

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2026-09-11

宏观策略

2026 年 09 月 11 日

宏观深度报告 20260908: 黄金 ETF, 2026 年 8 月复盘与 9 月展望

展望 9 月, 黄金价格将在数据验证、政策定调与地缘博弈的多重逻辑交织中运行。宏观层面, 美国 8 月 ISM 制造业 PMI (54.6) 与非农 (新增 16.2 万人, 大幅超预期) 已先后落地, 就业市场韧性令 9 月加息担忧升温, 月中 CPI 与 PCE 将检验通胀回落趋势是否延续; 政策层面, 9 月 17 日 FOMC 利率决议是全月核心焦点, 最新 CME 数据显示市场对 9 月加息的定价概率约 60%; 货币层面, 中国央行 8 月末黄金储备数据将验证央行购金延续性; 地缘层面, 美伊停火执行与霍尔木兹海峡通航进展仍是关键变量。

晨会编辑 芦哲

执业证书: S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

固收金工

固收点评 20260910: 润禾转 02: 有机硅深加工核心供应商

我们预计润禾转 02 上市首日价格在 136.39~151.17 元之间, 我们预计中签率为 0.0011%。

行业

中小盘行业深度报告: 中小盘 ETF 资金流向观察: 从 7 月的承接到 8 月的再平衡

7 月调整是筹码交接, 非无人接盘的失血; 7 月的买入呈现"无差别"特征; 8 月市值下沉明显, 8 月缩量反弹, 资金行为反向切换; 边际定价权可能由配置盘转向交易盘, 中小盘后续对情绪与催化的敏感度趋于上升。风险提示: 海外流动性环境超预期可能对成长与中小盘估值形成压制; 地缘局势与海外市场波动外溢导致风险偏好再度回落; 上市公司盈利修复不及预期, 中小盘业绩弹性证伪; ETF 资金流方向逆转, 配置型资金由净申购转为持续净赎回; 融资资金去杠杆进程出现反复; 产业催化低于预期, 主线缺位格局延续; 缺乏估值保护的条件下, 反弹遇阻后的下行空间大于市场预期; 成交持续萎缩风险;

公用事业行业深度报告: 深层煤层气行业深度: 技术破壁, 成本下行, 气量爆发

投资建议: 关注掌握深层煤层气核心区块开发与多元气源布局的标的。重点推荐首华燃气: 深层煤层气开发核心标的, 石楼西区块深层煤层气进入气量加速释放期, 成本下行趋势明确。建议关注新天然气: 紫金山区块是公司深层煤层气的储备资源, 浅层煤、常规气、煤制气多元布局。风险提示: 区块气量增速不及预期、政策支持力度不及预期、天然气价格波动等

重卡全球化专题 03: 资源周期共振, 中国重卡拉美出口进入放量期

中国重卡在拉美渗透率主要由二手车通道、关税壁垒、中资投资三大核心因素决定, 市场呈现明显区域分化。二手车进口方面, 拉美多数经济体严禁二手商用车进口, 仅墨西哥及中美洲部分国家政策宽松, 美国二手重卡

对拉美出口九成以上流向墨西哥，而当地政策虽现阶段宽松，但收紧趋势明确。关税与贸易壁垒差异显著：墨西哥、巴西未与中国签订自贸协定，本土及北美车型享有政策红利，削弱中国产品价格优势；阿根廷、哥伦比亚还对中国零部件出台或拟出台反倾销措施。反观秘鲁、智利、厄瓜多尔等资源国，与中国拥有自贸协定，形成良好政策支撑。此外，2024 年中国对拉美投资前十国家中七所为资源、转口型国家，中资项目车队采购需求，有效拉动中国重卡当地份额。综合判断，智利、秘鲁、玻利维亚、厄瓜多尔、圭亚那、墨西哥为国内重卡核心潜力市场。销量预测方面，预计 2028 年拉美重卡进口总量约 13.0 万辆，中国品牌出口销量可达 5.9 万辆，增长空间充足。竞争格局上，欧美四大集团凭借先发优势主导拉美主流市场，与中国品牌形成差异化竞争，尚未全域对垒。PACCAR、沃尔沃、戴姆勒、TRATON 分别依托本地化产能、自建售后网络、多品牌细分布局，稳居各国核心市场前列，虽拉美收入占比仅 8%-16%，但渠道、产能、售后体系高度成熟，壁垒稳固。当前中国重卡品牌以整车出口为主，拉美本地产能不足，依赖当地经销商，渠道管控与售后体系薄弱，仅在安第斯资源型市场实现区域性突破。未来，本地化产能落地、强化渠道管控、完善售后网络，是中国品牌从区域突围迈向主流替代的关键。投资层面，拉美经济依托资源出口与能源资本开支保持韧性，后续随着当地排标切换、燃油定价落地，市场短期扰动消退，重卡需求将趋于稳定。国内重卡凭借性价比、工程产品适配性及中资投资加持，已夯实份额基础，渗透率具备上行空间。推荐中国重汽、潍柴动力、福田汽车、一汽解放等整车及发动机核心标的。风险主要包括拉美经济复苏不及预期、资源价格大幅下跌、海外政策变动风险。

推荐个股及其他点评

德业股份（605117）：质造光储拓全场景，全球布局引领高增

盈利预测与投资评级：考虑到全球户储工商储多点开花，公司紧抓行业机遇享受业绩高增，大储/SST 等产品有望接力成长，我们维持 26-28 年公司归母净利润预测为 60.3/82.1/107.9 亿元，同增 90%/36%/31%，对应 PE 分别为 17.2/12.6/9.6x，给予 27 年 22x 估值，对应目标价 142 元/股，维持“买入”评级。风险提示：竞争加剧、原材料与核心元器件成本提升、国际贸易及政策变动、市场需求不及预期。

朗坤科技（301305）：卡位北广深稀缺城市油田，以生物质绿电撬动智算布局

盈利预测与投资评级：公司拥有稀缺废油脂资源，卡位北广深 UCO 城市油田，量增确定性强&受益于 UCO 涨价，同时依托生物质绿电撬动智算布局。暂不考虑 UCO 涨价和算力布局带来的盈利增量，我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 3.71、4.83、5.88 亿元，同比+40%、+30%、+22%，对应 17.4、13.4、11.0 倍 PE。首次覆盖，给予“买入”评级。（估值日期：2026/9/9）风险提示：新项目投运不及预期，SAF 需求不及预期，补贴政策变化风险。

宏观策略

宏观深度报告 20260908: 黄金 ETF, 2026 年 8 月复盘与 9 月展望

投资要点 市场表现回顾: 走势复盘: 8 月沪金整体呈现“月初震荡上行、月中加速攀升、月末冲高回落”的运行特征, 月度上涨约 8.49%。月初受美国 7 月非农意外负增长催化, 金价连续跳涨; 月中美元走弱、人民币升值与央行购金加速共振, 金价持续攀升并于 8 月 24 日触及年内高点; 月末沃什杰克逊霍尔鹰派讲话叠加高位获利回吐, 8 月 31 日沪金放量回调。 技术分析: 截至 8 月 31 日, 沪金风险度升至 76.51。趋势维度上, 快线上穿慢线触发局部底右侧信号后走强, 月末正向开口收窄、趋势承压, 短期上涨势能在 8 月已充分释放, 9 月预计偏震荡运行。 日历效应分析: 8 月沪金历史平均收益率+2.09%、胜率 54.66%, 实际涨幅+8.49%大幅跑赢历史均值; 9 月历史均值-0.14%、胜率 50.14%, 在全年中偏中性。 黄金 ETF 持仓分析: 8 月全球黄金 ETF 持仓净增 2.222 百万盎司。 事件驱动盘点: 资产配置价值: 沪金资产配置价值围绕美国就业与通胀数据走弱、美联储政策预期反复展开。月初 7 月非农意外负增长启动降息交易, 金价强势反弹并突破 900 元/克关口; 月中 CPI、PPI 连续低于预期确认通胀回落趋势, 但 FOMC 纪要保留加息选项令降息预期阶段性反复; 月末沃什杰克逊霍尔讲话誓言对抗通胀, 市场对 9 月加息预期升温, 金价高位回落。本月资产配置维度整体偏多, 但月末鹰派信号构成阶段性压制。 货币价值: 沪金货币价值呈现“正负交织、整体偏正”的特征。正向方面, 全球央行购金趋势再度加速, 黄金 ETF 月内净流入超 80 亿元, 美元储备占比降至 57%、人民币创 3 年半新高, 为黄金重估打开空间; 负向方面, 30 年期美债收益率创 2007 年以来最高, 美债抛售潮加剧, 美联储官员释放“一次升息不够”的强硬信号。央行购金托底与美元走弱施压并存, 货币维度最终以利多因素为主导。 避险价值: 8 月地缘事件保持高频率, 霍尔木兹海峡博弈贯穿全月。月初沙特、土耳其、巴基斯坦签署共同防务协议、胡塞武装袭击红海港口, 避险情绪升温; 月中美伊对峙升级、美国启动对伊“经济孤立行动”, 地缘风险持续发酵; 月末美伊停火谈判出现重大进展, 避险溢价有所回吐。 商品价值: 8 月黄金商品属性活跃度明显提升, 实物消费与投资需求共振回暖。金饰克价单日上涨 46 元, 金矿股本月上涨 43%, 反映黄金实物需求在价格上涨周期中同步放大; 月末金价回落带动金饰价格下跌。 指数后市展望: 关键事件前瞻: 展望 9 月, 黄金价格将在数据验证、政策定调与地缘博弈的多重逻辑交织中运行。宏观层面, 美国 8 月 ISM 制造业 PMI (54.6) 与非农 (新增 16.2 万人, 大幅超预期) 已先后落地, 就业市场韧性令 9 月加息担忧升温, 月中 CPI 与 PCE 将检验通胀回落趋势是否延续; 政策层面, 9 月 17 日 FOMC 利率决议是全月核心焦点, 最新 CME 数据显示市场对 9 月加息的定价概率约 60%; 货币层面, 中国央行 8 月末黄金储备数据将验证央行购金延续性; 地缘层面, 美伊停火执行与霍尔木兹海峡通航进展仍是关键变量。 指数走势展望: 9 月沪金预计呈现高位震荡、波动加大的格局。压制因素方面, 沃什杰克逊霍尔鹰派讲话令市场重新定价 9 月加息预期, 金价在 8 月累计上涨后处于年内相对高位, 8 月 31 日放量回调显示高位获利回吐压力集中释放; 支撑因素方面, 央行购金的持续性与 ETF 连续净流入提供底部保护, 就业市场走弱趋势若延续将制约美联储加息空间。多空因素交织下, 趋势方向需待 9 月 17 日 FOMC 决议落地后确认。中长期央行购金、去美元化与黄金储备地位

提升的逻辑未变。 相关 ETF 产品：华安黄金 ETF（518880.SH）为跟踪国内黄金现货价格收益率的场内基金，管理费 0.50%/年、托管费 0.10%/年；截至 2026 年 9 月 3 日流通份额 117.12 亿份、流通规模 1066.89 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)超预期宏观与地缘事件。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：唐遥衍）

固收金工

固收点评 20260910： 润禾转 02：有机硅深加工核心供应商

事件 润禾转 02（123285）于 2026 年 9 月 10 日开始网上申购：总发行规模为 3.70 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于高端有机硅新材料项目及补充流动资金。 当前债底估值为 86.87 元，YTM 为 2.82%。润禾转 02 存续期为 6 年，联合资信评估股份有限公司资信评级为 A+/A+，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.20%、0.40%、0.80%、1.50%、2.00%、2.50%，公司到期赎回价格为票面面值的 113.00%（含最后一期利息），以 6 年 A+ 中债企业债到期收益率 5.31%（2026-09-08）计算，纯债价值为 86.87 元，纯债对应的 YTM 为 2.82%，债底保护一般。 当前转换平价为 102.64 元，平价溢价率为 -2.57%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止，即 2027 年 03 月 16 日至 2032 年 09 月 09 日。初始转股价 31.10 元/股，正股润禾材料 9 月 8 日的收盘价为 31.92 元，对应的转换平价为 102.64 元，平价溢价率为 -2.57%。 转债条款中规中矩，总股本稀释率为 6.20%。下修条款为“15/30，85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”。按初始转股价 31.10 元计算，转债发行 3.70 亿元对总股本稀释率为 6.20%，对流通盘的稀释率为 6.84%，对股本摊薄压力较小。 观点 我们预计润禾转 02 上市首日价格在 136.39~151.17 元之间，我们预计中签率为 0.0011%。综合可比标的以及实证结果，考虑到润禾转 02 规模较小，评级适中，所属题材赛道具有较强成长性，我们预计上市首日转股溢价率在 40%左右，对应上市价格为 136.39~151.17 元。 润禾材料成立于 2000 年，是专业从事有机硅应用材料研发、生产、销售和应用服务的高新技术企业，主要产品包括有机硅深加工产品和纺织印染助剂。公司围绕市场与客户需求，在有机硅新材料和纺织化学品领域形成研发、产业化和应用服务能力，产品覆盖光学与集成电路材料、农用润湿增效、材料润滑脱模、个人护理、热管理、胶粘剂、液体硅橡胶、纺织后整理、前处理、染色印花及防水等场景。 2021 年以来公司营收总体增长，2021-2025 年复合增速为 6.32%。2025 年实现营业收入 14.10 亿元，同比增长 6.21%；归母净利润 1.20 亿元，同比增长 24.66%。2026 年上半年实现营业收入 8.14 亿元，同比增长 19.93%；归母净利润 0.40 亿元，同比下降 30.09%，主要受股份支付费用增加及汇兑损失影响。 公司收入高度集中于有机硅类材料，其他业务占比较低。2023—2025 年，有机硅类材料收入分别为 11.34 亿元、13.27 亿元和 14.09 亿元，占营业收入的比例分别为 99.93%、99.98%和 99.94%，始终保持在 99%以上；同期其他业务收入分别为 78 万元、20 万元和 85 万元，占比均不足 0.1%。受有机硅类材料收入持续增长带动，公司营业收入稳步扩大。 公司毛利率总体上升、销售净利率先降后升，销售费用率有所上升，管理费用率整体稳定，财务费用率

维持低位。2021—2025 年，公司销售净利率分别为 8.43%、7.62%、7.24%、7.25%和 8.51%，销售毛利率分别为 22.50%、23.08%、26.14%、25.09%和 27.04%。风险提示：申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭）

行业

中小盘行业深度报告：中小盘 ETF 资金流向观察：从 7 月的承接到 8 月的再平衡

投资要点 7 月调整是筹码交接，非无人接盘的失血。7 月股票型 ETF 净流入 4778.36 亿元，为年内单月较高水平；同期融资资金净流出 4166 亿元，两者规模大体相当。交易所份额数据同步印证，沪市股票型 ETF 份额 7 月净增 2749.62 亿份，23 个交易日中 20 日净申购。中小盘是逆势资金的重点流向。7 月 13 日至 17 日当周股票型 ETF 净流入 2035.92 亿元，为 2025 年 4 月以来周度较高水平；7 月 13 日单日净流入 599.07 亿元，其中中证 1000 相关 ETF 净流入 129.39 亿元，在各指数中居首，高于沪深 300ETF 的 99.18 亿元。7 月 17 日沪指失守 3800 点当日，股票型 ETF 净流入 758.67 亿元，为 7 月内单日最高。7 月的买入呈现"无差别"特征。宽基、主题、行业三类产品同步净流入，宽基占比 66.1%，沪深 300、中证 A500、中证 1000、科创板、创业板方向净流入均超过 450 亿元。这类操作更接近对估值区间的整体认可，而非基于结构性判断的选择。8 月市值下沉明显，资金行为却反向切换。8 月中证 1000 上涨 9.82%，沪深 300 仅上涨 0.80%；同期沪市股票型 ETF 份额净减 405.79 亿份，21 个交易日中仅 7 日净申购，净申购天数占比由 7 月的 87.0%降至 33.3%。7 月的"越跌越买"转为 8 月的"越涨越换"。资金未明显离开中小盘，而是在中小盘内部继续下沉。沪市中证 1000ETF 7 月净流入 263.37 亿元、8 月净流出 176.98 亿元；中证 2000ETF 7 月净流入 35.86 亿元、8 月仍净流入 4.22 亿元，是本文样本中仅有的在反弹期仍保持净流入的中小盘宽基品种。这一分层在 8 月 10 日之后转为同步流出，持续性可能有限。8 月缩量反弹。中证 1000 月度日均成交量由 6 月的 300.5 亿股降至 8 月的 249.7 亿股，降幅 16.9%，沪深 300 降幅 31.0%。反弹启动时中小盘的估值分位已在历史中位数以上。8 月 17 日至 19 日出现价格与资金的两处反向组合。8 月 17 日中证 1000 上涨 2.56% 收于区间高点，当日沪市股票型 ETF 净赎回 85.61 亿份，为 8 月第三大单日赎回；8 月 19 日中证 1000 下跌 5.39%，当日净申购 207.15 亿份，为 8 月单日最高。申赎两端同时放大至极端水平，较难由配置型资金完成。边际定价权可能由配置盘转向交易盘，中小盘后续对情绪与催化的敏感度趋于上升。净申购天数占比的下降比净流入额的下降更能提示持有人结构的变化。在这一结构下，资金流的持续性可能更依赖外部催化。跟踪上可关注净申购天数占比能否回到 50%以上、融资余额能否收复 7 月失地、中证 1000 日均成交量能否止跌回升。风险提示：海外流动性环境超预期可能对成长与中小盘估值形成压制；地缘局势与海外市场波动外溢导致风险偏好再度回落；上市公司盈利修复不及预期，中小盘业绩弹性证伪；ETF 资金流方向逆转，配置型资金由净申购转为持续净赎回；融资资金去杠杆进程出现反复；产业催化低于预期，主线缺位格局延续；缺乏估值保护的条件下，反弹遇阻后的下行空间大于市场预期；成交持续萎缩风

险；

（证券分析师：汤军）

公用事业行业深度报告：深层煤层气行业深度：技术破壁，成本下行，气量爆发

投资要点 政策、资源、技术兼备，深层煤层气进入规模开发阶段。

1) 政策支持：顶层设计上，非常规天然气（煤层气、致密气、页岩气等）已经整体被纳入国家能源安全体系，2026年7月，国家能源局统一定义“深层煤层气”，并将气源地位提升至“十五五”期间增储上产的主攻方向。补贴层面，补贴已从定额补贴转向增产激励，煤层气是权重唯一上调的气源。有增产的煤层气区块有望获得更高比例的补贴支持。

2) 资源丰富：中国深层煤层气资源量合计约50万亿立方米，占全国煤层气资源量的70%，深层煤层气是煤层气资源的绝对主体。

3) 技术突破：“十四五”期间深层煤层气开发链条已跑通，核心深层煤层气区块已实现规模生产突破，井型转变水平井、体积压裂技术突破、精准控压成熟等开发技术的进步推动深层煤层气迎来规模化开发。2025年中国煤层气产量约180亿方（浅层煤138亿方+深层煤42亿方），我们预计2030年中国煤层气产量突破260亿方（深层煤有望超过160亿方）。自产天然气保障中国能源安全，深层煤层气兼具增产弹性与气价弹性。2019至2025年中国天然气表观消费量由3043亿方增至4332亿方，2025年天然气对外依存度下降至40.6%，自产气比例提升。自产气结构来看，非常规天然气占全国天然气产量比例已经从2015年35%提升至2024年45%，非常规天然气成为护航中国天然气能源安全的重要增量。深层煤层气将成为“十五五”期间的最大增量（“十五五”增量来看，我们预计致密气37亿方、页岩气70亿方、深层煤层气超100亿方）。美伊冲突改变全球LNG供给结构，中东新投产延后，受损设施修复仍需时间。我们预计2026-2027年新增供给与受损供给恢复仍然有限，国际气价仍处于紧平衡。高位国际气价逐步传导到国内，国产气源受益气价弹性。成本正下行，深层煤层气竞争力提升，单井投资收益率上行。相较于浅层煤层气，深层煤层气气量爬坡快，释放集中在全生命周期前期，成本回收节奏更快。基于测算模型，按照单井投资2900万，单井EUR5500万方测算，单方完全成本0.93元（折耗0.53元），参考中性气价1.8元/方，单井IRR可达28%+。无论从单方成本（已非常接近中国常规天然气开采成本）还是从项目收益率角度，深层煤层气经济性突出。经济性驱动深层煤层气加速开发，优质深层煤层气区块价值持续提升。

投资建议：关注掌握深层煤层气核心区块开发与多元气源布局的标的。重点推荐首华燃气：深层煤层气开发核心标的，石楼西区块深层煤层气进入气量加速释放期，成本下行趋势明确。建议关注新天然气：紫金山区块是公司深层煤层气的储备资源，浅层煤、常规气、煤制气多元布局。

风险提示：气量增速不及预期、政策支持力度不及预期、天然气价格波动、降本进度不及预期等。

（证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩）

重卡全球化专题 03：资源周期共振，中国重卡拉美出口进入放量期

n 拉美重卡市场本土产能与进口通道并存，中国已成长为区域第二大进口来源，二手车替代是渗透率提升的核心切入点。2024年拉美重卡进口量约8.4万辆、进口金额63.3亿美元，同比+31.8%，2023/2024年连续两年保持逾25%的增速；进口高度集中，墨西哥、秘鲁、阿根廷、巴西、智利五国合计约占区域进口的80%，其中墨西哥一国占49.9%。区域本土产能集中于巴西与墨西哥，但巴西以本土产出满足内需并辐射周边，2025年出口的74.2%流向拉美区域内；

墨西哥则是北美代工枢纽，逾 99% 产能出口美国，本土需求缺口反由进口填补。我们估算 2025 年拉美核心七国重卡保有量约 262 万辆，对标中国发展阶段，阿根廷、智利已进入中国 2025 年后水平，巴西、墨西哥对应 2019-2025 年，秘鲁、哥伦比亚对应 2015-2018 年，厄瓜多尔相对滞后。来源国家：2024 年美国、中国占拉美进口重卡的 43.9%、26.3%，区域内供给占 16%；中国份额自 2016 年的 9.1% 升至 26.3%，欧洲与区域内份额同步下滑。结构上看，美国的高份额建立在二手车之上，因此二手车替代构成中国渗透率提升的主要通道。

n 拉美重卡需求由资源与制造双线驱动，资源型国家是本轮增量的主要来源，时点扰动的影响正在消退。2026 年上半年中国出口拉美重卡 1.98 万辆、同比 +68%，增量集中于秘鲁、厄瓜多尔、哥伦比亚、委内瑞拉等资源国及墨西哥。资源线：矿业国家重卡销量与基础金属价格高度同步，其传导机制在于价格上涨加速已完成勘探审批项目的开工并释放矿企资本开支。铜、铝、锂、银自 2024 年三季度起先后进入本轮上涨周期，叠加 2023-2028 年拉美主要矿产项目集中投产爬坡，构成需求上行的确定性支撑，但 2028 年后新增优质项目减少，开发强度或将回落。油气国家销量同样与原油价格同向且略滞后，高油价驱动油田运输采购，油价下行则抑制资本开支。制造线：墨西哥依托区位优势承接全球产业转移，2025 年二季度起出口随全球半导体销售额同步高增，带动本土货运需求。时点扰动：2023 年以来各国排放标准切换与柴油补贴退坡造成销量抢装与断崖交替，属需求位移而非中枢变化，本轮切换完成后销量将趋于稳定。

n 渗透率的决定因素可归为三条：二手车通道的松紧、关税与壁垒的归属、以及中国资本投资的带动。二手车通道方面，拉美主要经济体多数完全禁止二手商用车进口，管控薄弱区仅集中于墨西哥及中美洲部分国家，美国二手重卡对拉美出口的九成以上流向墨西哥，墨西哥现阶段政策仍属宽松，趋势则明确向紧。关税与壁垒方面，中国与墨西哥、巴西未签自贸协定，本土生产与北美来源车辆享有制度性优惠，中国的价格优势被部分抹平，阿根廷、哥伦比亚另对中国零部件设有或拟设反倾销措施；但秘鲁、智利、厄瓜多尔等资源国与中国签有自贸协定，构成相反方向的支撑。中国投资方面，2024 年中国对拉美投资份额前十的国家中七个为资源及转口型国家，项目车队带来的铺车订单直接抬升当地份额。三者叠加，我们认为智利、秘鲁、玻利维亚、厄瓜多尔、圭亚那与墨西哥是中国重卡未来的重点关注市场。

n 我们预测 2028 年拉美地区进口重卡约为 13.0 万辆，中国对拉美销量约为 5.9 万辆。

n 竞争格局方面，欧美四大集团凭先发布局与体系化能力主导拉美主流市场，中国品牌以性价比在安第斯资源型市场实现区域性突破，双方尚未形成全域对垒。欧美方面，PACCAR 依托墨西哥本地制造与经销体系居墨西哥、哥伦比亚首位，沃尔沃集团凭自建子公司与售后网络在秘鲁、智利稳居领先，戴姆勒与 TRATON 以多品牌并行覆盖细分、在主要市场普遍进入前列；四者拉美收入占比虽仅 8%-16%，但产能、渠道与售后的体系已高度成熟。中国方面，头部企业仍以整车出口为主要出口形式，拉美产能较少，渠道布局以本土经销商为主，控制力较弱。我们认为，本地产能落地、渠道管控力度与售后网络密度，仍是中国品牌能否由区域突破转向主流替代的关键变量。

nn 投资建议：拉美经济受资源出口与能源资本开支支撑，应重点关注资源型及制造型国家；随着本轮排标切换及燃油定价完成后，时点扰动影响将减小，拉美重卡销量需求将趋于稳定。中国重卡虽然受到关税、二手重卡挤压市场等因素影响，但已凭性价比、工程车产品适配、资本投资形成份额基础，渗透率具备上行空间。推荐重卡整车、发动机

相关标的，优先中国重汽 H/A，以及潍柴动力、福田汽车、一汽解放等。n 风险提示：拉美发展不及预期；资源价格大幅下跌；政策风险
(证券分析师：黄细里 证券分析师：孟璐)

推荐个股及其他点评

德业股份（605117）：质造光储拓全场景，全球布局引领高增

投资要点 深耕电气二十余载，全球渠道布局铸就光储龙头。公司以家电业务起家，2016 年布局光伏逆变器，2017 年推出首款混合储能逆变器，逐步由传统家电企业转向以光储新能源为核心的全球化企业，并于 2022 年推出自有储能电池包。2022-2025 年，公司营收由 59.6 亿元增至 122.2 亿元，归母净利润由 15.17 亿元增至 31.7 亿元，对应复合增速分别为 27.1%和 27.9%。2025 年按销售额计公司的市占率位居全球户储逆变器市场第一；同期储能电池包收入达到 38.32 亿元，收入占比从 2024 年的 22.0%提升至 2025 年的 31.5%，公司已形成逆变器与储能电池包协同增长格局。2026H1，受益于欧洲及新兴市场户储工商储产品的快速放量，公司实现营收 106.4 亿元，同比+92.2%，归母净利润 27.2 亿元，同比+78.5%。全球户储稳健增长，工商储加速放量。1)户储需求稳健增长，补贴与电价政策驱动新成长周期：澳洲 27 年补贴退坡户储需求或将有所回落；乌克兰战后重建刚需+荷兰电价政策转变+英国、波兰、东欧等多地补贴政策驱动下 27 年欧洲户储有望持续高增；东南亚用电成本上行，户储渗透率逐步提升，需求持续旺盛，我们预计 2027 年全球户储装机 62GWh，同比+33%；2)模式多元、刚需涌现，全球工商储需求加速释放：动态电价推广普及下，欧洲工商储收益模式丰富，回收期仅 4-5 年，经济性驱动需求高增长；东南亚缺电保供需求释放，工商储替代柴发需求高增，国内市场多个新场景涌现助力需求高增，我们预计 2027 年全球工商储装机 73GWh，同比+69%。光储全场景布局夯实竞争力，渠道及成本打造全方位一体绝对优势。1)产品方面，高低压户储逆变器全面布局，功率段覆盖 3-20kW；工商储逆变器功率段已由 30~50kW 延伸至 125kW；22 年推出自有储能电池包搭配逆变器销售，户储、工商储配储率分别达 40%+、70-80%；2)依靠产品毫秒级切换/定价竞争力强/渠道备货售后服务布局深入等优势，公司在新兴市场市场份额领先；在欧洲等高端市场，公司通过低压户储等差异化优势实现突围，欧洲份额快速提升；3)公司储能产品售价略低于同行，但通过极致的成本管控/高效管理，储能逆变器毛利率 50%+、电池包毛利率 28%+处于行业领先水平，费用率常年保持在 10%内。公司紧抓分布式储能市场爆发机遇，以优秀的产品/渠道/成本作为基本盘，实现 5 年利润 53%的复合增速。工商储进入放量元年，多元增长极接续成长。1)户储：多区域需求轮动可降低公司对单一市场依赖。2)工商储：行业起步晚、增速快、天花板远高于户储，公司复用户储及并网渠道，工商储已成为重要的增长动力：24-25 年工商储逆变器收入从 8.4 亿元提升至 14.7 亿元，同比+75%，毛利占比已达 17%，若叠加配套电池包，我们预计 26 年工商储总毛利占比超 40%。工商储市场渗透率加速提升，我们预计未来公司工商储业务增速将显著高于户储。3)电池包：公司较早完成布局，销售规模已进入快速扩张阶段：23~25 年电池包收入从 8.8 亿元增长至 38.3 亿元，年均复合增速 108.2%，25 年毛利占比达 26%。公司电池自配率仍具提升潜力，叠加户储/工商储大容量/长时化配储需求释放，电池包业务利润贡献有望进一步提高。4)大

储/液冷/SST: 公司大储坚持以微电网差异化切入, 布局弱电网、离网微电网和中小规模刚需市场; 当前正由产品验证迈向示范项目落地, 有望接棒户储与工商储成为公司第三增长极。液冷方面进行战略投资, 完善 AI 液冷生态布局。此外, 公司正在研发功率覆盖 1.25-5MW、支持扩展及并联运行的 SST 解决方案, 目标应用包括 AI 数据中心、储能系统和大功率充电站, 技术储备明确静待行业需求放量。盈利预测与投资评级: 考虑到全球户储工商储多点开花, 公司紧抓行业机遇享受业绩高增, 大储/SST 等产品有望接力成长, 我们维持 26-28 年公司归母净利润预测为 60.3/82.1/107.9 亿元, 同增 90%/36%/31%, 对应 PE 分别为 17.2/12.6/9.6x, 给予 27 年 22x 估值, 对应目标价 142 元/股, 维持“买入”评级。风险提示: 竞争加剧、原材料与核心元器件成本提升、国际贸易及政策变动、市场需求不及预期。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 郭亚男 证券分析师: 胡隽颖)

朗坤科技(301305): 卡位北广深稀缺城市油田, 以生物质绿电撬动智算布局

投资要点 生物质资源化+合成生物双轮驱动, 绿电价值延伸撬动智算布局。公司 2011 年进军生物质资源化赛道, 陆续中标深圳龙岗、广州、北京等核心城市项目, 23 年布局母乳低聚糖(HMOs)合成生物业务, 26 年设立朗坤绿能智算子公司跨界算力。截至 26/9/7, 公司实控人直接和间接持股 25.34%, 实际控制的表决权比例超 30%, 26 年公司拟发行 5.9 亿元可转债, 强力赋能通州项目建设。23-25 年公司归母净利润复增 21.80%, 26H1 归母净利同增 31%, UCO 量价齐升带动业绩加速提升。25 年公司经营性现金流净额 4.73 亿元, 净现比 1.73, 充裕现金流可供转型投入。锁定一线城市稀缺 UCO 资源, 北京项目增量+稀缺涨价共振。1) 在建项目保障确定性增量: 公司有机固废项目覆盖北京、广州、深圳, 一线城市市占率全国第一。截至 26H1, 有机固废核心项目已投运产能 6294 吨/日, 其中餐饮厨余和废油脂处置产能 2650 吨/日, 北京在建项目餐饮厨余和废油脂产能合计 1950 吨/日, 待建成后运营规模将实现大幅增长 74%。公司预计 26 年存量项目支撑约 6 万吨 UCO, 北京通州项目投产后, 28 年 UCO 将扩至 10 万吨(较 26 年+66%)。2) 一线城市特许经营构筑资源&盈利壁垒: 25 年广州、深圳、中山项目子公司营业收入合计 10.95 亿元, 占比总营收 61%, 净利润合计 2.37 亿元, 占比总净利润 86%。其中广州项目净利润从 23 年 0.50 亿元提至 25 年 0.87 亿元, 复增 32%; 深圳项目净利从 23 年 0.39 亿元提至 25 年 0.97 亿元, 复增 58%。盈利优势源于①区位优势: 依托一线城市人口虹吸带来的海量餐饮消费需求, 餐厨垃圾产生基数持续扩容, 为现有项目长期产能爬坡与盈利抬升筑牢原料基本面, 且广州、中山项目超 1000 吨/日, 具备规模效应。②高补贴费: 25 年朗坤餐厨项目收运和处置费介于 277~477 元/吨, 高于同业加权平均综合补贴 231 元/吨。③低折旧摊销: 朗坤项目均为自建, 投资成本可控, 北京项目特许经营期长达 40 年, 公司项目吨投/期限平均为 2.00, 显著低于同业并购项目均值 2.61。3) UCO 供给刚性, 看好 SAF 扩产周期下废油脂增值潜力: 截至 26/9/3 欧洲/中国 SAF 价格 2810/2460 美元/吨, 较 25 年初涨幅+52%/+39%, 同比+10%/+26%。UCO 显著滞涨于 SAF, SAF 级 UCO 价格 8100 元/吨, 较 25 年初涨幅+9%。我们测算 SAF 价格 2500~3000 美元/吨(约合人民币 1.68~2.02 万元/吨)对应 UCO 价格上限 1.02~1.25 万元/吨, 对应涨价弹性 25%~54%。跨界算力, 以“生物质绿电”撬动“智算”新赛道。餐厨配套沼气发电绿色清洁, 具备能耗指标优势。沼气发电度电营业

成本约 0.32 元（不含沼气资源费），直连具备经济性。餐厨处置需求刚性、产沼及发电连续，具备稳定性优势。26/6/26 公司成立朗坤绿能智算子公司，注册资本金为 4 亿元人民币，由朗坤科技 100% 控股，以绿电赋能 AI 算力新赛道。为满足朗坤绿能生产经营和项目建设资金需要，2026 年度新增 50 亿元的担保额度。HMOs 二期推进中，期待客户渠道&添加政策取得突破。一期年产 260 吨项目于 25H1 投产，已通过十余家奶企的工厂验收，目前有小批量订单。二期建成后合计产能将达到 1000 吨/年。公司生产的 LNT（乳糖-N-四糖）及 LNT（乳糖-N-新四糖）获得美国 FDA 市场准入许可。HMOs 在国内婴配市场正式迈入商业化阶段，随着政策完善，成人领域增量市场有望逐步打开。盈利预测与投资评级：公司拥有稀缺废油脂资源，卡位北广深 UCO 城市油田，量增确定性强&受益于 UCO 涨价，同时依托生物质绿电撬动智算布局。暂不考虑 UCO 涨价和算力布局带来的盈利增量，我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 3.71、4.83、5.88 亿元，同比+40%、+30%、+22%，对应 17.4、13.4、11.0 倍 PE。首次覆盖，给予“买入”评级。（估值日期：2026/9/9）风险提示：新项目投运不及预期，SAF 需求不及预期，补贴政策变化风险。

（证券分析师：袁理 证券分析师：陈孜文 研究助理：田源）

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>