

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2026-02-11

宏观策略

2026年02月11日

海外周报 20260208: 1月美国非农和CPI前瞻: 关注上行风险——海外宏观与交易复盘

核心观点: 本周(2月2-8日)在美股AI软件泡沫担忧引发的科技股大跌、及随后的动量抛售等交易因素造成的流动性冲击下,海外权益、大宗商品和比特币等资产经历剧烈波动。我们认为,近期资本市场的流动性冲击更多来自交易层面,而海外宏观基本面和广义流动性环境并未有显著变化,这意味着部分资产存在被流动性冲击“错杀”的可能。关注下周公布的1月美国非农就业和CPI数据,我们预期二者均存在上行风险,令本周略有升温的美联储降息预期再度面临回调。

晨会编辑 苏立赞

执业证书: S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

宏观量化经济指数周报 20260208: 预计2026年1月贷款温和增长、社融小幅同比多增

节前经济供需两端基本符合季节性特征

金融产品周报 20260207: 海外市场流动性有企稳迹象,情绪或会好转

市场行情展望:(2026.2.9-2026.2.13) 观点: 海外市场流动性有企稳迹象,情绪或会好转。 2月整体走势判断: 2026年2月,宏观择时模型的月度评分是0分,历史上该分数万得全A指数后续一个月上涨概率为78.57%,平均涨幅为3.37%。叠加日历效应中财报预告的结束,我们对2月A股大盘走势持乐观的观点。 本周A股的成交量在逐渐缩小,一方面是临近春节,资金有一定的止盈压力;另一方面是市场短期处于混沌期,没有明确持续性的主线。因此市场呈现的特点就是快速轮动,投资难度较大。 ETF资金流数据表明,我们持续关注的化工ETF、电网设备ETF等,基金规模仍在持续性增加。而通信ETF本周则规模减少较多,但从资金净流出的数据来看,ETF方面的资金主动净流出金额并不算多,规模减少主要来自于权重股的调整和资金流出。 结合海外市场的表现(美股、商品、币圈等),我们认为A股在一定程度上也受到了海外流动性的冲击,尤其是科技成长股近期再次受到了AI泡沫论的影响。但在2月6日,我们可以观察到美股、贵金属、币圈等均发生了较大幅度的反弹,流动性有企稳的迹象。因此我们认为后续A股市场也不妨乐观一些。如果贵金属企稳,美股科技重新恢复上涨态势,A股或会再次出现具有持续性的投资主线。 基金配置建议: 根据我们上述行情研判,我们认为后续市场可能会处于短期震荡的行情。因此从基金配置的角度,我们建议进行均衡型的ETF配置。 风险提示: 1)模型基于历史数据测算,未来存在失效风险; 2)宏观经济不及预期; 3)发生重大预期外的事件。

宏观点评 20260204: 商品流动性冲击之后,哪些品种被“错杀”?

大宗商品市场每一轮流动性冲击和恐慌情绪急跌,在完成“清洗”高杠杆、高风偏的超涨品种之外,部分依托于供需产业链改善逻辑的品种却也被流动性风险“误伤”,在风险中心已渐进平息之后,被错杀和被误伤的商品品种和板块,或再度回归各自基本面定价逻辑,迎来相比轮动式上涨阶段更好的介入时机。

金融产品深度报告 20260203: 黄金ETF, 2026年1月复盘与2月展望

事件驱动盘点： 资产配置价值：宏观数据与政策预期在月内反复切换，降息预期对黄金资产配置价值形成阶段性支撑，但政策不确定性上升亦带来短期扰动。 货币价值：美元信用变化主导黄金货币属性定价，美元指数与储备结构调整对金价形成阶段性影响，货币价值在支撑与压制之间反复博弈。 避险价值：多区域地缘与政治风险交织抬升市场不确定性，避险需求呈现事件驱动、脉冲式释放特征，为金价提供阶段性支撑。 商品价值：央行购金与投资端需求预期保持稳定，对黄金价格中枢形成托底，商品属性在月内更多体现为中长期支撑力量。 指数后市展望： 关键事件前瞻：展望 2026 年 2 月，黄金走势将重点关注美国宏观数据、货币政策表态及地缘局势进展，市场对事件落地情况的反应仍将取决于预期变化方向。 指数走势展望：1 月末黄金价格调整表面受美联储政策事件触发，但更主要反映高波动环境下市场对风险变化的敏感度提升；预计 2 月金价或将维持高波动、宽幅震荡格局，中长期配置逻辑仍具支撑，但短期在情绪升温与获利盘消化过程中，仍需警惕阶段性调整风险。 相关 ETF 产品：华安黄金 ETF (518880.SH) 紧密跟踪国内黄金现货价格收益率，追求跟踪偏离度和跟踪误差最小化，截至 2025 年 1 月 30 日，该基金总市值达 1275.26 亿元，当日成交额 743.97 亿元。 风险提示： 1) 行业政策或监管环境突变；2) 宏观经济不及预期；3) 发生重大预期外的宏观事件。

固收金工

固收深度报告 20260210: 债券“科技板”他山之石：海外科技巨头债券融资路径演变案例复盘之 AI 行业

在全球科技创新浪潮与国家战略布局深度融合的今天，科技自立自强已成为驱动长期经济增长、塑造国际竞争新优势的核心主线。根据我们于 2026 年 1 月 26 日发布的报告《“十五五”规划中的“债”机遇：详解政策东风如何重塑产业债格局（主线篇）》显示，我国“十五五”规划进一步凸显对科技创新与产业升级的战略定力，明确将科技作为未来发展的关键引擎。在这一宏观背景下，健全的多元化融资体系对于支撑科技企业，尤其是处于快速成长期和重大技术投入期的企业至关重要。当前，我国债券市场在服务科技创新领域仍存在显著的结构空间，尽管 2025 年“债券科技板”的推出标志着市场建设迈出重要一步，但其发行主体仍高度集中于中央及地方国有企业，众多具备核心技术能力与高成长潜力的民营科技企业，尚未能充分借助债券市场这一公开、透明、可预期的直接融资渠道，实现其长期资本需求与债务结构的优化。鉴于此，本报告希望通过复盘海外成熟市场中顶尖科技企业的债券融资轨迹，及其在成长过程中对于债券融资的利用情况，以史为鉴，研判我国科技公司，特别是民营高成长企业，在未来将融资渠道拓宽至债券市场的潜力及可行性。这不仅能为发行人拓展融资视野、优化资本结构提供参考，也为债券市场的一级发行创新与二级投资价值挖掘，揭示新的机遇与方向。 本报告重点聚焦于 AI (人工智能) 行业，原因在于 AI 技术革命正驱动全球范围内前所未有的算力投资与研发支出浪潮，其资本密集、周期长、迭代快的特性，使得债务融资成为行业头部公司平衡现金流、锁定长期资金、支撑战略性扩张的关键工具。具体包含美国 ORACLE 公司、欧洲 NEBIUS 公司、美国 Alphabet 公司、美国 Meta 公司 4 项案例。 风险提示： 数据统计与来源偏差；监管政策变动风险；行业竞争与技术迭代风险。

行业

PCB 设备 2026 年度策略：站在业绩兑现的前夕，关注方案升级与新技术的增量空间

风险提示：宏观经济波动风险， PCB 工艺进展不及预期风险，算力服务器需求不及预期风险。

环保行业点评报告：加大力度推进全国碳市场建设，二次扩围渐近版图清晰

投资建议：政策加大力度推进全国碳市场建设，二次扩围版图清晰。我们重申碳中和投资框架：核算为基，前端能源替代、中端节能减排、后端循环利用。①清洁能源：绿电运营重点推荐【龙净环保】等；非电可再生-生物油，碳市场纳入石化、化工、建材、有色、造纸、民航，其中民航减碳路径明确，继续关注具备生物油资源瓶颈的上游资源【山高环能】【朗科科技】，建议关注【海新能科】【卓越新能】等；非电可再生-绿色氢氨醇重点推荐【佛燃能源】，建议关注【复洁科技】【中集安瑞科】【中国天楹】等。②节能减排：建议关注节能风机【瑞晨环保】等，合同能源管理【南网能源】等。③再生资源：生物油；危废资源化重点推荐【高能环境】【赛恩斯】等；再生塑料重点推荐【英科再生】；锂电回收建议关注【天奇股份】等。④碳监测：建议关注【雪迪龙】【聚光科技】【皖仪科技】【先河环保】等。 风险提示：政策执行不及预期，财政支出不及预期，行业竞争加剧等。

有色金属行业跟踪周报：市场维持“沃什交易”背景下的低风偏环境，跨资产抛售使得贵金属延续高波态势

铜：本周伦铜报收 13,060 美元/吨，周环比下跌 0.08%；沪铜报收 100,100 元/吨，周环比下跌 3.45%。供给端，截至 2 月 6 日，本周进口铜矿 TC 维持至 -49.5 美元/吨，本周 Capstone Copper 宣布，尽管代表该公司近 22% 员工的工会发起的罢工仍在持续，其位于智利北部的 Mantoverde 铜金矿已恢复运营；需求方面，基本面无明显改善，下游阶段性补库释放刚性需求。本周中国有色金属工业协会表示将完善铜资源储备体系建设，扩大国家铜战略储备规模，同期美国启动 120 亿美元关键矿产储备计划，铜价于周中录得走强；随着上海、纽约、伦敦三地库存均录得大幅环增，以及叠加市场依旧处于“沃什交易”的低风偏环境中，由白银及美国科技股引发的跨资产抛售使得铜价重回跌势，我们预期铜价将于节前维持震荡偏弱走势，中期需验证需求落地情况。 铝：本周 LME 铝报收 3,110 美元/吨，周环比下跌 0.81%；沪铝报收 23,315 元/吨，周环比下跌 5.07%。供应端，本周我国电解铝理论开工产能为 4430 万吨，环比持平；需求端，本周铝板带箔企业产能利用率环比下降 0.12pct，铝棒产能利用率环比下降 1.80pct，本周电解铝的理论需求环比下降，本周电解铝社会库存环升 5.79%至 84.54 万吨。进入 2 月下旬加工企业陆续开始放假，开工率进一步下降，预计国内社库将进一步增长；此外美国严寒天气逐步消散，天然气价格回落，海外铝价成本端支撑有所减弱，我们预计短期铝价将跟随波动率缓步震荡偏弱，中期需进一步验证需求落地情况。 黄金：本周 COMEX 黄金收盘价为 4988.60 美元/盎司，周环比上涨 1.65%，SHFE 黄金收盘价为 1090.12 元/克，周环比下跌 6.14%。美国 1 月 ISM 制造业 PMI 录得 52.6%，超出预期的 48.5%；美国 1 月 ADP 就业人数变动录得 2.2 万人，低于市场预期的 4.4 万人；美国 1 月挑战者企业裁员人数录得 10.84

万人，创下自 2009 年以来最大规模的裁员数字；美国 12 月 JOLTs 职位空缺录得 654.2 万人，低于预期的 720 万人。本周美国劳动力数据依旧维持偏弱态势，但并未逆转市场对于 1 月 FOMC 声明中删除了“就业风险增加”表述带来的影响，叠加市场依旧处于“沃什交易”的低风偏环境中，由白银及美国科技股引发的跨资产抛售使得黄金持续处于高波态势，我们仍预计黄金在财货双宽时代具备进一步上行基础，白银则需紧

2020-2022 年锂电产业链涨价复盘：历史不会重演，但会押韵

投资建议：当前主流公司，在 26 年盈利水平略微合理恢复情况下不到 20x，叠加 27 年预计行业仍有 20% 增长，相较于 21Q2 行业估值切换至 22 年翻番增长、盈利高点情况下的估值 30x，当前位置估值合理偏低，继续强推电池板块（宁德时代、亿纬锂能、欣旺达、中创新航等，关注鹏辉能源、派能科技）；同时看好材料龙头（科达利、当升科技、天赐材料、湖南裕能、尚太科技、璞泰来、富临精工、华友钴业、恩捷股份、星源材质、容百科技、德方纳米等，关注天际股份、多氟多、万润新能、龙蟠科技）；同时看好价格反弹的碳酸锂（赣锋锂业、天齐锂业、中矿资源、盛新锂能、永兴材料等）；并强推 25Q4 催化剂密集落地的固态板块（厦钨新能、当升科技、上海洗霸、纳科诺尔等）。风险提示：价格竞争超市场预期、原材料价格不稳定导致影响利润空间、投资增速下滑

非银金融行业点评报告：沪深北交易所优化再融资，资本市场服务实体经济提质增效

IPO 及再融资市场逐步回暖，叠加政策优化信号，券商投行业务修复可期。2025 年，伴随资本市场改革深化以及市场活跃度提升，IPO 及再融资规模经历连续数年下滑后迎来拐点。①IPO 方面，2025 年共发行 116 家 IPO，募资规模达 1318 亿元，同比增长 96%。2026 年 1 月 IPO 募资规模达到 91 亿元，同比增长。②再融资方面，2025 年 A 股市场全年再融资募集资金 9509 亿元，同比+326%，其中增发 8877 亿元，同比+413%，改善显著。2026 年 1 月 A 股市场再融资规模 1300 亿元，同比+56%，环比+234%。叠加融资层面制度灵活性提升，预计券商股权投资业务收入将企稳回升。风险提示：政策落地效果不及预期，权益市场大幅波动。

环保行业跟踪周报：景津景气度回升+出海+成套耗材新成长，固废出海推进，UCO 价格上行稀缺性渐显

公司跟踪：【景津装备】压滤机龙头，景气度回升+出海+成套耗材化。压滤机市占率 40%+，23-24 派息维持 6.1 亿元，股息率 ttm4.5%。下游景气度回升：①新能源：25H1 新能源收入占比降至 13.4%，有望随锂电行情复苏。②矿山：金属价格上涨&矿山品位下降拉动矿山资本开支提升。叠加政策强化尾矿处置。新成长：①出海：海外空间较国内翻倍，海外毛利率 50%+；②成套化：配套设备价值量为压滤机 2-3 倍，布局一、二、三期成套设备产能，23 年配套设备收入 4.2 亿元，24 年 8.1 亿元（占压滤机整机收入 19%，占总收入 13%），向上空间广阔。【旺能环境】签署乌兹别克斯坦垃圾焚烧项目，出海空间广阔。公司拟以总投资不超过 12 亿元在乌兹别克斯坦布哈拉州投资新建一座日处理量为 1500 吨的生活垃圾焚烧发电厂。国内增量空间收窄+东南亚&中亚固废市场释放，高处理费&高电价驱动海外项目单吨收入明显提升。风险提示：政策推广不及预期，财政支出低于预期，行业竞

推荐个股及其他点评

兴业证券（601377）：财富管理与机构业务双轮驱动，新领导班子注入新活力

长期稳定的治理结构，赋予公司良好的战略定力和执行力。纵观兴业证券最近 25 年的发展历程，公司从一家排名不到 20 名的券商跻身行业前 20 位，最高曾进入前 15 位，得益于公司治理的良好正反馈以及管理层稳定，历任核心管理层在公司深耕近十年。2025 年 6 月公司新董事长苏军良上任，上任初期在财富管理、研究与机构服务、风险管理三大条线启动组织架构优化改革。省属背景，在区域资本市场中占据核心地位。公司实控人为福建省财政厅，省属金融企业的背景使公司在福建省内拥有无可比拟的资源优势，服务了全省 70% 以上的省属国企及各级政府，在区域资本市场中占据核心地位。此外，海峡股权交易中心是福建省唯一的区域性股权市场，公司作为其第一大股东，掌握了福建省内海量中小微企业的“入口”，形成了“投行+产投”的良性生态，有望受益于区域政策红利和产业升级。经营指标已经进入恢复增长阶段。2022、2023 年受股票市场低迷的影响，兴业证券净利润较 2021 年高点分别下滑 44% 及 59%。随着 2024 年 9 月 24 日，股票市场显著回暖，公司营收及净利润触底回升，2024 年、2025 年前三季度公司营业收入分别同比增长 16% 及 40%，净利润分别同比增长 10% 及 91%。公司 2022 年增发后 ROE 中枢有所下滑，随着公司财富管理转型逐步加深、股票市场有所回暖，公司 ROE 进入稳步复苏阶段。2025 年前三季度，公司 ROE 为 4.37%，同比增加 2 个百分点。线上线下积极拓客，看好公司财富管理转型。新领导班子到任后，从多维度调整财富管理战略，一方面通过优化网点布局，实现资源的有效集中；另一方面通过线上线下的方式积极拓客。线上与支付宝等渠道展开合作，线下通过传统营业网点、地推、渠道合作等方式拓客，我们预计在股市高活跃度下，公司经纪市占有望稳中有升。2025 年 12 月兴业证券推出战略级财富管理品牌“知己理财”，同步发布“知己享投”、“知己优投”、“知己智投”三大解决方案，标志着公司正加速向买方投顾转型。公司基金投顾业务自 2022 年开始展业，低基数下高速增长，截至 2025 年 10 月末，公司投顾总保有规模较年初增长 526%。风险提示：财富管理转型不及预期；金融政策改革推行不达预期；市场持续低迷，股债市场波动加剧，导致公司投资收益波动较大等。

宏观策略

海外周报 20260208: 1月美国非农和 CPI 前瞻: 关注上行风险——海外宏观与交易复盘

核心观点: 本周(2月2-8日)在美股 AI 软件泡沫担忧引发的科技股大跌、及随后的动量抛售等交易因素造成的流动性冲击下,海外权益、大宗商品和比特币等资产经历剧烈波动。我们认为,近期资本市场的流动性冲击更多来自交易层面,而海外宏观基本面和广义流动性环境并未有显著变化,这意味着部分资产存在被流动性冲击“错杀”的可能。关注下周公布的1月美国非农就业和 CPI 数据,我们预期二者均存在上行风险,令本周略有升温的美联储降息预期再度面临回调。

海外宏观: (1) 本周回顾: 美国经济数据喜忧参半,整体延续稳健。其中,主要受超预期强劲的制造业 PMI 等调查数据的提振,美国经济意外指数反弹;而部分受1月下旬恶劣天气的影响,本周公布的 ADP、首申失业金等一揽子就业数据均偏弱。(2) 下周前瞻: 1月美国非农就业与 CPI 数据存在上行风险。我们预期,在一季度宽财政脉冲、已有的宽货币滞后效应、季节性,以及前期因政府停摆而 CPI 环比异常偏低等因素影响下,需要关注1月非农、CPI 超预期上行、进而令降息预期回调的风险。

海外政治: (1) 美伊重启核问题会谈,浓缩铀等核心争议仍有待磋商;2月6日,美伊双方于阿曼首都马斯喀特就核问题举行了间接会谈。特朗普表示这是一场“非常好的会谈”,美伊双方将下周继续进行新一轮磋商。(2) 美俄乌举行安全对话释放战俘,特朗普表示希望6月前结束战争;2月4日至5日,美俄乌三方于阿联酋阿布扎比举行了安全对话。本次对话俄乌双方达成协议,各释放了157名战俘,为自2025年9月以来规模最大的一次战俘交换行动;特朗普已明确向俄乌双方提出希望在2026年6月前结束战争。(3) 春节假期前瞻: 关注地缘政治潜在风险,IEEPA 关税判决或出炉;尽管近期俄乌冲突与伊朗局势有所缓和,但各方核心冲突仍有待进一步磋商,春节期间海外地缘政治冲突仍存在因谈判进展不顺和特朗普落地关税制裁等极限施压手段而进一步升级的可能;美国最高法院或于2月20日公布 IEEPA 对等关税案判决结果,基准情形下,我们预期最高法院将判决 IEEPA 关税违法但不要求退还已经征收的关税,因此判决结果对市场的影响料相对有限。

风险提示: 特朗普政策超预期;美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控;美联储维持高利率水平时间过长,引发金融系统流动性危机。

(证券分析师: 芦哲 证券分析师: 张佳炜 证券分析师: 韦祎
证券分析师: 王茁)

宏观量化经济指数周报 20260208: 预计 2026 年 1 月贷款温和增长、社融小幅同比多增

观点 周度 ECI 指数: 从周度数据来看,截至2026年2月8日,本周 ECI 供给指数为 50.08%,较上周回落 0.01 个百分点;ECI 需求指数为 49.88%,较上周回升 0.02 个百分点。从分项来看,ECI 投资指数为 49.95%,较上周环比回升 0.04 个百分点;ECI 消费指数为 49.62%,较上周环比持平;ECI 出口指数为 50.26%,较上周回升 0.02 个百分点。

月度 ECI 指数: 从2月第一周的高频数据来看,ECI 供给指数为 50.08%,较1月回升 0.06 个百分点;ECI 需求指数为 49.88%,较1月回升 0.04 个百分点。从分项来看,ECI 投资指数为 49.95%,较1月回升 0.10 个百分点;ECI 消费指数为 49.62%,较1月回落 0.03 个百分点;ECI 出口指数为 50.26%,较1月回升 0.05 个百分点。经济

高频数据： 生产：工业生产景气度节前季节性回落，同比读数受春节错位表现较好。一方面，节前汽车轮胎开工率、石油沥青装置开工率等指标符合季节性回落特征；另一方面，螺纹钢和建材的表现需求也环比走弱，指向工程开工进度有所放缓。 消费：春节临近，居民出行数据有所回暖。节前国内航班执飞数量和执飞率均明显回暖，且对齐农历后优于去年同期。此外，根据交通运输部发布的数据，春运前5天全社会跨区域人员流动量同比增长1.9%。政策层面，2月2日商务部等9部门印发《2026“乐购新春”春节特别活动方案》，有望对春节消费形成明显提振，助力2026年消费“开门红”。 地产：基数效应逐步减弱下商品房销售同比读数或逐步改善。节前30大中城市商品房销售面积和19城二手房销售面积环比均有所走弱，同比则仍旧呈现二手房偏强、新房偏弱的格局。展望来看，随着高基数影响的逐步消退，商品房销售同比读数有望逐步改善。 出口：预计1-2月出口韧性仍强。上周（1月26日-2月1日）监测港口累计完成货物吞吐量逆季节性回升，录得自去年12月以来的新高。此外，韩国1月份出口增速录得33.9%的高增速，美国和欧元区等主要经济体1月制造业PMI也边际回暖，均指向外需仍有较强韧性。 物价：春节错位或使1月份CPI增速小幅放缓。1月份食品价格整体呈现环比改善趋势，其中猪肉是主要贡献，1月份猪肉批发价均值较12月环比回升3.8个百分点，叠加国际油价的边际回暖，预计物价改善的趋势仍在延续。但考虑到春节错位下高基数的影响，1月份CPI同比增速或较12月出现小幅回落。 整体来看，节前经济供需两端基本符合季节性特征，后续可关注增量消费（春节消费政策）和地产政策（上海收储试点）对经济数据的影响。 ELI指数：截至2026年2月8日，本周ELI指数为-0.27%，较上周回落0.02个百分点。预计2026年1月贷款温和增长、社融小幅同比多增。2026年初在“早投放早受益”的贷款投放冲动下，预计2026年1月份新增贷款迎来冲量，但与2025年同期相比或基本持平，2026年开年贷款“开门红”表现温和，并且由于政府债融资前置，国债与地方政府债净融资规模同比多增，新增社会融资规模或小幅同比多增：（1）2026年1月票据利率相比去年同期回落，从国股银票转贴现利率看，1月份3个月期票据利率均值为1.4329%，相比去年同期回落26个bp，6个月期票据利率均值为1.1533%，相比去年同期回落0.26个百分点，而资金面状况，2026年1月份也与2025年同期持平，表明2026年1月新增人民币贷款虽有“开门红”冲动，但是由于制造业贷款需求偏弱，金融口径新增人民币贷款或与去年同期持平甚至小幅少增，我们预计2026年1月新增人民币贷款4.80-5.0万亿元，与2024年和2023年期规模相当；（2）2026年1月政府债券融资前置，发行强度与净融资规模同比多增，根据Wind统计数据显示，2026年1月份包括国债和地方政府债在内的政府净融资1.18万亿元，相比去年同期政府债融资同比多增0.25万亿元，因政府债融资恢复同比多增，我们预计2026年1月社会融资规模新增7.10万亿左右，相比2025年1月社融新增7.05万亿的水平，2026年1月新增社融或小幅同比多增，而社融存量增速或持平于8.10%。2026年1月人民银行推出结构性政策工具“降息”举措，并且2026年度信贷市场工作会议上强调“加强对重大战略、重点领域和薄弱环节的优质金融服务”，显示在新增贷款领域，旨在扶持重点领域和新兴产业的结构性政策将是今年货币政策施力重点，启示市场继续淡化总量规模的增长，聚焦贷款高质量增长的结构转变。 风险提示：美国关税政策仍有不确定性；政策出台力度低于市场预期；房地产改善的持续性待观察。

(证券分析师: 芦哲 证券分析师: 李昌萌 证券分析师: 王洋)

金融产品周报 20260207: 海外市场流动性有企稳迹象, 情绪或会好转

基金规模统计:(2026.2.2-2026.2.6) 权益类 ETF 基金规模变化统计: 规模变化排名前三名的权益类 ETF 类型分别为: 规模指数 ETF(154.06 亿元), 跨境行业指数 ETF(66.24 亿元), 策略指数 ETF(53.84 亿元); 规模变化排名后三名的权益类 ETF 类型分别为: 主题指数 ETF(-260.04 亿元), 跨境规模指数 ETF(-18.07 亿元), 跨境主题指数 ETF(2.03 亿元)。 权益类 ETF 产品基金规模变化: 规模变化排名前三名的产品分别为: 中证 500ETF 基金(28.32 亿元), 化工 ETF 基金(23.86 亿元), 沪深 300ETF 易方达基金(22.29 亿元); 规模变化排名后三名的产品分别为: 通信 ETF 基金(-308.85 亿元), 有色金属 ETF 基金(-39.32 亿元), 黄金股 ETF 基金(-29.63 亿元)。 权益类 ETF 跟踪指数基金规模变化: 规模变化排名前三名的指数分别为: 沪深 300 指数(59.26 亿元), 恒生科技指数(42.45 亿元), 中证 A500 指数(38.93 亿元); 规模变化排名后三名的指数分别为: 通信设备指数(-308.85 亿元), 细分有色指数(-40.83 亿元), SSH 黄金股票指数(-40.78 亿元)。

市场行情展望:(2026.2.9-2026.2.13) 观点: 海外市场流动性有企稳迹象, 情绪或会好转。 2 月整体走势判断: 2026 年 2 月, 宏观择时模型的月度评分是 0 分, 历史上该分数万得全 A 指数后续一个月上涨概率为 78.57%, 平均涨幅为 3.37%。叠加日历效应中财报预告的结束, 我们对 2 月 A 股大盘走势持乐观的观点。 本周 A 股的成交量在逐渐缩小, 一方面是临近春节, 资金有一定的止盈压力; 另一方面是市场短期处于混沌期, 没有明确持续性的主线。因此市场呈现的特点就是快速轮动, 投资难度较大。 ETF 资金流数据表明, 我们持续关注的化工 ETF、电网设备 ETF 等, 基金规模仍在持续性增加。而通信 ETF 本周则规模减少较多, 但从资金净流出的数据来看, ETF 方面的资金主动净流出金额并不算多, 规模减少主要来自于权重股的调整和资金流出。 结合海外市场的表现(美股、商品、币圈等), 我们认为 A 股在一定程度上也受到了海外流动性的冲击, 尤其是科技成长股近期再次受到了 AI 泡沫论的影响。但在 2 月 6 日, 我们可以观察到美股、贵金属、币圈等均发生了较大幅度的反弹, 流动性有企稳的迹象。因此我们认为后续 A 股市场也不妨乐观一些。如果贵金属企稳, 美股科技重新恢复上涨态势, A 股或会再次出现具有持续性的投资主线。 基金配置建议: 根据我们上述行情研判, 我们认为后续市场可能会处于短期震荡的行情。 因此从基金配置的角度, 我们建议进行均衡型的 ETF 配置。 风险提示: 1) 模型基于历史数据测算, 未来存在失效风险; 2) 宏观经济不及预期; 3) 发生重大超预期外的事件。

(证券分析师: 芦哲 证券分析师: 唐遥衍)

宏观点评 20260204: 商品流动性冲击之后, 哪些品种被“错杀”?

事件 2026 年 2 月 3 日, 上期所白银期货打开跌停板, 收盘于 21,446 元/千克, 全天下跌 16.71%。从内外盘白银价差看, 当日伦敦白银现货收于 79.2 美元/盎司, 考虑进口增值税后, SHFE 白银期货相比 LME 白银溢价从 1 月末的 29.8% 回落至 2 月 3 日收盘时的 7.46%。2 月 4 日凌晨 SHFE 白银主力合约夜盘收涨 5.93%, 报 22,393 元/千克。

核心观点 白银期货结束跌停、预示本轮流动性冲击基本结束。自 2025 年 11 月白银接棒黄金和铜进入主升浪, 即成为商品市场的做多情绪指标, “银、铜、锂”成为商品市场强势的“三大支柱”, 白银上涨态势也激活大宗商品的轮动次序, 2026 年以来大宗商品做多也顺延着“金银铂钯贵金属族群→铜铝锡镍等有色族群→原油及石油化工等

产业链”传导链条演化，甚至农产品也蠢蠢欲动。然而大宗商品轮动亦体现轮动下跌，本轮大宗商品市场下跌的中心品种是白银期货，以2月2日商品市场跌停的次序为例，本轮商品下跌的次序是：“银/锡→铂/钯→沪镍→铜铝→原油/燃料油→碳酸锂”。大宗商品品类之间动式下跌的传导逻辑主要沿着两条逻辑演绎：1) 白银期货跌停→触发期货市场 Margin Call→抛售相关品种权益和商品持仓补充保证金→相关板块和品种下跌；2) 白银期货跌停→由于无法减仓或止损→做空相关品种以对冲白银持仓风险→相关品种下跌。当白银期货于2月2日至2月3日夜盘跌停时，商品市场流动性风险传染机制被触发，与白银相关性较高的板块和品种批量迎来跌停潮，因此白银流动性出清的过程即是市场风险缓释的过程，2月3日 SHFE 白银期货在日盘打开跌停板，预示着本轮流动性冲击告一段落。从波动率角度看，白银期货尚未度过流动性风险期。在1月份强势上涨过程中，黄金和白银隐含波动率均快速抬升，并且在本轮下跌过程中，白银期货甚至出现“升波跌停”，2月2日白银期货期权平值隐含波动率达到148%，2月3日白银期货打开跌停板之后，波动率也保持在100%，远远超出2025年平均27%的波动率水平，意味着白银期货虽然打开跌停板，但仍需“降波”完成从情绪到流动性层面的企稳。黄金期货期权波动率同样处于历史偏高水平，截至2月3日收盘，黄金期货平值隐含波动率保持在接近40%的高位，高于2025年全年平均19%的波动率水平。黄金仍需要时间、白银仍需要空间来消解尚未完全消除的流动性风险。流动性冲击之后，大宗商品核心板块逻辑没有改变。大宗商品市场每一轮流动性冲击和恐慌情绪急跌，在完成“清洗”高杠杆、高风偏的超涨品种之外，部分依托于供需产业链改善逻辑的品种却也被流动性风险“误伤”，在风险中心渐进平息之后，被错杀和被误伤的商品品种和板块，或再度回归各自基本面定价逻辑，迎来相比轮动式上涨阶段更好的介入时机。我们在2026年度大类资产配置展望报告《流动性与科技双驱动的资本市场》提出2026年大宗商品市场的三条主线，在经历流动性冲击之后，基本面坚实的商品仍然具备全年度的配置价值。

贵金属板块：长期叙事未改、从品种普涨进入震荡消化期。展望2026年，由于美国财政和货币政策“双宽”、全球政治右翼化和财政转向宽松化，全球主权货币信用弱化趋势仍在持续，“去美元化”叙事仍是支撑黄金价格上涨的重要逻辑。短期来看，美联储货币政策预期的骤变和流动性出清，终结了1月份贵金属板块的“疯涨”。当前，商品市场需要一段时间来消化美联储政策路径不确定性，但是在长期叙事逻辑支撑下，黄金或在关键支撑位附近震荡整理，以蓄积下一次破位上涨，关注CME和LME黄金在60日均线位置的支撑性。

有色金属：流动性冲击之后、供需价值锚仍然稳固。2022年黄金吹响大宗商品轮动上涨的号角之后，更具经济增长弹性的铜和铝等有色金属成为优先传导目标，尤其是2025年以来，AI算力、芯片和绿色电力等“新经济”繁荣带动新增需求预期改善，也推动铜、铝等有色商品迭创新高。从有色金属板块的供需逻辑看，中国“十五五”规划期间乃至更长远未来，培育“新质生产力”仍是中国经济增长的重要趋势，体现经济高质量发展的人工智能、新能源、机器人、芯片等“新经济”活跃程度将持续提高，在经济需求结构发生深刻变化之后，铜和铝等品种将持续受益于AI算力、新能源等新兴产业发展，需求增量和供给紧缺形成的“短缺叙事”仍然是铜铝等有色品种的价值之锚，在经历2026年初突如其来的流动性冲击之后，尽管铜和铝等品种受拖累出现较大幅度调整，但是从理性来看，有色金属的定价机制仍根植于实体产业供需逻辑，基本面坚实的有色品种仍然具有多头配置价值。 化工板

块：“反内卷”主线延伸、2026年景气度或继续抬升。2025年下半年贵金属和有色金属上涨，从资金和情绪上传导至化工板块，但是由于化工品类繁多、细分产业链复杂，化工品上涨既有“反内卷”主线延伸、供给层面出现产能收缩的支撑，又是需求端改善的预期。成本端由于1月份地缘政治冲突，原油恢复强劲表现，改善油化工产业链下游价格预期；需求端，化工行业下游需求已显现结构性分化，虽然建筑、纺织等传统行业需求平淡，但是新兴产业需求却快速增长，储能等新兴产业需求的结构变化，导致化工板块也在2025年下半年逐渐结束较长时间的“降价去库”阶段，2026年下游“主动补库”预期推升精细化工板块市场景气度，2026年以来，化工板块也成为资金流入的重要方向，虽然贵金属暴跌也带动化工板块下跌，但是决定化工品价格中枢的主导逻辑，始终是其产业基本面和库存周期变动，精细化工板块供需格局改善，或将是行业景气度持续上行的动力，因此化工板块作为“反内卷”主线，或是被贵金属“错杀”的重要领域。

新能源金属：产业周期与政策支持的双重助力。2025年7月“反内卷”行情催化下，碳酸锂等新能源金属逐渐走出低谷，至2025年末，碳酸锂价格较年内低点累计涨幅超过120%，作为“反内卷”的核心品种，碳酸锂产能过剩状态或将随着调控新增产能投放和优化存量产能进入改善状态，预计在需求端增速托底、供给端产能重组推动综合成本抬升的综合作用下，“反内卷”核心品种将逐步走向供需基本平衡，新能源金属板块仍然具有多头配置机会，有望延续“反内卷”主线龙头品种。

风险提示：（1）美联储货币政策路径存在较大不确定性，关注海外流动性变化；（2）关注国内财政政策和消费政策的可能变动；（3）关注短期市场非理性行为的演化，交易性抛盘若继续加重，或加大商品市场非理性调整幅度。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：王洋）

金融产品深度报告 20260203：黄金ETF，2026年1月复盘与2月展望

投资要点 市场表现回顾： 走势复盘：2026年1月沪金整体呈“持续上行、重心抬升、月末回落”走势，价格在月初震荡整理后逐步企稳回升。月末价格加速上行并伴随成交放量，波动幅度扩大，市场分歧随之加大。截至2026年1月30日，沪金主力合约整体保持上行结构，月内涨幅18.36%。 技术分析：截至2026年1月30日，沪金风险度达92.13，处于高位区间，市场情绪亢奋。趋势结构上，沪金中期上行趋势仍维持良好，但价格已运行至高风险区间，短期动能释放较快，阶段性波动风险有所上升。 波动分析：2026年1月沪金历史波动率与隐含波动率同步快速抬升，市场由低波稳态转向高波定价阶段；月末波动兑现加剧，价格对风险变化的敏感度提高。

事件驱动盘点： 资产配置价值：宏观数据与政策预期在月内反复切换，降息预期对黄金资产配置价值形成阶段性支撑，但政策不确定性上升亦带来短期扰动。 货币价值：美元信用变化主导黄金货币属性定价，美元指数与储备结构调整对金价形成阶段性影响，货币价值在支撑与压制之间反复博弈。 避险价值：多区域地缘与政治风险交织抬升市场不确定性，避险需求呈现事件驱动、脉冲式释放特征，为金价提供阶段性支撑。 商品价值：央行购金与投资端需求预期保持稳定，对黄金价格中枢形成托底，商品属性在月内更多体现为中长期支撑力量。

指数后市展望： 关键事件前瞻：展望2026年2月，黄金走势将重点关注美国宏观数据、货币政策表态及地缘局势进展。2月初的俄美乌三方和平会谈或将成为影响沪金价格波动的一个重要节点。市场对事件落地情况的反应仍将取决于预期变化方向。 指数走势展望：1月

未黄金价格调整表面受美联储政策事件触发，但更主要反映高波动环境下市场对风险变化的敏感度提升；2月金价或将维持高波动、宽幅震荡格局，中长期配置逻辑仍具支撑，但短期在情绪升温与获利盘消化过程中，仍需警惕阶段性调整风险。相关ETF产品：华安黄金ETF（518880.SH）紧密跟踪国内黄金现货价格收益率，追求跟踪偏离度和跟踪误差最小化，截至2025年1月30日，该基金总市值达1275.26亿元，当日成交额743.97亿元。风险提示：1)行业政策或监管环境突变；2)宏观经济不及预期；3)发生重大预期外的宏观事件。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：唐遥衍）

固收金工

固收深度报告 20260210：债券“科技板”他山之石：海外科技巨头债券融资路径演变案例复盘之 AI 行业

观点 美国：甲骨文（ORACLE）：1) 发展路径：公司始终以核心技术为根基，通过战略并购弥补短板，在时代变革中及时调整方向，既凭借关系型数据库、Java 技术、云 AI 创新等有利事件确立行业地位，也因激进扩张、法律纠纷、转型滞后等不利事件历经波折，最终从硅谷创业公司成长为全球科技巨头，其发展历程为科技企业的技术迭代与战略转型提供了重要借鉴。2) 结合债券发行：公司在发展初期借力于美国成熟的债券市场，以相对低廉的成本募集资金用于执行公司的收并购计划和补充日常运营流动资金，而在发展至成熟阶段后，则借力于公司作为头部企业的优势，凭借自身的优质资产体量、稳健现金流和优秀的营运周转能力，再度从债券市场募集更大规模、更长期限的资金用于支持公司的中长期发展计划。这一“发展”与“发债”之间的良性循环帮助公司业务规模呈螺旋式增长，佐证债券一级市场对于科技公司从成长到成熟阶段的有效助力，而对于债券二级市场而言，稳健扩张的科技公司发行的债券往往不仅可以提供增量投资空间，亦可提供可观的票息收益，但前提在于准确识别科技公司所聚焦的技术是否正处于上升轨道，以及融资与投资之间的传导是否顺畅。

欧洲：NEBIUS：1) 发展路径：公司在发展前期不断进行技术积淀和资本积累，因此在面临突发的地缘政治冲击时有足够能力进行业务拆分重组并从母体独立。与此同时，在 AI 算力需求迸发之年，公司抓住关键机遇，通过与科技巨头签订长期合作协议，来保障未来数年相对稳定的营收与现金流，为公司的持续成长与稳定奠定基础。但作为资本密集型企业，公司仍需通过调整资本结构等手段控制资金成本，尽快缓解高额投入带来的亏损风险。2) 结合债券发行：公司的发展与债券市场直接融资深度绑定，发债募资为其成长提供关键支撑，而公司发展阶段的更迭也反向优化其融资策略。在早期的母体孕育阶段，公司精准抓住市场窗口期，发行低利率债券来以低成本补充资金，助力发展初期的技术与资本积淀，为 2022 年地缘政治危机后的拆分独立奠定基础；在当前的扩张阶段，公司依托与微软等巨头的算力合作订单，发行规模化、长期化债券及可转债，募资用于重大项目前期投资，进而助力公司整体业务升级与营收高增。因此，公司所呈现的“债务驱动增长→增长打开资本市场融资空间”的特征相对突出。

美国：谷歌（ALPHABET）：1) 发展路径：公司呈现技术驱动、并购赋能、架构迭代与战略转型深度融合的鲜明特点，初创期凭借差异化搜索技术与早期资本支撑，在行业头部企业垄断的市场中以简洁高效的产品体验突围，依托广告变现完成初步商业化；上市后通过系列战略并购快速补全移动、视频、AI 等赛道版图，构建多业态协同的生态壁垒，

核心广告业务成为稳定造血引擎；2015年集团重组拆分核心与创新业务，以架构优化为前沿科技布局释放灵活度；面对生成式AI冲击，公司整合研发资源加速技术追赶，凭借 Gemini 大模型与云业务的协同发力实现转型突破，2025年通过与消费电子龙头公司的跨界合作再度推动市值跃升，但从长期视角来看，公司仍需在传统业务保持盈利能力、创新业务持续实现技术更迭与突破、应对全球反垄断监管收紧等多重压力下寻求稳健增长之道。2) 结合债券发行：公司的债券融资与发展战略深度协同，其融资策略随发展阶段迭代优化，债券资金精准反哺研发投入、业务扩张与战略落地等公司关键成长环节。初创至上市扩张期间，公司依托股权融资和营收净利积累基础，2016年首次发债，探索以长期低息债券资金优化财务结构、支持收购整合；2020年抓住低利率窗口期大规模发债，部分资金投向绿色项目，兼顾公司自身的业务拓展与可持续发展；进入AI转型关键期，2025年密集发行多币种、长周期大额债券，募得资金一方面聚焦AI与云基础设施建设，匹配AI业务高投入、长周期需求，另一方面满足到期债务再融资需求，匹配各业务板块资金流动性稳定。公司在债券市场的愈发活跃并非出于资金压力，而可视为在权益融资基础上，进一步开拓另一可灵活支配的资金来源，不仅可助力优化资本成本、改善资本结构，也可视同为“进可支撑中长期战略布局、退可巩固现有业态优势”的机会性财务工具，而之所以公司可以将债券融资渠道升级至此，亦主要得益于其本身在业务增长上的稳健与信用资质上的优质，为其在资本市场获取长期低成本融资提供保障。

美国：脸书（META PLATFORMS）：1) 发展路径：公司呈现场景破圈、并购筑垒、战略升级与技术协同深度交织的鲜明特点，公司成立初期以校园实名制社交为切入点，凭借精准的用户定位快速突破圈层限制，构建起社交流量基本盘，并通过广告变现模式完成商业闭环；上市后借力战略并购精准卡位视觉社交、私域通讯等赛道，同时提前布局VR技术，既巩固其全球社交生态的龙头地位，又为未来转型预先储备；面对用户数量增速临近天花板，公司快速决策更名并锚定元宇宙核心战略，同步发力AI技术研发，以开源大模型赋能其传统广告业务、夯实技术底盘，实现“社交基本盘+元宇宙未来态+AI新引擎”的三驾马车并驱的战略规划；最终，公司通过元宇宙与AI技术的协同落地、化解监管风险、强化股东回报等多项措施，逐步完成从单一社交平台向多元科技业态的进阶。2) 结合债券发行：公司在债券市场的融资策略与其战略转型方向高度契合，其发债行为依托自身前期经营和股权融资取得的雄厚权益资本基础，以长期化、规模化的融资特点来主动支撑AI与元宇宙的长期战略布局，而业务升级与生态优势又进一步强化其债券融资能力。作为较晚涉足债券市场的科技巨头，公司于2022年以超长期限、较大规模的债券发行开启债市融资之路，后续即保持稳定的发行节奏且期限进一步拉长，同时发行成本随市场合理浮动，资金用途转向AI基础设施与数据中心建设，主要为未来十年期间数千亿美元的算力投入提供资金来源。公司的债券发行系基于战略规划主动融资选择，既借力市场对其长期前景的认可和青睐而锁定长期低成本资金，又成为推动AI与元宇宙双轮驱动战略落地、强化业内生态竞争力的重要支撑，“发展”与“发债”两方面相辅相成，共同推动公司在生命周期的成熟期打开新的增长空间。风险提示：数据统计与来源偏差；监管政策变动风险；行业竞争与技术迭代风险。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶）

行业

PCB 设备 2026 年度策略：站在业绩兑现的前夕，关注方案升级与新技术的增量空间

IPC 板厂&设备厂自 24Q4 开始业绩拐点显现，板厂 CAPEX 高增对应设备厂收入高企。以英伟达目前主要供应商胜宏科技与沪电股份为例，24Q4 以来资本开支持续走高。PCB 设备&耗材企业兑现业绩主要系下游 PCB 板厂资本开支强劲&稼动率高。I Rubin 方案有 PCB 增量需求。①相比于 Rubin 144，Rubin 144CPX 版本增加了 144 张 CPX 芯片，以上芯片均需要搭载在 PCB 板上。另外 Rubin 144CPX 方案引入正交中板，取代铜缆走线连接 GPU 与 CPX。②Rubin Ultra 方案构型有较大变革，单机柜分为四个 Pod，每个 Pod 中包含 18 个 Compute Tray 刀片与 6 个 Switch Tray 刀片，二者均竖直放置并通过正交背板前后相连。Rubin Ultra 方案单机柜增加 4 块正交背板。IM9 Q 布方案带来超快激光钻需求。相比于 CO2 激光钻，超快激光钻拥有①材料兼容性强可加工高熔点材料；②微孔加工更精细两点优势。正交背板与中板有望引入 Q 布作为夹层材料，催生超快激光钻需求。推荐钻孔设备龙头【大族数控】。140 倍长径比钻针为弹性最大环节，建议关注企业进展。Rubin 系列板厚普遍在 6.5mm 以上，首次使用 40 倍长径比以上的钻针，钻针长径比提升市场空间量价齐升，我们判断 40 倍长径比钻针市场空间较大，未来钻针厂商将主要争夺该市场份额，优先量产者将充分兑现业绩。推荐钻针龙头【鼎泰高科】，建议关注【中钨高新】。IAI 建设拉动 III 类锡膏印刷设备需求。现阶段 AI 算力服务器 PCB 对锡膏印刷精度要求大幅提高，III 类设备成为必选项。相比 I、II 类设备，III 类设备销售单价与毛利率均有较大提升。推荐锡膏印刷设备龙头【凯格精机】。风险提示：宏观经济波动风险，PCB 工艺进展不及预期风险，算力服务器需求不及预期风险。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天 研究助理：陶泽）

环保行业点评报告：加大力度推进全国碳市场建设，二次扩围渐近版图清晰

投资要点 事件：2026 年 2 月 9 日，生态环境部发布《关于做好 2026 年全国碳排放权交易市场有关工作的通知》。加强发电、钢铁、水泥、铝冶炼重点排放单位 2025 年配额清缴管理，加大全国碳市场建设力度。1) 加强重点排放单位名录管理：发电、钢铁、水泥、铝冶炼行业企业或其他经济组织，经 2025 年度核查结果确认以及 2026 年新投产预计年度直接排放量达到 2.6 万吨二氧化碳当量的，应当纳入 2027 年度全国碳排放权交易市场重点排放单位名录。2026 年 10 月 31 日前，由省级生态环境主管部门主导公布名录。2) 加强重点排放单位数据质量管理：2026 年 12 月 31 日前，省级生态环境主管部门组织发电、钢铁、水泥、铝冶炼行业重点排放单位通过管理平台制定 2027 年度数据质量控制方案。3) 加强重点排放单位配额分配与清缴管理：①配额预分配：2026 年 4 月 10 日前，省级生态环境主管部门向钢铁、水泥、铝冶炼行业重点排放单位预分配 2025 年度碳排放配额；6 月 30 日前向发电行业重点排放单位预分配 2025 年度碳排放配额。②配额核定与分配：2026 年 9 月 20 日前核定 2025 年度应发放配额量；9 月 30 日前分配 2025 年度碳排放配额。③配额清缴：2026 年 12 月 31 日前，省级生态环境主管部门组织发电、钢铁、水泥、铝冶炼行业重点排放单位按时足额完成 2025 年度碳排放配额清缴。《通知》标志着 2026 年度全国碳市场工作将严格落实、加强力度，确保足额按时清缴。

组织石化、化工、建材、有色、造纸、民航企业报送 2025 年排放数据，全国碳市场将迎二次扩围。《通知》确定其他重点行业排放报告管理工作范围包括石化、化工、建材（平板玻璃）、有色（铜冶炼）、造纸、民航，以及暂未纳入名录的钢铁、水泥行业企业中，年度温室气体排放量达到 2.6 万吨二氧化碳当量的单位，要求报送 2025 年度温室气体排放报告并由省级生态环境主管部门核实。①石化、化工、建材（平板玻璃）、有色（铜冶炼）、造纸、民航：2026 年 3 月 31 日前完成报送、12 月 31 日前完成核实；②暂未纳入的钢铁、水泥行业企业：2026 年 3 月 31 日前完成报送、7 月 31 日前完成核实。我们预计全国碳排放权交易市场有望进一步扩大行业覆盖范围。碳市场扩容加速，长期配额收紧驱动碳上行。目前，我国已有电力、钢铁、建材、有色四大行业纳入全国碳市场，覆盖排放量约 80 亿吨，管控全国 60% 以上的碳排放。2025 年 8 月发布的《关于推进绿色低碳转型加强全国碳市场建设的意见》提出，到 2027 年全国碳排放权交易市场基本覆盖工业领域主要排放行业，到 2030 年基本建成以配额总量控制为基础、免费和有偿分配相结合的全国碳排放权交易市场。2025 年 11 月，生态环境部表示已组织起草化工、石化、民航、造纸行业的配额分配方案、核算报告指南、核查技术指南等配套技术文件，为扩围工作做好技术保障。结合此次《通知》，碳市场预期加速扩容，配额收紧为长期必然趋势，叠加总量控制、有偿分配渐近，将驱动碳价上行。投资建议：政策加大力度推进全国碳市场建设，二次扩围版图清晰。我们重申碳中和投资框架：核算为基，前端能源替代、中端节能减排、后端循环利用。①清洁能源：绿电运营重点推荐【龙净环保】等；非电可再生-生物油，碳市场纳入石化、化工、建材、有色、造纸、民航，其中民航减碳路径明确，继续关注具备生物油资源瓶颈的上游资源【山高环能】【朗科科技】，建议关注【海新能科】【卓越新能】等；非电可再生-绿色氢氨醇重点推荐【佛燃能源】，建议关注【复洁科技】【中集安瑞科】【中国天楹】等。②节能减排：建议关注节能风机【瑞晨环保】等，合同能源管理【南网能源】等。③再生资源：生物油；危废资源化重点推荐【高能环境】【赛恩斯】等；再生塑料重点推荐【英科再生】；锂电回收建议关注【天奇股份】等。④碳监测：建议关注【雪迪龙】【聚光科技】【皖仪科技】【先河环保】等。风险提示：政策执行不及预期，财政支出不及预期，行业竞争加剧等。

（证券分析师：袁理 证券分析师：陈孜文 研究助理：田源）

有色金属行业跟踪周报：市场维持“沃什交易”背景下的低风偏环境，跨资产抛售使得贵金属延续高波态势

投资要点 回顾本周行情（2月2日-2月6日），有色板块本周下跌 8.51%，在全部一级行业中排名靠后。二级行业方面，周内申万有色金属类二级行业中贵金属板块下跌 17.38%，工业金属板块下跌 9.49%，小金属板块下跌 3.20%，金属新材料板块下跌 4.35%，能源金属板块下跌 3.59%。工业金属方面，风偏下行抑制估值端，春节临近工业金属各环节累库削弱价格支撑力度。贵金属方面，跨资产抛售使得贵金属延续高波态势，中期仍看好黄金在财货双宽背景下的上行动能，白银则需紧跟各期限持仓量变化，以衡量实物资产紧缺对期货市场的影

周观点： 铜：中美欲提升国储储备短期提振铜价，全球三地库存大幅环增压制短期价格走势。截至 2 月 6 日，伦铜报收 13,060 美元/吨，周环比下跌 0.08%；沪铜报收 100,100 元/吨，周环比下跌 3.45%。供给端，截至 2 月 6 日，本周进口铜矿 TC 维持至 -49.5 美元/吨，本周 Capstone Copper 宣布，尽管代表该公司近 22% 员工的工会发起的罢工仍在持续，其位于智利北部的 Mantoverde 铜金

矿已恢复运营；需求方面，基本面无明显改善，下游阶段性补库释放刚性需求。本周中国有色金属工业协会表示将完善铜资源储备体系建设，扩大国家铜战略储备规模，同期美国启动 120 亿美元关键矿产储备计划，铜价于周中录得走强；随着上海、纽约、伦敦三地库存均录得大幅环增，以及叠加市场依旧处于“沃什交易”的低风偏环境中，由白银及美国科技股引发的跨资产抛售使得铜价重回跌势，我们预期铜价将于节前维持震荡偏弱走势，中期需验证需求落地情况。

铝：海外铝价成本支撑减弱，叠加国内春节临近，铝价降波回调。截至 2 月 6 日，本周 LME 铝报收 3,110 美元/吨，周环比下跌 0.81%；沪铝报收 23,315 元/吨，周环比下跌 5.07%。供应端，本周我国电解铝理论开工产能为 4430 万吨，环比持平；需求端，本周铝板带箔企业产能利用率环比下降 0.12pct，铝棒产能利用率环比下降 1.80pct，本周电解铝的理论需求环比下降，本周电解铝社会库存环升 5.79%至 84.54 万吨。进入 2 月下旬加工企业陆续开始放假，开工率进一步下降，预计国内社库将进一步增长；此外美国严寒天气逐步消散，天然气价格回落，海外铝价成本端支撑有所减弱，我们预计短期铝价将跟随波动率缓步震荡偏弱，中期需进一步验证需求落地情况。

黄金：美国劳动力市场偏弱却并未逆转“沃什交易”的低风偏环境，跨资产抛售使得贵金属延续高波态势。截至 2 月 6 日，COMEX 黄金收盘价为 4988.60 美元/盎司，周环比上涨 1.65%，SHFE 黄金收盘价为 1090.12 元/克，周环比下跌 6.14%。美国 1 月 ISM 制造业 PMI 录得 52.6%，超出预期的 48.5%；美国 1 月 ADP 就业人数变动录得 2.2 万人，低于市场预期的 4.4 万人；美国 1 月挑战者企业裁员人数录得 10.84 万人，创下自 2009 年以来最大规模的裁员数字；美国 12 月 JOLTs 职位空缺录得 654.2 万人，低于预期的 720 万人。本周美国劳动力数据依旧维持偏弱态势，但并未逆转市场对于 1 月 FOMC 声明中删除了“就业风险增加”表述带来的影响，叠加市场依旧处于“沃什交易”的低风偏环境中，由白银及美国科技股引发的跨资产抛售使得黄金持续处于高波态势，我们仍预计黄金在财货双宽时代具备进一步上行基础，白银则需紧跟各期限持仓量变化，以衡量实物资产紧缺对期货市场的影响。风险提示：美元持续走强；下游需求不及预期。

（证券分析师：孟祥文 证券分析师：徐毅达）

2020-2022 年锂电产业链涨价复盘：历史不会重演，但会押韵

u20-22 年基本面复盘：需求连续超预期，涨价周期持续 2 年，传导顺畅。中游：1) 电解液：6F20 年 9 月价格从底部 7 万开始上涨，年底 10 万，21 年初价格加速上涨，3 月至 20 万横盘，7 月起超预期上涨至 40 万，22 年 2 月见顶至 58 万/吨。但长协价格基本维持 20-30 万/吨。2) 铁锂正极：磷酸铁和加工费 21 年均翻番增长，21 年底高点至 4 万+。3) 负极：21Q3 拉闸限电石墨化产能紧缺，价格开始上涨，石墨化价格从 1.2 万/吨，涨至 22Q2 高点 2.5-2.8 万/吨。上游：碳酸锂 20 年底，价格底部 4 万反弹至 5 万，21 年 2 月涨至 8 万，横盘半年。21 年 8 月价格快速跳涨，年底到 30 万/吨，并一路上涨 22 年 2 月至 52 万/吨。22Q2 因疫情终端需求受影响，价格横盘震荡，8 月再次开始上涨，至 11 月价格冲高至 60 万/吨，见顶。电池：基本可顺畅传导原材料涨价，22Q1 后金属联动。21Q1 价格小幅上涨 1 分/wh；21Q4 价格加速上涨 2 分/wh；22Q1-2 金属联动定价，价格再涨 2-3 分/wh，达到 1 元/wh+。整车：销量爆发阶段，成本传导给终端客户。21Q4 特斯拉涨价 2-3 万/辆，其余车企涨价 2000-1 万/辆；22 年 Q1 电动车价格普涨，纯电涨价 1-2 万/辆，插电涨价 0.5 万/辆。u 对比：当前时点类比 20Q4，量

利双升可期。当前时点类似 20Q4，需求超预期，价格探涨。我们看好继续涨价原因：1) 当前价格和盈利大幅低于 20Q3 低点，且盈利低点持续 3 年，厂商涨价诉求强；2) 当前产业扩产意愿大幅低于 21 年，26 年行业新增供给少。但我们认为此轮涨价不是暴涨：1) 26 年供需紧缺程度低于 21 年，基本在 80-90%，其中六氟、碳酸锂具备大幅价格弹性。2) 终端需求超预期在于储能，对于价格更敏感，传导不如 21-22 年顺畅，但预计电池涨价 4-5 分以内，影响储能 irr2pct，对终端影响有限。u 投资建议：当前主流公司，在 26 年盈利水平略微合理恢复情况下不到 20x，叠加 27 年预计行业仍有 20% 增长，相较于 21Q2 行业估值切换至 22 年翻倍增长、盈利高点情况下的估值 30x，当前位置估值合理偏低，继续强推电池板块（宁德时代、亿纬锂能、欣旺达、中创新航等，关注鹏辉能源、派能科技）；同时看好材料龙头（科达利、当升科技、天赐材料、湖南裕能、尚太科技、璞泰来、富临精工、华友钴业、恩捷股份、星源材质、容百科技、德方纳米等，关注天际股份、多氟多、万润新能、龙蟠科技）；同时看好价格反弹的碳酸锂（赣锋锂业、天齐锂业、中矿资源、盛新锂能、永兴材料等）；并强推 25Q4 催化剂密集落地的固态板块（厦钨新能、当升科技、上海洗霸、纳科诺尔等）。u 风险提示：价格竞争超市场预期、原材料价格不稳定导致影响利润空间、投资增速下滑

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕）

非银金融行业点评报告：沪深北交易所优化再融资，资本市场服务实体经济提质增效

投资要点 事件：2 月 9 日，沪深北交易所推出优化再融资一揽子举措，进一步提高灵活性和便利度。主要包括：①对优质上市公司优化再融资审核，进一步提高再融资效率。②更好适应科创企业再融资需求，破发公司可通过竞价定增、发行可转债等方式合理融资。③提升再融资灵活性、便利度，合理简化再融资申报材料，优化再融资简易程序负面清单。④加强募集资金监管与事中事后监管力度，从严处理再融资违法违规行为。 流程优化与监管强化并行。在提升再融资的灵活性和便利度的同时，措施也强化了再融资的全链条监管：①严防上市公司“带病”申报再融资，压严压实上市公司信息披露第一责任人和中介机构“看门人”职责，建立交易所再融资预案披露工作机制。②完善锁价定增承诺机制，要求相关主体公开承诺在批文有效期内完成发行，并严肃惩处违规变更资金用途等行为，有利于营造规范、透明、高效的再融资市场生态。③加强募集资金监管，严肃惩处违规变更募集资金用途、擅自延长临时补充流动资金期限等情形。 措施的落地对上市公司、资本市场和实体经济均具有深远影响。①对上市公司而言，措施降低了优质企业的融资门槛与成本，拓宽了融资渠道，为企业转型升级与技术创新提供了有力支撑。②对资本市场而言，措施进一步完善了再融资制度体系，推动再融资市场从扩量向提质转变，强化了资本市场资源配置功能。③对实体经济而言，再融资制度优化可引导社会资本更多流向科技创新、产业升级、新质生产力培育等重点领域。 措施的推出或标志着融资层面监管进入新阶段。2023 年 8 月证监会阶段性收紧 IPO 及再融资后，监管对于资本市场融资端基本持谨慎态度，政策导向以防风险、扶优限劣为主。2024 年后，监管以科创板为试验田，推出科创板“1+6”改革等代表性举措，开始针对科创板企业融资进行差异化支持，推动相关政策精准滴灌。本次一揽子措施的政策对象则进一步放宽至全市场具有代表性与市场认可度的优质上市公司，或表明融资层面政策导向已由“差异化支持”逐步过渡至“系统性优化”。 IPO 及再融资市场逐步

回暖，叠加政策优化信号，券商投行业务修复可期。2025年，伴随资本市场改革深化以及市场活跃度提升，IPO及再融资规模经历连续数年下滑后迎来拐点。①IPO方面，2025年共发行116家IPO，募资规模达1318亿元，同比增长96%。2026年1月IPO募资规模达到91亿元，同比增长27%。②再融资方面，2025年A股市场全年再融资募集资金9509亿元，同比+326%，其中增发8877亿元，同比+413%，改善显著。2026年1月A股市场再融资规模1300亿元，同比+56%，环比+234%。叠加融资层面制度灵活性提升，我们预计券商股权投资行业收入将企稳回升。风险提示：政策落地效果不及预期，权益市场大幅波动。

(证券分析师: 孙婷 证券分析师: 罗宇康)

环保行业跟踪周报: 景津景气度回升+出海+成套耗材新成长, 固废出海推进, UCO 价格上行稀缺性渐显

投资要点 重点推荐: 龙净环保, 高能环境, 赛恩斯, 瀚蓝环境, 绿色动力环保, 绿色动力, 海螺创业, 永兴股份, 光大环境, 军信股份, 粤海投资, 美埃科技, 九丰能源, 宇通重工, 景津装备, 新奥能源, 昆仑能源, 三峰环境, 兴蓉环境, 洪城环境, 中国水务, 伟明环保, 蓝天燃气, 新奥股份, 金科环境, 英科再生, 路德科技。建议关注: 大禹节水, 联泰环保, 旺能环境, 北控水务集团, 碧水源, 浙富控股, 中山公用。公司跟踪: 【景津装备】压滤机龙头, 景气度回升+出海+成套化耗材化。压滤机市占率40%+, 23-24派息维持6.1亿元, 股息率ttm4.5%。下游景气度回升: ①新能源: 25H1 新能源收入占比降至13.4%, 有望随锂电行情复苏。②矿山: 金属价格上涨&矿山品位下降拉动矿山资本开支提升。叠加政策强化尾矿处置。新成长: ①出海: 海外空间较国内翻倍, 海外毛利率50%+; ②成套化: 配套设备价值量为压滤机2-3倍, 布局一、二、三期成套设备产能, 23年配套设备收入4.2亿元, 24年8.1亿元(占压滤机整机收入19%, 占总收入13%), 向上空间广阔。【旺能环境】签署乌兹别克斯坦垃圾焚烧项目, 出海空间广阔。公司拟以总投资不超过12亿元在乌兹别克斯坦布哈拉州投资新建一座日处理量为1500吨的生活垃圾焚烧发电厂。国内增量空间收窄+东南亚&中亚固废市场释放, 高处理费&高电价驱动海外项目单吨收入明显提升。2026年策略: 仓庚于飞, 熠熠其羽: 价值+成长共振, 双碳驱动新生! 主线1——红利价值: 重视市场化+提质增效、优质运营价值重估。1) 固废: 国补加速强化分红能力, 25年左右可再生能源补贴基金当年收支实现平衡, 考虑资本开支下降+国补常态化回款, 板块分红潜力有望从114%提至141%; 提吨发&改供热&炉渣涨价可带来业绩与ROE双升, 关注海外新成长。重点推荐①红利价值: 【瀚蓝环境】【绿色动力H+A】【上海实业控股】【海螺创业】【永兴股份】【光大环境】【军信股份】; ②出海成长: 【伟明环保】【三峰环境】【光大环境】【军信股份】。2) 水务: 价格市场化+现金流左侧, 自由现金流改善带来分红和PE估值提升空间可参照垃圾发电! 重点推荐【粤海投资】【兴蓉环境】【洪城环境】, 建议关注【中山公用】【首创环保】等。主线2——优质成长: 第二曲线、下游成长、AI赋能。1) 第二曲线: 重点推荐【龙净环保】绿电储能+矿山装备新成长。2) 下游成长&修复: 重点推荐【美埃科技】国内半导体资本开支回升, 积极拓展锂电+海外。【景津装备】压滤机龙头, 受益锂电β修复有望迎拐点。3) 环卫智能化: 经济性拐点渐近, 行业放量在即。建议关注【劲旅环境】【福龙马】【宇通重工】【玉禾田】【盈峰环境】【侨银股份】。主线3——双碳驱动: “十五五”为2030达峰关键五年、非电首次纳入考核。国内新增

非电考核，碳市场扩容&配额收紧，CCER 新增供给释放，欧盟碳关税在即，降碳势在必行。1) 再生资源-危废资源化：重点推荐【高能环境】【赛恩斯】等。2) 再生资源&非电-生物油：SAF 扩产 UCO 稀缺性凸显，建议关注【朗坤科技】【山高环能】；短期 SAF 供不应求，随行业扩产价值回归，建议关注【海新能科】。行业跟踪：1) 环卫装备：25 年环卫无人中标同增 150%，新能源环卫车销量同增 71%。①无人化：2025 年环卫无人中标项目总金额超 126 亿元（含服务），同增 150%。25M1-8 已开标的无人驾驶环卫设备采购总量达 858 台，“环卫+无人驾驶试点项目”占比 69%。②电动化：25M1-12，环卫车合计销量 76346 辆，同比+8.82%。其中，新能源环卫车销售 16119 辆，同比+70.9%，新能源渗透率 21.11%，同比+7.67pct。25 年环卫新能源集中度同比下滑。其中，环卫车 CR3/CR6 分别为 36.64%/48.64%，同比-1.51pct/-2.77pct。新能源 CR3/CR6 分别为 53.97%/65.67%，同比-5.98pct/-7.64pct。其中盈峰环境、宇通重工、福龙马市占率占据前三。新能源环卫销售河南增量第一，上海新能源渗透率最高达 69.5%。③投资建议：我们预计伴随着政策驱动+经济性验证，环卫电动化逻辑兑现&无人化启航，2026-2027 年有望加速放量。建议关注【劲旅环境】【宇通重工】【福龙马】【玉禾田】【盈峰环境】【侨银股份】。2) 生物油：生物航煤价格维稳，漕水油和地沟油价格上行。①生物航煤：价格周环比持平。2026/2/5 欧洲、中国生物航煤均价分别为 2150、2150 美元/吨，周环比均持平。②生物柴油：2026/2/5，国际市场一代生柴价格 1165 美元/吨，二代生柴 1875 美元/吨，周环比持平；国内市场一代生柴 8100 元/吨，二代生柴 13300 元/吨，周环比持平③UCO：2026/2/5，餐厨废油均价 7400 元/吨，周环比持平；漕水油均价 6838 元/吨，周环比提升 50 元/吨；地沟油均价 6313 元/吨，周环比提升 63 元/吨。3) 锂电回收：金属锂&碳酸锂价格下跌，盈利改善。截至 2026/2/6，三元电池粉系数周环比持平，锂/钴/镍系数分别为 77.0%/79.0%/79.0%。截至 2026/2/6，碳酸锂 13.44 万（周环比-16.2%），金属钴 40.5 万（周环比-9.6%），金属镍 13.66 万（周环比-6.3%）。根据模型测算单吨废料毛利 0.11 万（周环比+0.189 万）。风险提示：政策推广不及预期，财政支出低于预期，行业竞争加剧。

（证券分析师：袁理 证券分析师：陈孜文 研究助理：田源）

推荐个股及其他点评

兴业证券(601377): 财富管理与机构业务双轮驱动, 新领导班子注入新活力

投资要点 长期稳定的治理结构，赋予公司良好的战略定力和执行力。纵观兴业证券最近 25 年的发展历程，公司从一家排名不到 20 名的券商跻身行业前 20 位，最高曾进入前 15 位，得益于公司治理的良好正反馈以及管理层稳定，历任核心管理层在公司深耕近十年。2025 年 6 月公司新董事长苏军良上任，上任初期在财富管理、研究与机构服务、风险管理三大条线启动组织架构优化改革。 省属背景，在区域资本市场中占据核心地位。公司实控人为福建省财政厅，省属金融企业的背景使公司在福建省内拥有无可比拟的资源优势，服务了全省 70% 以上的省属国企及各级政府，在区域资本市场中占据核心地位。此外，海峡股权交易中心是福建省唯一的区域性股权市场，公司作为其第一大股东，掌握了福建省内海量中小微企业的“入口”，形成了“投行+产投”的良性生态，有望受益于区域政策红利和产业升级。 经营指标已经进入恢复增长阶段。2022、2023 年受股票市

场低迷的影响，兴业证券净利润较 2021 年高点分别下滑 44%及 59%。随着 2024 年 9 月 24 日，股票市场显著回暖，公司营收及净利润触底回升，2024 年、2025 年前三季度公司营业收入分别同比增长 16%及 40%，净利润分别同比增长 10%及 91%。公司 2022 年增发后 ROE 中枢有所下滑，随着公司财富管理转型逐步加深、股票市场有所回暖，公司 ROE 进入稳步复苏阶段。2025 年前三季度，公司 ROE 为 4.37%，同比增加 2 个百分点。线上线下积极拓客，看好公司财富管理转型。新领导班子到任后，从多维度调整财富管理战略，一方面通过优化网点布局，实现资源的有效集中；另一方面通过线上线下的方式积极拓客。线上与支付宝等渠道展开合作，线下通过传统营业网点、地推、渠道合作等方式拓客，我们预计在股市高活跃度下，公司经纪市占有望稳中有升。2025 年 12 月兴业证券推出战略级财富管理品牌“知己理财”，同步发布“知己享投”、“知己优投”、“知己智投”三大解决方案，标志着公司正加速向买方投顾转型。公司基金投顾业务自 2022 年开始展业，低基数下高速增长，截至 2025 年 10 月末，公司投顾总保有规模较年初增长 526%。

盈利预测与投资评级：我们下调了公司 2025 年盈利预测，上调了 2026/2027 年盈利预测，估算公司 2025E/26E/27E 净利润分别为 29/38/42 亿元（前值 33/35/38 亿元），分别同比+36%/+29%/+10%。我们看好公司财富管理转型及组织架构调整带来的正向反馈，预计公司 2026 年业绩有望继续较快增长。公司估值远低于行业平均，维持“买入”评级。

风险提示：财富管理转型不及预期；金融政策改革推行不达预期；市场持续低迷，股债市场波动加剧，导致公司投资收益波动较大等。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：何婷）

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

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,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>