东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

中小盘行业深度报告

工业金属：铜铝分化与盈利结构

2026 年 11 月 10 日

增持（维持）

证券分析师 汤军
执业证书：S0600517050001
021-60199793
tangj@dwzq.com.cn

投资要点

1. 反弹持续两个交易日，第三日即回吐。11 月 4 日至 6 日等权指数分别 +3.91%、+2.06%、-2.19%，三日累计 +3.74%；市值加权三日 +1.88%，6 日单日 -3.40%，权重股回吐更深。区间位置仍在 11.7%，近 20 日 -12.14%。

2. 反弹期间成交没有同步放大。两市成交额 20377 亿元升至 21179 亿元后降至 16578 亿元，回吐日缩量 21.72%；量比中位 0.79，31 只低于 0.8，缺乏成交配合是反弹中断的主因。

3. 跌幅的主轴是铜与铝的差异，不是盈利增速。铜 17 只近 20 日 -16.14%、铝 30 只 -7.68%，相差 8.46 个百分点；净利增速三档为 -12.79%、-13.55%、-9.64%，与排序无关；6 日回吐日铜组 -4.07%，是铝组 -1.83% 的 2.2 倍。

4. 铝组内部按业务模式再分层。8 只电解铝与一体化企业近 20 日 -6.21%、位置 25.7%、股息率 4.16%；22 只加工企业为 -8.63%、10.2%、1.53%；回吐日上涨的 5 只全部落在加工环节。

5. 股息率在铜板块内失效，整体分层来自铝的含量。整体看，股息率 2% 以上的 18 只，近 20 日涨幅中位 -8.12%；1% 以下的 16 只为 -14.11%；铜组内高股息 4 只为 -19.12%，低于其余 11 只的 -16.14%，方向相反。

6. 三季报不弱，利润的现金含量偏低。55 只盈利，营收增速中位 +22.23%、净利 +35.20%；现金流覆盖净利中位仅 0.53，27 只为负，铜组 0.93 倍；亏损 5 只合计 -4.87 亿元。

7. 估值在低位，PB 比 PE 更有区分。整体法 8.7 倍，PE 中位 15.5 倍、PB 1.81 倍；PB 三档跌幅 -8.34%、-13.79%、-14.26% 单调，PE 分档不排序。60 只中 46 只位置低于 20%，后续看价差、现金流与分红。

风险提示：金属价格回落压缩冶炼与加工环节毛利；铜、铝加工费下行收缩中游企业盈利；矿山品位下降与开采成本上升压低资源型企业毛利；27 只经营现金流为负、覆盖倍数中位 0.53 倍，分红能力受限；资产负债率中位 54.45%、6 只高于 70%，偿债压力加大；海外矿山所在国的政策与汇率变化；下游需求恢复不及预期推迟去库；区间位置偏低但现金流未改善的标的，反弹持续性不足。本报告数据统一截至 2026 年 11 月 6 日收盘，不构成具体个股的投资建议。

相关研究

《破净股：行业分布与市值结构》
2026-11-08

《普钢：盈利分层与破净特征》
2026-11-08

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 核心发现：反弹两日回吐，量能未起 4
2. 结构分层：铜、铝与铅锌的跌幅差异 6
3. 三季报：收入与利润同步扩张，现金含量偏低 7
4. 毛利率分层：资源属性与加工环节的差异 8
5. 估值与股息：三条线索在样本内重合 9
6. 个股分布：涨幅与跌幅两端的特征 11
7. 主要判断与后续值得跟踪的几个指标 12
8. 风险提示 13

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表目录

表 1: 本报告自算指数的两口径读数.....4
表 2: 样本区间位置分布.....5
表 3: 申万三级分组的主要指标.....6
表 4: 2026 年三季报业绩分布.....7
表 5: 毛利率分组的市场表现.....8
表 6: 股息率分组的市场表现.....10
表 7: 近 20 日涨幅前六.....11
表 8: 近 20 日跌幅前六.....11
表 9: 主要判断与对应的数据依据.....13

1. 核心发现：反弹两日回吐，量能未起

2026 年 11 月 4 日至 6 日，A 股走出一轮短促的反弹与回吐。4 日两市成交额 20376.94 亿元，较前一交易日 17034.37 亿元增加 3342.57 亿元、增幅 19.62%，上涨 4667 家、涨停 118 家，上证指数收于 3686.17 点（+2.16%），国证 2000 指数上涨 4.27%；5 日成交额升至 21179 亿元，上涨 4869 家、涨停 84 家，国证 2000 再涨 2.40%；6 日成交额降至 16578 亿元、较前一日减少 21.72%，上涨家数收缩至 758 家、下跌 4740 家、跌停 15 家，国证 2000 回落 2.33%，上证指数收于 3649.18 点（-1.10%）。三个交易日，全市场从普涨转入普跌。

本报告所指工业金属，为申万二级行业分类名称，下含铜、铝、铅锌三个申万三级行业，样本取该行业全部 A 股 60 只，其中铝 30 只、铜 17 只、铅锌 13 只，不做事前市值筛选。按 11 月 6 日收盘价计，样本市值合计 24396 亿元，中位 129.6 亿元；紫金矿业占 29.8%、洛阳钼业占 11.2%、宏桥控股占 7.9%，前五家合计 58.4%。

该行业完整参与了这轮反弹与回吐。以 60 只等权合成的行业指数 4 日上涨 3.91%、5 日再涨 2.06%、6 日下跌 2.19%，三个交易日累计上涨 3.74%；以总市值加权合成的指数分别为 +4.55%、+0.87%、-3.40%，累计 1.88%。上涨家数从 58 只降至 51 只、再降至 5 只，6 日上涨的 5 只为闽发铝业、常铝股份、盛达资源、*ST 利源与鑫铂股份。

表1：本报告自算指数的两口径读数

口径	最新点位	11 月 6 日涨跌幅	近 5 日涨幅	近 20 日涨幅	近 60 日涨幅	区间位置
等权（60 只）	75.46	-2.19%	+4.44%	-12.14%	-14.65%	11.7%
市值加权	78.23	-3.40%	+1.50%	-12.11%	-19.02%	8.6%
个股中位数	—	-2.20%	+3.95%	-12.93%	-15.79%	8.9%

数据来源：交易所公开行情数据，东吴证券研究所；指数以 2026 年 4 月 27 日为基期 100，等权与市值加权均由本报告 60 只样本自行合成，与申万行业指数不可直接比较；区间位置为最近 115 个交易日收盘点位在区间最高与最低之间的位次，数据截至 2026 年 11 月 6 日。

从表 1 看，三个口径在短窗口与长窗口上的排序相反。近 5 个交易日（10 月 30 日收盘至 11 月 6 日收盘）等权上涨 4.44%、加权仅 1.50%、个股中位 3.95%；近 20 日三者分别为 -12.14%、-12.11%、-12.93%，基本重合；近 60 日等权 -14.65%、加权 -19.02%，加权落后 4.37 个百分点。短窗口与长窗口的方向相反，说明这一轮回吐中跌得更多的是大市值品种。紫金矿业总市值 7268 亿元、占样本 29.8%，6 日单日下跌 4.07%、近 60 日 -17.01%，是加权指数落后于等权指数的主要原因。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

成交量没有同步扩大。三个交易日的两市成交额分别为 20377 亿元、21179 亿元、16578 亿元，反弹第二日小幅放量、第三日缩量 21.72%。个股层面，60 只近 5 日均成交额与近 60 日均额之比中位 0.79，低于 0.8 的 31 只，高于 1 的 11 只，最高 2.22、最低 0.42。接近 4 个百分点的反弹，是在量能低于常态的背景下完成的。

反弹与回吐的内部结构相反。11 月 4 日，近 20 日跌幅超过 15% 的 20 只当日涨幅中位 +5.31%，跌幅不足 10% 的 27 只仅 +2.39%，20 日与当日涨幅的相关系数为 -0.36，属超跌修复；11 月 6 日，同一批跌得多的标的跌幅更深，两组当日中位分别为 -3.22% 和 -1.98%，相关系数转为 +0.67。两日方向相反，说明 4 日的反弹并未改变持有结构。

把窗口拉到 115 个交易日，行业仍处在区间底部。等权指数收于 75.46，区间位置 11.7%；个股位置中位 8.9%，46 只落在 0 至 20%（占 76.7%），10 只在 20% 至 40%，3 只在 40% 至 60%，80% 以上仅闽发铝业 1 只（100%），60% 至 80% 一档为空。

表2：样本区间位置分布

区间位置	只数	占比	11 月 6 日涨跌幅中位	近 20 日涨幅中位	PB 中位	其中亏损
100%（区间最高）	1	1.7%	+10.11%	+21.31%	3.13 倍	0
80%—100%	0	0.0%	—	—	—	0
60%—80%	0	0.0%	—	—	—	0
40%—60%	3	5.0%	-1.98%	-7.03%	2.48 倍	0
20%—40%	10	16.7%	-1.12%	-4.82%	1.56 倍	1
0—20%	46	76.7%	-2.47%	-14.37%	1.81 倍	4
合计	60	100.0%	-2.20%	-12.93%	1.81 倍	5

数据来源：交易所公开行情数据，上市公司定期报告，东吴证券研究所；PB 为市净率，区间位置按最近 115 个交易日计算，数据截至 2026 年 11 月 6 日。

从表 2 看，位置分布与近 20 日跌幅是同一组价格的两个侧面。位置由最近 115 个交易日的最高价与最低价定义，跌幅本身就在其中，因此本报告不把位置当作跌幅的解释变量。这张表的作用是确认行业的整体位置：超过四分之三的样本处在区间最下的五分之一，中位 8.9%，与 2026 年 4 月下旬的起点相比，等权指数已回落 24.5%。海亮股份、洛阳钼业、金诚信三只的位置为 0，即 11 月 6 日收盘价即为区间最低。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2. 结构分层：铜、铝与铅锌的跌幅差异

按申万三级划分，60 只样本由 17 只铜、30 只铝、13 只铅锌构成。三组在这一轮回吐中的差异，超过了同一行业内部的正常离散水平。

表3：申万三级分组的主要指标

分组	只数	11 月 6 日涨跌幅中位	近 20 日涨幅中位	近 60 日涨幅中位	区间位置中位	PB 中位	股息率中位	营收增速中位	毛利率中位	资产负债率中位	亏损只数	净利合计（亿元）
铜	17	-4.07%	-16.14%	-19.97%	5.4%	1.81 倍	1.35%	+23.4%	8.84%	59.38%	0	1181.38
铝	30	-1.83%	-7.68%	-9.96%	10.8%	1.71 倍	2.21%	+21.3%	9.61%	44.03%	4	813.08
铅锌	13	-2.28%	-12.78%	-21.85%	8.9%	2.82 倍	0.69%	+25.4%	17.88%	46.76%	1	120.73

数据来源：Wind，交易所公开行情数据，上市公司定期报告，东吴证券研究所；股息率为近 12 个月口径，净利合计为 2026 年三季报归母净利润加总，数据截至 2026 年 11 月 6 日。

铜组跌幅最深，17 只中没有一只在近 20 日录得正收益。该组近 20 日 -16.14%、近 60 日 -19.97%、位置中位 5.4%，均为三组最低；6 日单日 -4.07%，同样最弱。跌幅超过 20% 的有 4 只，金诚信 -26.80%、北方铜业 -24.89%、江西铜业 -24.18%、西部矿业 -23.47%，跌幅最小的是紫金矿业 -8.18%。铜组归母净利合计 1181.38 亿元，占样本 55.8%，无一家亏损；资产负债率中位 59.38%，为三组最高。

铝组最抗跌，反弹中也最弱。30 只近 20 日涨幅中位 -7.68%，比铜组高 8.46 个百分点；近 60 日 -9.96%，同样好于铜与铅锌；6 日单日 -1.83%，跌幅最浅。该组股息率中位 2.21%、资产负债率中位 44.03%，是样本内最接近防守型的组合；5 只亏损公司中有 4 只落在这一组，均为铝加工环节的小市值公司。

铝组内部的分化大于组间。按毛利率 20% 划分，8 只一体化与电解铝企业（中国铝业、天山铝业、云铝股份、神火股份、南山铝业、中孚实业、焦作万方、宏桥控股）近 20 日涨幅中位 -6.21%、近 60 日 -7.11%、区间位置中位 25.7%，股息率中位 4.16%，资产负债率中位 35.64%，无一家亏损；其余 22 只以铝加工为主的企业，近 20 日 -8.63%、近 60 日 -11.60%、位置 10.2%，股息率 1.53%，负债率 59.36%。两组的 20 日跌幅相差 2.42 个百分点，60 日相差 4.49 个百分点，位置相差 15.5 个百分点，加工环节的回撤更深、时间更长。

铅锌组的估值最高、股息最低，60 日跌幅最深。13 只毛利率中位 17.88%，为三组最高；PB 中位 2.82 倍，为三组最高；股息率中位 0.69%，为三组最低。该组近 20 日 -12.78%、近 60 日 -21.85%，60 日跌幅为三组最深；净利合计 120.73 亿元，仅占

请务必阅读正文之后的免责声明部分

样本 5.7%。

三组的跌幅排序与净利增速排序并不一致。铜、铝、铅锌的净利增速中位分别为+41.8%、+8.1%、+65.2%，增速最低的铝组最抗跌，增速最高的铅锌组 60 日跌幅最深。三组合计市值分别为 14618 亿元、7627 亿元、2150 亿元，权重结构对指数的影响不可忽略。

3. 三季报：收入与利润同步扩张，现金含量偏低

2026 年三季报是本轮定价的基本面起点。60 只营业收入合计 26872 亿元，增速中位 +22.23%，58 只正增长、2 只负增长。增速分布集中在中高速区间，四分之一分位为 +14.83%、四分之三分位为 +37.85%，只有华钰矿业(-27.55%)与鹏欣资源(-8.67%)两家收入收缩。

宏桥控股的增速需要单独说明。该标的营业收入 1316.61 亿元、同比增长 6397.84%，归母净利 232.94 亿元，上年同期为亏损 1.70 亿元，变化来自资产重组注入，与内生经营不可比。剔除后其余 59 只中位 +22.04%，与全样本相差 0.19 个百分点，不影响收入判断。

利润端的扩张更明显。归母净利润合计 2115.19 亿元，增速中位 +35.20%，55 只盈利、5 只亏损。亏损的 5 只合计 -4.87 亿元，分别为罗平锌电 -1.62 亿元、鑫铂股份 -1.47 亿元、宜安科技 -1.00 亿元、*ST 利源 -0.62 亿元、鑫源智造 -0.16 亿元，市值介于 19.14 亿元至 78.64 亿元之间，4 只属于铝加工环节。

表4：2026 年三季报业绩分布

营收同比区间	只数	净利为正只数	毛利率中位	净利率中位	资产负债率中位	近 20 日涨幅中位
30% 以上	19	19	12.05%	5.23%	59.38%	-14.21%
15%—30%	26	23	9.54%	2.71%	45.23%	-10.53%
0—15%	13	11	8.89%	2.22%	49.90%	-8.18%
0 以下	2	2	39.28%	17.16%	31.01%	-20.99%
合计	60	55	9.61%	4.00%	54.45%	-12.93%

数据来源：上市公司定期报告，Wind，东吴证券研究所；按 2026 年三季报营业收入同比增速分档，各列取组内中位数（只数、净利为正只数为加总），0 以下一档仅有 2 只样本，中位数代表性有限，数据截至 2026 年 11 月 6 日。

从表 4 看，收入增速与后续股价的关系是反向的。增速 30% 以上的 19 只，近 20 日涨幅中位 -14.21%；0 至 15% 的 13 只为 -8.18%，前者比后者低 6.03 个百分点。增速越高、跌幅越大，与业绩驱动的直觉相反。这一档的资产负债率中位 59.38%，也高于 0 至 15% 一档的 49.90%，高增长与高杠杆同时出现。收入收缩的 2 只（鹏欣资

请务必阅读正文之后的免责声明部分

源、华钰矿业）毛利率分别为 28.22% 和 50.35%，均为资源型企业，跌幅分别为 17.86% 和 24.12%，属于价格预期回落的另一类情形。

利润的集中度高于收入。前八家合计 1603.31 亿元，占全部净利的 75.8%：紫金矿业 575.26 亿元、洛阳钼业 240.20 亿元、宏桥控股 232.94 亿元、中国铝业 179.16 亿元、江西铜业 116.87 亿元、云铝股份 116.12 亿元、神火股份 74.87 亿元、西部矿业 67.89 亿元。紫金矿业单只占 27.2%，其余 52 只合计不足四分之一。

现金流的分布则明显不均。经营活动产生的现金流量净额合计 2256 亿元，高于净利合计 2115 亿元，整体覆盖 1.07 倍；但个股覆盖倍数（经营现金流与归母净利之比）中位仅 0.53，27 只为负。分板块看，铝组 30 只合计 1058 亿元、覆盖 1.30 倍、15 只为正；铜组 17 只合计 1094 亿元、覆盖 0.93 倍、仅 8 只为正；铅锌组 13 只合计 103 亿元、覆盖 0.86 倍、10 只为正。利润规模最大的铜组，现金回收反而是三组中最弱的。

ROE 中位 9.41%，为正的 55 只、为负的 5 只，与盈亏分布一致。资产负债率中位 54.45%，铜组 59.38%、铝组 44.03%、铅锌组 46.76%。毛利率中位 9.61%，两只为负（*ST 利源 -4.40%、罗平锌电 -3.86%），均处于亏损状态。

4. 毛利率分层：资源属性与加工环节的差异

毛利率在工业金属内部标记的是业务模式，而非单纯的成本控制能力。自有矿比例高的企业，售价随金属价格波动、成本相对固定，毛利率天然更高；以冶炼和加工为主的企业赚取加工费，毛利率被压在中低区间，波动幅度相对小。这一差别在 60 只样本上形成了清晰的两端。

表5：毛利率分组的市场表现

毛利率区间	只数	11 月 6 日涨跌幅中位	近 20 日涨幅中位	近 60 日涨幅中位	区间位置中位	PB 中位	股息率中位	营收增速中位	现金流覆盖中位	亏损只数	总市值中位（亿元）
20% 以上	20	-2.46%	-9.07%	-16.61%	12.1%	2.15 倍	2.29%	+22.0%	1.27 倍	0	412
10%—20%	10	-2.17%	-16.56%	-16.94%	6.5%	1.81 倍	1.16%	+27.0%	0.69 倍	0	124
5%—10%	19	-2.45%	-12.50%	-16.22%	9.9%	1.74 倍	1.96%	+23.1%	-0.81 倍	2	69
5% 以下	11	-1.77%	-13.94%	-11.89%	6.8%	1.52 倍	1.25%	+17.1%	-3.79 倍	3	39

数据来源：上市公司定期报告，交易所公开行情数据，东吴证券研究所；毛利率为 2026 年三季报口径，现金流覆盖为经营活动产生的现金流量净额与归母净利润之比的中位数，数据截至 2026 年 11 月 6 日。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

毛利率 20% 以上的 20 只，是样本中资源属性最强的一组。该组近 20 日涨幅中位 -9.07%，区间位置中位 12.1%，股息率中位 2.29%，均为各档中最好；资产负债率中位 40.35%、ROE 中位 20.71%，现金流覆盖 1.27 倍，无一家亏损，市值中位 412 亿元。名单覆盖紫金矿业、洛阳钼业、中国铝业、云铝股份、天山铝业、神火股份等。

毛利率 10% 至 20% 的 10 只，跌幅反而最深。近 20 日 -16.56%，区间位置中位 6.5%，股息率 1.16%，市值中位 124 亿元。该组以中游冶炼与铝加工为主，包括株冶集团、中色股份、新疆众和、和胜股份、华峰铝业、北方铜业、富邦新材、怡球资源、鼎胜新材、常铝股份。

毛利率 5% 至 10% 的 19 只，近 20 日 -12.50%，市值中位 69 亿元，现金流覆盖中位 -0.81 倍；5% 以下的 11 只，近 20 日 -13.94%，市值中位 39 亿元，3 只亏损，现金流覆盖 -3.79 倍。两组的共同特征是加工费模式、利润薄、现金回收弱。

毛利率与跌幅之间不存在线性关系。60 只的毛利率与近 20 日涨幅的相关系数为 -0.02，接近零；分组读数的差异来自结构，而非连续变量。10% 至 20% 一组的跌幅深于 5% 以下一组，说明处在中间的加工环节既没有资源端的毛利，也没有小市值品种的弹性。稳定的区分出现在两端：20 只高毛利组的区间位置中位 12.1%，10 只中间档为 6.5%，相差 5.6 个百分点；资产负债率中位 40.35%、ROE 中位 20.71%，其余 40 只分别为 61.48% 和 5.57%。毛利率在这里是资产负债表质量的一个标记。

5. 估值与股息：三条线索在样本内重合

按 2026 年三季报归母净利润年化计算，60 只合计市值 24396 亿元对应年化净利 2820 亿元，整体法 PE 为 8.7 倍。这一读数低于 PE(TTM) 中位 15.5 倍，差别来自权重：利润集中在少数大市值公司，整体法被紫金矿业、洛阳钼业等低估值标的拉低。两个口径不可直接比较，本报告整体估值用整体法、个股分布用 PE(TTM)。

单只口径的离散度很大。PE(TTM) 有读数的 52 只，中位 15.5 倍，四分之一分位 9.45 倍，最高 207.03 倍；无读数的 8 只中 5 只为亏损。按 PE 分档，10 倍以下的 13 只近 20 日 -9.09%，10 至 20 倍的 22 只为 -14.15%，20 至 35 倍的 7 只为 -13.07%，35 倍以上的 10 只为 -13.29%。低估值一组的表现最好，但中间两档不排序，跨度 5.06 个百分点。

PB 的区分更清晰。PB 中位 1.81 倍，3 只低于 1 倍（明泰铝业 0.87 倍、鑫铂股份 0.94 倍、万顺新材 0.94 倍）。按 PB 分档，1.5 倍以下的 18 只近 20 日 -8.34%，1.5 至 2.5 倍的 23 只为 -13.79%，2.5 倍以上的 19 只为 -14.26%，三档单调，跨度 5.92 个百分点。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表6：股息率分组的市场表现

股息率区间	只数	11 月 6 日涨跌幅中位	近 5 日涨幅中位	近 20 日涨幅中位	近 60 日涨幅中位	区间位置中位	PB 中位	毛利率中位	总市值中位（亿元）	净利增速中位	亏损只数
2% 以上	18	-2.16%	+1.38%	-8.12%	-13.86%	10.2%	1.68 倍	21.62%	363	+77.5%	0
1%—2%	14	-2.92%	+3.30%	-14.35%	-21.90%	5.8%	1.72 倍	9.84%	213	+37.9%	0
1% 以下	16	-2.13%	+4.85%	-14.11%	-19.30%	8.6%	2.26 倍	12.94%	87	+44.8%	0

数据来源：Wind，交易所公开行情数据，上市公司定期报告，东吴证券研究所；股息率为近 12 个月口径，缺失值表示近 12 个月未实施分红，该部分 12 只未纳入分档，数据截至 2026 年 11 月 6 日。

从表 6 看，股息率的分层主要体现在 20 日与 5 日两个维度，方向相反。股息率 2% 以上的 18 只，近 20 日涨幅中位 -8.12%、近 60 日 -13.86%、区间位置 10.2%；1% 至 2% 的 14 只为 -14.35%；1% 以下的 16 只为 -14.11%。最高档与最低档相差 5.99 个百分点，中间档与最低档几乎重合，单调性并不完整。同一组在近 5 日（含 11 月 4 日、5 日两日反弹）的涨幅中位仅 +1.38%，低于其余两档的 +3.30% 和 +4.85%，反弹中资金流向弹性品种，与 20 日的排序相反。

股息率与铝板块高度重合。股息率 2% 以上的 18 只，毛利率中位 21.62%、市值中位 363 亿元，其中 12 只属于铝；股息率 1% 以下的 16 只，毛利率中位 12.94%、市值中位 87 亿元。60 只样本上，近 20 日涨幅与股息率的相关系数为 0.34（48 只有读数），与总市值的相关系数为 0.00，与净利增速为 -0.17，与毛利率为 -0.02。股息率是四个变量中唯一有区分度的一个，但强度中等。

股息率在铜板块内部失效，这是理解这组数字的关键。铜组 17 只中，股息率 2% 以上的 4 只（紫金矿业 2.82%、洛阳钼业 2.87%、江西铜业 3.09%、铜陵有色 2.25%）近 20 日涨幅中位 -19.12%，其余 11 只（剔除 2 只未分红）为 -16.14%，高股息一组的跌幅反而更深；铝组则是同向的，股息率 2% 以上的 12 只为 -6.21%，其余 10 只为 -12.39%。同一指标在两个子行业内方向相反，说明起作用的是品种结构，而不是股息本身。

三者无法在现有样本内相互分离。高股息的公司同时是高毛利、大市值、铝板块的公司，任何一个变量单独拿出来都能得到相近的分组结果。本报告的处理是同时列出三条线索的读数，不把其中任何一条当作唯一的定价依据：股息率反映分红能力，毛利率与负债率反映资产结构，市值反映流动性与指数权重，它们在铝板块上恰好指向同一批标的。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

6. 个股分布：涨幅与跌幅两端的特征

近 20 日仅 1 只取得正收益，涨幅前六已经全部为负值或持平，两端的分化比中位数反映的更明显。

表7：近 20 日涨幅前六

简称	申万三级	总市值（亿元）	区间位置	近 20 日涨幅	近 60 日涨幅	量比	PE (TTM)	PB	股息率	归母净利（亿元）	营收增速	毛利率
闽发铝业	铝	47.02	100.0%	+21.31%	+56.07%	2.06	—	3.13 倍	—	0.03	+22.4%	5.49%
中色股份	铅锌	115.80	15.9%	+0.00%	-4.59%	0.94	15.2 倍	1.74 倍	0.95%	7.66	+36.9%	16.78%
鑫铂股份	铝	25.24	26.9%	-1.52%	-3.53%	2.22	—	0.94 倍	—	-1.47	+16.3%	2.99%
宜安科技	铝	78.64	10.7%	-1.81%	-21.72%	0.57	—	7.97 倍	—	-1.00	+4.9%	5.40%
金徽股份	铅锌	168.70	47.6%	-2.04%	-8.58%	0.91	20 倍	5.11 倍	3.25%	6.47	+42.7%	70.12%
中国铝业	铝	1378.08	23.0%	-2.16%	-6.15%	0.95	7.5 倍	1.72 倍	4.92%	179.16	+5.7%	26.90%

数据来源：Wind，交易所公开行情数据，上市公司定期报告，东吴证券研究所；量比为近 5 日均成交额与近 60 日均成交额之比，横线表示无读数，数据截至 2026 年 11 月 6 日。

表8：近 20 日跌幅前六

简称	申万三级	总市值（亿元）	区间位置	近 20 日涨幅	近 60 日涨幅	量比	PE (TTM)（倍）	PB（倍）	股息率	归母净利（亿元）	营收增速	毛利率
金诚信	铜	342.71	0.0%	-26.80%	-29.92%	1.16	11.2	2.72	1.20%	24.86	+20.0%	38.97%
永茂泰	铝	35.83	7.2%	-26.47%	-19.32%	0.75	48.2	1.62	0.55%	0.57	+11.5%	5.97%
北方铜业	铜	197.71	5.1%	-24.89%	-26.59%	0.45	11.1	2.40	1.35%	16.74	+60.3%	13.05%
江西铜业	铜	962.33	3.9%	-24.18%	-30.31%	0.62	8.7	1.22	3.09%	116.87	+11.7%	5.14%
华钰矿业	铅锌	122.26	10.5%	-24.12%	-27.97%	0.71	59.8	2.82	0.53%	1.35	-27.6%	50.35%
西部矿业	铜	656.76	7.1%	-23.47%	-30.63%	0.85	8.8	2.62	0.36%	67.89	+23.4%	24.14%

数据来源：Wind，交易所公开行情数据，上市公司定期报告，东吴证券研究所；量比为近 5 日均成交额与近 60 日均成交额之比，横线表示无读数，数据截至 2026 年 11 月 6 日。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

涨幅前六的组合与 20 日是背离的。闽发铝业是唯一的正收益标的，近 20 日 +21.31%，区间位置 100%、量比 2.06 均为样本最高；其归母净利仅 0.03 亿元、PE 与股息率均无读数。该标的的位置与涨幅不来自盈利，更接近交易层面的资金集中，本报告不把它作为行业定价的证据。其余五只的涨幅已在零附近或为负，中国铝业以 -2.16% 进入前六，说明即便最抗跌的标的也没有取得绝对收益。

跌幅前六由铜组主导，四只铜股全部是市值超过 190 亿元的龙头。金诚信 -26.80%、北方铜业 -24.89%、江西铜业 -24.18%、西部矿业 -23.47%，区间位置分别为 0%、5.1%、3.9% 和 7.1%。其中江西铜业 PE 8.7 倍、PB 1.22 倍、股息率 3.09%，西部矿业 PE 8.8 倍、股息率 0.36%，估值与分红都不高，跌幅却居前，说明铜板块的定价并不由分红与估值决定。

金诚信是跌幅最深的一只，也是铜组中毛利率最高的一只。该标的归母净利 24.86 亿元、营收增速 +19.97%、毛利率 38.97%、PE 11.2 倍，PB 2.72 倍，近 20 日 -26.80%、近 60 日 -29.92%，区间位置为 0。矿服与资源开发业务的利润对铜价与在建项目进度敏感，报表的当期高增并未转化为股价支撑。

永茂泰与华钰矿业是另外两类。前者 PE 48.2 倍、毛利率 5.97%，属小市值加工型；后者毛利率 50.35%、PE 59.8 倍、营收收缩 27.55%，属高毛利但估值偏高的资源型。两者路径不同，跌幅分别为 26.47% 和 24.12%。

7. 主要判断与后续值得跟踪的几个指标

综合前述数据，本报告给出五点判断。

第一，品种结构是这一轮跌幅的第一层区分。铜 17 只近 20 日 -16.14%，铝 30 只 -7.68%，铅锌 13 只 -12.78%，铜铝相差 8.46 个百分点；60 日维度铜 -19.97%、铝 -9.96%，相差 10.01 个百分点。11 月 6 日的回吐日，铜组单日 -4.07%，跌幅是铝组 -1.83% 的 2.2 倍。

第二，业务模式是第二层区分，铝组内部的分化不亚于组间。8 只电解铝与一体化企业近 20 日 -6.21%、近 60 日 -7.11%、区间位置 25.7%，22 只铝加工企业分别为 -8.63%、-11.60%、10.2%；毛利率 20% 以上的 20 只 -9.07%，10% 至 20% 的 10 只 -16.56%。资源属性带来的不只是毛利，还有更低的杠杆（负债率 40.35% 对 61.48%）与更高的现金覆盖（1.27 倍对 -0.62 倍）。

第三，股息率是伴随变量，不是独立的筛选条件。整体分档看，股息率 2% 以上的 18 只 -8.12%，1% 以下的 16 只 -14.11%，相差 5.99 个百分点；但铜组内高股息的 4 只为 -19.12%，低于其余 11 只的 -16.14%，方向相反。股息率与铝板块的高度重合，是整体分层成立的主要原因。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

第四，盈利增速不构成这一轮跌幅的区分。净利增速 50% 以上、0 至 50%、0 以下三组的近 20 日涨幅中位分别为 -12.79%、-13.55%、-9.64%，排序与增速无关；营收增速 30% 以上的 19 只跌幅中位 -14.21%，反而深于 0 至 15% 一档的 -8.18%。增速与跌幅的相关系数为 -0.17。在金属价格高位、报表普遍改善的阶段，增速可能已被市场较充分预期，边际信息量下降。

第五，反弹两日、回吐一日，量能没有随价格扩大。三个交易日等权累计上涨 3.74%，但两市成交额从 20377 亿元、21179 亿元降至 16578 亿元，回吐日缩量 21.72%、较反弹首日缩 18.64%；量比中位 0.79，31 只低于 0.8。11 月 4 日的反弹呈超跌修复特征（相关系数 -0.36），11 月 6 日转为补跌（+0.67），反弹没有改变持有结构。

表9：主要判断与对应的数据依据

判断	关键数据	数据出处
品种结构是第一层区分	铜 -16.14%、铝 -7.68%，相差 8.46 个百分点；60 日相差 10.01 个百分点	表 3
业务模式是第二层区分	铝内 8 只 -6.21%、22 只 -8.63%；毛利率 ≥20% 的 20 只 -9.07%，10%—20% 的 10 只 -16.56%	表 5、正文
股息率是伴随变量	整体三档 -8.12%、-14.35%、-14.11%；铜组内高股息 -19.12%，低于其余 -16.14%	表 6、正文
盈利增速不构成区分	净利增速三档 -12.79%、-13.55%、-9.64%，相关系数 -0.17	表 4、正文
反弹两日回吐且无量	三日 +3.74%，成交 20377→21179→16578 亿元，量比中位 0.79	表 1、正文

数据来源：Wind，交易所公开行情数据，上市公司定期报告，东吴证券研究所；数据截至 2026 年 11 月 6 日。

后续值得跟踪的指标有三项。一是金属价格与加工费的价差：铜组的利润规模最大而现金流覆盖最弱（0.93 倍），价差收窄会同时压缩冶炼与加工环节的毛利，这一组近 20 日跌幅已达 16.14%，对价差变化更敏感。二是经营现金流的季度变化：27 只三季报现金流为负，若四季度转正，股息率的支撑可能从铝板块扩散到铜与铅锌，铜组 17 只中目前仅 8 只为正。三是分红政策的延续性：股息率 2% 以上的 18 只中，4 只高于 4.9%（中国铝业 4.92%、云铝股份 5.16%、天山铝业 5.34%、南山铝业 15.05%），分红比例若维持，估值下沿的支撑仍在。

8. 风险提示

1. 金属价格回落导致冶炼与加工环节毛利压缩。60 只样本 2026 年三季报毛利率中位 9.61%，价格与成本的价差是吨毛利的主要来源。若铜、铝价格从高位回落，而原料采购与库存成本滞后调整，加工环节的毛利会被两端同时挤压，净利增速中位 +35.20% 的高基数也难以维持。

2. 铜、铝加工费下行导致中游企业盈利收缩。加工费与金属价格并不同步，是加工型企业利润的主要来源。当冶炼产能扩张或下游订单走弱时，加工费往往先于价格下行，三季报已有 5 只样本亏损，中游加工企业的盈利弹性大于资源型企业。

3. 矿山品位下降与开采成本上升导致资源型企业毛利率回落。随着浅部矿体开采推

请务必阅读正文之后的免责声明部分

进，部分矿山的品位与回采率下行，单位开采成本抬升。这类成本具有刚性，短期难以通过减产对冲，毛利压缩会直接传导到利润，资源型企业的防御性弱于其体量所显示的水平。

4. 经营现金流持续为负导致分红能力受限。60 只中 27 只经营活动产生的现金流量净额为负，占比 45%，现金流对净利润的覆盖倍数中位仅 0.53 倍。若四季度回款与存货周转未改善，分红比例存在下调可能，股息率中位 1.46% 的支撑随之削弱。

5. 高负债企业财务费用上升导致偿债压力加大。样本资产负债率中位 54.45%，6 只高于 70%。在毛利率中位 9.61%、现金流覆盖 0.53 倍的条件下，利息支出对利润的侵蚀被放大，若融资环境收紧或续贷成本上升，高杠杆企业可能出现流动性压力。

6. 海外矿山所在国的政策与汇率变化导致经营波动。样本中多家企业在海外拥有矿山或冶炼资产，资源国上调权利金、调整出口关税或改变矿权规则，都会直接改变项目的成本曲线。汇率波动还会通过折算影响海外利润，这部分敞口难以用国内套保对冲。

7. 电网、地产、汽车、家电等下游需求恢复不及预期导致去库放缓。铜、铝的需求分散在这四个方向，任一方向走弱都会推迟去库节奏。当前 60 只中 46 只区间位置低于 20%，若下游订单未在四季度回暖，价格与库存可能形成负向循环。

8. 区间位置偏低但现金流未改善的标的反弹持续性不足。60 只中 46 只位置低于 20%，11 月 4 日、5 日两个交易日的反弹在第三个交易日即回吐，量比中位仅 0.79、31 只低于 0.8。位置低是前期下跌的结果，在现金流覆盖 0.53 倍、27 只为负的条件下，缺乏成交配合的上涨容易在一次普涨后回落。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，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。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

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