



中信证券
CITIC SECURITIES

一季度宏观展望及地方两会释放出的信号

债市启明系列 | 2026.2.9

中信证券研究部



明明
中信证券首席
经济学家
S1010517100001



孙毓铭
固定收益分析师
S1010525070001

核心观点

当前展望一季度宏观经济有两大看点，一是“史上最长春节假期”的消费验证，二是“地方两会”的政策定调。我们研究表明，消费端复苏呈现场景下沉与服务替代特征，而大宗商品仍受制于居民资产负债表的修复节奏；生产端受春节错位与供需剪刀差影响，长流程的生产刚性或诱发节后被动累库风险。更为关键的是，政策端重心已从传统基建扩张转向对低空经济、算力等细分赛道的颗粒度争夺，财政在化债与增长间维持紧平衡。我们认为，当前经济正处于新旧动能换挡的磨合期，春节期间的结构性亮点不应掩盖复工后的库存挑战，3月后的工业去库速度与新产业政策落地的实物工作量，将是验证全年复苏成色的核心窗口。

■ **地产方面：**地产市场开年呈现弱势调整、季节性波动与价格分化的特征。新房方面，根据国家统计局数据，2026年1月30大中城市成交同比虽有改善，但主要系春节错位导致的基数扰动，剔除该因素后市场实质仍延续弱势调整，环比回落符合传统淡季规律；展望2026年一季度，我们预计2月成交将受假期影响进一步探底，3月有望在政策累积与季节性因素共振下迎来“小阳春”，但整体修复弹性可能较为有限。二手房方面，价格调整压力仍存，但出现边际改善信号，根据国家统计局公布的数据，我们观察到一线城市跌幅收窄、止跌迹象初显，而二三线城市依旧承压，市场整体仍处于以价换量的筑底磨底阶段。

■ **春节消费前瞻：**出行端，国新办举行的新闻发布会上发改委预计，2026年春节出行人次将达95亿人次。创纪录流量与80%的自驾占比，将有力支撑消费半径向县域及沿途服务区下沉；影视端，春节档回归“多强争霸”的均衡格局，虽有长假托底，但受2025年同期高基数（《哪吒2》）压制，票房同比或难以大幅增长，乐观情形下预期为持平；消费端，大宗消费依赖“以旧换新”政策托底，而承载“情绪价值”的国潮与新中式产品将成为结构性亮点。

■ **工业生产数据需警惕库存风险。**电炉钢受原料断供与利润微薄影响，开工率断崖式下滑，符合典型春节规律；相比之下，主营钢厂与纯碱等化工装置受生产刚性约束，仍维持较高开工，在下游物流与投料停滞的背景下，供需错配将导致春节期间被动累库，极易形成节后“库存堰塞湖”并压制价格；此外，沥青开工率触及冰点且冬储平淡，映射出市场对节后基建复工强度持谨慎观望态度，整体需高度警惕节后市场面临的库存消化考验。

■ **地方政府两会点评：**总量上，经济大省普遍将GDP目标锁定在5%左右，发挥了全国经济的“压舱石”作用，预计2026年全国增速目标将维持在4.5-5%的中枢水平。需求端强调“投资提质”与“消费提振”：固投目标审慎（3%-5%）并向高技术制造倾斜，告别传统基建扩张模式；而社零目标（5%-6%）虽高，但需深度依赖“以旧换新”政策与服务消费场景来填补收入预期的缺口。产业端出现最大边际变化，各地对“新质生产力”从概念宣讲转向实操层面的“抢位赛”，聚焦低空经济、AI及生物制造等赛道，但需高度警惕同质化内卷带来的短期产能过剩与资源错配风险。财政与化债方面，一般公共预算收入目标（2%-4%）普遍低于GDP增速目标，折射出土地财政退潮下的紧平衡压力，化债重心由遏制增量转向化解存量与剥离经营性债务，进一步确立了“中央加杠杆、地方去风险”的宏观格局。

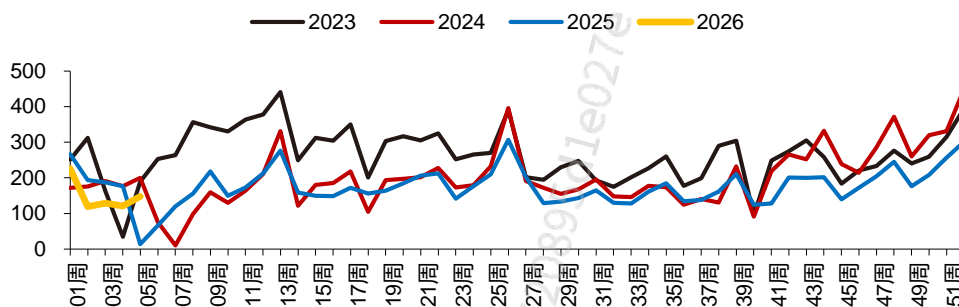
■ **风险因素：**资金面超预期收紧；宏观调控力度超预期；新增政策超预期。

2026 年一季度宏观经济展望

地产方面

我们在 2026 年 2 月 6 日外发的《债市启明——如何看待开年以来地产数据的积极变化？》中系统总结了地产数据春节错位推高同比数据，季节性环比回落明显的特点。根据 Wind 最新数据显示，2026 年 1 月，30 个大中城市商品房成交面积同比表现较好，主要受春节错位因素影响，并非市场全面实质性回暖。剔除春节因素后，市场实际表现仍偏弱，延续了 2025 年以来的调整态势。2026 年 1 月环比表现较差，符合传统淡季特征。春节前通常是成交淡季，开发商推盘节奏放缓，购房者观望情绪较浓，导致成交环比回落。2026 年 2 月受春节假期影响，我们预计成交数据将进一步回落；3 月份随着传统“小阳春”到来，叠加政策效应持续释放，市场有望出现季节性回暖，但整体仍将保持平稳态势，难以出现大幅反弹。

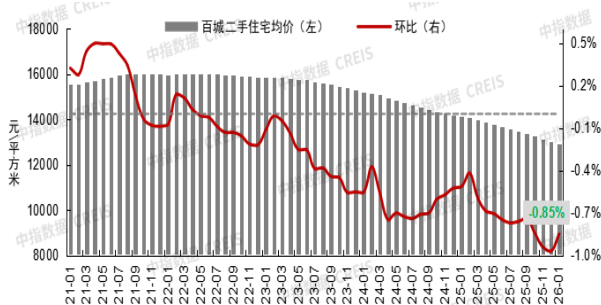
图 1：30 大中城市商品房成交面积走势（万平方米）



资料来源：iFinD，中信证券研究部

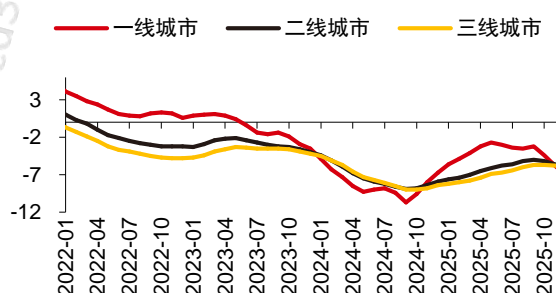
二手房方面，一线城市房价止跌信号初现，二三线城市承压。根据国家统计局的数据，12 月二手房价跌幅收窄，但 2025 年持续走弱特征明显：2025 年 12 月，70 个大中城市二手住宅价格环比总体下降，但一线城市降幅收窄 0.2 个百分点至 0.9%，二、三线城市二手住宅价格环比均下降 0.7%，2025 年全年二手住房价格指数仍呈现持续走弱态势。

图 2：百城二手住房价格指数环比（%）



资料来源：中指研究院

图 3：一、二、三线城市二手住宅价格同比增速（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

春节消费展望

出行流或将创历史峰值，为消费复苏提供最强场景支撑。2026年1月29日，国新办举行的新闻发布会上国家发展改革委副主任李春临介绍，2026年春运期间全社会跨区域人员流动量将达95亿人次，创历史新高。国家发展改革委副主任李春临在发布会上介绍，2026年年春运期间，自驾出行将继续处于主体地位，占比达八成左右。铁路、民航客运量预计分别达到5.4亿人次和9500万人次，总体规模和单日峰值均有望超过历史同期的峰值。同时，发改委负责人还介绍到在增加运力方面，铁路实施了新的列车运行图，预计客流高峰日最高可开行旅客列车超过1.4万列，客座能力同比增长5.3%。民航重点增加前往枢纽机场、热门旅游地的航班，预计日均保障航班1.94万班次，同比增长5%。值得注意的是，自驾出行占比预计维持在80%以上，这意味着消费半径将从核心城市向沿途县域及高速服务区深度下沉，出行流的活跃将直接带动餐饮、住宿及交通配套消费的“量增”。

图4：春节错峰式出行



资料来源：中国旅行社协会，途牛

春节档电影回归“多强争霸”，文化娱乐消费具韧性。我们预测，2026年春节档难以复刻2025年《哪吒2》电影的票房垄断局面，呈现《飞驰人生3》、《惊蛰无声》等多部影片争霸的均衡格局。内容供给的丰富度与类型的多元化（覆盖喜剧、悬疑、动画），配合9天长假的观影窗口期，有望托底整体票房。但是考虑到2025年春节档《哪吒2》票房的高基数效应，2026年春节档票房同比数据或将受到压制。乐观情况下，我们预计整体票房与2025年持平。

消费行为上，我们预计整体实物消费倾向将从“面子”转向“里子”，情绪价值与国潮成为新增长点。一方面，受限于居民收入预期，大宗商品消费更多依赖“以旧换新”政策的托底效应；另一方面，具备情绪价值的细分赛道将带动整体消费，如“新中式”服饰、非遗文创年货以及具有祈福寓意的商品销量有望增长。

工业数据

从开工率高频数据来看，春节效应明显，需要警惕节后市场将面临较大的库存消化考验。

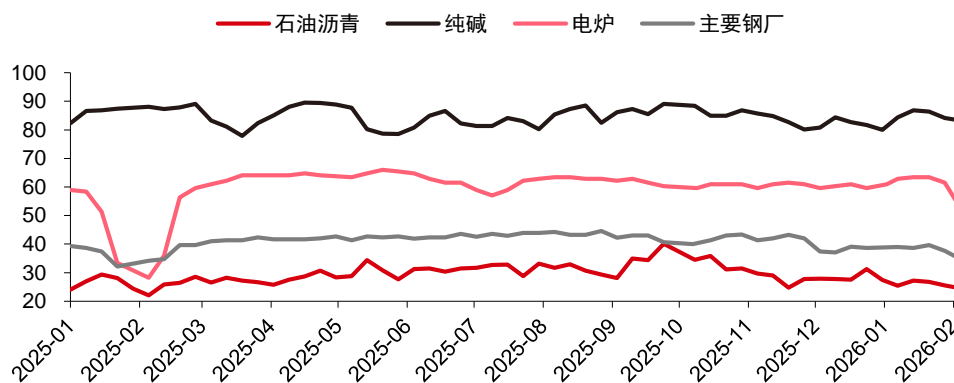
第一，电炉钢厂进入放假模式，开工率降幅最为显著。数据最直观的特征在于“电炉”开工率的断崖式下跌。中国联合钢铁网数据显示，电炉开工率从上月 60% 高点，近期快速滑落至 50% 附近。这符合典型的春节规律：电炉作为短流程炼钢，启停成本低，且依赖废钢原料。由于春节前两周废钢回收商陆续放假，原料断供叠加利润微薄，电炉厂普遍选择在节前 1-2 周（即 2 月初）提前停炉放假。我们预计电炉开工率数据在春节当周（2 月中旬）将进一步跌至 10%-20% 的冰点，基本符合传统春节停工规律。

第二，主营钢厂（长流程）虽有回落，但保持生产刚性。与电炉不同，主要钢厂的开工率温和回落。高炉无法随意停产，因此其降幅远小于电炉，更多是受下游需求停滞倒逼的“闷炉”或常规检修影响。这种“供需错配”会导致钢厂在春节期间面临被动累库压力，节后第一周的库存数据将是观察市场强度的关键风向标。

第三，纯碱为代表的化工行业维持“高开工”，警惕节后库存堰塞湖。纯碱开工率非常坚挺，仍维持在高位，仅较 2026 年 1 月中旬的峰值微降。化工装置具有连续生产特性，春节期间极少停工。上游（碱厂）全速生产，但下游（玻璃厂、光伏）物流和投料在春节期间基本停滞。这种上游下游开工的剪刀差，极易导致春节期间纯碱库存大幅累积，可能对节后价格形成压制。

第四，沥青开工率触及冰点，由于“冬歇期”与假期重叠。石油沥青开工率已降至极低水平。这不仅受春节停工影响，更叠加了北方冬季低温导致道路施工全面暂停的季节性因素。沥青的“冬储”行情目前较为平淡，反映出贸易商对节后基建复工的强度仍在观望，因此炼厂缺乏提负荷的动力。透过数据也反映出整体市场对于春节后基建复工仍持中性观望态度。

图 5：近期高频开工率数据（%）



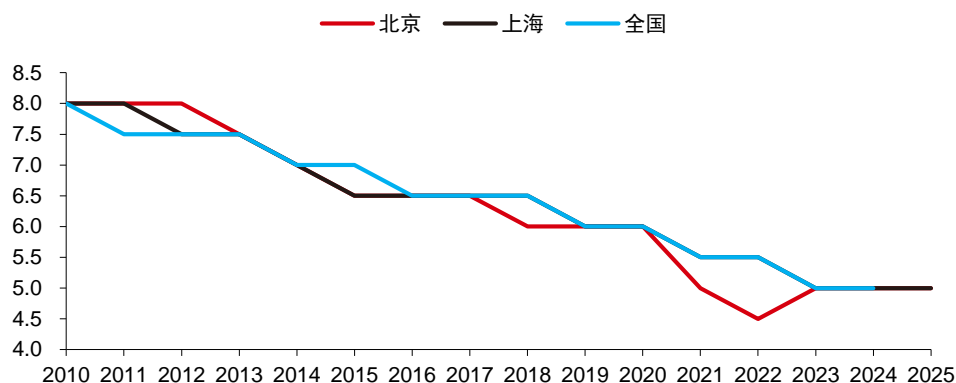
资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 地方两会点评

纵观 2026 年各地政府工作报告，在经历了 2025 年的经济波动与结构调整后，2026 年地方目标基本符合预期——经济大省普遍将 GDP 目标锁定在 5% 左右，为全国经济增速目标托底。同时，地方政府从单纯追求投资总量的扩张，转向了对“新质生产力”具体赛道（如低空经济、算力、生物制造）颗粒度极细的争夺，以及对服务型消费场景的急切挖掘。

第一，我们从地方政府经济增速目标推断，2026 年全国 GDP 增速目标将保持在 4.5%-5% 水平，经济大省发挥压舱石作用。梳理各地数据可以发现，2026 年地方 GDP 增速目标呈现明显的收敛态势，加权平均后预计全国目标仍将设定在 5% 左右，但这 5% 的含金量要求远高于往年。北京、上海、江苏、山东、浙江等经济强省，2026 年 GDP 目标均设定在 5%，浙江、广东等许多省市都改为了区间目标，或预示着全国范围的目标也将设定为区间增速目标 4.5%-5%。经济强省的稳健目标实际上托底了全国经济增长。与此同时，西藏、海南、新疆等省份继续领跑，目标设定在 5.5% 以上的高位。

图 6：北京上海增速目标与全国增速目标对比（%）



资料来源：中国政府网，中信证券研究部

第二，需求端强调投资提质与刺激消费。在固定资产投资方面，过去那种以基建带动整体扩张已成历史。多数省份的固投目标设定显得更为审慎，普遍在 3%-5% 区间，部分化债压力大的省份甚至未设定具体数值。部分省份重点强调了高技术制造业投资的增速要显著高于整体投资。这意味着 2026 年投资将从城投平台转向产业类国企和头部民企。相比之下，各地对消费的诉求则显露出更高要求。绝大多数省份的社零目标设定在 5.0%-6.0% 之间，普遍高于同期的 GDP 目标。地方政府希望通过消费拉动经济，但在居民收入预期未完全修复的背景下，单纯依赖商品零售显然独木难支。因此，“大规模设备更新”和“消费品以旧换新”的延续政策，同时“服务消费”（文旅、体育、养老）的重要性显著增加。

第三，产业政策进入颗粒度极细的“新质生产力”抢位赛。这是 2026 年地方两会最大的边际变化。如果说前两年还在讲概念，那么 2026 年各地已经进入了抢赛道的实操阶段。梳理各地政府两会报告，“低空经济”、“人工智能（AI）”、“合成生物”、“商业航天”成为高频词。这种现象一方面体现了政策的执行力，但另一方面也引发了同质化竞争的隐忧。各

地方争抢赛道布置可能会导致短期内的产能过剩和资源错配。这也意味着未来的区域竞争将不再是 GDP 总量的比拼，而是产业链控制力的较量。从全国的盘棋视角来看，2026 年需要更加防范地方同质化竞争内卷个别赛道。

第四，财政与化债的紧平衡制约了政策的腾挪空间。从一般公共预算收入目标来看，财政形势依然面临挑战。大多数省份的财政收入目标设定在 2%-4% 左右，低于 GDP 名义增速目标。这隐含了减税降费的持续影响，以及土地出让金下滑带来的缺口短期内难以完全弥补。地方政府报告中关于防范化解地方债务风险的表述依然严厉，但措辞从遏制增量转向了化解存量与经营性债务剥离。“中央加杠杆、地方去风险”的格局在 2026 年或将演绎得更加极致。

■ 风险因素：

资金面超预期收紧；宏观调控力度超预期；新增政策超预期。

fd0f2452c2965c26b92c57549f0685d5

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；中国香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以韩国 KOSDAQ 指数或 KOSPI 指数为基准；日本市场以日经 225 指数为基准；中国台湾市场以台湾加权指数为基准；法国市场以法国 CAC 40 指数为基准；意大利市场以意大利富时 MIB 指数为基准；德国市场以德国 DAX 指数为基准；瑞士市场以瑞士 SMI 指数为基准；英国市场以英国富时 100 指数为基准；新加坡市场以新加坡海峡时报指数为基准；泰国市场以泰国 SET 指数为基准；印度尼西亚市场以印度尼西亚 JCI 指数为基准；马来西亚市场以富时大马吉隆坡综合指数为基准；巴西市场以巴西 IBOVESPA 指数为基准；西班牙市场以西班牙 IBEX35 指数为基准；印度市场以印度孟买 SENSEX30 指数为基准；沙特市场以沙特全股指数为基准；阿联酋市场以阿联酋 DFM 综合股票指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citics.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA Americas, LLC 或 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA Americas, LLC 按照第三方研究分发或由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（2001）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MDDI (P) 018/11/2024。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及芝加哥期权交易所澳大利亚公司的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法》（2001）第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。由印度证券交易委员会（SEBI）授予的注册和由印度国家证券市场研究所（NISM）颁发的认证并不能以任何方式保证 CLSA India Private Limited 的表现或向投资者提供任何回报的保证。合规官及投诉官：Neeta Sanghavi，电话：22 6650 5050。合规官和投诉部门的电子邮件地址：compliance-india@clsa.com。

马来西亚：本研究报告由中信证券制作。对身在马来西亚的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。

韩国：本研究报告仅为提供信息之用，不构成买卖任何证券或其他金融工具的要约或要约邀请。本报告中包含的信息和数据来自我们认为可靠的来源；但是，我们不对本报告中提及信息的准确性或完整性作出任何保证，因此不应予以信赖。本报告接收者应自行独立判断是否买卖本报告中提到的任何证券或金融工具。我们对因使用本报告或其内容而引起的任何直接或间接损失不承担任何责任。本报告仅供我们的客户使用。本报告为版权材料，未经中信证券事先书面同意，不得以任何方式复制、传输、引用或分发。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2026 版权所有。保留一切权利。