

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-10-14

宏观策略

2025 年 10 月 14 日

宏观量化经济指数周报 20251012：逆周期调控的增量举措渐行渐近

关注重启国债买卖操作的时机，降准降息取决于对四季度经济形势的综合研判

晨会编辑 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

海外周报 20251012：如何看待本轮特朗普的关税威胁？

核心观点：本周特朗普再度威胁对华加征关税引发市场避险交易，美股美铜美油、美债利率、美元指数均下跌，黄金震荡向上。从影响上看，在经历了 4 月的对等关税冲击后，本轮关税威胁对美国经济和市场的的影响料较为有限，但带来的通胀压力或给未来美联储降息带来更大阻力与不确定性。向前看，需关注双方反制措施及贸易冲突升级向其他关键领域（稀土和芯片等）的扩散情况，同时可关注 APEC 上双方可能的高规格会晤进展。从交易策略来看，未来一周内美股等风险资产在原有的止盈压力、估值偏高下料因关税冲突的再升级而面临加速调整风险。若风险资产的调整引起类似 4 月的流动性风险，令黄金等避险资产下跌，则可优先重仓布局。此后新的关税冲突进入稳定期，流动性风险结束，但避险交易仍主导市场。此时可开始渐进式布局风险资产，指标上可关注沪深 300 ETF 与美股股指的期权交易量。风险提示：特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；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。

固收金工

固收周报 20251012：周观：第二轮“关税战”打响后（2025 年第 39 期）中美贸易战再度升级，如何看待债券的交易机会？

固收周报 20251012：转债建议优先考虑回撤可控性

建议仍优先考虑回撤的可控性，其次考虑向上的弹性，并且不执着于条款博弈，而是诉诸于相对确定性的业绩改善或估值修复。

固收点评 20251011：二级资本债周度数据跟踪（20250929-20251010）

一级市场发行情况：本周（20250929-20251010）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 1 只，发行规模为 12.00 亿元。二级市场成交情况：本周（20250929-20251010）二级资本债周成交量合计约 445 亿元，较上周减少 1854 亿元。

固收点评 20251011：绿色债券周度数据跟踪（20250929-20251010）

一级市场发行情况：本周（20250929-20251010）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 11 只，合计发行规模约 152.50 亿元，较上周减少 157.24 亿元。二级市场成交情况：本周（20250929-20251010）绿色债券周成交额合计 418 亿元，较上周减少 285 亿元。

行业

推荐个股及其他点评

香港中旅（00308.HK）：剥离旅游地产资产，聚焦核心盈利业务

盈利预测及投资建议：香港中旅作为全国领先的文旅投资运营一体化平台，背靠央企中旅集团打造多个标杆文旅项目，立足大湾区发展多元业务，未来布局海内外文旅新项目赋能成长。我们维持公司盈利预测，预计2025-2027年归母净利润为2.7/4.2/6.0亿港元，对应PE为31/20/14倍，维持“增持”评级。风险提示：宏观经济波动、新增项目落地进度不及预期、自然灾害和极端天气影响经营等风险

光洋股份（002708）：FPC&低空经济&人形机器人“三擎驱动”，轴承龙头焕发新生

盈利预测与投资评级：我们预计公司2025-2027年实现营收27.74/37.00/47.95亿元，实现归母净利润1.08/2.18/3.63亿元，EPS分别为每股0.19/0.39/0.65元，当前市值对应2025-2027年PE为73/36/22倍。公司为轴承领域头部企业，盈利能力已实现触底反弹，FPC业务扭亏在即，叠加公司在低空经济与人形机器人领域的布局，公司有望打开全新增长空间，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：原材料成本上行超预期；下游车市需求不及预期；新产品落地不及预期；FPC业务拓展不及预期；新兴产业拓展不及预期。

恒逸石化（000703）：聚酯行业景气修复，公司钦州项目即将投产

盈利预测与投资评级：随着石化行业反内卷以及稳增长政策的推进，我们认为公司后续盈利能力有望修复。我们预计2025-2027年公司归母净利润分别为4.3、6.5、8.2亿元，根据2025年10月9日收盘价，对应A股PE分别56、37、29倍。我们看好公司未来成长性，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：原油价格大幅波动的风险；市场竞争加剧；产品价格波动；项目建设进度不及预期。

百胜中国（09987.HK）：长策长驱，百战百胜

开店逻辑仍存，同店改善可期。

荣盛石化（002493）：石化化工行业稳增长方案推出，民营炼化龙头有望受益

盈利预测与投资评级：公司为我国民营大炼化龙头企业，随着石化行业反内卷以及稳增长政策的推进，我们认为公司后续盈利能力有望修复。我们预计2025-2027年公司归母净利润分别为19、29、41亿元，根据2025年10月9日收盘价，对应A股PE分别52、33、24倍。我们看好公司未来成长性，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：市场竞争加剧；产品价格波动；原材料价格波动；项目建设进度不及预期。

宏观策略

宏观量化经济指数周报 20251012: 逆周期调控的增量举措渐行渐近

观点 周度 ECI 指数: 从周度数据来看, 截至 2025 年 10 月 12 日, 本周 ECI 供给指数为 49.99%, 较节前回落 0.04 个百分点; ECI 需求指数为 49.91%, 较节前回落 0.01 个百分点。从分项来看, ECI 投资指数为 49.91%, 较节前回落 0.03 个百分点; ECI 消费指数为 49.71%, 较节前持平; ECI 出口指数为 50.24%, 较节前持平。 月度 ECI 指数: 从 10 月第一周的高频数据来看, ECI 供给指数为 49.99%, 较 9 月回落 0.04 个百分点; ECI 需求指数为 49.91%, 较 9 月环比持平。从分项来看, ECI 投资指数为 49.91%, 较 9 月回落 0.01 个百分点; ECI 消费指数为 49.71%, 较 9 月回升 0.01 个百分点; ECI 出口指数为 50.24%, 较 9 月回升 0.02 个百分点。从 ECI 指数来看, 10 月上旬经济主要受到国庆中秋假期的影响, 供给端环比有所走弱, 需求端则仍旧呈现分化。供给端来看, 受今年双节假期合并的影响, 节后工业生产修复进程较去年偏慢, 下游行业整体开工率低于去年同期。需求端来看, 我们主要关注三大方面的变化: 一是从假期出游数据来看, 尽管日均出游人数和花费均保持正增长, 但人均出游消费支出略低于去年同期, 此外假期票房数据也较去年有所回落; 二是在 8 月份主要城市地产政策放松以来, 大中城市商品房成交面积持续改善, 且在国庆假期前后仍保持较高景气度, 但随着去年同期基数的走高, 10 月份大中城市地产成交面积同比增速或承压; 三是监测港口累计完成货物吞吐量仍处于高位, 且 9 月以来数据的同比增速较 8 月有所改善, 指向出口仍旧保持较强韧性。尽管特朗普 10 月 10 日表明将对我国加征额外的 100% 关税, 但考虑到离 11 月 1 日的生效日仍有三个周左右的窗口期, 且月底双方可能在 APEC 会议进行会晤, 此次新关税最终是否落地仍有较高不确定性, 对我国出口的影响或相对有限。 ELI 指数: 截至 2025 年 10 月 12 日, 本周 ELI 指数为 -0.64%, 较上周回落 0.20 个百分点。预计 9 月新增贷款或季节性回升、关注财政和货币“稳增长”增量政策。9 月份作为季末月, 新增贷款或阶段性摆脱低景气度, 在季节性“大月”冲量季末时点的贷款规模, 2022 年至 2024 年 9 月份贷款平均增长 2.12 万亿, 2024 年 9 月在淡化规模情结的政策导向下, 仅新增 1.59 万亿, 我们预计 2025 年 9 月新增贷款或小幅同比多增, 且由于政府债融资度过发行高峰, 社融增速或继续小幅回落, 具体来看: (1) 9 月票据利率稳中有升, 从国股银票转贴现利率看, 9 月份不同期限票据贴现利率月度均值均小幅抬升, 3 个月期票据利率均值环比回升 28bps 至 1.28%, 6 个月期票据利率均值环比回升 14bps 至 0.81%, 9 月末一度出现票据利率高于同期限同业存单利率的翘尾局面, 预计 9 月份新增人民币贷款 1.60 万亿元, 相比去年同期小幅同比多增 200 亿元左右, 而从过去季节性规律看, 由于季末贷款冲量会引致存款端规模压力增加, 部分理财产品或“回表”, 过去 3 年同期非银贷款季节性减少约 700 亿元左右, 预计 9 月社融口径新增人民币贷款或与金融口径贷款一致, 新增规模 1.5 万亿-1.60 万亿; (2) 9 月份政府债券融资较同期回落, 根据 Wind 统计数据显示, 9 月份包括国债和地方政府债在内的政府净融资 1.17 万亿, 相比去年同期政府债融资同比少增 0.51 万亿, 因政府债融资同比少增, 预计 8 月社会融资规模新增 2.5 万亿, 较去年同期少增约 3200 亿元, 预计 2025 年 9 月新增社融规模 3.3 万亿, 9 月末社融增速或环比回落至 8.6%, 在基准情形下, 由于政府债发行错位的影响, 四季度社融增速或逐级下行。但是四季

度财政政策和货币政策或有“稳增长”增量加码：（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）货币政策方面，为协同财政政策及稳定四季度经济增长，或继续保持宽松的基调，买断式逆回购和MLF等短中期流动性投放或继续超量，关注重启国债买卖操作的时机，降准降息取决于对四季度经济形势的综合研判。风险提示：美国关税政策仍有不确定性；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：王洋）

海外周报 20251012：如何看待本轮特朗普的关税威胁？

核心观点：本周特朗普再度威胁对华加征关税引发市场避险交易，美股美铜美油、美债利率、美元指数均下跌，黄金震荡向上。从影响上看，在经历了4月的对等关税冲击后，本轮关税威胁对美国经济和市场的的影响料较为有限，但带来的通胀压力或给未来美联储降息带来更大阻力与不确定性。向前看，需关注双方反制措施及贸易冲突升级向其他关键领域（稀土和芯片等）的扩散情况，同时可关注APEC上双方可能的高规格会晤进展。从交易策略来看，未来一周内美股等风险资产在原有的止盈压力、估值偏高下料因关税冲突的再升级而面临加速调整风险。若风险资产的调整引起类似4月的流动性风险，令黄金等避险资产下跌，则可优先重仓布局。此后新的关税冲突进入稳定期，流动性风险结束，但避险交易仍主导市场。此时可开始渐进式布局风险资产，指标上可关注沪深300 ETF与美股股指的期权交易量。

大类资产：特朗普关税威胁再度触发避险交易，美股美债利率下行，黄金震荡上行。本周伊始，AMD与OpenAI就AI芯片供应达成合作提振市场情绪，美股再创历史新高，但周五特朗普再度宣布将对华加征关税，避险情绪再度主导市场交易，美股大跌，美债利率下行。整体来看，全周（10月6日至10月10日）10年期美债利率降8.70bps至4.032%，2年期美债利率降7.43bps至3.501%，美元指数升1.28%至98.98；标普500、纳斯达克指数分别收跌2.43%、2.53%；现货黄金价格收涨3.38%至4017美元/盎司。

海外经济：9月FOMC纪要显示美联储内部对未来利率路径仍存在分歧。景气指数方面，美国10月密歇根大学消费者信心指数初值55，预期54，前值55.1。通胀预期方面，9月纽约联储未来1年通胀预期录得3.38%，前值3.2%；10月密歇根大学未来1年通胀预期录得4.6%，预期4.7%，前值4.7%。货币政策方面，本周公布的9月FOMC会议纪要显示，对近期美国就业增长放缓的担忧超过了对通胀持续高企的担忧是美联储于9月开启降息的原因；大多数官员认为在今年剩余时间内进一步放松货币政策是合适的，但同时纪要显示多数与会者也强调了未来通胀持续上行的风险，且仍有部分与会者认为通胀向2%的目标进展停滞，因此不应继续降息，美联储内部对未来的利率路径仍存在分歧。增长方面，截至10月7日，亚特兰大联储GDPNow模型对25Q3美国GDP最新预测值为+3.8%；截至10月10日，纽约联储Nowcast模型对25Q3美国GDP预测值为+2.34%。

海外政治：特朗普再度威胁对华加征关税，未来关注双方相关反制措施和高规格会晤进展。美东时间10月10日，特朗普在社交媒体上表示因不满稀土管制相关措施，美国将自11月1日起对华额外加征100%关税，并对关键软件实行出口管制。市场因此再度选择避险交易：美股美铜美油、美债利率、美元指数均下跌，黄金震荡向上。从背景上看，本次推动特朗普再度升级关税威胁的原

因包括：①外部压力暂时缓解。10月9日巴以双方达成停火协议，美国在外部的地缘政治冲突压力有所缓解，这使得特朗普能够将更多精力转移到中美贸易这一重要外交事务上。②内部矛盾需要转移。当前美国政府仍处于停摆状态，Kalshi 和 Polymarket 等主流博彩机构均预期停摆时长将延续至10月15日之后。这意味着美国军人的工资将延期发放。因此特朗普需要将内部矛盾转移至外部以缓和国内局势可能迎来的不稳定因素。从影响上看，①经济方面，由于此前对等关税的威胁，中美贸易已在今年1-9月完成抢跑，叠加今年11月至次年2月本就是中美贸易淡季，因此关税对中美贸易与经济的影响较4月更有限。②货币政策方面，新的关税威胁将导致美国通胀上行风险再起。截至10月3日，高频数据显示美国进口商品通胀再度出现抬升，尤其是中国进口商品。叠加BLS将于10月24日将公布美国9月CPI，或给未来美联储降息带来更大阻力与不确定性。③资本市场方面，经历了4月对等关税冲击后，市场已经习惯特朗普在关税政策上的“反复无常”。且美联储主席换帅前，特朗普需要避免关税给资本市场和美国经济带来过大冲击以应对中期选举，因此TACO交易或成为市场主线。向前看，短期内需关注我方对等反制措施及双方贸易冲突升级向其他关键领域（稀土和芯片等）的扩散情况。中期看，美国经济与股债汇的下行压力与特朗普TACO概率成正比，避险情绪到达高点料促成APEC上的双方领导人的高规格会晤，届时可关注双方进一步的谈判进展。长期看，参考2018-19年贸易冲突经验，关税威胁料持续存在且仍易反复。此外2026年5月美联储将更换主席，在特朗普对美联储独立性掌控加强的背景下（详见报告《特朗普干预美联储独立性的三个途径》），美联储或加大转鸽力度。而此时距离美国中期选举仅半年时间，在更加鸽派的货币政策为美国经济和资本市场“兜底”的背景下，特朗普为赢得选民支持或选择再度升级关税冲突。风险提示：特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；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
研究助理：王茁）

固收金工

固收周报 20251012：周观：第二轮“关税战”打响后（2025年第39期）

观点 中美贸易战再度升级，如何看待债券的交易机会？本周（2025.9.29-2025.10.10），10年期国债活跃券收益率从9月26日的1.799%下行2.4bp至1.775%。周度复盘：节前周一（9.29），周末1-8月工业企业利润累计同比转正对债市利空有限，早盘利率反而受央行节前连续净投放助力有所下行。下午发改委召开新闻发布会，宣布新型政策性金融工具规模共5000亿元，正在会同有关方面，抓紧将新型政策性金融工具资金投放到具体项目，受政策预期影响，利率上行，全天10年期国债活跃券收益率上行0.75bp。节前周二（9.30），早盘9月PMI公布，制造业PMI为49.8%，环比上升0.4个百分点；非制造业PMI为50.0%，环比下降0.3个百分点。制造业PMI未回到荣枯线上方，加之部分资金节前进入债市避险及吃票息，利率明显下行。盘后，央行公布10月9日将开展1.1万亿买断式逆回购操作，期限3个月。此举将呵护节后第一个交易日的大量逆回购到期，资金面将维持中性偏松。全天10年期国债活跃券收益率下行2.45bp。节后周四（10.9），节后首个交易日大额买断式逆回购落地，叠加跨季时银行卖

券以兑现浮盈需求的利空因素弱化，利率开盘便下行，全天10年期国债活跃券收益率下行0.55bp。节后周五（10.10），对于基金赎回费率的隐忧以及央行买债预期的落空令债市情绪重回谨慎，全天10年期国债活跃券收益率下行0.25bp。周度思考：国庆假期的出行及消费数据显示人均消费同比下滑。据文旅部，假日8天，全国国内出游8.88亿人次，较2024年国庆节假日7天增加1.23亿人次；国内出游总花费8090.06亿元，较2024年国庆节假日7天增加1081.89亿元；据此计算，2025年国庆假期人均每日消费113.88元，同比下滑13%。叠加制造业PMI尚未回归至荣枯线之上，经济基本面的恢复基础仍待修复，需要观察“反内卷”政策下物价的上行情况，债市难言转熊。另外，今年第二轮“关税战”打响，周六调休日银行间债券市场开盘，已经显示出避险情绪，利率明显下行。在经历了4月的“关税战”后，市场已经形成了学习效应，即避险。我们认为此次留给债券市场的利率下行天数或将少于一周，建议投资者谨慎博弈，维持利率本年内“上有顶，下有底”的格局判断。美国10月EIA原油库存、消费信贷变动、密歇根大学消费者信心指数初值、密歇根大学通胀率预期初值等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？结构化行情下机构对业绩及估值的亦步亦趋是较为审慎的，同时对外围扰动：1）关税、非关税壁垒的双边、多边对峙的持续性；2）美联储独立性的重构及相伴随的货币政策框架的重塑的趋势性、内部修复节奏均较为敏感，我们认为当前主线行情仍围绕算力及算力的“尽头”电力展开，因此跨节跨周的偏政策面的信息扰动均不构成市场趋势逆转的必要条件，反而包括美日在内的货币政策预期边际趋松转松或会一方面延长泡沫期的时长（参考99—00年联储加息对互联网泡沫破裂的催化效应），一方面助推供给端存在硬约束或准硬约束的黄金、泛资源品价格，同时推高通胀预期。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10月3日当周原油库存增加371.5万桶，预估中值仅为35万桶，原油库存累库幅度进一步加剧。10月8日公布的EIA原油库存数据显示，美国10月3日当周EIA原油库存371.5万桶，预估中值仅为35万桶，前值179.2万桶。数据显示，截至10月初，美国原油库存已经迎来连续性上升，现有总量库存已突破4.2亿桶，增幅0.89%，为2025年1月以来最大单周增幅。同时10月3日当周原油产量却突破新高。一方面美国开采技术的提升使得新井单口井的效率不断提升，此前被低估；另一方面美国加大海上油田的开采活动，项目的恢复速度超预期。在全球产量持续增长的背景之下，原油库存累库幅度进一步加剧，说明原油消费疲软较为突显，这将直接抑制油价的上涨空间。（2）美国8月美国消费信贷变动仅为3.63亿美元，远低于市场预期149亿美元；10月密歇根大学消费者信心调查初值降至55.0；密歇根大学1年期通胀率预期初值降至为4.6%，5-10年期通胀率预期初值降至3.7%。10月8日公布的美国8月消费信贷数据显示，美国8月消费信贷增加仅3.63亿美元，预期149亿美元，前值160.1亿美元，创六个月来最慢增长，信用卡等循环信贷余额减少约60亿美元，部分回吐了7月的强劲增长，信贷消费增长略显疲软。10月密歇根大学消费者信心指数初值降至55，为5月以来最低，预估54.2，前值55.1；消费者现状指数初值升至61，预估60，前值60.4；消费者预期指数初值降至51.2，预估51.4，前值51.7；1年通胀预期初值降至4.6%，预估4.7%，前值4.7%。密歇根大学消费者信心调查显示消费者对当前个人财务状况和未来一年商业环境的看法有所改善，但对未来个人财务的预期以及耐用品当前购买条件的评价下降，相互抵消，整体指数仍于低位徘徊，消费仍面临下行风险。消费者信心的持续低

迷或强化降息逻辑，但持续高企的通胀预期也会让美联储保持谨慎。

(3) 美国联邦储备委员会理事巴尔周四表示，美联储在进一步降息时应保持谨慎，以便有更多时间观察经济数据并评估通胀与就业市场风险的平衡。10月9日，美国联邦储备委员会理事巴尔明尼苏达州经济俱乐部发表讲话时指出，当前通胀仍具上行压力，而劳动力市场则显现出一定疲软迹象，使货币政策面临“两难局面”。巴尔称，他支持上月联邦公开市场委员会(FOMC)将政策利率下调0.25个百分点的决定，但强调此举并不意味着应展开一系列连续降息。他警告说，特朗普政府新一轮关税措施可能推高物价，使通胀回落更为困难。巴尔表示，劳动力市场趋软有助于缓解物价上行压力，但目前由于联邦政府关门，缺乏官方数据，难以判断需求放缓的实际程度。他指出，随着产出增速放缓及关税、劳动力供给等因素的拖累，未来几个月经济可能进一步承压。他称：“如果劳动力市场风险加剧，FOMC可能需要更快地放松政策，我相信我们会果断行动以稳定经济。”截至10月10日，Fedwatch 预期2025年10月降息25bp的概率升至96.7%，上周87.7%；12月份在10月份降息的基础上再次降息的可能性为92.4%，上周为65.4%。

风险提示：大宗商品价格波动风险；宏观政策变动风险；经济基本面变化超预期；历史经验不代表将来。

(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 20251012：转债建议优先考虑回撤可控性

在结构化行情背景下，我们对于业绩与估值的把控更为审慎，同时对外围扰动因素保持较高敏感。具体来看，外围扰动因素一是关税及非关税壁垒相关的双边、多边对峙态势的持续性；二是美联储独立性重构及相伴生的货币政策框架重塑的趋势性与内部修复节奏。我们认为，当前市场主线行情仍围绕算力及算力的“尽头”电力展开，因此跨节跨周期间偏政策面的信息扰动，均不构成市场趋势逆转的必要条件。反而，包括美日在内的经济体若出现货币政策预期边际趋松，一方面可能延长当前市场泡沫期的时长，可参考1999-2000年美联储加息对互联网泡沫破裂的催化效应；另一方面或助推供给端存在硬约束或准硬约束的黄金、泛资源品价格，同时推高通胀预期。正如我们在0922-0926当周观点所述，权益市场行情的结构化带来转债平价与估值的结构化特征。在市场分化背景下，总量指标所指向的配置机会或被平均，难以有效凸显。策略层面，我们仍将回撤的可控性作为优先考量因素，其次才考虑向上弹性，同时不执着于转债条款博弈，而是聚焦于具备相对确定性的业绩改善或估值修复方向。在周五相对极端的市场行情下，0922-0926当周建议关注的标的中，首华、岱美、强力仍能提供一定的对冲缓冲空间；大中、煜邦虽在周五出现小幅回调，但期间整体涨幅仍较为可观，其余市场曝光度较高的标的表现亦保持尚可水平。本周我们延续相似的研究思路，追加几只平衡性化工标的供参考。(以下数据均截至2025年10月10日收盘)

1、兴发集团/兴发转债 结构：132元，107/24%，AA+，28亿，剩余2.9年，ytm-5.2，平衡性标的；市值336亿，pe22x，pb1.6x。

2、和邦生物/和邦转债 结构：130元，114/14%，AA，45亿，剩余5年，ytm-2.4，平衡性标的；市值202亿，亏损，pb1.1x(24年曾低至0.8x) 上述两家公司均为草甘膦行业龙头企业。当前草甘膦行业处于“小周期复苏”的中前段，行业去库充分，同时旺季需求接力与行业自律形成共振。这一态势一方面为行业底部提供支撑，另一方面亦有望为相关企业贡献部分业绩弹性。

3、凯盛新材/凯盛转债 结构：140元，114/22%，AA-，6.5亿，剩余4.1年，ytm-3.8，平衡性标的；市值96

亿, pe106x, pb6.3x。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: 利群转债、美锦转债、柳药转债、能化转债、建工转债、鲁泰转债、家悦转债、东南转债、开润转债、山路转债。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 20251011: 二级资本债周度数据跟踪 (20250929-20251010)

观点 一级市场发行情况: 本周(20250929-20251010)银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 1 只, 发行规模为 12.00 亿元。发行年限为 10Y; 发行人性质为地方国有企业; 主体评级为 AA+; 发行人地域为河北省。二级市场成交情况: 本周(20250929-20251010)二级资本债周成交量合计约 445 亿元, 较上周减少 1854 亿元, 成交量前三个券分别为 22 工行二级资本债 04A (18.08 亿元)、25 农行二级资本债 03B(BC) (12.30 亿元) 和 25 中行二级资本债 01BC (12.19 亿元)。分发行主体地域来看, 成交量前三为北京市、上海市和浙江省, 分别约为 300 亿元、47 亿元和 31 亿元。从到期收益率角度来看, 截至 10 月 10 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: -2.57BP、-4.00BP、-2.00BP; 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: 0.18BP、0.84BP、0.84BP; 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: 3.73BP、3.74BP、3.74BP。估值偏离%前三十位个券情况: 本周(20250929-20251010)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, 折价成交的幅度小于溢价成交。折价个券方面, 折价率前三的个券为 24 四川银行二级资本债 (-0.4401%)、23 汉口银行二级资本债 02 (-0.4225%)、22 宁波银行二级资本债 01 (-0.3864%), 其余折价率均在 -0.20% 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、浙江省居多。溢价个券方面, 溢价率前三的个券为 24 扬州农商行二级资本债 01 (0.5852%)、25 民泰商行二级资本债 01 (0.5313%)、25 泸州银行二级资本债 01 (0.5006%), 其余溢价率均在 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、浙江省、天津市居多。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 20251011: 绿色债券周度数据跟踪 (20250929-20251010)

观点 一级市场发行情况: 本周(20250929-20251010)银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 11 只, 合计发行规模约 152.50 亿元, 较上周减少 157.24 亿元。发行年限多为 3 年; 发行人性质为地方国有企业、大型民企、中央金融企业; 主体评级多为 AAA、AA+ 级; 发行人地域为广东省、北京市、浙江省、江苏省、河南省; 发行债券种类为中期票据、商业银行普通债、企业 ABS、交易商协会 ABN。二级市场成交情况: 本周(20250929-20251010)绿色债券周成交额合计 418 亿元, 较上周减少 285 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 229 亿元、144 亿元和 39 亿元; 分发行期限来看, 3Y 以下绿色债券成交量最高, 占比约 88.62%, 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 162 亿元、97 亿元和 15 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、41 亿元和 40 亿元。估值偏离度前三十位个券情况:

本周(20250929-20251010)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,折价成交比例大于溢价成交。折价个券方面,折价率前三的个券为 20 宜春创投绿色债 (-0.4666%)、GC 三峡 K2 (-0.4627%)、24 中国电力 GN003(碳中和债) (-0.1594%),其余折价率均在-0.16%以内。主体行业以金融、公用事业、能源为主,中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA 评级为主,地域分布以广东省、北京市、天津市居多。溢价个券方面,溢价率前三的个券为 25 容望 G1 (0.7270%)、19 天津 32 (0.3605%)、25 象屿 GN010 (0.3512%),其余溢价率均在 0.34%以内。主体行业以金融、建筑、交通运输为主,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、江苏省居多。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

香港中旅(00308.HK):剥离旅游地产资产,聚焦核心盈利业务

投资要点 事件:香港中旅于 2025 年 10 月 12 日发布公告,公司拟向股东实施建议分派,通过集团重组将旅游地产业务拆分至私人公司。同时董事局建议实施股本削减,将股本帐内的进账由 92.2 亿港元削减至 7.2 亿港元。两项建议均须通过特别股东大会批准后方可生效。通过实物分派或现金替代,剥离旅游地产业务。公司将进行集团重组,将涉及旅游地产业务的权益重组至私人公司持有,剥离资产包括珠海海泉湾、咸阳海泉湾、安吉度假村、大空港和金堂项目。股东可选择实物分派或现金,实物分派按每股股份对应一股私人公司股份的基准实施,选择现金的股东获得每股 0.336 港元现金替代,约为公告日期前最后一个交易日收盘价每股 1.53 港元的 21.96%。控股股东中旅集团承诺接受全部实物分派股份,并收购未被接受的股份,建议实物分派完成后,旅游地产业务将从上市公司出表,成为集团直接控股的私人公司。

剥离后聚焦核心盈利业务: 拟剥离业务 2023/2024/2025H1 收入分别为 6.3/4.6/1.5 亿港元,净利润-4.6/-2.4/-1.9 亿港元,旅游地产业务业绩持续亏损,且未来盈利能力存在不确定性,建议分派可降低债务水平,减少地产业务对利润的拖累。剥离完成后,公司将更加聚焦旅游景区等核心业务,投资者可根据利润端对旅游景区进行估值。公司预计建议分派将导致 1.6 亿港元亏损,主要由于旅游地产业务相关的累计汇兑差额的重新分类。

削减股本用于可供分配储备: 董事局建议将股本账内的进账由 92.2 亿港元削减 85 亿港元至 7.2 亿港元,因建议股本削减而产生的 85 亿港元进账,将拨入公司的保留盈利,该款项将作为派付股息等可供分配储备动用。

盈利预测及投资建议: 香港中旅作为全国领先的文旅投资运营一体化平台,背靠央企中旅集团打造多个标杆文旅项目,立足大湾区发展多元业务,未来布局海内外文旅新项目赋能成长。我们维持公司盈利预测,预计 2025-2027 年归母净利润为 2.7/4.2/6.0 亿港元,对应 PE 为 31/20/14 倍,维持“增持”评级。

风险提示: 宏观经济波动、新增项目落地进度不及预期、自然灾害和极端天气影响经营等风险

(证券分析师:吴劲草 证券分析师:石琦瑄 证券分析师:王琳婧)

光洋股份 (002708): FPC&低空经济&人形机器人“三擎驱动”，轴承龙头焕发新生

投资要点 深耕轴承数十年，为轴承领域头部企业。公司成立于1994年，以汽车轴承起家，后拓展至同步器、汽车电子，2024年以来拓展人形机器人及低空经济等新兴产业，客户涵盖大众、吉利等头部车企以及博格华纳、采埃孚等头部 Tier 1 汽零企业。2022年以来，公司业绩触底反弹，2024年扭亏为盈且向上趋势明显。2025H1 公司营收达 12.60 亿元，同比+12.1%；归母净利润为 0.53 亿元，同比+21.9%。轴承主业实现量价齐升，同步器业务稳健增长：1) 轴承是公司第一大业务，近年来，公司受益于中国汽车产销和新能源渗透率的持续增长，叠加政策和需求端推动的国产化替代背景，公司轴承主业实现量价齐升，ASP 从 8.42 提升至 9.56 元/套，2025H1 公司轴承营收达 7.42 亿元，同比+22.84%；2) 同步器、行星排为公司第二大业务，近年来盈利能力已实现触底反弹，2025H1 毛利率提升至 25.59%，同比+5.08pct。2025H2 公司产品将陆续量产，全年增速或将强势转正。布局汽车电子，紧跟智能穿戴浪潮打开全新增量空间。公司于 2020 年布局汽车电子赛道，近年来 PCB (FPC) 营收持续增长，毛利率由低位的-98.17%提升至 2025H1 的-17.18%。同时，公司横向拓展 AI 智能穿戴终端业务，已获多个头部企业定点，2025-2027 年将陆续实现量产。随着公司业务规模的不断扩大，带动规模效应显现有望加速毛利率转正，为公司业绩提升贡献增量。立足汽车，走出汽车，布局低空经济+人形机器人拓展第二主业：1) eVTOL 为低空经济中的重要一环，与汽车产业链重合度较大，且下游整车厂入局倒逼汽零企业布局，其市场规模广阔，2040 年预计将达到 410 亿美元。公司当前已获国内某头部新能源整车企业飞行汽车项目定点，部分项目将于 2026 年量产，业绩落地在即；2) 公司轴承主业与机器人减速器轴承具有技术协同性，公司机器人用轴承产品已获定点，且自 2024H2 就陆续实现批量交付。此外，公司积极布局行星减速总成及齿轮组件，入股陕西大祺传感电子布局传感器赛道。未来公司有望凭借在主业的技术及客户积累成为低空经济与机器人产业的核心供应商。盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025-2027 年实现营收 27.74/37.00/47.95 亿元，实现归母净利润 1.08/2.18/3.63 亿元，EPS 分别为每股 0.19/0.39/0.65 元，当前市值对应 2025-2027 年 PE 为 73/36/22 倍。公司为轴承领域头部企业，盈利能力已实现触底反弹，FPC 业务扭亏在即，叠加公司在低空经济与机器人领域的布局，公司有望打开全新增长空间，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：原材料成本上行超预期；下游车市需求不及预期；新产品落地不及预期；FPC 业务拓展不及预期；新兴产业拓展不及预期。

(证券分析师：黄细里 证券分析师：郭雨蒙)

恒逸石化 (000703): 聚酯行业景气修复，公司钦州项目即将投产

投资要点 事件：2025 年 9 月底，工业和信息化部等七部门联合发布《石化化工行业稳增长工作方案（2025-2026 年）》。工作方案提出严控石化行业供给侧产能，培育新兴应用领域场景：方案指出：1) 2025-2026 年，石化化工行业增加值年均增长 5%以上，经济效益企稳回升。2) 增强高端化供给。聚焦集成电路、新能源、医疗装备等重点产业链需求，支持电子化学品、高端聚烯烃、高性能纤维、特种橡胶、高性能膜材料等领域的关键产品攻关。3) 促进供需提质。组织石化化工产品供需对接活动，推动合成树脂、涂料、轮胎等生产企业与建筑、汽车、船舶等下游用户建立长期稳定的合作关系，提高传统领域供需适配性。围绕新能源、低空经济、人形机器人等新兴产业，

积极拓展新能源电池材料、碳纤维及其复合材料、特种工程塑料等应用。4) 科学调控重大项目建设。加强重大石化、现代煤化工项目规划布局引导, 严控新增炼油产能, 合理确定乙烯、对二甲苯新增产能规模和投放节奏。石化领域严格执行新建炼油项目产能减量置换要求, 重点支持石化老旧装置改造、新技术产业化示范以及现有炼化企业“减油增化”项目。 聚酯行业供需格局改善, 后续新增产能较少: 2025H1, 涤纶长丝新增产能 65 万吨, 产能增速明显放缓。国内外市场需求稳步增长: 1) 国内需求方面, 2025H1 中国社会消费品零售总额同比+5%, 其中服装、鞋帽、针纺织品类同比+3.1%。2) 海外需求方面, 在国际贸易格局复杂多变的背景下, 2025H1 纤维纺服产业链出口量同比+12%。公司作为行业领军企业, 凭借技术研发优势和规模效应持续巩固市场地位, 在差异化产品开发、智能化生产及全产业链协同方面形成显著竞争优势, 经营效益有望随行业整合深化持续提升。钦州己锦一体化项目即将投产, 推动公司成长: 公司预计广西 120 万吨己内酰胺-聚酰胺项目一期将于 2025H2 投产, 项目产成品包含民用纤维、工程塑料及薄膜等多种产品, 投产后将进一步增厚公司业绩, 有效补强公司上下游产业链条。 盈利预测与投资评级: 随着石化行业反内卷以及稳增长政策的推进, 我们认为公司后续盈利能力有望修复。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 4.3、6.5、8.2 亿元, 根据 2025 年 10 月 9 日收盘价, 对应 A 股 PE 分别 56、37、29 倍。我们看好公司未来成长性, 首次覆盖给予“买入”评级。 风险提示: 原油价格大幅波动的风险; 市场竞争加剧; 产品价格波动; 项目建设进度不及预期。

(证券分析师: 陈淑娴 证券分析师: 周少玟)

百胜中国 (09987.HK): 长策长驱, 百战百胜

投资要点 西式餐饮龙头, 多维布局中国: 百胜中国涵盖西式快餐、中式餐厅以及咖啡店三大板块, 旗下品牌包括肯德基/必胜客/塔克钟/黄记煌/小肥羊及 Lavazza。截至 2025H1, 肯德基、必胜客及其他门店数量分别为 12238、3864 及 876 家。肯德基贡献主要收入, 2024 年肯德基/必胜客/其他分部收入占比分别为 75%/20%/5%, 2018-2024 年收入占比分别+3/-7/+3pct。 非中式连锁快餐方兴未艾, 百胜中国份额当先: 2024 年中国内地餐饮服务市场规模达 54730 亿元, 2020-2024 年 CAGR 为 8.48%, 其中: ①连锁餐饮增速更快: 2024 年连锁/非连锁餐饮市场规模分别为 12565/43153 亿元, 2019-2024 年 CAGR 分别为 6.30%/2.90%。②快餐餐厅增速更快: 2024 年全面服务餐厅/快餐餐厅市场规模分别为 32345/21290 亿元, 2020-2024 年 CAGR 分别为 6.55%/11.94%。③非中式餐饮增速更高: 2018-2023 年中式/非中式餐饮行业 CAGR 分别为 3.6%/7.2%。按销售额计, 百胜于国内餐饮连锁市占率位居第一: 2024 年市占率达 7.5%, 同期蜜雪、麦当劳、瑞幸及海底捞为 4.1%/3.7%/3.6%/3.6%。 优势明显, 千策千成: (1) 肯德基 2024 年全球门店数量达 3.20 万家: ①经久不衰的大单品 (炸鸡系列), 市场认知强; ②守正出奇, 在保留核心产品的同时, 积极在小食、甜点、饮料等品类推新; ③深谙本地化经营, 根据地域饮食习惯丰富菜单; ④特许经营模式先行者 (1952 年), 较早开启全球化; ⑤率先进行 IP 运营。(2) 必胜客: ①先发优势明显, 2024 年全球门店数量达 2.02 万家; ②场景定位清晰 (家庭聚餐); ③SKU 种类适中, 客单价合理; ④较早探索外送模式, 构筑差异化。 开店仍有空间, 同店改善可期: (1) 高线城市加密, 下沉城市拓店、功能区布局提速, 开店逻辑仍存: 截至 25H1, 肯德基于国内门店数量已达 12238 家, 对标华莱士 (据红餐大数据, 截至 2025 年 7 月共有门店约 19812 家,

城市覆盖率 97%)，渗透率仍有进一步提升空间、下沉市场仍有开拓潜力。(2)积极探索新型门店，同店改善可期：创新店型如必胜客 wow、肯德基小镇 mini 模式、肯悦咖啡等，适配不同场景消费需求。盈利预测与投资评级：我们预计 2025-2027 年公司营收分别为 120.19/127.58/134.96 亿美元，同比增速分别为 6%/6%/6%；2025-2027 年公司归母净利润为 9.52/10.17/10.91 亿美元，同比增速为 4%/7%/7%。对应 2025-2026 年 PE 为 16.79x、15.71x，考虑到公司门店渗透空间仍存、新店型可期，我们认为当下估值仍具性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：餐饮市场竞争加剧，原料成本上涨，品牌老化客户流失风险。

(证券分析师：苏铖 证券分析师：邓洁 证券分析师：吴劲草)

荣盛石化(002493)：石化化工行业稳增长方案推出，民营炼化龙头有望受益

投资要点 事件：2025 年 9 月底，工业和信息化部等七部门联合发布《石化化工行业稳增长工作方案（2025-2026 年）》。工作方案提出严控石化行业供给侧产能，培育新兴应用领域场景：方案指出：1) 2025-2026 年，石化化工行业增加值年均增长 5%以上，经济效益企稳回升。2) 增强高端化供给。聚焦集成电路、新能源、医疗装备等重点产业链需求，支持电子化学品、高端聚烯烃、高性能纤维、特种橡胶、高性能膜材料等领域的关键产品攻关。3) 促进供需提质。组织石化化工产品供需对接活动，推动合成树脂、涂料、轮胎等生产企业与建筑、汽车、船舶等下游用户建立长期稳定的合作关系，提高传统领域供需适配性。围绕新能源、低空经济、人形机器人等新兴产业，积极拓展新能源电池材料、碳纤维及其复合材料、特种工程塑料等应用。4) 科学调控重大项目建设。加强重大石化、现代煤化工项目规划布局引导，严控新增炼油产能，合理确定乙烯、对二甲苯新增产能规模和投放节奏。石化领域严格执行新建炼油项目产能减量置换要求，重点支持石化老旧装置改造、新技术产业化示范以及现有炼化企业“减油增化”项目。浙石化炼化一体化项目优势明显，可根据市场情况调整产出产品：浙石化是世界级炼化一体化基地，具备加工 4000 万吨/年炼油、880 万吨/年对二甲苯、420 万吨/年乙烯的处理能力，其中加氢、重整、PX 等多套装置单系列规模为世界最大。浙石化原油适应性强，按轻、中、重、酸分类存储，分输分炼，结合调合手段，可以加工全球 80%-90%的原油，对油价波动的适应性大大增强，相较于国内其他头部企业，有明显的优势。产品结构灵活、技术成熟可靠，主要装置规模和技术经济指标都代表了全球最先进水平。持续深化与沙特阿美的合作，推进原材料的稳定供应&拓宽销售渠道：公司与沙特阿美在产业上互为上下游，具有良好的合作基础，双方将开展全方位的协商与合作。公司拟收购沙特阿美位于沙特朱拜勒地区全资子公司 SASREF 炼厂 50%股权，并参与其扩建项目，实现原料供应前移与全球化销售渠道拓展。盈利预测与投资评级：公司为我国民营大炼化龙头企业，随着石化行业反内卷以及稳增长政策的推进，我们认为公司后续盈利能力有望修复。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 19、29、41 亿元，根据 2025 年 10 月 9 日收盘价，对应 A 股 PE 分别 52、33、24 倍。我们看好公司未来成长性，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：市场竞争加剧；产品价格波动；原材料价格波动；项目建设进度不及预期。

(证券分析师：陈淑娴 证券分析师：周少玟)

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>