

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2026-03-06

宏观策略

2026年03月06日

宏观点评 20260305: 细微处见大势, 关注 5 个信息——学习政府工作报告精神

晨会编辑 曾朵红

核心观点: 今年政府工作报告在总量政策方面与市场预期较为一致, 但在投资、消费、绿色、财税、民生等细节方面有较多重点细节信息, 可以从细微处见大势布局。一是 8000 亿政策性金融工具, 比去年增加 3000 亿, 挖掘投资潜力; 二是设立 1000 亿财政金融协同促内需专项资金, 从供需两端促消费、扩内需; 三是能耗目标改为碳排放目标, 单位 GDP 碳排放量目标降幅 3.8%, 淘汰落后产能; 四是加强初婚初育家庭住房保障, 可以起到鼓励婚育、地产去库存、降成本促消费三方面作用; 五是调整优化消费税征收范围、税率。风险提示: 房地产市场走弱; 出口下行; 地缘政治变化影响物价和外贸。

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

固收金工

固收点评 20260302: 祥和转债: 电子元器件配件领域先行者

祥和转债 (113701) 于 2026 年 3 月 3 日开始网上申购: 总发行规模为 4.00 亿元, 扣除发行费用后的募集资金净额用于智能装备生产基地项目和年产 1.8 万吨塑料改性新材料生产线建设项目。

固收点评 20260302: 统联转债: 高端精密制造引领者

我们预计统联转债上市首日价格在 139.70~155.09 元之间, 我们预计中签率为 0.0023%。

固收周报 20260301: 建议关注“困境反转”相关主题转债标的

建议关注“困境反转”相关主题标的, 而高波标的一方面受再融资新规中期影响, 一方面受海外地缘格局演化影响, 估值未来或存在进一步回调压力。

固收周报 20260301: 周观: 震荡格局延续, 政策催化仍待确认

震荡格局延续, 政策催化仍待确认

固收点评 20260228: 二级资本债周度数据跟踪 (20260224-20260227)

一级市场发行情况: 本周 (20260224-20260227) 银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。二级市场成交情况: 本周 (20260224-20260227) 二级资本债周成交量合计约 1132 亿元, 较上周减少 913 亿元。

固收点评 20260228: 绿色债券周度数据跟踪 (20260224-20260227)

一级市场发行情况: 本周 (20260224-20260227) 银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 2 只, 合计发行规模约 7.50 亿元, 较上周减少 32.51 亿元。二级市场成交情况: 本周 (20260224-20260227) 绿色债券周成交额合计 514 亿元, 较上周减少 56 亿元。

行业

推荐个股及其他点评

携程集团-S (09961.HK): 2025 年报点评: 国际业务高速增长, 入境游战

略持续深化

盈利预测与投资评级：国际业务延续高增态势，入境游战略纵深推进。我们维持 2026-2027 年公司 non-GAAP 净利润预测 200/220 亿元，新增 2028 年预测 239 亿元，对应 2026-2028 年 non-GAAP 口径 PE 为 12/11/10 倍。我们看好公司国际业务成长空间及入境游战略红利释放，维持“买入”评级。风险提示：海外竞争加剧、旅游需求波动、监管调查进展的不确定性。

宏观策略

宏观点评 20260305: 细微处见大势, 关注 5 个信息——学习政府工作报告精神

核心观点: 今年政府工作报告在总量政策方面与市场预期较为一致, 但在投资、消费、绿色、财税、民生等细节方面有较多重点细节信息, 可以从细微处见大势布局。一是 8000 亿政策性金融工具, 比去年增加 3000 亿, 挖掘投资潜力; 二是设立 1000 亿财政金融协同促内需专项资金, 从供需两端促消费、扩内需; 三是能耗目标改为碳排放目标, 单位 GDP 碳排放量目标降幅 3.8%, 淘汰落后产能; 四是加强初婚初育家庭住房保障, 可以起到鼓励婚育、地产去库存、降成本促消费三方面作用; 五是调整优化消费税征收范围、税率。

1、经济增长目标更加务实, 从“5%左右”下调至“4.5%-5.0%, 在实际工作中努力争取更好结果”, 但隐含名义 GDP 和平减指数回升。①含义: 调整增长目标是从实际出发, 也是为调结构和改革留出空间, 4.5%-5.0%并非简单的高于 4.5%即可, 而是以 4.5%为底线, 尽量争取达到 5.0%左右。同时, 此前四中全会辅导百问指出, 实现 2035 目标对应未来十年年均经济增速 4.17%, “十五五”前期保持 4.5-5.0%区间增速也有利于实现长期目标。②历史对比: 2015 年目标是“7%左右”, 2016 年降至“6.5%-7%”, 从实际增长来看, 最终 2016 年 (6.8%) 相比 2015 年 (7.0%) 下降不多。③隐含名义增速和 GDP 平减指数: 4%的赤字率和 5.89 万亿的财政赤字, 隐含的名义 GDP 规模是 147.25 万亿, 对比去年的 140.2 万亿, 隐含名义 GDP 增速 5%, 隐含 GDP 平减指数为 0-0.5%, 两个目标均高于 2025 年实际表现。

2、财政政策: 延续积极, 但不再“超常规”, “准财政”增量更多。(1) 增量资金: 三大债务融资工具总量 11.89 万亿, 较 2025 年小幅增加 300 亿。2026 年赤字率 4%, 赤字规模 5.89 万亿, 较去年增加 2300 亿; 用于“两重两新”的超长期特别国债 1.3 万亿, 专项债 4.4 万亿, 都跟去年持平; 注资银行的特别国债从去年 5000 亿降至 3000 亿。赤字、特别国债、专项债三项加起来看, 总规模为 11.89 万亿, 较 2025 年小幅增加 300 亿。这是因为 2025 年为对冲潜在关税冲击, 财政政策打足提前量, 具有“超常规”的特点, 今年潜在压力较小, 不必再“超常规”。(2) 物价回升有望使得财政资源更充足, 与赤字提高的效果相同。仅从三项债务融资工具的规模来看, 2026 年财政扩张力度似乎有限, 但物价回升带来财政收入的自然改善, 使得政府可以不通过债务融资, 也能有更充裕的财政资金。我们此前报告指出, 2026 年全年 PPI 同比增速若回升 1.8 个百分点, 仅此一项便可带来约 2600 亿元的额外税收收入, 实际效果相当于赤字率提高 0.2 个百分点, 从 4%→4.2%。(3) “准财政”的政策性金融工具规模更大、启动更早, 发挥扩投资作用。今年安排 8000 亿政策性金融工具, 较去年增加 3000 亿。回顾 2025 年, 政策性金融工具部署于 4 月底的政治局会议, 最终落地于四季度, 整体节奏偏慢, 对投资的提振效果有所折扣。2026 年将相关部署前移至政府工作报告层面, 并加快落地, 从而更有效地稳住投资增速。(4) 关注财税改革: 调整优化消费税征收范围和税率。政府工作报告提出“健全地方税体系, 拓展地方税源。调整优化消费税征税范围、税率, 并推进部分品目征收环节后移”。2025 年消费税 1.68 万亿, 主要目的是“寓禁于征”, 主要针对“两高一资”(高耗能、高污染、资源性) 以及烟酒车等部分消费品, 从全球实践来看, 可能将一些有负外部性的消费品类纳入消费税范围。此外, 消费税征收环节后移并下

划地方的改革也将进一步推进，既能充实地方收入，也能激励地方改善消费环境。

3、货币政策：促进社会综合融资成本低位运行。政府工作报告提出“促进社会综合融资成本低位运行”，延续了此前2月发布的25Q4货政报告的提法，“低位运行”取代原来“推动下降”，意味短期总量宽松概率下降，未来政策重心将通过维持低利率环境来缓解企业压力，同时避免过度挤压商业银行的净息差。我们仍然认为今年有“降息”的空间和概率，但节奏上需要视经济增长和金融市场形势综合研判，基准预期为主要政策利率——7天期逆回购利率或有1次“降息”操作、或有50bps左右的“降准”操作。

4、消费政策：从直接补贴到广泛激活需求、降低成本。

(1) 重点关注：支持初婚初育家庭的保障房政策。这可能是今年影响最大的一个政策创新，对年轻人而言，住房成本较高，制约了婚育意愿。通过为初婚初育家庭提供更多保障房，既可以鼓励婚育，又降低了生活成本有助于促进消费，还有利于房地产去库存（收储存量房用于保障房，保障房提供给初婚初育家庭）。

② 海外已有类似政策落地。2024年5月韩国首尔政府宣布将在今后三年中为新婚夫妇提供近4400套公租房，以鼓励生育；从2026年起，政府每年还将额外为新婚夫妇提供4000套公租房。而2023年首尔有3.6万对夫妻登记结婚，这意味着每年11%的新婚夫妇可以住进专属的公租房。

(2) 推出1000亿财政金融协同促内需专项资金，财政金融加强配合。2026年政府工作报告提出设立1000亿元财政金融协同促内需专项资金，通过组合运用贷款贴息、融资担保与风险补偿等手段，发挥财政资金的乘数效应，旨在撬动大规模金融信贷精准流向内需市场。政策导向明确：一方面通过提高个人消费贷款贴息上限及延长期限，实质性降低居民在耐用消费品及服务领域的融资成本，修复消费意愿；另一方面通过风险共担机制强化对服务业经营主体的金融支持，稳定服务行业就业并优化供给。

(3) 消费政策重心正在从耐用品补贴转向更广泛的需求激活。“以旧换新”补贴资金从去年的3000亿减少至2500亿，这一变化并非意味着消费政策的总体收缩，而是政策重心的主动转移：从针对耐用消费品的补贴，转向更广泛的消费需求激活与生活成本优化。从近期已出台的政策信号来看，2026年消费政策的着力点可能主要集中在以下几个维度：其一，优化消费贷贴息政策；其二，持续推进有奖发票等消费激励机制，春节假期已安排10亿元资金在50个城市试点，节后还有90亿资金，持续补贴至7月31日；其三，加大对服务消费的政策支持；其四，切实降低居民生活成本，如公积金改革、加大初婚初育家庭的保障房支持等；其五，优化有效供给，包括扩大“一老一小”等服务消费供给，以及AI应用终端、智能眼镜等新消费供给。

5、碳排放：从能耗目标到碳排放目标，淘汰落后产能、管控耗能排放。

① 今年政府工作报告指出单位GDP碳排放量同比下降3.8%，这个目标不算高，实际中应该会争取更好结果。两个方面理解3.8%目标，一是对比往年，2024年目标是下降3.9%（最终下降3.4%），2025年没有确定目标，最终下降5%。相比于2025年降幅，2026年3.8%的目标不算高，最终实际结果可能会更好。二是“十五五”单位GDP碳排放量目标是下降17%，年均下降3.4%，此前“十四五”是下降18%，同时2030碳达峰目标要求2030年单位GDP碳排放量比2005年下降65%以上[1]，按照生态环境部数据2021年比2005年下降了50.9%，以此推算2025年累计已经下降55.3%。

② 目标已经变化，能耗双控转向碳排放双控，思路是从“节约用能”转向“绿色用能”。今年开始不再把单位GDP能耗作为目标，而是使用单位GDP碳排放量。此前2023年7月，中央全面深化改革委员会第二次会议审议通过《关于推动能

耗双控逐步转向碳排放双控的意见》。背后的含义是，能耗双控控制能源消费总量和强度，而“碳排放双控”只针对碳排放。这意味着使用清洁能源不再受限，政策思路从“节约用能”转向“绿色用能”。③碳排放约束加强，淘汰落后产能，会推动上游行业集中度提升和价格上涨。报告指出“有力有效管控高耗能高排放项目，加快淘汰落后产能”，生产端倒逼落后产能退出，推动企业技术升级，短期开工率受限，中长期优质产能释放使供给更具韧性；价格端因节能改造成本等推升行业平均成本，叠加供需缺口扩大，价格中枢上移；行业竞争逻辑从规模扩张转向能效与技术比拼，头部企业凭借成本与政策优势整合市场，行业集中度快速提升，推动上游行业从粗放增长向高质量发展转型。

6、房地产：聚焦风险化解与存量治理的政策逻辑。2026年房地产政策的重心从“应急管理”转向“存量治理与风险化解”。报告强调“因城施策控增量、去库存、优供给”，通过盘活存量资产以缓解市场供需错配压力，鼓励收购存量商品房用于保障性住房。同时，政策持续强化“保交房”白名单制度的精准滴灌作用，通过项目侧的信贷支持守住不发生系统性风险的底线，确保市场实现平稳过渡。与此同时，深化住房公积金制度改革及推进新模式配套政策建设，重塑“人、房、地、钱”的要素联动机制，标志着房地产行业正回归民生保障与精细化服务的本质属性，在高质量发展的框架下寻求长期稳态。

7、资本市场：深化投融资改革，解决一级市场痛点，打通“科技-产业-金融”良性循环。

(1) 聚焦投融资动态平衡与“耐心资本”的制度化。2024年“924”以来，中国资本市场表现较好，市场重心已由“融资功能”加速向“投资端与融资端平衡”转型。报告提出“健全中长期资金入市机制”，实质上是对前期政策的进一步健全和落实，通过进一步优化保险资金、社保基金等长线资金的入市比例与考核机制，并配合完善投资者保护制度，改变“短多长少”的资金结构，为市场构建稳健的“压舱石”。

(2) 聚焦一级市场痛点，打通“科技-产业-金融”良性循环。针对一级市场面临的“募投管退”循环痛点，报告明确提出“拓展私募股权和创投基金退出渠道”，释放了重塑创投生态的信号。在IPO常态化与并购重组政策放宽的基础上，未来有望构建更具包容性的并购退出机制，破解科创资本的“退出难”困境。这不仅是提高直接融资与股权融资比重的必要前提，更有利于促进“新质生产力”发展。畅通从创投孵化到二级市场退出的全链条循环，资本市场将更有效地引导社会资本流向战略性新兴产业，实现“科技-产业-金融”良性循环。

风险提示：房地产市场如果进一步走弱可能出台其他政策；出口如果下行可能引发其他稳增长政策；地缘政治变化影响物价和外贸。

(证券分析师：芦哲 证券分析师：占烁)

固收金工

固收点评 20260302：祥和转债：电子元器件配件领域先行者

事件 祥和转债(113701)于2026年3月3日开始网上申购：总发行规模为4.00亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于智能装备生产基地项目和年产1.8万吨塑料改性新材料生产线建设项目。当前债底估值为84.34元，YTM为2.97%。祥和转债存续期为6年，中证鹏元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：0.2%、0.4%、0.8%、1.5%、2.0%、2.5%，公司到期赎回价格为票面面值的114.00%（含最后一期利息），以6年A+中债企业债到期收益率5.98%（2026-02-27）计算，纯债价值为84.34

元，纯债对应的 YTM 为 2.97%，债底保护一般。当前转换平价为 100.66 元，平价溢价率为 -0.66%。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 2026 年 09 月 09 日至 2032 年 03 月 02 日。初始转股价 13.59 元/股，正股祥和实业 2 月 27 日的收盘价为 13.68 元，对应的转换平价为 100.66 元，平价溢价率为 -0.66%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 8.13%。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%”，条款中规中矩。按初始转股价 13.59 元计算，转债发行 4.00 亿元对总股本稀释率为 8.13%，对流通盘的稀释率为 8.15%，对股本摊薄压力较小。观点 我们预计祥和转债上市首日价格在 125.96-139.97 元之间，我们预计中签率为 0.0015%。综合可比标的以及实证结果，考虑到祥和转债的债底保护性一般，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 32% 左右，对应的上市价格在 125.96-139.97 元之间。我们预计网上中签率为 0.0015%，建议积极申购。浙江天台祥和实业股份有限公司主要从事电子元器件配件、轨道交通相关产品、高分子改性材料、无人机配套产品等的研发、生产和销售。公司是国家级高新技术企业，建有省级轨道扣件研究院和省级企业技术中心。公司经营管理层围绕以技术和人才为核心的“同心多元”发展战略以及年度经营计划，抓住各业务板块发展的新机遇，整体运转健康有序，各项管理卓有成效。2020 年以来公司营收稳步增长，2020-2024 年复合增速为 23.75%。自 2020 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“V 型”波动，2020-2024 年复合增速为 23.75%。2024 年公司实现营业收入 6.68 亿元，同比增加 4.22%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2020-2024 年复合增速为 7.45%。2024 年实现归母净利润 0.75 亿元，同比增加 12.44%。公司营业收入主要来自轨道交通相关产品及零部件、电子元器件配件、高分子改性材料及无人机配套产品。2022-2024 年，轨道交通相关产品及零部件收入分别为 25,728.25 万元、25,241.17 万元及 26,257.19 万元，占各期营业收入比重分别为 42.41%、39.40%、39.32%，整体保持在较高水平。公司销售净利率和毛利率上升，销售费用率维持稳定，财务费用率上升，管理费用率下降。2020-2024 年，公司销售净利率分别为 26.43%、13.33%、12.13%、11.91% 和 11.30%，销售毛利率分别为 43.76%、26.99%、25.70%、28.39% 和 27.47%。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)

固收点评 20260302：统联转债：高端精密制造引领者

事件 统联转债（118066.SH）于 2026 年 3 月 2 日开始网上申购：总发行规模为 5.76 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于广东小熊精品电器有限公司新建智能小家电制造基地(二期)项目。当前债底估值为 92.03 元，YTM 为 2.19%。统联转债存续期为 6 年，联合资信评估股份有限公司资信评级为 AA-/AA-，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%、0.60%、1.00%、1.50%、2.00%，公司到期赎回价格为票面面值的 110.00%（含最后一期利息），以 6 年 AA- 中债企业债到期收益率 3.63%（2026-02-26）计算，纯债价值为 92.03 元，纯债对应的 YTM 为 2.19%，债底保护较好。当前转换平价为 109.1 元，平价溢价率为 -8.35%。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 2026 年 09 月 07 日至 2032 年 03 月 01 日。初始转股价 56.2 元/股，正股统联精密 2 月 26 日的收盘价为 61.32 元，对应的转换平价为 109.11 元，平价溢价率为 -8.35%。

转债条款中规中矩,总股本稀释率为 5.96%。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%”,条款中规中矩。按初始转股价 56.2 元计算,转债发行 5.76 亿元对总股本稀释率为 5.96%,对流通盘的稀释率为 5.96%,对股本摊薄压力较小。观点 我们预计统联转债上市首日价格在 139.70~155.09 元之间,我们预计中签率为 0.0023%。综合可比标的以及实证结果,考虑到统联转债的债底保护性较好,评级和规模吸引力一般,我们预计上市首日转股溢价率在 35%左右,对应的上市价格在 139.70~155.09 元之间。我们预计网上中签率为 0.0023%,建议积极申购。统联精密公司是专业从事高精度、高密度、形状复杂、外观精美的精密零部件的研发、设计、生产及销售的公司。围绕新材料的应用,公司在能力范围内持续拓展多样化精密零部件制造能力,逐步打造精密零组件综合技术解决方案平台。目前,公司具有金属粉末注射成型(MIM)、高精密线切割成型、高精密车铣复合成型、高速连续冲压成型、高精密数控机床加工(CNC)、高精密激光加工等多样化精密零部件制造能力。此外,公司结合未来行业的发展趋势,在钛合金等新型轻质材料及 3D 打印等新技术的应用方面,积极进行技术储备与产能布局。公司的产品以定制化为主,可广泛应用于消费电子、汽车、医疗和其他工具等领域。2020 年以来公司营收稳步增长,2020-2024 年复合增速为 24.73%。自 2020 年以来,公司营业收入总体呈现稳步增长态势,同比增长率“M 型”波动,2020-2024 年复合增速为 24.73%。2024 年,公司实现营业收入 8.14 亿元,同比增加 44.93%。与此同时,归母净利润也不断浮动,2020-2024 年复合增速为 2.09%。2024 年实现归母净利润 0.75 亿元,同比增加 26.99%。统联精密营业收入主要来源于精密零部件业务,产品结构年际变化。2022 年以来,统联精密精密零部件业务收入保持增长,2022-2024 年精密零部件销售收入占主营业务收入比重分别为 97.83%、97.72%和 95.62%,同时产品结构年际调整,其他主营业务规模占比整体稳中有升,模治具和其他业务占比略有上升。统联精密销售净利率和毛利率缓缓下降,销售费用率平稳波动,财务费用率剧烈波动,管理费用率平稳波动。2020-2024 年,公司销售净利率分别为 20.54%、13.06%、18.80%、12.16%和 11.08%,销售毛利率分别为 49.56%、39.84%、42.32%、39.83%和 38.29%。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)

固收周报 20260301: 建议关注“困境反转”相关主题转债标的

前周(0223-0227)海外方面美伊外交谈判停滞,隔夜美以联军对伊朗发动袭击,近两周受美伊形势升级影响,主要油运指数快速上升,资本市场方面也在渐次定价事态升级,避险情绪显著上行,市场短期或转向定价滞胀,利多黄金、美债短端。国内方面上周权益题材、权重有所轮动,但量能较节前有所恢复,多空分歧显著,转债指数层面“意外”出现同加权、等权正股指数相背离的情况,周中一度连续三个交易日转股溢价率呈现主动压缩态势,日均压缩幅度 1pct 上下,对应均值从 45%+高位,显著收敛回 42%+附近。我们延续前周 0221-0222 观察,高位横盘震荡已久的美科技股或加大了部分风偏较低资金对科技主线在今年持续性的担忧,部分投资人转向关注下行风险及所持仓位在时点节奏上的精准把控,同时由于转债高估值时来已久,一级债基或转向减仓、控仓,二级债基及混合基金或利用纯债+权益对冲形势替代高估值的转债仓位。另一方面从结构上,我们认为低波标的估值进一步压缩空间或较有限,建议关注“困境反转”相关主题标

的，而高波标的一方面受再融资新规中期影响，一方面受海外地缘格局演化影响，估值未来或存在进一步回调压力。下周转债平价溢价率修复潜力最大的高评级、中低价前八名分别为：三房转债、紫银转债、青农转债、国投转债、鲁泰转债、联创转债、利群转债、华安转债。风险提示：(1) 正股退市和信用违约风险；(2) 流动性环境收紧风险；(3) 权益市场超跌风险；(4) 地缘政治危机影响；(5) 行业政策调控超预期。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭)

固收周报 20260301：周观：震荡格局延续，政策催化仍待确认

观点 节后利率上行叠加人民币升值，如何看待债市后续的运行态势和新催化？本周(2026.2.24-2026.2.27)，10年期国债活跃券250016收益率从2月13日的1.78%上行2.2bp至2月27日的1.802%。周度复盘：周二(2.24)，春节假期期间，特朗普此前的关税被判无效，再次推出15%的对华关税，较先前有所降低，但债市对此定价有限。随后，2026年2月LPR公布，与此前持平，符合市场预期。尾盘央行宣布续作6000亿元MLF，当月到期量为3000亿元，展现对资金面呵护态度。假期后首日，市场成交清淡，全天10年期国债活跃券250016收益率上行0.25bp。周三(2.25)，早盘对于上海楼市政策放松有所预期，利率出现上行。午后政策落地，包括外环内限购政策放宽、公积金可贷额度提高等，利率继续上行，全天10年期国债活跃券250016收益率上行1.55bp。周四(2.26)，早盘债市延续昨日偏空行情，叠加节前入场的交易盘开始止盈，全天10年期国债活跃券250016收益率上行1.5bp。周五(2.27)，早盘在央行下调外汇风险准备金率的影响下，利率出现下行，全天10年期国债活跃券250016收益率下行1.1bp。周度思考：春节假期后首个交易周，利率一改节前的下行态势，出现上行，符合我们上一周的周报中判断，即“债券收益率进一步顺畅下行的难度较大”。本周出现的利率上行原因可分为外生和内生两大部分，外生原因为上海楼市“沪七条”的发布，内生原因为节后交易盘止盈。在上海“沪七条”发布前，2025年11月至2026年1月期间，上海的二手房成交套数已经连续三个月超过22000套。新政出台在楼市呈现积极信号的窗口期再添一把火，有助于进一步活跃上海二手房的交易市场，从而消化二手房的库存和带动置换链条的运转。上海楼市新政发布后，北京和深圳等一线城市预计也将跟进，但房地产市场回暖仍待时日，该政策对于债市的影响短期内告一段落。此外，本周人民币汇率明显升值，为了扭转汇率升值的单边预期，央行于2月27日宣布，自2026年3月2日起，将远期售汇业务的外汇风险准备金率从20%下调至0。此举将降低企业远期购汇成本，有助于平衡外汇市场的供求关系，为人民币单边升值的预期降温。汇率稳定后，央行在制定国内货币政策时将更具有自主性，通过降准降息支持实体经济发展的可能性增加，对债券市场有边际利好作用。展望后期，债券收益率下破需要进一步催化，大概率维持震荡。新增催化包括两会报告中的政策定调、央行降准降息预期的落地，以及物价数据的实质性变化。其中货币将与财政相配合保持流动性，而物价数据的实质性变化需要再等待1-2个季度验证，地缘政治事件带来的避险情绪带动利率短期内下行，但难现明显趋势。美国2026年2月失业情况、住房抵押贷款、粗钢产量，1月CPI及同比变化等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？前周(0223-0227)海外方面美伊外交谈判停滞，隔夜美以联军对伊朗发动袭击，近两周受美伊形势升级影响，主要油运指数快速上升，资本市场方面也在渐次定价事态升级，避险情绪显著上行，市场短期或转向定价滞胀，利多黄金、美债短端。我们在延续

上周观点的基础上，结合增量数据，思考如下：(1) 美国 CPI 同比增速在 2025 年下半年至 2026 年初呈现先回落再企稳的态势，而绝对价格指数则持续抬升，显示通胀粘性仍存。美国粗钢产量在 2025 年 6 月至 2026 年 2 月期间经历了“冲高回落再反弹”的波动，同比增速与产量走势高度相关。美国 CPI 非季调绝对指数自 2023 年 2 月的 322.0 逐步波动上行，至 2026 年 1 月已升至 326.0 左右；而当月同比增速则从 2023 年 2 月的 6.0% 高位回落，在 2024 年 8 月触及 2.0% 的阶段低点后，于 2025 年下半年至 2026 年初在 2.5%-3.0% 区间震荡，最新读数约为 2.8%。这一走势表明，尽管基数效应和前期紧缩政策推动通胀同比增速回落，但物价绝对水平的持续上涨意味着通胀压力并未完全消散，美联储的政策抉择仍需在增长与通胀之间谨慎平衡。数据显示，美国粗钢当周产量在 2025 年 9 月达到 180.0 的阶段高点，随后在 2026 年 1 月回落至 168.0 左右，最新数据又反弹至 181.0；而同比增速则从 2025 年 9 月的 10.0% 高位回落，在 2026 年 1 月降至 1.5% 的低点后，于 2026 年 2 月回升至 7.0%。这一波动反映出制造业需求的不确定性，以及全球大宗商品价格变化对美国钢铁行业的影响。(2) 美国抵押贷款利率在 2025 年 7 月至 2026 年 2 月期间整体呈下行趋势，30 年期与 15 年期固定利率同步回落，反映出市场对美联储降息预期的增强。数据显示，美国 30 年期抵押贷款利率从 2025 年 7 月初的 6.7% 左右，逐步下行至 2026 年 2 月底的 5.95%；同期 15 年期固定利率则从 5.75% 降至 5.45%。利率下行有助于缓解住房市场的融资压力，提振购房需求，但同时也需警惕其对通胀预期的潜在传导效应。(3) 美国 2 月 21 日当周首次申请失业金人数上升至 21.2 万人，2 月 14 日当周持续领取失业金人数下降至 183.3 万人。美国劳动力市场在 2025 年 8 月至 2026 年 1 月期间呈现“裁员低位、失业持续”的分化特征。首次申请失业金人数（初值）在 2025 年 10 月触及 170,000 的阶段低点后有所反弹，至 2026 年 1 月回升至 180,000 左右；而持续申请失业金人数（终值）则从 2025 年 8 月的 220 万攀升至 2026 年 1 月的 230 万以上。这表明，尽管企业裁员规模总体保持低位，但失业人员再就业的难度有所增加，劳动力市场的韧性正在逐步减弱。(4) 本周，美联储官员接连放出了鹰派的信号，表示通胀才是最大问题，降息应暂时放到一边。芝加哥联储主席古尔斯比周二表示，在有更多证据表明通胀正持续回落之前，不适合进一步降息。他补充称，决策者过去曾因“误判通胀只是暂时性”而受到教训，不应重蹈覆辙。美联储理事莉萨·库克 (Lisa Cook) 则指出，传统降息可能无法有效应对当前由人工智能 (AI) 技术普及所引发的失业率上升问题。虽然库克并没有评论短期货币政策前景，但她提到，1 月会议之后公布的最新就业数据显示，劳动力市场状况正在趋于稳定。最后，施密德还谈到了美联储资产负债表，并表示当前内部讨论聚焦于理解金融体系所需的适当准备金水平。他指出，美联储过去购债行动中持有的大量抵押贷款支持证券仍在压低住房借贷成本。由于当前美联储持有抵押贷款债券的规模，抵押贷款利率“可能比原本水平低 75 至 100 个基点”。截至 2026 年 2 月 27 日，Fedwatch 预期 2026 年 3 月降息 25bp 的概率上升至 7.4%，4 月降息概率为 24.7%。6 月份在 4 月份已经降息 25bp 的前提下再下降 25bp 的概率达 11.5%。风险提示：大宗商品价格波动风险；宏观政策变动风险。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭 证券分析师：徐沐阳
证券分析师：徐津晶)

固收点评 20260228：二级资本债周度数据跟踪 (20260224-20260227)

观点 一级市场发行情况： 本周（20260224-20260227）银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。 **二级市场成交情况：** 本周（20260224-20260227）二级资本债周成交量合计约 1132 亿元，较上周减少 913 亿元，成交量前三个券分别为 25 中行二级资本债 02BC（64.91 亿元）、25 中行二级资本债 03A(BC)（49.11 亿元）和 25 建行二级资本债 03BC（34.75 亿元）。分发行主体地域来看，成交量前三为广东省、山东省和山西省，分别约为 794 亿元、113 亿元和 58 亿元。从到期收益率角度来看，截至 2 月 27 日，5Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：4.90BP、5.15BP、5.15BP；7Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：5.21BP、3.11BP、3.11BP；10Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：3.34BP、1.89BP、1.89BP。 **估值偏离度前三十位个券情况：** 本周（20260224-20260227）二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交的比例小于溢价成交，折价成交的幅度大于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为 25 丽水莲都农商行二级资本债 01（-0.9076%）、21 甬城农商二级（-0.6211%）、24 渤海银行二级资本债 01（-0.3963%），其余折价率均在 -0.30% 以内。中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA 评级为主，地域分布以北京市、福建省、天津市居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 24 农行二级资本债 01B（0.4653%）、24 交行二级资本债 01B（0.4594%）、24 交行二级资本债 02B（0.4425%），其余溢价率均在 0.43% 以内。中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA 评级为主，地域分布以北京市、上海市、湖南省居多。 **风险提示：** Choice、Wind 信息更新延迟；数据披露不全。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶）

固收点评 20260228：绿色债券周度数据跟踪（20260224-20260227）

观点 一级市场发行情况： 本周（20260224-20260227）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 2 只，合计发行规模约 7.50 亿元，较上周减少 32.51 亿元。发行年限为 3 年；发行人性质为地方国有企业；主体评级为 AAA 级；发行人地域为江苏省、福建省；发行债券种类为定向工具、中期票据。 **二级市场成交情况：** 本周（20260224-20260227）绿色债券周成交额合计 514 亿元，较上周减少 56 亿元。分债券种类来看，成交量前三为非金公司信用债、金融机构债和利率债，分别为 247 亿元、195 亿元和 64 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 85.40%，市场热度持续；分发行主体行业来看，成交量前三的行业为金融、公用事业、交运设备，分别为 221 亿元、126 亿元和 20 亿元；分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、广东省、湖北省，分别为 159 亿元、54 亿元和 43 亿元。 **估值偏离度前三十位个券情况：** 本周（20260224-20260227）绿色债券周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交幅度小于溢价成交，折价成交比例小于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为 25 濮阳 G1（-0.8235%）、25 濮资 G3（-0.6151%）、25 和赢蔚能 ABN001BC 优先 A1(科创)（-0.2975%），其余折价率均在 -0.295% 以内。主体行业以金融、交通运输、公用事业为主，中债隐含评级以 AA、AA+、AAA- 评级为主，地域分布以北京市、重庆市、山东省居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 25 水能 G1（0.8064%）、26 焦资 G1（0.3285%）、20 广东债 05（0.2891%），其余溢价率均在 0.21% 以内。主体行业以金融、公用事业、交运设备为主，中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA 评级为主，地域分布以广东省、福建省、北京市居多。 **风险提示：** Choice 信息更新延迟；数据披露不全。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

行业

推荐个股及其他点评

携程集团-S (09961.HK): 2025 年报点评: 国际业务高速增长, 入境游战略持续深化

投资要点 事件: 2026 年 2 月 26 日, 携程集团发布 2025 年第四季度及全年业绩。25Q4 公司实现净收入 154.3 亿元(人民币, 下同), 同比增长 21%; 2025 全年净收入 624.1 亿元, 同比增长 17%。全年核心 OTA 业务实现总交易额(GMV)约 1.1 万亿元。25Q4 调整后 EBITDA 为 34.5 亿元, 同比增长 11%。全年调整后 EBITDA 为 189 亿元, 同比增长 11%。全年归母净利润 333 亿元(含投资收益), 全年 Non-GAAP 归母净利润 336 亿元, 同比增长 86%。 国际业务保持高增, 份额提升趋势显著。(1) 国际 OTA 平台: 2025 年全年 Trip.com 总预订量同比增长约 60%, 增速显著。亚太地区仍为核心运营区域, 公司在该区域的用户增长与品牌影响力进一步提升。(2) 出境游: 出境酒店和机票预订需求稳健, 尽管部分目的地市场存在波动, 但旅客通过灵活调整目的地选择维持了整体出境需求的韧性。公司持续加强与海外目的地及旅游局的合作, 提升目的地信息和服务标准。(3) 入境游: 2025 年公司服务约 2000 万入境游客, 连接平台上约 15 万家酒店, 其中超过 6.3 万家酒店为首次通过携程平台服务入境游客。入境游覆盖超过 6000 个景点, 40%以上为新开放的入境游景点。 国内旅游需求保持稳健, 私家团与银发经济拓展新增量。2025 年国内旅游消费需求总体稳定, 消费者对服务质量和可靠性的偏好进一步强化。(1) 私家团业务增长超 20%, 约 3500 家中小旅行社通过携程平台提供定制化私家团产品, 带动行业增量交易额约 110 亿元, 创造超 3 万个旅游相关就业岗位。(2) 银发经济方面, 公司推出文化、休闲、康养等主题旅游产品, 并在上海开设首家线下旗舰店, 结合 AI 对话式工具降低银发群体旅游规划门槛。Q4 老友会会员数及 GMV 同比增长超过 100%。(3) “演出+旅游”战略持续发力, 2025 年实现三位数增长, 全年售出 1540 场全球演出票务, 推动跨城出行及延长停留时间, 为住宿、交通及目的地服务合作伙伴创造增量机会。 盈利预测与投资评级: 国际业务延续高增态势, 入境游战略纵深推进。我们维持 2026-2027 年公司 non-GAAP 净利润预测 200/220 亿元, 新增 2028 年预测 239 亿元, 对应 2026-2028 年 non-GAAP 口径 PE 为 12/11/10 倍。我们看好公司国际业务成长空间及入境游战略红利释放, 维持“买入”评级。 风险提示: 海外竞争加剧、旅游需求波动、监管调查进展的不确定性。

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 张文雨)

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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>