

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-10-17

宏观策略

2025 年 10 月 17 日

宏观点评 20251015: 直接融资回暖、存款继续活化——2025 年 9 月金融数据点评

四季度财政政策和货币政策等方面的增量举措或推动融资需求回暖: (1) 财政政策方面, 部分 2026 年的“化债”资金以及限额以内地方政府债可提前至四季度发行使用, 若四季度政府债发行力度抬升, 或可对冲年内社融增速下滑的压力; (2) 为协同财政政策及稳定四季度经济增长, 货币政策或继续保持适度宽松基调, 买断式逆回购和 MLF 等短中期流动性或继续超量投放, 降准降息也取决于对四季度经济形势的综合研判; (3) 政策性金融工具落地, 撬动相关项目配套融资。总体上看, 至年末社融和贷款增速或继续保持适度增长的态势。

晨会编辑 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

固收金工

固收点评 20251016: 锦浪转 02: 光伏赛道的创新先锋

我们预计锦浪转 02 上市首日价格在 111.44~123.92 元之间, 我们预计中签率为 0.0069%。

行业

推荐个股及其他点评

中国财险 (02328.HK): 2025Q3 业绩预增: 承保与投资两端共振, 带动净利润同比大幅增长

盈利预测与投资评级: 结合公司 2025 年前三季度经营情况, 我们上调公司盈利预测, 预计 2025-2027 年公司归母净利润为 480/494/528 亿元 (前值为 449/467/503 亿元), 当前市值对应 2025E PB 1.3x, 维持“买入”评级。风险提示: 1) 行业保费增速低于预期; 2) 自然灾害等不确定因素。

宏观策略

宏观点评 20251015：直接融资回暖、存款继续活化——2025 年 9 月金融数据点评

事件 2025 年 10 月 15 日，人民银行发布 2025 年 9 月金融统计数据：

（1）社会融资规模：2025 年 9 月新增社融 3.53 万亿，同比少增 2,297 亿元，略低于季节性表现（近三年同期均值 3.81 万亿），截至 9 月末社融存量增速环比回落 0.1 个百分点至 8.7%。从社融分项来看，人民币贷款和政府债融资同比少增拖累社融，企业票据融资和债券融资继续回暖：社融口径人民币贷款增加 1.61 万亿元，同比少增 3,662 亿元；政府债券融资新增 1.19 万亿，同比少增 3,471 亿元；企业债券融资新增 105 亿元，同比多增 2,031 亿元；三项“表外融资”合计新增 3,579 亿，同比多增 1,869 亿元，其中委托贷款继续收缩，但企业发行的未贴现票据融资增加 3,235 亿元，同比多增 1,923 亿元；股票融资新增 500 亿元，同比多增 372 亿元，连续 7 个月同比多增。（2）贷款投放：2025 年 9 月金融机构口径人民币贷款增加 1.29 万亿元，较去年同期同比少增 3,000 亿元，低于季节性表现（近三年同期均值 2.12 万亿元）。截至 2025 年 9 月末，金融机构人民币贷款余额同比增速下滑 0.2 个百分点至 6.60%。（3）货币供应：截至 2025 年 9 月末，M1 同比 7.2%（新口径，包括居民活期存款），较上月回升 1.2 个百分点；M2 增速同比 8.4%，较上月回落 0.4 个百分点；M2-M1 剪刀差收窄至 1.2%（前值为 2.8%）。从存款来看，9 月人民币存款新增 2.21 万亿，同比少增 1.53 万亿元，其中财政存款减少 8,400 亿元，同比多减 6,042 亿元；9 月份非银存款减少 1.06 万亿，同比少增 1.97 万亿；9 月居民部门存款增加 2.96 万亿，同比多增 7,600 亿元；企业部门存款增加 9,194 亿元，同比多增 1,494 亿元。

观点 总量：关注政府债如何前置发行使用。近三年 9 月份，社会融资规模平均增加 3.81 万亿，2025 年 9 月新增社融略低于季节性，由于今年政府债融资节奏上与去年形成错位，随着今年安排的政府债融资度过发行高峰，8 月至 9 月社融增速下降符合预期，剔除政府债融资后的存量社会融资增速则为 5.94%，与上个月持平。社融结构持续优化，体现出直接融资回暖的特征：尽管人民币贷款和政府债融资同比少增拖累社融，但企业票据融资和债券融资继续回暖：企业债券融资新增 105 亿元，同比多增 2,031 亿元，信用债发行节奏继续保持平稳；股票融资新增 500 亿元，同比多增 372 亿元，连续 7 个月同比多增，表明在股市活跃度升温的推动下，企业 IPO 与定增需求也在释放。在表外融资方面，委托贷款继续收缩显示与地产、城投相关的融资继续收缩，而未贴现银行承兑汇票融资增加 3,235 亿元，同比多增 1,923 亿元，显示表内贴现继续较高的强度，票据市场继续呈现供不应求的特征。直接融资回暖推动融资结构正在向多元化方面优化发展，截至 2025 年 9 月末，今年以来政府债、企业债和股票融资三者占新增社融的比例达到 44.36%，比去年同期高 9.52 个百分点；企业债和股票融资两项占新增社融的比例则为 6.27%，比去年同期偏低 0.58 个百分点，但随着股票市场持续回暖和企业主动融资需求复苏，私人部门直接融资占比仍有继续抬升的空间。

结构：关注政策性金融工具落地。展开贷款分项来看，9 月份居民部门短期贷款增加 1,421 亿元，同比少增 1,279 亿元，由于 9 月份个人消费贷贴息和服务业经营主体贷款贴息政策开始实施，对撬动消费贷款需求发挥了一定作用；居民中长期贷款增加 2,500 亿，同比多增 200 亿元，反映出 9 月份在北上深等一线城市调整住房限购政

策之后，居民按揭贷款也随地产成交量回升而出现回暖，但其持续性仍有待观察。9 月份企业短期贷款增加 7,100 亿，同比多增 2,500 亿元，相比过去 3 年企业短期贷款季节性新增 5,617 亿元的水平，企业短期融资需求延续复苏；9 月票据融资减少 4,026 亿，不仅同比多减 4,712 亿元，而且减少幅度超出过去 3 年季节性水平-547 亿元，表明银行在季末月“票据冲量”的诉求下降；9 月份企业中长期贷款新增 9,100 亿，同比少增 500 亿，略低于过去 3 年季节性新增 1.19 万亿的水平，表明尽管“化债”对贷款读数的影响减弱，但是有效融资需求不足依旧制约中长期贷款增量，随着四季度 5,000 亿元左右政策性金融工具落地、相关项目带动配套融资回升，或阶段性改善年内企业中长期贷款读数。

货币：非银存款对一般存款的分流作用下降。9 月末 M1 同比 7.2%（新口径，包括居民活期存款），9 月份 M1 单月增加 1.92 万亿元，相比去年同期多增 1.35 万亿元，主要有两点原因：一是 9 月份财政“多支少收”，财政资金继续向居民和企业部门转移；二是由于三季度股市持续回暖，居民部门交易性需求增加，存款进一步活化。但由于 2024 年“924”造成 M2 较高的基数，今年 9 月份 M2 增速合理回落。映射至存款端，9 月份在新增 2.21 万亿的人民币存款结构中，财政存款减少 8,400 亿元，同比多减 6,042 亿元，在剔除政府债券融资之后，财政存款减少 2.03 万亿元，但私人部门存款多增，表明一方面 8 月至 9 月财政支出持续保持较高的支出强度，财政资金继续加快向私人部门转移，推动存款活化；另一方面，季末月非银存款对一般存款的分流作用下降，但预计四季度初一般存款或再度转化为非银存款。

四季度财政政策和货币政策等方面的增量举措或推动融资需求回暖：（1）财政政策方面，9 月中旬财政部已经表示“提前下达部分 2026 年新增地方政府债务限额，靠前使用化债额度”，或意味着部分 2026 年的“化债”资金以及限额以内地方政府债可提前至四季度发行使用，若四季度政府债发行力度抬升，或可对冲年内社融增速下滑的压力；（2）为协同财政政策及稳定四季度经济增长，货币政策或继续保持适度宽松基调，买断式逆回购和 MLF 等短中期流动性或继续超量投放，降准降息也取决于对四季度经济形势的综合研判；（3）政策性金融工具落地，撬动相关项目配套融资。总体上看，至年末社融和贷款增速或继续保持适度增长的态势，融资结构继续向直接融资倾斜。

风险提示：海外关税政策等风险冲击；一揽子增量政策的宽松效应尚在传导；人民币资产预期回报率低于市场预期。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：王洋）

固收金工

固收点评 20251016：锦浪转 02：光伏赛道的创新先锋

事件 锦浪转 02（123259.SZ）于 2025 年 10 月 17 日开始网上申购：总发行规模为 16.77 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于分布式光伏电站等项目。当前债底估值为 97.79 元，YTM 为 2.30%。锦浪转 02 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 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%、0.80%、1.20%、1.80%、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 2.69%（2025-10-15）计算，纯债价值为 97.79 元，纯债对应的 YTM 为 2.30%，债底保护较好。当前转换平价为 90.46 元，平价溢价率为 10.55%。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 04 月 23 日至 2031 年 10 月 16 日。初始转股

价 89.82 元/股，正股锦浪科技 10 月 15 日的收盘价为 81.25 元，对应的转换平价为 90.46 元，平价溢价率为 10.55%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 4.48%。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 89.82 元计算，转债发行 16.77 亿元对总股本稀释率为 4.48%，对流通盘的稀释率为 5.49%，对股本摊薄压力较小。观点我们预计锦浪转 02 上市首日价格在 111.44~123.92 元之间，我们预计中签率为 0.0069%。综合可比标的以及实证结果，考虑到锦浪转 02 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 30%左右，对应的上市价格在 111.44~123.92 元之间。我们预计网上中签率为 0.0069%，建议积极申购。锦浪科技立足于新能源行业，为一家专业从事光伏发电系统核心设备组串式逆变器研发、生产、销售和服务的高新技术企业。公司连续九年被世界权威调研机构 EuPD 授予“顶尖逆变器品牌”称号，致力于做最专业的储能和光伏逆变器制造商。2020 年以来锦浪科技营收稳步增长，2020-2024 年复合增速为 33.10%。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 33.10%。2024 年，公司实现营业收入 65.42 亿元，同比增加 7.23%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2020-2024 年复合增速为 21.41%。2024 年实现归母净利润 6.91 亿元，同比减少 11.32%。锦浪科技营业收入主要来源于并网逆变器，产品结构年际变化。2022 年以来，锦浪科技并网逆变器产品收入先上升后下降，2022-2024 年产品收入占主营业务收入比重分别为 67.97%、66.61%和 57.96%，同时产品结构年际调整，其他主营业务规模占比稳定，光伏发电系统、新能源电力业务占比上升并趋于稳定，储能逆变器业务占比下降并趋于稳定。锦浪科技销售净利率和毛利率维稳，销售费用率先降后升，财务费用率不断上升，管理费用率呈现“W 型”波动。2020-2024 年，公司销售净利率分别为 15.26%、14.30%、18.00%、12.77%和 10.56%，销售毛利率分别为 31.82%、28.71%、33.52%、32.38%和 31.57%。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

推荐个股及其他点评

中国财险 (02328.HK): 2025Q3 业绩预增：承保与投资两端共振，带动净利润同比大幅增长

投资要点 【事件】中国财险发布 2025 年前三季度业绩预增公告：预计前三季度净利润同比增长 40%-60%至 375-428 亿元，以此计算，Q3 单季净利润约 130-133 亿元，同比增长 57%-122%。中国财险前三季度承保端与投资端均有良好表现。1) 承保端：公司优化经营管理模式、推动业务发展提质增效，承保利润同比大幅增长。我们预计，大灾赔付同比减少也是承保改善的重要因素。公司 2025H1 承保利润 130 亿元，同比增长 45%，综合成本率 94.8%，同比-1.4pct。2) 投资端：公司适度增配具有长期价值的优质权益类资产，受益于前三季度资本市场上涨，总投资收益同比增幅较大。2025H1 公司股票+基金合计投资规模 1030 亿元，较 2024H1 增长 34%，其中股票投资

653 亿元，较 2024H1 增长 64%。非车险报行合一背景下，看好公司承保端长期改善趋势。1) 10 月 10 日，金监总局发布《关于加强非车险业务监管有关事项的通知》，自 11 月 1 日起开始落地实施非车险业务“报行合一”和“见费出单”，强化非车险费用和应收保费管理。2) 2025H1 公司总保费增速 3233 亿元，同比增长 3.6%，其中非车险 1792 亿元，同比增长 3.8%，占总保费比例 55.4%。2025H1 公司车险、非车险综合成本率分别为 94.2%、95.7%，分别同比-2.2pct、-0.1pct。我们认为，非车险“报行合一”将显著规范行业费用投放，改善整体盈利空间，公司作为行业龙头将更加受益。盈利预测与投资评级：结合公司 2025 年前三季度经营情况，我们上调公司盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 480/494/528 亿元（前值为 449/467/503 亿元），当前市值对应 2025E PB 1.3x，维持“买入”评级。风险提示：1) 行业保费增速低于预期；2) 自然灾害等不确定因素。（证券分析师：孙婷 证券分析师：曹锟）

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>