

晨会纪要

数据日期: 2025-09-26	上证综指	深证成指	沪深300指数	中小板综指	创业板综指	科创50
收盘指数(点)	3828.10	13208.99	4550.04	14218.34	3850.85	1450.82
涨跌幅度(%)	-0.65	-1.76	-0.94	-1.53	-2.40	-1.60
成交金额(亿元)	9278.64	12190.20	5987.23	4490.60	5670.76	938.97

晨会主题

【常规内容】

宏观与策略

宏观周报: 宏观经济宏观周报-高频指标继续提示经济回暖
 固定收益投资策略: 2025 年 10 月转债市场研判及“十强转债”组合
 固定收益专题研究: 2025 年前三季度债券行情回顾-收益率呈现 N 形走势, 信用利差被动收窄
 固定收益周报: 公募 REITs 周报(第 36 期)-曲折下行, 换手率下降
 固定收益周报: 超长债周报——30-10 利差继续走阔
 策略专题: 中观高频景气图谱(2025.9)-上游资源品回暖, 电气机械边际修复
 策略专题: ESG 热点周聚焦(9 月第 4 期)-中国制定首个绝对减排目标
 策略月报: 大类资产月度策略(2025.09)-贵金属一枝独秀

行业与公司

海外市场专题: 港股市场速览-风险偏好下降, 多数行业回调
 海外市场专题: 美股市场速览-资金流入减速, 行业分化明显
 通信行业周报 2025 年第 39 周: 阿里发布 128 超节点 AI 服务器, 英伟达拟向 OpenAI 投千亿美元
 农业行业周报: 农产品研究跟踪系列报告(176)-短期肉牛价格较为坚挺, Q4 有望进一步加速上涨
 汽车行业专题: 汽车智能化月报系列(二十八)-地平线合作哈啰加速 Robotaxi 商业化落地, 禾赛科技于香港交易所上市
 公用环保行业周报: 公用环保 202509 第 5 期-2035 年国家自主贡献明确, 风光装机容量力争达到 36 亿千瓦
 光峰科技(688007.SH) 公司快评: 发布 AR 显示光机和水下蓝光激光雷达, 打开新赛道空间
 中油工程(600339.SH) 公司快评: 受益于上游资本开支提升, 公司接连签署中东大额合同
 阿里巴巴-W(09988.HK) 海外公司快评: 定位全栈人工智能服务商, 加大 AI 基础设施建设投入

金融工程

金融工程专题报告: 金融工程专题研究-兴证全球基金申报首只 ETF, 公募基金规模突破 36 万亿
 金融工程周报: 热点追踪周报-由创新高个股看市场投资热点(第 213 期)
 金融工程周报: 多因子选股周报-中证 1000 增强组合本周超额 0.91%, 年

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

主要市场指数 09月29日

	收盘指数	涨跌幅%
道琼斯	33597.92	0
纳斯达克	10961.46	-0.48
S&P500	3801.78	-0.44
法国 CAC40	6000.24	-0.72
德国 DAX	14261.19	-0.57
日经 225	27574.43	-0.4
恒生	26128.2	-1.34

基金指数 09月29日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3262.72	0.00
股票基金指数	12701.91	0.38
混合基金指数	11783.76	0.51

汇率 09月29日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.17	0.29
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.77	-0.04
美元兑日元	149.5	-0.19

非流通股解禁 09月29日

名称	解禁数量(万股)	流通股增加%	解禁日期
国信证券	47358.75	100.00	2025-08-14
西南证券	33000.00	100.00	2025-07-22
鹏欣资源	22026.56	100.00	2025-06-12
内蒙一机	412.50	82.58	2025-06-03
华电重工	408.34	100.00	2025-06-02
宁波银行	7581.90	95.06	2025-05-16
新点软件	15651.92	100.00	2025-05-16
华兰股份	3782.78	100.00	2025-04-30

内超额 17.72%

金融工程周报:主动量化策略周报-科创 50 领涨,超预期精选组合年内满
仓上涨 52.03%

金融工程周报:港股投资周报-恒生科技领涨, 港股精选组合年内上涨
72.29%

【常规内容】

宏观与策略

◆ 宏观周报:宏观经济宏观周报-高频指标继续提示经济回暖

主要结论：高频指标继续提示经济回暖。

经济增长方面，本周（9月26日所在周）国信高频宏观扩散指数A维持正值，指数B继续明显上升。从分项来看，本周投资、房地产领域景气继续上升，消费领域景气变化不大，本周投资、房地产领域表现较优。从季节性比较来看，本周指数B标准化后上升0.43，表现明显强于历史平均水平，指向国内经济增长动能继续回暖。

基于国信高频宏观扩散指数对资产价格进行预测，显示当前国内利率偏低，上证综合指数偏高，从均值回归的角度看，预计下周（2025年10月3日所在周）十年期国债利率将上行，上证综合指数将下行。

周度价格高频跟踪方面：

（1）本周食品、非食品价格均上涨。预计9月CPI食品价格环比约为1.5%，非食品价格环比约为零，整体CPI环比约为0.3%，CPI同比回升至-0.1%。

（2）9月上旬国内流通领域生产资料价格继续下跌且跌幅有所扩大，9月中旬延续下跌。预计9月PPI环比约为-0.1%，低基数背景下PPI同比或回升至-2.4%。

风险提示：海外市场动荡，存在不确定性。

证券分析师：李智能（S0980516060001）、田地（S0980524090003）

◆ 固定收益投资策略:2025年10月转债市场研判及“十强转债”组合

转债筹码消化接近尾声，等待产业催化推动新一轮权益主涨，根据资金属性和收益率需求（保盈利/做相对/搏弹性）建构择券思路：

9月受权益市场（尤其小微盘）调整赚钱效应预期走弱、转债ETF规模持续扩张数月后连续流出、中盘股性标的接连赎回等因素影响，转债振幅较大，前期累积的高估值有所压缩；临近国庆转债企稳反弹，价格修复最快、转债估值平价双击的主要是次新弹性品种（如恒帅、伟测、路维等）及基本面较好且不赎回的正股替代品种（如奥飞、睿创等），反映市场风偏保持高位，前期震荡为快速上涨后正常筹码消化，对后市仍可乐观；但因节前避险效应，且节后进入三季报披露期，资金加仓意愿不强，ETF份额亦无明显提升，月底转债估值提升幅度有限，空间未被透支；

展望后市，我们认为对市场情绪及风格有重大影响、能推动指数级别上涨的可能事件有：1. 国产半导体设备/芯片制造/大模型实现重大突破，则半导体为核心的科创板及产业链、AI应用领域估值提升；2. PPI数据改善/欧美再工业化带动工业金属需求/美联储继续预防性降息，则有色等资源品板块占优；3. 光伏硅料、组件、生猪养殖等典型“反内卷”行业的产能收缩、库存消化方案成型，则创业板有望继续占优；此外，从季节性效应来看，消费电子、汽车零部件等领域正股估值锚逐步切换至2026年盈利预期，次年EPS增长明显的板块在四季度往往存在明显超额，三季报发布期可跟踪盈利预测调整情况；转债层面看，当前市场估值仍处于绝对高位，价格中位数仍在2019年市场扩容后的“无人区”，资产整体赔率较差，后市平价估值均取决于权益市场走向；择券根据资金属性和收益率需求，从以下三条思路出发：

保盈利低回撤-配置低价“化债”+银行：绝对收益视角下，当前需降低对转债资产的期待，将个券持仓期限拉长；本轮调整后部分个券价格回到115元内，绝对收益资金可抓住配置窗口，选择高负债率、剩余期限3年内、现金/转债余额较低或集中到期债务规模较大的个券，博弈其“化债”促转股；此外，银行板块已调整至5月上涨前水平，当前股息水平有较好吸引力，转债层面有望受益于浦发到期后的被动资金流入；

做相对降波动-均衡配置各行业平衡型转债：有协议停工、过剩产能出清、涨价、招标数据改善等中期有望得到验证的逻辑加持，正股高波的 115-135 元平衡型品种，均衡配置资源品、化工、AI 终端、AI 应用、智驾、红利等板块相关个券，利用各板块之间的负相关性降低组合波动率，捕捉转债整体 β 同时赚取个券逻辑兑现的超额

搏弹性赚超额-市场乐观情绪下对正股按照终局收入利润情形进行定价，故寻求弹性应配置市场高速增长或份额提升空间较大，近期业绩持续上调的算力（PCB、液冷、服务器、算力租赁等）、受益于大模型迭代的 AI 应用、创新药及 CDMO、低空经济、人形机器人、智能驾驶相关领域个券；

证券分析师： 王艺熹（S0980522100006）、吴越（S0980525080001）、赵婧（S0980513080004）

◆ 固定收益专题研究:2025 年前三季度债券行情回顾-收益率呈现 N 形走势，信用利差被动收窄

估值曲线：2025 年前三季度债市收益率宽幅震荡上行；信用利差方面，多数品种的利差被动收窄。收益率方面，1 年期国债、10 年期国债、10 年期国开债分别变动了 30BP、20BP、30BP，3 年 AAA、3 年 AA+、3 年 AA 和 3 年 AA-分别变动了 22BP、13BP、8BP 和 -25BP。信用利差方面，3 年 AAA、3 年 AA+、3 年 AA 和 3 年 AA-分别收窄了 11BP、21BP、26BP 和 59BP。

先扬后抑再上行：年初央行为稳汇率暂停国债买卖并缩减公开市场投放，资金面收紧导致债市收益率整体上行，债市进入震荡下跌通道。3 月两会后，潘行长关于货币政策的表述推动市场修正预期，10 年期国债收益率进一步升至 1.90%高位。3 月下旬资金面转松，叠加二季度中美关税拉锯，10 年期国债收益率下行至 1.63%-1.67%区间震荡。5 月央行降准降息兑现、关税谈判取得阶段性成果，债市收益率小幅上行；6 月央行逆回购操作改善资金面，债市收益率波动下行。三季度“反内卷”政策推升通胀预期，权益走强压制债市，叠加基金费率新规与债基赎回，债市收益率整体上行；但在央行呵护资金面背景下，短端收益率较为平稳，债市呈现“熊陡”格局。

中债市场隐含评级下调风险小幅上升：2025 年前三季度，中债市场隐含评级下调的信用债金额为 7,641 亿，下调金额同比大幅度上升。上调方面，2025 年前三季度中债市场隐含评级上调的信用债总金额为 3,580 亿，上调金额明显低于去年同期。

违约风险继续下降：2025 年前三季度首次违约发行人新增了 3 个。按照广义违约口径（包括展期、交叉违约及技术性违约等）来看，前三季度违约金额 60 亿，违约率 0.01%，年化违约率较前几年明显下降。

回收率依然偏低：2025 年前三季度，违约债券共回收了本金 207.60 亿。2014 年至今，违约债券共兑付本金 1,247 亿，逾期本金的兑付率为 11.9%。

风险提示：本报告为历史分析报告，不构成任何对市场走势的判断或建议，使用前请仔细阅读报告末页“相关声明”。

证券分析师： 赵婧（S0980513080004）、陈笑楠（S0980524080001）

◆ 固定收益周报:公募 REITs 周报（第 36 期）-曲折下行，换手率下降

主要结论：随着市场风险偏好继续上行，本周中证 REITs 指数继续下跌，全周下跌 0.8%。产权类 REITs 和特许经营权类 REITs 平均周涨跌幅为 -0.9%、-0.8%，从主要指数周涨跌幅对比来看：沪深 300>中证转债>中证全债>中证 REITs。全线收跌，水利设施、市政设施、保障房跌幅最大。截至 9 月 26 日，公募 REITs 年化现金分派率均值为 6.2%，产权 REITs 股息率比中证红利股股息率均值高 81BP，经营权类 REITs 内部收益率均值与十年期国债收益率利差为 173BP。九部门联合发文，将社区商业基础设施纳入 REITs 优先支持范围，REITs 底层资产范围进一步扩容。

中证 REITs 指数周涨跌幅为 -0.8%，年初至今涨跌幅为 5.3%。截至 2025 年 9 月 26 日，中证 REITs（收盘）指数收盘价为 831.45 点，整周（2025/9/15-2025/9/19）涨跌幅为 -0.8%，表现弱于中证全债指数（-0.3%）、中证转债指数（+0.9%）和沪深 300 指数（+1.1%）。截至 2025 年 9 月 26 日，近一年中证 REITs 指数回报率为 5.6%，波动率为 7.2%，回报率低于沪深 300 指数、中证转债指数，高于中证全债指数；波动率低于沪深 300 指数和中证转债指数，高于中证全债指数。REITs 总市值在 9 月 26 日下降至

2190 亿元，较上周减少 25 亿元；全周日均换手率为 0.33%，较前一周下降 0.13 个百分点。

全线收跌，水利设施、市政设施、保障房跌幅最大。截至 2025 年 9 月 26 日，从不同项目属性 REITs 来看，产权类 REITs 和特许经营权类 REITs 平均周涨跌幅为-0.9%、-0.8%。从不同项目类型 REITs 来看，REITs 各板块均收跌，水利设施、市政设施、保障房跌幅最大。分具体标的来看，周度涨幅排名前三的三只 REITs 分别为博时津开产业园 REIT (+1.64%)、中信建投国家电投新能源 REIT (+0.98%)、中金联东科创 REIT (+0.71%)。

新型基础设施 REITs 交易活跃度最高。本周新型基础设施 REITs 区间日换手率最高，区间日均换手率为 1.1%；交通基础设施 REITs 本周成交额占比最高，成交额占 REITs 总成交额 26.3%。从本周不同 REITs 产品资金流向来看，主力净流入额前三名分别为创金合信首农 REIT (1467 万元)、南方润泽科技数据中心 REIT (1093 万元)、华夏华润商业 REIT (837 万元)。

九部门联合发文，将社区商业基础设施纳入 REITs 优先支持范围。商务部联合国家发展改革委、财政部等九部门发布《关于加力推动城市一刻钟便民生活圈建设扩围升级的通知》，明确将社区商业基础设施纳入 REITs 优先支持范围。通知提出，优先支持保障基本民生的社区商业综合体、邻里中心、百货商场、菜市场等消费基础设施项目发行基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs)。把社区商业基础设施纳入 REITs 优先支持范围，REITs 底层资产范围进一步扩容，且有助于破解社区商业发展的资金困局。

风险提示：公开资料数据滞后，二级市场价格波动风险，基础设施项目运营风险，税收等政策调整风险，流动性风险等。

证券分析师：戴丹苗 (S0980520040003)、赵婧 (S0980513080004)

◆ 固定收益周报：超长债周报——30-10 利差继续走阔

超长债复盘：上周央行重启 14 天逆回购，季末资金面偏紧，市场传闻基金费率改革以及大行买债，债市先抑后扬，超长债收益率创新高。成交方面，上周超长债交投活跃度小幅上升，交投非常活跃。利差方面，上周超长债期限利差走阔，品种利差走阔。

超长债投资展望：

30 年国债：截至 9 月 26 日，30 年国债和 10 年国债利差为 35BP，处于历史较低水平。从国内经济数据来看，8 月经济下行压力继续增加。我们测算的 8 月国内 GDP 同比增速约 3.8%，增速较 7 月继续下滑。通胀方面，8 月 CPI 为-0.4%，PPI-2.9%，通缩风险依存。本轮债市下跌呈现短债平稳，期限利差拉大的特征。我们认为，本轮债市调整主要是两方面原因：一是 2024 年期待的落空；二是宏观叙事的变化。考虑到 8 月下旬以来股债逐渐脱敏，8 月经济依然低迷，预计债市交易主线转向基本面，短期债市有望超跌反弹。

20 年国开债：截至 9 月 26 日，20 年国开债和 20 年国债利差为 8BP，处于历史极低位置。从国内经济数据来看，8 月经济下行压力继续增加。我们测算的 8 月国内 GDP 同比增速约 3.8%，增速较 7 月继续下滑。通胀方面，8 月 CPI 为-0.4%，PPI-2.9%，通缩风险依存。本轮债市下跌呈现短债平稳，期限利差拉大的特征。我们认为，本轮债市调整主要是两方面原因：一是 2024 年期待的落空；二是宏观叙事的变化。考虑到 8 月下旬以来股债逐渐脱敏，8 月经济依然低迷，预计债市交易主线转向基本面，短期债市有望超跌反弹。

一级发行：上周超长债发行量较多。和上上周相比，超长债总发行量大幅下降。

成交量：上周超长债交投非常活跃。上周超长债交投活跃度小幅回落。

收益率：上周央行重启 14 天逆回购，季末资金面偏紧，市场传闻基金费率改革以及大行买债，债市先抑后扬，超长债收益率创新高。

利差分析：上周超长债期限利差走阔，绝对水平偏低。上周超长债品种利差走阔，绝对水平偏低。

风险提示：海外市场动荡，全球不确定性上升。

证券分析师：赵婧 (S0980513080004)、季家辉 (S0980522010002)

◆ 策略专题:中观高频景气图谱(2025.9) - 上游资源品回暖,电气机械边际修复

•上游资源品:整体仍偏弱,但环比呈现出一定修复迹象。煤炭景气度上行,石油石化整体向好;化工板块分化,有色金属与建筑材料基本维持在前期水平。

•中游制造业:电力设备环比改善,机械设备在内需端表现较好,但外需承压;汽车景气度仍处低位,纺织服饰则呈现分化格局。

 •下游消费行业:家电表现稳健,消费韧性增强;食品饮料整体偏弱,价格压力延续;医药生物板块分化,中药材价格持续下行;社会服务(酒店/旅游)环比改善,复苏态势延续。

•支撑性服务与金融:银行环比改善,资金面回暖;非银金融保持活跃但增速放缓;交通运输分化,集装箱运价回升而综合运价承压;环保板块改善,相关指标向好。

风险提示:海外地缘冲突尚未缓解;美联储降息节奏和幅度的不确定性;市场情绪波动较大对行情演绎的冲击等。

证券分析师: 王开(S0980521030001)、陈凯畅(S0980523090002)

◆ 策略专题:ESG热点周聚焦(9月第4期) - 中国制定首个绝对减排目标

n 海外 ESG 热点事件:政策分化中企业创新引领减排,全球气候行动在博弈中迈向务实深化。政策层面不确定性凸显但区域标准进阶,欧盟 2035 气候目标因成员国分歧延迟提交,美国国会取消 130 亿美元清洁能源基金重分配国防支出,而加州强制披露规则覆盖 4,160 家企业设定事实性全国标准;技术商业化与碳移除规模化成为焦点,施耐德电气签署 3.1 万吨碳去除协议,凸显高耐久性减排方案从试点向主流过渡;绿色金融创新驱动资本流动,新加坡采购 7600 万新元基于自然的碳信用,巴克莱银行通过预融资模式投资增强岩石风化技术,微软与 Stegra 首创钢铁环境属性证书机制,体现金融工具从补贴依赖转向市场驱动;企业主导价值链脱碳与社会责任深化,梅赛德斯-奔驰建设 140 兆瓦风电场满足 20% 绿电需求,麦当劳 20 亿美元支持再生牧场转型 400 万英亩土地,Levi Strauss 联合施耐德电气启动全球供应商可再生能源计划,DHL 采用“预订与声明”机制推动海运生物燃料应用,共同塑造跨行业减排协作新范式。

n 国内 ESG 热点事件:呈现技术规模化突破与市场机制创新并进的鲜明特征。低碳转型从产业试点迈向系统化部署,金融工具与政策框架协同赋能高质量发展。碳中和领域聚焦核心指标突破与基础设施升级,全国电气化率 28.8%首超欧美,华能投运全球最大 150 万吨煤电碳捕集项目,氢能全产业链技术丛书发布,天津港实现绿色甲醇船舶加注,凸显清洁技术从研发向商业化加速落地;绿色金融创新持续深化,深圳发行 40 亿元离岸人民币可持续债券,港铁签署 300 亿港元亚洲最大绿色银团贷款,山东首创“证电分离”绿证交易中心,推动市场机制与跨境资本流动协同;政策层面强化标准与治理效能,工业园区高质量发展指引出台,碳计量审查规范统一数据标准,南方电网获评全国首批数字化五星级企业,体现 ESG 治理从宏观目标向精细化、可量化操作纵深推进。

n 学术前沿:2025 年 9 月发表于《科学与管理》的《企业 ESG“漂绿”行为对投资效率的影响研究——基于管理者短视的视角》研究利用 2013—2023 年沪深 A 股存在漂绿行为的企业数据,探究企业 ESG 漂绿行为强度对投资效率这一长期发展关键指标的影响及其边界条件。结果表明:漂绿行为强度与投资效率存在倒 U 形关系。同期发表于《Finance Research Letters》的《Ecological service value and the development of green finance: The grouping effect of environmental penalty intensity》,以 2014—2023 年省级面板数据为基础,聚焦生态服务价值(ESV)对绿色金融发展的影响,同时探究环境处罚强度与政府预算水平的异质性作用。研究发现,ESV 对绿色金融呈 U 型效应。风险提示:(1)海外低碳经济发展过程中遇到波折;(2)全球经济增长和低碳环保间权衡取舍对 ESG 投资节奏的短期扰动;(3)文中个股或产品仅做统计汇总,不构成投资推荐依据。

证券分析师: 王开(S0980521030001)、陈凯畅(S0980523090002)

◆ 策略月报:大类资产月度策略(2025.09) - 贵金属一枝独秀

1. 货币-信用“风火轮”：宽货币背景下信用持续修复

信用方面，8月我国新增社融25668亿元，高于万得一致调查值（24873亿元）。其中新增人民币贷款5900亿元，高于万得一致调查值（5814亿元）。信用脉冲维持向上趋势，信用条件自低位修复。当前格局由此前的“宽货币+偏紧信用”过渡为“宽货币+信用边际修复”。若政策传导与需求修复延续，信用改善有望保持，对未来1-3个季度的经济与权益市场指引均偏正面。

2. 下一阶段大类资产价格展望

前期利好因素逐步兑现，A股稳中有进。流动性释放与政策利好推动市场回暖。A股呈现向好走势，大盘成长带动市场上行，创业板指与深成指表现突出。基本面上，企业上半年业绩整体稳健，多项惠民与消费刺激政策落地，增强市场信心。外部因素方面，美联储降息释放流动性，中美经贸对话重启，不确定性风险边际缓解。产业层面，公募基金费率改革及ETF热潮提升资金活跃度，关注海外反规避与反歧视调查等措施强化了贸易保护工具。目前市场已运行至相对高位，前期利好因素逐步兑现。展望后市，需关注经贸谈判进展及政策新走向，在存量博弈格局下，市场有望稳中有进。

通缩叠加利率下行，债券的配置价值有望重新凸显。债市在通缩压力与利率下行中有所支撑，市场避险与配置需求升温。基本面上，CPI与PPI走低，货币政策仍具宽松空间，叠加央行购债预期升温，均利好债券市场。外部方面，美联储降息释放流动性，强化市场对利率下行的预期。不过，中债各类财富指数9月仍小幅下行，主要原因在于短端利率上行，拖累短期债券估值；同时股市上涨分流资金，信用利差未显著收窄，也对债券价格形成压制。展望后市，基本面改善需时间兑现，债市配置价值有望重新凸显。

人民币在政策调控下保持稳健。9月美元指数小幅走强，人民币指数略有回落。尽管美联储如期降息25bp，但市场8月底已提前消化预期，未见超预期宽松，美元反而反弹。人民币对美元汇率在在岸、离岸市场相对稳定，国有银行出售人民币、购入美元以对冲短期升值压力。整体来看，人民币汇率走势在政策双重调控下，年底前保持稳健。

流动性宽松与避险需求共振，大宗商品有望延续上行趋势。受美联储降息以及经济与地缘政治不确定性影响，避险需求显著增强，黄金价格大幅攀升。相比之下，南华工业品指数变动幅度明显收窄，中上游品种此前受到反内卷政策推动影响基本消化，价格趋于平稳。整体来看，流动性宽松与避险需求共振，推动大宗商品价格整体走强，在内外不确定性环境下，黄金中长期有望延续上行趋势。国内定量配置模型对下一阶段国内资产的配置建议为：积极配置假设下：股票、债券、原油、黄金分别为50%、25%、8.3%、16.7%；稳健配置假设下：股票、债券、原油、黄金分别为15%、85%、0%、0%；

3. 全球资产配置：增配全球权益资产

根据我们的全球资产配置模型，2025年最新一期A股之外全球主要股市的配置比例为：美国（15.21%）、德国（0.85%）、法国（13.52%）、英国（0.00%）、日本（0.85%）、越南（13.52%）、印度（14.37%）、中国香港（1.69%），余下40%比例按模型假设配置无风险收益产品。

风险提示：1）情绪因素对市场的扰动；2）美联储货币政策不确定性；3）海外地缘政治冲突加剧。

证券分析师：王开（S0980521030001）

行业与公司

◆ 海外市场专题：港股市场速览-风险偏好下降，多数行业回调

股价表现：多数行业与风格出现回调

本周，恒生指数-1.6%，恒生综指-1.2%。风格方面，大盘（恒生大型股-1.0%）>小盘（恒生小型股-1.9%）>中盘（恒生中型股-2.3%）。

主要概念指数普遍回调，跌幅较大的有：恒生消费（-4.4%）、恒生高股息（-3.1%）。

国信海外选股策略中，表现较强的是ROE策略全天候型和防御型（+0.8%）；表现较弱的是ROE策略进攻型（-3.5%）。

5 个行业上涨, 25 个行业下跌。上涨的行业有: 钢铁 (+2.8%)、有色金属 (+2.6%)、商贸零售 (+2.0%)、电力设备及新能源 (+1.7%)、建筑 (+0.3%); 跌幅居前的行业有: 计算机 (-4.9%)、轻工制造 (-4.0%)、纺织服装 (-3.9%)、食品饮料 (-3.5%)、家电 (-3.5%)。

估值水平: 整体估值下降, 零售与有色上升

本周, 恒生指数估值 (动态预期 12 个月正数市盈率, 后同) -1.4% 至 12.2x; 恒生综指估值 -1.6% 至 12.1x。主要概念指数中, 估值上升的仅有恒生互联网 (+0.4% 至 19.1x); 估值下降幅度较大的是恒生消费 (-4.2% 至 15.2x)。

国信海外选股策略中, 估值上升幅度较大的是 ROE 策略全天候型和防御型 (+0.4% 至 14.2x/14.3x); 估值表现较弱的是 ROE 策略进攻型 (-3.0% 至 15.2x)。

4 个行业估值上升, 25 个行业估值下降。估值上升的有: 商贸零售 (+1.4%)、有色金属 (+1.4%)、建筑 (+0.9%)、电力设备及新能源 (+0.1%); 估值下降幅度较大的有: 计算机 (-5.4%)、钢铁 (-4.7%)、机械 (-4.4%)、纺织服装 (-4.1%)、家电 (-4.1%)。

业绩预期: 多数行业业绩保持上修

恒生指数 EPS (动态预期 12 个月正数 EPS, 后同) +0.1%; 恒生综指 EPS +0.1%。

主要概念指数中, EPS 上修幅度较大的是恒生汽车 (+0.3%); EPS 下修的有恒生高股息 (-0.1%)。

国信海外选股策略中, EPS 上修幅度较大的是 ROE 策略全天候型和防御型 (+0.4%); EPS 下修幅度较大的是 ROE 策略进攻型 (-0.6%)。

22 个行业 EPS 上修, 4 个行业 EPS 下修, 3 个基本持平。上修幅度较大的有: 钢铁 (+7.8%)、机械 (+2.6%)、基础化工 (+2.0%)、电力设备及新能源 (+1.6%)、电力及公用事业 (+1.2%); 下修的行业有: 建筑 (-0.6%)、非银行金融 (-0.1%)、通信 (-0.1%)、银行 (-0.1%)。

风险提示: 经济基本面的不确定性, 国际政治局势的不确定性, 美国财政政策的不确定性, 美联储货币政策的不确定性。

证券分析师: 王学恒 (S0980514030002)、张熙 (S0980522040001)

◆ 海外市场专题: 美股市场速览-资金流入减速, 行业分化明显

价格走势: 市场自高位回撤, 价值风格较优

本周, 美股自高位略有回撤。标普 500 跌 0.3%, 纳斯达克跌 0.7%。

风格方面: 大盘价值 (罗素 1000 价值 +0.1%) > 小盘价值 (罗素 2000 价值 -0.1%) > 大盘成长 (罗素 1000 成长 -0.8%) > 小盘成长 (罗素 2000 成长 -1.0%)。

12 个行业上涨, 12 个行业下跌。涨幅较大的行业有: 能源 (+4.8%)、汽车与汽车零部件 (+3.4%)、公用事业 (+2.9%)、技术硬件与设备 (+2.7%)、保险 (+1.7%); 下跌幅度较大的行业有: 零售业 (-3.4%)、媒体与娱乐 (-2.9%)、家庭与个人用品 (-2.6%)、制药生物科技和生命科学 (-2.0%)、材料 (-1.6%)。

资金流向: 整体流入减速, 行业分化明显

本周, 标普 500 成分股估算资金流 (涨跌额 x 成交量) 为 +12.5 (亿美元, 下同), 上周为 +134.6, 近 4 周为 +450.7, 近 13 周为 +450.8。

10 个行业资金流入, 14 个行业资金流出。资金流入的行业有: 半导体产品与设备 (+23.6)、汽车与汽车零部件 (+15.9)、技术硬件与设备 (+9.5)、能源 (+6.3)、公用事业 (+2.4); 资金流出的行业主要有: 零售业 (-10.6)、材料 (-9.1)、软件与服务 (-9.0)、综合金融 (-6.9)、制药生物科技和生命科学 (-4.4)。

盈利预测: 整体平稳上修, 材料显著下修

本周, 标普 500 成分股动态未来 12 个月 EPS 预期上调 0.3%, 上周上调 0.3%。

21 个行业盈利预期上升, 2 个行业盈利预期下降, 1 个基本不变。上修幅度领先的行业有: 半导体产品与设备 (+1.7%)、汽车与汽车零部件 (+0.6%)、银行 (+0.3%)、软件与服务 (+0.3%)、食品与主要

用品零售（+0.3%）；业绩下修的行业有：材料（-1.4%）、零售业（-0.1%）。

风险提示：经济基本面的不确定性，国际政治局势的不确定性，美国财政政策的不确定性，美联储货币政策的不确定性。

证券分析师： 王学恒（S0980514030002）、张熙（S0980522040001）

◆ 通信行业周报 2025 年第 39 周：阿里发布 128 超节点 AI 服务器，英伟达拟向 OpenAI 投千亿美元

行业要闻追踪：阿里在云栖大会发布全新一代磐久 128 超节点 AI 服务器。（1）该服务器由阿里云自主研发设计，具备强大的兼容性，可支持多种 AI 芯片，单个机柜能够容纳 128 个 AI 计算芯片。磐久 128 超节点通过正交架构优化空间布局，其中，Compute-Tray 采用横放的结构，支持单个 ComputeTray 4 颗 GPU，Switch-Tray 采用竖放的结构，整个机柜本身没有 CableTray。整个机柜功率密度可达 350kW，支持单芯片 2000W 高负载运行，同时实现 99% 的硬件故障预测准确率。（2）阿里展示了自研了 102.4T 的交换机，支持 800G 和 1.6T 光模块；在机柜内自研具备 51.2T 交换能力的高超柜交换节点。（3）阿里云提出 UPN（Ultra Performance Network）Scale up 网络系统，基于 High Radix 以太网单层设计可以做到最大 512 xPU 系统（未来支持到 1K 及以上），采用 LP0/NP0 光模块和全光互联技术。

在本次云栖大会，中兴通讯展出了单机支持 64 张 GPU 的超节点服务器，支持 Scale-Up 与 Scale-Out 双重扩展模式。公司还展示了自研的 51.2T 交换芯片规划（支持 2048 卡 scale-up 互联），以及基于 5nm 制程 128 核的珠峰 CPU 芯片、DPU 定海系列芯片的规划。

英伟达宣布投资 OpenAI 千亿美元。该信息公布于美国当地时间 9 月 22 日（周一），OpenAI 将部署至少 10GW 英伟达系统（训练/推理），英伟达按每 GW 上线进度逐步投资，合计最高 1000 亿美元；首个 1GW 于 2026 年下半年基于 Vera Rubin 平台上线。10GW 大约相当于 400-500 万个 GPU。英伟达 CEO 回复 CNBC 这是增量投入，是史上最大 AI 基础设施。

行情回顾：本周通信（申万）指数下跌 0.28%，沪深 300 指数上涨 1.07%，相对收益-1.35%，在申万一级行业中排名第 12 名。分领域看，本周光纤光缆、通信设备商和 IDC 表现相对靠前。

投资建议：持续关注 AI 算力基础设施发展

1) 全球 CSP 云厂 AI 军备竞赛加速，算力基础设施受益 AI 发展，是主赛道。推荐关注光器件光模块（中际旭创等），通信设备（中兴通讯等），液冷（英维克等），端侧（广和通等）。

2) 三大运营商仍属红利配置重要资产，三大运营商经营稳健，并且分红比例持续提升，高股息价值仍在，建议长期持续配置三大运营商。

2025 年第 40 周重点推荐组合：中国移动、中际旭创、中兴通讯、广和通。

风险提示：宏观经济波动风险、数字经济投资建设不及预期、AI 发展不及预期、中美贸易摩擦等外部环境变化。

证券分析师： 袁文舫（S0980523110003）、张宇凡（S0980525080005）

联系人： 赵屿

◆ 农业行业周报：农产品研究跟踪系列报告（176）-短期肉牛价格较为坚挺，Q4 有望进一步加速上涨

周度农产品跟踪：新一轮牛价上涨已开启，生猪价格支撑较强。

生猪：产能维持低波动，预计 2025 年猪价景气有望延续。9 月 26 日生猪价格 12.44 元/公斤，周环比-1.50%，同比-30.73%；7kg 仔猪价格约 210.95 元/头，周环比-12.45%，同比-30.67%。

白鸡：供给小幅增加，关注旺季消费修复。9 月 26 日，鸡苗价格 3.21 元/羽，周环比-2.13%，同比-9.07%；毛鸡价格 6.68 元/公斤，周环比-0.30%，同比-4.57%。

黄鸡：供给维持底部，有望率先受益内需改善。9 月 26 日浙江快大三黄鸡/青脚麻鸡/雪山草鸡斤价分别

为 5.5/6.5/8.9 元，周环比分别+1.85%/+0.00%/+0.00%。

鸡蛋：在产父母代存栏维持增长，中期供给压力较大。9 月 26 日，鸡蛋主产区价格 3.55 元/斤，周环比-3.01%，同比-19.50%。

肉牛：新一轮牛价上涨开启，看好 2025 年牛周期反转上行。9 月 26 日，国内牛肉市场价为 61.25 元/kg，环比持平，同比+21.29%。

原奶：三季度奶牛去化有望加速，原奶价格年底或迎拐点。9 月 18 日，国内主产区原奶均价为 3.03 元/kg，周度环比持平，同比-3.5%。

豆粕：短期到港供给宽松，中长期供需支撑走强。9 月 26 日，国内大豆现货价为 4061 元/吨，周度环比+0.42%，豆粕现货价为 2998 元/吨，周环比-0.46%。

玉米：国内供需平衡趋于收紧，价格有望维持温和上涨。9 月 26 日国内玉米现货价 2352 元/吨，周环比+0.09%，同比+8.49%。

白糖：短期进口到港增加，关注到港节奏及原油价格波动。9 月 26 日，国内广西南宁糖现货价为 5780 元/吨，较上周环比-1.03%。

橡胶：短期价格预计趋稳，中期看好景气向上。泰标现货价为 1860 美元/吨，周环比+1.64%；全乳胶山东市价为 14550 元/吨，周环比-0.34%。

核心观点：看好牧业大周期反转，养殖链低估值龙头标的以及宠物消费成长。1) 肉牛及原奶：看好 2025 年国内牧业大周期反转，海内外肉牛及原奶景气有望共振上行。2) 生猪：反内卷支撑长期价格中枢，看好龙头低估值修复。3) 宠物：稀缺消费成长行业，有望持续受益人口变化趋势。4) 饲料：白马海大集团超额收益明显，有望受益水产景气复苏。5) 禽：白鸡中长期消费中枢上移，黄鸡或率先受益内需提振，看好龙头低估值修复。

投资建议：推荐牧业、猪禽龙头、宠物、海大。1) 牧业推荐：优然牧业、现代牧业、中国圣牧、光明肉业等。2) 生猪推荐：德康农牧、牧原股份、华统股份、温氏股份、邦基科技、神农集团、新五丰、巨星农牧、唐人神、天康生物等。3) 宠物推荐：乖宝宠物、瑞普生物等。4) 饲料推荐：海大集团等。5) 禽推荐：立华股份、益生股份、圣农发展等。6) 动保推荐：回盛生物等。7) 种植链推荐：海南橡胶、荃银高科、国投丰乐、隆平高科等。

风险提示：恶劣天气带来的不确定性风险；不可控动物疫情引发的潜在风险。

证券分析师： 鲁家瑞（S0980520110002）、李瑞楠（S0980523030001）、江海航（S0980524070003）

◆ 汽车行业专题:汽车智能化月报系列（二十八）-地平线合作哈啰加速 Robotaxi 商业化落地，禾赛科技于香港交易所上市

行业新闻：1) 工信部拟出台强制性国家标准，为自动驾驶技术设定安全门槛；2) 科博达收购参股公司智能科技 60%股权；3) 小鹏汽车携多款热门新车进入欧洲五国市场；4) 地平线与哈啰达成战略合作，加速 Robotaxi 商业化落地；5) 禾赛科技登陆香港交易所主板；6) 小马智行获得迪拜 Robotaxi 路测许可，首批车辆已开跑；7) 新加坡首批 Robotaxi 上路，文远知行助力 Grab 推出 Ai.R 自动驾驶出行项目；8) 华阳集团助力全新问界 M7 打造超凡体验。

高频核心数据更新：1) 800 万像素摄像头占比持续提升。2025 年 7 月，乘用车前视摄像头渗透率 66.7%，同比+6pct，环比-1pct，其中 800 万像素占比 41.7%，同比+23pct，环比+2pct。；2) 英伟达驾驶芯片占比提升。2025 年 7 月，乘用车驾驶域控渗透率 30.2%，其中 mobileye、TI、地平线、英伟达、特斯拉 FSD、华为芯片占比分别为 3.7%、1.8%、10.1%、57.5%、5.8%、12.1%，同比分别变动-14、+0、-3、+27、-11、-4pct，环比分别变动-2、+0、+0、+4、-3、1pct。3) 激光雷达市占率持续提升。2025 年 7 月，乘用车激光雷达渗透率 10.7%，同比+3.3 pct，环比+1pct。参考盖世汽车数据，2025H1 激光雷达供应商市占率华为（40%）、禾赛科技（28%）、STJC（24%）、图达通（8%）。

智能驾驶：标配 L2 级以上功能的乘用车渗透率 7 月同比+15pct。2025 年 7 月，乘用车行业 L2 级以上渗透率 30.4%，同比+15pct，高速 NOA、城区 NOA 渗透率 30.5%、13.3%，同比+16、+4pct，环比+1、+1pct。1) 传感器：前视摄像头、前向毫米波雷达、激光雷达 7 月渗透率 66.7%、57.5%、10.7%，同比+6、+6、

+3pct, 环比-1、+0、+1pct。2) 域控制器: 2025 年 7 月, 乘用车驾驶域控渗透率 30.2%, 同比+13.6 pct, 环比-0.9pct。

智能座舱: 大屏化产品、HUD、座舱域控制器等单品渗透率持续提升。10 寸以上中控屏、10 寸以上液晶仪表、HUD、智能座舱域控制器 7 月渗透率 84.7%、49.3%、19.2%、41%, 同比+0、-3、+3、+10pct, 环比-1、-1、+0、-1pct。

智能网联: OTA、T-BOX 7 月渗透率分别 76.3%、68.2%, 同比分别变动+2、-6pct。

投资建议: 整车推荐小鹏汽车、零跑汽车、吉利汽车。L4 推荐小马智行、文远知行。零部件推荐: 数据获取, 推荐禾赛科技; 数据传输, 推荐沪光股份; 数据处理, 推荐地平线机器人-W、黑芝麻智能、科博达、华阳集团、均胜电子; 数据应用推荐星宇股份、华阳集团、伯特利。

风险提示: 汽车智能驾驶渗透速度不及预期风险, 销量不及预期风险。

证券分析师: 唐旭霞 (S0980519080002)、杨钊 (S0980523110001)

◆ 公用环保行业周报: 公用环保 202509 第 5 期-2035 年国家自主贡献明确, 风光装机容量力争达到 36 亿千瓦

场回顾: 本周沪深 300 指数上涨 1.07%, 公用事业指数上涨 0.28%, 环保指数上涨 1.06%, 周相对收益率分别为-0.79%和-0.01%。申万 31 个一级行业分类板块中, 公用事业及环保涨幅处于第 6 和第 4 名。电力板块子板块中, 火电下跌 0.82%; 水电上涨 0.82%, 新能源发电上涨 1.09%; 水务板块上涨 2.74%; 燃气板块下跌 0.63%。

重要事件: 国家领导人在联合国气候变化峰会上发表致辞, 宣布中国新一轮国家自主贡献: 到 2035 年, 中国全经济范围温室气体净排放量比峰值下降 7%-10%, 非化石能源消费占能源消费总量的比重达到 30%以上, 风电和太阳能发电总装机容量达到 2020 年的 6 倍以上、力争达到 36 亿千瓦。国家能源局发布数据显示, 8 月全社会用电量 10154 亿千瓦时, 同比增长 5.0%。从分产业用电看, 第一产业用电量 164 亿千瓦时, 同比增长 9.7%; 第二产业用电量 5981 亿千瓦时, 同比增长 5.0%; 第三产业用电量 2046 亿千瓦时, 同比增长 7.2%; 城乡居民生活用电量 1963 亿千瓦时, 同比增长 2.4%。1-8 月, 全社会用电量累计 68788 亿千瓦时, 同比增长 4.6%。国家能源局发布 1-8 月份全国电力工业统计数据。截至 8 月底, 全国累计发电装机容量 36.9 亿千瓦, 同比增长 18.0%。其中, 太阳能发电装机容量 11.2 亿千瓦, 同比增长 48.5%; 风电装机容量 5.8 亿千瓦, 同比增长 22.1%。

专题研究: 近期, 四川电力现货市场开启结算试运行, 出现全天负电价现象。四川电力现货市场出现全天负电价的原因: 电力供大于求导致供需失衡。从供应端来看, 截至 2024 年, 四川电源装机容量为 14346 万千瓦, 其中水电装机容量为 10210 万千瓦, 占比为 71.2%, 近期四川来水同比偏丰, 一些有库容的水电站蓄水已满, 部分具有调节能力的水电电源选择通过申报负电价发电来缓解库容压力; 从负荷端来看, 由于阴雨天气和气温下降等原因, 省内用电负荷进一步走低, 电力需求下降。

投资策略: 公用事业: 1. 煤价电价同步下行, 火电盈利有望维持合理水平, 推荐全国大型火电企业华电国际以及区域电价较为坚挺的上海电力; 2. 国家持续出台政策支持新能源发展, 新能源发电盈利有望逐步趋于稳健, 推荐全国性新能源发电龙头企业龙源电力、三峡能源, 区域优质海上风电企业广西能源、福能股份、中闽能源, 以及开展新能源与智算中心一体化深化算电协同标的金开新能; 3. 装机和发电量增长对冲电价下行压力, 预计核电公司盈利仍将维持稳定, 推荐核电运营标的中国核电、中国广核; 国家电投整合核电资产, 打造 A 股第三家核电运营商, 推荐重组标的电投产融; 4. 全球降息背景下高分红的水电股防御属性凸显, 推荐业绩稳健性和成长性兼具的水电龙头长江电力; 5. 燃气推荐具有海气贸易能力, 特气业务锚定商业航天的九丰能源; 6. 基于余热锅炉设备制造进军核能和清洁能源装备制造的西子洁能。环保: 1. 水务&垃圾焚烧行业进入成熟期, 自由现金流改善明显, 再叠加无风险收益率的持续走低, 投资者的预期回报率和风险偏好均有所下降, 建议关注环保板块中的“类公用事业投资机会”, 推荐光大环境, 中山公用; 2. 中国科学仪器市场份额超过 90 亿美元, 国产替代空间广阔, 推荐聚光科技; 3. 欧盟 SAF 强制掺混政策生效在即, 对原材料需求增加, 国内废弃油脂资源化行业有望充分受益, 推荐山高环能; 4. 煤价下行背景下, 秸秆价格同步下降, 农林生物质发电行业成本端改善明显, 推荐长青集团。

风险提示：环保政策不及预期；用电量增速下滑；电价下调；竞争加剧。

证券分析师： 黄秀杰（S0980521060002）、郑汉林（S0980522090003）、刘汉轩（S0980524120001）、崔佳诚（S0980525070002）

◆ 光峰科技(688007.SH) 公司快评:发布 AR 显示光机和水下蓝光激光雷达，打开新赛道空间

公司在深圳光博会上推出多款基于激光核心技术的新品：（1）用于 AR 眼镜的激光+LCOS 路线的 AR 显示光机（单绿色的一拖二双眼 AR 显示光机蜻蜓 G1 和全彩单眼 AR 显示光机彩虹 C1）；（2）两款水下激光雷达产品：消费级水下蓝光激光雷达远眸 D10 和专业级远眸 T1。

国信家电观点：此次光峰科技新品分别切入了 AR 眼镜和泳池机器人及水下激光导航赛道，且公司的产品具备高性能、低成本的特点，其差异化技术在这两个赛道具备较高壁垒。具体分领域来看：

1) LCOS+激光的 AR 光机：其全彩功耗远低于当前主流的 Micro LED 路线，同时成本更低并且 LCOS 的显示方案已有全球龙头 Meta 等厂商推出的产品背书；

2) 水下激光雷达：以较低成本解决了当前泳池机器人等水下设备的精准导航痛点。

公司作为全球领先的激光显示技术龙头，在车载业务成功推进后，凭借技术积累切入 AR 眼镜、水下激光雷达等赛道，有望为公司带来新的增长点。考虑到公司受 GDC 仲裁事项影响，减少 2025 年净利润 0.91 亿元，同时存货跌价损失等拖累公司盈利；但公司积极发力新赛道预计对 2026-2027 年利润产生积极影响，调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.2/2.5/3.6 亿（前值为 2.0/2.6/-亿），同比-31%/+1192%/+47%，对应 PE 为 501/39/26 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：行业竞争加剧；下游客户拓展不及预期；行业需求复苏不及预期。

证券分析师： 陈伟奇（S0980520110004）、王兆康（S0980520120004）、邹会阳（S0980523020001）、李晶（S0980525080003）

◆ 中油工程(600339.SH) 公司快评:受益于上游资本开支提升，公司接连签署中东大额合同

公司公告：1) 近日，公司全资子公司中国石油管道局工程有限公司与伊拉克巴士拉石油公司就伊拉克巴士拉省海水输送管道总包项目签署 EPC 承包合同，合同金额 25.24 亿美元（约 180.32 亿元人民币）；

2) 近日，公司全资子公司中国石油管道局工程有限公司与 ADNOC Gas 就巴伯油田和布哈萨油田天然气管线总包项目签署 EPC 承包合同，合同金额 5.13 亿美元（约 36.88 亿元人民币）。

国信化工观点：1) 中东地区是全球能源开发的核心地带，中东地区为油服行业的优质市场，伊拉克和阿联酋未来上游资本开支有望维持高位；2) 公司接连签署在伊拉克和阿联酋的大额合同将有利于公司巩固和拓展中东地区油气储运工程市场，并将对公司未来 4-5 年的营业收入和利润总额产生积极影响。

3) 我们维持预测公司 2025-2027 年营业收入为 899.92/944.92/982.97 亿元，归母净利润为 7.33/8.23/8.50 亿元，EPS 为 0.13/0.15/0.15 元/股，对应当前股价 PE 为 26.10/22.60/22.60X，我们看好公司业务结构提升带来的发展潜力，给与“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、董丙旭（S0980524090002）

◆ 阿里巴巴-W(09988.HK) 海外公司快评:定位全栈人工智能服务商，加大 AI 基础设施投入

2025 年云栖大会开幕，阿里巴巴集团 CEO 吴泳铭认为 AI 发展的三个阶段是智能涌现、自主行动和自我迭代，AI 未来将向超级人工智能 ASI 发展，同时提出两大判断：1) 大模型是下一代操作系统；2) 超级 AI 云是下一代计算机。未来 AI 将替代能源的地位，成为最重要的商品，而阿里云将定位为全栈人工智能服务商，提供领先的大模型和云计算网络，并且公司将会持续追加 AI 基础设施投入，对比 GenAI 元年的 2022 年，2032 年阿里云全球数据中心的能耗规模将提升 10 倍。此外，大会上阿里巴巴推出了多款全新模型，其中 Qwen3-Max 性能位列全球第三，同时也发布了下一代 Qwen 基础模型架构 & Qwen3-Next。硬件侧，展示了阿里云从底层芯片、超节点服务器、高性能网络、分布式存储、智

算集群到人工智能平台、模型训练推理服务的全栈 AI 技术能力。公司还提出加速出海计划，将在巴西、法国和荷兰开设首批数据中心，并进一步扩大在墨西哥、日本、韩国、马来西亚和迪拜等五个中国以外国家的业务版图。

国信互联网观点：本次云栖大会展现出阿里对于实现 ASI 终极目标的决心，到 2032 年能耗的 10 倍提升意味着 CAPEX 投入的持续性，亦将打开 AI 相关收入的增长空间。领先的模型能力，覆盖芯片、服务器、网络等基础设施的全栈 AI 能力，意味着阿里云的市占率将持续提升。长期来看，全栈自研以及海外占比的提升亦有望带来利润率的改善。我们小幅上调 2026-2028 财年公司收入利润预测，主要反映对云收入增速更加乐观的预期，预计公司 2026-2028 财年收入为 10661/11888/13014 亿元，调整幅度为 +0%/1%/1%，经调整净利润为 1267/1672/1960 亿元，此前预测为 1266/1670/1938 亿元，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 张伦可（S0980521120004）、张昊晨（S0980525010001）

金融工程

◆ 金融工程专题报告：金融工程专题研究-兴证全球基金申报首只 ETF，公募基金规模突破 36 万亿

上周市场回顾。上周 A 股市场主要宽基指数走势出现分化，科创 50、创业板指、中小板指收益靠前，收益分别为 6.47%、1.96%、1.75%，中证 1000、上证综指、中证 500 收益靠后，收益分别为-0.55%、0.21%、0.98%。

从成交额来看，除深证成指、中小板指和科创 50 指数外，上周主要宽基指数成交额均有所下降。行业方面，上周电子、有色金属、电力设备及新能源收益靠前，收益分别为 3.67%、3.24%、3.21%，消费者服务、商贸零售、轻工制造收益靠后，收益分别为-6.71%、-3.92%、-2.80%。

截至上周五，央行逆回购净投放资金 6406 亿元，逆回购到期 18268 亿元，净公开市场投放 24674 亿元。除 1 年期和 5 年期外，不同期限的国债利率有所上行，利差扩大 0.54BP。上周中证转债指数上涨 0.94%，累计成交 1627 亿元，较前一周减少 125 亿元。

上周共上报 44 只基金，较上上周申报数量有所增加。申报的产品包括 4 只 FOF、1 只 QDII，博时中证通用航空主题 ETF、富国国证石油天然气 ETF、鹏华上证科创板芯片设计主题 ETF、兴证全球沪深 300 质量 ETF 等。

9 月 25 日，证监会官网显示，兴证全球基金申报了首只 ETF——兴证全球沪深 300 质量 ETF。

9 月 25 日，中国证券投资基金业协会发布的数据显示，截至 2025 年 8 月底，公募基金资产净值合计 36.25 万亿元，再创历史新高。

开放式公募基金表现。上周主动权益、灵活配置型、平衡混合型基金收益分别为 0.40%、0.32%、0.75%。今年以来主动权益基金业绩表现最优，中位数收益为 29.87%，主动权益型、灵活配置型和平衡混合型基金的中位数收益分别为 29.87%、21.97%、12.74%。

上周指数增强基金超额收益中位数为 0.01%，量化对冲型基金收益中位数为-0.40%。今年以来，指数增强基金超额中位数为 3.40%，量化对冲型基金收益中位数为 0.25%。

截至上周末，开放式公募基金中共有普通 FOF 基金 246 只、目标日期基金 119 只、目标风险基金 152 只。今年以来，目标日期基金中位数业绩表现最优，累计收益率为 17.33%。

基金产品发行情况。上周新成立基金 61 只，合计发行规模为 366.07 亿元，较前一周有所减少。此外，上周有 11 只基金首次进入发行阶段，本周将有 10 只基金开始发行。

风险提示：市场环境变动风险，本报告基于客观数据，不构成投资建议。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、陈梦琪（S0980524070009）

◆ 金融工程周报:热点追踪周报-由创新高个股看市场投资热点（第 213 期）

乘势而起：市场新高趋势追踪：截至 2025 年 9 月 26 日，上证指数、深证成指、沪深 300、中证 500、中证 1000、中证 2000、创业板指、科创 50 指数 250 日新高距离分别为 1.43%、1.76%、0.95%、1.37%、2.08%、3.67%、2.60%、1.60%。中信一级行业指数中电力设备及新能源、有色金属、电子、传媒、机械行业指数距离 250 日新高较近，食品饮料、银行、煤炭、交通运输、综合金融行业指数距离 250 日新高较远。概念指数中，发电设备、黄金、风力发电、万得风电、万得光伏、万得中概股 100、储能等概念指数距离 250 日新高较近。

见微知著：利用创新高个股进行市场监测：截至 2025 年 9 月 26 日，共 1233 只股票在过去 20 个交易日间创出 250 日新高。其中创新高个股数量最多的是电子、机械、基础化工行业，创新高个股数量占比最高的是有色金属、电子、电力设备及新能源行业。按照板块分布来看，本周科技、制造板块创新高股票数量最多；按照指数分布来看，中证 2000、中证 1000、中证 500、沪深 300、创业板指、科创 50 指数中创新高个股数量占指数成份股个数比例分别为：22.40%、25.60%、30.00%、28.33%、34.00%、48.00%。

平稳创新高股票跟踪：我们根据分析师关注度、股价相对强弱、趋势延续性、股价路径平稳性、创新高持续性等角度，本周从全市场创新高股票中筛选出了包含新易盛、先导智能、巨人网络等 50 只平稳创新高的股票。按照板块来看，创新高股票数量最多的是科技、制造板块，分别有 20、13 只入选。其中，科技板块中创新高最多的是电子行业；制造板块中创新高最多的是机械行业。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险，本报告基于历史客观数据统计，不构成任何投资建议，历史股价表现不代表未来股价表现。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、胡志超（S0980524070001）

◆ 金融工程周报:多因子选股周报-中证 1000 增强组合本周超额 0.91%，年内超额 17.72%

国信金工指数增强组合表现跟踪

- 沪深 300 指数增强组合本周超额收益-0.17%，本年超额收益 16.49%。
- 中证 500 指数增强组合本周超额收益 0.26%，本年超额收益 8.94%。
- 中证 1000 指数增强组合本周超额收益 0.91%，本年超额收益 17.72%。
- 中证 A500 指数增强组合本周超额收益-0.21%，本年超额收益 9.06%。

因子表现监控

以沪深 300 指数为选股空间。最近一周，单季超预期幅度、单季营收同比增速、单季 ROE 等因子表现较好，而预期 BP、预期净利润环比、BP 等因子表现较差。

以中证 500 指数为选股空间。最近一周，三个月换手、单季营收同比增速、EPTTM 一年分位点等因子表现较好，而一年动量、标准化预期外收入、SPTTM 等因子表现较差。

以中证 1000 指数为选股空间。最近一周，三个月机构覆盖、单季 ROE、高管薪酬等因子表现较好，而一年动量、DELTAROA、预期净利润环比等因子表现较差。

以中证 A500 指数为选股空间。最近一周，单季营收同比增速、EPTTM 一年分位点、单季 ROE 等因子表现较好，而一年动量、DELTAROA、DELTAROE 等因子表现较差。

以公募重仓指数为选股空间。最近一周，高管薪酬、单季 ROE、三个月机构覆盖等因子表现较好，而一年动量、预期净利润环比、预期 EPTTM 等因子表现较差。

公募基金指数增强产品表现跟踪

目前，公募基金沪深 300 指数增强产品共有 74 只（A、C 类算作一只，下同），总规模合计 793 亿元。中证 500 指数增强产品共有 71 只，总规模合计 432 亿元。中证 1000 指数增强产品共有 46 只，总规模合计 150 亿元。中证 A500 指数增强产品共有 57 只，总规模合计 226 亿元。

沪深 300 指数增强产品最近一周：超额收益最高 0.91%，最低-1.54%，中位数-0.17%。最近一月：超额收益最高 4.81%，最低-3.36%，中位数-0.53%。

中证 500 指数增强产品最近一周：超额收益最高 1.63%，最低-1.35%，中位数-0.01%。最近一月：超额收益最高 2.51%，最低-5.04%，中位数-0.56%。

中证 1000 指数增强产品最近一周：超额收益最高 1.66%，最低-0.37%，中位数 0.44%。最近一月：超额收益最高 2.76%，最低-0.87%，中位数 0.83%。

中证 A500 指数增强产品最近一周：超额收益最高 1.66%，最低-0.37%，中位数 0.44%。最近一月：超额收益最高 2.26%，最低-2.55%，中位数-0.20%。

风险提示：市场环境变动风险，因子失效风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、张宇（S0980520080004）

◆ 金融工程周报:主动量化策略周报-科创 50 领涨,超预期精选组合年内满仓上涨 52.03%

国信金工主动量化策略表现跟踪：

本周，优秀基金业绩增强组合绝对收益 0.35%，相对偏股混合型基金指数超额收益-0.12%。本年，优秀基金业绩增强组合绝对收益 28.00%，相对偏股混合型基金指数超额收益-4.08%。今年以来，优秀基金业绩增强组合在主动股基中排名 54.37%分位点（1886/3469）。

本周，超预期精选组合绝对收益 0.70%，相对偏股混合型基金指数超额收益 0.23%。本年，超预期精选组合绝对收益 46.54%，相对偏股混合型基金指数超额收益 14.47%。今年以来，超预期精选组合在主动股基中排名 20.61%分位点（715/3469）。

本周，券商金股业绩增强组合绝对收益-0.54%，相对偏股混合型基金指数超额收益-1.01%。本年，券商金股业绩增强组合绝对收益 33.26%，相对偏股混合型基金指数超额收益 1.19%。今年以来，券商金股业绩增强组合在主动股基中排名 43.07%分位点（1494/3469）。

本周，成长稳健组合绝对收益 0.26%，相对偏股混合型基金指数超额收益-0.22%。本年，成长稳健组合绝对收益 51.84%，相对偏股混合型基金指数超额收益 19.77%。今年以来，成长稳健组合在主动股基中排名 15.31%分位点（531/3469）。

本周，股票收益中位数-1.74%，31%的股票上涨，69%的股票下跌；主动股基中位数 0.51%，60%的基金上涨，40%的基金下跌。

本年，股票收益中位数 20.22%，81%的股票上涨，19%的股票下跌；主动股基中位数 30.56%，98%的基金上涨，2%的基金下跌。

优秀基金业绩增强组合：

在构建量化组合时，从传统地对标宽基指数，转变为对标主动股基。在借鉴优秀基金持仓的基础上，采用量化方法进行增强，达到优中选优的目的。

超预期精选组合：

以研报标题超预期与分析师全线上调净利润为条件筛选超预期事件股票池，接着对超预期股票池进行基本面和技术面两个维度的精选，挑选出同时具备基本面支撑和技术面共振的超预期股票，构建超预期精选股票组合。

券商金股业绩增强组合：

以券商金股股票池为选股空间和约束基准，采用组合优化的方式控制组合与券商金股股票池在个股、风格上的偏离，构建券商金股业绩增强组合。

成长稳健组合：

采用“先时序、后截面”的方式，构建成长股二维评价体系。以研报标题超预期及业绩大增为条件筛选成长股股票池，根据距离正式财报预约披露日的间隔天数进行分档，优先选择距离财报预约披露日较近的股票，当样本数量较多时，采用多因子打分精选优质个股，构建 100 只股票等权组合。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、张宇（S0980520080004）

◆ 金融工程周报:港股投资周报-恒生科技领涨，港股精选组合年内上涨 72.29%

港股精选组合绩效回顾

本周，港股精选组合绝对收益-2.30%，相对恒生指数超额收益-0.73%。

本年，港股精选组合绝对收益 72.29%，相对恒生指数超额收益 42.04%。

港股市场创新高热点板块跟踪

我们根据分析师关注度、股价相对强弱、股价路径平稳性、创新高连续性等角度在过去 20 个交易日创出过 250 日新高的股票池中筛选出平稳创新高股票。

近期，华虹半导体等股票平稳创出新高。

按照板块来看，创新高股票数量最多的是医药板块，其次为周期、科技、消费和制造板块，具体个股信息可参照正文。

港股市场一周回顾

宽基指数方面，本周恒生大型股指数收益最高，累计收益-0.97%；恒生中型股指数收益最低，累计收益-2.33%。

行业指数方面，本周原材料业行业收益最高，累计收益 2.53%；综合企业行业收益最低，累计收益-3.92%。

概念板块方面，本周金融 IC 概念板块收益最高，累计收益 13.04%；医美概念板块收益最低，累计收益-11.74%。

南向资金监控

南向资金整体方面，本周港股通累计净流入 440 亿港元，近一个月以来港股通累计净流入 1817 亿港元，今年以来港股通累计净流入 11537 亿港元，总体来看近期南向资金呈现出整体流入的走势。

本周港股通资金中，阿里巴巴-W、山高控股和美团-W 流入金额最多，华虹半导体、石药集团和中国电信流出金额最多。

投资港股公募基金表现监控

本周，港股通股票收益中位数-3.02%，投资港股的主动基金收益中位数-0.87%。

本年，港股通股票收益中位数 25.05%，投资港股的主动基金收益中位数 38.64%。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、张宇（S0980520080004）

【市场数据】

商品期货

商品	收盘价	涨跌幅	商品	收盘价	涨跌幅
黄金	851.50	-0.19	ICE 布伦特原油	70.13	1.02
白银	10483.00	1.20	铜	82500.00	0.51
铝	20765.00	0.00	铅	17055.00	-0.08
豆一	3940.00	0.25	锌	22010.00	0.22
豆粕	2916.00	-0.61	镍	121620.00	-0.62
玉米	2176.00	0.46	锡	273130.00	0.00
螺纹钢	3050.00	-0.71	SR511	5520.00	-0.23

本月国内重要信息披露

公布日期	项目	本期数据	上期数据	上年同期数据	发布主体
2024/11/30	11月PPI (%)	-2.9	-3.3	-3.4	PPI
2024/11/30	11月CPI (%)	99.4	100.4	100.2	国家统计局
2024/11/30	11月狭义货币(M1)同比 (%)	-0.0	-0.02	0.01	中国人民银行
2024/11/30	11月狭义货币(M2)同比 (%)	0.07	0.07	0.1	中国人民银行
2024/11/30	11月新增人民币贷款(亿元)	5216.0	2965.0	11120.0	中国人民银行
2024/11/30	11月贸易顺差总额(亿美元)	97443.13	95715.17	69334.24	国家商务部
2024/11/30	11月固定资产投资累计同比 (%)	0.03	0.01	0.02	国家统计局
2024/11/30	11月工业增加值 (%)	0.05	0.05	0.06	国家信息中心
2024/11/30	11月社会消费品零售总额_同比 (%)	0.03	0.03	0.02	国家统计局

近期非流通股解禁明细

代码	简称	本次解禁数量(万股)	流通股股本(万股)	流通股增加%	上市日期
002736.SZ	国信证券	47358.75	961242.93	100.00	2025-08-14
600369.SH	西南证券	33000.00	664510.91	100.00	2025-07-22
600490.SH	鹏欣资源	22026.56	221288.70	100.00	2025-06-12
600967.SH	内蒙一机	412.50	170338.18	82.58	2025-06-03
601226.SH	华电重工	408.34	116701.00	100.00	2025-06-02
002142.SZ	宁波银行	7581.90	659965.10	95.06	2025-05-16
688232.SH	新点软件	15651.92	33000.00	100.00	2025-05-16
301093.SZ	华兰股份	3782.78	13466.66	100.00	2025-04-30
688257.SH	新锐股份	2460.70	9280.00	100.00	2025-04-28
688553.SH	汇宇制药-W	11406.67	42360.00	100.00	2025-04-28
301088.SZ	戎美股份	16800.00	22800.00	100.00	2025-04-28
301091.SZ	深城交	8400.00	16000.00	100.00	2025-04-28
688211.SH	中科微至	6660.00	13160.86	100.00	2025-04-28
688739.SH	成大生物	22766.37	41645.00	100.00	2025-04-28
688255.SH	凯尔达	2837.71	7841.46	100.00	2025-04-25
600926.SH	杭州银行	50408.30	586039.74	87.83	2025-04-24
301087.SZ	可孚医疗	8676.57	16000.00	100.00	2025-04-24

601009.SH	南京银行	113110.82	1000701.69	100.00	2025-04-23
688737.SH	中自科技	3197.51	8603.49	100.00	2025-04-22
301086.SZ	鸿富瀚	3833.55	6000.00	100.00	2025-04-21
001218.SZ	丽臣实业	3072.00	8999.55	100.00	2025-04-14
301077.SZ	星华反光	3856.49	6000.00	100.00	2025-03-31
301061.SZ	匠心家居	6000.00	8000.00	100.00	2025-03-13
000625.SZ	长安汽车	2590.64	632214.29	45.92	2025-03-05
300844.SZ	山水比德	2525.00	4040.00	100.00	2025-02-13
301024.SZ	霍普股份	2880.00	4239.00	100.00	2025-01-28
601921.SH	浙版传媒	180000.02	222222.22	100.00	2025-01-23
001209.SZ	洪兴股份	6497.49	9394.48	100.00	2025-01-22
002059.SZ	云南旅游	6857.37	101243.48	100.00	2025-01-16
002187.SZ	广百股份	18692.79	61761.91	100.00	2025-01-06
605287.SH	德才股份	2865.13	10000.00	100.00	2025-01-06
600679.SH	上海凤凰	550.77	34369.42	100.00	2024-12-23
688032.SH	不适用	1985.72	4000.00	100.00	2024-12-20
301096.SZ	不适用	3960.00	10816.66	100.00	2024-12-20
000546.SZ	金圆股份	6613.75	78048.26	99.54	2024-12-20
600859.SH	王府井	4147.65	113273.80	99.75	2024-12-17
301100.SZ	不适用	15000.00	20000.00	100.00	2024-12-17
000737.SZ	南风化工	104599.31	169128.73	100.00	2024-12-16
301177.SZ	不适用	36000.00	40001.00	100.00	2024-12-16
000401.SZ	冀东水泥	106598.80	247935.72	99.97	2024-12-16

全球证券市场统计

股票市场指数

简称	最新收盘价	1日涨跌幅(%)	1周涨跌幅(%)	1个月涨跌幅(%)	3个月涨跌幅(%)	12个月涨跌幅(%)	30天波动率(%)
道琼斯工业平均指数	46247.28	0.652852	63.36	63.36	63.36	63.36	41.36
德国 DAX 指数	23739.47	0.869520	86.38	-1.71	0.38	23.39	54.73
法 CAC40 指数	7870.68	0.965439	0.21	2.08	4.14	1.66	46.63
恒生指数	26128.20	-1.345986	-1.57	2.36	7.41	31.13	62.75
沪深 300 指数	4550.04	-0.945700	1.06	2.18	15.30	28.33	58.20
美国 SP500 指数	6643.70	0.590184	-0.31	2.74	8.18	15.63	48.33
纳斯达克综合指数	22484.07	0.443919	-0.65	4.36	11.48	23.60	51.14
日经 225 指数	45354.99	-0.874092	0.68	6.98	14.57	16.51	不适用

沪深港通资金流入流出 Top10

A 股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流入资金(RMB, 万元)	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流出资金(RMB, 万元)
1	601899.SH	紫金矿业	27.4000	0.4767	无数据	601899.SH	紫金矿业	27.4000	0.4767	无数据
2	603083.SH	剑桥科技	133.0500	6.5508	无数据	002371.SZ	北方华创	452.8000	-0.1874	无数据
3	002371.SZ	北方华创	452.8000	-0.1874	无数据	688012.SH	中微公司	290.0000	0.6944	无数据
4	688012.SH	中微公司	290.0000	0.6944	无数据	601127.SH	赛力斯	157.2200	5.7652	无数据
5	601127.SH	赛力斯	157.2200	5.7652	无数据	300502.SZ	新易盛	374.0000	-0.5319	无数据
6	300502.SZ	新易盛	374.0000	-0.5319	无数据	300274.SZ	阳光电源	157.5000	-1.4640	无数据
7	300274.SZ	阳光电源	157.5000	-1.4640	无数据	688256.SH	寒武纪-U	1339.0000	-3.4391	无数据

8	688256.SH	寒武纪-U	1339.0000	-3.4391	无数据	688041.SH	海光信息	259.1000	-3.2920	无数据
9	000988.SZ	华工科技	92.2000	-5.6102	无数据	000988.SZ	华工科技	92.2000	-5.6102	无数据
10	002594.SZ	比亚迪	107.2900	-0.1953	无数据	002594.SZ	比亚迪	107.2900	-0.1953	无数据

港股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流入资金 (HKD, 万元)	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流出资金 (HKD, 万元)
1	2228.HK	中国节能海东青	12.1600	-0.01777060	82864.56	9988.HK	阿里巴巴-W	166.5000	-0.03197674	754428.12
2	2228.HK	晶泰控股	12.1600	-0.01777060	82864.56	1810.HK	小米集团-W	54.6500	-0.08074012	667059.85
3	9880.HK	平安法兴八一零A	133.7000	-0.05042614	108767.90	0981.HK	中芯国际	72.9500	-0.05013021	452978.50
4	9880.HK	优必选	133.7000	-0.05042614	108767.90	1347.HK	华虹半导体	68.2500	0.03018868	222874.36
5	9868.HK	小鹏汽车-W	90.8000	0.05031810	122003.13	0700.HK	腾讯控股	644.0000	-0.00923077	215125.29
6	0412.HK	山高控股	4.5700	-0.04592902	156108.85	9868.HK	小鹏汽车-W	90.8000	0.05031810	151145.40
7	9660.HK	中油苏皇八一零C	9.7000	-0.08490566	186816.27	0412.HK	山高控股	4.5700	-0.04592902	143067.36
8	9660.HK	地平线机器人-W	9.7000	-0.08490566	186816.27	9880.HK	平安法兴八一零A	133.7000	-0.05042614	109751.00
9	1347.HK	华虹半导体	68.2500	0.03018868	201643.22	9880.HK	优必选	133.7000	-0.05042614	109751.00
10	0700.HK	腾讯控股	644.0000	-0.00923077	294424.04	9660.HK	中油苏皇八一零C	9.7000	-0.08490566	100472.56
11	0981.HK	中芯国际	72.9500	-0.05013021	438392.07	9660.HK	地平线机器人-W	9.7000	-0.08490566	100472.56
12	1810.HK	小米集团-W	54.6500	-0.08074012	727583.36	2228.HK	中国节能海东青	12.1600	-0.01777060	63791.82
13	9988.HK	阿里巴巴-W	166.5000	-0.03197674	995636.29	2228.HK	晶泰控股	12.1600	-0.01777060	63791.82

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032