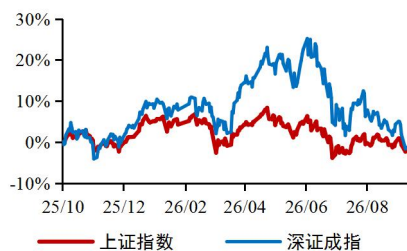


信义山证汇通天下

研究早观点

2026 年 10 月 20 日 星期二

市场走势



资料来源：常闻

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,842.19	0.31
深证成指	12,887.62	-0.11
沪深 300	4,357.62	0.29
中小板指	7,948.79	-0.23
创业板指	3,135.28	-0.23
科创 50	1,530.01	-2.51

资料来源：常闻

分析师：

彭皓辰

执业登记编码：S0760525060001

邮箱：penghaochen@sxzq.com

【今日要点】

【宏观策略】调整尚未确认结束，配置向价格与资金双确认方向收敛

-----策略周报（20261012~20261016）

【行业评论】石油开采Ⅱ：石油行业月度报告-9月：地缘扰动支撑油价高位，关注油气上游及炼化龙头

【行业评论】煤炭：行业周报（20261012-20261018）-煤价普涨库存回落，关注煤矿复产进度

【行业评论】农林牧渔：农业行业周报（261012-261018）-本周猪价回落，白羽鸡价格延续反弹

山西证券金工因子周报-Barra 风格因子市场追踪-20261019

【行业评论】自免 TCE: 免疫重置深度清除 B 细胞, 体外 TCE 及 in vivo TCE 探索长期缓解新范式

【今日要点】

【宏观策略】调整尚未确认结束，配置向价格与资金双确认方向收敛-----策略周报（20261012~20261016）

赵晨希 zhaochenxi@sxzq.com

【投资要点】

- 本周 A 股市场延续下行，东方财富全 A 下跌 3.81%，跌幅较上一周扩大，主要指数再度全线下挫。市场周内呈现单日小幅回升与连续下挫交替的特征，周二微幅收涨，周三到周四连续两日重挫，周五回升。风格层面价值维持小幅占优，全指价值上涨 0.32%、全指成长下跌 4.76%，风格价差 5.08 个百分点，申万大盘指数下跌 3.91% 相对抗跌，申万中盘指数下跌 6.70% 跌幅居首。行业方面，31 个申万一级行业 5 涨 26 跌，石油石化、食品饮料、银行领涨，通信、电子、有色金属领跌。估值方面，东方财富全 A 滚动市盈率降至 15.95 倍、历史分位降至 60%，创业板指分位降至 20%，科创 50 降至 70%。
- 市场量能窄幅波动，日均成交额 15,633.15 亿元，较上周回落 4.67%。周内成交额高低交替，周二升至 16,759.18 亿元的周内高点，周三降至 14,144.02 亿元的低点。电子行业成交额 18,375.58 亿元居首，电力设备、医药生物、机械设备、通信交易热度居前。资金流向方面，超大单和大单资金全周净流出 1,501.02 亿元，较上周小幅收窄，周五超大单单日转为净流入 2.21 亿元。个股赚钱效应先抑后扬，周四上涨家数占比降至 7.71% 的周内低位，周五回升至 59.19%；净流入行业由上周的 11 个收缩至 2 个，仅美容护理、石油石化获资金净流入，电子、通信、电力设备净流出居前。前 5% 个股成交额占比在 33.67% 至 40.38% 之间波动。
- 9 月出口当月同比升至 36.3%，PPI 同比升至 5.0%、环比上涨 1.2%，工业品价格修复延续，但 M1 同比回落至 3.2%、社融存量同比降至 7.1%，信用扩张边际放缓；公开市场全周转为净投放 1,740 亿元，与上一周大额净回笼形成反转；超大单和大单延续净流出而净流入行业数量收缩至 2 个，构成本周核心矛盾。上周跌势放缓与结构再均衡的判断未获兑现，科技主线继续领跌的判断仍然有效。下周倾向于调整延续、斜率收敛，仓位维持中性：石油石化上调至标准配置，煤炭、公用事业分别下调至持有与观察，美容护理维持小仓位候补，谨慎参与电力设备、有色金属、电子、通信、计算机、机械设备、基础化工。重点跟踪资金流出收敛的连续性、1.8 万亿元成交额阈值、拥挤度变化方向、资金扩散度修复、国内价格向盈利的传导与海外通胀路径。
- 风险提示：宏观与政策不确定性；外部冲击与地缘风险；流动性与资金面波动；经济数据与盈利预期下修风险；市场结构与交易性风险；行业与主题轮动过快风险；估值与性价比反转风险；事件驱动与监管政策风险

【行业评论】石油开采Ⅱ：石油行业月度报告-9 月：地缘扰动支撑油价高位，关注油气上游及炼化龙头

胡博 hubo1@sxzq.com

【投资要点】

- 9月:
- **供给端:** 9月产量增长, 主要受沙特阿拉伯增产推动。根据 OPEC, 2026 年 9 月 OPEC 原油产量为 2509.7 万桶/日, 同比-11.71%, 环比+3.81%。其中, 伊拉克产量环比增长 10.92%, 沙特产量环比增长 10.25%。截止 10 月 9 日当周, 美国原油产量 1367.9 万桶/日, 环比-2.15%, 同比+0.32%。
- **需求端:** OPEC《石油市场月度报告》预计全球石油日均需求在今年增长幅度仅为 20 万桶后, 2027 年石油日均需求增速将升至 260 万桶。这将使全球石油平均每日需求量从 2026 年的 1.057 亿桶上升至明年的 1.083 亿桶。根据 OPEC, 7 月美国石油需求量 2009 万桶/日, 同比-2.7%, 环比-0.62%。8 月, 国内石油需求量 1653 万桶/日, 同比-2.59%, 环比+1.04%, 印度石油需求量 519 万桶/日, 同比-3.35%, 环比-4.07%。
- **地缘风险方面:** 胡塞武装于 9 月上旬和下旬对沙特发动多轮袭击: 9 日使用弹道导弹和自杀式无人机袭击艾卜哈、贾赞、奈季兰等地民用及经济设施, 致数十名平民受伤和设施受损; 24 日进一步袭击了沙特首都利雅得的一处敏感目标、西部城市延布的沙特阿美石油公司设施, 以及西南部吉赞地区的多处军事目标。
- **原油观点:**
- **地缘风险溢价持续抬升, 油价仍然高位偏强。** 9 月原油市场由地缘风险主导, 也门胡塞武装对沙特核心设施及霍尔木兹海峡的袭扰显著升级, 引发实质性断供隐忧并冲淡宏观疲软担忧。持续关注地缘前景, 也门胡塞武装与沙特冲突升级, 此外, 美俄达成柴油供应共识, 市场预计俄罗斯石油进入市场的可能, 美伊局势不确定性大, 预计油价仍将维持在 100-120 美元/桶高位偏强震荡。
- 十五五政策方面最直接的受益方向在于上游增储上产, 将直接推动“三桶油”资本开支与油服企业工作量快速增长, 同时带动管网设施、油气储备及 LNG 工程建设; 炼化环节则在“产能封顶与减量置换、油转化”政策导向下, 结构性利好具备高附加值深加工能力的炼化一体化龙头企业。
- **投资建议:** 重点关注上游油气开采板块的高业绩弹性, 地缘不确定性持续, 油价维持高位, 业绩和分红预期支撑股价。建议关注【中国石油】、【中国海油】、【中国石化】、【中曼石油】、【恒力石化】。
- **风险提示:** 宏观经济不及预期; 油价大幅波动的风险; 地缘政治紧张因素加剧的风险; 需求不及预期的风险等。

【行业评论】煤炭: 行业周报 (20261012-20261018) -煤价普涨库存回落, 关注煤矿复产进度

胡博 hubo1@sxzq.com

【投资要点】

- **动态数据跟踪**
- **动力煤：**市场较为平稳。煤矿多以安全生产为主，天气降温供暖需求支撑现货煤价。截至 10 月 16 日，环渤海动力煤现货参考价 1025 元/吨，周变化+2.6%；秦皇岛港动力煤平仓价 770 元/吨，周变化+0.39%。环渤海港口库存 2334.5 万吨，周变化-3.18%。
- **冶金煤：**震荡运行。煤矿复产推进增量有限，需求端钢厂盈利较低，焦炭提降预期未消，后续关注焦炭提降落地、钢厂利润修复及煤矿复产。截至 10 月 16 日，京唐港主焦煤库提价（含税）2580 元/吨，周变化+6.61%；京唐港 1/3 焦煤价格为 2010 元/吨，周持平；日照港喷吹煤 1830 元/吨，周变化-6.15%。国内独立焦化厂、247 家样本钢厂炼焦煤总库存分别 778.76 万吨和 761.13 万吨，周变化分别-0.8%、-0.23%；喷吹煤库存 431.86 万吨，周变化-1.21%。
- **本周观点及投资建议**
- **投资建议：**保供政策逐步发力，关注复产进度。进口煤增量尚存不确定性，基本面支撑煤价，关注政策容忍度。动力煤关注【中国神华】、【广汇能源】、【兖矿能源】、【陕西煤业】、【新集能源】、【昊华能源】、【华阳股份】、【晋控煤业】、【山煤国际】。炼焦煤方面，减产逻辑下焦煤最受益，关注【淮北矿业】、【平煤股份】。
- **风险提示**
- 反内卷相关政策效果温和；需求大幅回落；进口煤大幅增加等。

【行业评论】农林牧渔：农业行业周报（261012-261018）-本周猪价回落，白羽鸡价格延续反弹

陈振志 chenzhenzhi@sxzq.com

【投资要点】

- 本周（10 月 12 日-10 月 18 日），沪深 300 指数涨跌幅为-3.40%，农林牧渔板块涨跌幅为-3.13%，板块排名第 14；子行业中生猪养殖、肉鸡养殖、粮油加工、畜禽饲料、动物保健表现位居前五。
- **本周猪价环比下跌。**截至 10 月 16 日，四川/广东/河南外三元生猪均价分别为 9.45/11.26/10.13 元/公斤，环比上周分别-5.03%/-3.01%/-3.34%；平均猪肉价格为 15.70 元/公斤，环比上周-2.12%；仔猪平均批发价格 15.50 元/公斤，环比上周-1.27%。截至 10 月 16 日，自繁自养利润为-281.65 元/头，环比上周-29.40 元/头；外购仔猪养殖利润为-182.03 元/头，环比上周-11.11 元/头。如果行业继续亏损和现金流趋紧，或进一步驱动市场化去产能，有望为下一轮生猪价格上涨周期奠定基础，建议关注温氏股份、立华股份、神农集团、巨星农牧等生猪养殖股。
- **本周白羽鸡价格上涨，鸡蛋价格下跌。**截至 10 月 16 日，白羽肉鸡周度价格为 6.36 元/公斤，环比上周

+3.25%；肉鸡苗价格为 2.18 元/羽，环比上周+12.37%；毛鸡养殖利润为-1.72 元/羽，环比上周+1.23 元/羽。截至 10 月 16 日，鸡蛋价格为 9 元/公斤，环比上周-3.23%。在肉鸡行业周期低位，低估值和具有成本优势的头部企业在配置上或具有良好的风险收益比和吸引力，建议关注立华股份、圣农发展。

- 截至 10 月 16 日，玉米现货价格为 2252.16 元/吨，环比上周-1.06%；小麦现货价格为 2440.56 元/吨，环比上周 0.43%；豆粕现货价格为 3388.16 元/吨，环比上周-1.60%。淡水产品方面，截至 10 月 9 日，草鱼价格为 16.78 元/公斤，环比上周-1.18%；鲫鱼价格为 20.77 元/公斤，环比上周-0.14%；鲤鱼价格为 14.11 元/公斤，环比上周-0.49%；鲢鱼价格为 14.65 元/公斤，环比上周-0.81%。截至 10 月 15 日，国际鱼粉现货价为 3339.66 美元/吨，环比上周持平。在行业整合和原料价格同比上涨的大背景下，饲料行业市场份额有望加速往头部企业集中，建议关注海大集团的机会。
- 国产厂商积极进行品牌升级、通过科研驱动品牌心智，同时在食品功能、工艺上实现迭代升级，高端化趋势明显，进入新的发展阶段。国际市场则呈现结构性增长态势，美欧猫湿粮弹性高，狗粮略显压力，虽面临关税政策、汇率波动，美国宠食进口需求并未缩减，我国出口已有复苏，随着海外产能陆续落地，代工业务收入和毛利率有望边际修复。进入新发展阶段，宠物食品企业竞争持续，持续进行营销、研发、供应链投入，建议关注自有品牌领先的乖宝宠物和全球产业布局领先的中宠股份。
- 风险提示：养殖疫情风险；自然灾害风险；饲料原料价格波动风险；食品安全风险；汇率波动风险。

山西证券金工因子周报-Barra 风格因子市场追踪-20261019

黎鹏 lipeng@sxzq.com

【投资要点】

- 风格因子相关性
- 本周因子相关性结构出现边际松动，变化集中在价值因子的负相关网络——价值与波动率、Beta、流动性的负相关关系普遍减弱。核心三角结构依旧稳固，波动率、动量与 Beta 的高正相关未松动；杠杆与非线性的集聚特征、盈利向大中市值的倾斜、成长因子的独立性均维持不变。
- 宽基池因子表现方面
- 本周高弹性因子继续深度回撤，波动率、Beta 与动量在各宽基池中普遍录得显著负收益，前期集中暴露的资金持续撤离。价值因子继续领涨，修复力度随市值下沉递增，中小盘低估值品种优势进一步强化，同时盈利因子全线转正，基本面质量因子的定价实质性回暖，价值与盈利双双走强共同指向风格向基本面防御方向系统性倾斜。流动性因子大幅承压、大盘端尤为突出；非线性市值在中盘继续集中调整。整体来看，高弹性退潮、基本面防御占优的方向已连续两周。
- 股指期货追踪
- 本周各品种全线大幅下跌，IC 与 IM 跌幅普遍在 6%以上，IF 相对温和，中小盘承压显著更重。基差

变化分化明显：IC 与 IM 各合约贴水全线加深，中小盘下行风险的定价正在加强、套保压力集中；IF 各合约贴水反而收窄，大盘端对冲压力缓和。大盘与中小盘的预期分歧进一步扩大。整体信号为中小盘风险定价升温、大盘相对稳定，IC 与 IM 的贴水加深值得持续关注



- 风险提示：报告内容根据公开数据整理得出，结论基于历史价格信息和统计规律，但二级市场受各种即时性政策以及宏观经济影响易出现统计规律之外的走势，所以相关结论无法代表市场未来走势；模型存在失效风险，由于模型构建、参数估计、假设条件等方面存在的不确定性或错误，可能导致模型预测结果与实际情况产生显著偏离；报告阅读者需审慎参考报告结论。

【行业评论】自免 TCE：免疫重置深度清除 B 细胞，体外 TCE 及 in vivo TCE 探索长期缓解新范式

邓周宇 dengzhouyu@sxzq.com

- 自免治疗正迈向“长期无药缓解”，深度清除 B 细胞、实现免疫重置成核心路径。相较需体外制备与清淋预处理的 CAR-T，TCE 作为“现货型”双/多特异分子，一端结合 B 细胞靶抗原（CD19/CD20/BCMA）、另一端结合 CD3 形成免疫突触，激活 T 细胞耗竭致病 B 细胞，兼具疗效深度与给药便捷性。从已读出数据看，CD19、BCMA 传统 TCE（体外）及 in vivo TCE（体内）路线均实现深度 B 细胞清除与快速临床应答，CRS 多为 1-2 级、罕见 ICANS 且无需清淋，成药性初步验证。
- CD19、BCMA 两路线均已读出初步疗效。CD3xCD19 TCE 端，天励源和 A-319 SLE I 期：12 例患者 SLEDAI-2K 由基线 13.1 分降至 12 个月 1.7 分，8/10 达 LLDAS、6/10 达 DORIS 缓解，激素用量降 67%；德琪 ATG-201 澳洲 I 期获批。CD3xBCMA TCE 端，智翔金泰 Velinotamig 2 例难治性 SLE 患者给药后 SLEDAI-2K 由 16、14 降至 0、2，均达完全肾脏缓解、未见 CRS 与 ICANS；康诺亚 CM336 皮下给药治疗初诊系统性 AL 淀粉样变，21 例 100%达 $\geq$ VGPR（71.4%CR），MRD 阴性率与肾脏缓解率均 100%，CRS 仅 14.3%且均低级别、无 ICANS；和铂 HBM7020 以双 BCMA 位点、单价优化 CD3 降低 CRS 风险。
- mRNA 路线的 in vivo TCE 将 TCE 改为体内表达，压低 CRS。艾博生物 ABO2203 以 LNP 递送编码 CD19 $\times$ CD3 $\times$ HSA 三功能 TCE，3 例继发 ITP 均 1 个月内完全缓解并维持 6 个月，B 细胞清除约 4 个月；自免 16 例无 CRS、ICANS，AE 以 1-2 级为主。剂泰科技 LNP 递送的 MTS-109（CD3 $\times$ CD19 $\times$ BCMA 三特异）临床前显示末次给药第 3 周 B 细胞再生、第 6 周复常，长征医院 IIT 已观察到积极早期数据，中美 IND 申报中。



- 风险提示：早期小样本与跨试验数据不可比、临床数据不及预期、CRS 等安全性事件、自免适应症拓展及商业化不及预期、竞争加剧等风险。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号
华润金融大厦 23 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

