东吴证券晨会纪要 2026-11-11

2026 年 11 月 11 日

晨会编辑 朱国广
执业证书：S0600520070004
zhugg@dwzq.com.cn

宏观策略

海外周报 20261109：10 月美国 CPI 前瞻：油价与经济韧性的双重检验——海外周报 20261109

核心观点：上周海外市场由美国中期选举主导，中选结果落地后，对油价、财政和 AI 监管预期的变化令大类资产走出 V 型，AI 硬件抛售带动科技股普跌；与此同时，大超预期的非农就业数据一定程度上打消了近期因科技股调整而来的增长担忧。对于中期选举，我们认为在分裂政府格局下，明年两党在诸多议题上的政治博弈将增多，海外政策环境总体是波动放大、而非表现为中选落地后市场所短暂交易的政策不确定性下降。本周关注 10 月美国 CPI，当前市场多数机构预期核心 CPI 回落至+0.2%的温和路径。我们认为，9 月核心 CPI 的全面超预期一方面反映油价二次上行对通胀的逐步传导，另一方面则反映了美国内需仍然偏强，通胀上行风险犹存，10 月 CPI 继续检验二者的影响。中期看，油价的“Higher for Longer”或加剧通胀扩散风险。

宏观量化经济指数周报 20261108：食品价格回落或影响 10 月 CPI 同比读数

10 月出口增速或小幅回落但韧性仍强

宏观周报 20261108：稳市承接兑现与 AI 链定价分裂，模型显示底部左侧信号初现

超跌成长（半导体/科创 50/电子）右侧信号已现，修复的资金基础已经确立，随着外部扰动被国内承接逐步消化，成长端的参与窗口正在打开；防御端（银行/红利）补跌后拥挤度压力显著释放，转为波动阶段的对冲底仓。 油价降温受益链（航空/物流/化工中下游）与贵金属（黄金股）构成两条结构性辅线，前者受益于成本改善、后者受央行购金与反向交易双支撑；高弹性（北证 50/微盘）弹性分化，精选政策 + 业绩兼备的方向。

宏观点评 20261107：10 月非农：K 型在收敛——2026 年 10 月美国非农就业数据点评

核心观点：10 月非农就业数据“供需双旺”，失业率回落。需求端，非农就业增长趋势确认触底反弹、就业扩散指数改善、强周期性数据趋势向好；供给端，劳动参与率进一步修复。数据公布后，市场交易美国增长预期的改善，近期因 AI 交易大幅调整而来的增长预期的下修有所缓和。总体来看，近期美国 AI 产业的“供需双弱”与 10 月非农的“供需双旺”形成鲜明对比，美国经济呈现出 K 型收敛的迹象，这在一定程度加剧了市场对美国增长预期和相关交易的难度。与此同时，中东局势仍不明朗，油价带来的通胀风险溢价仍难以收敛。进入 2027 年，民主党占多数的国会两院与共和党总统的格局下，两党围绕财政的拉扯料将成为市场新的扰动，特朗普与民主党在财政议题上的反复料将加剧市场波动，短期大类资产或仍缺乏明确主线。

固收金工

固收深度报告 20261110：债券“科技板”见微知著：从科创债场外指数

请务必阅读正文之后的免责声明部分

基金申报看银行间科创债配置机会

二级市场表现与配置价值对比：a）交叉分类后，非指数银行间科创债的收益补偿最为突出，且其中高利差科创债只数占比明显高于其余三类，因此，相较于指数成分券科创债内部的跨市场切换，收益增厚空间或更多存在于向银行间优质非成分券科创债的延伸拓展，即银行间配置机会进一步聚焦于非成分券。b）择券时，建议优先关注具备更高入指可能性的非成分券科创债个券，即流动性优秀、剩余期限在 5 年以内、外评 AAA 级、票息 2.5%以内的资质良好的科创债，并结合标的的现金流与偿债保障评估相对溢价是否足以覆盖其信用、条款及流动性风险。c）整体而言，银行间科创债的配置策略宜兼顾指数成分券的需求催化与优质非成分券的收益补偿，其中后者隐含的超额收益空间或值得重点关注。 风险提示：债市调整幅度超预期；科创债政策超预期收紧；数据统计偏差。

行业

中小盘行业深度报告：工业金属：铜铝分化与盈利结构

1.反弹持续两个交易日，第三日即回吐。2.反弹期间成交没有同步放大。3.跌幅的主轴是铜与铝的差异，不是盈利增速。4.铝组内部按业务模式再分层。5.股息率在铜板块内失效，整体分层来自铝的含量。6. 三季报不弱，利润的现金含量偏低。7.估值在低位，PB 比 PE 更有区分。 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。

汽车行业跟踪周报：物理 AI 周报：大模型厂商加速入局机器人，继续看好物理 AI

投资建议：物理 AI 或是未来三年及以上持续的投资主线，看好机器人、AIDC、智能驾驶三条主线。1）机器人产业链：OpenAI 链建议关注恒立液压、绿的谐波、双环传动；特斯拉链建议关注新泉股份、拓普集团、双环传动、均胜电子；数据采集建议关注凡拓数创、华依科技、海天瑞声。2）AIDC 产业链：液冷建议关注敏实集团、银轮股份、飞龙股份；供电建议关注潍柴动力、银轮股份、天润工业、中原内配。3）智能驾驶产业链：模型与芯片自研建议关注小鹏集团、地平线机器人、Momenta；基座模型建议关注小马智行、文远知行、千里科技；场景运营建议关注曹操出行、如祺出行、易控智驾、希迪智驾；核心硬件建议关注黑芝麻智能、禾赛科技、速腾聚创、耐世特、伯特利、中国汽研、星宇股份、福耀玻璃。风险提示：AI 技术迭代不及预期；机器人量产与部署进度不及预期；智能驾驶政策与法规进展不及预期；海外科技公司资本开支收缩。

储能盈利略有波动、风电节奏放缓、光伏亏损收窄 --新能源行业 26Q3 财务报告总结

投资建议：【1】高景气度方向：储能&逆变器（阳光电源、德业股份、阿特斯、海博思创、锦浪科技、正泰电源、科士达、艾罗能源、固德威、禾迈股份等）；【2】出海及新技术龙头（金风科技、东方电缆、大金重工；

隆基绿能、爱旭股份等）【3】第二曲线发力增长（聚和材料、横店东磁、福斯特、帝科股份、晶科能源等）；【4】海风及陆风龙头：海缆（东方电缆、亨通光电，关注中天科技）、塔筒（大金重工、天顺风能、海力风电，关注泰胜风能）、风机（推荐金风科技、明阳智能、三一重能，关注运达股份）、齿轮箱（德力佳）。 风险提示：竞争加剧，政策变动超预期，原材料价格上涨等。

推荐个股及其他点评

海螺创业（00586.HK）：董事会重组落地，有望进一步提升经营效益&加强业务协同

盈利预测与投资评级：固废主业内生增长强劲，自由现金流增厚具备分红提升潜力，海螺集团增持和董事会重组落地，有望加强精细化管理&业务协同。我们维持 2026-2028 年归母净利润预测 19.24/21.39/23.77 亿元，当前市值对应 6.4/5.8/5.2 倍 PE，垃圾发电基本面不改，股权折价率回落，安全边际提升，维持“买入”评级。（估值日期：2026/11/9） 风险提示：海螺水泥业绩不及预期，资本开支上行，分红不及预期等。

厦门象屿（600057）：2026Q3 经营更新：大宗货量稳步增长，造船在手订单增加，上游资源布局推进

盈利预测与投资评级：厦门象屿是我国大宗供应链龙头，行业集中度持续提升。基于前三季度毛利实际表现，我们上调金属矿产与能源化工 2026 年经营货量与单吨毛利假设，将公司 2026-2028 年归母净利润预期从 19.80/23.04/25.22 亿元上调至 20.76/23.83/25.95 亿元，对应同比+61%/+15%/+9%，2026 年 11 月 6 日收盘价对应 PE 为 8/7/7 倍，维持“买入”评级。

密尔克卫（603713）：危化品物流主业修复托底，半导体物流打开成长空间

盈利预测与投资评级：基于化工货量回升、半导体客户增量与财务费用回落，我们预计公司 2026-2028E 归母净利润为 7.5/9.4/11.3 亿元。参考自身历史估值区间，我们给予目标价 108.4 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

宏观策略

海外周报 20261109：10 月美国 CPI 前瞻：油价与经济韧性的双重检验——海外周报 20261109

核心观点：上周海外市场由美国中期选举主导，中选结果落地后，对油价、财政和 AI 监管预期的变化令大类资产走出 V 型，AI 硬件抛售带动科技股普跌；与此同时，大超预期的非农就业数据一定程度上打消了近期因科技股调整而来的增长担忧。对于中期选举，我们认为在分裂政府格局下，明年两党在诸多议题上的政治博弈将增多，海外政策环境总体是波动放大、而非表现为中选落地后市场所短暂交易的政策不确定性下降。本周关注 10 月美国 CPI，当前市场多数机构预期核心 CPI 回落至+0.2%的温和路径。我们认为，9 月核心 CPI 的全面超预期一方面反映油价二次上行对通胀的逐步传导，另一方面则反映了美国内需仍然偏强，通胀上行风险犹存，10 月 CPI 继续检验二者的影响。中期看，油价的“Higher for Longer”或加剧通胀扩散风险。 大类资产：上周（11 月 2 日至 8 日），美国中期选举落地后，美股短暂普涨，随后市场对数据中心建设和 AI 资本开支的担忧加剧，科技股大跌；中期选举前后美伊战争结束的预期带动油价下行；与此同时，大超预期的非农就业数据一定程度上打消了近期因科技股调整而来的增长担忧，美债利率止跌。全周来看，全球股市普遍承压，AI 硬件板块含量高的日韩股市领跌，港股领涨；贵金属金、银和债券上涨，原油大跌，铜则因中选后支撑其分子端的关税前景预期生变而下跌。海外经济：上周公布的美国经济数据总体保持稳健，其中 ISM 制造业 PMI、ADP、职位空缺和非农就业等一揽子就业数据好于预期，ISM 服务业 PMI、建筑开支等数据则逊于预期，彭博美国经济意外指数震荡上行。欧元区经济意外指数继续下行，接近 2026 年 4 月以来的低位。本周前瞻：2026 年 10 月美国 CPI 将在本周二 21:30 公布。由于去年同期政府停摆期间未发布 CPI 数据，2026 年 10 月 CPI 缺失同比增速。当前市场预期总体 CPI 与核心 CPI 环比保持温和，多数机构预期核心 CPI 回落至+0.2%。①分析师：彭博分析师中值预测 10 月 CPI/核心 CPI 环比分别为+0.3%/+0.2%，前值分别为+0.6%/+0.3%；②模型：美联储 Inflation Nowcasting 预测 10 月 CPI/核心 CPI 环比分别为+0.24%/+0.21%；③交易员：Kalshi 定价 10 月 CPI 环比增速+0.3%的概率最大，美国通胀掉期交易员则定价 10 月 CPI 环比+0.24%，同比+3.54%。 我们认为，9 月核心 CPI 的全面超预期一方面反映油价二次上行对通胀传导效应的逐步显现，另一方面则反映了美国内需仍然偏强，通胀上行风险犹存。往前看，油价的“Higher for Longer”或加剧通胀扩散风险。由于交易员预期所隐含的对油价下行路径仍然十分乐观，需警惕未来几个月油价反复推升通胀超预期、进而加息预期回升的风险。 海外政治：上周美国中期选举结果引发市场剧烈震荡。往前看，我们认为在分裂政府格局下，明年两党在诸多议题上的政治博弈将增多，海外政策环境总体是波动放大，不确定性或将成为 2027 年海外政策的主基调。①美伊冲突：我们认为民主党横扫后，难以对特朗普在中东的行动能力产生实质性约束，甚至存在让冲突升级风险；②AI 监管：我们认为，市场对数据中心建设在国会立法层面的担忧更多是“杞人忧天”，而地方暂停数据中心项目更多是真实风险，但其中的不确定性在于数据中心的“Plan B”，其实质空间料比预期更加灵活；③财政：我们预期民主党横扫后的 2027 年美国财政难言明确宽松或收紧，而更多会和 2025 年关税、2026 年美伊冲突一样首先陷入

反复无常的拉扯中，尤其是政府停摆与债务上限 X-date 临期时，这将给市场带来非理性扰动，交易叙事将在紧财政与宽财政的预期中反复拉扯。 风险提示：美伊局势不确定性风险；特朗普政策超预期风险；美联储政策超预期风险

（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 20261108：食品价格回落或影响 10 月 CPI 同比读数

观点 周度 ECI 指数：从周度数据来看，截至 2026 年 11 月 8 日，本周 ECI 供给指数为 50.17%，较上周环比回落 0.02 个百分点；ECI 需求指数为 49.93%，较上周环比持平。从分项来看，ECI 投资指数为 49.99%，较上周环比回升 0.02 个百分点；ECI 消费指数为 49.73%，较上周环比回落 0.01 个百分点；ECI 出口指数为 50.16%，较上周环比回升 0.02 个百分点。 月度 ECI 指数：从 11 月第一周的高频数据来看，ECI 供给指数为 50.17%，较 10 月回落 0.02 个百分点；ECI 需求指数为 49.93%，较 10 月回落 0.01 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.99%，较 10 月回升 0.02 个百分点；ECI 消费指数为 49.73%，较 10 月回落 0.03 个百分点；ECI 出口指数为 50.16%，较 10 月环比持平。 经济高频数据： 生产：下游行业景气度仍弱于去年同期。11 月初工业生产保持平稳运行态势，轮胎开工率和高炉开工率等主要行业开工率均与 10 月基本持平。但同比来看，下游行业相较于去年同期相比仍偏弱，其中本周汽车轮胎开工率和 PTA 开工率分别较去年同期低 7.5 个百分点和 5.1 个百分点。 消费：乘用车零售仍旧承压。根据乘联会发布的最新统计数据，10 月份我国乘用车零售录得 169.3 万辆，同比下降 25%，降幅较 9 月份（同比-24.0%）有所走阔。从结构来看，近期的高油价对“金九银十”下油车的销售有明显的压制，而新能源汽车需求则可能受益于近期碳酸锂价格的下跌而逐步修复。 地产：新房和二手房销售出现分化。本周（10 月 31 日至 11 月 6 日）主要城市新房和二手房销售均出现回落，结构上二手房销售景气度高于新房，其中三十大中城市商品房成交面积录得 137.4 万平方米，环比回落 17.1%，而 18 城二手房商品房成交面积录得 254.0 万平方米，环比回落 0.3%。 出口：10 月出口增速或小幅回落但韧性仍强。受中秋国庆连假的影响，9 月出现了出口前置特征，即 10 月份出口或因此受到部分扰动，从高频数据来看，10 月上旬监测港口货物吞吐量明显偏弱，而月末则逐步修复至正常水平。考虑到四季度我国电池和汽车出口可能存在一定的“抢出口”效应，我们预计 10 月出口增速可能小幅回落，但仍录得较高增速。 物价：食品价格同比降幅或走阔。国内方面，11 月初猪肉和蔬菜价格延续回落态势，且两者同比降幅较 10 月份有所走阔，其中本周 28 种重点监测蔬菜价格同比下降约 29.9%；国际方面，本周受美国中选影响，市场对中东冲突缓和的预期有所提升，原油价格录得单周较大降幅，布油价格已回落至 100 美元/桶以下。 整体来看，今年“金九银十”期间工业生产保持较高景气度，而需求端成色则略显不足，高油价对于乘用车零售的影响仍在显现，地产销售也尚未出现全面修复的态势，出口仍是需求端的增长的主要支撑。而从经济增长的中长期结构变化来看，目前地产链条贡献正逐步下降，出口升级、服务消费和非地产投资正在成为新的稳定器，即我国也正经历“去地产化增长”。 风险提示：美国货币政策仍有不确定性；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：何青）

宏观周报 20261108：稳市承接兑现与 AI 链定价分裂，模型显示底部左侧信号初现

【本周复盘】 本周 A 股在全球"AI 链重定价"深化（美股周四重挫、费城半导体单周下跌 12.15%）的背景下走出独立修复行情。大势上是"抵抗—快速上涨—回落"的修复组合：周一在金融管理部门座谈会与证监会稳市表态提振下高开高走，周三在"稳市组合拳落地 + 美国中期选举结果明朗 + 宽基 ETF 天量承接"三重驱动下放量上涨（两市成交重上 2 万亿元），周五受隔夜美股 AI 链重挫的外部回传回落。全周万得全 A 上涨 3.36%收于 5607.34 点、科创 50 上涨 7.96%领涨宽基；结构上"成长修复、防御补跌"与上周完全反转，小盘成长上涨 7.02%、中证 1000 上涨 5.59%，而红利指数下跌 2.46%、银行下跌 1.64%。海外总体是"AI 链重定价 + 地缘降温"：美国中期选举"蓝色浪潮"启动全球 AI 监管定价，美伊降温推动布伦特跌破 100 美元，黄金在反向交易中上涨 5.01%重上 4000 美元。 资金面是"杠杆去化放缓、承接力量增强"——融资余额全周净流出 367.63 亿元但去化速率显著放缓、11 月 4 日与 5 日连续两日转为净流入，日均成交较上周放大约 17%；拥挤度呈"镜像式反转"，成长端出现"局部底右侧信号"、防御端转入"局部顶"消化，资金承接重心已从防御端切向超跌成长端。 事件层面，国内稳市组合拳从"预告"到"落地"密集兑现（座谈会安排两项结构性货币政策工具、证监会优化护盘式回购规则、国务院常务会议部署完善资本市场稳市机制），人大常委会审议《金融法（草案）》二审稿；海外方面，美国中期选举"蓝色浪潮"启动全球 AI 监管定价，美伊"边打边谈"、布伦特跌破 100 美元，美国 10 月非农远超预期（新增 16.5 万人），12 月加息 25 个基点的概率升至近 80%。 【模型研判】 11 月月度宏观模型为-2 分，历史上涨概率 28.57%、平均收益率-2.09%，模型认为后续或以调整为主；技术择时模型显示成长端修复获右侧确认、防御端拥挤度显著消化。 【结构判断】 超跌成长（半导体/科创 50/电子）右侧信号已现，修复的资金基础已经确立，随着外部扰动被国内承接逐步消化，成长端的参与窗口正在打开；防御端（银行/红利）补跌后拥挤度压力显著释放，转为波动阶段的对冲底仓。 油价降温受益链（航空/物流/化工）与贵金属（黄金股）构成两条结构性辅线，前者受益于成本改善、后者受央行购金与反向交易双支撑；高弹性（北证 50/微盘）弹性分化，精选政策 + 业绩兼备的方向。 【中期展望】 三阶段框架：磨底收官（10 月下旬—11 月上旬）已获初步验证→修复持续性检验（11 月中下旬）→布局窗口（12 月—次年 1 月）；万得全 A 震荡区间上修至 5400—5900 点，底部逐步抬升。修复的持续性取决于"国内承接的滚动兑现"（主）与"外部回传的消化节奏"（约束）的赛跑，短期或受外部事件扰动出现单周级回撤，但不改中期底部抬升的方向。 【基金配置】 以 ETF 为主，建议均衡配置核心宽基方向，并积极关注超跌成长的右侧参与机会；本轮修复由政策承接主导、确定性较高，外部 AI 链波动为阶段性约束，随着回调后的再确认，成长端的配置价值进一步提升。 【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。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：唐遥衍）

宏观点评 20261107：10 月非农：K 型在收敛——2026 年 10 月美国非农就业数据点评

核心观点：10 月非农就业数据“供需双旺”，失业率回落。需求端，非农就业增长趋势确认触底反弹、就业扩散指数改善、强周期性数据趋势向好；供给端，劳动参与率进一步修复。数据公布后，市场交易

美国增长预期的改善，近期因 AI 交易大幅调整而来的增长预期的下修有所缓和。总体来看，近期美国 AI 产业的“供需双弱”与 10 月非农的“供需双旺”形成鲜明对比，美国经济呈现出 K 型收敛的迹象，这在一定程度加剧了市场对美国增长预期和相关交易的难度。与此同时，中东局势仍不明朗，油价带来的通胀风险溢价仍难以收敛。进入 2027 年，民主党占多数的国会两院与共和党总统的格局下，两党围绕财政的拉扯料将成为市场新的扰动，特朗普与民主党在财政议题上的反复料将加剧市场波动，短期大类资产或仍缺乏明确主线。 10 月非农：新增非农大超预期，失业率回落。美国 10 月新增非农 16.5 万，较 80 名分析师预期的 7 万高出 4.8x 标准差，前值 9 月数据从 2.9 万上修至 6 万，前两个月累计上修 8.4 万，3 个月平均新增非农从前值 7.9 万（从 5.1 万上修）上行至 13.7 万。与此同时，在劳动参与率回暖的同时，失业率从 4.175%下降至 4.141%，预期 4.2%；时薪增速反弹：平均时薪环比+0.4%，预期+0.3%，前值+0.1%，时薪同比+3.1%，预期+2.9%，前值+3.0%。总体来看，10 月非农就业数据全面向好，超预期的非农、上修的前值和好于预期的失业率公布后，市场交易增长预期的改善，美债利率&美元指数走高，黄金走低。由于非农代表的美国 K 型经济下方的超预期，一定程度上扭转了近期 AI 带来的 K 型上方的走弱预期。 就业结构：多个指标显示需求趋势延续改善。10 月非农就业的行业结构在总体上仍然保持就业集中性高的特征，但一些周期性行业和就业扩散度出现了趋势性改善：①就业增长延续集中度的较高特征：10 月新增的 16.5 万就业中，专业商业服务、医保分别新增 7 万、5.5 万人，剩余行业合计新增 4 万；②强周期性行业就业确认趋势改善：在本月就业高增长的专业商业服务行业中，管理&技术咨询服务新增 1.7 万就业尚难以确认持续性，但周期性较强的临时救助服务行业的就业增长基本确认了触底反弹，其同比增速自 2025 年 12 月以来持续上行，10 月录得+3.03%，为 2022 年 10 月以来新高；③扩散指数持续改善：10 月就业的 1 年期、1 个月期就业扩散指数分别录得 52、57.6，分别连续 5 个月、10 月在荣枯线以上，且呈震荡上行趋势；④新增就业趋势确认触底反弹迹象：由于非农单月数据波动较大，市场也常用 3MMA（三个月均值）来衡量就业趋势，10 月非农 3MMA 录得 13.7 万，前值从 5.1 万上修至 7.9 万，自 7 月以来再度呈现上行趋势；若以同比口径来看，10 月 ADP、私营非农同比增速分别为 0.62%、0.7%，均呈现出进一步反弹向上势头。 供需结构：供需双旺。与 9 月失业率因劳动参与率回升而反弹不同，10 月就业表现出供需双旺，劳动参与率回升的同时，失业率走低。具体来看，10 月居民端就业同样保持强劲。从供需双方来看，10 月新增的 42.1 万劳动力中，12.8 万来自人口自然增长，29.3 万来自非劳动力减少；10 月新增在职者 46.3 万，其中 42.1 万来自劳动力增长，4.1 万来自失业者减少，因此，劳动参与率从上月的 61.79%提升至 61.91%，失业率从上月的 4.175%下降至 4.141%。从失业者结构来看，周期惯性最强的永久失业者（失业半年以上）的占比和绝对人数近期都呈现出下行趋势。总体来看，10 月非农呈现出供需双旺的局面，供需缺口从 8 万增至 45.5 万，也对应失业率的走低；供需缺口的改善同步对应时薪的改善，但 10 月时薪增速仍然保持稳定，尚不存在工资-通胀螺旋风险。 此外，劳务供给方面一个值得注意的现象是，近期劳务供给呈现出回暖态势，从数据来看更可能来自移民的回归，表现为新增劳动力更多是外国劳动力而非本国、且集中于 16-24 岁群体。而随着中期选举的结束，德州的翻蓝（州长和参议院均被民主党拿下）意味着移民问题可能迎来反转，2027 年德州涌入的拉丁裔移民可能再度增多。 展望与策略

启示：美国经济呈现 K 型收敛迹象。综合来看，10 月非农就业数据全面向好，基本确认美国就业增长趋势的回暖，表现为 3 个月均非农就业增长趋势确认触底反弹、就业扩散指数改善、强周期性的临时救助行业和永久性失业数据均延续改善。总体来看，近期美国 AI 产业的供（数据中心建设进展担忧）需（Anthropic 业绩担忧等）双弱与 10 月非农的供需双旺形成鲜明对比，美国经济呈现出 K 型收敛的迹象，这在一定程度加剧了市场对美国增长预期和相关交易的难度，表现为美股在 AI 交易降温的主导下大幅调整的同时，偏强的就业数据推高加息预期，给美债、黄金等资产带来扰动。与此同时，中东局势仍不明朗，油价带来的通胀风险溢价仍难以收敛。进入 2027 年，民主党占多数的国会两院与共和党总统的格局下，两党围绕财政的拉扯料将成为市场新的扰动，特朗普与民主党在财政议题上的反复料将加剧市场波动，短期大类资产或仍缺乏明确主线。　风险提示：油价失控推高通胀；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）

固收金工

固收深度报告 20261110：债券“科技板”见微知著：从科创债场外指数基金申报看银行间科创债配置机会

事件　2026 年 9 月 4 日，首批 10 只科创债场外指数基金集中申报，科创债指数化投资工具进一步丰富，继场内 ETF 之后迎来场外产品扩容。相较于此前主要跟踪交易所科创公司债指数的科创债 ETF，本次申报产品所跟踪的指数为上海清算所 AAA 科技创新债券指数、中债-AAA 科技创新债券指数和中债-高等级科技创新及绿色债券指数，进一步覆盖了银行间债券市场，拓宽了科创债指数基金的投资范围，也为银行间科创债引入增量配置资金提供了新的渠道。其中，银行间科创债能否受益于该批科创债场外指数基金未来可能带来的新增资金、不同期限与主体之间的行情如何分化或值得重点关注。　观点　科创债场外指数基金跟踪指数成分券结构分析：　1）a）从剩余期限分布来看，三只科创债指数底层成分券期限结构较相似，各区间分布大致均衡，但整体仍以 5 年以内中短期债券为主。但由于中债-高等级科技创新及绿色债券指数成分券中，中短期期限的科创债余额占比较其余二者有所扩大，而中长期限的占比则有所缩小，故成分券期限中枢或较上海清算所、中债-AAA 科技创新债券指数稍有降低。而该差异或与中债-高等级科技创新及绿色债券指数中额外含有绿色债券与绿色主题债券有关。b）结合加权平均久期来看，上海清算所 AAA 科技创新债券指数、中债-AAA 科技创新债券指数与中债-高等级科技创新及绿色债券指数的加权平均久期分别为 3.68 年、3.88 年和 3.32 年，即上海清算所与中债-AAA 科技创新债券指数较为接近，而中债-高等级科技创新及绿色债券指数的久期相对偏短，与期限结构特征相互印证。　2）从发行主体来看，主体评级方面，上海清算所 AAA 科技创新债券指数、中债-AAA 科技创新债券指数与中债-高等级科技创新及绿色债券指数成分券的发行主体评级高度集中于 AAA 级；主体企业性质方面，三只科创债指数成分券的发行主体均以央国企为主，占比均在 90%以上，其中中债-高等级科技创新及绿色债券指数的成分券中央企占比相对提升，地方国企占比有所下降；主体所属行业方面，

三只科创债指数成分券的发行主体主要分布于公用事业、银行、非银金融、交通运输、建筑等传统行业，其中上海清算所 AAA 科技创新债券指数与中债-AAA 科技创新债券指数的行业结构基本一致，成分券余额占比最大的均为公用事业，而中债-高等级科技创新及绿色债券指数成分券发行主体所属行业中占比最大的则为银行，或同样源于该指数将绿色债券、绿色主题债券一并纳入成分券范围所致。 3）a）从票面利率分布来看，三只指数的票息结构较为接近，均主要集中于2%以下，其次为 2%-2.5%区间。b）结合到期收益率分布来看，尽管三只指数的收益率分布仍呈高度集中于 2%以下区间态势，但中债-高等级科技创新及绿色债券指数的收益率中枢较上海清算所 AAA 科技创新债券指数与中债-AAA 科技创新债券指数均有所下移。 4）从市值权重集中度来看，上海清算所 AAA 科技创新债券指数与中债-AAA 科技创新债券指数的前十大发行人权重合计分别为 16.08%和 16.67%，且名单完全重合，均以国家电网、宁德时代、国家能源集团、中国石化、中国南方电网等主体为主，而中债-高等级科技创新及绿色债券指数的前十大发行人权重合计为 23.75%，集中度明显高于其余二者，且名单结构差异较大，呈现明显的银行主导特征。 二级市场表现与配置价值对比： 1）跟踪指数成分券与非成分券科创债二级市场表现比较：a）非成分券科创债在提供较高持有收益且较高的利差收窄空间的同时，已在 2025 和 2026 年期间经历了更为显著的收益率下行幅度和利差压缩幅度，成分券与非成分券科创债之间的估值溢价已明显降低，换言之，非成分券科创债的相对配置优势正由较充足的收益空间，逐步转向个券层面的收益挖掘，后续配置或需更加重视收益补偿与信用资质的匹配。b）尽管成分券与非成分券科创债共同受益于资金面宽松叠加权益市场相对疲软背景下的市场走强，但其中指数成分券科创债在相关场外指数基金开启申报的消息发布后，受指数化产品扩容或带来潜在配置需求抬升影响而带动“成分券抢筹”行情，收益率下行幅度小幅领先于非成分券，即成分券科创债表现略占优，非成分券则由于流动性劣势而表现稍有滞后。但根据 2025 年下半年期间先后成立的 24 只科创债 ETF 的跟踪指数成分券与非成分券的走势观察，在宏观环境利多债市、优质资产供给有限的形势下，非成分券科创债与成分券之间的超额利差可能较快抹除，因此在主体资质、期限可比的基础上，非成分券因具备的一定流动性风险补偿故亦可提供收益增厚。 2）交易所与银行间科创债二级市场表现比较：银行间科创债收益率及利差均高于交易所科创债，一方面或系银行间科创债存在流动性溢价所致，另一方面或系非指数成分券在银行间科创债市场中占比较交易所市场稍高，前者约 61.62%，后者约 59.63%，且银行间非指数成分券收益率相对稍高所致，故银行间科创债当前仍保留一定的相对收益优势。但伴随资产荒与机构行为一致性的作用，以及后续科创债场外指数基金的逐步成立，银行间科创债较交易所科创债存在的流动性溢价或延续下降趋势，银行间相对交易所的利差压缩空间或加快收窄。 3）a）交叉分类后，非指数银行间科创债的收益补偿最为突出，且其中高利差科创债只数占比明显高于其余三类，因此，相较于指数成分券科创债内部的跨市场切换，收益增厚空间或更多存在于向银行间优质非成分券科创债的延伸拓展，即银行间配置机会进一步聚焦于非成分券。b）择券时，建议优先关注具备更高入指可能性的非成分券科创债个券，即流动性优秀、剩余期限在 5 年以内、外评 AAA 级、票息 2.5%以内的资质良好的科创债，并结合标的的现金流与偿债保障评估相对溢价是否足以覆盖其信用、条款及流动性风险。c）整体而言，银行间科创债的配置策略宜兼顾指数成分券的需求催化与优质

非成分券的收益补偿，其中后者隐含的超额收益空间或值得重点关注。 风险提示：债市调整幅度超预期；科创债政策超预期收紧；数据统计偏差。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶）

行业

中小盘行业深度报告：工业金属：铜铝分化与盈利结构

投资要点 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%。 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。 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。 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。 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。 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。 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。

（证券分析师：汤军）

汽车行业跟踪周报：物理 AI 周报：大模型厂商加速入局机器人，继续看好物理 AI

投资要点 本周行情：受美国中期选举等因素扰动，本周市场波动较大、整体偏弱。数字 AI 指数本周（2026 年 10 月 30 日收盘至 11 月 6 日收盘）+0.26%；截至 2026 年 11 月 6 日，智谱、MiniMax、SpaceX 加权 PS(TTM)（三家等权）下行至 73.55x，处 2026 年 1 月 9 日基期以来最低；万得人形机器人指数本周（10 月 30 日至 11 月 6 日）上涨 3.90%，跑赢沪深 300 指数 2.17 个百分点，日成交额占万得全 A 的比重均高于 5%；智能汽车指数-8.03%，除特斯拉+8.98%、除整车+4.09%。数字 AI：Anthropic 招股书显示前九个月收入 332 亿美元，年贡献 10

万美元以上的客户增至 11,900 余家；海外云业务普遍加速，但大型科技公司自由现金流转负，数据中心建设开始面临地方投票约束。我们认为模型能力与需求整体向上，但结合估值与预期，产业或进入预期分歧较大的阶段。　　物理 AI（机器人）：特斯拉 Optimus 面向大批量的产线开始生产；谷歌 Genie 4、英伟达 VFlash、智元 GO-3、小鹏 GroundingPI 等世界模型与具身模型集中发布。我们认为大模型显著提升语义理解，但越接近关节与手部控制越依赖专用模型与真实数据，数据仍是最稀缺的要素。　　物理 AI（汽车）：丰田将生产 Waymo 无人驾驶车辆并于 2027 年起在日本测试，或预示 Waymo 全球化提速；百度披露世界模型 Apollo World，截至 2026/11/8 九识运营车队超过 3 万台，易控智驾实现矿区全无人运行。智能驾驶的市场关注度低于机器人，但产业推进有序。　　投资建议：物理 AI 或是未来三年及以上持续的投资主线，看好机器人、AIDC、智能驾驶三条主线。1）机器人产业链：OpenAI 链建议关注恒立液压、绿的谐波、双环传动；特斯拉链建议关注新泉股份、拓普集团、双环传动、均胜电子；数据采集建议关注凡拓数创、华依科技、海天瑞声。2）AIDC 产业链：液冷建议关注敏实集团、银轮股份、飞龙股份；供电建议关注潍柴动力、银轮股份、天润工业、中原内配。3）智能驾驶产业链：模型与芯片自研建议关注小鹏集团、地平线机器人、Momenta；基座模型建议关注小马智行、文远知行、千里科技；场景运营建议关注曹操出行、如祺出行、易控智驾、希迪智驾；核心硬件建议关注黑芝麻智能、禾赛科技、速腾聚创、耐世特、伯特利、中国汽研、星宇股份、福耀玻璃。风险提示：AI 技术迭代不及预期；机器人量产与部署进度不及预期；智能驾驶政策与法规进展不及预期；海外科技公司资本开支收缩。

（证券分析师：黄细里　研究助理：童明祺　研究助理：任奕寒）

储能盈利略有波动、风电节奏放缓、光伏亏损收窄 --新能源行业 26Q3 财务报告总结

u 新能源板块，2026 年前三季度营收同减 1%，归母净利润同减 189%。2026 年前三季度新能源板块实现营收 11120 亿元，同比-1%，归母净利润-38 亿元，同比-189%；其中光伏板块营收同比-11%、归母净利润同比-43%，风电板块营收同比+14%、归母净利润同比+18%，核电板块营收同比+7%、归母净利润同比-6%。26Q3 新能源板块营收 3948 亿元，同比-1%、环比+1%，归母净利润 11 亿元，同比-79%、环比+131%，单季度扭亏为盈，板块间分化持续。 u26 年前三季度储能收入及利润同比增长，光伏主链辅链持续承压。光伏板块——26 年前三季度收入同比增速看：银浆（36%）＞ 其他辅材（18%）＞ 电池（14%）＞ 石英坩埚（9%）＞ 金刚线（5%）＞EPC（3%）＞ 胶膜（-3%）＞ 硅片（-6%）＞ 支架（-8%）＞ 硅料（-10%）＞ 组件（-18%）＞ 玻璃（-22%）＞ 设备（-35%）；归母净利润同比增速看：胶膜（74%）＞ 石英坩埚（68%）＞ 其他辅材（31%）＞ 组件（-2%）＞ 电池（-20%）＞ 硅片（-22%）＞ 硅料（-25%）＞EPC（-44%）＞ 银浆（-61%）＞ 设备（-65%）＞ 支架（-97%）＞ 金刚线（-1259%）＞ 玻璃（-1308%）。储能板块——26 年前三季度收入同比增速看：EPC/运营（25%）＞ 便携式储能（24%）＞ 储能电池（22%）＞ 温控/消防（21%）＞PCS（15%）＞ 新型储能（0%）＞ 集成（-6%）；归母净利润同比增速看：EPC/运营（20%）＞ 储能电池（19%）＞ 便携式储能（11%）＞ 新型储能（2%）＞ 温控/消防（-4%）＞ PCS（-18%）＞ 集成（-22%）。 u 储能板块：全球储能需求持续向上，细分环节略有分化。电池：26Q3 需求环比持平略增，但受消费税以及出口退税等因素影响，电池环节盈利下滑。PCS 及集成：盈利略有分

化，受大储确收滞后影响，前期碳酸锂涨价影响逐步体现至报表端叠加出口退税以及汇率影响，阳光电源盈利下滑；海博盈利保持稳定；户储厂商 26Q3 受欧洲休假、东南亚雨季影响等出货持平略降，盈利端受前期电池包涨价+出口退税+汇率影响，毛利率环比下行。 u 光伏板块：硅料端完全成本推动产业链价格企稳，主链仍处磨底出清阶段，辅材盈利表现分化。硅料：反内卷倡议硅料价格不得低于完全成本，硅料价格 9 月后维持稳定，为主链下游提供支撑；行业库存环比略微上升，涨幅为 0.82%。硅片：产能过剩格局延续，价格及盈利仍处底部但略有好转，行业经营现金流回正；同时库存环比连续三个季度增加，行业仍处于磨底出清阶段。电池：传统电池片盈利承压，龙头 26Q3 仍普遍亏损，但技术迭代持续加快、能效标准将于 2027 年实施，BC 产品出货及渗透率提升，有望改善盈利。组件：终端价格磨底叠加成本压力，龙头单瓦盈利仍为负；26Q3 合同负债环比上升 11.8%，行业盈利修复仍需等待供给出清及 BC 等高效产品放量。玻璃：光伏玻璃价格于 26 年 6 月降至周期低位，Q3 受旺季影响价格反弹；行业盈利仍然承压，增产动力弱。胶膜：26Q3 胶膜价格跟随 EVA 粒子企稳，板块盈利环比下滑、库存同/环比上升，福斯特 Q3 毛利率符合预期。跟踪支架：受汇率、交付节奏与产品结构影响，26Q3 毛利率有所下滑，但龙头在手订单保持充沛，海外需求有望继续支撑后续业绩。 u 风电板块：26Q3 装机景气度不及预期，国内海风政策迎来拐点。2026 年 1-9 月我国风电新增装机 60.7GW，同比-0.7%，行业装机放缓，主要受 136 号文执行后部分地区消纳及相关电价下降等影响。招标层面，26 年 1-10 月陆风招标 89GW，同比+2%，Q3 招标逐步回暖；1-9 月海风招标 4.7GW，同比-50%，招标景气度较低；但考虑深远海政策或将迎来拐点，中长期成长空间明确。风机：出货环比持平，旺季景气度未展现；部分国内陆风企业毛利率改善，明阳智能短期受低价海风机组订单影响盈利转亏；塔筒：国内海风开工节奏低，产能利用率及盈利继续承压，海外交付及订单节奏均放缓，但单吨盈利仍维持高位；海缆：一线海缆企业交付及业绩持续兑现，新增订单较弱，在手订单持续消耗；齿轮箱：行业降价影响于 Q3 体现，毛利率小幅承压。铸锻件&叶片&轴承：受陆风装机影响，交付景气度较低，盈利趋势向下。 u 投资建议：【1】高景气度方向：储能&逆变器（阳光电源、德业股份、阿特斯、海博思创、锦浪科技、正泰电源、科士达、艾罗能源、固德威、禾迈股份等）；【2】出海及新技术龙头（金风科技、东方电缆、大金重工；隆基绿能、爱旭股份等）【3】第二曲线发力增长（聚和材料、横店东磁、福斯特、帝科股份、晶科能源等）；【4】海风及陆风龙头：海缆（东方电缆、亨通光电，关注中天科技）、塔筒（大金重工、天顺风能、海力风电，关注泰胜风能）、风机（推荐金风科技、明阳智能、三一重能，关注运达股份）、齿轮箱（德力佳）。 u 风险提示：竞争加剧，政策变动超预期，原材料价格上涨等。

（证券分析师：曾朵红　证券分析师：郭亚男　证券分析师：徐铖嵘　证券分析师：胡隽颖　证券分析师：余慧勇）

推荐个股及其他点评

海螺创业（00586.HK）：董事会重组落地，有望进一步提升经营效益&加强业务协同

投资要点　　事件：2026 年 11 月 6 日，海螺创业公布董事会改组相关事项。　　董事会重组落地+并表认定，创始管理层退出。根据 2026

年 7 月 21 日公告，海螺集团直接及间接透过海螺水泥集团合共持有公司的股份占已发行股份总数接近 21%，后续将按规划适时推进重构董事会组成。2026 年 11 月 6 日公司公告董事会重组完成，自公告日起，1）离任：郭景彬先生辞任执行董事，并不再出任董事会主席、战略、可持续发展及风险管理委员会主席及授权代表；纪勤应先生辞任执行董事，并不再出任董事会副主席、公司行政总裁、战略、可持续发展及风险管理委员会成员及授权代表；万长宝先生辞任执行董事；吕文斌先生辞任非执行董事，并不再出任战略、可持续发展及风险管理委员会成员及薪酬及提名委员会成员。2）委任：李群峰先生获委任为执行董事、董事会主席及战略、可持续发展及风险管理委员会主席；潘忠虹先生获委任为执行董事、公司行政总裁、薪酬及提名委员会成员、战略、可持续发展及风险管理委员会成员及授权代表；夏良先生获委任为执行董事；王敬谦先生获委任为执行董事及战略、可持续发展及风险管理委员会成员；陈兴强先生（公司秘书）获委任为授权代表。3）调任：汪学森先生由执行董事调任为非执行董事。董事会重组后，公司被视为海螺集团附属公司，业绩并入集团综合财务报表。董事会核心人员源于水泥，有望承接水泥精细化管理能力，契合垃圾发电提质增效逻辑。李群峰先生于 1994 年加入海螺水泥集团，现任海螺集团党委委员、副总经理，海螺水泥执行董事兼党委书记，海螺资本、海螺私募基金董事长；潘忠虹先生在水泥制造技术方面拥有丰富经验，于 1995 年加入海螺水泥集团，26 年 4 月已加入海创，任芜湖海创实业党委书记；兼任安徽海螺新能源董事长、海螺资本董事；夏良先生长期负责海螺水泥及集团人力资源及组织管理工作，26 年 4 月加入海创，任芜湖海创实业党委副书记；王敬谦先生专长于全面预算管理、并购重组、内控、成本与内审，2005 年入海螺水泥财务系统，现任海螺集团财务部部长，26 年 4 月起任海螺新材非独立董事。海螺集团强化对海螺创业的管理，战略资本、生产经营、组织人事、财务并购等主导权调整，核心人员源于水泥，有望承接水泥精细化管理能力，契合垃圾发电提质增效逻辑，业务层面也有望加强与集团资源协同。　　盈利预测与投资评级：固废主业内生增长强劲，自由现金流增厚具备分红提升潜力，海螺集团增持和董事会重组落地，有望加强精细化管理&业务协同。我们维持 2026-2028 年归母净利润预测 19.24/21.39/23.77 亿元，当前市值对应 6.4/5.8/5.2 倍 PE，垃圾发电基本面不改，股权折价率回落，安全边际提升，维持“买入”评级。（估值日期：2026/11/9）　　风险提示：海螺水泥业绩不及预期，资本开支上行，分红不及预期等。

（证券分析师：袁理　证券分析师：陈孜文）

厦门象屿（600057）：2026Q3 经营更新：大宗货量稳步增长，造船在手订单增加，上游资源布局推进

投资要点　　事件：2026 年 11 月 4 日，公司发布 2026 年 11 月 2 日分析师会议的投资者关系活动记录公告，更新近期一系列重要的经营进展，包括经营货量、造船业务、资源和海外布局等。　　黑色金属、铝和煤炭贡献利润增量，新能源 Q3 期现毛利转正。2026Q1-3 公司营业收入 3,262.5 亿元，同比+3.0%，归母净利润 16.63 亿元，同比+1.8%；2026Q3 毛利 27.15 亿元，同比+4.8%。根据公司投资者活动记录表，黑色金属、铝和煤炭供应链贡献前三季度利润主要增量；油品、新能源经营规模阶段性收缩，新能源板块第二季度降低期货套保持仓，2026Q3 单季期现毛利转正。国际化商品经营营业收入占公司商品经营营业收入的比重超过 40%。　　造船订单向大型船型拓展，2026Q1-3 制造业收入同比+28%。2026Q1-3 公司制造业板块营业收入

120 亿元，毛利 13.23 亿元，毛利率 11%。2026 年 1-9 月象屿海装新签订单 48 艘，交付船舶 24 艘，同比增加 4 艘；2026 年首次承接集装箱船订单，并获得中远海运 5 艘 21 万吨级纽卡斯尔型散货船订单。我们认为，新签订单表明行业景气度较高，随着后续公司启东船厂的产能爬坡，造船业务交付和收入有望加速。　　上游资源与海外布局推进，公司预计印尼镍矿 2027 年出矿。公司投关公告中提到，自有印尼镍矿矿山预计 2027 年开始出矿；2026 年投资国有铁矿战配项目，并持续加大海外核心物流资源布局；2026Q1-3 物流板块营业收入同比+12%。2026 年公司设立国际化事业部，推动物流、有色两个产业子集团设立，完成国际化、资源、衍生品三个事业部设立。　　盈利预测与投资评级：厦门象屿是我国大宗供应链龙头，行业集中度持续提升。基于前三季度毛利实际表现，我们上调金属矿产与能源化工 2026 年经营货量与单吨毛利假设，将公司 2026-2028 年归母净利润预期从 19.80/23.04/25.22 亿元上调至 20.76/23.83/25.95 亿元，对应同比+61%/+15%/+9%，2026 年 11 月 9 日收盘价对应 PE 为 8/7/7 倍，维持“买入”评级。　　风险提示：大宗商品价格波动风险；下游需求不及预期；套保损益波动等风险。

（证券分析师：吴劲草　证券分析师：阳靖）

密尔克卫（603713）：危化品物流主业修复托底，半导体物流打开成长空间

投资要点　　危化品供应链一站式服务商，核心竞争力在危化品仓储资产与资质：公司以危化品货代、仓储、运输（供应链物流业务）为利润主体，延伸至化工品分销。2025 年营业收入 133.4 亿元，供应链物流业务贡献主营业务毛利的 69.4%（根据公司 2025 年年度报告计算）；据公司 2026 年半年度报告，其全球自建及管理逾 70 万平米专业化学品仓库。　　化工货量回升支撑收入，毛利率仍承压：公司称 2026H1 货量全面提升，招投标价格仅在低位小幅抬升。2026Q3 营业收入同比+27%，包含低基数影响，较 2024Q3 两年复合增速 14%；毛利率 10.5%、同比-0.7pct（根据公司定期报告计算）。公司将 2026Q1-Q3 毛利率下滑归因于国际货代运价承压、新业务前置投入与新增仓点爬坡。　　资本结构改善，资本开支回升及新造船增加投入：公司董事会审议通过购买化学品新造船；未计该船时，我们预计 2027-2028E 资本开支每年 4.0 亿元。资产负债率由 2025 年末 74.5%降至 2026 年 9 月末 60.4%（根据公司定期报告计算）；转债利息减少，我们预计 2027E 财务费用率降至 0.6%。　　晶圆厂扩产带来涉危物流需求，存量危化仓可切换服务半导体客户：国际半导体产业协会（SEMI）2025 年 10 月预计，2026-2028 年中国大陆 300mm 晶圆厂设备支出累计 940 亿美元、居全球首位。公司 2026 年半年度报告称自有危化品仓库未来可较便利地切换为半导体危化品仓库。　　新能源及芯片半导体客户抬升毛利结构，公司预计半导体物流收入占比提高：2026H1 新能源及芯片半导体客户（该口径含新能源客户）贡献主营业务收入的 21%、毛利的 29%。公司称半导体物流毛利率显著高于传统化工物流，预计其 2026Q4 收入占比会增加。　　盈利预测与投资评级：基于化工货量回升、半导体客户增量与财务费用回落，我们预计公司 2026-2028E 归母净利润为 7.5/9.4/11.3 亿元。参考自身历史估值区间，我们给予目标价 108.4 元，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：半导体扩产推迟与客户放量放缓，化工景气与运价下行，危化品储运安全风险，资本开支增加与公募 REITs 发行风险。

（证券分析师：吴劲草　证券分析师：阳靖　证券分析师：杜玥莹）

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