



九月策略及金股

股票投资策略简报

证券研究报告

策略组

分析师：牟一凌（执业 S1130525060002） 分析师：梅锴（执业 S1130525060004）

mouyiling@gjzq.com.cn

meikai@gjzq.com.cn

当答案变成问题

国金·月度金股 9 月：

代码	简称	行业	收盘价(元)	流通市值	EPS (元)		PE	
			2026/8/27	亿元	2026E	2027E	2026E	2027E
000408.SZ	藏格矿业	农化制品	78.83	1236.76	5.51	7.18	14.31	10.97
600795.SH	国电电力	电力	5.23	932.80	0.34	0.44	15.61	12.00
601872.SH	招商轮船	航运港口	18.62	1503.48	2.12	1.84	8.77	10.10
3877.HK	中国船舶租赁	多元金融	2.32	143.64	0.32	0.35	7.30	6.59
603308.SH	应流股份	通用设备	45.05	326.08	0.91	1.48	49.29	30.54
601138.SH	工业富联	消费电子	63.86	12672.44	3.00	3.78	21.27	16.89
6181.HK	老铺黄金	饰品	407.40	584.79	40.32	47.69	10.10	8.54
1117.HK	现代牧业	饮料乳品	1.49	117.94	0.08	0.22	18.63	6.77
6055.HK	中烟香港	一般零售	24.74	171.12	1.32	1.65	18.74	14.99
688428.SH	诺诚健华	化学制药	28.88	78.79	0.27	0.10	108.57	294.69

来源：Wind、国金证券研究所。注：中国船舶租赁 eps 按照最新（2026. 8. 27）港元汇率转换所得。

九月策略：当答案变成问题

AI 大模型厂商收入指数式增长的时期阶段性告一段落。在 Token 价格的下降和大模型厂商收入增速的放缓的背景下，投资者对 AI 产业的回报预期减弱。2020 年以来，海外政府开支和投资支出进入上行周期同居民部门低储蓄率形成矛盾，债务不可持续的压力增加。过去一年中，AI 产业的发展与科技巨头的融资为海外债务压力的上升提供了一种可能的解决路径，即 AI 企业通过债务扩张换来未来更高的经济增速，而阶段性链条上的通胀又压低了 AI 链融资的真实利率。但当前债务/TOKEN 总值的比值重新回升，指示这一路径开始失效，考虑到当下 AI 投资额度绝对量已经明显大于现有产值，回报率预期的下降指示 AI 这轮投资可能不但没有缓解低储蓄与高负债之间的矛盾，反而可能强化了矛盾。债务可持续性是影响过去 3 年黄金走势的关键因素：2024 年以来债务扩张的不可持续担忧发酵，引发投资者对美联储的货币政策独立性的质疑，实物资产所具备的资产储备功能愈发受到重视，黄金逐渐与实际利率脱锚；但今年上半年 AI 产业收入快速增长暂时缓解了债务压力的担忧，一方面把实物资产拉回了原有的实际利率机会成本框架，另一方面天量融资需求从流动性的角度拉高了实际利率，美国对于全球资本的虹吸也拉高了单位 GDP 实物消耗更高的非美经济体的资金成本。然而，当前美国 AI 产业资本回报可能正在走弱，且云厂商又存在着 2.3 万亿美元的待履约义务，部分需要债务融资推动资本开支，而链条上的顺价矛盾又让链条真实利率也在重新回升。当下，科技企业可能重新回到与全市场一样受到高利率限制的状态。未来的杰克逊霍尔会议成为重要观测时点，如果没办法进入宽松，科技企业偿债压力的增加持续扩大投资者对 AI 产业发展前景的担忧；如果降息或者宽松开启，本身也是对 AI 投资回报率下行的一种确认，全球资本可能会开启与 3 月以来截然不同的再平衡，流向去年底以来正处于复苏周期的非美市场，带来实物消耗强度的上升。对于以黄金为代表的实物资产而言，未来演绎路径的第一步是实际利率上行对价格的压制减弱，第二步是资产储备功能再次受到投资者的重视，在资产配置组合中的占比重新系统性提升。

霍尔木兹海峡的通航情况仍未出现改善，然而国内外石油石化产品的库存都出现下降，紧缺程度相比于 3 月初中东冲突刚爆发时可能要更高。3 月以来，随着资金回流美国，全球实际利率上行，海峡影响下，以能源+有色形成了一个短期对冲但中期受压制的“必输”组合。当下，随着我们讨论的实际利率压制因素解除，实物资产的低库存下，将形成一个整体得到资金流入的组合，差异只是在能源和金属之间平衡，我们建议组合配置。

随着 AI 投资回报预期的下降，发达国家债务扩张不可持续的问题开始重新显现，实物资产的资产储备功能将愈发受到重视，我们推荐：第一，“回流美国”故事正在放缓，有色金属（黄金、铜、铝）、能源（煤炭、石油、油运）迎来顺风；第二，红利风格受益于绝对收益者的切换，高股息+低波动+稳定现金流的红利资产仍是绝对收益资金的核心回流方向；第三，南方国家故事与中国制造的共振正在孕育，关注工程机械、电网设备、炼化等方向。

风险提示

国内经济修复不及预期；海外经济大幅下行。



内容目录

1、策略：当答案变成问题.....	3
2、核心观点.....	3
2.1 有色金属——吴晋恺：藏格矿业.....	3
2.2 公用环保——姜涛：国电电力.....	4
2.3 交运——李丹：招商轮船.....	4
2.4 非银——洪希柠：中国船舶租赁.....	4
2.5 机械——满在朋/房灵聪：应流股份.....	4
2.6 计算机——刘高畅/郑元昊：工业富联.....	4
2.7 商贸零售——于健：老铺黄金.....	4
2.8 农林牧渔——张子阳：现代牧业.....	5
2.9 轻工——赵中平：中烟香港.....	5
2.10 医药生物——甘坛煥：诺诚健华.....	5
风险提示.....	5

图表目录

图表 1： 2026 年 9 月建议关注的 ETF（基于 8 月 27 日份额、净值数据）	3
---	---



1、策略：当答案变成问题

当回报预期正在减弱。AI 大模型厂商收入指数式增长的时期阶段性告一段落：Anthropic 的 7 月 650 亿美元的 ARR 收入不及预期且环比增速下行，同期以谷歌 Gemini 为代表的大模型厂商也开始降低 Token 价格以价换量。在 Token 价格的下降和大模型厂商收入增速的放缓的背景下，投资者对 AI 产业的回报预期减弱：7 月下旬以来投资者开始评估云厂商的 EPS，陆续出现了一致预期下调且 CDS 利差上行、美国科技行业投资级债券信用利差上行。2020 年以来，海外政府开支和投资支出进入上行周期同居民部门低储蓄率形成矛盾，债务不可持续的压力增加。过去一年中，AI 产业的发展与科技巨头的融资为海外债务压力的上升提供了一种可能的解决路径，即 AI 企业通过债务扩张换来未来更高的经济增长速度，而阶段性链条上的通胀又压低了 AI 链融资的真实利率。但当前，债务/TOKEN 总值的比值重新回升，指示这一路径开始失效，考虑到当下 AI 投资额度绝对量已经明显大于现有产值，回报率预期的下降指示 AI 这轮投资可能不但没有缓解低储蓄与高负债之间的矛盾，反而可能强化了矛盾。

利率：定价之锚的转变逻辑。从海外债务可持续性的角度出发，可以更好的理解过去三年黄金等实物资产的走势：2024 年以来债务扩张的不可持续担忧发酵，引发投资者对美联储的货币政策独立性的质疑，实物资产所具备的资产储备功能愈发受到重视，在央行购金等配置力量支撑下，逐渐与实际利率脱锚；但今年上半年 AI 产业收入快速增长暂时缓解了债务压力的担忧，一方面把实物资产拉回了原有的实际利率机会成本框架，另一方面天量融资需求从流动性的角度拉高了实际利率，美国对于全球资本的虹吸也拉高了单位 GDP 实物消耗更高的非美经济体的资金成本。然而，当前美国 AI 产业资本回报可能正在走弱，且云厂商又存在着 2.3 万亿的待履约义务，部分需要债务融资推动资本开支，而链条上的顺价矛盾又让链条真实利率也在重新回升。当下，科技企业可能重新回到与全市场一样受到高利率限制的状态。未来的杰克逊霍尔会议成为重要观测时点，如果没办法进入宽松，科技企业偿债压力的增加持续扩大投资者对 AI 产业发展前景的担忧；如果降息或者宽松开启，本身也是对 AI 投资回报率下行的一种确认，全球资本可能会开启与 3 月以来截然不同的再平衡，流向去年底以来正处于复苏周期的非美市场，带来实物消耗强度的上升。对于以黄金为代表的实物资产而言，未来演绎路径的第一步是实际利率上行对价格的压制减弱，第二步是资产储备功能再次受到投资者的重视，在资产配置组合中的占比重新系统性提升。

海峡通航受限，当下与 3 月的不同。霍尔木兹海峡的通航情况仍未出现改善，然而国内外石油石化产品的库存都出现下降，紧缺程度相比于 3 月初中东冲突刚爆发时可能要更高。当前欧洲及美国的柴油裂解价差创下中东冲突以来新高，同时国内主要石化产品库存处于过去 5 年同期的最低值。3 月以来，随着资金回流美国，全球实际利率上行，海峡影响下，以能源+有色形成了一个短期对冲但中期受压制的“必输”组合。当下，随着我们讨论的实际利率压制因素解除，实物资产的低库存下，将形成一个整体得到资金流入的组合，差异只是在能源和金属之间平衡，我们建议组合配置。

市场的路径正在清晰。随着 AI 投资回报预期的下降，科技公司天量的债务扩张从答案变成了问题的一部分。我们过去讨论的 2024 年以来发达国家债务扩张不可持续的问题开始重新显现，实物资产的资产储备功能将愈发受到重视，如果紧缩预期逆转，非美实物需求的修复也值得期待。具体配置建议上，我们推荐：第一，“回流美国”故事正在放缓，有色金属（黄金、铜、铝）、能源（煤炭、石油、油运）迎来顺风；第二，红利风格受益于绝对收益者的切换，高股息+低波动+稳定现金流的红利资产仍是绝对收益资金的核心回流方向；第三，南方国家故事与中国制造的共振正在孕育，关注工程机械、电网设备、炼化等方向。

配置策略精选：本文按照自上而下的逻辑，梳理出 10 大金股与 3 只建议关注的 ETF。

风险提示：国内经济修复不及预期；海外经济大幅下行。

图表1：2026 年 9 月建议关注的 ETF（基于 8 月 27 日份额、净值数据）

ETF 代码	ETF 名称	2026/8/27 份额(亿份)	2026/8/27 单位净值(元)	2026/8/27 总净值(亿元)	8 月复权净值增长率	2026 年以来复权净值增长率
561330.OF	矿业 ETF 国泰	18.29	1.00	18.35	11.20%	4.49%
515220.OF	煤炭 ETF 国泰	105.49	1.34	141.48	11.72%	30.54%
510720.OF	红利国企 ETF 国泰	16.87	1.09	18.31	5.25%	15.87%

来源：Wind、国金证券研究所

2、核心观点

2.1 有色金属——吴晋恺：藏格矿业

藏格矿业（000408.SZ）

中长期理由：巨龙铜矿资源安全与超大型铜矿稀缺属性突出，公司中长期成长空间清晰。巨龙铜矿位于国内，资源获取及运营受海外资源民族主义、地缘政治等因素影响较小，具备较强资源安全属性；巨龙矿区为国内备案资源量最多的铜矿山，超大型、可持续扩产的优质铜矿资产具备稀缺性。同时，公司钾肥业务提供稳定经营底盘，碳酸锂项目持续成长，麻米措、国能矿业及老挝钾盐项目贡献中长期成长。



短期催化：巨龙二期持续放量，驱动公司投资收益和业绩快速增长。

风险提示：铜、锂、钾价格波动风险；项目推进不及预期风险；安全环保及自然灾害风险。

2.2 公用环保——姜涛：国电电力

国电电力（600795.SH）

推荐中长期理由：国电电力为集团常规能源发电资产整合平台，拟现金收购集团在建水火项目；此外，26年内水电板块双江口、金川等项目陆续投产，有望增厚归母净利润；火电板块江苏/浙江/安徽三地占比过半，明年电价上涨有望释放利润弹性。具备25-27年分红承诺。

短期催化：(1) 收购集团水电、火电资产落地；(2) 大渡河流域水电陆续投产叠加来水改善，水电板块利润提升；(3) 火电板块，公司高长协煤+容量电价筑牢盈利底，机组分布27年电价弹性可期。

风险提示：煤价涨幅过高，利用小时数大幅下降，项目建设不及预期。

2.3 交运——李丹：招商轮船

招商轮船（601872.SH）

推荐的中长期理由：中东局势反复，油运市场景气，公司作为全球第二大VLCC船东获得向上高盈利弹性；西芒杜铁矿投产叠加超级厄尔尼诺风险，公司干散货业务迎来机遇；公司业务结构多元，确保经营向上，平滑周期波动。

短期催化：中东局势反复，油运市场景气，公司作为全球第二大VLCC船东获得向上高盈利弹性。

风险提示：地缘政治风险、大国关系风险、市场需求下行或供需失衡风险。

2.4 非银——洪希柠：中国船舶租赁

中国船舶租赁（3877.HK）

中长期理由：船舶行业维持高景气度，油价、运价、船舶资产价值上行支撑公司业绩持续增长。

短期催化：26H1公司净利润同比增长11%，即期运营部分弹性大，分红率超50%，测算26E股息率约8.7%。

风险提示：船舶行业景气度下行风险；利率波动风险；地缘政治风险。

2.5 机械——满在朋/房灵聪：应流股份

应流股份（603308.SH）

推荐中长期理由：全球燃气轮机需求爆发，看好公司燃机叶片全球份额提升。

短期催化：海外燃机龙头订单可见度提升，涡轮叶片需求加速上行。

风险提示：全球数据中心扩张进度不及预期、产能提升不及预期、汇率波动风险。

2.6 计算机——刘高畅/郑元昊：工业富联

工业富联（601138.SH）

推荐中长期理由：1) 大额回购彰显信心。2) 全球服务器代工龙头，深度参与英伟达Rubin整机柜代工。3) CPO交换机打开第二增长曲线。

短期催化：1) 英伟达Vera Rubin进入全球交付阶段。2) 谷歌TPU v8加速推进。3) 高速交换机业务持续高增。

风险提示：全球经济增速放缓或地缘政治冲突风险、AI芯片供给风险、CPO交换机推广不及预期、下一代产品量产进度风险、竞争加剧风险。

2.7 商贸零售——于健：老铺黄金

老铺黄金（6181.HK）



中长期理由：1) 可量产古法工艺+高端定位构建竞争壁垒。2) 金价逆势情况下公司持续深耕门店升级、缩圈聚焦忠实客群，有望带动品牌势能持续强化。3) 境内外扩张空间广阔。

短期催化：金价逻辑逆转，上行态势有望助力终端修复及客群拓展。

风险提示：金价大幅下跌；门店点位优化进度不及预期；新品拓展不及预期。

2.8 农林牧渔——张子阳：现代牧业

现代牧业 (1117.HK)

中长期理由：肉奶价格反转，公司作为头部企业，充分受益景气上行。

短期催化：Q3 牛肉和牛奶价格上涨加速。

风险提示：价格表现不及预期、动物疫病风险。

2.9 轻工——赵中平：中烟香港

中烟香港 (6055.HK)

中长期理由：中烟香港长期有望成长为类似于美国菲莫国际（奥驰亚负责美国本土，菲莫国际负责非美市场）的实体化运营平台，不仅负责当前的烟草相关的进出口贸易业务，而是逐步实体化补足原料，工厂，渠道，品牌等短板并运营中国烟草全产业链出海业务，长期看内生+外延成长空间广阔，烟草行业 2026 年工作规划中已明确推进国际业务高质量发展，未来在年内发布的烟草十五五规划中也有望体现。

短期催化：(1) 中报利空正式落地。(2) 中国 HNB 放开政策近期加速。(3) 中烟香港 7 月 2 日公告原中烟国际总经理（兼任中烟香港董事长）邵总退休辞任，董事会将于 3 个月内遴选合适候选人填补空缺，预计后续公司资本运作平台功能有望得到更好的发挥；

风险提示：中国 HNB 产品与国际主流差距过大，政策推进进度不及预期。

2.10 医药生物——甘坛煥：诺诚健华

诺诚健华 (688428.SH)

中长期理由：国内销售增速高，26H1 公司营收同比增长 55.5%，达到 11.4 亿元，净利润 2.4 亿元，同比扭亏为盈。其中药品收入 9.2 亿元，同比增长 43.2%。

短期催化：自免管线研发成果逐步兑现。两款新型 TYK2 抑制剂 ICP-332 和 ICP488 分别治疗特应性皮炎和银屑病的 III 期临床达到主要终点，另外 ICP-332 读出白癜风 II 期临床数据。

风险提示：研发进展不及预期、医保谈判不及预期。

风险提示

国内经济修复不及预期：如果后续国内经济数据超预期走弱，那么可能会对长期盈利趋势的改善造成影响。

海外经济大幅下行：如果海外经济超预期下行，那么全球制造业共振修复可能会暂停，实物资产需求也会放缓。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，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国金证券其它业务部门、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。

本报告仅为参考之用，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。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、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究