

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2026-10-14

宏观策略

2026 年 10 月 14 日

晨会编辑 张良卫

执业证书: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

海外周报 20261011: 9 月美国 CPI 前瞻: 核心环比预计温和, 仍需关注油价扰动——海外周报 20261011

核心观点: 本周油价与美债利率趋稳带动全球股市和贵金属回暖, 美股反弹但 AI 交易略有降温、板块轮动加快。在近期走弱的 9 月非农就业、油价高位回落、以及美联储官员的鸽派发言后, 市场对 10 月加息预期回落至仅 17%, 关注下周公布的 9 月美国 CPI 数据: 当前市场预期总体 CPI 环比在油价上涨影响下显著反弹, 核心 CPI 环比路径保持+0.2%的温和路径。短期看, 美国通胀风险仍高度取决于油价, 10 月需要关注美伊冲突是否存在升级风险: 由于当前市场对 10 月加息的定价较低且近期回调已十分充分, 需关注 10 月因油价失控上涨而导致美联储提前加息的潜在风险。就策略而言, 我们维持 10 月不确定性高的判断: 中选前地缘风险维持高位, 对风险偏好构成持续压制; 11 月 3 日中选结果公布后, 更适合进行右侧的交易判断。

宏观量化经济指数周报 20261011: 9 月 PPI 同比增速或录得年内新高
国庆人均消费支出低于去年同期

宏观周报 20261011: 政策密集落地叠加加息预期缓和, 市场震荡中酝酿结构性机会

节前成交额萎缩至年内低位, 节后市场震荡反复, 量能尚未有效放大。展望后市, 我们认为 10 月万得全 A 指数或以交易性机会为主, 大级别趋势性行情仍然需要耐心等待, 但短期不妨可以乐观一些, 市场存在结构性机会, 短期或存在科技与红利并行的行情。

#海外政治: 美国中期选举观战指南

核心观点: 结合历史选情、综合民调和预测市场等数据, 我们认为中期选举后中期选举后特朗普丢失对两院的横扫优势可能性较大。在该情形下, 共和党丢失的席位越多, 美国财政边际紧缩程度料更明显; 左翼民主党上台越多, AI 发展与基础设施建设的政策限制料越严格。而在共和党保住横扫优势这一小概率情形下, 美伊冲突“持久化”的尾部风险料显著抬升。风险提示: 中期选举结果超出市场预期; 财政预算法案落地内容超预期; AI 监管法案落地节奏超预期。

固收金工

固收周报 20261011: 国常会后宏观政策集中落地, 如何影响债市交易节奏? (2026 年第 38 期)

我们建议保持中性久期, 不宜过度追多长端。现阶段以观望、谨慎波段思路应对, 控制新增配置力度, 耐心等待利率充分震荡打磨、调整至性价比高位后, 再分步提升持仓规模。后续需持续跟踪政策落地后的基本面数据、地方债发行节奏和新增政策信号, 等待下一轮催化。

固收周报 20261011: 转债关注平衡稳定型品种

节后转债市场跟随权益调整, 正股波动与高估值约束仍是影响转债表现的主要因素。国庆假期期间海外利率高位运行、科技成长波动加大, 相关

压力集中反映在节后行情中。当前转债市场整体估值仍不低，但流动性环境及配置需求仍提供一定支撑。策略上建议控制高价、高波动品种敞口，交易端关注核心成长资产调整后的修复机会，配置端优先选择业绩确定性较高、估值合理、强赎风险可控的平衡型品种。

固收点评 20261010：绿色债券周度数据跟踪（20260928-20261009）

一级市场发行情况：本周（20260928-20261009）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 4 只，合计发行规模约 13.23 亿元，较节前 9 月 21 日-9 月 24 日减少了 527.59 亿元。二级市场成交情况：本周（20260928-20261009）绿色债券周成交额合计 442.90 亿元，较节前 9 月 21 日-9 月 24 日减少 345.89 亿元。

固收点评 20261010：二级资本债周度数据跟踪（20260928-20261009）

一级市场发行情况：本周（20260928-20261009）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（20260928-20261009）二级资本债周成交量合计约 418.82 亿元，较 9 月 21 日-9 月 24 日减少了 1526.64 亿元。

固收点评 20261008：常青转债：高分子新材料特种单体及专用助剂主要企业

我们预计常青转债上市首日价格在 125.00-138.77 元之间。

行业

推荐个股及其他点评

三环集团（300408）：垂直一体化电子陶瓷龙头，MLCC 与 SOFC 共振成长

风险提示：技术迭代与新品开发不及预期，下游需求波动及 AI 服务器需求不及预期，行业竞争加剧及价格战风险。

新乳业（002946）：聚焦新鲜，穿越周期

我们预计公司 2026~2028 年归母净利为 8.6、10.0、11.4 亿元，同比增长 18.1%、16.4%、13.5%，对应 PE 为 15、13、11x，基于低温业务增势延续、内部经营治理成效陆续兑现，同时非经科目影响相对较轻，公司盈利进入上升通道，首次覆盖，给予“买入”评级。

新宙邦（300037）：2026Q3 业绩预告点评：电解液盈利稳定，电子信息化学品增量显著

盈利预测与投资评级：我们维持 26-28 年归母净利润预期 22.3/30.0/37.6 亿元，同比+103%/+34%/+25%，对应 PE 为 20/15/12x，给予 27 年 25x PE，目标价 99.5 元，维持“买入”评级。风险提示：市场竞争加剧，销量不及预期。

宏观策略

海外周报 20261011: 9月美国 CPI 前瞻: 核心环比预计温和, 仍需关注油价扰动——海外周报 20261011

核心观点: 本周油价与美债利率趋稳带动全球股市和贵金属回暖, 美股反弹但 AI 交易略有降温、板块轮动加快。在近期走弱的 9 月非农就业、油价高位回落、以及美联储官员的鸽派发言后, 市场对 10 月加息预期回落至仅 17%, 关注下周公布的 9 月美国 CPI 数据: 当前市场预期总体 CPI 环比在油价上涨影响下显著反弹, 核心 CPI 环比路径保持+0.2%的温和路径。短期看, 美国通胀风险仍高度取决于油价, 10 月需要关注美伊冲突是否存在升级风险: 由于当前市场对 10 月加息的定价较低且近期回调已十分充分, 需关注 10 月因油价失控上涨而导致美联储提前加息的潜在风险。就策略而言, 我们维持 10 月不确定性高的判断: 中选前地缘风险维持高位, 对风险偏好构成持续压制; 11 月 3 日中选结果公布后, 更适合进行右侧的交易判断。 大类资产: 本周 (10 月 5 日至 10 月 11 日), 油价与美债利率趋稳带动全球股市和贵金属回暖, 美股反弹但 AI 交易略有降温、板块轮动加快。全周来看, 受益于美债利率见顶回落的铜、金等金属涨幅靠前, 全球股市延续分化, 美股和日股领涨, 人民币和美元上涨, 欧元延续走弱。 美债利率: 本周美债利率触顶回落, 曲线趋平, 期限利差收敛, 这主要来自法债外溢效应的边际缓释、以及好于预期的美债拍卖结果对需求担忧的缓解。进一步从美债期限溢价的结构来看, 我们发现下半年以来 2 年美债期限溢价与油价的走势高度同步; 由于与长端美债期限溢价相比, 2 年美债期限溢价更多反映了市场对短期美国增长、通胀和政策不确定性的担忧 (而非更长期的债务可持续性、美债供需失衡等问题), 这表明, 油价的高企导致市场越来越在定价未来 2 年美国增长和通胀的不确定性。从趋势看, 导致美债期限溢价走高的驱动因素部分已经得到缓解, 部分则正在发酵。下一步美债利率的“转机”可能在哪里? 短期看, 需要见到日、法等外部风险冲击的消除; 中期看, 若特朗普在中期选举后输掉“横扫”局面, 并在明年引发紧财政与 AI 产业政策收紧风险, 则可以成为美债利率下行的一个巨大动力, 尽管这对于缓解美债问题而言仍是“治标不治本”。 9 月美国 CPI 前瞻: 在近期走弱的 9 月非农就业、油价高位回落、以及美联储官员的鸽派发言后, 市场对 10 月加息预期从最高的 70%以上回落至最新的仅 17%。下周公布的 9 月美国 CPI 数据将是 10 月 FOMC 会议前的最重磅数据之一。北京时间 10 月 14 日 (周三) 20:30, BLS 将公布 9 月美国 CPI。当前市场预期总体 CPI 环比在油价上涨影响下显著反弹, 核心 CPI 环比路径保持+0.2%的温和路径。 从积极方面看, 由于 8 月美国 CPI 环比的超预期大部分来自单月数据的异常, 市场预计这一趋势难以持续。然而, 在当前市场对核心 CPI 路径的温和预期下, 短期内美国通胀及通胀预期的上行风险高于下行风险, 主要来自油价的高度不确定性。10 月需要关注美伊冲突是否存在升级风险: 若近期油价再度冲高且居高不下, 可能导致美联储 10 月不得不因潜在的通胀上行风险而“提前”加息。中期看, 油价的反复也意味着, 上述我们此前看好的“高油价带来的基数效应”意义减弱: 一来是油价的回落幅度有限, 产生的基数效应更加有限; 二来是高油价的持续意味着通胀更大的扩散风险。就策略而言, 短期看, 由于当前市场对 10 月加息的定价较低、近期的回调已十分充分, 需要关注 10 月因油价失控上涨而导致美联储提前加息的潜在风险。 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 20261011: 9 月 PPI 同比增速或录得年内新高

观点 周度 ECI 指数: 从周度数据来看, 截至 2026 年 10 月 11 日, 本周 ECI 供给指数为 50.18%, 较节前环比回升 0.02 个百分点; ECI 需求指数为 49.96%, 较节前回升 0.01 个百分点。从分项来看, ECI 投资指数为 49.97%, 较节前环比回落 0.01 个百分点; ECI 消费指数为 49.78%, 较节前环比回落 0.01 个百分点; ECI 出口指数为 50.19%, 较节前环比回升 0.02 个百分点。 月度 ECI 指数: 从 10 月第一周的高频数据来看, ECI 供给指数为 50.18%, 较 9 月回升 0.02 个百分点; ECI 需求指数为 49.96%, 较 9 月回升 0.02 个百分点。从分项来看, ECI 投资指数为 49.97%, 较 9 月回落 0.01 个百分点; ECI 消费指数为 49.78%, 较 8 月回升 0.01 个百分点; ECI 出口指数为 50.19%, 较 9 月回升 0.02 个百分点。 经济高频数据: 生产: 节后汽车轮胎开工率修复偏慢。工业生产方面, 节后主要行业开工率保持平稳运行, 焦炉开工率和高炉开工率等上游行业开工率均较节前出现边际回暖, 而汽车轮胎开工率节后修复较慢, 较去年节后同期明显偏弱。

消费: 国庆人均消费支出低于去年同期。服务消费方面, 根据文旅部发布的统计数据, 国庆节假期 7 天, 全国国内出游 8.26 亿人次, 国内出游总花费 7383.75 亿元, 按可比口径(日均)同比 2025 年分别增长 6.3%、4.3%, 人均消费支出约为 894 元, 低于去年同期的 911 元。商品消费方面, 9 月乘用车零售虽然环比出现一定改善, 但同比降幅仍大, 指向乘用车零售“金九”成色偏弱。 地产: 新房和二手房销售同比出现改善。本周(10 月 3 日至 10 月 9 日)主要城市新房和二手房销售均环比季节性回落, 但在地产贴息政策的带动下, 两者同比增速均出现改善。截至 10 月 10 日, 10 月 30 大中城市商品房成交面积同比增速录得 22.4%(9 月-10.7%), 18 城二手房成交面积同比增速录得 50.0%(9 月-0.7%)。

出口: 韩国 9 月出口增速录得年内新高。从海外数据来看, 9 月份全球需求延续回暖态势, 9 月韩国出口增速录得 83.5% 的年内新高, 9 月全球制造业 PMI 也较 8 月进一步回暖, 我们预计 9 月出口仍将延续同比 20% 以上的高增速。

物价: 9 月 PPI 同比增速或录得年内新高。国内方面, 节后猪肉和蔬菜价格边际有所回落, 但整体波动不大, 同比增速也保持平稳运行; 国际方面, 9 月以来原油价格上行后在 100 美元/桶附近高位震荡, 或使 9 月 PPI 环比明显上行, 我们预计 9 月 PPI 同比增速或录得年内新高。

整体来看, 在国常会提出要加大宏观政策逆周期调节力度以来, 经济供需两端均呈现出边际修复的特征, 尤其是地产贴息政策落地后, 地产销售景气度出现了明显回暖, 但仍需进一步观察其持续性。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 20261011: 政策密集落地叠加加息预期缓和, 市场震荡中酝酿结构性机会

基金数据统计: (2026.9.28-2026.10.9) 权益类 ETF 基金规模变化统计: 基金规模变化排名前三名的权益类 ETF 类型分别为: 跨境规模指数 ETF (79.48 亿元), 策略指数 ETF (41.16 亿元), 跨境策略指数 ETF (2.61 亿元), 基金规模变化排名后三名的权益类 ETF 类型分别为:

主题指数 ETF (-444.15 亿元), 跨境主题指数 ETF (-103.07 亿元), 规模指数 ETF (-27.72 亿元)。权益类 ETF 跟踪指数基金规模变化: 变化排名前三名的指数分别为: 中证 1000 (56.09 亿元), 上证指数 (37.87 亿元), 科创 50 (19.41 亿元)。变化排名后三名的指数分别为: 半导体材料设备 (-89.70 亿元), 科创芯片 (-68.74 亿元), 科创半导体材料设备 (-58.32 亿元)。权益类 ETF 跟踪指数基金份额变化: 份额变化排名前三名的指数分别为: 科创 50 (136.94 亿份), 上证指数 (38.87 亿份), 恒生科技 (36.03 亿份)。变化排名后三名的指数分别为: 电力指数 (-8.87 亿份), 标普 A 股红利 (-7.55 亿份), 300 医药 (-6.15 亿份)。市场行情展望: (2026.10.12-2026.10.16) 观点: 政策密集落地叠加加息预期缓和, 市场震荡中酝酿结构性机会。模型研判: 10 月月度宏观模型为-1 分 (今年模型分数前 9 个月判断正确 7 个月), 历史上该分数后万得全 A 后续一个月上涨概率 57.14%、平均收益率-1.14%, 正收益平均 1.59%、负收益平均-4.77%, 说明模型认为 10 月万得全 A 指数或以震荡为主, 如果上涨, 则涨幅可能有限, 如果调整的话, 那么尾部风险较大。另外技术择时模型显示, 部分宽基指数和科技方向存在短期超跌反弹机会, 反弹后仍有反复震荡可能。资金层面: 近 5 个交易日, 科创 50 份额增加 136.94 亿份、上证指数增加 38.87 亿份、恒生科技增加 36.03 亿份, 说明部分宽基与科创方向获得资金逆势布局。宏观维度: 美联储 9 月会议纪要显示鹰派共识, 预计年内还将加息一次, 10 年期美债收益率一度升破 5.27% 创 2007 年以来新高。但美国 9 月非农仅新增 2.9 万人、8 月核心 PCE 同比降至 3.0%, 双双低于市场预期, 10 月加息概率骤降; 七国集团同意联手释放 1 亿桶能源储备平抑油价。整体来看, 加息预期先升后降, 美债与油价仍是海外市场主要扰动。市场方面: 节前成交额萎缩至年内低位, 节后市场震荡反复, 量能尚未有效放大。展望后市, 我们认为 10 月万得全 A 指数或以交易性机会为主, 大级别趋势性行情仍然需要耐心等待, 但短期不妨可以乐观一些, 市场存在结构性机会, 短期或存在科技与红利并行的行情。基金配置建议: 根据上述研判, 我们认为市场在震荡期, 红利与微盘或仍为相对稳妥的选择, 科技方向则存在短期超跌反弹的机会。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)

#海外政治: 美国中期选举观战指南

核心观点: 结合历史选情、综合民调和预测市场等数据, 我们认为中期选举后特朗普丢失对两院的横扫优势可能性较大。在该情形下, 共和党丢失的席位越多, 美国财政边际紧缩程度料越明显; 左翼民主党上台越多, AI 发展与基础设施建设的政策限制料越严格。而在共和党保住横扫优势这一小概率情形下, 美伊冲突“持久化”的尾部风险料显著抬升。中期选举结果预测: 特朗普失去横扫优势或成定局。①从历史上看, 失利已是历届总统在中期选举中的常态, 从 1946 年以来的 20 次中选来看, 总统所在的执政党在众议院、参议院平均要失去 25.7 席、3.3 席; 而对于在大选中实现横扫 (同时拿下白宫、众议院、参议院) 的 11 位美国总统而言, 能延续横扫优势的只有 4 位, 概率仅有 36.36%。②从综合民调数据来看, 特朗普的综合民调支持率已降至 38.2%, 为本届任期内最低水平。美伊冲突的持续存在推高油价, 而不断走高的生活成本带来的通胀担忧是令特朗普支持率节节走低的重要原因之一。③结合各个州/选区民调及预测市场数据进行分析, 共和党输掉众议院多数席位几乎已是“板上钉钉”, RCP 预期民主党与共

和党在中选后的席位对比为 226-185，民主党已经获得了超半数所需的 218 个席位。但由于参议院仅改选 100 席中的 35 席，且目前 6 大摇摆州中民主党和共和党参议员候选人的民调支持率差距较小，因此参议院多数席位控制权的归属仍存在一定的不确定性。但整体来看，我们预计今年中期选举特朗普都将失去此前在 2024 年总统大选中获得的“横扫优势”。中期选举后续推演：目前来看，中期选举后特朗普丢失对两院的横扫优势可能性较大，特朗普同时保住两院多数优势的可能性较小。而两种不同的结果对特朗普本届任期后半段的诸多政策也将产生不同的影响。

共和党失去横扫优势：由于特朗普仍拥有总统否决权，因此即使民主党中选后在两院均取得多数席位，其核心议程仍需要与共和党进行政治措施与谈判。总体来看，共和党丢失的席位越多，其国会谈判筹码越少，在财政、AI 监管等关键领域特朗普政府需要作出的政策让步也就越大。

① 财政政策方面，从历史回归分析来看，执政党丢失席位越多，美国财政边际紧缩的程度越明显。而本次共和党失去横扫优势后的“财政紧缩”背后的重要推手来自于联邦政府将在 2027 年再次面临债务上限约束。两党或效仿 2011 年预算控制法案，以减少赤字换取新一轮债务上限抬升。但需要注意的是，在选举政治的约束下，两党均缺乏承担增税或削减福利等政治成本的动力，导致财政整顿长期让位于短期选民利益，美国债务可持续性因此仍将长期存在。

② AI 监管方面，共和党丢失席位越多，民主党料在国会推动更严格的 AI 基础设施监管，具体体现在要求科技企业更多承担数据中心扩张所带来的电网升级、电力供应及环境等外部成本，从而推升数据中心建设的单位资本开支与边际投资成本，并对 AI CAPEX 扩张形成一定约束。此外左翼民主党上台人数越多，AI 监管向限制前沿模型训练、数据中心扩张乃至整个 AI 行业发展速率延伸的风险就越高。

共和党横扫国会：尽管当前民主党占据全面优势，但选区重划仍提高了共和党在 2026 年众议院选举中的结构性缓冲，令共和党保住横扫优势这一尾部情形存在可能。该情形下美伊冲突“持久化”的风险将显著提升。一方面，国会通过《战争权力决议》限制总统军事行动的能力将持续被削弱；另一方面，特朗普通过财政法案为其军事行动提供保障的可能也大大增加。共和党横扫虽并不必然意味着美伊冲突持续升级，但对政治约束的削弱和对财政支持的提升，将使得其更容易转向成本可承受、烈度可调节但持续时间更长的持久化状态。

风险提示：中期选举结果超出市场预期；财政预算案落地内容超预期；AI 监管法案落地节奏超预期。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：张佳炜 证券分析师：韦玮
证券分析师：王茁）

固收金工

固收周报 20261011：国常会后宏观政策集中落地，如何影响债市交易节奏？（2026 年第 38 期）

观点 国常会后宏观政策集中落地，如何影响债市交易节奏？2026.9.28-2026.9.30 以及 2026.10.8-2026.10.9 的五个交易日中，10 年期国债活跃券 260016 收益率从 9 月 24 日的 1.67% 上行 0.6bp 至 10 月 9 日的 1.6760%。周度复盘：9 月 28 日，央行早盘为跨季流动性安排保驾护航，资金利率出现下行。短端利率受到资金宽松支撑，但长端债券的交易止盈情绪浓厚，利率出现明显上行，全天 10 年期国债活跃券 260016 收益率上行 0.15bp。9 月 29 日，9 月 28 日晚间发布国常会通稿，指出加大宏观政策逆周期调节力度，综合运用并适时调整货币

政策工具，增加再贷款额度，用好地方政府债务结存限额。货币和财政配合发力，其中针对货币政策部分较此前更为细化，加之资金宽松跨季，债市情绪升温，各期限收益率均有不同程度的下行，全天10年期国债活跃券260016收益率下行0.9bp。9月30日，隔夜央行重磅政策公布，包括PSL降息并且新增“六张网”投资范围，以及首套房贷贴息1个百分点。9月29日下午债市已经开始演绎“降息和贴息”行情，9月29日组合拳出台后，出现信用扩张和基本面企稳的预期，债市明显回调，全天10年期国债活跃券260016收益率上行1.25bp。10月8日，节后首个交易日，债券市场低开震荡，各期限均有不同程度的回调，体现节前获利盘有集中止盈的情绪。午后震荡格局延续，买盘以银行配置盘为主，交易型机构偏谨慎，全天10年期国债活跃券260016收益率上行0.7bp。10月9日，节后资金回流，银行间资金价格回落，整体流动性平稳偏宽松。10月8日债市调整之后，10月9日情绪回暖，开盘利率即小幅下行。午间一级市场国债招标落地，中标收益率低于二级市场水平，对二级市场形成支撑。午后随着证券和基金两大交易盘的轮番买入，利率出现明显下行，尤其是超长端利率的下行幅度最大，全天10年期国债活跃券260016收益率下行0.6bp。周度思考：当前债市处于区间震荡、结构性分化格局，国庆节前后利率呈现出先下行、政策落地后回调、节后继续止盈调整、随后再度修复的走势，波段博弈属性较强，交易确定性偏弱。政策维度，国常会提出加大宏观逆周期调节，财政方面，盘活5000亿元地方政府债务结存限额政策出台，该额度用于补充地方财力、化解存量债务以及支持重点项目建设，意味着四季度地方债供给将有所放量，一方面托底基建投资、夯实稳增长力度，对基本面预期形成修复，另一方面新增供给也会对长端债券形成一定供给压力。货币方面，PSL降息并且扩容至“六张网”、首套房房贷贴息等举措，表明本轮政策组合均属于定向结构性宽信用工具，并非总量强刺激。年内全面降息的博弈可能性或回落，债市缺少突破性利多催化。流动性层面，央行持续通过多期限逆回购呵护跨季资金，资金面整体中性偏宽松，短端收益率获得稳定支撑。超长端则受配置需求带动存在结构性修复机会，但上行下行弹性均有限。30年期国债收益率若震荡上行至2.15%，有望形成阶段性较佳配置点位。我们建议保持中性久期，不宜过度追多长端。现阶段以观望、谨慎波段思路应对，控制新增配置力度，耐心等待利率充分震荡打磨、调整至性价比高位后，再分步提升持仓规模。后续需持续跟踪政策落地后的基本面数据、地方债发行节奏和新增政策信号，等待下一轮催化。美国2026年9月ISM指数，失业率，非农就业人数以及最新失业金等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？上周海外方面，全球大类资产延续高利率约束下的结构性分化，地缘风险、货币政策预期与AI商业化前景共同影响市场定价。考虑到国内国庆休市，海外市场的观察窗口需要向前延伸至9月末：9月最后一周美债遭遇明显调整，反映市场在能源供应恢复预期与通胀压力之间反复博弈。进入10月后，美联储9月会议纪要显示决策层虽然普遍支持此前加息，但对后续紧缩节奏存在分歧；与此同时，美国就业与消费者信心数据边际走弱，进一步增加了政策路径的不确定性。截至10月9日，10年期美债收益率仍位于5.24%附近，标普500、道指和纳指全周分别上涨约1.04%、0.89%和0.52%，显示权益市场仍具韧性，但成长板块的相对优势有所减弱。商品方面，美伊谈判及霍尔木兹海峡通航预期反复，国际油价维持高位波动。我们认为，当前市场已经不再单纯交易地缘供给冲击，而是开始更加关注高能源价格对通胀、实际购买力及货币政策的持续影响。尤其需要注意，外交谈判取

得进展并不等于能源供应即时恢复，而地缘风险边际缓和也未必直接带来美债利率回落。中期来看，若能源供应逐步恢复、美国需求放缓得到进一步确认，则通胀和利率压力有望逐步缓和；但在通胀预期仍高、长端利率处于高位的背景下，海外成长资产进一步扩张估值的空间仍受到约束。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 9 月 ISM 制造业与服务业 PMI 双双回落但仍在扩张区间，失业率小幅抬升，经济呈现“增长边际放缓、韧性未失”的组合。数据显示，9 月 ISM 制造业 PMI 较上月小幅回落，服务业 PMI 回落幅度略大，两项指数虽连续处于荣枯线上方、扩张区间未破，但边际动能均有减弱，反映高利率环境对经济活动的抑制正在逐步显现。数据显示，美国 9 月失业率为 4.2%，较 8 月的 4.1% 上升 0.1 个百分点，25 岁及以上劳动参与率持平于 62.7%，均高于市场预期，劳动力市场的松弛化进程延续但幅度温和。综合来看，ISM 回落与失业率抬升指向经济边际降温，但距离衰退阈值仍有距离，“软着陆”叙事未被证伪，这一组合尚不足以动摇美联储依赖数据决策的立场。(2) 美国 9 月非农就业延续低速增长、当周初请失业金人数维持年内低位，劳动力市场韧性仍存，就业端尚不构成政策转向的充分条件。数据显示，美国 9 月季调后非农就业人数较 8 月小幅增加，同比增速与上月持平，同比增速维持于低位，就业总量延续温和扩张，与失业率小幅上行相互印证——新增就业吸纳能力减弱，但尚未推动失业率快速走高。数据显示，截至 10 月 3 日当周，美国初次申请失业金人数为 19.7 万人，较前一周的 19.9 万人减少 0.2 万人，继续处于年内低位；持续领取失业金人数为 171.6 万人，较前一周增加 1.7 万人，整体平稳。综合来看，非农低速增长叠加初请低位，劳动力市场呈“温和降温但未失速”格局，为美联储保留了继续评估加息的空间，也意味着通胀仍是政策的核心矛盾。(3) 美联储 9 月加息落地后市场预期快速转向，10 月再度加息 25 个基点的概率大幅回落至 19.4%，年内下一次加息的时点押注后移至 12 月。数据显示，截至 10 月 9 日，CME FedWatch 显示市场预期 10 月 28 日会议维持利率于 3.75%—4.00% 的概率升至 80.6%，加息 25 个基点至 4.00%—4.25% 的概率降至 19.4%，较 9 月 26 日的 64.2% 大幅回落 44.8 个百分点；12 月 9 日会议累计加息一次、将利率推升至 4.00%—4.25% 的概率为 67.7%，反映市场在国庆假期前后对“紧缩顶点”的定价发生了明显切换。官员表态方面，美联储理事沃勒表示，若经济数据继续符合预期，未来仍需进一步加息以推动通胀及时回归 2% 的目标，但加息时机存在一定灵活性、不必在连续的政策会议上进行；他同时警告，近期通胀加速可能推升消费者与企业的通胀预期，是当前最需警惕的风险。综合来看，经济数据温和降温推动市场加息预期显著回落，但官员表态仍保留年内加息选项，短期美债收益率或维持高位震荡、上行斜率放缓。风险提示：(1) 历史经验不代表将来：政策将跟随基本面产生变动，因而各类政策出台的时间点或快于或慢于我们当前预估的基准情形。(2) 经济基本面变化超预期：本文的分析和推论仅针对已有事实，未来发展具有不确定性。

(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)

固收周报 20261011：转债关注平衡稳定型品种

节后转债市场跟随权益调整，正股波动与高估值约束仍是影响转债表现的主要因素。国庆假期期间海外利率高位运行、科技成长波动加大，相关压力集中反映在节后行情中。当前转债市场整体估值仍不低，但流动性环境及配置需求仍提供一定支撑。策略上建议控制高价、高波

动品种敞口，交易端关注核心成长资产调整后的修复机会，配置端优先选择业绩确定性较高、估值合理、强赎风险可控的平衡型品种。本周海外方面，全球大类资产延续高利率约束下的结构性分化，地缘风险、货币政策预期与 AI 商业化前景共同影响市场定价。考虑到国内国庆休市，海外市场的观察窗口需要向前延伸至 9 月末：9 月最后一周美债遭遇明显调整，10 年期美债收益率累计上行约 16BP，9 月 25 日一度升至 5.16% 附近，而 WTI 原油全周下跌约 3.8%，反映市场在能源供应恢复预期与通胀压力之间反复博弈。进入 10 月后，美联储 9 月会议纪要显示决策层虽然普遍支持此前加息，但对后续紧缩节奏存在分歧；与此同时，美国就业与消费者信心数据边际走弱，进一步增加了政策路径的不确定性。截至 10 月 9 日，10 年期美债收益率仍位于 5.24% 附近，标普 500、道指和纳指全周分别上涨约 1.2%、0.9% 和 0.6%，显示权益市场仍具韧性，但成长板块的相对优势有所减弱。商品方面，美伊谈判及霍尔木兹海峡通航预期反复，国际油价维持高位波动。我们认为，当前市场已经不再单纯交易地缘供给冲击，而是开始更加关注高能源价格对通胀、实际购买力及货币政策的持续影响。尤其需要注意，外交谈判取得进展并不等于能源供应即时恢复，而地缘风险边际缓和也未必直接带来美债利率回落。中期来看，若能源供应逐步恢复、美国需求放缓得到进一步确认，则通胀和利率压力有望逐步缓和；但在通胀预期仍高、长端利率处于高位的背景下，海外成长资产进一步扩张估值的空间仍受到约束。国内方面，国庆节后市场呈现海外风险集中消化、科技成长调整与防御板块相对占优的特征。9 月末国内政策延续对经济增长和流动性的支持，房贷贴息政策落地，央行进一步强化对重点领域的金融支持，为节后资产定价提供了一定政策基础。但 10 月 1 日至 7 日 A 股休市，海外市场在此期间的利率上行、科技股波动及地缘风险变化集中反映在 10 月 8 日的市场表现中。10 月 8 日至 9 日两个交易日，上证指数、深证成指、创业板指分别下跌 0.74%、1.91% 和 2.93%，科创 50 在节后首日跌近 5%，光通信、半导体等前期强势方向调整明显，能源、航运、银行等板块表现相对占优。我们认为，本轮调整一方面反映海外高利率和 AI 产业预期变化对国内成长板块形成的估值映射，另一方面也体现出节前部分科技资产交易拥挤、资金兑现收益的压力。债市方面，9 月末临近季末时资金面存在一定扰动，节后 10 月 8 日债市表现偏弱，10 月 9 日国债期货全线收涨、现券收益率多数回落，说明国内债市尚未形成持续性的利率上行趋势。整体而言，国内资产定价仍处于政策托底与产业分化并存阶段，外部冲击更多通过风险偏好和结构性估值调整传导，而非直接改变国内流动性环境。后续权益市场能否企稳，仍需观察节后成交持续性、科技板块业绩兑现情况以及政策预期向实际需求的传导效果。转债方面，节后市场延续调整，但相较权益表现仍具一定防御性。10 月 8 日至 9 日，中证转债指数累计下跌 0.74%，弱于上一交易周的 0.61% 跌幅，但好于同期中证全指 1.38% 的跌幅；10 月 9 日中证转债指数反弹 0.18%，收于 465.49 点。从市场结构看，转股价值 120 至 130 元的高平价转债调整幅度较大，部分中等平价品种相对占优，反映前期依赖正股弹性、估值较高的品种在风险偏好下降时更容易受到冲击。截至 10 月 9 日，存量转债平均价格约 128.73 元，平均转股溢价率约 48.11%，后者处于 2023 年以来约 83% 的历史分位，说明虽然市场经历连续调整，但估值尚未回到明显低估区间。我们认为，当前转债市场的核心矛盾仍在于权益波动加大与转债估值韧性并存：一方面，正股调整对高平价、高波动品种的冲击更加直接；另一方面，转债市场的存量供给、固收+配置需求以及部分品种的债底保

护，仍有助于缓和整体价格调整幅度。因此，现阶段尚不宜将短期调整直接判断为全面配置机会，也不建议在节后修复初期无差别提高组合弹性。策略上建议继续保持中性偏防御的仓位结构，交易端围绕基本面未发生实质变化、前期调整充分的核心成长资产寻找反弹机会，适度降低交易拥挤、溢价率偏高和强赎风险较大的品种敞口；配置端继续关注业绩确定性较高、正股估值合理且具备一定债底保护的平衡型标的，在控制组合回撤的基础上保留参与权益修复的能力。主题层面，建议围绕产业基本面兑现与中期安全逻辑寻找结构性机会，而非简单追逐节后相对强势方向。第一，AI算力与半导体产业链仍具备中期景气支撑，但当前市场关注点正在从资本开支规模转向实际商业化回报。海外AI基础设施融资需求持续增长，数据中心、电力及芯片采购仍具有较强投资需求，但与此同时，相关项目的融资成本、投资回报和商业化进度开始受到更严格审视。节后国内光通信、半导体板块调整明显，说明产业景气并不足以完全对冲估值和风险偏好波动。后续建议重点关注订单兑现、盈利增长与估值匹配程度较高的核心环节，等待情绪消化后的右侧机会。第二，能源安全与新型电力系统的中期逻辑仍具持续性。霍尔木兹海峡通航不确定性反复强化全球能源供应链脆弱性，能源自主、储能、电网建设及电力基础设施投资的重要性进一步凸显；同时，AI数据中心建设带来的电力需求扩张，也使能源安全与算力基础设施形成一定产业交集。第三，资源安全与高股息防御资产仍具组合配置意义，节后能源、银行等板块相对占优，反映资金在外部不确定性上升时重新重视现金流稳定性与盈利确定性，但在部分防御资产已经阶段性走强的情况下，同样需要关注估值与交易拥挤问题。整体而言，当前转债策略仍应坚持“控制高波动敞口、把握核心成长修复、配置平衡型品种”的组合思路，短期重点关注海外长端利率、地缘谈判实际进展及国内成长板块风险偏好的修复情况，中期则回到业绩兑现和转债估值性价比两个核心变量。下周转债平价溢价率修复潜力最大的高评级、中低价前十名分别为：金田转债、华海转债、大参转债、财通转债、上银转债、盛虹转债、国泰转债、节能转债、温氏转债、立讯转债。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）

固收点评 20261010：绿色债券周度数据跟踪（20260928-20261009）

观点 一级市场发行情况： 本周（20260928-20261009）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券4只，合计发行规模约13.23亿元，较节前9月21日-9月24日减少了527.59亿元。发行年限为5年以上中长期为主；发行人性质为地方国有企业和央企子公司；主体评级以AA+级为主；发行人地域为北京市、广东省；发行债券种类为企业ABS、交易商协会ABN。 二级市场成交情况： 本周（20260928-20261009）绿色债券周成交额合计442.90亿元，较节前9月21日-9月24日减少345.89亿元。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222.08亿元、167.68亿元和41.12亿元；分发行期限来看，3Y以下绿色债券成交量最高，占比约86.27%，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186亿元、104亿元和18亿元；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150亿元、50亿元和41亿元。 估值偏离度前三十个券情况： 本周（20260928-20261009）绿色债券周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交幅度大于溢价成交，折价成交比例大于溢价成交。 折

价个券方面，折价率前三的个券为 26 威绿 G1 (-0.7756%)、25 郑交 02 (-0.4836%)、25 水能 G1 (-0.2212%)，其余折价率均在 -0.21% 以内。主体行业以金融、交通运输、综合为主，中债隐含评级以 AAA-、AA+、AAA+ 评级为主，地域分布以北京市、广东省、湖南省居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 GY 运达 01 (0.6915%)、G26 铁道 2 (0.5837%)、26 粤风优 (0.2979%)，其余溢价率均在 0.22% 以内。主体行业以金融、公用事业、交通运输为主，中债隐含评级以 AAA、AAA-、AA+ 评级为主，地域分布以北京市、福建省、天津市居多。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)

固收点评 20261010：二级资本债周度数据跟踪 (20260928-20261009)

观点 一级市场发行情况：本周 (20260928-20261009) 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 (20260928-20261009) 二级资本债周成交量合计约 418.82 亿元，较 9 月 21 日-9 月 24 日减少了 1526.64 亿元，成交量前三个券分别为 26 农行二级资本债 03BC (61.64 亿元)、26 建行二级资本债 02BC (24.00 亿元) 和 26 工行二级资本债 05BC (23.12 亿元)。分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和福建省，分别约为 328.60 亿元、25.07 亿元和 18.60 亿元。从到期收益率角度来看，截至 10 月 9 日，5Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较 9 月 24 日涨跌幅分别为 -0.45 BP、-0.87 BP、-0.87 BP；7Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较 9 月 24 日涨跌幅分别为：-0.13 BP、-0.66 BP、-0.66 BP；10Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较 9 月 24 日涨跌幅分别为：-0.23 BP、-0.23 BP、-1.23 BP。估值偏离度前三十位个券情况：本周 (20260928-20261009) 二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交的比例大于溢价成交，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 21 邮储银行二级 02 (-0.4393%)、21 建设银行二级 06 (-0.4167%)、24 盛京银行二级资本债 01 (-0.2163%)，其余折价率均在 -0.15% 以内。中债隐含评级以 AAA-、AA+、A+ 评级为主，地域分布以北京市、上海市、辽宁省居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 23 汉口银行二级资本债 02 (0.4161%)、25 吉林银行二级资本债 02 (0.2374%)、23 厦门国际二级资本债 01 (0.0638%)，其余溢价率均在 0.06% 以内。中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA 评级为主，地域分布以北京市、浙江省、福建省居多。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 20261008：常青转债：高分子新材料特种单体及专用助剂主要企业

事件 常青转债 (113711.SH) 于 2026 年 9 月 28 日开始网上申购：总发行规模为 8.00 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于泰州高分子新材料生产基地 (一期) 项目。当前债底估值为 97.03 元，YTM 为 2.19%。常青转债存续期为 6 年，中诚信国际信用评级有限责任公司资信评级为 AA-/AA-，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.2%、0.4%、0.6%、1.0%、1.5%、2.0%，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 2.71% (2026-09-24) 计算，纯债价值为 97.03 元，纯债对应的 YTM 为 2.19%，债底保护较好。当前转换平价为 97.63 元，平价溢价率为 2.43%。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 04 月 09 日至 2032 年 09 月 27 日。初

始转股价 24.01 元/股，正股常青科技 9 月 24 日的收盘价为 23.44 元，对应的转换平价为 97.63 元，平价溢价率为 2.43%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 7.60%。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 24.01 元计算，转债发行 8.00 亿元对总股本稀释率为 7.60%，对流通盘的稀释率为 7.60%，对股本摊薄压力较小。

观点 我们预计常青转债上市首日价格在 125.00-138.77 元之间。综合可比标的以及实证结果，考虑到常青转债规模适中，评级适中，所属题材赛道具有一定成长性，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 125.00-138.77 元之间。原股东优先配售比例为 88.66%，中签率为 0.0009%。根据 2026 年 9 月 28 日披露的《网上中签率及优先配售结果公告》，本次常青转债网上实际中签率为 0.0009%，原股东优先配售比例高达 88.66%（709,260 手），网上社会公众投资者实际获配 90,740 手、仅占发行总量的 11.34%，网上有效申购户数达 10,269,698 户、有效申购数量约 1.02 万亿元，本次网上中签率偏低、中签难度较大。

常青科技是一家专业从事高分子新材料特种单体及专用助剂的研发、生产和销售的高新技术企业。主要产品用于高分子新材料的制造，为下游高分子新材料的产品制造、性能改善、功能增强提供支撑，在下游高分子新材料产业体系中有用量小、作用大、附加值高的特点。作为新材料产业的细分、前沿、关键领域，下游应用辐射范围广、行业跨度大，是支撑中国制造实现突破的重要基础。公司掌握特种单体一步合成和择型技术，部分产品打破国外垄断、实现国产替代，是细分领域龙头。

2021 年以来公司营收总体增长，2021-2025 年复合增速为 8.12%。营业收入同比增速总体波动，2021-2025 年收入分别为 7.58、9.64、10.19、10.80、10.36 亿元，2025 年同比下降 4.05%；2026 年上半年收入 7.06 亿元，同比增长 45.67%。归母净利润总体波动，2021-2025 年复合增速为 2.43%，2025 年归母净利润 1.58 亿元，同比下降 22.57%；2026 年上半年为 1.40 亿元，同比上涨 99.16%。

公司收入高度集中于高分子特种树脂单体和助剂两大业务，其他业务占比较低。2023—2025 年，高分子特种树脂单体收入分别为 6.18 亿元、6.71 亿元和 6.56 亿元，占营业收入的比例分别为 60.62%、65.71%和 63.29%；助剂收入分别为 3.38 亿元、3.50 亿元和 3.41 亿元，占营业收入的比例分别为 33.16%、32.43%和 32.88%；同期其他业务（材料销售、加工业务及其他收入）收入合计分别为 6,339.61 万元、5,873.59 万元和 3,969.26 万元，占比均不足 7%。

公司毛利率总体保持稳定、销售净利率处于较高水平，销售费用率维持低位，财务费用率低位波动，管理费用率整体呈上升趋势。2021—2025 年，公司销售净利率分别为 18.94%、19.79%、20.86%、18.91%和 15.26%，销售毛利率分别为 29.99%、30.68%、31.66%、29.37%和 27.10%。

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

智能汽车主线 9 月报：8 月新能源城市 NOA 渗透率 40.8%，小鹏汽车推送 XOS 6.3.0 版本

n 投资建议：我们看好智驾板块——智驾是物理 AI 应用落地最快且规模广阔的场景，产业链多数环节仍具中长期配置价值。Ø1) 具备物理 AI 基座模型&芯片自研能力厂商：小鹏集团/理想汽车/地平线机器

人/Momenta 等；2) 具备物理 AI 基座模型能力厂商：小马智行/文远知行/千里科技等；3) 具备模型应用+场景深耕运营能力厂商：曹操出行/如祺出行/易控智驾/希迪智驾等；4) 智驾产业链核心硬件环节：芯片（黑芝麻智能）+激光雷达（禾赛/速腾聚创）+底盘（耐世特/伯特利）+检测（中国汽研）+车灯（星宇股份）+玻璃（福耀玻璃）等。n
 风险提示：贸易战升级进一步超出预期，全球经济复苏力度低于预期，L3-L4 智能化技术创新低于预期，全球新能源渗透率低于预期，地缘政治不确定性风险增大。

（证券分析师：黄细里 研究助理：童明祺）

燃气 II 行业跟踪周报：欧美气价周环比上行，亚洲现货及中国 LNG 出厂、到岸价上涨；关注资源价值首华燃气+长协成本优势新奥股份、新奥能源、九丰能源

投资要点 价格跟踪：欧美周环比上升，亚洲现货及中国 LNG 出厂、到岸价格上涨。截至 2026/10/09，美国 HH/欧洲 TTF/东亚 JKM/中国 LNG 出厂/中国 LNG 到岸价周环比变动 +2.6%/+9.9%/+0.9%/+1.9%/+8%至 0.7/6.5/6.2/4.3/6.3 元/方。1) 地缘冲突推高出口需求&采暖需求下降，美国天然气市场价格周环比+2.6%。截至 2026/10/02，美国储气量周环比+2.5%至 35000 亿立方英尺，同比-3.9%。2) 地缘冲突反复，欧洲气价高位波动周环比+9.9%。2026/10/1-2026/10/7，欧洲天然气供给周环比-18.4%至 58382GWh；其中，来自 LNG 接收站 25360GWh，周环比-29.3%；来自库存消耗-14589GWh，周环比-3.7%；来自挪威北海管道气 22377GWh，周环比-6.9%；来自北非气源 4912GWh，周环比-11.9%；来自东线气源 3095GWh，周环比-21.2%；来自里海气源 2638GWh，周环比-19.3%；2026/10/03-2026/10/09，欧洲燃气发电出力提升，欧洲日平均燃气发电量周环比+1%、同比+2.2%至 1029.8GWh。截至 2026/10/09，欧洲天然气库存 832TWh（804 亿方），同比-114TWh；库容率 73.46%，同比-9.4pct，周环比+1.3pct。3) 国内 LNG 出厂价周环比变动+1.9%。2026M1-8 我国天然气进口量同比-4.5%至 1100 亿方。价格端来看，2026 年 7 月，国内液态天然气进口均价 4816 元/吨，环比+9.6%，同比+27.2%；国内气态天然气进口均价 2435 元/吨，环比+0.3%，同比-4.8%；天然气整体进口均价 3671 元/吨，环比+6.4%，同比+15.1%。截至 2026/10/09，国内进口接收站库存 321.15 万吨，周环比（%）-12.8%；国内 LNG 厂内库存 57.36 万吨，同比（%）+10.29%，周环比（%）+6.8%。中石油 2026-2027 年度管道气价格政策发布，同比来看各气量类型资源配置比例、气价上浮比例均无调整。1) 管制气：在各省门站价基础上上浮 18.5%；淡季资源配置占比 60%、旺季资源配置占比 55%。2) 非管制气：①固定量：在各省门站价基础上上浮 70%（新甘青宁陕蒙黑吉云贵川渝上浮 80%）；淡季资源配置占比 33%、旺季资源配置占比 38%。②浮动量：联动 CLD（中国进口现货 LNG 到岸价格）；淡季&旺季资源配置占比均为 7%。③调峰量：在各省门站价基础上上浮 90%。重视资源价值首华燃气+具备长协成本优势企业新奥股份、新奥能源、九丰能源。1) 美伊冲突导致霍尔木兹海峡封锁，对三大天然气指数的影响程度排序：JKM（亚洲）>TTF（欧洲）>HH（美国）。霍尔木兹海峡封锁对 JKM 和 TTF 产生直接影响，影响亚洲 13%的供给，影响欧洲 3%的供给。对 HH 产生间接影响（霍尔木兹海峡封锁后美气出口需求提升）。2026/10/9，布油主连 104.7 美元，较 2.27 冲突爆发前，布油变动 +44%，JKM/TTF/HH/国内 LNG 市场价分别变动 +136%/+136%/+1%/+78%；美-欧、美-亚之间价差与冲突前相比进一步扩大，布油上涨幅度小于 JKM、TTF，但大于 HH。2) 资源+技术驱

动，深层煤层气先行者量利齐增【首华燃气】。弹性分析：自产气价每提升0.1元/方，26/27年业绩将增加0.62/0.78亿元，业绩弹性16%/13%。

3) 关注具备长协成本优势企业。具备海外长协的公司成本管控能力更优，地缘冲突带来区域间转售套利机会。挂钩美气长协：【新奥股份】2026/10/9 新奥股份美气长协转售亚洲价差达4.25元/方，较2.27的价差0.57元/方，变动+3.68元/方，较前一个交易日变动+0.04元/方；20亿方美气长协，26年股权激励业绩目标55亿元，价差扩大税后（税率15%）业绩弹性38%。【佛燃能源】。挂钩油价长协：【九丰能源】2026/10/9 九丰能源马来西亚长协转售亚洲价差达1.76元/方，较2.27的价差0.34元/方，变动+1.42元/方，较前一个交易日变动-0.004元/方；8亿方马来西亚长协，26年股权激励业绩目标17.8亿元，价差扩大税后（税率15%）业绩弹性25%【深圳燃气】。投资建议：地缘冲突导致气价上涨，重申资源端投资机会；城燃公司终端价格继续理顺、单位盈利修复。1) 城燃顺价持续推进。重点推荐：【新奥能源】（26年股息率6.1%）；【华润燃气】（26年股息率5.9%）【昆仑能源】（26年股息率4.8%）【中国燃气】（26年股息率8.7%）【蓝天燃气】（26年股息率7.4%）【佛燃能源】（26年股息率4.6%）；建议关注：【深圳燃气】【港华智慧能源】。2) 关注具备优质长协资源、灵活调度、成本优势长期凸显的企业。重点推荐：重视商业航天特燃特气价值长期提升【九丰能源】（26年股息率1.8%）【新奥股份】（26年股息率4.6%）【佛燃能源】（26年股息率4.6%）；建议关注：【深圳燃气】。3) 地缘冲突导致气价上涨，能源自主可控重要性凸显。重点推荐具备气源生产能力的【首华燃气】；建议关注【新天然气】【蓝焰控股】。（估值日期2026/10/9）风险提示：经济增速不及预期、极端天气、国际局势变化、经营风险。

（证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩）

推荐个股及其他点评

三环集团（300408）：垂直一体化电子陶瓷龙头，MLCC与SOFC共振成长

投资要点 国内电子陶瓷龙头，垂直一体化构筑护城河。三环集团深耕电子陶瓷超五十余年，产品覆盖电子及陶瓷材料、电子元件、通信器件、设备组件等，并广泛应用于通信、AI及数据中心、汽车电子等领域。截至2026年10月13日，张万镇直接持有公司约2.68%股份，并通过控制潮州市三江投资有限公司（张万镇持有该公司约59.21%股份，该公司持有三环集团约32.32%股份），确立了其作为公司实际控制人的地位。2026年公司港股募资净额约70.46亿港元，约41.2%投向海外新建扩建及自动化，约48.8%用于技术迭代和材料创新。

MLCC：周期与成长共振，国产替代加速突围。MLCC是陶瓷电容器主导品类，具备容体比大、结构致密、介质损耗小等优点，下游应用涵盖消费电子、AI基础设施、通信、汽车电子、新能源、工业控制等。根据中商产业研究院预测，全球MLCC市场在2025年至2030年间将保持强劲增长，规模从234.4亿美元扩大至478.8亿美元，年复合增速约15%。中国作为全球最大的MLCC消费市场，2025-2030年市场规模将由554.4亿元增至704.8亿元，年复合增长率约5%。AI算力硬件的快速迭代与先进封装的持续放量，正驱动高端MLCC需求进入结构性高增长阶段。根据弗若斯特沙利文数据，2027年全球AI服务器MLCC需求将达到约1367亿颗，同比增长88%。MLCC国产替代空间广阔，三环集团凭借“材料+设备”双自主带来的成本优势及

高端料号的持续突破，有望充分受益国产化红利。SOFC：数据中心需求催化，第二成长曲线加速兑现。SOFC 作为全固态电化发电装置，凭借部署周期短、碳排放低、经济性突出等优势，正迎来数据中心商业化契机。根据 Hanwha 等机构预测，全球数据中心 SOFC 市场空间有望达 302 亿美元，2026-2030 年 CAGR 超 50%。三环集团已围绕 SOFC 构建起从材料、单电池、电堆，再到发电系统的全产业链技术链条。展望 2026 年，公司启动港股上市，募集资金将重点投向包括泰国燃料电池隔膜片在内的海外产能建设，SOFC 业务增长空间有望进一步提升。

盈利预测与投资评级：我们预测公司 2026-2028 年营业收入 132.1/188.7/240.4 亿元，增速分别为 47%/43%/27%，归母净利润 43.5/67.2/87.3 亿元，同比增速分别为 66%/54%/30%。考虑到公司作为国内电子陶瓷龙头，具备从陶瓷粉体到元器件制造的垂直一体化能力，在 MLCC、光通信器件及半导体封装基座领域拥有较强竞争力，有望深度受益于 AI 算力及汽车等高增长需求，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：技术迭代与新品开发不及预期，下游需求波动及 AI 服务器需求不及预期，行业竞争加剧及价格战风险，地缘政治与国际贸易摩擦风险。

(证券分析师：陈海进 证券分析师：解承堯 研究助理：闫春旭)

新乳业 (002946)：聚焦新鲜，穿越周期

投资要点 三轮并购成就乳业新势力，从规模导向到利润导向，“利润率倍增”进行时。新乳业前身是新希望集团的乳制品资产，先后经历 1) 2001~2003 年并购改制的城市型乳企、2) 2015~2016 年整合地方优质低温乳企、3) 2020~2021 年整合西南/西北优质资源并进军华南，2023 年公司提出“五年实现净利率倍增”新五年战略，2027 年销售净利率目标提升至 7.2%。扎根低温，多维领“鲜”。从“鲜战略”到“鲜立方”，新乳业的“鲜”不仅是产品的新鲜，更是全产业链的新鲜。1) 奶源结构相对均衡，集团赋能牧场管理：2024 年公司原奶自给率约 60%，其中自有牧场、参股牧场、社会化牧场结构占比分别为 30%、30%、30%，此外借力新希望集团资源优势，牧场经营饲料端、管理端亦能充分受益。2) 立足低温向上培育，创新能力支撑品类迭代：低温鲜奶/低温酸奶形成以中高端为主、向下布局的全价格带矩阵，同时公司通过并购整合，补强常温奶及乳深加工品类布局，体系化创新能力也已然成型。3) 资源共享、直营深耕，短保品类渠道壁垒扎实：公司一方面依托集团体系内鲜生活冷链公司，构建覆盖全国的冷链物流网络，另一方面加大力度建设 DTC 渠道，并协同布局新兴零售渠道、电商平台，以及深化机构客户合作。4) 全产业链保障新鲜，品牌形象深入人心：围绕“极致新鲜”，子品牌在世运会、亚博会频亮相，站稳品牌高度，同时凭借故事化、场景化内容触达年轻消费者。

乳业深度调整，新乳业表现更优。近年乳品需求整体呈现疲软态势，原奶供需失衡，奶价深度调整。低温奶逆势而起，市场销售额从 2021 年 811 亿元提升至 2025 年 946 亿元，期间 CAGR 为 3.9%。低温奶存在区域壁垒，常温龙头未能复刻垄断格局，2025 年新乳业销售额市占率约 9.7%。新乳业在 2022~2023 年行业需求走弱及 2024 年以来乳业深度调整两轮低谷中表现均强于行业和龙头，销售净利率从 2022 年 3.6%提升至 2025 年 6.7%，26H1 进一步达 8.2%。乳业调整期新乳业盈利进入上升通道，得益于 1) 低温增势延续，产品结构抬高：低温奶收入从 2023 年 49.3 亿元增长至 2025 年 60.5 亿元，期间 CAGR 为 10.8%、实现双位数增长，低温产品销售收入占主营业务收入在 50%+基础上亦持续抬高；2) 加大内部治理，改革成效陆续兑现：近

年公司对内大幅优化经营管理效率，通过成熟且体系化的管理输出经验，赋能子公司经营调整（如宁夏夏进等），2025 年公司管理费用率相较 2022 年减少 1.5pct 至 3.2%；3）经营模式差异，非经科目影响较轻：公司奶源结构相对均衡，保障收奶后喷粉减值对资金占用相对较轻；牧场经营按照 FVOCI 法核算、仅分红计入投资收益；此外资产处置损益、信用减值损失整体平稳。盈利预测与投资评级：我们预计公司 2026~2028 年归母净利为 8.6、10.0、11.4 亿元，同比增长 18.1%、16.4%、13.5%，对应 PE 为 15、13、11x，基于低温业务增势延续、内部经营治理成效陆续兑现，同时非经科目影响相对较轻，公司盈利进入上升通道，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：需求修复不及预期，食品安全问题，新品推广不及预期。

（证券分析师：苏铖 研究助理：林蔚）

新宙邦（300037）：2026Q3 业绩预告点评：电解液盈利稳定，电子信息化学品增量显著

投资要点 26Q3 业绩符合市场预期。公司预告 26Q1-3 归母净利 15.3-15.8 亿元，同比+105-111%；扣非净利 15.3-15.8 亿元，同比+114-121%，对应 Q3 归母净利中值 5.7 亿元，同环比+116%/+14%，扣非净利润中值 5.9 亿元，同环比+122%/+17%，Q3 同环比高增符合市场预期。电解液销量高增，单位盈利维持。我们预计 26Q1-3 电解液出货 35 万吨，其中 26Q3 电解液出货 13.5-14 万吨，我们预计 26/27 年电解液出货约 50/70 万吨，维持高增长。盈利端，我们预计 26Q3 单吨净利 0.18 万元左右，环比基本稳定，合计贡献 2.4-2.5 亿元利润，看 27 年，石磊新产能投产，六氟我们预计出货 6-7 万吨，VC 出货 2 万吨，自供比例进一步提升，27 年电解液单吨盈利我们预计可维持 0.1 万元+。氟化工及电子信息化学品环比显著增长。我们预计氟化工及电子信息化学品 26Q3 贡献 3.2-3.3 亿元利润，环增 10%+，其中 26 年公司半导体冷却液开始放量，且电容器化学品需求高增，我们预计贡献主要增量；随着 26 年海德福减亏，半导体冷却液出货 26 年我们预计同比翻倍，及电容器化学品 26 年收入同比增速我们预计提升至 30%+，我们预计公司 26 年电子信息化学品业务收入同增 40%，贡献 6-7 亿元利润，叠加氟化工业务，我们预计氟化工及电子信息化学品业务 26 年合计贡献 13-14 亿元利润，27 年有望提升至 18-20 亿元，其中我们预计 27 年氟化工利润贡献 9 亿元+，电子信息化学品利润贡献 9-10 亿元，弹性显著。盈利预测与投资评级：我们维持 26-28 年归母净利润预期 22.3/30.0/37.6 亿元，同比+103%/+34%/+25%，对应 PE 为 20/15/12x，给予 27 年 25x PE，目标价 99.5 元，维持“买入”评级。风险提示：市场竞争加剧，销量不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕 证券分析师：岳斯瑶）

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>