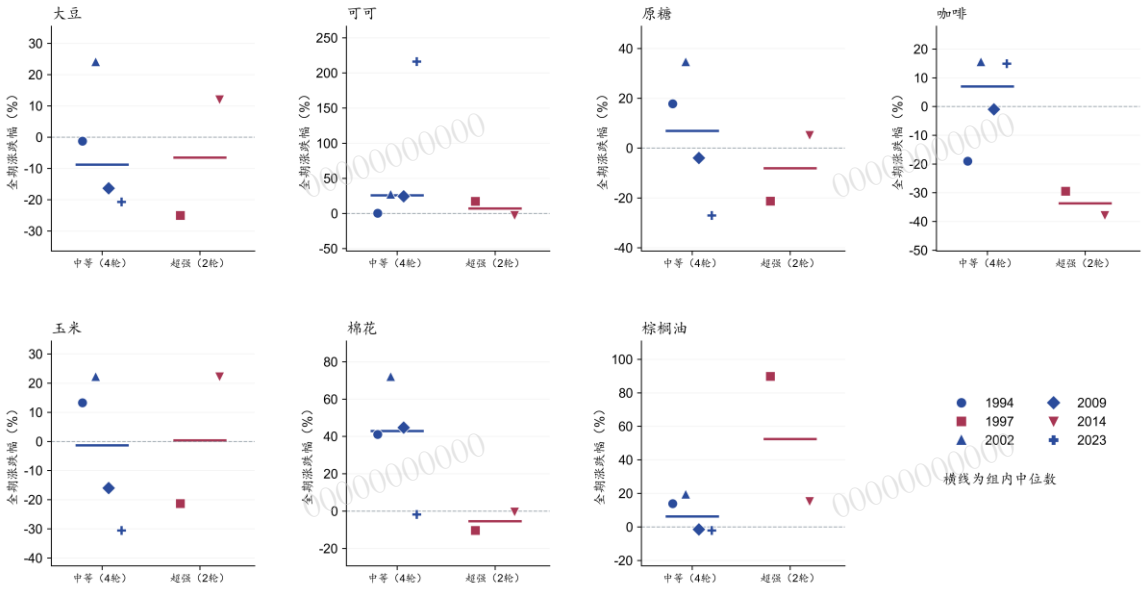
品种	1994–95中等	1997–98超强	2002–03中等	2009–10中等	2014–16超强	2023–24中等
大豆	-1.20%	-25.10%	24.20%	-16.30%	12.00%	-20.70%
可可	0.20%	17.10%	27.30%	24.30%	-3.20%	216.20%
原糖	17.80%	-21.30%	34.70%	-3.90%	5.10%	-27.10%
咖啡	-19.00%	-29.50%	15.60%	-1.00%	-38.00%	14.90%
玉米	13.30%	-21.40%	22.30%	-16.00%	22.20%	-30.60%
棉花	41.10%	-10.40%	72.10%	44.70%	-0.50%	-1.90%
棕榈油	13.90%	89.80%	19.60%	-1.50%	15.10%	-2.10%

注：数字为该轮厄尔尼诺全期价格涨跌幅，起点取厄尔尼诺现象开始前一月末
资料来源：iFind，华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表26：各品种未呈现一致的强度-涨幅排序，同强度厄尔尼诺现象表现分散



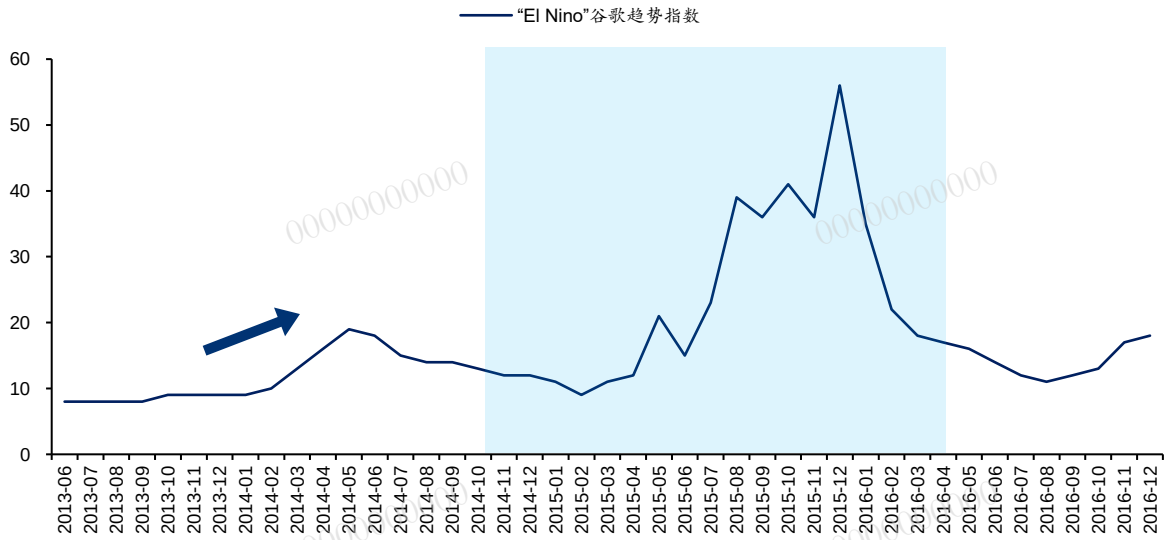
资料来源：iFind，华泰研究

两次超强行情复盘

1997-1998 年和 2014-2016 年同属超强厄尔尼诺事件，但主要商品的领先品种、上涨时点与行情持续性存在明显差异。两轮复盘表明，价格既可能提前反映供应风险，也可能在天气现象结束后继续受到滞后减产和去库存的支撑；需求与汇率变化则进一步改变了价格反应。以下从预期交易、供给兑现及宏观环境三个方面展开分析，并沿各轮事件的价格路径梳理主导因素的变化。

第一，预期推动价格提前反应，预期差影响行情能否延续。厄尔尼诺发生的概率、强度及对主产区的影响，在实际减产出现前就会影响价格。随后，产量和库存数据会检验此前的判断：若减产幅度小于预期，前期上涨可能回吐；若减产幅度高于预期，则可能带来进一步上涨。因此，事前上涨需要辨别究竟反映了天气预期，还是原有供需矛盾；事后也要比较实际产量与此前的市场预期，而不能仅看产量是否下降。

图表27：厄尔尼诺关注度在事前已升温，持续期进一步攀升



注：蓝色区域为国家气候中心定义的厄尔尼诺事件区间
资料来源：Google Trends，华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

第二，作物生长周期和库存缓冲决定供给兑现的先后，价格高点与厄尔尼诺峰值不同步。玉米、大豆的损失要结合授粉、灌浆或结荚等关键生长期判断；原糖需要沿甘蔗生长、收割和压榨进度观察；咖啡则受开花、坐果与采收周期影响。油棕受旱后，后续果串形成和单产下降存在生理滞后。即使减产已经出现，库存仍可能暂时缓冲缺口；天气恢复后，产量和库存也需要时间修复。这些差异决定了各品种行情启动、延续和见顶的时点。

第三，需求、汇率和原有库存条件决定同样的供给冲击能推高多少价格。需求走弱可能抵消减产影响，高库存可能延后供应紧张的显现，汇率变化则会使本币价格与美元价格表现不同。复盘时，需要综合考虑这些因素，判断上涨由哪些力量共同推动，回落又意味着供给担忧缓解，还是需求和金融条件发生变化。

1997-1998 年：供给分化与金融危机交错

第一阶段（1996 年 4 月-1997 年 10 月）：咖啡价格率先上涨，糖、棉、玉米随后出现反弹，行情主要围绕各自供需与未来供应风险展开。咖啡在厄尔尼诺开始前已明显走强，其主要原因是需求强劲及阿拉比卡供应偏紧。在厄尔尼诺初期，原糖、棉花和玉米先后反弹，棕榈油也从年中低点回升，但天气带来的产量损失尚待数据验证。这一阶段应将前期短缺带来的上涨与新增减产担忧结合起来看；亚洲金融危机在后半段开始削弱区域需求，并通过林吉特贬值影响马棕油报价，天气预期与外部压力同时影响定价。

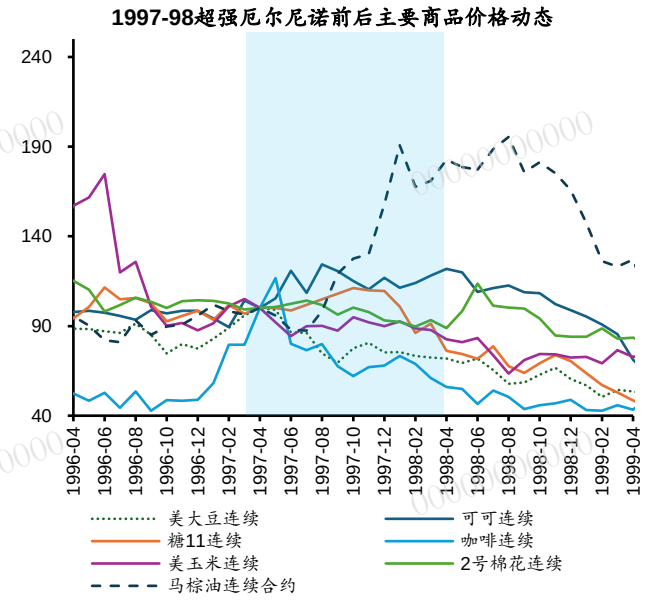
第二阶段（1997 年 11 月-1998 年 5 月）：棕榈油维持强势，其他品种逐步转弱，减产兑现分化与金融危机共同主导行情。随着前期厄尔尼诺造成的干旱影响逐步显现，不同品种的供给预期开始分化。油棕单产损失具有滞后性，1997/98 年马来西亚油棕单产下降约 12%，为棕榈油价格提供了基本面支撑。相比之下，大豆、原糖等品种的全球产量未同步收缩，前期减产预期缺乏持续支撑，叠加亚洲金融危机引发的需求走弱，价格逐步承压。与此同时，林吉特贬值使棕榈油的本币计价涨幅显著高于美元计价涨幅。截至 1998 年 5 月，马棕油价格较事件前基期以林吉特计价上涨 78.6%，而按同期汇率折算的美元计价涨幅约为 17.0%。这表明棕榈油的相对强势既有供给收缩的支撑，其本币计价涨幅也受到汇率贬值的明显影响。

第三阶段（1998 年 6 月-1999 年 5 月）：棕榈油在事件结束后再度冲高，随后随供给恢复而回落，多数其他品种仍偏弱。马棕油本币价格到 1998 年 8 月才达到阶段性高点，比厄尔尼诺结束晚三个月，反映出天气消退与供给影响消退并不同步；林吉特仍弱于危机前，也使本币高点更为突出。此后，全球棕榈油产量恢复，咖啡供应和出口前景改善，前期短缺担忧逐步缓解，价格重心随之下移。金融危机的需求压力仍在，使这一阶段难以形成普遍上涨。后段行情的关注点由减产风险转向供给恢复。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

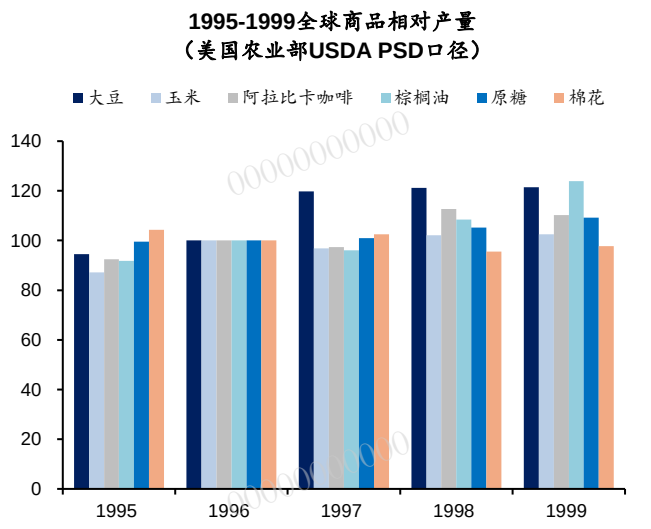
图表28：咖啡率先走强，棕榈油涨势延续至厄尔尼诺结束后



注：蓝色区域为厄尔尼诺事件区间

资料来源：iFind，华泰研究

图表29：超强厄尔尼诺期间全球农产品产量分化



注：图中设定 1996 年为基期

资料来源：美国农业部 USDA PSD，华泰研究

2014-2016 年：预期先行、减产随后兑现，库存使得行情延续

第一阶段（2013 年 9 月-2015 年 6 月）：咖啡先涨后落，大豆和玉米在前期下跌后反弹，厄尔尼诺尚未带来一致的减产行情。咖啡早期上涨已有巴西干旱和阿拉比卡减产的支撑，进入厄尔尼诺后反而逐步回落；大豆、玉米则随新作季供需判断出现价格修复。此时，马来西亚油棕产量尚未持续下降，棉花又受到前期高库存约束，天气风险并未立即转化为普遍的供应短缺。马来西亚年末洪涝还曾短暂扰动收获与运输，因此，本阶段的价格波动很大程度上受到各品种原有供需条件和其他天气冲击的共同影响，不全是厄尔尼诺减产预期带来的。

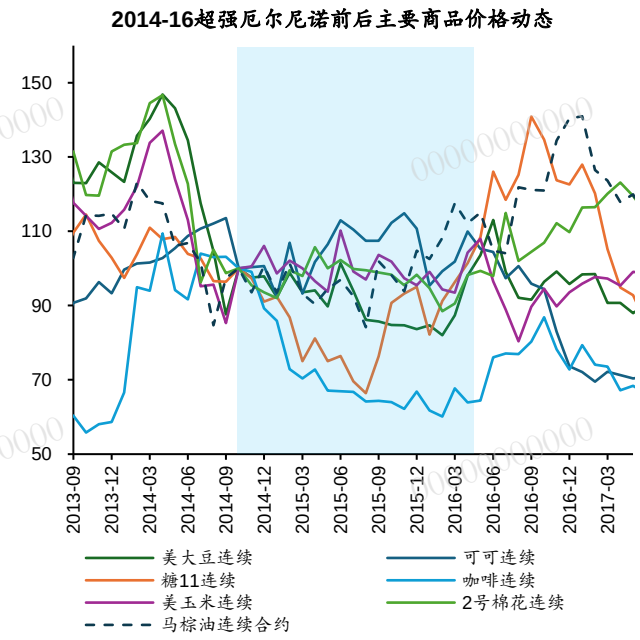
第二阶段（2015 年 7 月-2016 年 5 月）：原糖和棕榈油从低位走强，行情由减产预期逐步转向实际供给收缩的验证。马来西亚主产区持续干旱时，油棕的生理损伤尚未全部体现为当期减产：2015 年下半年产量仍同比增加约 3%，价格回升已先于供给明显收缩。到 2016 年 1-5 月，产量同比下降约 16.8%，此前的减产预期才得到更直接的验证。原糖也随榨季推进出现供给缺口，糖、油脂的上涨因此获得产量支持。大豆、玉米仍受各自产季和产区天气影响，棉花则因库存缓冲修复较慢。

第三阶段（2016 年 6 月-2017 年 5 月）：天气事件结束后，原糖、棕榈油和棉花仍先后走强，行情主要围绕滞后减产、库存消化及供给恢复展开。原糖在 2016 年 9 月、马棕油在 2017 年 1 月、棉花在 2017 年 4 月分别达到阶段价格高点，反映出不同的供给与库存节奏。油棕此前受旱的影响在 2016 年仍持续兑现，减产叠加去库存，使供应紧张延续到厄尔尼诺结束之后；马棕油高点因此比厄尔尼诺结束晚八个月，并受到林吉特贬值的放大。原糖的后段上涨有连续供给缺口支持，棉花则经历更慢的库存消化。随后，糖和棕榈油从高位回落，大豆、玉米也随新作季供给预期变化而波动，市场关注点逐步转向缺口何时修复。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

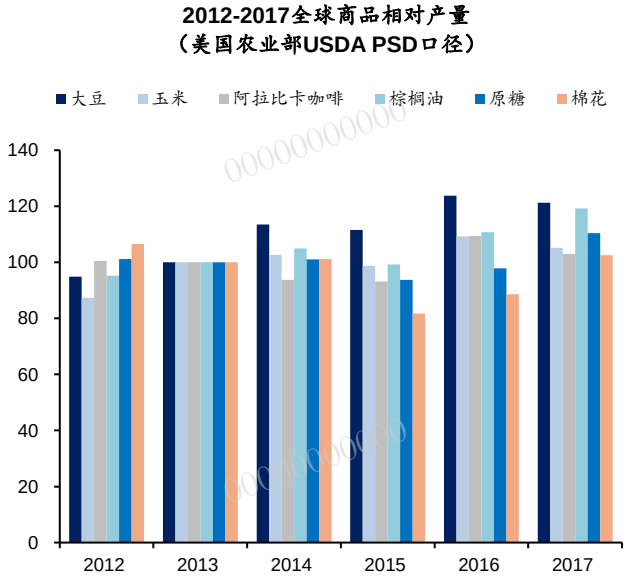
图表30：原糖、棕榈油先后走强，价格高点滞后于厄尔尼诺结束



注：蓝色区域为厄尔尼诺事件区间

资料来源：iFind，华泰研究

图表31：原糖、棉花阶段性减产较明显，大豆产量维持高位



注：图中设定 2013 年为基期

资料来源：美国农业部 USDA PSD，华泰研究



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

厄尔尼诺阶段行业轮动规律

宽基与风格缺乏一致方向，行业表现分化

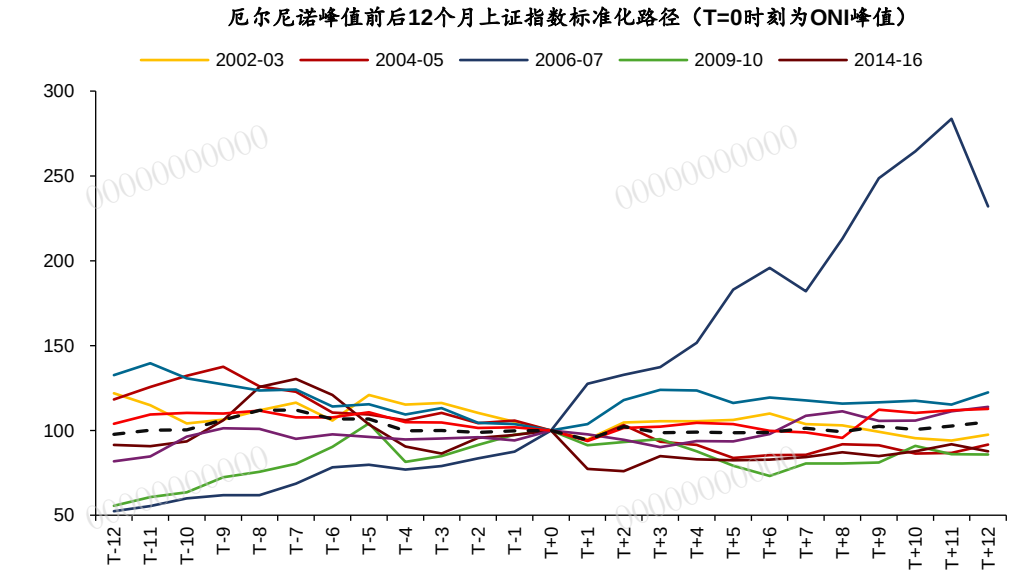
宽基指数在不同厄尔尼诺事件中的走势差异较大，未呈现一致的方向性特征。1997 年以来 9 轮已结束事件中，上证指数按事件起止月计算共计 4 轮上涨、5 轮下跌，涨跌方向与幅度均较分散。进一步将 1997—1998 年以外的 8 轮事件对齐至 ONI 峰值，各轮指数路径仍存在明显差异，峰值前后未形成共同遵循的涨跌节奏。

图表32：厄尔尼诺期间上证指数涨跌互现



注：图中标出了 1997 年以来强度等级中等以上的厄尔尼诺事件
资料来源：iFind，华泰研究

图表33：历轮厄尔尼诺峰值前后，上证综指走势明显分散



资料来源：iFind，NOAA Climate Prediction Center，华泰研究

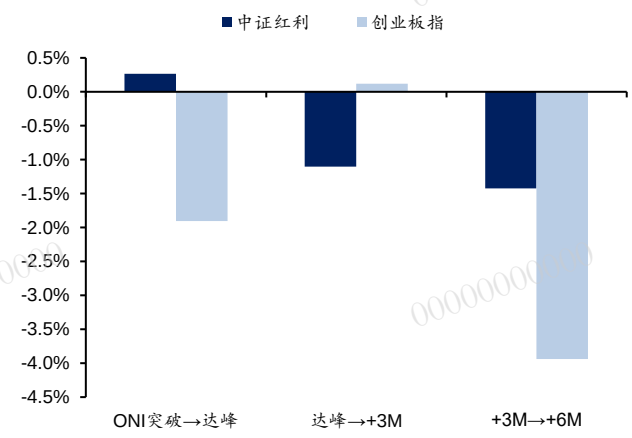
中证红利与创业板指在不同阶段的相对表现有所变化，但不存在跨事件一致性。2014 年以来 4 轮厄尔尼诺中，从 ONI 突破 0.5℃至达峰，中证红利与创业板指的区间收益中位数分别约为 0.3%和−1.9%；达峰后 3 个月，二者中位数分别约为−1.1%和 0.1%。虽然阶段中位数显示二者交替占优，但三个观察阶段中红利跑赢创业板的胜率均为 50%，领先关系并未在各轮厄尔尼诺中稳定重复。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

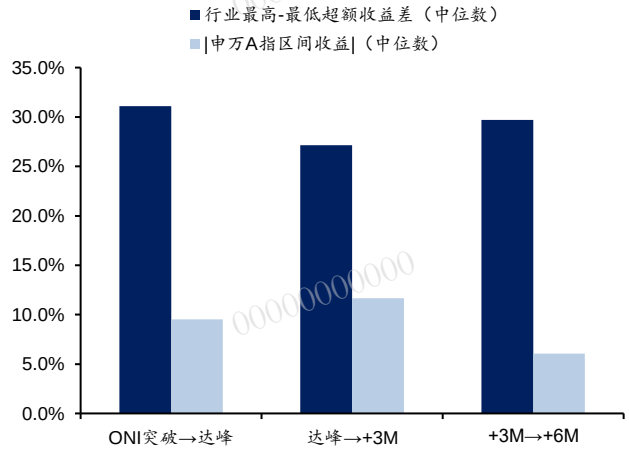
行业收益差异贯穿各观察阶段，进一步分析应聚焦产业传导与行业相对表现。从 ONI 突破至达峰、达峰至 3 个月后、3 个月后至 6 个月后，31 个申万一级行业最高与最低超额收益之差的中位数分别为 31.1、27.1 和 29.7 个百分点，显示各阶段均存在较明显的行业分化。这些差异同时受到市场风格、政策与产业周期影响，不能全部归因于厄尔尼诺。

图表34：红利与创业板的收益中位数在不同阶段交替领先



资料来源：iFinD，NOAA Climate Prediction Center，华泰研究

图表35：各阶段行业最高与最低超额收益之差均接近 30 个百分点



资料来源：iFinD，NOAA Climate Prediction Center，华泰研究

行业轮动规律

在宽基与风格表现缺乏一致方向的背景下，行业层面的复盘更适合围绕相对收益及其主导因素展开。结合 2014-2016 年案例，我们将相关行业的表现划分为“预期定价—初期重估—持续期分化—后期再定价”四个阶段，各阶段的持续时间和领先方向受到市场环境与行业基本面的共同影响。

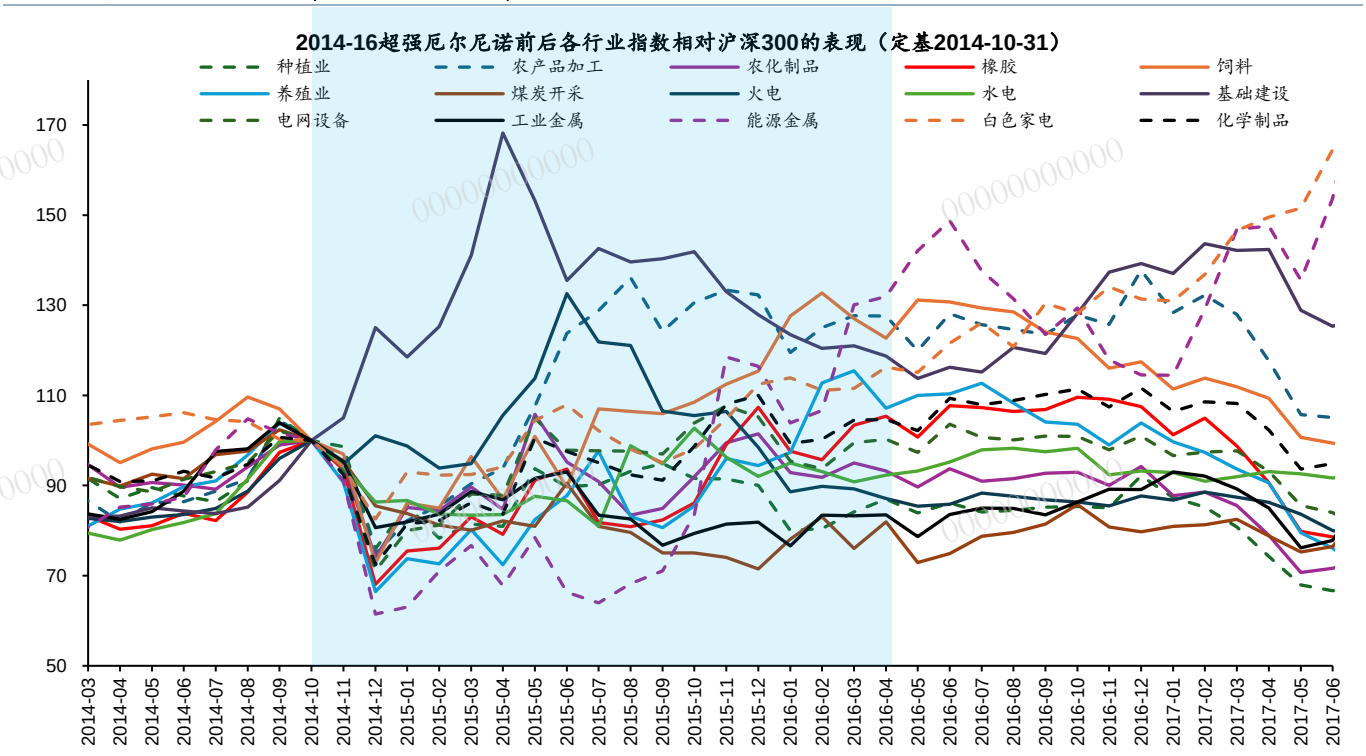
1）预期定价阶段，部分相关行业可能在事件发生前形成相对优势；
2）初期重估阶段，前期涨幅与市场预期重新匹配，表现为优势回吐或落后补涨；
3）持续期分化阶段，行业走势逐渐拉开，行情能否延续需要产品价格、成本和盈利提供支持；
4）后期再定价阶段，市场重新评估原有预期，部分领先方向退潮，与厄尔尼诺相关性较弱的行业相对优势增强。

2014—2016 年的行情大体呈现出上述阶段特征。具体观察上，我们选取种植业、农产品加工、农化制品、橡胶、饲料、养殖业、煤炭开采、火电、水电、基础建设、电网设备、工业金属、能源金属、白色家电和化学制品等 15 个行业指数，其中火电、水电采用中信指数，其余采用申万二级行业指数，覆盖厄尔尼诺对股市的主要传导链条。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表36：事前相关行业持续走强，事件初期超额回吐，持续期表现分化



注：蓝色区域为厄尔尼诺事件区间

资料来源：iFind，华泰研究

预期定价阶段，2014 年二、三季度的相关行业提前走强，相对优势在多个方向扩散。2014 年 4-9 月，选取的 15 个行业中有 14 个跑赢沪深 300，养殖业、农产品加工和种植业分别取得约 32.1、23.5 和 16.8 个百分点的超额收益，工业金属、橡胶等方向也同步走强。从图形看，多个行业相对沪深 300 的表现在厄尔尼诺开始前已提前走强，符合预期定价阶段行情提前展开的形态。

初期重估阶段，2014 年四季度，农业相关行业此前跑赢大盘的优势开始回吐。2014 年 4—9 月，养殖业、农产品加工和种植业分别跑赢沪深 300 约 32.1、23.5 和 16.8 个百分点，形成较明显的超额收益；进入四季度后，这些前期领先行业普遍跑输大盘，**相对收益优势收窄，行业表现开始随市场风格切换重新排序。**当季沪深 300 上涨约 44.2%，选取的 15 个行业中有 13 个跑输基准，农业相关行业的超额收益普遍下行。但其中仍有 12 个行业录得绝对上涨，火电和基础建设分别上涨约 51.7%、97.9%，种植业和农产品加工也保持小幅上涨。本阶段的重估主要体现为多数行业的相对收益回吐。行业内部，火电和基础建设延续了相对强势，农业相关方向则出现更明显的相对调整，表明提前走强之后，市场并未继续给予所有相关行业一致的表现。

持续期分化阶段，2015 年初至 2016 年春的行业走势在共同波动中逐渐拉开，原有主题内部出现明显差异。2015 年上半年，15 个行业全部跑赢沪深 300，农产品加工、橡胶和电网设备表现较强。三季度，15 个行业又全部下跌，市场整体调整打断了前期扩散。随着共同波动缓和，内部差异进一步显现：2015 年四季度，橡胶、农化制品和能源金属在反弹中较强，火电、基础建设的相对优势则减弱；2016 年 1-4 月，养殖业、饲料分别跑赢沪深 300 约 11.4、5.4 个百分点，种植业、火电却分别跑输约 2.9、9.8 个百分点。这一阶段符合持续期分化的特征，研究重点也应由相关行业是否共同受益，转向各行业的产品价格、投入成本和供给周期能否支撑行情延续。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

后期再定价阶段，随着厄尔尼诺事件结束，相关交易逻辑逐渐退潮，市场定价重心转向其他政策与产业因素。2016 年 5-10 月，15 个行业全部上涨，其中 9 个跑赢沪深 300，绝对收益修复与相对优势延续仍有差异。其中，煤炭开采、工业金属分别取得约 4.9、3.6 个百分点的超额收益，养殖业和种植业则分别跑输约 3.5、2.0 个百分点。行业表现的重新分化，反映出市场主导逻辑的切换：煤炭开采的相对强势更多受益于供给侧结构性改革推进、去产能政策落地及供需格局改善，工业金属则受到需求预期修复等因素支撑，而此前受气候预期影响的部分行业未能延续领先优势。整体而言，随着厄尔尼诺相关预期逐步兑现，气候因素对行业定价的边际影响减弱，市场交易重心逐渐回归政策变化、产业供需及盈利基本面，行业相对收益随之重新排序。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

本轮特征与行情演绎判断

本轮与 1997-1998 年、2015-2016 年的差异，主要体现在全球变暖带来的更高的温度背景、地缘与航运约束，以及商品库存的分化。这些变化分别影响天气冲击的程度、供给传导的路径和价格上涨的持续性。

本轮三大差异：变暖背景、地缘约束与库存分化

差异一：全球变暖抬高温度基线，热旱叠加放大农业供给压力。

本轮厄尔尼诺发生在更高的全球温度背景下。WMO 确认 2015-2025 年为有记录以来最暖的 11 年；2026 年 9 月全球平均气温较 1991-2020 年同期均值高 0.82℃，为有记录以来第二暖的 9 月。更高的温度起点增加蒸散和作物需水量，使降雨不足更容易转化为土壤失水和单产损失，强化高温与干旱的叠加影响。**产区天气压力已反映在产量预测中。**FAO10 月继续下调全球玉米产量预期，主要原因包括欧盟和美国高温干旱削弱单产潜力。对于油棕而言，水分不足则可通过花序发育和果串形成影响后续收成，减产具有滞后性。本轮更高的温度基线，使当季作物承压与多年生作物后续减产风险交错，使供给影响可能跨季延续；热旱范围、持续时间及其与关键生育期的重合程度将决定实际损失。

差异二：地缘冲突与航运约束叠加，天气冲击沿成本和贸易通道进一步放大。

天气风险叠加中东能源供应扰动和黑海粮食外运受阻，农业同时面临生产成本与交付约束。中东冲突影响能源、硫磺和合成氨供应，通过燃料、磷肥和氮肥链条抬升农业成本。IEA10 月月报显示，截至 9 月底，全球可观测石油库存较 2 月底减少 5.09 亿桶。能源库存缓冲消耗，使部分成本压力先于热带作物减产兑现，并可能通过压缩农户施肥和田间管理投入，削弱后续产量恢复能力。**贸易端，**FAO 因黑海航运受限及替代运力不足，下调谷物贸易预期，同时上调俄罗斯和乌克兰小麦期末库存预期，产地库存向进口市场可用供给的转化受到约束。巴拿马运河每日预约名额自 9 月 15 日起降至 32 个，随后随水文条件改善，自 10 月 15 日起回升至 33 个。本轮供给冲击由产量损失延伸至交付受阻，进口到岸价格同时受到农产品供给、能源和物流成本影响，冲击的持续性也与运输通道修复速度相关。

差异三：库存缓冲分化，贸易政策与生物燃料需求重塑可用供给。

与 1997-1998 年、2015-2016 年相比，本轮谷物整体供应相对更充足，但部分品种的贸易格局有所变化，叠加政策推动油脂需求增长，不同农产品的价格上涨空间可能分化。FAO10 月预计，2026 年全球谷物产量为 29.79 亿吨，同比下降 2.1%，但 2026/27 年度库存消费比仍达 31.7%，供给压力更集中于特定品种和贸易环节。食糖方面，印度 8 月开放 100 万吨零关税原糖进口配额，通过进口补充国内供应，政策调节同时涉及出口管理与进口补给，天气冲击将通过出口余量和进口采购共同传导至国际市场。

油脂方面，本轮叠加印尼生物燃料政策扩张。印尼能源部 9 月 15 日通报显示，B50 已覆盖约 94%的加油站，国内消耗增加将影响棕榈油在能源消费与出口之间的分配。同时，MPOB9 月初步数据显示，马来西亚棕榈油库存环比增加 24.54%至 351.09 万吨，产量增长与出口下降推动库存继续积累。政策需求扩张与部分产区累库并存，构成本轮油脂市场的重要特征，库存丰厚的市场能够吸收部分减产，国内消耗增加则可能压缩出口余量，天气冲击因此更易形成品种和地区之间的价格分化。

历史规律上 ONI 并非行业行情的统一时钟

我们发现，受益链条的相关行业的超额收益并不始终与 ONI 走势一致，同期市场环境和各自产业逻辑的影响则更为明显。2009 年事件起点后一个月，沪深 300 下跌约 24%，农化制品、种植等行业虽普遍下跌，多数仍跑赢大盘，超额收益曲线普遍上行主要反映的是相对抗跌。2023 年相关行业则在弱市中明显分化：煤炭、水电、白电保持较强超额收益，农化、种植和农产品加工转弱。同期煤炭利润下滑、国内粮食增产，也难以用统一的天气利好解释这组行情。**从时点看，ONI 达峰同样未对应行业超额收益的共同峰值或统一拐点，**2009 年和 2023 年，部分行业在 ONI 见顶回落后仍继续取得超额收益；2014—2016 年，部分行业的超额收益则提前见顶，行业行情与气候强度的变化节奏并不同步。因此，ONI 可以提示潜在的气候冲击，但判断行业股价表现及行情节奏，还需结合冲击对具体行业供需和盈利的实际影响，以及同期市场环境。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

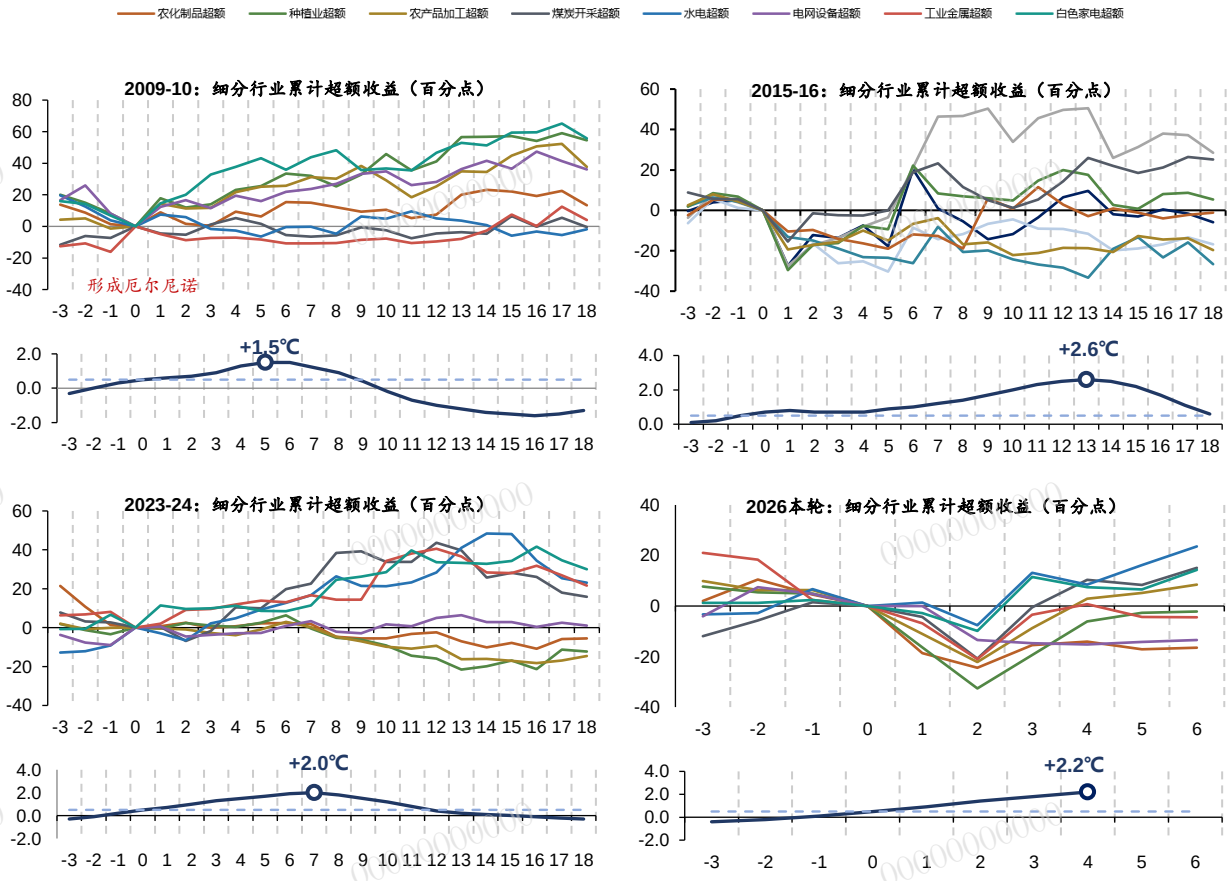
下载日志已记录，仅供内部参考

图表37：行业超额收益峰值时点与幅度各异，ONI 强度难以推算行情

行业	2009—10 ONI峰值 +1.5℃	2015—16 ONI峰值 +2.6℃	2023—24 ONI峰值 +2.0℃
农化制品	+15.4个百分点 滞后1个月见顶	+20.3个百分点 提前7个月见顶	+2.6个百分点 提前5个月见顶
种植业	+33.5个百分点 滞后1个月见顶	无正超额	+6.3个百分点 提前1个月见顶
农产品加工	+31.2个百分点 滞后2个月见顶	+50.5个百分点 同月见顶	+3.0个百分点 提前1个月见顶
煤炭开采	+5.4个百分点 提前1个月见顶	无正超额	+39.2个百分点 滞后2个月见顶
水电	+7.5个百分点 提前4个月见顶	+11.5个百分点 提前2个月见顶	+26.4个百分点 滞后1个月见顶
电网设备	+27.0个百分点 滞后3个月见顶	+22.1个百分点 提前7个月见顶	+3.4个百分点 同月见顶
工业金属	无正超额	无正超额	+38.1个百分点 滞后4个月见顶
白色家电	+48.3个百分点 滞后3个月见顶	+26.4个百分点 滞后4个月见顶	+39.8个百分点 滞后4个月见顶

资料来源：iFind，华泰研究

图表38：历轮行业超额收益路径分化，ONI 达峰未形成共同拐点



资料来源：iFind，华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

本轮厄尔尼诺定价：股价已有部分反应，盈利兑现集中在少数环节

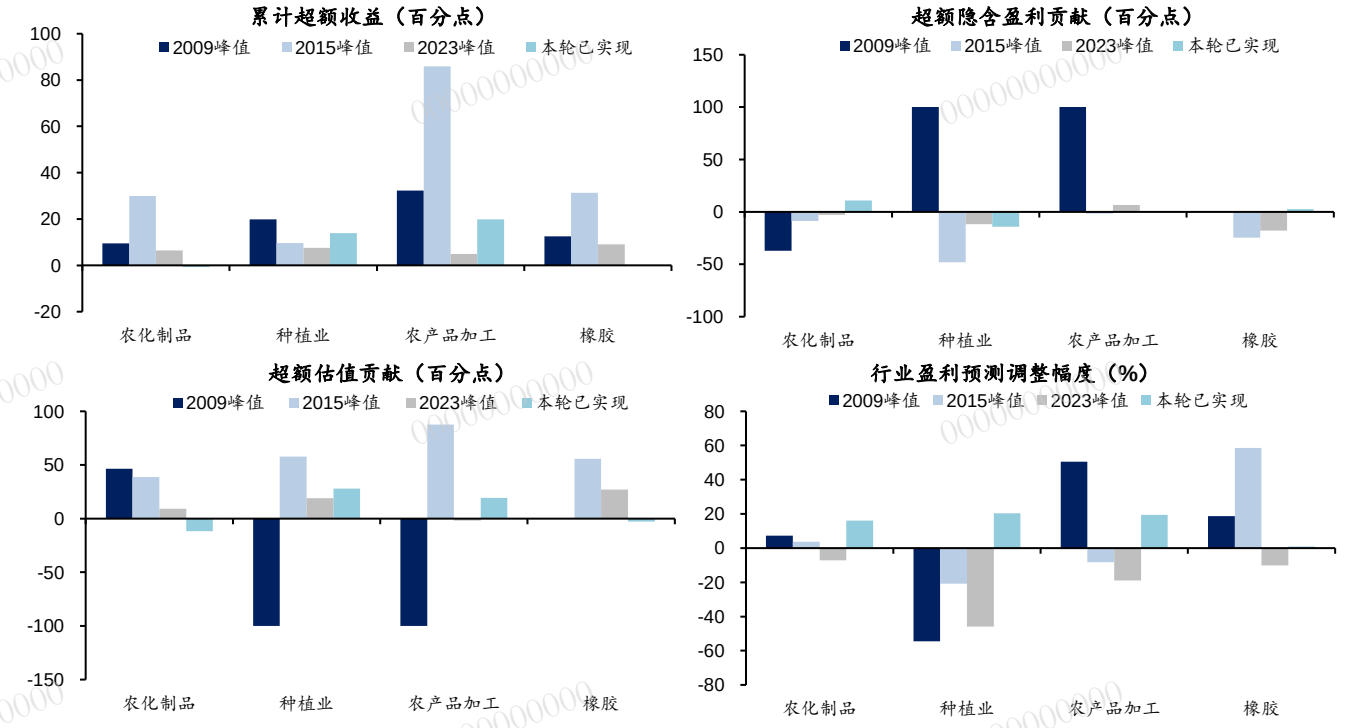
为考察本轮厄尔尼诺对 A 股相关产业链的影响，我们对上文选取的 15 个细分行业，从相对收益、估值变化及远期盈利预期三个维度观察市场定价情况。其中，盈利预测上修幅度通过比较 5 月 29 日与 10 月 16 日两个时点对 2027 年行业归母净利润的预测计算。截至 16 日，15 个行业中有 11 个跑赢沪深 300，其中 6 个取得超过 10 个百分点的超额收益。但在这 6 个行业中，仅种植业和农产品加工的 2027 年盈利预测上修幅度超过 10%，分别为 20.4%和 19.5%。饲料行业同期取得 7.6 个百分点的超额收益，2027 年盈利预测上修 22.4%，盈利预期改善也较为明显。整体来看，部分行业股价已反映本轮气候及产业预期，但股价表现与盈利预期的改善程度并不一致，商品供需变化向上市公司利润的传导仍存在明显分化。

我们选取最近的 2009 年、2015 年及 2023 年三轮厄尔尼诺周期历史数据与 2026 年本轮进行对照。各轮厄尔尼诺行情统一以 ONI 首个达到+0.5℃的三个月窗口末月的最后一个交易日为统计起点。历史各轮以各行业在对应事件窗口内累计超额收益最高日为比较日。在此基础上，根据指数价格与市盈率的变化，将相对沪深 300 的超额收益拆分为隐含盈利贡献和估值贡献；同时，比较统计起点与比较日对同一目标财年的行业归母净利润预测，观察股价表现是否得到远期盈利预期改善的支持。

农产品链：远期供给风险已获定价，库存缓冲与成本压力制约盈利兑现

农产品链是本轮气候预期反映较为充分的方向。5 月 29 日至 10 月 16 日，种植业和农产品加工分别跑赢大盘 13.8 和 19.8 个百分点，2027 年盈利预测分别上修 20.4%和 19.5%，但股价上涨主要由估值扩张贡献，且当前超额收益均已低于本轮各自的阶段高点。说明市场率先交易未来减产及价格上涨的预期，现货供需变化尚未形成对整个板块的持续推动。一方面，马来西亚 9 月棕榈油库存升至约 351 万吨，国内上一榨季食糖增产 179 万吨，较为充足的库存和供给对当期价格上涨形成缓冲；另一方面，原材料价格上涨并不必然转化为加工企业的利润增长，反而可能因成本抬升压缩毛利率。与此同时，农化制品虽有盈利预测上修，但股价未能跑赢大盘，橡胶行业也几乎没有取得超额收益，表明天气风险尚未转化为行业一致的盈利改善。

图表39： 本轮种植与农产品加工跑赢且盈利预期上修，链内表现分化



注：超额收益＝行业涨幅－沪深 300 涨幅；隐含盈利贡献＋估值贡献＝超额收益；2009 轮、2014—2016 轮、2023 轮及本轮的盈利预测调整，分别对应 2010 年、2015 年、2024 年及 2027 年归母净利润；

资料来源：NOAA CPC、TuShare、iFinD，华泰研究

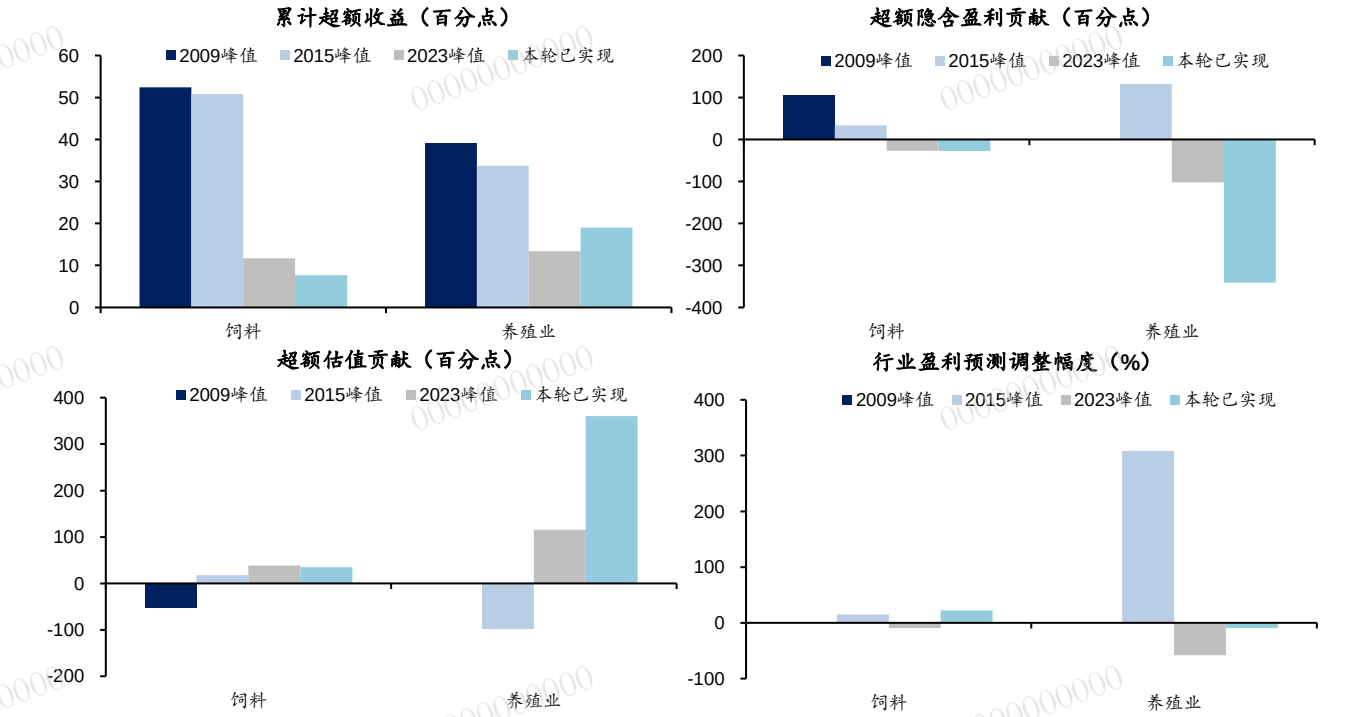
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

饲料-养殖链：原料成本传导与利润分化

饲料与养殖业均取得超额收益，但盈利预期明显分化。5 月 29 日至 10 月 16 日，两个行业分别跑赢沪深 300 约 7.6 和 19.0 个百分点，2027 年盈利预测分别上修 22.4%和下修 9.5%。养殖业股价表现更强，但远期盈利预期下调，股价上涨尚未获得盈利改善的支持。从产业链传导看，豆粕、鱼粉涨价首先推高饲料企业的原料采购成本；若饲料企业通过提价向下游转嫁成本，养殖端的成本压力将随之上升，其利润变化还需结合生猪、禽类及水产品的售价判断。据农业农村部及汇易网等数据，5 月末至 10 月中旬，全国豆粕价格上涨约 5.5%，秘鲁高蛋白鱼粉期货进口成本上涨约 19.5%，育肥猪配合饲料价格则基本持平，原料涨价尚未充分传导至配合饲料售价。目前，饲料行业的远期盈利预期有所改善，养殖业则呈现股价上涨与盈利预期下调并存的局面。

图表40： 本轮饲料与养殖业均跑赢大盘，饲料盈利预期上修、养殖业下修



注：超额收益＝行业涨幅－沪深 300 涨幅；隐含盈利贡献＋估值贡献＝超额收益；2009 轮、2014—2016 轮、2023 轮及本轮的盈利预测调整，分别对应 2010 年、2016 年、2024 年及 2027 年归母净利润；其中 2009 年盈利预期数据不完整，空白不代表零；

资料来源：NOAA CPC、TuShare、iFinD，华泰研究

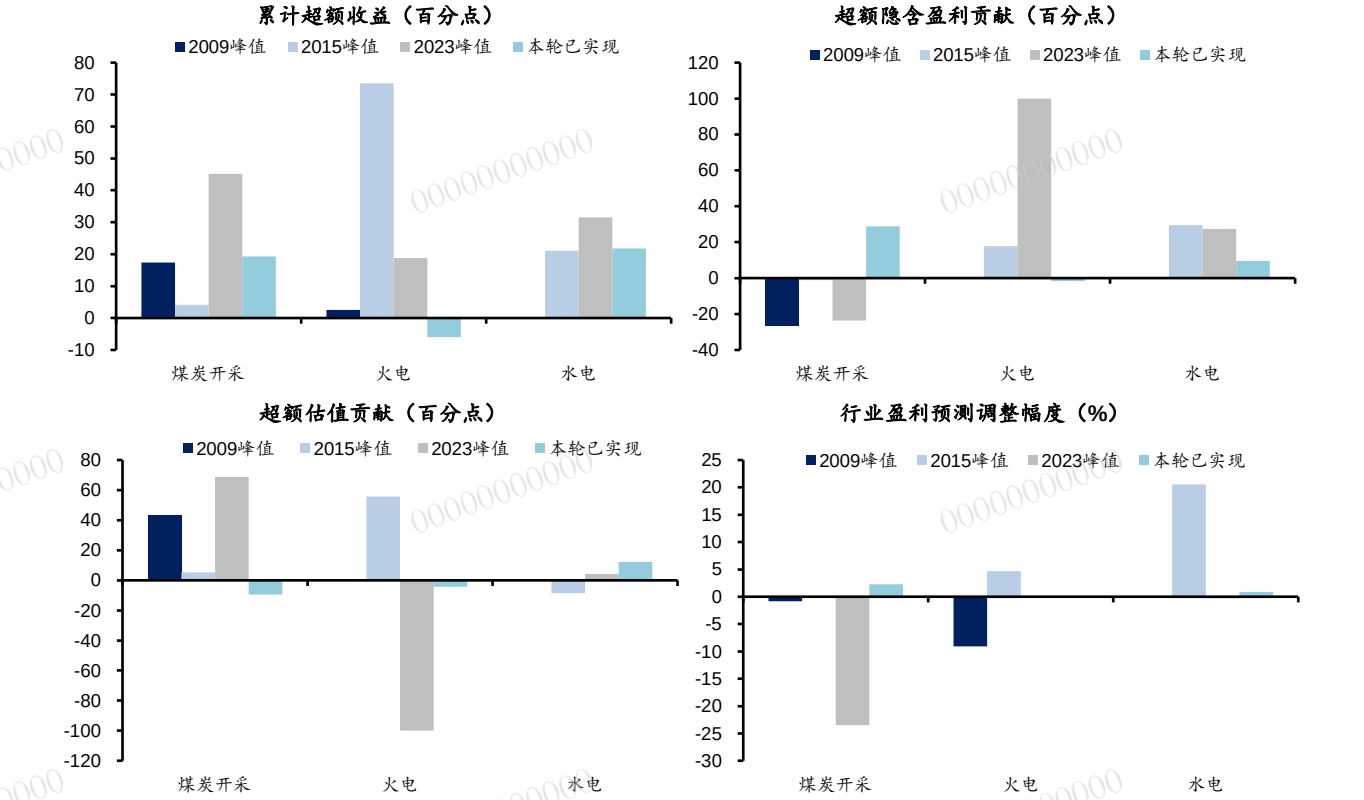
能源链：煤炭与水电表现强势，但产业间盈利传导存在分化

能源链内部的股价表现与利润变化同样存在明显分化。5 月 29 日至 10 月 16 日，煤炭开采和水电分别跑赢大盘 19.3 和 21.7 个百分点，火电则跑输 6.0 个百分点。煤炭板块的上涨有现货价格走高、终端库存下降等基本面因素支撑，但煤价上涨对下游火电企业首先意味着燃料成本增加。同时，尽管最高用电负荷创下新高，8 月火电发电量同比仍下降 4.3%，用电高峰并未带动整月发电量增长。水电方面，板块强势也不意味着全国来水条件普遍改善，长江电力上半年乌东德来水偏枯、三峡来水偏丰，行业 2027 年盈利预测仅上修 0.9%。综合来看，当前能源链的定价主要围绕煤炭供需偏紧、部分流域发电条件改善以及水电资产的现金流价值展开，尚未体现气候变化对各细分行业利润的共同拉动。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表41：煤炭与水电跑赢市场，火电跑输且盈利预期改善有限



注：超额收益＝行业涨幅－沪深 300 涨幅；隐含盈利贡献＋估值贡献＝超额收益；2009 轮、2014—2016 轮、2023 轮及本轮的盈利预测调整，分别对应 2010 年、2015 年、2024 年及 2027 年归母净利润；2009 轮水电盈利预期调整值为零；

资料来源：NOAA CPC、TuShare、iFinD，华泰研究

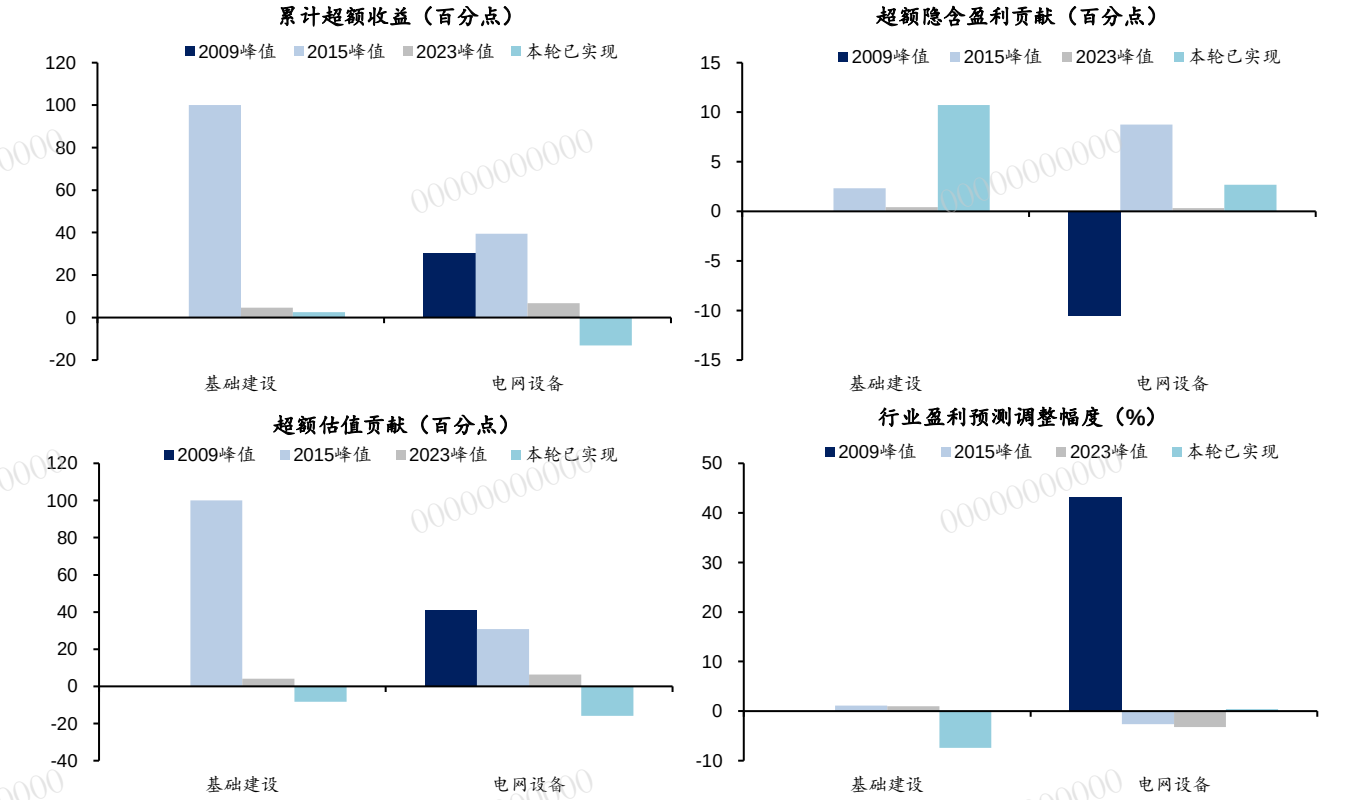
水利基建：既有投资提供需求支撑，气候新增订单尚未充分体现

与农产品和能源链相比，水利基建相关行业的市场表现相对平淡。5 月 29 日至 10 月 16 日，基础建设仅跑赢大盘 2.5 个百分点，电网设备跑输 13.2 个百分点，基础建设的 2027 年盈利预测还下修 7.4%。不过，股价表现偏弱并不意味着相关投资需求缺席。前三季度水利建设完成投资 7950 亿元，电网设备同样受益于既定的大规模投资规划，相关建设需求已构成行业基本盘。需要区分的是，常规投资规划与本轮气候冲击带来的新增需求并非同一概念，目前盈利预测尚未体现气候因素带来的普遍订单增量。此外，电网设备曾在今年 3 月初受投资规划和出口订单推动达到阶段高点，其 5 月以来的回撤也不能简单理解为市场此前未对电网建设进行定价。因此，**当前定价相对不足的是气候变化带来的新增需求，而非水利、电网原有的建设需求。**

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表42：基础建设仅小幅跑赢，电网设备明显跑输



注：超额收益＝行业涨幅－沪深 300 涨幅；隐含盈利贡献＋估值贡献＝超额收益；2009 轮、2014—2016 轮、2023 轮及本轮的盈利预测调整，分别对应 2010 年、2015 年、2024 年及 2027 年归母净利润；其中基础建设 2009 轮数据不完整，空白不代表零；

资料来源：NOAA CPC、TuShare、iFinD，华泰研究

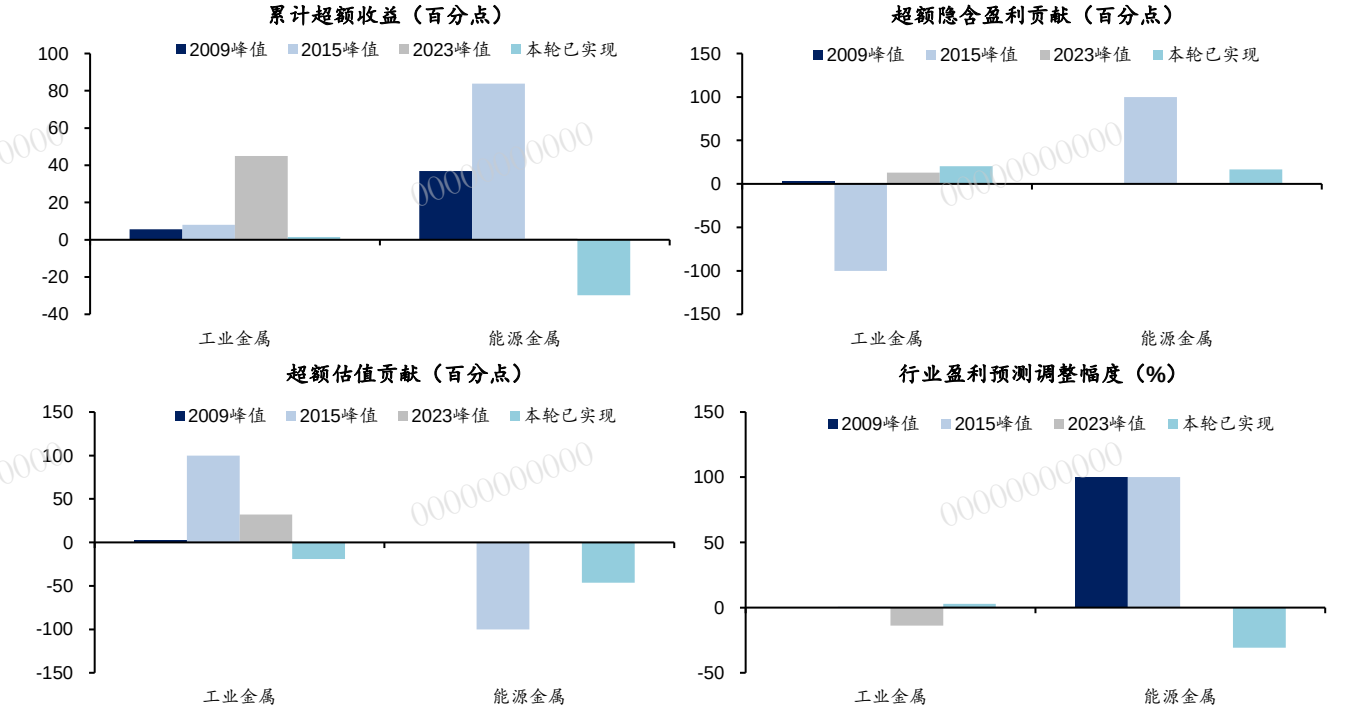
有色金属：行业自身供需周期仍是主导，尚未形成统一的气候交易

有色金属板块尚未形成较为一致的气候受益行情，细分行业表现更多取决于各自的供需周期。工业金属仅跑赢大盘 1.4 个百分点，能源金属则跑输 29.8 个百分点。从股价驱动因素看，工业金属的估值收缩抵消了大部分隐含盈利改善带来的相对收益。截至 10 月 16 日，行业 PE（TTM）由 16.54 倍降至 12.12 倍。按指数价格与市盈率变化分解，隐含盈利变化贡献约 20.4 个百分点超额收益，估值收缩拖累约 19.0 个百分点，说明现有价格及利润变化已在一定程度上得到市场反映，但尚未推动估值同步扩张，目前尚未观察到天气因素导致的供给收缩是本轮铜铝行情的主要驱动。**能源金属方面，**2027 年盈利预测下修 30.7%，同期碳酸锂价格明显回落，板块股价走势与锂行业自身的供需变化更为一致。综合来看，有色链尚未形成统一的厄尔尼诺定价逻辑，行业相对收益偏弱也不等于气候受益预期尚未反映，能源金属虽大幅下跌，但不能判断为未来气候主题行情的潜在上涨空间。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表43：本轮有色金属隐含盈利贡献为正，估值收缩压制超额收益



注：超额收益＝行业涨幅－沪深 300 涨幅；隐含盈利贡献＋估值贡献＝超额收益。2009 轮、2023 轮及本轮的盈利预测分别对应 2010 年、2024 年及 2027 年归母净利润；2014—2016 轮中，工业金属对应 2015 年，能源金属对应 2016 年，估值贡献为负表示估值变化拖累相对收益；

资料来源：NOAA CPC、TuShare、iFinD，华泰研究

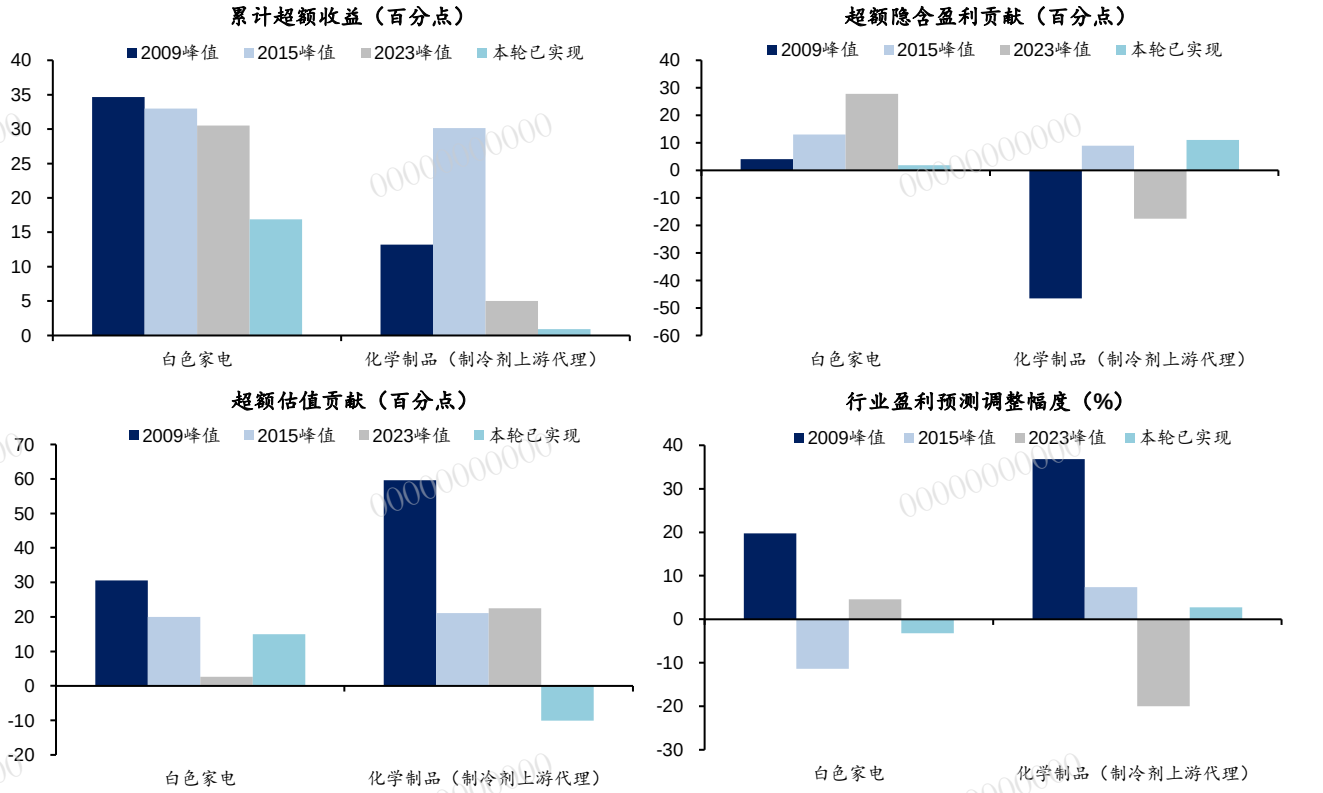
白色家电：股价强势更多体现龙头资产重估，国内高温需求支撑有限

白色家电虽然取得了较为明显的超额收益，但其股价驱动因素与厄尔尼诺带来的高温需求并不完全一致。5 月 29 日至 10 月 16 日，白色家电跑赢大盘 16.9 个百分点，其中估值项贡献约 15.0 个百分点，而 2027 年盈利预测反而下修 3.2%。若本轮上涨主要来自高温对空调需求的拉动，国内销量及盈利预期理应出现相应改善，但实际情况并非如此。上半年国内空调零售量同比下降 13.1%，南方核心销售地区多雨和台风抑制了持续制冷需求，空调补贴件数和单件上限收窄又叠加上年高基数，共同制约了终端销售表现。相比之下，白电板块的相对强势更符合市场对龙头企业现金流、分红能力及经营韧性的重新定价。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表44：白电超额收益主要体现估值贡献，化学制品反应有限



注：超额收益＝行业涨幅－沪深 300 涨幅；隐含盈利贡献＋估值贡献＝超额收益。2009 轮、2023 轮及本轮的盈利预测分别对应 2010 年、2024 年及 2027 年归母净利润；2014—2016 轮中，白色家电对应 2016 年，化学制品对应 2015 年。化学制品作为制冷剂上游代理板块；

资料来源：NOAA CPC、TuShare、iFinD，华泰研究

商品端：厄尔尼诺扰动供给，农产品价格仍由供需主导

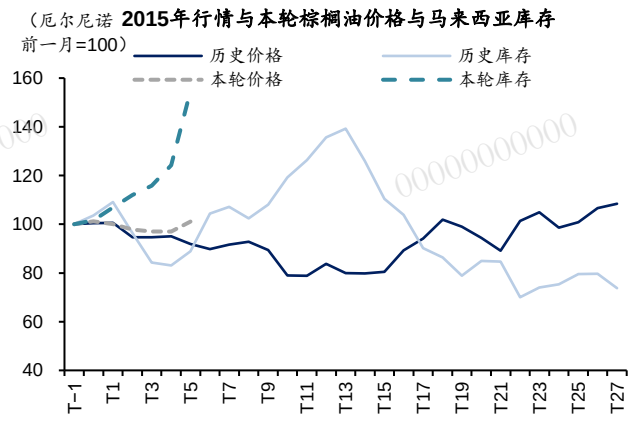
厄尔尼诺对农产品价格的影响具有明显的品种差异和阶段性，供给冲击能否转化为持续上涨，取决于减产兑现、库存消化与需求承接。以 ONI 首个达标三个月窗口末月的月均价为基期。2014 轮棕榈油和国际原糖在起点后 12 个月分别下跌 20.5%和 11.1%，至 24 个月分别累计上涨 0.3%和 25.0%；天然橡胶同期由累计下跌 24.4%转为上涨 14.0%，玉米则由起点后 3 个月下跌 2.8%扩大至 24 个月下跌 15.1%。1997 轮棕榈油也由起点后 12 个月上涨 18.8%转为 24 个月下跌 26.5%。历史行情既体现出部分品种供给影响的跨季度兑现，也呈现出明显的阶段反复。因此，判断本轮行情需要结合减产兑现的时间、库存消化的进度和需求承接能力，分析天气扰动能否转化为持续的供需收紧。

棕榈油：需求边际改善，高库存仍在缓冲未来减产风险。印尼 B50 已落地，印度 9 月棕榈油进口增至约 82 万吨，10 月上半月马来西亚出口检验量也明显回升；但马来西亚 9 月产量达到 211.7 万吨，出口仅 112.0 万吨，月末库存升至 351.1 万吨，比 2015 年同月高约三分之一。截至 10 月 9 日，国内棕榈油商业库存达到 116.1 万吨、较上年同期增加约一倍，豆棕价差倒挂也削弱了棕榈油在食品加工中的替代需求。2026 年 5 月 29 日至 10 月 16 日，棕榈油期货累计下跌 1.2%，需求改善尚未转化为持续去库存。油棕受旱到果串产量下降存在较长时滞，后续行情的关键在于供给影响能否兑现：若产区少雨持续、产量在正常季节性回落之外进一步走弱，同时出口和消费增量推动库存连续下降，价格将获得更强的供需支撑。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

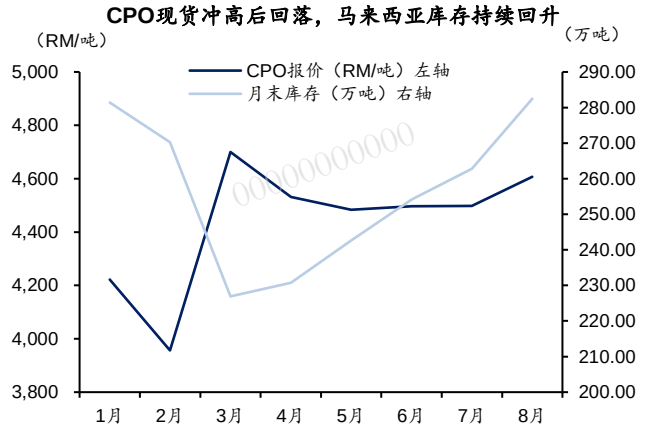
下载日志已记录，仅供内部参考

图表45：历次事件的价格与库存并不同步，但本轮库存明显更多



资料来源：世界银行，马来西亚棕榈油局（MPOB），华泰研究

图表46：现货回升尚待去库配合



注：价格采用 2026 年 1—8 月各月最后已取得观测日的 CPO 报价，库存采用当月月末库存；
资料来源：MPOB，华泰研究

白糖：海外供给担忧已推动外盘上涨，国内仍处于去库存与进口成本传导阶段。2026 年 5 月 29 日至 10 月 16 日，国际原糖上涨 48.2%，郑糖基本持平、微跌 0.06%，内外盘表现存在明显差异。海外市场提前交易印度、泰国、欧盟减产，以及巴西压榨和制糖比例变化，但全球 2026/27 年度缺口预测目前仍较小、机构判断也存在分歧。国内 9 月销糖加快，工业库存从 8 月底 222 万吨降至 9 月底 129.3 万吨，但结转库存仍比上年同期多 64.6 万吨，据农业农村部市场预警专家委员会 2026 年 10 月预测，2026/27 年度我国食糖供需结余为 182 万吨。配额外进口已明显亏损，削弱了进口补充供给的经济性，但已有库存仍在缓冲外盘涨价的传导。后续外盘上涨需要海外减产或贸易缺口进一步扩大，郑糖补涨则取决于新榨季库存能否持续下降，以及进口约束能否传导至国内现货。

天然橡胶：天气扰动已进入供给和价格，后续上涨需要库存下降与轮胎需求承接。东南亚异常降雨与局部干旱影响割胶，8 月全球天然橡胶产量同比下降约 4.5%；本轮厄尔尼诺现象开始以来，沪胶期货累计上涨 11.2%，但截至 10 月 16 日已较 9 日高点回落约 3.9%。据天然橡胶生产国协会（ANRPC）于 9 月 30 日发布的报告，2026 年全球天然橡胶需求预计高于产量 31.7 万吨，供需存在一定支撑；与此同时，10 月上旬青岛库存和国内社会库存均小幅回升，轮胎企业采购偏谨慎，显示下游对高价原料的承接仍有约束。前期天气扰动和原料成本上升已推动一轮涨价，下一阶段需要实物供需继续收紧：若产区收胶量持续偏低、库存重新下降，且轮胎订单和采购能够承接成本，价格仍有上行基础；若割胶恢复后库存继续增加，上涨的持续性将受到压制。

玉米：新粮上市与饲用需求下修主导当前定价，后续支撑取决于采购改善和下一季供给变化。本轮厄尔尼诺开始以来玉米期货下跌 5.0%；10 月 16 日全国玉米现货均价为 2252 元/吨，较前一周下跌约 24 元，北方四港库存较前一周增加约 12%，新粮供应压力正在兑现。据农业农村部市场预警专家委员会 2026 年 10 月预测，2026/27 年度我国玉米供需结余由 9 月预测的 34 万吨上修至 514 万吨，产量预测并未增加，变化主要来自饲用消费下调 910 万吨，工业消费上调 430 万吨只能部分抵消。饲料企业原料库存约 24 天，后续补库可能带来阶段性采购需求，但现货价格和港口库存尚未呈现供应趋紧的迹象。全球 2026/27 年度期末库存预测虽在 10 月被上修，仍低于上一年度；后续若饲料采购或收储需求增强，或下一种植季天气使供给预期重新收紧，价格有望获得新的支撑。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表47：四种农产品的历史阶段表现、本轮定价与上涨条件

品种	1997轮｜1997-06起点			2014轮｜2014-11起点			本轮涨跌幅		当前主要定价因素	后续上涨条件
	3个月	12个月	24个月	3个月	12个月	24个月	国内期货	国际原糖		
	1997-09	1998-06	1999-06	2015-02	2015-11	2016-11	05-29→10-16	05-29→10-16		
棕榈油	-1.50%	+18.76%	-26.45%	-5.49%	-20.52%	+0.26%	-1.23%	—	9月底马来西亚库存351.1万吨；10月9日国内商业库存116.1万吨。需求边际改善，高库存仍缓冲减产风险。	产量低于正常季节性，出口或消费增量带动连续去库，使供给风险转为实物收紧。
白糖	0.00%	-28.00%	-48.00%	-11.11%	-11.11%	+25.00%	-0.06%	+48.19%	外盘先涨，内盘跟涨有限。9月底工业库存129.3万吨，同比近翻倍；进口成本上升，库存消化仍是关键。	海外减产或贸易缺口超预期；国内新榨季持续去库，进口约束传导至现货。
天然橡胶	-21.62%	-36.94%	-45.95%	+10.98%	-24.39%	+14.02%	+11.20%	—	8月全球产量同比降4.5%，天气扰动已体现；10月上旬国内库存回升，下游高价承接偏弱。	收胶量持续偏低；库存重新下降，轮胎订单和采购能够承接原料成本。
玉米	+0.09%	-7.05%	-16.41%	-2.80%	-6.99%	-15.05%	-5.00%	—	新粮上市形成供应压力；10月2026/27年度结余预测由34上调至514万吨，主要来自消费下修。	新粮压力消化后采购或收储增强；或下一种植季天气使供给预期重新收紧。

注：以事件窗口末月的月均价为基期；累计涨跌幅＝起点后第 n 个月月均价÷基期月均价－1，n＝3、12、24；1997 轮基期 1997-06，终点 1997-09、1998-06、1999-06；2014 轮基期 2014-11，终点 2015-02、2015-11、2016-11。

资料来源：世界银行，MPOB、CASDE、ANRPC，ifind，华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

配置建议：围绕景气拐点与盈利预期差，把握分阶段机会

短期优选经营支撑与估值回报匹配的电力资产，新增机会重点关注制糖、棕榈油供给端及水利、电网订单。本轮各产业链的传导进度已经分化，配置应结合当前景气、领先指标与已有涨幅调整。领先指标开始改善、股价和盈利预期尚未充分反映时分批布局，随着产销、库存和利润相互印证，再逐步提高配置权重。

短期：优选经营稳健资产，关注订单与需求拐点

此前农产品链条厄尔尼诺预期交易已较充分，短期优选经营稳健资产，如电力。电力内部优选经营改善的流域水电，火电等待度电利润拐点。水电本轮已有较明显的相对收益，后续重点选择蓄水条件较好、梯级调度能力较强、售电增长能够转化为现金流的资产，并结合已有涨幅评估分红与估值回报。火电的左侧信号来自燃料成本下降、电价趋稳与发电需求改善的组合；当单位燃料成本回落快于售电价格、利用小时止跌时，可提前关注利润修复机会。煤炭与火电的受益方向不同，需要分别评估煤价变化对资源收益和发电成本的影响。

家电暂待终端需求转向。水利与电网分别跟踪项目资金、招标规模和企业中标情况，优先筛选订单增量明确、盈利预期尚未充分调整的细分环节。空调当前仍受内需偏弱约束，9 月内销同比下降 23.7%，出口增长 8.0%，内外销景气已有分化。后续以终端零售降幅收窄、渠道库存下降及排产上修作为需求拐点的组合信号，再提高配置优先级。

年末至 2027 年初：重点寻找制糖与油脂供给端的左侧机会

制糖重点看海外供给收紧向国内现货与企业利润的传导。海外减产和巴西制糖比例下降已抬高国际糖价预期，叠加农业农村部预测国内 2026/27 年度供需结余 182 万吨食糖，新增机会取决于进口约束与国内去库能否形成合力。左侧布局可关注进口到港减少、销糖进度加快和现货成交转强；当库存去化快于正常季节性、企业实际售价改善时，提高制糖环节的配置优先级。标的选择侧重产量稳定、成本可控的生产企业，并结合其已有股价反应判断空间。

棕榈油保留跨季供给弹性，布局窗口取决于高库存何时转向。9 月马来西亚棕榈油库存升至 351.1 万吨，当前库存偏高，增配仍需等待去库信号。产量弱于正常季节性、出口改善及累库幅度收窄，是早于持续去库的观察信号；若随后可出口供给收缩、库存连续下降，可提高供给端权重。落实到 A 股，优先核查自有资源业务占比、产区受损程度与销售定价，选择能够保住产量并分享涨价收益的企业。

橡胶重点判断前期涨价能否带动上游企业利润增长，玉米与泛农业主题降低追涨优先级。橡胶后续重点看产区收胶量、社会库存和轮胎订单，供给偏紧与下游采购改善共同出现时，再增加上游资源敞口。玉米当前仍需消化新粮上市与饲用需求调整，等待收购、补库和现货价格形成更明确支撑。农化、种业则分别依靠备肥订单与产品价差、种子销售与回款判断机会，按实际盈利变化筛选细分方向。

2027 年及可能的汛期：沿供给兑现与项目落地提高配置权重

配置重点由领先指标转向利润兑现，并提前跟踪水利、电网的建设需求。热带作物若持续去库、资源企业单位利润上升，可继续提高供给端权重；国内水电则依据分流域来水、蓄水与可售电量调整配置。水利建设已有政策与投资基础，后续重点关注防洪、水网项目的资金落实和新增招标；电网单独跟踪跨区输电、配网改造等项目的招标与交付。订单改善可以成为盈利确认前的布局依据，后续加仓则要求收入、毛利和回款同步跟进。

更广泛的再通胀配置，以终端需求和利润扩张为条件。农产品涨价首先改变上下游利润分配，食品加工、养殖和消费企业能否受益，取决于产品提价、销量与原料成本的相对变化。有色金属则需结合具体矿区减产、库存和需求判断。只有涨价扩散得到订单与盈利上修支持，才将配置范围进一步扩展至相关周期和消费环节。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表48：近期筛选经营支撑，中期把握供需拐点，远期跟踪订单与盈利

重点窗口	配置方向	当前优先级	左侧布局信号	提高配置权重的依据
近期	流域水电	经营与估值匹配者择优	蓄水及来水预期改善，售电价格稳定	可售电量、利润与现金流增长，估值仍有支撑
近期	火电	等待利润拐点	燃料成本回落快于电价，利用小时止跌	度电利润改善、发电需求稳定
年末至2027年初	制糖	重点寻找左侧机会	进口到港回落、销糖加快、现货成交转强	去库快于季节性，实际售价上涨且产量稳定
年末至2027年初	棕榈油供给端	重点跟踪库存拐点	产量弱于季节性、出口回升、累库收窄	持续去库、出口余量收缩、资源业务利润改善
年末至2027年初	天然橡胶上游	选择性参与	收胶偏弱、库存转降、轮胎订单改善	供给收缩延续，下游采购能够承接涨价
当前至2027年	水利防洪、水网建设	等待新增订单	项目资金落实、招标提速、企业中标增加	在手订单转化为收入，毛利与回款改善
当前至2027年	电网设备	关注订单先行机会	重点项目招标及企业中标增速回升	交付增长、订单结构改善、盈利预期上修
需求转向后	空调及制冷链	弱优先级	零售改善、渠道去库、排产上修	实销持续回升；制冷剂另看价格、配额与利润

资料来源：华泰研究预测

厄尔尼诺主题组合

我们以前文观点为基础，采用先行业、后个股的形式筛选一揽子相关股票构建厄尔尼诺主题组合，用于跟踪厄尔尼诺主题交易。行业层面，结合经营支撑、供需变化、订单催化和兑现时点，划分核心配置、左侧布局与观察配置。个股层面，每个细分行业原则上选择 1-2 家代表性 A 股公司，优先考虑相关业务规模及行业地位，并结合资源、产能、装机和订单等核查业务匹配度，重点判断天气变化能否通过产量、售价、成本或订单传导至企业盈利，同时考察自身减产、原料涨价等抵消因素。

图表49：厄尔尼诺主题组合及主要财务指标

股票代码	股票简称	细分领域	总市值（亿元）	PE（TTM）	2025 年净利润（亿元）	2025 年 ROE（%）	股息率（TTM，%）
600900 CH	长江电力	水电	7,188.76	19.86	345.03	15.99	3.4
600025 CH	华能水电	水电	1,917.14	23.18	85.04	10.93	1.99
601669 CH	中国电建	水利建设及管材	785.51	9.35	100.07	6.01	2.31
002457 CH	青龙管业	水利建设及管材	38.65	29.58	1.3	5.17	1.38
600406 CH	国电南瑞	电网设备	1,825.62	21.73	82.79	16.25	2.76
000400 CH	许继电气	电网设备	226.22	23.83	11.67	9.96	1.73
600737 CH	中粮糖业	制糖	300.51	26.96	9.51	8.29	2.42
600011 CH	华能国际	火电	1,070.72	10.05	144.1	10.3	5.33
600023 CH	浙能电力	火电	724.07	13.12	75.28	10.05	5.56
601118 CH	海南橡胶	天然橡胶上游	288.86	-502.69	-1.03	-1.03	0
600389 CH	江山股份	农化	72.35	13.31	5.33	13.8	1.79
000998 CH	隆平高科	种业	119.91	210.38	1.66	2.9	0.51
000651 CH	格力电器	白色家电	2212	7.94	290.03	20.47	7.6
000333 CH	美的集团	白色家电	6,428.28	14.55	439.45	19.98	5.08
000807 CH	云铝股份	铝	874.27	7.97	60.55	20.06	5.02

注：数据截至 2026 年 10 月 24 日
资料来源：iFind，华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

气候变化超预期。海温峰值下修、事件提前衰减、主产区降雨恢复或灌溉条件改善，可能降低减产幅度；不同区域产出相互抵补，也可能延后供给收紧。中国雨带和流域入流若偏离预测，或集中洪水增加弃水，水电可利用电量及盈利可能低于预期。

贸易、政策和需求不及预期。能源及出口通道恢复会缓解供应压力，冲突升级和金融条件收紧则可能压制需求；生物燃料、出口管理及国内保供政策调整，会重新分配贸易流与库存。替代油脂供应增加、进口国采购减少，可能抵消主产区减产；仅依据产量变化判断价格，容易高估行情持续性。

本研报中涉及到未覆盖个股内容，均系对其客观公开信息的整理，并不代表本研究团队对该公司、该股票的推荐或覆盖。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

分析师声明

本人，方正韬、王伟光、孙瀚文，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。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

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

- 分析师方正韬、王伟光、孙瀚文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

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

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

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster