

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-09-23

宏观策略

2025 年 09 月 23 日

宏观点评 20250922: 新一轮稳增长政策可能有哪些?

对政策力度的认识: 托底而非强刺激, 仍是稳增长兼顾防风险。我们认为, 当前新一轮稳增长政策的思路仍然是托底, 而非强刺激, 不会用风险扩散来换取经济增速、不会牺牲质量来换取数量。这也是因为当前经济基本面没有到需要强刺激的地步, 预计三季度经济增速在 4.7%-4.9%, 前三季度累计为 5.1% 左右。假设按三季度增长 4.8% 算, 四季度只要高于 4.5%, 全年就能达到 5.0% 左右, 实现政府工作报告所确定的目标。去年底, 新华社发文指出“当前的中国经济, 更加注重实现质的有效提升和量的合理增长, 而不是简单以 GDP 论英雄”、“经过努力, 在 5% 的左一点或是右一点, 都可以接受[7]”, 也反映出重视高质量发展的态度。风险提示: 政策落地不及预期; 政策调整风险; 投资和消费等部分领域经济压力加大。

晨会编辑 芦哲

执业证书: S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

宏观深度报告 20250921: 如何看待股债收益相关性? ——多资产系列报告(一)

1. 据测算, 2025 年 9 月至 11 月股债收益相关系数或将介于 -0.216 至 -0.229, 较 2025 年 8 月对应的 -0.238 继续上升。换言之, 近期股债收益相关系数的上升趋势预计仍将延续。2. 如果只是为了控制投资组合的最大回撤与波动率, 那么或可考虑仅配置 3% 至 5% 的股票指数。3. 伴随预期波动率的提高, 投资组合的预期收益可能并非是单调递增的, 分界线(股票配置比例 α) 大约介于 18%-21%。

宏观量化经济指数周报 20250921: 基数走高下商品消费和地产销售同比增速或继续承压

央行或重启 14 天期逆回购、稳定跨季和跨节流动性

海外周报 20250921: 美联储降息后, 市场交易逻辑将如何转变?

核心观点: 本周美联储如期降息与中美 TikTok 谈判顺利带动美股上行; 但鲍威尔对未来利率路径的鹰派表态打压降息预期, 美债利率上行, 10 年期美债利率升 6.31bps 至 4.127%。本周 9 月 FOMC 上美联储如期降息 25bps, 市场选择首先交易 2025 年点阵图更鸽派的指引, 随后交易 2026 年更鹰派的指引和发布会上 Powell 偏鹰派的表态。美元指数与美债利率因此先跌后涨, 黄金则先涨后跌, 美股几经震荡后小幅上涨。向前看, 未来未来美联储将迎来从 Data-Dependent 到 Trump-Dependent 的重塑。对于市场而言, 政治压力裹挟下更多的降息与美元信用风险的走阔, 对应 2 年美债利率与美元指数的下行, 10 年美债利率的下行则将因期限溢价的走阔而受阻。此外本周共和党与民主党临时支出法案均未能通过参议院投票。由于现存的支出法案仅能维持政府运转到 9 月底, 因此若未来两党不能尽快就支出内容达成一致, 则联邦政府 10 月 1 日停摆的风险将大幅升温, 届时政治环境不确定性的风险或再度加剧市场波动。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。

宏观深度报告 20250919: 起底存款“搬家”: 储蓄进入股市仍在起步

2025 年以来存款“搬家”更多表现为定期存款“活期化”, 并且 2025 年

至 2026 年定期存款仍处于活期化高峰期，存款资金的具体流向还取决于风险偏好的变化，若股票市场赚钱效应持续提升，偏股型基金和混合型基金收益率相比理财产品收益率优势持续提升，定期存款“活期化”或推动资金增配权益类资产，带动股市流动性进一步向好。

固收金工

固收点评 20250921：应流转债：中国高端装备零部件领域领先者

我们预计应流转债上市首日价格在 129.28~143.56 元之间，我们预计中签率为 0.0061%。

固收周报 20250921：央行重启买入国债将如何影响债市？

本周债券市场围绕央行重启买债的预期波动，针对这一话题的讨论度迅速增加。回顾央行公开市场买卖国债的历程：2024 年 8 月，央行首次开展公开市场国债买卖操作，净买入债券面值 1000 亿元，操作方式为“买入短债+卖出长债”，9 月、10 月、11 月净买入债券面值均为 2000 亿元，12 月净买入债券面值为 3000 亿元。2025 年 1 月央行暂停国债买卖，主因是国债市场供不应求、国债收益率下行较快。通过国债买卖操作，央行资产负债表中的“对政府债权”科目金额有所增加，截至 2024 年 12 月末，该科目余额为 2.88 万亿元，相比 7 月末增长 1.36 万亿元。随着 2024 年买入的短期国债逐渐到期，2025 年该科目余额有所下降，截至 8 月底为 2.2 万亿元。考虑到买入国债是央行可以低成本让银行扩表的手段，央行会重启买入国债。但去年底因买入短债而压低资金利率，若贸然重启容易再度造成资金“空转”的风险，而当前债券利率进入上行趋势中，此时重启买入国债或较为合适，年内可期。然而对于债券市场来说，我们依然建议保持中性偏谨慎的态度，预计 10 年期国债收益率将在 1.7%-1.85% 的区间内震荡。

固收周报 20250921：转债建议在中低价寻找科技扩散方向

本周（0915-0919）海外方面联储降息“靴子落地”，收益率曲线快速趋陡，可见前期如果执着于长久期的投资人需兼备更好的择时能力来获得长端的超额收益，长端的高波动具有较强的博弈属性，短端则相对供需两旺。

固收点评 20250920：绿色债券周度数据跟踪（20250915-20250919）

一级市场发行情况：本周（20250915-20250919）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 34 只，合计发行规模约 313.88 亿元，较上周增加 113.36 亿元。二级市场成交情况：本周（20250915-20250919）绿色债券周成交额合计 604 亿元，较上周增加 95 亿元。

固收点评 20250920：二级资本债周度数据跟踪（20250915-20250919）

一级市场发行情况：本周（20250915-20250919）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 2 只，发行规模为 600.00 亿元。二级市场成交情况：本周（20250915-20250919）二级资本债周成交量合计约 1778 亿元，较上周增加 163 亿元。

行业

建筑装饰行业跟踪周报：基建投资增速承压，推荐结构景气的专业工程板块

周观点：（1）1-8 月基建投资（狭义）累计同比+2.0%，较 1-7 月放缓

1.2pct, 8月基建投资(狭义)同比-5.9%, 增速同比去年同期有明显回落, 结构上来看, 铁路运输业、道路运输业、水利管理业、公共设施管理业 1-8月同比分别增长 4.5%/-3.3%/7.4%/-1.1%, 增速均较 1-7月放缓。在实物需求上, 1-8月水泥产量同比-4.8%, 其中 8月单月同比-6.2%。从上半年建筑板块中报情况来看, 收入和利润仍然承压, 现金流有所改善, 基建和地产投资弱势下使得板块整体承压, 部分专业工程领域表现相对较好; 基建地产链实物需求承压, 但稳增长政策仍有潜在加力空间, 可观察后续中央重大基建项目力度的增强, 以及化债深入推进后对地方投资的支撑作用, 继续关注财政政策的加力节奏、以及城市更新推动和重点工程项目对区域需求拉动; 我们建议关注估值仍处历史低位、业绩稳健的基建龙头央企和地方国企估值持续修复机会, 推荐中国交建、中国电建、中国中铁, 建议关注中国核建、中国化学等。(2) 出海方向: 2025年前 6个月我国对外承包工程完成营业额同比增长 9.3%, 新签合同额同比增长 13.7%, 增速有所加快; 其中在共建“一带一路”国家新签合同额同比增长 21%; 全球贸易摩擦升级及区域冲突, 后续外交博弈、贸易摩擦或加剧, 一带一路战略推进或加码, 基建合作仍是重要形式, 海外工程需求景气度有望保持, 海外工程业务有望受益, 近期建议关注俄乌局势进展及重建预期变化。建议关注国际工程板块, 个股推荐中材国际、上海港湾, 建议关注中工国际、北方国际等。(3) 需求结构有亮点, 新业务增量开拓下的投资机会: 在当前全球 AI 技术加速迭代的背景下, 国际半导体巨头及云端服务供应商持续加码资本支出布局, 半导体洁净室景气度有望延续, 同时海外开拓有望成为新增长点, 推荐圣晖集成, 建议关注亚翔集成、柏诚股份等。风险提示: 地产信用风险失控、政策定力超预期、国企改革进展低于预期等。

建筑材料行业跟踪周报: 期待内需政策的进一步落地

周观点: (1) 本周美国零售数据和费城半导体制造业指数显示美国经济仍具高位的韧性, 美联储降息 25bp 并仍旧保持了对通胀的关注。中美元首通话表示双方将继续在经贸关系和世界安全方面推进合作。同时国内数据显示地产链承压。未来, 服务消费的提振和工业反内卷相辅相成, 社保补缺和高端工业突破有望成对出现。明年国内外经济或出现共振向上的情况。短期而言, 基于行业自身调整周期已经到位, 我们推荐华新水泥、海螺水泥、上峰水泥、旗滨集团等大宗建材。其次是消费建材, 零售端调整逐渐显现成效, 下半年有望陆续出现增速拐点, 推荐欧派家居、奥普科技、箭牌卫浴、东鹏控股、北新建材、伟星新材、东方雨虹、坚朗五金等。最后建议关注低估值的港股建筑央企。(2) 在流动性充裕的背景下, 市场更加关注主业产品具备较强科技属性的公司, 但是大幅波动的节奏需要注意, 例如中材科技、宏和科技等玻纤企业受益于 AIDC 产业 PCB 的技术升级, 上海港湾受益于商业卫星的加速发射和技术升级, 鸿路钢构受益于钢结构焊接机器人的渗透率提升, 萤石网络受益于 AI 端侧模型的进步。(3) 美国的贸易壁垒逐渐稳定, 美国市场敞口风险可控, 受益于美欧等国财政扩张的板块值得关注, 例如圣晖集成、亚翔集成、中国巨石、长海股份等。但是, 中美持续脱钩的长期趋势下, 出海企业还是将更多资源投向东南亚、中东、非洲等其他市场。而且美元降息趋势下, 非美国国家经济建设有望进入快车道。综合新兴国家收入占比以及本土化的能力和技术实力, 推荐上海港湾、科达制造、中材国际、中国交建、米奥会展(与中小盘共同覆盖)。(4) 地产链出清已近尾声, 供给格局大幅改善。长期

估值已处低位，因此不少公司即使下调业绩，但股价已经不再下跌。而个别零售型公司开始展现出业务亮点，例如三棵树、箭牌家居。随着城市更新和好房子政策的推进，零售品类的触底回升将更加明显，建议关注三棵树、箭牌家居、公牛集团、北新建材、伟星新材、欧派家居、兔宝宝、奥普科技、欧普照明、江河集团等。风险提示：地产信用风险失控、政策定力超预期。

环保行业跟踪周报：生态环境部举行“高质量完成‘十四五’规划”发布会，“双碳”政策持续推进

重点推荐：瀚蓝环境，绿色动力，绿色动力环保，海螺创业，永兴股份，光大环境，军信股份，粤海投资，美埃科技，九丰能源，宇通重工，景津装备，新奥能源，昆仑能源，三峰环境，兴蓉环境，洪城环境，中国水务，伟明环保，龙净环保，高能环境，蓝天燃气，新奥股份，赛恩斯，金科环境，英科再生，路德环境。建议关注：大禹节水，联泰环保，旺能环境，北控水务集团，武汉控股，碧水源，重庆水务，凯美特气，仕净科技，浙富控股。风险提示：政策推广不及预期，财政支出低于预期，行业竞争加剧。

燃气Ⅱ行业跟踪周报：美国预计气温回落制冷需求减弱、欧洲储库推进、国内需求缓慢修复，各地气价均较为平稳

投资建议：展望 2025 年，供给宽松，燃气公司成本优化；价格机制继续理顺、需求放量。需关注对美 LNG 加征关税后新奥股份等具有美国气源的公司是否能通过转售等消除关税影响；以及涉及省内管输业务的公司管输费下调风险。1) 城燃降本促量、顺价持续推进。重点推荐：【新奥能源】(25 股息率 5.1%) 2024 年不可测利润充分消化，私有化方案定价彰显估值回归空间；【华润燃气】【昆仑能源】(25 股息率 4.6%)【中国燃气】(25 股息率 6.4%)【蓝天燃气】(股息率 ttm8.9%)【佛燃能源】(25 股息率 4.0%)；建议关注：【深圳燃气】【港华智慧能源】。2) 海外气源释放，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：【九丰能源】(25 股息率 3.7%) 一体化持续推进【新奥股份】(25 股息率 6.2%)【佛燃能源】；建议关注：【深圳燃气】。3) 美气进口不确定性提升，能源自主可控重要性突显。建议关注具备气源生产能力的【新天然气】【蓝焰控股】。(估值日期 2025/9/19)

公用事业行业跟踪周报：广东 136 号文正式发布，藏粤直流特高压开工

投资建议：迎峰度夏关注水电、火电投资机会。1) 火电：迎峰度夏建议关注区域火电投资机会。建议关注【建投能源】【华电国际】【华能国际】【国电电力】【中能股份】【皖能电力】。2) 水电：量价齐升、低成本受益市场化。度电成本所有电源中最低，省内水电市场电价持续提升，外输可享当地电价。现金流优异分红能力强，折旧期满盈利持续释放。重点推荐【长江电力】。3) 核电：成长确定、远期盈利&分红提升。22/23 年连续两年核准 10 台，24 年再获 11 台核准，成长再提速。在建机组投运+资本开支逐步见顶。公司 ROE 看齐成熟项目有望翻倍，分红同步提升。重点推荐【中国核电】【中国广核】，建议关注【中广核电力 H】。4) 绿电：化债推进财政发力，绿电国补欠款历史问题有望得到解决。资产质量见底回升，绿电成长性再次彰显。重点推荐【龙净环保】，建议关注【龙源电力 H】【中闽能源】【三峡能源】。5) 消纳：关注特高压和电网智能化产业链。趋势一配电网智能化：关注【威胜信息】【东软载波】【安科瑞】；趋势二电网数字化：推荐虚拟电厂；趋势三国际化：推荐特高压和电网设备。

风险提示：需求不及预期、电价煤价波动风险、流域来水不及预期等

电力设备行业跟踪周报：储能和锂电需求旺盛、人形和固态加速迭代

投资策略：锂电&固态：8月国内电动车销140万辆，同环比+27%/+11%，增速恢复，新车密集上市+年底抢装，全年预计25%增长至1600万辆；欧洲9国合计销量17.8万辆，同环比41%/-19%，销量持续强劲，且H2新车周期开启，预计2-3年可持续维持30%；排产端看，储能满产，供不应求，9月排产进一步5-10%增长，各环节龙头产能打满，订单向二三线外溢，上修25年和26年需求分别33%+、22%+增长，全面看好锂电池板块，首推宁德、亿纬锂能、欣旺达等，同时看好科达利、璞泰来、天赐等锂电龙头公司，同时固态中试线2H25密集落地，继续强推硫化物固态电解质和硫化锂及核心设备优质标的。储能：欧洲、中东等新兴市场大储需求大爆发，美国大美丽法案后今年增长乐观，国内储能136号文后超预期，预计30%增长；欧洲户储去库完成，出货恢复，工商储需求开始爆发，新兴市场光储平价需求持续；我们预计全球储能装机25-28年的CAGR为30-50%，看好储能逆变器/PCS龙头、大储集成和储能电池龙头。机器人：英伟达近期加码人形本体和大模型，Tesla Gen3将于10-11月定型，股东大会有望展示，25Q4下订单、26年初量产，2030年依然预期100万台；人形公司产品、订单、资本端等进展提速，25-26年国内外量产元年共振，我们继续全面看好人形板块，全面看好T链确定性供应商和头部人形核心供应链、看好总成、灵巧手、丝杠、谐波、传感器、运控等核心环节。AIDC：海外算力升级对AIDC要求持续提升，高压、直流、高功率趋势明显，国内相关公司迎来出海新机遇，继续看好有技术和海外渠道优势的龙头；工控：工控25年需求总体继续弱复苏，锂电需求恢复、风电、机床等向好，同时布局机器人第二增长曲线，全面看好工控龙头。风电：25年国内海风10GW+，翻倍增长，Q2是拐点，欧洲海风进入持续景气周期，继续全面看好海风，陆风100GW+，同增25%，铸件等零部件涨价，风机毛利率逐步修复，推荐海缆、海桩、整机等。光伏：三季度国内终端需求支撑偏弱，排产端暂时小幅下降，政策引导光伏反内卷力度强，硅料成为主要抓手，当前价格50元/kg+，硅片和电池顺价，组件待观察终端需求；今年全球光伏装机增速为15%/5%，欧洲分布式和新兴市场持续需求好，看好受益的逆变器环节、看好反内卷受益的硅料、玻璃、电池和组件等。

商贸零售行业跟踪周报：十一中秋假期出行高峰，景区公司天气梳理

投资建议：建议关注未来有产能扩张或交通改善预期的长白山、峨眉山A、西域旅游、九华旅游、祥源文旅、丽江股份、黄山旅游等。风险提示：雨雪或极端天气影响经营，新项目进展不及预期，宏观经济波动等。

医药生物行业跟踪周报：美降息利于CXO复苏，重点推荐药明康德、皓元医药等

降息背景下，创新产业链景气度提升，生科上游、CXO板块有望受益

原油周报：美联储降息落地，油价小幅上升

【相关上市公司】推荐：中国海油/中国海洋石油(600938.SH/0883.HK)、中国石油/中国石油股份(601857.SH/0857.HK)、中国石化/中国石油化工股份(600028.SH/0386.HK)、中海油服(601808.SH)、海油工程(600583.SH)、海油发展(600968.SH)；建议关注：石化油服/中石化油服(600871.SH/1033.HK)、中油工程(600339.SH)、石化机械(000852.SZ)。

【风险提示】1)地缘政治因素对油价出现大幅度的干扰。2)宏观经济增

速严重下滑，导致需求端严重不振。3) 新能源加大替代传统石油需求的风险。4) OPEC+联盟修改石油供应计划的风险。5) 美国解除对伊朗制裁，伊朗原油快速回归市场的风险。6) 美国对页岩油生产环保、融资等政策调整的风险。7) 全球 2050 净零排放政策调整的风险。

汽车周观点：9 月第 2 周乘用车环比+4.9%，继续看好汽车板块

三类主线投资机会并存！本周市场对汽车核心关注？本周汽车 A-H 股汽车涨幅均属于行业前列，其中零部件尤其是机器人品种涨幅最佳，以均胜电子+新泉股份为代表。乘用车 9 月第二周内需&新车订单表现一般，核心增量依然靠新车驱动。尊界 S9T 的 72 小时大定 1 万辆，银河 M9 大定突破 2.3 万辆。均胜电子发布 AI 头部总成。当前时点汽车板块如何配置？【AI 智能车主线】Robotaxi/van 先行，C 端紧跟。第一类，Robotaxi 产业链核心标的：1) 一体化模式：特斯拉/小鹏汽车/千里科技；2) 技术提供商+运营分成模式：地平线机器人/百度集团/小马智行/文远知行；3) 网约车/出租车的转型：滴滴/曹操出行/如祺出行/大众交通/锦江在线；4) 车辆生产商：北汽蓝谷/广汽集团/上汽集团；5) 核心供应商：检测（中国汽研+中汽股份等）+芯片（地平线机器人+黑芝麻智能）/域控制器（德赛西威/均胜电子/科博达/经纬恒润等）/传感器（舜宇光学科技/禾赛/速腾聚创）/线控底盘（伯特利/耐世特/浙江世宝）/车灯（星宇股份）/玻璃（福耀玻璃）等 第二类，Robovan 产业链核心标的：德赛西威/经纬恒润/中邮科技+开勒股份等 第三类，智能车 C 端消费核心受益车企：小鹏汽车/理想汽车/蔚来/华为系（赛力斯/上汽集团/江淮汽车/北汽蓝谷/长安汽车/广汽集团/东风集团股份）/比亚迪/长城汽车/吉利汽车/零跑汽车 【AI 机器人主线】零部件优选（拓普集团+均胜电子+精锻科技+福达股份+旭升集团+爱柯迪等）。【红利&好格局主线】客车（宇通客车）/重卡（中国重汽 A-H/潍柴动力）/两轮（春风动力/隆鑫通用）/零部件（福耀玻璃+星宇股份+新泉股份+继峰股份）。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。

半导体设备行业深度：AI 芯片快速发展，看好国产算力带动后道测试&先进封装设备需求

投资建议：我们建议投资者关注国内 AI 芯片带来的封测设备端投资机会。（1）测试设备：国产 AI 芯片制造采用更大的引脚和电流，测试难度显著提升，关注国产算力带来的国产测试机突破，相关标的为华峰测控、长川科技；（2）封装设备：国产 AI 芯片采用 CoWoS 先进封装，中国在封测环节具备较强全球竞争力，国内先进封装有望进入起量元年，关注国产封装设备新机遇，相关标的为晶盛机电（减薄机）、某泛半导体领域设备龙头（磨划+键合）、华海清科（减薄机）、盛美上海（电镀机）、芯源微（涂胶显影+键合机）、拓荆科技（键合机）等。风险提示：下游扩产不及预期，研发进展不及预期等。

AI 智能车时代是【产品为王】

AI 智能车产业链投资标的？nRobovan 产业链也是 AI 智能车容易被忽视的一条主线。相比 Robotaxi，Robovan 技术壁垒相对较低，但商业化进展会更快且对社会物流产生重大影响。Ø 第一类：技术提供商+运营分成。创业公司：九识智驾/新石器/白犀牛等。Ø 第二类：技术提供商+硬件生产商+运营分成。德赛西威等。Ø 第三类：运营分成：中邮科技+开勒股份等。Ø 第四类：核心硬件供应商：芯片（黑芝麻智能）等、域控

制器+线控底盘(经纬恒润-W)等。AI智能车产业链投资标的? L4级智能车C端消费产业链是AI智能车产业链后期重要的一条主线。相比B端(Robotaxi/van), C端对L4智能车消费潮流兴起会稍晚一些,一旦爆发也会形成重大投资机会: Ø 第一类:坚持技术自研路线的车企:特斯拉/小鹏汽车/理想汽车-W/蔚来-SW/零跑汽车。Ø 第二类:坚定拥抱华为的合作伙伴:赛力斯/上汽集团/江淮汽车/北京汽车/长安汽车/广汽集团/东风集团股份等。Ø 第三类:第三方+自研并行策略车企:比亚迪/吉利汽车/长城汽车/奇瑞汽车。Ø 第四类:第三方智驾技术供应商。华为引望/地平线机器人-W/Momenta/元戎启行等。Ø 第五类:核心部件供应商。检测(中国汽研+中汽股份等)/芯片(地平线机器人-W+黑芝麻智能)/域控制器(德赛西威/均胜电子/科博达等)/传感器(舜宇光学科技/禾赛-W/速腾聚创)/线控底盘(伯特利/耐世特/浙江世宝)/智能车灯(星宇股份)/玻璃(福耀玻璃)。风险提示:“后视镜视角”带来的认知范围有限; Robotaxi 放量不及预期。

非银金融行业跟踪周报:基本面向好趋势确定性高,保险/券商估值修复均可期

行业排序及重点公司推荐:非银金融目前平均估值仍然较低,具有安全边际,攻守兼备。1)保险行业受益于经济复苏、利率上行。储蓄类产品销售占比大幅提升,负债端预计持续改善,长期仍看好健康险和养老险发展空间。2)证券行业转型有望带来新的业务增长点。受益于市场回暖、政策环境友好,券商经纪业务、投行业务、资本中介业务等均受益。行业推荐排序为保险>证券>其他多元金融,重点推荐中国平安、新华保险、中国人保、中信证券、同花顺、九方智投控股等。风险提示:1)宏观经济不及预期;2)政策趋紧抑制行业创新;3)市场竞争加剧风险。

机械设备行业跟踪周报:推荐非挖超预期确定向上的工程机械;国产算力芯片加速发展利好国产半导体设备

风险提示:下游固定资产投资不及市场预期;行业周期性波动风险;地缘政治及汇率风险。

煤炭开采行业跟踪周报:受节前补库影响,港口煤价有所上涨

估值与建议: 仍旧关注保险资金增量;保费收入维持正增长,且向头部保险集中。固收类资产荒依旧,叠加红利资产已经高位,所以关注权益配置变化,预期更青睐于资源股。核心推荐动力煤弹性标的。弹性依次产地自西向东标的,且低估值标的:建议关注昊华能源,广汇能源。风险提示:下游需求不及预期;保供力度强于预期,煤价大幅下跌。

电池行业深度报告:电池行业:技术突破加速,盈利拐点显现

电池ETF(159755):规模最大的电池主题ETF 基金基本信息:广发国证新能源车电池ETF(159755.SZ,联接A:013179.OF、联接C:013180.OF),成立于2021年6月15日,上市于2021年6月24日,紧密跟踪国证新能源车电池指数(980032.CNI),基金管理费率为每年0.5%,托管费率为每年0.1%,基金经理为罗国庆。产品指标对比:1)跟踪指数PE:截至2025年9月16日,电池ETF跟踪的新能电池指数(980032.CNI)PE(TTM)为32倍,处于近三年历史22%分位,显著低于CS电池指数及新能源电池指数。2)规模和流动性:截至25年9月16日,电池ETF规模达108亿元,是全市场规模最大的电池主题ETF;同时,24年9月16日至25年9月16日期间,电池ETF日均成交额高达2.3亿元,显著优于行业均值(不足0.5亿元)。3)固态概念股占比:截

至 25 年中报，电池 ETF 固态概念股占比达 60%，高于 CS 电池指数及新能源电池指数。4) 其他指标：25 年初至今，电池 ETF 的年化波动率、最大回撤、Calmar 优于同类 ETF，成立以来年化回报优于同类。长期投资价值：全球新能源车与储能行业将保持高景气扩张，广发国证新能源车电池 ETF 紧密跟踪产业核心龙头，具备新能源车与储能逻辑，中长期投资价值凸显。短期投资价值：电池板块估值水平低于历史均值，短期受益于储能需求超预期及行业盈利预期改善，修复弹性显现。同时，ETF 前十大重仓股中固态概念股达 15 只，占比 60%，将显著受益于固态电池技术迭代关键期的密集事件催化。风险提示：下游需求不及预期风险、固态进展不及预期风险、权益类产品固有波动风险、历史业绩的局限性

大炼化周报：长丝产销数据承压

【国内外重点炼化项目价差跟踪】国内重点大炼化项目本周价差为 2516 元/吨，环比-19 元/吨（环比-1%）；国外重点大炼化项目本周价差为 1181 元/吨，环比-12 元/吨（环比-1%）。【聚酯板块】本周 POY/FDY/DTY 行业均价分别为 6704/6936/7982 元/吨，环比分别-86/-143/-39 元/吨，POY/FDY/DTY 行业周均利润为 79/-33/64 元/吨，环比分别-29/-67/+2 元/吨，POY/FDY/DTY 行业库存为 20.6/28.8/31.5 天，环比分别+1.3/+1.2/+0.4 天，长丝开工率为 91.5%，环比+0.1pct。下游方面，本周织机开工率为 62.2%，环比-0.2pct，织造企业原料库存为 14.3 天，环比-0.1 天，织造企业成品库存为 25.9 天，环比-0.3 天。【炼油板块】国内成品油：本周汽油/柴油/航空煤油价格上涨。美国成品油：本周美国汽油/柴油/航煤价格上涨。【化工板块】本周 PX 均价为 831.9 美元/吨，环比-3.7 美元/吨，较原油价差为 338.7 美元/吨，环比-11.6 美元/吨，PX 开工率为 85.3%，环比-0.4pct。【相关上市公司】民营大炼化&涤纶长丝：恒力石化、荣盛石化、恒逸石化、桐昆股份、新凤鸣。【风险提示】1) 项目实施进度不及预期；2) 宏观经济增速下滑，导致需求复苏弱于预期；3) 地缘风险演化导致原材料价格波动；4) 行业产能发生重大变化；5) 统计口径及计算误差。

基础化工周报：尿素价格回调

【聚氨酯板块】本周纯 MDI/聚合 MDI/TDI 行业均价为 17600/15071/13694 元/吨，环比分别-179/+143/+109 元/吨，纯 MDI/聚合 MDI/TDI 行业毛利分别为 4312/2784/2558 元/吨，环比分别-221/+101/-157 元/吨。【油煤气烯烃板块】① 本周乙烷/丙烷/动力煤/石脑油均价分别为 1348/4273/503/4293 元/吨，环比分别+46/+14/+8/+35 元/吨。② 本周聚乙烯均价为 7704 元/吨，环比-3 元/吨，乙烷裂解/CTO/石脑油裂解制聚乙烯理论利润分别为 1093/1844/-143 元/吨，环比分别-29/-22/-25 元/吨。③ 本周聚丙烯均价为 6800 元/吨，环比+0 元/吨，PDH/CTO/石脑油裂解制聚丙烯理论利润分别为-335/1442/-369 元/吨，环比分别-5/-21/-25 元/吨。【煤化工板块】本周合成氨/尿素/DMF/醋酸行业均价为 2108/1683/3875/2344 元/吨，环比分别-21/-24/-107/+56 元/吨，合成氨/尿素/DMF/醋酸行业毛利分别为 152/-4/-316/80 元/吨，环比分别-27/-16/-122/+56 元/吨。【相关上市公司】化工白马：万华化学、宝丰能源、卫星化学、华鲁恒升、新和成。【风险提示】1) 项目实施进度不及预期；2) 宏观经济增速下滑，导致需求复苏弱于预期；3) 地缘风险演化导致原材料价格波动；4) 行业产能发生重大变化；5) 统计口径及计算误差。

金融产品跟踪周报：权益 ETF 系列：中期趋势良好，短期关注结构变

化

A 股市场行情展望: (2025.9.22-2025.9.26) 观点: 中期趋势良好, 短期关注结构变化 指数层面上, 上证指数和万得全 A 指数仍然持续在我们技术择时模型的中期趋势线之上, 因此我们认为大盘指数中期趋势依然良好。但我们观察到周内部分券商保险出现卖一单异动的情况以及部分宽基 ETF 有大额异动交易, 同时指数走势短期相对偏震荡, 所以后续我们可能需要关注短期交易节奏是否有变化。 结构上, 本周依旧是科技板块占据相对优势, 海外算力、国产算力、新能源、机器人等轮番表现。需要注意的是, 部分前期涨幅较大的科技标的, 本周表现相对偏震荡, 筹码结构上我们观察到前期底部的获利盘出现了一定的止盈现象, 盘中的承接力度呈现分歧加剧的现象。因此中期维度我们仍然看好科技成长板块, 但短期建议不要轻易追高。 此外, 本周煤炭、房地产等非科技板块表现也较为出色, 我们可以进一步观察非科技板块的持续性。 港股方面, 美联储本周降息 25bp, 利好新兴市场的表现。因此恒生科技等港股板块的表现, 我们认为中枢继续逐步抬升, 绝对收益方面有较高的性价比。 基金配置建议: 根据我们上述行情研判, 我们认为后续市场可能会处于宽幅震荡的行情, 结构性行情仍然会持续涌现。 因此从基金配置的角度, 我们建议进行均衡型的 ETF 配置。 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) 发生重大预期外的宏观事件。

推荐个股及其他点评

高伟达 (300465): 银行 IT 小巨人, Agent 开辟第二成长曲线

风险提示: 宏观经济周期下行; 银行信贷需求不及预期; 公司 Agent 业务进展不及预期; 公司与蚂蚁合作不及预期; 市场竞争加剧。

巨星科技 (002444): 中国手工具出海龙头, 供应链国际化构筑核心壁垒

盈利预测与投资建议: 公司作为中国手工具出海龙头, 通过供应链国际化构筑核心壁垒, 充分受益于地产+补库周期共振向上。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 25/30/36 亿元, 当前市值对应 PE 分别为 16/14/11 倍。基于欧美地区下游需求回暖以及公司电动工具业务具备高成长性, 首次覆盖给予“买入”评级。 风险提示: 下游需求恢复不及预期, 国际贸易风险, 行业竞争加剧, 汇率及原材料价格波动风险。

北摩高科 (002985): 专注刹车系统平台型公司, 民用拓展空间广阔可期

盈利预测与投资评级: 北摩高科作为我国航空制动与起落架系统的核心供应商, 深耕军民用航空高端装备领域。其业务根基稳固于军品刹车系统的持续复苏与耗材更替需求, 同时加速向高价值起落架系统升级, 单机配套价值实现跨越式提升; 民用航空领域则紧抓国产大飞机战略机遇, 实现从零到一的突破, 后装维修市场更打开长期增长天花板。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.10/2.48/2.92 亿元, 对应 PE 分别为 42/36/30 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。 风险提示: 1) 技术迭代与研发投入风险; 2) 起落架放量不及预期; 3) 民航开拓缓慢; 4) 毛利率提升受阻。

星源卓镁 (301398): 半固态工艺先行者, 镁合金应用趋势下受益链第一梯队

盈利预测与投资评级: 我们预计公司 2025-2027 年实现营收 5.90/10.77/15.19 亿元, 实现归母净利润 1.10/1.89/2.82 亿元, EPS 分别为

0.98/1.69/2.52 元/股，当前市值对应 2025-2027 年 PE 为 55/32/21 倍。公司为镁合金压铸小而精企业，半固态镁合金产品量产能力行业领先，当前在手订单充裕，2026 年将步入汽车镁合金业务收获期，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：原材料成本上行预期，新能源汽车渗透率不达预期，产能扩张进度不达预期。

宏观策略

宏观点评 20250922：新一轮稳增长政策可能有哪些？

1、当前经济形势：稳投资、稳消费压力加大，新一轮稳增长政策“箭在弦上”。第一，投资惯性强、增速回升难度较大，2000年以来，只有3年年底固投累计增速相比8月有所回升，分别是2012、2018、2020年，除了2020年特殊，12和18年回升幅度在0.4和0.6个点。而今年前8个月固投累计增速为0.5%，促进投资回升，需要财政货币政策协同发力。第二，四季度消费压力可能加大。尽管5月以来，社零增速边际下行，8月当月同比已降至3.4%，但考虑到“以旧换新”补贴大规模落地是从去年9月开始，高基数下，四季度消费压力可能加大。第三，房地产和出口的增速边际下行压力也不可忽视。为此，新一轮稳增长政策可能正在酝酿当中，需要关注其推出的节奏、力度和方向。

2、政策的节奏：预计10月中下旬是重要窗口。一方面，很难像去年一样提前到9月下旬出政策，当前经济虽然面临一定压力，但从紧迫性来看，仍然不如去年：我们预计今年前三季度累计GDP增速为5.1%左右，高于去年同期的4.8%；股市楼市当前的表现也明显好于去年9月。另一方面，去年下半年稳增长的标志性事件是从7月三中全会开始的，今年同样的窗口可能是10月的四中全会。去年7月15-18日召开二十届三中全会“分析了当前形势和任务，强调坚定不移实现全年经济社会发展目标[1]”，会后，19日国常会决定“统筹安排超长期特别国债资金，进一步推动大规模设备更新和消费品以旧换新[2]”，为9月经济回升奠定基础。

3、政策的方向：我们认为目前在4个方面仍有政策空间，一是靠前使用化债额度，可以腾挪节省更多资金用于稳增长；二是投放新型政策性金融工具，稳定四季度投资增速；三是货币政策降准降息概率上升，进一步降低居民购房和企业投资成本；四是消费政策存在“补资金”的需求跟可能。

(1) 财政：靠前使用化债额度，腾挪节省更多资金用于稳增长。9月12日，财政部部长蓝佛安在发布会指出“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[3]”。对此，我们有4方面理解：一是从资金规模来看，逻辑上明年的2.8万亿化债资金（2万亿限额+0.8万亿新增专项债）里有一部分可以提前使用，以前新增专项债提前使用比例的上限可以达到60%；二是从时机来看，理论上最早可以提前至今年四季度；三是从流程来看，今年提前发行部分地方债，仍在限额内，流程上不必人大审议。今年3月全国人大确定的专项债限额为39.9万亿，财政部披露截至7月专项债余额为35.5万亿[4]，限额以下有4.4万亿可使用空间。四是从效果来看，提前使用化债额度，主要起到腾挪资金和节省利息两方面效果，可以节省和腾挪资金用于经济建设、民生保障等领域。

(2) 新型政策性金融工具：Q4投资的“稳定器”。早在425政治局会议就提出设立新型政策性金融工具，国家发改委在9月10日也提出“加快设立投放新型政策性金融工具[5]”。目前市场预计新型政策性金融工具规模将达到5000亿左右，投向新基建和传统基建在内的8个方向，主要面向将要开工或已开工未完工的项目，用作项目资本金，以尽快实现实物工作量的增长。按照2022年下半年的经验来看，政策性金融工具将对四季度基建投资起到一定撬动作用，彼时广义基建累计增速从22年8月的10.4%提升至年底的11.5%。

(3) 货币政策：10月降准降息概率上升。三季度以来，部分经济数据承压；同时新增贷款低于预期，今年前8个月累计为13.46万亿，比去年同期少10万亿左右，7月当月出现了新增为负。

因此有必要在四季度落地年内第二次降准降息，协同配合财政政策稳定年内经济增长，但具体落地还取决于对经济形势的研判，目前来看10月降准降息的概率有所上升，有助于降低居民购房和企业投资成本。

(4) 消费政策：可以调整“两重”资金 or 提前使用明年“两新”资金+扩大范围+服务消费。5月以来消费增速的下行，很大程度上可能是“以旧换新”资金的不足，而非需求透支。①如果四季度能对补贴资金进行额外补充，消费增速将有望得到稳定。补充消费资金的来源可以考虑两个方面，一是参考去年7月，可以将部分“两重”资金改用于“两新”；二是可以参考今年1月，提前使用部分未来的“以旧换新”资金。②除了补充资金外，还可以通过扩大“以旧换新”补贴范围来稳定消费，可以加上没有纳入补贴的耐用品和半耐用品，比如可以结合今年体育赛事的消费热点，将体育设备纳入“以旧换新”补贴。③支持服务消费发展的新政策。9月16日，商务部等9部门发布《关于扩大服务消费的若干政策措施》，一些创新型服务消费政策有望在四季度落地；另外，餐饮当月同比增速在逐月回升也将支撑服务消费，部分地区也出台了支持餐饮消费的政策（如浙江绍兴近期开始对部分举办酒席的消费者给予补贴[6]）。

4、对政策力度的认识：托底而非强刺激，仍是稳增长兼顾防风险。我们认为，当前新一轮稳增长政策的思路仍然是托底，而非强刺激，不会用风险扩散来换取经济增速、不会牺牲质量来换取数量。这也是因为当前经济基本面没有到需要强刺激的地步，预计三季度经济增速在4.7%-4.9%，前三季度累计为5.1%左右。假设按三季度增长4.8%算，四季度只要高于4.5%，全年就能达到5.0%左右，实现政府工作报告所确定的目标。去年底，新华社发文指出“当前的中国经济，更加注重实现质的有效提升和量的合理增长，而不是简单以GDP论英雄”、“经过努力，在5%的左一点或是右一点，都可以接受[7]”，也反映出重视高质量发展的态度。风险提示：政策落地不及预期；政策调整风险；投资和消费等部分领域经济压力加大。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：占烁）

宏观深度报告 20250921: 如何看待股债收益相关性？——多资产系列报告（一）

股债收益相关性是构建多资产组合前的核心考虑因素之一。假设构建一个80%投资于中债-国债总财富（总值）指数、20%投资于中证A500全收益指数的“82组合”。假设上述两个指数的相关系数（简称“股债收益相关系数”）从-0.6提高至0，那么该组合所对应的：

收益率波动性将从3.15%提高1.2pct至4.35%；	95%置信水平
下的年化收益率 VaR 将从2.72%下降0.7pct至2.02%；	12
个月（TTM）最大回撤将从-4.80%下降0.92pct至-5.72%；	10
年间最大回撤将从-3.60%下降2.48pct至-6.08%。	

国内外的股债收益相关系数均具有明显周期性特征。无论在国内还是国外（例如美日英法德），股债收益相关系数均呈现出明显的周期性变动。在国内，自2010Q1至2017Q2，股债收益相关系数整体呈上升趋势；自2017Q3至2022Q1，股债收益相关系数整体呈下降趋势；自2022Q2至今，股债收益相关系数整体呈上升趋势。

如何看待国内股债收益相关性？从宏观视角看，经济增长、通胀是影响股票、债券收益的两大核心因素。理论上，经济增长对股票、债券收益的影响是反向的；而通胀对股票、债券收益的影响是同向的。股票指数的收益S、债券指数的收益B均受到增长因子g、通胀因子 π 的影响，如果将系数统称为b，那么对于S、B的协方差：
$$\text{Cov}(S, B) = b_g^2 \text{Var}(g) + b_\pi^2 \text{Var}(\pi) + 2b_g b_\pi \text{Cov}(g, \pi)$$
如果假设S、B的相关系数为 ρ ，一种线性关系，随后对此进行联合因果检验，那么：
$$\rho = \frac{b_g^2 \text{Var}(g) + b_\pi^2 \text{Var}(\pi) + 2b_g b_\pi \text{Cov}(g, \pi)}{\sqrt{(b_g^2 \text{Var}(g) + b_\pi^2 \text{Var}(\pi) + 2b_g b_\pi \text{Cov}(g, \pi)) (b_g^2 \text{Var}(g) + b_\pi^2 \text{Var}(\pi) + 2b_g b_\pi \text{Cov}(g, \pi))}}$$
其中，①“通

胀的不确定性”可参考CPI当月同比增速的波动率（经季调）；②“增长的不确定性”可参考规上工业增加值当月同比增速的波动率（实际值、经季调）；③“通胀与增长的相关系数”可采用上述两个同比增速指标的相关系数（5年滚动）；④C为常数项/系数，为残差项。经检验，国内存在“通胀的不确定性X，增长的不确定性Y，通胀与增长的相关系数Z→股债收益相关系数A”的联合因果关系，具体公式是：据此测算，2025年9月至11月股债收益相关系数或将介于-0.216至-0.229，较2025年8月对应的-0.238继续上升。换言之，近期股债收益相关系数的上升趋势预计仍将延续。

如果只是为了控制投资组合的最大回撤与波动率，那么或可考虑仅配置3%至5%的股票指数。伴随预期波动率的提高，投资组合的预期收益可能并非是单调递增的，分界线（股票配置比例 α ）大约介于18%-21%。风险提示：（1）选取计算股债收益相关系数时所参考的股票指数、债券指数可能不够合理；（2）受制于历史数据可得性，以“5年滚动”计算国内股债收益相关系数可能不够完善；（3）对影响股债收益相关系数的宏观因素可能考虑不够全面；（4）基于联合因果关系检验结果给出的预测值可能不准；（5）对投资组合预期收益、波动率、最大回撤等指标的测算可能不准。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：刘子博 证券分析师：李昌萌 证券分析师：潘京）

宏观量化经济指数周报 20250921: 基数走高下商品消费和地产销售同比增速或继续承压

观点 周度ECI指数：从周度数据来看，截至2025年9月21日，本周ECI供给指数为50.03%，较上周回落0.01个百分点；ECI需求指数为49.91%，较上周环比持平。从分项来看，ECI投资指数为49.93%，较上周环比持平；ECI消费指数为49.68%，较上周回落0.04个百分点；ECI出口指数为50.23%，较上周回升0.03个百分点。月度ECI指数：从9月前三周的高频数据来看，ECI供给指数为50.04%，较8月回落0.03个百分点；ECI需求指数为49.91%，较8月回升0.02个百分点。从分项来看，ECI投资指数为49.92%，较8月回升0.01个百分点；ECI消费指数为49.69%，较8月回落0.01个百分点；ECI出口指数为50.21%，较8月回升0.01个百分点。从ECI指数来看，进入9月份以来，8月份经济数据所反映的供需分化问题边际有所缓解，其中供给端呈现分化态势，上游行业开工率同比改善程度仍优于中下游；需求端来看，出口或是9月份经济增长的主要动能，截至9月14日，监测港口累计完成货物吞吐量同比增速录得约7.8%，较8月份的4.6%小幅改善，指向出口韧性仍较强，三季度出口增速大概率录得5%以上。地产方面，低基数下30大中城市商品房成交面积持续改善，截至9月20日30大中城市商品房成交面积增速录得14.5%，较上半月的6.8%进一步改善，但考虑到去年924一揽子增量政策出台后带来的基数走高，主要城市地产销售改善的持续性还有待观察。消费方面，本周商务部等9部门发布《关于扩大服务消费的若干政策措施》，对于缓解商品消费和物价方面的压力具有重要意义，但政策的落地节奏仍需进一步观察。而从乘用车零售增速来看，9月份乘用车零售同比增速有所放缓，一定程度上表征商品消费的基数效应已逐步显现。ELI指数：截至2025年9月21日，本周ELI指数为-0.73%，较上周回落0.04个百分点。央行或重启14天期逆回购、稳定跨季和跨节流动性。本周19日盘后央行发布公告，将14天期逆回购操作模式修订为“固定数量、利率招标、多重价位中标”，招投标方式与今年内MLF、买断式逆回购方式一致，14天期逆回购操作方式的调整或意味着9月

底央行或择机重启 14 天期逆回购，呵护季末资金面：（1）本周以来由于缴税等季节性因素影响，资金利率波动性增大，DR001 和 DR007 均显现上行压力，隔夜回购一度上破 1.50% 而 7 天期回购也一度达到 1.55%，尽管下周 7 天期拆借资金可跨季末，但是适时安排 14 天期逆回购操作，可以更好避免“十一长假”后公开市场资金集中到期再度引致资金面波动的风险，并且 14 天期逆回购操作不再固定利率，多重价位中标可以更好发现流动性需求，协助货币政策平熨资金面波动；

（2）本月 25 日将迎来本月 MLF 招投标，本月买断式逆回购已有 3000 亿元超量投放，为呵护中期流动性供需，在本月 3000 亿元 MLF 到期续作的基础上，预计货币政策或再度加量投放 MLF。在三季度末货币政策或从短期、短中期和中期流动性三个流动性期限维度加量投放，季末资金面进一步收紧的概率较低。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 20250921：美联储降息后，市场交易逻辑将如何转变？

核心观点：本周美联储如期降息与中美 TikTok 谈判顺利带动美股上行；但鲍威尔对未来利率路径的鹰派表态打压降息预期，美债利率上行，10 年期美债利率升 6.31bps 至 4.127%。本周 9 月 FOMC 上美联储如期降息 25bps，市场选择首先交易 2025 年点阵图更鸽派的指引，随后交易 2026 年更鹰派的指引和发布会上 Powell 偏鹰派的表态。美元指数与美债利率因此先跌后涨，黄金则先涨后跌，美股几经震荡后小幅上涨。向前看，未来美联储将迎来从 Data-Dependent 到 Trump-Dependent 的重塑。对于市场而言，政治压力裹挟下更多的降息与美元信用风险的走阔，对应 2 年美债利率与美元指数的下行，10 年美债利率的下行则将因期限溢价的走阔而受阻。此外本周共和党与民主党临时支出法案均未能通过参议院投票。由于现存的支出法案仅能维持政府运转到 9 月底，因此若未来两党不能尽快就支出内容达成一致，则联邦政府 10 月 1 日停摆的风险将大幅升温，届时政治环境不确定性的风险或再度加剧市场波动。 大类资产：美联储如期降息与中美 TikTok 谈判顺利带动美股上行；但鲍威尔对未来利率路径的鹰派表态打压降息预期，美债利率上行。本周美联储如期降息 25bps，叠加中美 TikTok 谈判取得积极进展，市场情绪提振带动美股上行；但鲍威尔在 FOMC 发布会上对未来利率路径的鹰派表态令未来降息预期有所降温，美债利率上行。整体来看，全周（9 月 15 日至 9 月 19 日）10 年期美债利率升 6.31bps 至 4.127%，2 年期美债利率升 1.59bps 至 3.572%，美元指数升 0.10% 至 97.64；标普 500、纳斯达克指数分别收涨 1.22%、2.21%；现货黄金价格收涨 1.16% 至 3685 美元/盎司。 海外经济：美国零售销售超预期，英国与日本央行维持利率水平不变。消费方面，美国 8 月零售销售环比+0.6%，预期+0.2%，前值由+0.5%上修至+0.6%；除汽车外零售销售环比+0.7%，预期+0.4%，前值由+0.3%上修至+0.4%。劳务市场方面，美国截至 9 月 13 日当周首次申请失业金人数 23.1 万，预期 24 万，较前值 26.3 万大幅回落，重回正常区间。货币政策方面，本周英国央行与日本央行均维持利率水平不变。其中英央行议息会议以 7:2 的投票结果维持 4% 的政策利率水平不变，同时宣布放缓量化紧缩节奏并限制长债销售以应对近期的英债利率飙升。声明中英央行表示对未来降息将“渐进而谨慎”，降息节奏将取决于潜在通胀压力的缓解程度；日央行议息会议同样以 7:2 的投票结果维持 0.5% 的政策利率水平不变，声明中日央行表示日本经济正处在温和复苏之中，同时通胀预期温和上升。此外日央行宣布将以每年

约 3300 亿日元的规模减持其持有的 ETF 资产。增长方面，截至 9 月 17 日，亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q3 美国 GDP 最新预测值为 +3.3%；截至 9 月 19 日，纽约联储 Nowcast 模型对 25Q3 美国 GDP 预测值为 +2.1%。9 月 FOMC：如期降息 25bps，未来美联储将迎来从 Data-Dependent 到 Trump-Dependent 的重塑。本周 9 月 FOMC 上美联储如期降息 25bps，点阵图指引年内还有 2 次降息，基本符合预期，但同时指引明年还有额外 1 次降息，相比市场预期明显偏鹰。发布会上鲍威尔对于就业和通胀的观点与 8 月 Jackson Hole 会议基本一致，没有太多增量的鸽派信息，反而对于未来政策利率路径的表态偏鹰（详见报告《9 月 FOMC：重启降息——2025 年 9 月 FOMC 会议点评》），因此大类资产走势反复。具体来看，9 月 FOMC 前，交易员定价全年 2.7 次降息，到 2026 年底累计 5.7 次降息。会议期间，市场首先交易 2025 年点阵图更鸽派的指引，随后交易 2026 年更鹰派的指引和发布会上 Powell 偏鹰派的表态。美元指数与美债利率因此先跌后涨，黄金则先涨后跌，美股几经震荡后小幅上涨。向前看，当前美联储 7 名理事已有 3 名特朗普亲信，12 名地方联储主席将在 2026 年 2 月底迎来重选，任命需理事会多数票通过。若正在争议中的理事 Lisa Cook 在此前被换掉，则特朗普将掌握美联储理事会的多数席位，将对地方联储人士任命产生更大影响。而随着 2026 年 5 月主席换人，特朗普或将在理事会拥有 5 名亲信，对美联储形成更强掌控（详见报告《特朗普干预美联储独立性的三个途径》）。未来美联储将迎来从 Data-Dependent 到 Trump-Dependent 的重塑。对于市场而言，政治压力裹挟下更多的降息与美元信用风险的走阔，对应 2 年美债利率与美元指数的下行，10 年美债利率的下行则将因期限溢价的走阔而受阻。海外政治：两党临时支出法案均未通过，联邦政府 10 月停摆风险升温。美东时间 9 月 19 日，共和党与民主党提出的临时支出法案在参议院投票中均未达到 60 票门槛，两党的拨款方案均宣告失败。双方在预算支出上的“僵局”源于在医保政策上的核心分歧：共和党主张通过约 1.5 万亿美元，不含医保补贴的短期拨款，以维持政府运转至 11 月 21 日，并将医保补贴等争议留至 12 月进行协商；而民主党则坚持将延长《平价医疗法案》（ACA）补贴相关条款纳入法案，双方因此争执不下。由于现存的支出法案仅能维持政府运转到 9 月底，因此若未来两党不能尽快就支出内容达成一致，则联邦政府 10 月 1 日停摆的风险将大幅升温，届时政治环境不确定性的风险或再度加剧市场波动。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）

宏观深度报告 20250919：起底存款“搬家”：储蓄进入股市仍在起步

核心观点：从一般性存款向非银存款转化的贡献看，居民和企业存款“搬家”和银行同业业务共同推动非银存款增加，从存款“搬家”驱动看，居民部门定期存款或是 2025 年 7 月至 8 月“资金入市”的主力，2025 年以来存款“搬家”更多表现为定期存款“活期化”，并且 2025 年至 2026 年定期存款仍处于活期化高峰期，存款资金的具体流向还取决于风险偏好的变化，若股票市场赚钱效应持续提升，偏股型基金和混合型基金收益率相比理财产品收益率优势持续提升，定期存款“活期化”或推动资金增配权益类资产，带动股市流动性进一步向好。2025 年以来非银金融机构存款因何扩张：2025 年 7 月至 8 月非银存款连续增加，除却居民和企业存款“搬家”之外，银行同业业务也是非银存款扩张的引擎。从商业银行资产负债表拆解非银存款

来看, 2025 年 7 月至 8 月非银存款超季节性增加 3.03 万亿: (1) 传统意义上的居民和非金融企业存款“搬家”贡献 1.42 万亿; (2) 债券投资等银行体系同业业务(包括同业存单发行)扩张贡献 1.18 万亿;

(3) 未纳入广义货币统计口径的大额可转让定期存单等居民和企业存款合计贡献 1,033 亿元。

2025 年以来存款“搬家”更多表现为定期存款“活期化”。从银行资产负债表来看, 居民部门存款是一般性存款向非银存款转化的主力, 结合银行信贷收支表, 在贡献比例上, 居民部门定期存款或是“资金入市”的主力, 2025 年 7 月至 8 月居民活期存款和定期存款分别超季节性减少 4,446 亿元和 8,426 亿元, 而非金融企业活期和定期存款则分别超季节性减少 1,219 亿元和 3,156 亿元。

2025 年至 2026 年将迎来高息定期存款的到期高峰、定期存款“活期化”或继续主导一般性存款转化为非银存款。从非金融企业和居民部门新增定期存款的绝对规模来看, 2022 年至 2023 年期间是存款定期化的高峰, 随着 2025 年二季度再度落地“降准降息”以及风险资产预期回报率上升, 居民超额定期存款从 6 月末开始进入释放期, 2025 年 7 月至 8 月合计减少 4,801 亿元, 然而大规模的定期存款活期化或存款“搬家”高潮或尚未到来。

2025 年至 2026 年还有多少定期存款“活化”潜力: 居民和企业定期存款从 2025 年二季度开始进入到期高峰。(1) 从 2021 年至 2024 年合计增加的 66.54 万亿元定期存款绝对额看, 推测在 2025 年和 2026 年分别有 22.28 万亿元和 9.4 万亿定期存款到期, 单就 2025 年而言, 三季度和四季度分别有 5.24 万亿和 1.66 万亿定存到期; (2) 从居民和非金融企业“超额”定期存款来看, 2021 年至 2024 年合计增加有 66.54 万亿元定期存款, 在 2025 年和 2026 年大约分别有 11.08 万亿元和 4.05 万亿超额定期存款到期, 2025 年三季度和四季度分别有约 2.13 万亿和约 2.81 万亿超额定存到期。

风险提示: (1) 财政政策节奏超预期, 2025 年政府债券融资节奏与货币政策宽松节奏形成“时间差”, 或带来利率超预期幅度的调整; (2) 更加积极的财政政策若推升通胀率、推动经济复苏进程加快, 或重现 2009 年至 2010 年货币政策前瞻性灵活转向的风险; (3) 居民和企业的风险偏好存在不确定性, 导致商业银行“降负债成本”的政策效应待观察。

(证券分析师: 芦哲 证券分析师: 王洋)

固收金工

固收点评 20250921: 应流转债: 中国高端装备零部件领域领先者

事件 应流转债(113697.SH)于 2025 年 9 月 19 日开始网上申购: 总发行规模为 15.00 亿元, 扣除发行费用后的募集资金净额主要用于叶片机匣加工涂层项目、先进核能材料及关键零部件智能化与补充流动资金及偿还银行贷款。当前债底估值为 98.05 元, YTM 为 2.00%。应流转债存续期为 6 年, 上海新世纪资信评估投资服务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: 0.10%、0.30%、0.60%、1.00%、1.50%、2.00%, 公司到期赎回价格为票面面值的 109.00% (含最后一期利息), 以 6 年 AA+ 中债企业债到期收益率 2.34% (2025-09-19) 计算, 纯债价值为 98.05 元, 纯债对应的 YTM 为 2.00%, 债底保护较好。当前转换平价为 101.7 元, 平价溢价率为 -1.71%。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 03 月 25 日至 2031 年 09 月 18 日。初始转股价 30.47 元/股, 正股应流股份 9 月 19 日的收盘价为 31.00

元，对应的转换平价为 101.74 元，平价溢价率为-1.71%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 6.76%。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 30.47 元计算，转债发行 15.00 亿元对总股本稀释率为 6.76%，对流通盘的稀释率为 6.76%，对股本摊薄压力较小。观点 我们预计应流转债上市首日价格在 129.28~143.56 元之间，我们预计中签率为 0.0061%。综合可比标的以及实证结果，考虑到应流转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力较好，我们预计上市首日转股溢价率在 34%左右，对应的上市价格在 129.28~143.56 元之间。我们预计网上中签率为 0.0061%，建议积极申购。安徽应流机电股份有限公司是国际知名的高端装备关键零部件制造企业，主要业务包括：通用设备、工程机械设备、交通运输设备零部件制造、销售与技术开发。公司力争在高端装备关键零部件制造领域保持领先。2019 年以来公司营收波动增长，2019-2024 年复合增速为 6.20%。自 2019 年以来，公司营业收入总体呈现波动增长态势，同比增长率“W 型”波动。2024 年，公司实现营业收入 25.13 亿元，同比增加 4.21%。与此同时，归母净利润稳定增长，2019-2024 年复合增速为 16.99%。2024 年实现归母净利润 2.86 亿元，同比减少 5.57%。应流股份营业收入主要来源于机械装备构件，泵及阀门零件，其他高技术设备零部件以及其他业务。公司营业收入主要来源于机械装备构件与泵及阀门零件，公司机械装备构件近三年占营业收入的比重分别为 43.88%、45.97%和 48.07%，泵及阀门零件近三年占营业收入的比重分别为 52.15%、51.00%和 48.55%。两板块整体近三年占营业收入的比重分别为 96.03%、96.97%、96.62%。应流股份销售净利率整体增长，销售毛利率保持稳定，高于行业平均水平。销售费用率保持稳定、整体低于行业平均水平，财务费用率和管理费用率逐步下降、整体高于行业平均水平。2019-2024 年，公司销售净利率分别为 6.24%、9.77%、10.35%、17.68%、11.54%和 10.09%，销售毛利率分别为 35.85%、38.41%、36.44%、36.72%、36.17%和 34.24%。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 20250921：央行重启买入国债将如何影响债市？

观点 央行重启买入国债预期再度发酵，如何看待其可能性及对债市影响？本周（2025.9.15-2025.9.19），10 年期国债活跃券收益率从上周五的 1.7895%上行 0.55bp 至 1.795%。周度复盘：周一（9.15），2025 年 8 月经济数据公布，1-8 月固定资产投资累计同比 0.5%，前值 1.6%；8 月社会消费品零售总额当月同比 3.4%，前值 3.7%；8 月规模以上工业增加值当月同比 5.2%，前值 5.7%。受偏弱数据的推动，利率略有下行。午后，两则消息打压债市情绪。一是《求是》发表习近平总书记重要文章《纵深推进全国统一大市场建设》，文章中强调着力整治企业低价无序竞争乱象，二是国新办将于周三下午举行发布会，介绍扩大服务消费有关政策措施。这两则消息引发政策加码的预期，利率转而大幅上行，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 1.05bp。周二（9.16），早盘受夜盘双焦期货等品种大涨影响，债市情绪较为低迷，随后股市开盘，以科技板块上涨幅度领先，“反内卷”担忧暂消。午后，关于央行重启买债的预期再度抬头，利率开启加速下行，全天 10 年期国债活跃券收益率下行 2bp。周三（9.17），早盘受资金面边际收紧和 20Y 超长期特别国债将发行影响，利率震荡有所上行。午后 20Y 的发行结果好于预期，且对于央行买债的预期进一步发酵，利率迅速下行，全天

10 年期国债活跃券收益率下行 1.7bp。周四 (9.18)，美联储降息落地，债市预期股市将受提振上涨，因此利率对应高开，上午延续“股债跷跷板”走势。午后，股市走弱，但债市依然走出利率上行的独立行情，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 1.95bp。周五 (9.19)，早盘债市情绪平稳，利率窄幅震荡。午后 30Y 国债发行结果偏弱，利率转而上行，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 1.25bp。周度思考：本周债券市场围绕央行重启买债的预期波动，针对这一话题的讨论度迅速增加。回顾央行公开市场买卖国债的历程：2024 年 8 月，央行首次开展公开市场国债买卖操作，净买入债券面值 1000 亿元，操作方式为“买入短债+卖出长债”，9 月、10 月、11 月净买入债券面值均为 2000 亿元，12 月净买入债券面值为 3000 亿元。2025 年 1 月央行暂停国债买卖，主因是国债市场供不应求、国债收益率下行较快。通过国债买卖操作，央行资产负债表中的“对政府债权”科目金额有所增加，截至 2024 年 12 月末，该科目余额为 2.88 万亿元，相比 7 月末增长 1.36 万亿元。随着 2024 年买入的短期国债逐渐到期，2025 年该科目余额有所下降，截至 8 月底为 2.2 万亿元。考虑到买入国债是央行可以低成本让银行扩表的手段，央行会重启买入国债。但去年底因买入短债而压低资金利率，若贸然重启容易再度造成资金“空转”的风险，而当前债券利率进入上行趋势中，此时重启买入国债或较为合适，年内可期。然而对于债券市场来说，我们依然建议保持中性偏谨慎的态度，预计 10 年期国债收益率将在 1.7%-1.85% 的区间内震荡。

美国 2025 年 8 月工业产出环比、8 月零售销售环比、8 月进口价格指数环比、失业救济金等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？本周 (0915-0919) 海外方面联储降息“靴子落地”，收益率曲线快速趋陡，可见前期如果执着于长久期的投资人需兼备更好的择时能力来获得长端的超额收益，长端的高波动具有较强的博弈属性，短端则相对供需两旺。我们仍延续前期观点，即 1) 长端 4-4.5% 震荡，前期震荡中枢下移的持续性需要关注美元信用风险的削弱更多在美债市场去做定价，还是在美元（即外汇）市场去做定价；2) 而短端易下难上，配置的确性相对更高；3) 我们仍继续看好黄金，即认为美国实债收益率将继续下探（上周名义收益率的反弹短期拖累了黄金的表现）。我们在延续上周观点的基础上，结合增量数据，思考如下：（1）8 月美国零售销售环比增长略超预期，连续第三个月超预期增长。9 月 16 日公布的数据显示，美国 8 月零售销售环比为 0.6%，高于预期 0.2% 等于前值 0.6%（修正前 0.5%）；剔除汽车、汽油后，8 月零售销售环比增长 0.7%，高于预期的 0.4% 和上月的 0.3%（修正前 0.2%）。在 7 月零售环比增速已上调至 0.5% 的情况下，8 月零售依旧达成了环比正增长。增长势头主要得益于返校购物，在线零售、服装和体育用品销售表现突出。经通胀调整后的实际零售销售同比增长 2.1%，实现连续第 11 个月正增长。尽管经济面临挑战，但在薪资增长和股市财富效应支撑下，美国消费者支出依然强劲，或将为美联储的降息决策带来新的考量。此外，美国 8 月工业产出环比增长 0.1%，逆转 7 月为 -0.4% 的局面，也远超预期 -0.1%；制造业产出环比增长 0.1%，超过上月的 -0.1% 和预期的 -0.2%，说明美国经济仍具有较强韧性。（2）美国上周首申失业金人数大幅回落至 23.1 万，创近四年来最大降幅。美国劳工部 19 日公布的数据显示，9 月 13 日当周美国首次申请失业救济人数为 23.1 万人，低于前值和预期值的 24 万和 26.3 万，该数据从此一周的异常高位大幅回落，重新回到四年来的正常区间；9 月 6 日当周持续申请失业救济人数为 192 万，也低于前值和预期值的 195 万和 193.9 万，但仍维持在 190 万人这一关键水平之上，反映出劳动力市场的复杂状

况——新增失业人数相对稳定，但现有失业人员重新就业的难度增加。本周就业数据反映出美国劳动力市场面临供需双降的新挑战，尽管上周初请失业金人数有所下降，但整体就业环境持续疲软。鲍威尔将这种现象描述为“奇特的平衡”，即劳动力供给和需求都在大幅下降。(3) 美国联邦储备委员会 17 日宣布，将联邦基金利率目标区间下调 25 个基点到 4.00% 至 4.25% 之间，这是美联储 2025 年第一次降息，也是继 2024 年三次降息后再次降息。美联储决策机构联邦公开市场委员会 17 日发表声明说，近期指标显示，美国上半年经济活动增长放缓，就业增长放缓，通胀率有所上升。鉴于风险平衡变化，委员会决定将联邦基金利率目标区间下调 25 个基点。美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表示，美国就业市场疲软是他和其他政策制定者当前的首要考虑因素。他说，本次会议的注意力全部集中在就业市场上，“现在没有无风险的途径”。一些人现在“很难找到工作”，降低利率将有利于帮助陷入困境的劳动力市场。截至 9 月 20 日，Fedwatch 预期 2025 年 10 月降息 25bp 的概率高达 91.9%，上周为 79.0%；12 月份降息的可能性降至 78.6%，上周为 74.0%；2026 年 1 月份在 12 月份降息的基础上再次降息的可能性为 36.5%，上周为 38.7%。风险提示：大宗商品价格波动风险；历史经验不代表将来；经济基本面变化超预期。

(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 20250921：转债建议在中低价寻找科技扩散方向

本周(0915—0919)海外方面联储降息“靴子落地”，收益率曲线快速趋陡，可见前期如果执着于长久期的投资人需兼备更好的择时能力来获得长端的超额收益，长端的高波动具有较强的博弈属性，短端则相对供需两旺。我们仍延续前期观点，即 1) 长端 4—4.5% 震荡，前期震荡中枢下移的持续性需要关注美元信用风险的削弱更多在美债市场去做定价，还是在美元(即外汇)市场去做定价；2) 而短端易下难上，配置的确性相对更高；3) 我们仍继续看好黄金，即认为美国实债收益率将继续下探(本周名义收益率的反弹短期拖累了黄金的表现)。权益市场本周 AI 算力在前期作为“焦点位”反复轮动后，呈现出一定向其他科技板块扩散的趋向，包括人形机器人、固态电池等，同时科技轮动以外市场能否等到新的承接板块是市场可否实现交替上涨破位的关键，我们判断仍为“慢牛”，短期偏结构性。转债市场的高估值仍成为转债投资人在配置时不可绕开的心理障碍，市场分歧鲜活体现在估值在高位所呈现出的高波动上，我们认为热点题材的双高标的偏离转债在资产组合中所扮演角色的风险收益比，配置盘仍建议在中低价区段埋伏科技扩散的方向、更偏左侧的周期方向、或者更侧重 alpha 的博弈着力点。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：希望转债、金能转债、利群转债、柳药转债、兴业转债、节能转债、家悦转债、能化转债、青农转债、建工转债。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 20250920：绿色债券周度数据跟踪(20250915-20250919)

观点 一级市场发行情况： 本周(20250915-20250919)银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 34 只，合计发行规模约 313.88 亿元，较上周增加 113.36 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、央企子公司；主体评级多为 AAA、AA+ 级；发行人

地域为北京市、福建省、湖南省、广东省、贵州省、海南省、河北省、江西省、山东省、上海市、四川省、天津市、新疆维吾尔自治区、浙江省；发行债券种类为一般公司债、商业银行普通债、企业 ABS、中期票据、私募公司债、超短期融资券。 二级市场成交情况： 本周（20250915-20250919）绿色债券周成交额合计 604 亿元，较上周增加 95 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 264 亿元、256 亿元和 74 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 83.10%，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 245 亿元、114 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 153 亿元、74 亿元和 44 亿元。 估值偏离度前三十位个券情况： 本周（20250915-20250919）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 水能 G1 (-0.7382%)、24 南湖绿色债 01 (-0.4538%)、GC 三峡 K3 (-0.3254%)，其余折价率均在 -0.30% 以内。主体行业以金融、公用事业、建材为主，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、江苏省居多。 溢价个券方面，溢价率前四的个券为 25 水能 G3 (0.9662%)、24 康富租赁 MTN004(碳中和债) (0.5175%)、22 广东债 07 (0.4758%)、25 福州地铁 GN003(碳中和债) (0.4274%)，其余溢价率均在 0.42% 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-、AA、AA+ 评级为主，地域分布以广东省、北京市、上海市、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 20250920：二级资本债周度数据跟踪（20250915-20250919）

观点 一级市场发行情况： 本周（20250915-20250919）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 2 只，发行规模为 600.00 亿元。发行年限为 10Y、15Y；发行人性质为中央金融企业；主体评级为 AAA；发行人地域为北京市。 二级市场成交情况： 本周（20250915-20250919）二级资本债周成交量合计约 1778 亿元，较上周增加 163 亿元，成交量前三个券分别为 25 工行二级资本债 02BC (75.09 亿元)、25 工行二级资本债 01BC (66.23 亿元) 和 25 建行二级资本债 01BC (54.16 亿元)。 分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和广东省，分别约为 1315 亿元、153 亿元和 70 亿元。 从到期收益率角度来看，截至 9 月 19 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：-1.51BP、-1.01BP、1.99BP；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：1.63BP、1.63BP、1.63BP；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：3.53BP、4.06BP、4.06BP。 估值偏离 % 前三十位个券情况： 本周（20250915-20250919）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 23 淮北农商行二级资本债 01 (-0.8469%)、23 肥西农商行二级资本债 01 (-0.8123%)、22 成都农商二级 01 (-0.7313%)，其余折价率均在 -0.50% 以内。中债隐含评级以 AAA-、AA、AA+ 评级为主，地域分布以北京市、广东省、四川省居多。 溢价个券方面，溢价率前四的个券为 23 稠州商行二级资本债 01 (0.8295%)、21 邢台银行二级 01 (0.7102%)、24 富滇银行二级资本债 01 (0.6358%)、24 交行二级资本债 02B (0.3861%)，其余溢价率均在 0.37% 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、云南省居多。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)

行业

建筑装饰行业跟踪周报：基建投资增速承压，推荐结构景气的专业工程板块

投资要点 本周 (2025.9.15-2025.9.19, 下同)：本周建筑装饰板块 (SW) 涨跌幅 0.44%，同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为 -0.44%、-0.18%，超额收益分别为 0.88%、0.62%。行业重要政策、事件变化、数据跟踪点评：(1) 国家统计局发布 8 月经济数据：8 月经济数据显示内需承压，投资、消费、生产等经济指标增速较 7 月回落。其中：1-8 月基建投资累计同比+2.0%，较 1-7 月放缓 1.2pct，除了受到财政前置后节奏放缓的影响，或也受到 8 月高温等天气的影响。分项中铁路运输业、道路运输业、水利管理业、公共设施管理业 1-8 月同比分别增长 4.5%/-3.3%/7.4%/-1.1%，增速均较 1-7 月放缓。1-8 月地产投资/销售/新开工/竣工面积累计分别同比-12.9%/-4.7%/-19.5%/-17.0%，降幅也均有所扩大。反映在实物需求上，1-8 月水泥产量同比-4.8%，其中 8 月单月同比-6.2%，但单月降幅基本稳定。1-8 月建筑及装潢材料零售额同比+1.8%，需等待促消费增量政策的落地。基建地产链实物需求承压，但稳增长政策仍有潜在加力空间，可观察后续中央重大基建项目力度的增强，以及化债深入推进后对地方投资的支撑作用。周观点：(1) 1-8 月基建投资 (狭义) 累计同比+2.0%，较 1-7 月放缓 1.2pct，8 月基建投资 (狭义) 同比-5.9%，增速同比去年同期有明显回落，结构上来看，铁路运输业、道路运输业、水利管理业、公共设施管理业 1-8 月同比分别增长 4.5%/-3.3%/7.4%/-1.1%，增速均较 1-7 月放缓。在实物需求上，1-8 月水泥产量同比-4.8%，其中 8 月单月同比-6.2%。从上半年建筑板块中报情况来看，收入和利润仍然承压，现金流有所改善，基建和地产投资弱势下使得板块整体承压，部分专业工程领域表现相对较好；基建地产链实物需求承压，但稳增长政策仍有潜在加力空间，可观察后续中央重大基建项目力度的增强，以及化债深入推进后对地方投资的支撑作用，继续关注财政政策的加力节奏、以及城市更新推动和重点工程项目对区域需求拉动；我们建议关注估值仍处历史低位、业绩稳健的基建龙头央企和地方国企估值持续修复机会，推荐中国交建、中国电建、中国中铁，建议关注中国核建、中国化学等。(2) 出海方向：2025 年前 6 个月我国对外承包工程完成营业额同比增长 9.3%，新签合同额同比增长 13.7%，增速有所加快；其中在共建“一带一路”国家新签合同额同比增长 21%；全球贸易摩擦升级及区域冲突，后续外交博弈、贸易摩擦或加剧，一带一路战略推进或加码，基建合作仍是重要形式，海外工程需求景气度有望保持，海外工程业务有望受益，近期建议关注俄乌局势进展及重建预期变化。建议关注国际工程板块，个股推荐中材国际、上海港湾，建议关注中工国际、北方国际等。(3) 需求结构有亮点，新业务增量开拓下的投资机会：在当前全球 AI 技术加速迭代的背景下，国际半导体巨头及云端服务供应商持续加码资本支出布局，半导体洁净室景气度有望延续，同时海外开拓有望成为新增长点，推荐圣晖集成，建议关注亚翔集成、柏诚股份等。风险提示：

地产信用风险失控、政策定力超预期、国企改革进展低于预期等。

(证券分析师: 黄诗涛 证券分析师: 房大磊

证券分析师: 石峰源)

建筑材料行业跟踪周报: 期待内需政策的进一步落地

投资要点 本周(2025.9.15-2025.9.19,下同): 本周建筑材料板块(SW)涨跌幅 0.43%, 同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为-0.44%、-0.18%, 超额收益分别为 0.88%、0.61%。大宗建材基本本面与高频数据: (1) 水泥: 本周全国高标水泥市场价格为 345.7 元/吨, 较上周+1.7 元/吨, 较 2024 年同期-35.8 元/吨。较上周价格持平的地区: 长三角地区、泛京津冀地区、华北地区; 较上周价格上涨的地区: 长江流域地区(+5.7 元/吨)、两广地区(+15.0 元/吨)、华东地区(+5.7 元/吨)、中南地区(+5.0 元/吨)、西南地区(+8.0 元/吨)、西北地区(+6.0 元/吨); 较上周价格下跌的地区: 东北地区(-30.0 元/吨)。本周全国样本企业平均水泥库位为 64.8%, 较上周-0.2pct, 较 2024 年同期-0.1pct。全国样本企业平均水泥出货率(日发货率/在产产能)为 48.3%, 较上周+1.7pct, 较 2024 年同期-0.5pct。(2) 玻璃: 卓创资讯统计的全国浮法白玻原片平均价格为 1208.0 元/吨, 较上周+10.9 元/吨, 较 2024 年同期-31.3 元/吨。卓创资讯统计的全国 13 省样本企业原片库存为 5471 万重箱, 较上周-29 万重箱, 较 2024 年同期-1093 万重箱。(3) 玻纤: 本周国内无碱粗纱市场价格暂稳维持, 周内各厂价格调整意向不大。截至 9 月 18 日, 国内 2400tex 无碱缠绕直接纱市场主流成交价格在 3250-3700 元/吨不等, 成交价格较上周基本持平, 全国企业报价均价维持 3524.75 元/吨, 主流含税送到, 较上一周均价(3524.75)持平, 同比下降 4.04%, 同比降幅较上周收窄 0.05 个百分点; 本周电子纱市场主流产品 G75 各厂报价稳定为主, 月内下游下单量略有增加, 但仍难支撑产销明显好转, 加之部分大厂电子布库存存压下, 其余各厂虽有较大提涨意向, 但动力有限。本周电子纱 G75 主流报价 8300-9200 元/吨不等, 较上一周均价基本持平; 7628 电子布报价维持 3.6-4.2 元/米不等, 成交按量可谈。周观点: (1) 本周美国零售数据和费城半导体制造业指数显示美国经济仍具高位的韧性, 美联储降息 25bp 并仍旧保持了对通胀的关注。中美元首通话表示双方将继续在经贸关系和世界安全方面推进合作。同时国内数据显示地产链承压。未来, 服务消费的提振和工业反内卷相辅相成, 社保补缺和高端工业突破有望成对出现。明年国内外经济或出现共振向上的情况。短期而言, 基于行业自身调整周期已经到位, 我们推荐华新水泥、海螺水泥、上峰水泥、旗滨集团等大宗建材。其次是消费建材, 零售端调整逐渐显现成效, 下半年有望陆续出现增速拐点, 推荐欧派家居、奥普科技、箭牌卫浴、东鹏控股、北新建材、伟星新材、东方雨虹、坚朗五金等。最后建议关注低估值的港股建筑央企。(2) 在流动性充裕的背景下, 市场更加关注主业产品具备较强科技属性的公司, 但是大幅波动的节奏需要注意, 例如中材科技、宏和科技等玻纤企业受益于 AIDC 产业 PCB 的技术升级, 上海港湾受益于商业卫星的加速发射和技术升级, 鸿路钢构受益于钢结构焊接机器人的渗透率提升, 萤石网络受益于 AI 端侧模型的进步。(3) 美国的贸易壁垒逐渐稳定, 美国市场敞口风险可控, 受益于美欧等国财政扩张的板块值得关注, 例如圣晖集成、亚翔集成、中国巨石、长海股份等。但是, 中美持续脱钩的长期趋势下, 出海企业还是将更多资源投向东南亚、中东、非洲等其他市场。而且美元降息趋势下, 非美国国家经济建设有望进入快车道。综合新兴国家收入占比以及本土化的能力和技术实力, 推荐上海港湾、科达制造、中材国际、中国交建、米奥会展(与中小盘共同覆盖)。

(4) 地产链出清已近尾声，供给格局大幅改善。长期估值已处低位，因此不少公司即使下调业绩，但股价已经不再下跌。而个别零售型公司开始展现出业务亮点，例如三棵树、箭牌家居。随着城市更新和好房子政策的推进，零售品类的触底回升将更加明显，建议关注三棵树、箭牌家居、公牛集团、北新建材、伟星新材、欧派家居、兔宝宝、奥普科技、欧普照明、江河集团等。 大宗建材方面： 1、玻纤：

(1) 我们认为中期粗纱盈利有望重回改善趋势。当前行业盈利仍处低位，一季度以来行业之中前期推迟点火的生产线陆续投产，叠加关税战下出口需求阶段性受冲击，行业库存逐步积累，粗纱低端产品价格松动，而中高端产品价格基本稳定。我们认为粗纱中期供给冲击最大的阶段已经过去，此次行业联合骨干企业的反内卷倡议说明行业稳价共识的进一步强化，有望推动当前竞争较激烈的品类价格企稳回升。中期来看，粗纱产品的资本开支已经大幅收缩，下游需求有韧性，随着前期新增产能消化，供需平衡改善，行业盈利有望延续稳中改善的态势。(2) 普通电子布下游景气度提升，而行业盈利仍处低位，新增供给有限，我们认为供给或呈现趋紧态势，有望推动价格进一步回升。

(3) 中长期落后产能出清、玻纤成本的下降也为新应用的拓展和渗透率的提升提供催化剂，随着风电、新能源车等领域用量持续增长，光伏组件边框等新兴应用领域持续拓展，行业容量有望持续增长，产品结构的调整有利于龙头提升壁垒，盈利稳定性也将增强。(4) AI 应用下电子玻纤布产品升级趋势明确，以 Low-Dk、Low-CTE 为代表的特种玻纤/电子布高端产品渗透率加速提升且有望持续迭代，需求潜力大、价值量有望大幅增长。我们认为特种玻纤较普通玻纤其配方、工艺壁垒更高，国内发展起步晚，进入门槛高，叠加下游应用迭代速度快，供给瓶颈短期难以完全打破，有望保持高盈利。随着国内龙头企业技术进步，二代 Low-DK、Q 布等高端产品推动加速测试验证和产能扩大，中长期在全球供应中份额有望加速提升。三四季度有望开启关键的由验证步入量产扩大的窗口期。(5) 玻纤行业新增供给压力逐步消化，行业价格竞争缓和，粗纱价格有望企稳改善，电子布价格在下游景气带动下有望进一步回升，龙头企业积极开拓低介电等新兴产品，有望形成新的增长点，推荐中国巨石，建议关注中材科技、长海股份、宏和科技、国际复材等。 2、水泥：

(1) 九月中旬，随着天气情况好转，全国水泥需求略有回升，重点地区水泥企业平均出货率约 48%，环比提升不足 2 个百分点。价格方面，进入传统旺季，虽然市场需求表现旺季不旺，但各地企业为提升盈利水平，不断通过行业自律推涨价格，预计后期价格将延续震荡上行走势。(2) 行业供给自律共识有望进一步强化，全年盈利中枢有望好于去年。尽管 Q2 因需求波动或错峰执行问题供需阶段性失衡、价格出现回落，但今年行业在主导企业引领下维护利润的意愿显著增强，我们认为供需再平衡时间仍然会明显好于去年，短期天气等因素导致需求季节性修复缓慢，影响了涨价落地，但随着区域错峰力度加强，预期后续旺季价格仍有可观反弹空间。(3) 板块市净率估值处于历史底部，产业政策落地有望推动盈利持续修复、估值回升。水泥企业市净率估值处于历史低位，板块分红比例提升。行业景气低位为进一步的整合带来机遇。产能产量管控政策有望逐步落实，有望推动僵尸产能退出，改善产能严重过剩区域的供给矛盾。水泥行业纳入全国碳市场，碳排放对供给的约束趋严有望加速过剩产能出清和行业整合。(4) 龙头企业竞争优势凸显，中长期有望受益于行业格局优化，估值有望迎来修复，推荐全国和区域性龙头企业：华新水泥（国内改善+海外盈利上行、加速布局）、海螺水泥（全国龙头）、上峰水泥（新经济产业投资贡献增

量)、冀东水泥(东北区域整合),建议关注天山股份、塔牌集团等。

3、玻璃:短期行业供需呈现僵持状态,在高厂商库存、弱需求预期以及投机性库存释放压力下,浮法玻璃价格弱势震荡。中期供给侧的出清有望持续,可关注反内卷政策导向下产业政策或行业自律措施对过剩产能退出的潜在影响,我们认为供给收缩幅度以及需求的韧性将决定后续价格反弹持续性和空间。浮法玻璃龙头享有硅砂等资源等中长期成本优势,享受超额利润,有望受益于行业产能的出清,光伏玻璃等多元业务也将贡献潜在盈利弹性,推荐旗滨集团,建议关注南玻A等。

4、装修建材方面:关税和贸易摩擦升级等外部不确定性增加,扩内需预期增强,此前政府工作报告强化了促内需和消费的政策预期,对地产继续延续“稳楼市”、“止跌回稳”的基调,后续政策有望不断出台和推进。24年两新政策对家居建材消费拉动效果明显,25年以旧换新政策有望进一步扩大加码,家居建材消费需求有望持续释放。今年以来多个一线城市二手房成交保持持续增长态势,后续叠加国补持续落地和消费者信心回暖,家居建材需求景气改善预期加强,多数估值处于底部区间的板块龙头公司估值有望修复。当前行业底部修复特征更加明显,多数公司利润目标强化,少数公司选择进攻打法,信心恢复有待政策和阶段经营效果的信号;国补对装修消费有明显拉动的效果,25年各地的政策继续扩大品类范围,龙头企业也有更充分的准备。同时龙头公司积极探索新模式或延伸产业链,包括渠道和品类融合、提升效率,加强定价权等。投资建议:(1)扩张增长意愿强的部分龙头企业,例如北新建材等,建议关注三棵树。(2)受益国补政策、渠道&品类融合优势明显的细分龙头,建议关注欧派家居、箭牌家居、东鹏控股、慕思股份等。(3)竞争格局优、业绩增长稳健、股息率相对较高的细分龙头,例如兔宝宝、奥普科技、伟星新材等。

风险提示:地产信用风险失控、政策定力超预期。

(证券分析师:黄诗涛 证券分析师:房大磊

证券分析师:石峰源)

环保行业跟踪周报:生态环境部举行“高质量完成‘十四五’规划”发布会,“双碳”政策持续推进

投资要点 重点推荐:瀚蓝环境,绿色动力,绿色动力环保,海螺创业,永兴股份,光大环境,军信股份,粤海投资,美埃科技,九丰能源,宇通重工,景津装备,新奥能源,昆仑能源,三峰环境,兴蓉环境,洪城环境,中国水务,伟明环保,龙净环保,高能环境,蓝天燃气,新奥股份,赛恩斯,金科环境,英科再生,路德环境。 建议关注:大禹节水,联泰环保,旺能环境,北控水务集团,武汉控股,碧水源,重庆水务,凯美特气,仕净科技,浙富控股。 最新观点:生态环境部举行“高质量完成‘十四五’规划”新闻发布会。固废方面:“十四五”以来,全国危险废物集中利用处置能力、生活垃圾焚烧处置能力分别比“十三五”末增长58.8%和72.4%。全国113个城市累计实施固体废物治理项目3000多项,投入约5600亿元。下一步,将加快建设危险废物全过程环境监管信息系统,推动固体废物污染防治各项整治行动落实落地;生态环境部还将选取5个左右省份、50个左右城市、100个左右县,开展先行区探索,到2027年取得一批实践创新和制度创新成果。固废治理、河湖治理政策持续发力有望巩固危固废、水务相关企业基本盘;“双碳”政策持续推进,环境监测设备需求有望持续。 固废观点:25年7-8月国补回收显著加速,25H1提质增效提ROE+现金流改善提分红持续兑现!光大国补回收超预期:25年7-8月光大绿色环保生物质等收到国补20.64亿元,超24年截止同期生物质集中回款额15.34亿元,25H1国补下滑经营现金流仍改

善下半年则更加提升。25H1 固废板块提质增效提 ROE+现金流改善提分红持续兑现！1) 运营提质增效主导业绩增长&财务费用下降：25H1 板块收入+1%，归母净利+8%，毛利率+2.9pct，财务费用率-0.6pct，净利率+1.4pct。固废纯运营企业绿动(+0.8pct)、军信(+0.1pct)、永兴(+0.1pct) ROE(加权)显著提升。2) 自由现金流持续增厚：25H1 板块经营现金流净额 69 亿元(+9%)，资本开支 38 亿元(-19%)，简易自由现金流 32 亿元(24H1 为 17 亿元)。3) 中期派息稳中有升：25H1 瀚蓝首次中期分红，光大中期每股派息同比+0.01 港元，绿动、海螺、旺能中期派息同比持平。4) 关注经营提效+B 端拓展+C 端顺价，增厚盈利&改善现金流！【吨发提升】25H1，7 家垃圾焚烧公司平均吨发(还原供热后)同比+1.8%，吨上网同比+1.2%。【供热加速】25H1 供热增速前 5：海创+170%、绿动+115%、伟明+67%、天楹+60%、瀚蓝+42%；发电供热比增量前 5：天楹+6.4pct、绿动+2.4pct、旺能+1.6pct、海创+1.4pct、中科+0.9pct。【IDC 拓展】旺能(获市级、省级备案)、军信(与长沙数字集团签署合作协议)、瀚蓝(与中国联通广东省分、深城交签署合作协议)、伟明(与温州龙湾区政府、中国移动温州分公司签署合作协议)。【C 端顺价】佛山拟于 25 年 9 月下旬召开生活垃圾处理费定价听证会，C 端顺价推进。重点推荐：【瀚蓝环境】【绿色动力 A+H】【海螺创业】【永兴股份】等。

水务观点：市场化+现金流拐点，下一个垃圾焚烧！1) 现金流左侧布局：25H1 板块自由现金流-41 亿元(24H1 为-66 亿元)。预计兴蓉、首创资本开支 26 年开始大幅下降，自由现金流大增可期！参照垃圾焚烧自由现金流转正前后，分红比例从 21 年低点 18%，22-24 年连续提至 40%，典型公司永兴(24 年分红比例 66%)军信(95%)绿动(71%)。24 年水务板块分红比例为 34%，剔除分红 50%的洪城，核心公司兴蓉 24 年分红 28%提升空间较大！自由现金流改善带来 PE 估值提升空间可参照垃圾发电！2) 价格改革不仅是弹性，重塑成长+估值！水的重点在于水价制度对合理投入回报的保障，从而在成熟期获得类似全球范式的持续增长，如美国水业业绩 10 年复增 10%，伴随同样确定的红利增长。“从防御到可持续增长”带来估值提升空间。25 年以来广州、深圳自来水提价落实，东莞、中山跟进，佛山拟调整污水收费标准。重点推荐【粤海投资】【兴蓉环境】【洪城环境】，建议关注【首创环保】【北控水务集团】。

环卫观点：环卫电动化渗透率加速，新能源装备销量高增，无人化迎发展机遇。环卫电动化加速中。环卫无人化兴起。25 年 H1 国内自动驾驶领域公开超 290 个新项目中中标结果，其中，无人清洁环卫是绝对主导领域，项目数量超 90 个(占比约 31%)，总金额超 55 亿元(占比约 81%)，已超 24 全年金额。重点推荐：【宇通重工】，建议关注【劲旅环境】【盈峰环境】【福龙马】【玉禾田】【侨银股份】等。

行业跟踪：1) 环卫装备：2025M1-8 新能源渗透率同增 6.53pct 至 16.71%。25M1-8 环卫车销量 49577 辆(同比+3.20%)，其中新能源 8284 辆(同比+69.34%)，盈峰环境/宇通重工/福龙马新能源市占率分别为 29%/15%/8%。2) 生物柴油：地沟油均价上升，单吨净利下降。2025/9/15-2025/9/19 生柴均价 8400 元/吨(周环比持平)，地沟油均价 6713 元/吨(周环比+1.7%)，考虑一个月库存周期测算单吨盈利 22 元/吨(周环比-69.4%)。3) 锂电回收：金属价格&三元极片粉折扣整体上涨，盈利改善。截至 2025/9/19，三元电池粉锂系数周环比+0.5%，锂/钴/镍系数分别为 69.5%/74.3%/74.3%。截至 2025/9/19，碳酸锂 7.36 万(周环比+1.6%)，金属钴 27.7 万(周环比+1.8%)，金属镍 12.30 万(周环比-0.4%)。根据模型测算单吨废料毛利-0.32 万(周环比+0.040 万)。

风险提示：政策推广不及预期，财政支出低于

预期，行业竞争加剧。

(证券分析师: 袁理 证券分析师: 陈孜文)

燃气 II 行业跟踪周报: 美国预计气温回落制冷需求减弱、欧洲储库推进、国内需求缓慢修复, 各地气价均较为平稳

投资要点 价格跟踪: 美国预计气温回落制冷需求减弱、欧洲储库推进、国内需求缓慢修复, 各地气价均较为平稳。截至 2025/09/19, 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-0.2%/-0.7%/+0.1%/-0.8%/+0.7%至 0.7/2.8/2.9/2.7/2.9 元/方, 海内外倒挂持续。

供需分析: 1) 预计气温下降, 制冷需求减少, 美国天然气市场价格周环比-0.2%。截至 2025/09/17, 天然气的平均总供应量周环比-0.5%至 1118 亿立方英尺/日, 同比+4.3%; 总需求周环比-1.1%至 985 亿立方英尺/日, 同比+3.2%; 发电用天然气周环比+3.4%; 住宅和商业部门的天然气消费量周环比-12.9%; 工业部门的天然气消费量周环比-1.9%。截至 2025/09/12, 储气量周环比+900 至 34330 亿立方英尺, 同比-0.3%。2) 储库推进, 欧洲气价周环比-0.7%。2025M1-6, 欧洲天然气消费量为 2408 亿方, 同比+5.8%。2025/9/11~2025/9/17, 欧洲天然气供给周环比-0.9%至 54556GWh; 其中, 来自库存消耗-14645GWh, 周环比-7.1%; 来自 LNG 接收站 26203GWh, 周环比+5.4%; 来自挪威北海管道气 13426GWh, 周环比-9.7%。2025/09/13~2025/09/19, 欧洲燃气发电出力下降, 欧洲日平均燃气发电量周环比-9.9%、同比+0.4%至 816.6GWh。截至 2025/09/17, 欧洲天然气库存 923TWh (892 亿方), 同比-147.2TWh; 库容率 81.09%, 同比-12.3pct, 周环比+1.2pct。3) 需求恢复缓慢, 国内气价周环比-0.8%。2025M1-7, 我国天然气表观消费量同比+0.3%至 2461 亿方, 原因或为 2024 年冬季偏暖, 影响了 2025M1-3 采暖用气需求。2025M1-7, 产量同比+6.1%至 1525 亿方, 进口量同比-7.1%至 986 亿方。2025 年 8 月, 国内液态天然气进口均价 3826 元/吨, 环比+1%, 同比-8.5%; 国内气态天然气进口均价 2483 元/吨, 环比-2.9%, 同比-8.3%; 天然气整体进口均价 3205 元/吨, 环比+0.5%, 同比-9.1%。截至 2025/09/19, 国内进口接收站库存 391.04 万吨, 同比+15.56%, 周环比-0.1%; 国内 LNG 厂内库存 52.33 万吨, 同比+29.18%, 周环比-7.07%。

顺价进展: 2022~2025M8, 全国 65%(188 个)地级及以上城市进行了居民顺价, 提价幅度为 0.21 元/方。2024 年龙头城燃公司价差 0.53~0.54 元/方, 配气费合理值在 0.6 元/方以上, 价差仍存 10%修复空间, 顺价仍将继续落地。

投资建议: 展望 2025 年, 供给宽松, 燃气公司成本优化; 价格机制继续理顺、需求放量。需关注对美 LNG 加征关税后新奥股份等具有美国气源的公司是否能通过转售等消除关税影响; 以及涉及省内管输业务的公司管输费下调风险。1) 城燃降本促量、顺价持续推进。重点推荐: 【新奥能源】(25 股息率 5.1%) 2024 年不可测利润充分消化, 私有化方案定价彰显估值回归空间; 【华润燃气】【昆仑能源】(25 股息率 4.6%)【中国燃气】(25 股息率 6.4%)【蓝焰燃气】(股息率 ttm8.9%)【佛燃能源】(25 股息率 4.0%); 建议关注: 【深圳燃气】【港华智慧能源】。2) 海外气源释放, 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: 【九丰能源】(25 股息率 3.7%) 一体化持续推进【新奥股份】(25 股息率 6.2%)【佛燃能源】; 建议关注: 【深圳燃气】。3) 美气进口不确定性提升, 能源自主可控重要性突显。建议关注具备气源生产能力的【新天然气】【蓝焰控股】。(估值日期 2025/9/19)

风险提示: 经济增速不及预期、极端天气、国际局势变化、安全经营风险。

(证券分析师: 袁理 证券分析师: 谷玥)

公用事业行业跟踪周报：广东 136 号文正式发布，藏粤直流特高压开工

投资要点 本周核心观点：1) 广东 136 号文正式发布。2025 年 11 月 1 日起，广东全省新能源项目上网电量全部进入电力市场，上网电价通过市场交易形成。存量项目：机制电价参考广东省燃煤发电基准价 0.453 元/千瓦时执行。机制电量妥善衔接现行具有保障性质的相关电量规模政策，110 千伏以下电压等级项目机制电量比例上限取 100%，2025 年 1 月 1 日起新增并网的 110 千伏及以上电压等级集中式光伏项目机制电量比例上限取 50%，其他项目机制电量比例上限取 70%。执行期限按照 20 年或全生命周期合理利用小时数扣减截至 2025 年 5 月 31 日的累计投产时间较早者确定。增量项目：集中式光伏和陆上风电项目不参与机制电量竞价。在参与竞价的项目中，110 千伏以下电压等级项目的竞价电量申报比例上限取 80%，其他项目的竞价电量申报比例上限原则上与存量项目机制电量比例上限保持一致。2) 藏粤直流特高压开工。9 月 16 日，我国“十四五”规划建设的跨省区输电重点工程，藏粤直流工程启动建设。藏粤直流工程以西藏为起点，途经云南、广西，最后到达广东。2029 年全面投运后，每年可向粤港澳大湾区输送超 430 亿度电能（100%为清洁能源）。行业核心数据跟踪：电价：2025 年 6 月全国平均电网代购电价同比下降 1% 环比-1.3%。煤价：截至 2025/9/19，动力煤秦皇岛 5500 卡平仓价 704 元/吨，周环比增加 24 元/吨。水情：截至 2025/9/19，三峡水库站水位 163 米，2021、2022、2023、2024 年同期水位分别为 165 米、147 米、165 米、159 米，蓄水水位正常。2025 年 9 月 19 日，三峡水库站入库流量 32500 立方米/秒，同比增加 79%，三峡水库站出库流量 25900 立方米/秒，同比增加 240%。用电量：2025M1-7 全社会用电量 5.86 万亿千瓦时（同比+4.5%），其中，第一产业、第二产业、第三产业、居民城乡用电分别同比+10.8%、+2.8%、+7.8%、+7.6%。发电量：2025 M1-7 年累计发电量 5.47 万亿千瓦时（同比+1.3%），其中火电、水电、核电、风电、光伏分别-1.3%、-4.5%、+10.8%、+10.4%、+22.7%。装机容量：2025H1 新增装机容量，火电新增 2578 万千瓦（同比+41.3%），水电新增 393 万千瓦（同比-21.2%），核电新增 0 万千瓦，风电新增 5139 万千瓦（同比+99%），光伏新增 21221 万千瓦（同比+107%）。投资建议：迎峰度夏关注水电、火电投资机会。1) 火电：迎峰度夏建议关注区域火电投资机会。建议关注【建投能源】【华电国际】【华能国际】【国电电力】【申能股份】【皖能电力】。2) 水电：量价齐升、低成本受益市场化。度电成本所有电源中最低，省内水电市场电价持续提升，外输可享当地电价。现金流优异分红能力强，折旧期满盈利持续释放。重点推荐【长江电力】。3) 核电：成长确定、远期盈利&分红提升。22/23 年连续两年核准 10 台，24 年再获 11 台核准，成长再提速。在建机组投运+资本开支逐步见顶。公司 ROE 看齐成熟项目有望翻倍，分红同步提升。重点推荐【中国核电】【中国广核】，建议关注【中广核电力 H】。4) 绿电：化债推进财政发力，绿电国补欠款历史问题有望得到解决。资产质量见底回升，绿电成长性再次彰显。重点推荐【龙净环保】，建议关注【龙源电力 H】【中闽能源】【三峡能源】。5) 消纳：关注特高压和电网智能化产业链。趋势一配电网智能化：关注【威胜信息】【东软载波】【安科瑞】；趋势二电网数字化：推荐虚拟电厂；趋势三国际化：推荐特高压和电网设备。风险提示：需求不及预期、电价煤价波动风险、流域来水不及预期等

（证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩）

电力设备行业跟踪周报：储能和锂电需求旺盛、人形和固态加速迭代

投资要点 电气设备 9387 上涨 3.07%，表现强于大盘。（本周，9.15-9.19）风电涨 5.35%，电气设备涨 3.07%，发电设备涨 3.05%，新能源汽车涨 2.42%，核电跌 1.63%，锂电池跌 1.22%，光伏跌 1.06%。涨幅前五为杭电股份、万向钱潮、宝光股份、赣锋锂业、宁德时代；跌幅前五为天际股份、睿康股份、晓程科技、亚玛顿、ST 聆达。

行业层面：人形机器人：英国首台工业用途的人形机器人亮相；智元机器人首秀“韦伯斯特空翻”；Figure 完成 C 轮融资 10 亿美元；马斯克 100 万台 KPI 再度催化人形机器人量产节奏；露笑科技与开普勒机器人合作；Figure 与 Brookfield 合作开发人形机器人数据集。储能：宁德曾毓群：储能行业价格战不可持续、得不偿失；黑龙江发改委：拟出台黑龙江“136 号文”，存量 0.374 元/kWh、增量机制电价不得高于煤电基准价。宁夏发改委：拟出台宁夏“136 号文”，存量 0.2595 元/kWh、0.18 ≤ 增量项目 ≤ 0.2595 元/kWh。广东发改委：拟出台广东“136 号文”，增量 0.2~0.453 元/kWh，首轮竞价于 2025 年 10 月份开展！电动车：松下发力固态电池，争取 26 年实现样品出货；曾毓群：储能低价混战、产品参数造假，警惕“孤儿电站”；17 家车企表态积极落实账款支付倡议；理想汽车与宁德时代达成五年全面战略合作；当升科技实现固态电解质吨级稳定制备；工业和信息化部等八部门印发《汽车行业稳增长工作方案（2025-2026 年）》；特斯拉德国工厂负责人安德烈·蒂里希透露，由于出色的销量数据，该工厂将增加电动汽车的生产量；华为与上汽合作的鸿蒙智行“第五界”尚界首车——尚界 H5 正式亮相；华为车 BU 与广汽丰田的合作升级为全栈方案，未来两年内将推出三款新车；理想汽车宣布，其新形态五座 SUV——理想 i6 将于 9 月 26 日正式上市；华为明年将在大湾区建设 500 座重卡超充站；市场价格及周环比：钴：SMM 电解钴 27.50 万/吨，+0.7%；百川金属钴 27.75 万/吨，+1.3%；镍：上海金属网 12.30 万/吨，-0.3%；碳酸锂：SMM 工业级 7.13 万/吨，+1.5%；SMM 电池级 7.35 万/吨，+1.4%；前驱体：SMM 四氧化三钴 22.65 万/吨，+2.3%；三元 523 型 8.15 万/吨，+1.9%；正极：SMM 磷酸铁锂-动力 3.36 万/吨，+0.8%；三元 811 型 14.50 万/吨，+0%；三元 622 型 12.45 万/吨，+0%；负极：百川石油焦 0.27 万/吨，+0.1%；电池：SMM 方形-铁锂 523 0.332 元/wh，+1.2%；圆柱 18650-2500mAh 4.42 元/支，+0%。新能源：习近平：着力整治企业低价无序竞争乱象；国家标准委已组织完成了《硅多晶和锗单位产品能源消耗限额》等 3 项国家标准的征求意见稿，并公开征求意见。对于多晶硅（三氯氢硅法）的能耗要求 1 级/2 级/3 级分别为 5/5.5/6.4kgce/kg，多晶硅（硅烷流化床法）分别为 3.6/4/5kgce/kg；捷佳伟创钙钛矿 GW 级磁控溅射立式真空镀膜设备 PVD2400V 顺利出货。河北省发改委发布河北省秦皇岛市“风光同场”海上光伏项目拟安排情况公示。本周硅料 53.00 元/kg，环比 0.00%；N 型 210R 硅片 1.45 元/片，环比 3.57%；N 型 210 硅片 1.70 元/片，环比 3.03%；双面 Topcon182 电池片 0.29 元/W，环比 3.23%；双面 Topcon182 组件 0.70 元/W，环比 0.00%；玻璃 3.2mm/2.0mm 20.25/13.35 元/平，环比 0.00%/0.00%。风电：中海油某海上风电示范项目招标，拟招标容量 600MW，交货数量 60 台，单机容量 10MW。本周招标 0.98GW：陆上 0.98 GW/海上暂无；本周开/中标暂无。本月招标 4.38GW，同比 +0.09%：陆上 3.69 GW/海上 0.7GW，同比 -15.82%。25 年招标 81.69 GW，同比 +5.09%：陆上 74.63 GW/海上 7.06 GW，同比 +4.46%/同比 +12.45%。本月开标均价：陆风 1605 元/KW，陆风（含塔筒）2128 元/KW。电网：全国最大“线性菲涅尔”光热综合能源示范项目全容量并网发电。

公司层面：天赐材料：“天赐转债”将于 25 年 9 月 23

日按面值支付第三年利息，当期票面利率为 0.8%；嘉元科技：签署了《增资及股权转让合同》，按要求支付了第一笔转让款人民币 0.45 亿元及第一笔增资款 1.5 亿元；欣旺达：全资子公司前海弘盛拟与合伙人远致储能、新型储能、港华能源共同投资远致港欣合伙企业，其中前海弘盛认缴出资额为人民币 6 千万元，认缴比例为 20%；科林电气：拟向海信能源发行股票数量不超过 0.93 亿股，不超过总股本的 30%，募集资金总额不超过人民币 15 亿元；德福科技：签署了《股权购买协议》，拟收购 Circuit Foil Luxembourg S.a.r.l.100%股权。投资策略：锂电&固态：8 月国内电动车销 140 万辆，同环比+27%/+11%，增速恢复，新车密集上市+年底抢装，全年预计 25%增长至 1600 万辆；欧洲 9 国合计销量 17.8 万辆，同环比 41%/-19%，销量持续强劲，且 H2 新车周期开启，预计 2-3 年可持续维持 30%；排产端看，储能满产，供不应求，9 月排产进一步 5-10%增长，各环节龙头产能打满，订单向二三线外溢，上修 25 年和 26 年需求分别 33%+、22%+增长，全面看好锂电池板块，首推宁德、亿纬锂能、欣旺达等，同时看好科达利、璞泰来、天赐等锂电龙头公司，同时固态中试线 2H25 密集落地，继续强推硫化物固态电解质和硫化锂及核心设备优质标的。储能：欧洲、中东等新兴市场大储需求大爆发，美国大美丽法案后今明年增长乐观，国内储能 136 号文后超预期，预计 30%增长；欧洲户储去库完成，出货恢复，工商储需求开始爆发，新兴市场光储平价需求持续；我们预计全球储能装机 25-28 年的 CAGR 为 30-50%，看好储能逆变器/PCS 龙头、大储集成和储能电池龙头。机器人：英伟达近期加码人形本体和大模型，Tesla Gen3 将于 10-11 月定型，股东大会有望展示，25Q4 下订单、26 年初量产，2030 年依然预期 100 万台；人形公司产品、订单、资本端等进展提速，25-26 年国内外量产元年共振，我们继续全面看好人形板块，全面看好 T 链确定性供应商和头部人形核心供应链、看好总成、灵巧手、丝杠、谐波、传感器、运控等核心环节。AIDC：海外算力升级对 AIDC 要求持续提升，高压、直流、高功率趋势明显，国内相关公司迎来出海新机遇，继续看好有技术和海外渠道优势的龙头；工控：工控 25 年需求总体继续弱复苏，锂电需求恢复、风电、机床等向好，同时布局机器人第二增长曲线，全面看好工控龙头。风电：25 年国内海风 10GW+，翻倍增长，Q2 是拐点，欧洲海风进入持续景气周期，继续全面看好海风，陆风 100GW+，同增 25%，铸件等零部件涨价，风机毛利率逐步修复，推荐海缆、海桩、整机等。光伏：三季度国内终端需求支撑偏弱，排产端暂时小幅下降，政策引导光伏反内卷力度强，硅料成为主要抓手，当前价格 50 元/kg+，硅片和电池顺价，组件待观察终端需求；今明年全球光伏装机增速为 15%/5%，欧洲分布式和新兴市场持续需求好，看好受益的逆变器环节、看好反内卷受益的硅料、玻璃、电池和组件等。电网：25 年电网投资确定增长，出海变压器高景气，看好 Alpha 龙头公司。投资建议：宁德时代（动力&储能电池全球龙头、盈利和增长确定估值低）、阳光电源（逆变器全球龙头、海外大储集成优质龙头、切入 AIDC）、亿纬锂能（动力&储能锂电上量盈利向好并走出特色之路、消费类电池稳健）、三花智控（热管理全球龙头、特斯拉机器人总成空间大）、厦钨新能（钴酸锂需求盈利向好、卡位硫化锂固态潜力大）、海博思创（国内大储龙头提前卡位优势明显、积极开拓海外储能）、科达利（结构件全球龙头稳健增长、大力布局机器人优势显著打造第二增长曲线）、上海洗霸（全面布局固态、有研合资硫化锂有望领先）、当升科技（三元正极龙头、固态电解质技术领先）、浙江荣泰（云母龙头增长确定、丝杠及总成大客户进展迅速）、震裕科技（结构件盈利逐步修复、关节总成拓展到手

臂总成空间大)、欣旺达(消费锂电盈利向好、动储锂电上量盈利在即)、璞泰来(负极龙头盈利拐点隔膜涂敷稳增、固态电池设备&材料领先)、大金重工(海风出口布局厚积薄发、量利双升超预期)、北特科技(丝杠头部批量空间大、汽零平稳)、麦格米特(多产品稳健增长、英伟达供应商 AIDC 潜力大)、天赐材料(电解液&六氟龙头、新型锂盐领先)、远航精密(镍带箔龙头、固态镍基潜力大)、尚太科技(负极龙头份额提升超预期、成本优势大盈利能力强)、良信股份(断路器优质标的,率先切入海外 AIDC 供应链潜力大)、汇川技术(通用自动化弱复苏龙头 Alpha 明显、联合动力持续超预期)、比亚迪(电动车销量持续向好且结构升级、全民智驾超预期)、金盘科技(干变全球龙头海外全面布局、AIDC 明显受益)、伟创电气(变频伺服持续增长、大力布局人形机器人)、富临精工(高压实铁锂领先、机器人布局深厚)、艾罗能源(老牌户储龙头、工商储率先起量)、锦浪科技(欧洲去库完成逆变器迎来拐点、新兴市场销售提升提供支撑)、阿特斯(一体化组件头部企业、深耕海外大储进入收获期)、天奈科技(碳纳米管龙头、快充&硅碳&固态持续受益)、纳科诺尔(干法设备龙头、固态设备全面布局)、雷赛智能(伺服控制器龙头企业、机器人关节批量优势明显)、新宙邦(电解液&氟化工齐头并进)、星源材质(干法和湿法隔膜龙头、LG 等海外客户进展顺利)、盛弘股份(受益海外和国内 AI 资本开支、海外储能新客户拓展)、德业股份(新兴市场开拓先锋、户储爆发工商储蓄势)、宏发股份(传统继电器稳增长、高压直流和 PDU 持续高增长)、思源电气(电力设备国内出海双龙头、订单和盈利超预期)、华友钴业(锂电资源材料一体化布局、镍钴盈利能力超预期)、禾迈股份(微逆去库尾声重回高增长、储能产品开始导入)、东方电缆(海缆壁垒高格局好,海风项目开始启动)、斯菱股份(车后轴承市场稳定增长、打造谐波第二增长曲线)、祥鑫科技(汽零和结构件稳健、积极布局人形/AIDC/液冷)、湖南裕能(铁锂正极龙头强阿尔法、新品放量和价格见底盈利好转)、三星医疗(海外配网和电表需求强劲、国内增长稳健)、固德威(组串逆变器持续增长,储能电池和集成逐步恢复)、隆基绿能(单晶硅片和组件全球龙头、BC 技术值期待)、爱旭股份(ABC 电池组件龙头、25 年大幅放量)、通威股份(硅料龙头受益供给侧改革、电池和组件有望改善)、科华数据(全面受益国内 AI 资本开支新周期、数据和数能双星驱动)、晶澳科技(一体化组件龙头、盈利率先恢复)、晶科能源(一体化组件龙头、Topcon 明显领先)、天合光能(210 一体化组件龙头、户用分布式和渠道占比高)、聚和材料(银浆龙头、铜浆率先布局)、福斯特(EVA 和 POE 胶膜龙头、感光干膜上量)、国电南瑞(二次设备龙头、稳健增长可期)、鸣志电器(步进电机全球龙头、机器人空心杯电机潜力大)、帝科股份(银浆龙头、银包铜银浆率先量产在即)、曼恩斯特(磨头龙头持续高增、多品类扩张布局固态和人形)、容百科技(高镍正极龙头、海外进展超预期)、日月股份(大铸件紧缺提价可期,盈利弹性大)、上能电气(逆变器地面地位稳固、大储 PCS 放量在即)、平高电气(特高压交直流龙头、估值低业绩持续超预期)、许继电气(一二次电力设备龙头、柔直弹性可期)、金风科技(风机毛利率恢复、风电运营稳健)、中伟股份(三元前驱体龙头、镍锂金属布局可观)、明阳智能(海上风机龙头、风机毛利率修复弹性大)、福莱特(光伏玻璃龙头成本优势显著、价格底部有望企稳反弹)、钧达股份(Topcon 电池龙头、扩产上量)、三一重能(成本优势明显、双海战略见成效)、天齐锂业、赣锋锂业、中矿资源、盛新锂能、艾罗能源、中国西电、禾望电气、恩捷股份、天顺风能、德方纳米、昱能科技、永兴材料、威迈斯、儒竞科技、派能科技、元

力股份、大金重工、安科瑞、海兴电力、中熔电气、天齐锂业、日月股份、三一重能、金风科技。建议关注：优优绿能、海辰药业、峰岷科技、英联股份、凌云股份、宏工科技、科士达、英维克、明阳电气、多氟多、天际股份、东方电气、中信博、东威科技、宇邦新材、海力风电、新强联、通灵股份、快可电子、中科电气、美畅股份、甬升科技、信捷电气、振华新材、大全能源、通合科技、金雷股份、禾川科技、嘉元科技、TCL 中环、弘元绿能、东方日升等。风险提示：投资增速下滑，政策不及市场预期，价格竞争超市场预期

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕)

商贸零售行业跟踪周报：十一中秋假期出行高峰，景区公司天气梳理

投资要点 节假日旅游量增价稳，预计十一中秋假期增长提速。根据文旅部数据，24 年五一/24 年十一/25 年春节/25 年五一旅游人次分别同比 +7.6%/5.9%/5.9%/6.4%，旅游收入同比 +12.7%/6.3%/7.0%/8.0%，人均消费同比+4.7%/0.4%/1.2%/1.5%。2024 年下半年基数回归常态化以来，节假日出游人次同增约 6%，人均消费同比持平略增。2025 年十一中秋假期 8 天，较 2024 年十一的 7 天假期增加 1 天，我们预计出游人次同增高个位数至双位数，长途出游特征显著，人均消费或将增长低个位数。

2025 十一假期跨区域出游高景气，多数上市公司景区 24 年十一假期天气较好。民航方面，根据航班管家预测，2025 国庆期间(10.01-10.08)客运航班总量达 13.9 万班次，日均超 1.7 万班次，同比增长 5.7%；旅客运输量预计达 1957 万人次，日均 244.7 万人次，日均同比增长 6.4%。国铁集团预测，2025 年国庆中秋假期(9 月 29 日至 10 月 10 日，共 12 天)全国铁路预计发送旅客 2.19 亿人次，日均开行旅客列车约 1.3 万列，10 月 1 日为客流最高峰日，整体呈现“总量大、首尾长途多、中间中短途多”的特征。2024 年十一假期，除丽江、乌镇和三亚外，多数景区上市公司所在地雨水天气较少，2025 年中秋十一假期全国大部分区域天气良好适合出行。

国内游长途游特征显著，出入境游延续较高增速。携程数据显示，截至 9 月 17 日，国庆期间跨省订单同比大幅增长约 45%，其中省际交界城市表现尤为突出，订单整体提升 58%。飞猪报告指出，今年“双节”交通、住宿、门票及租车等品类预订量均超 2023/2024 年同期。人均交通服务预订量同比提升 4.2%，“高铁+飞机”的串游组合增长 7%，长线游和租车业务分别实现 53%和 93%的同比增长。同程报告预测，假期旅游市场将呈现“短途频次增加、长线品质提升”的双重特点，截至 9 月 11 日，国内包车游产品预订热度同比增长超过 115%，周边游产品预订热度同比增长超 2 倍；高品质酒店预订热度同比增长超过 20%。出入境游方面，携程预测泰国、马来西亚等短途目的地持续热门，免签带动入境游热度延续，中俄互免签带动十一俄罗斯旅客入境预订量同比增长 75%。

投资建议：建议关注未来有产能扩张或交通改善预期的长白山、峨眉山 A、西域旅游、九华旅游、祥源文旅、丽江股份、黄山旅游等。

风险提示：雨雪或极端天气影响经营，新项目进展不及预期，宏观经济波动等。

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：石琦瑄)

证券分析师：张家璇 证券分析师：阳靖 证券分析师：郝越 证券分析师：王琳婧)

医药生物行业跟踪周报：美降息利于 CXO 复苏，重点推荐药明康德、皓元医药等

投资要点 本周、年初至今 A 股医药指数涨幅分别为-2.07%、24.17%，相对沪深 300 的超额收益分别为-1.63%、9.76%；本周、年初

至今恒生生物科技指数涨跌幅分别为-2.25%、98.72%，相对于恒生科技指数跑赢-7.34%、57.85%；本周医疗器械（-2.04%）、医药商业（-0.95%）、医疗服务（-0.47%）、生物制品（-3.47%）、中药（-2.13%）等股价下跌；本周 A 股涨幅居前益诺思（23.32%）、福瑞股份（17.76%）、诚达药业（14.62%），跌幅居前昂利康（-13.40%）、能特科技（-12.64%）、舒泰神（-12.26%）；本周 H 股涨幅居前药明合联（4.37%）、药明生物（3.56%）、晶泰控股（3.23%）。医药板块表现特点：本周医药板块调整收窄，部分子行业小幅回弹。 降息背景下，创新产业链景气度提升，生科上游、CXO 板块有望受益：美元降息背景下，国内外投融资有望改善，创新产业链景气度持续提升。伴随创新研发需求结构升级，国内 CXO 综合竞争优势持续，产业趋势改善，公司有望逐步兑现业绩拐点向上。建议关注：药明合联、药明康德、康龙化成、泰格医药、凯莱英等。我们判断，制药企业对早研项目更加重视，资金回暖推动管线进展，以及整体生物医疗板块的创新药研发热情激增，工业端需求复苏将率先体现于早期研发供应商。建议近期关注有边际变化的生命科学服务行业，重点关注标的考虑 ①早研需求推动业绩放量 ②收并购及出海平台型发展 ③绑定创新药商业化生产放量。建议关注皓元医药、百奥赛图、药康生物、奥浦迈、纳微科技、百普赛斯、毕得医药、金斯瑞生物科技等。 复星医药 CDK4/6 抑制剂又一适应症获批；GSK 首创 IL-5 单抗「美泊利珠单抗」在华申报新适应症。9 月 13 日，CDE 网站显示，GSK 的美泊利珠单抗申报新适应症。根据临床开发进度，推测此次申报的新适应症为慢性阻塞性肺病（COPD）。美泊利珠单抗是 GSK 开发的一款全球首创 IL-5 单抗，给药频率为每月一次。9 月 15 日，诺和诺德宣布，欧洲药品管理局（EMA）人用医药产品委员会（CHMP）已批准更新 Rybelsus（口服司美格鲁肽）的标签，以反映 SOUL 试验中观察到的心血管获益。Rybelsus 成为首个且唯一在欧盟获批用于 2 型糖尿病且已被证明具有心血管获益的口服胰高血糖素样肽-1 受体激动剂（GLP-1 RA）。 具体配置建议：建议关注：药明合联、药明康德、康龙化成、泰格医药、凯莱英等。我们判断，制药企业对早研项目更加重视，资金回暖推动管线进展，以及整体生物医疗板块的创新药研发热情激增，工业端需求复苏将率先体现于早期研发供应商。建议近期关注有边际变化的生命科学服务行业，重点关注标的考虑 ①早研需求推动业绩放量 ②收并购及出海平台型发展 ③绑定创新药商业化生产放量。建议关注皓元医药、百奥赛图、药康生物、奥浦迈、纳微科技、百普赛斯、毕得医药、金斯瑞生物科技等。 风险提示：药品或耗材降价超预期；医保政策风险等；产品销售及研发进度不及预期。

（证券分析师：朱国广 证券分析师：冉胜男
证券分析师：刘若彤）

原油周报：美联储降息落地，油价小幅上升

n【美国原油】 n1）原油价格：本周 Brent/WTI 原油期货周均价分别 67.6/63.6 美元/桶，较上周分别+0.9/+0.9 美元/桶。 n2）原油库存：美国原油总库存、商业原油库存、战略原油库存、库欣原油库存分别 8.2/4.2/4.1/0.2 亿桶，环比-878/-929/+50/-30 万桶。 n3）原油产量：美国原油产量为 1348 万桶/天，环比-1 万桶/天。美国活跃原油钻机本周 418 台，环比+2 台。美国活跃压裂车队本周 169 部，环比+5 部。 n4）原油需求：美国炼厂原油加工量为 1642 万桶/天，环比-39 万桶/天；美国炼厂原油开工率为 93.3%，环比-1.6pct。 n5）原油进出口量：美国原油进口量、出口量、净进口量为 569/528/42 万桶/天，环比-58/+253/-311 万桶/天。 n【美国成品油】 n1）成品油价格和价差：美国汽油、

柴油、航煤周均价分别 85/98/89 美元/桶，环比+1.5/+1.1/-5.1 美元/桶；与原油价差分别 17/31/21 美元/桶，环比+0.4/+0.0/-6.2 美元/桶。n2) 成品油库存：美国汽油、柴油、航空煤油库存分别 2.2/1.2/0.4 亿桶，环比-235/+405/+63 万桶。n3) 成品油产量：美国汽油、柴油、航空煤油产量分别 941/496/190 万桶/天，环比-18/-27/+1 万桶/天。n4) 成品油需求：美国汽油、柴油、航空煤油消费量分别 881/362/162 万桶/天，环比+30/+24/-13 万桶/天。n5) 成品油进出口：①美国汽油进口量、出口量、净出口量分别 16/97/81 万桶/天，环比+7/-2/-9 万桶/天。②美国柴油进口量、出口量、净出口量分别 10/85/76 万桶/天，环比-12/-54/-42 万桶/天。③美国航空煤油进口量、出口量、净出口量分别 5/24/18 万桶/天，环比-7/+5/+12 万桶/天。n【相关上市公司】推荐：中国海油/中国海洋石油(600938.SH/0883.HK)、中国石油/中国石油股份(601857.SH/0857.HK)、中国石化/中国石油化工股份(600028.SH/0386.HK)、中海油服(601808.SH)、海油工程(600583.SH)、海油发展(600968.SH)；建议关注：石化油服/中石化油服(600871.SH/1033.HK)、中油工程(600339.SH)、石化机械(000852.SZ)。nn【风险提示】1) 地缘政治因素对油价出现大幅度的干扰。2) 宏观经济增速严重下滑，导致需求端严重不振。3) 新能源加大替代传统石油需求的风险。4) OPEC+联盟修改石油供应计划的风险。5) 美国解除对伊朗制裁，伊朗原油快速回归市场的风险。6) 美国对页岩油生产环保、融资等政策调整的风险。7) 全球 2050 净零排放政策调整的风险。

(证券分析师：陈淑嫻 证券分析师：周少玟)

汽车周观点：9 月第 2 周乘用车环比+4.9%，继续看好汽车板块

n 三类主线投资机会并存！n 本周市场对汽车核心关注？Ø 本周汽车 A-H 股汽车涨幅均属于行业前列，其中子板块零部件尤其是机器人品种涨幅最佳，以均胜电子+新泉股份为代表。乘用车 9 月第二周内需&新车订单表现一般，核心增量依然靠新车驱动。尊界 S9T 的 72 小时大定 1 万辆，银河 M9 大定突破 2.3 万辆。均胜电子发布 AI 头部总成。n 当前时点汽车板块如何配置？Ø【AI 智能车主线】Robotaxi/van 先行，C 端紧跟。ü 第一类，Robotaxi 产业链核心标的：1) 一体化模式：特斯拉/小鹏汽车/千里科技；2) 技术提供商+运营分成模式：地平线机器人/百度集团/小马智行/文远知行；3) 网约车/出租车的转型：滴滴/曹操出行/如祺出行/大众交通/锦江在线；4) 车辆生产商：北汽蓝谷/广汽集团/上汽集团；5) 核心供应商：检测(中国汽研+中汽股份等)+芯片(地平线机器人+黑芝麻智能)/域控制器(德赛西威/均胜电子/科博达/经纬恒润等)/传感器(舜宇光学科技/禾赛/速腾聚创)/线控底盘(伯特利/耐世特/浙江世宝)/车灯(星宇股份)/玻璃(福耀玻璃)等 ü 第二类，Robovan 产业链核心标的：德赛西威/经纬恒润/中邮科技+开勒股份等 ü 第三类，智能车 C 端消费核心受益车企：小鹏汽车/理想汽车/蔚来/华为系(赛力斯/上汽集团/江淮汽车/北汽蓝谷/长安汽车/广汽集团/东风集团股份)/比亚迪/长城汽车/吉利汽车/零跑汽车 Ø【AI 机器人主线】零部件优选(拓普集团+均胜电子+精锻科技+福达股份+旭升集团+爱柯迪等)。Ø【红利&好格局主线】客车(宇通客车)/重卡(中国重汽 A-H/潍柴动力)/两轮(春风动力/隆鑫通用)/零部件(福耀玻璃+星宇股份+新泉股份+继峰股份)。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 证券分析师：刘力宇)

证券分析师：孟璐 证券分析师：郭雨蒙 证券分析师：孙仁昊

研究助理：赖思旭 研究助理：童明祺

半导体设备行业深度：AI 芯片快速发展，看好国产算力带动后道测试&先进封装设备需求

AI 芯片快速发展，带来封测设备新需求。(1) 测试机：SoC 芯片作为硬件设备的“大脑”，承担着 AI 运算控制等核心功能，对计算性能和能耗的要求极高，这使得芯片设计和制造的复杂性大幅增加，先进存储芯片为 AI 算力芯片提供高带宽的数据存储和传输支持，其容量和带宽的不断提升也进一步增加了芯片的复杂性，因此 SoC 芯片和先进存储芯片的复杂性提升共同推动了对高性能测试机需求的显著增长；

(2) 封装设备：HBM 显存的高带宽突破了加速卡的显存容量限制；COWOS 封装技术作为一种 2.5D 技术，是 GPU 与 HBM 高速互联的关键支撑。2.5D 和 3D 封装技术需要先进的封装设备的支撑，进一步推动了对先进封装设备的需求增长。1 后道测试：AI 测试要求提升，关注国产测试机双龙头。我们预估 2025 年半导体测试设备市场空间有望突破 138 亿美元，SoC 与存储测试机分别合计达 48/24 亿美元。

(1) SoC 测试机：AI/HPC 芯片的高集成度、高稳定性要求以及先进制程特性，导致测试量与测试时间显著增加，从而推动了对 SoC 测试机的需求增加。(2) 存储测试机：HBM 测试包括晶圆级测试和 KGSD 测试，晶圆级测试增加了逻辑芯片测试，KGSD 测试替代了常规的封装级测试，HBM 高集成度、内嵌式 I/O 及裸片堆叠封装的技术特征，大幅提升了存储测试工艺的复杂度和难度。(3) 测试机的核心壁垒在于测试板卡和芯片：PE 和 TG 芯片由于技术难度极大、市场空间较小，被 ADI、TI 等公司垄断，主控芯片多采取 ASIC 架构以保证测试速度，而 ASIC 架构芯片的开发需要极大的成本和漫长的迭代时间，800Mbps 以上的高端机型需要用到自己研发的 ASIC 芯片。全球半导体测试机市场基本由爱德万和泰瑞达垄断，合计份额超 90%。1 后道封装：HBM 等先进封装快速发展，关注国产封装设备商。先进与传统封装最大区别在于芯片与外部电连接方式，先进封装省略引线，采取传输速度更快的凸块、中间层等，传统&先进封装所需设备有一定重合但工艺要求有所变化，设备增量主要在于前道图形化设备。1 投资建议：我们建议投资者关注国内 AI 芯片带来的封测设备端投资机会。(1) 测试设备：国产 AI 芯片制造采用更大的引脚和电流，测试难度显著提升，关注国产算力带来的国产测试机突破，相关标的为华峰测控、长川科技；(2) 封装设备：国产 AI 芯片采用 CoWoS 先进封装，中国在封测环节具备较强全球竞争力，国内先进封装有望进入起量元年，关注国产封装设备新机遇，相关标的为晶盛机电（减薄机）、某泛半导体领域设备龙头（磨划+键合）、华海清科（减薄机）、盛美上海（电镀机）、芯源微（涂胶显影+键合机）、拓荆科技（键合机）等。1 风险提示：下游扩产不及预期，研发进展不及预期等。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

AI 智能车时代是【产品为王】

nAI 智能车产业链投资标的？nRobovan 产业链也是 AI 智能车容易被忽视的一条主线。相比 Robotaxi，Robovan 技术壁垒相对较低，但商业化进展会更快且对社会物流产生重大影响。Ø 第一类：技术提供商+运营分成。创业公司：九识智驾/新石器/白犀牛等。Ø 第二类：技术提供商+硬件生产商+运营分成。德赛西威等。Ø 第三类：运营分成：中邮科技+开勒股份等。Ø 第四类：核心硬件供应商：芯片（黑芝麻智能）等、域控制器+线控底盘（经纬恒润-W）等。nAI 智能车产业链投资标的？nL4 级智能车 C 端消费产业链是 AI 智能车产业链

后期重要的一条主线。相比 B 端 (Robotaxi/van), C 端对 L4 智能车消费潮流兴起会稍晚一些,一旦爆发也会形成重大投资机会: Ø 第一类:坚持技术自研路线的车企:特斯拉/小鹏汽车/理想汽车-W/蔚来-SW/零跑汽车。Ø 第二类:坚定拥抱华为的合作伙伴:赛力斯/上汽集团/江淮汽车/北京汽车/长安汽车/广汽集团/东风集团股份等。Ø 第三类:第三方+自研并行策略车企:比亚迪/吉利汽车/长城汽车/奇瑞汽车。Ø 第四类:第三方智驾技术供应商。华为引望/地平线机器人-W/Momenta/元戎启行等。Ø 第五类:核心部件供应商。检测(中国汽研+中汽股份等)/芯片(地平线机器人-W+黑芝麻智能)/域控制器(德赛西威/均胜电子/科博达等)/传感器(舜宇光学科技/禾赛-W/速腾聚创)/线控底盘(伯特利/耐世特/浙江世宝)/智能车灯(星宇股份)/玻璃(福耀玻璃)。n 风险提示:“后视镜视角”带来的认知范围有限;Robotaxi 放量不及预期。

(证券分析师:黄细里)

非银金融行业跟踪周报:基本面向好趋势确定性高,保险/券商估值修复均可期

投资要点 非银行金融子行业近期表现:最近 5 个交易日(2025 年 09 月 15 日-2025 年 09 月 19 日)非银金融板块各子行业中仅多元金融跑赢沪深 300 指数。多元金融行业下跌 0.03%,证券行业下跌 3.55%,保险行业下跌 4.80%,非银金融整体下跌 3.80%,沪深 300 指数下跌 0.44%。 证券:交易量同比大幅提升;上交所进一步优化债券购回业务有关事项。1)9 月交易量同比大幅提升。截至 9 月 19 日,9 月日均股基交易额为 28214 亿元,较上年 9 月上涨 209.19%,较上月增长 7.65%。截至 9 月 18 日,两融余额 24025 亿元,同比提升 75.22%,较年初增长 28.85%。截至 9 月 19 日,9 月 IPO 发行 4 家,募集资金 17.93 亿元。2)上交所进一步优化债券购回业务有关事项。9 月 19 日,上交所发布相关通知,进一步优化和规范上交所公司债券(含企业债券)购回业务,公司债券交易价格出现下列情形之一的,可以通过二级市场交易方式购回相关债券:①债券收盘价较此前第 20 个交易日当日收盘价跌幅达到 5%;②债券收盘价较最近一年债券最高收盘价跌幅达到 10%;③债券收盘价低于债券面值 5%以上;④购回方有合理理由认为债券价格偏离合理估值的其他情形。3)9 月 19 日证券行业(未包含东方财富)2025E 平均 PB 估值 1.3x。推荐全面受益于活跃资本市场政策的优质龙头,如中信证券、同花顺、东方财富等。 保险:上半年净利润小幅增长,分红转型缓解利差压力,增配 OCI 股票提升投资韧性。1)上市险企披露 2025 年中报,净利润普遍增长,寿险 NBV 增长维持高位,产险 COR 均显著改善。A 股五家上市险企共实现归母净利润 1782 亿元,同比增长 3.7%。其中,国寿、平安、太保、新华、人保上半年归母净利润分别同比+6.9%、-8.8%、+11%、+33.5%、+16.9%。寿险 NBV 持续高增,五家公司分别同比+20%、+40%、+32%、+58%、+72%。NBV 高增长主要归因于预定利率下降所带来的价值率改善,以及银保渠道新单保费的大幅提升。2)金融监管总局修订发布《保险公司资本保证金管理办法》。近年来,我国银行机构资产规模持续增长,原办法存在资本保证金存放银行净资产规模要求偏低问题,此次修订提高了存放银行净资产规模要求,以有效筛选规模适当的银行。3)保险业经营具有显著顺周期特性,未来随着经济复苏,负债端和投资端都将显著改善。2025 年 09 月 19 日保险板块估值 0.65-0.86 倍 2025E P/EV,处于历史低位,行业维持“增持”评级。 多元金融:1)信托:截至 2024 年末,全行业信托资产规模 29.56 万亿元,同比增长 23.58%。2024 年信托行业利润总额为

231 亿元，同比降幅为 45.5%。2) 期货：7 月全国期货交易市场成交量为 10.59 亿手，成交额为 71.31 万亿元，同比分别增长 48.89% 和 36.03%。2025 年 7 月期货行业净利润 13.43 亿元，同比增长 50.06%，环比 2025 年 6 月增长 35.66%。

行业排序及重点公司推荐：非银金融目前平均估值仍然较低，具有安全边际，攻守兼备。1) 保险行业受益于经济复苏、利率上行。储蓄类产品销售占比大幅提升，负债端预计持续改善，长期仍看好健康险和养老险发展空间。2) 证券行业转型有望带来新的业务增长点。受益于市场回暖、政策环境友好，券商经纪业务、投行业务、资本中介业务等均受益。行业推荐排序为保险>证券>其他多元金融，重点推荐中国平安、新华保险、中国人保、中信证券、同花顺、九方智投控股等。风险提示：1) 宏观经济不及预期；2) 政策趋紧抑制行业创新；3) 市场竞争加剧风险。

(证券分析师：孙婷 证券分析师：罗宇康)

机械设备行业跟踪周报：推荐非挖超预期确定向上的工程机械；国产算力芯片加速发展利好国产半导体设备

1. 推荐组合：北方华创、三一重工、中微公司、恒立液压、中集集团、拓荆科技、海天国际、柏楚电子、晶盛机电、杰瑞股份、浙江鼎力、杭叉集团、先导智能、长川科技、华测检测、安徽合力、精测电子、纽威股份、芯源微、绿的谐波、海天精工、杭可科技、伊之密、新莱应材、高测股份、纽威数控、华中数控。 2. 投资要点：

【工程机械】8 月国内非挖超预期向上，国内工程机械周期正式开启全面复苏阶段

2025 年 8 月，国内汽车起重机/履带起重机/随车起重机/塔式起重机/平地机/压路机/摊铺机销量分别为 736/88/1313/219/108/476/80 台，分别同比 +28%/+52%/+24%/-29%/+16%/+6%/+38%。主机厂国内非挖收入占比达到 60% 以上，且 2025H1 非挖毛利率明显提升，非挖拐点向上对主机厂收入及利润端具有明显拉动作用。2025 年 1-8 月国内挖机销量共 80628 台，同比增长 21.5%。国内挖机&非挖开启共振向上，国内工程机械周期正式开启全面复苏阶段。相关标的：三一重工、某全品类龙头、中联重科、柳工、山推股份、恒立液压、唯万密封。

【半导体设备行业】关注国产算力芯片发展，看好国产设备商充分受益

中美角力算力，看好国产算力芯片发展。9 月 18 日华为在上海全联接大会上首次公布昇腾 AI 芯片三年发展路线图，计划 2026 至 2028 年推出四款新品，并宣布自研 HBM 技术及超节点互联方案。此外近期据金融时报报道，中国互联网监管机构已告知国内最大的科技公司停止购买英伟达的所有人工智能芯片并终止现有订单，国产算力芯片市占率有望快速提升。国内先进制程积极扩产，利好国产设备商。从先进逻辑来看，国内先进逻辑扩产超预期；从存储来看，按照技术迭代的周期，明年将迎来新的迭代周期。此外长存三期（武汉）集成电路有限公司于 9 月 5 日成立、7 月 7 日国产 DRAM 内存龙头长鑫存储正式启动上市征程，看好国内先进制程良率、产能进一步提升。

投资建议：(1) 前道制程：刻蚀+薄膜沉积设备北方华创、中微公司，量测设备中科飞测、精测电子，薄膜沉积设备拓荆科技、微导纳米、晶盛机电、某泛半导体设备龙头等。(2) 后道封测：华峰测控、长川科技。

(3) 先进封装：晶盛机电（减薄机）、某泛半导体设备龙头（切磨抛+键合机）、华海清科（减薄机）、盛美上海（电镀机）、芯源微（涂胶显影+键合机）、拓荆科技（键合机）、德龙激光（切片机）、大族激光（切片机）。(4) 硅光设备：罗博特科、奥特维（AOI 检测设备）。

【PCB 设备】摩尔线程上市在即，重视国产算力链 PCB 设备机遇

摩尔线程将于 2025 年 9 月 26 日上会，拟募资 80

亿元，用于 AI 芯片研发。摩尔线程上市印证了国产算力正持续进步，国产算力的进口替代大势所趋。国产算力未来的持续发展将带动相关硬件配套市场扩容，其中 PCB 行业将充分受益。国内以胜宏科技、沪电股份、东山精密、深南电路、景旺电子、方正科技为代表的头部 PCB 公司都在积极扩产高阶 HDI 产能，以切入英伟达供应链争夺订单。国产算力以及 ASIC 服务器的发展将推动算力市场持续扩容，国内 PCB 厂作为硬件重要配套商，将伴随市场需求增长持续投资扩产，PCB 设备需求将持续增长。AI 算力服务器推动 PCB 向高端发展，工艺迭代带来设备端投资通胀。以英伟达 GB200 为例：Compute Tray 采用 (5+12+5) 结构的 22 层 5 阶 HDI，Switch Tray 采用 (6+12+6) 结构的 24 层 6 阶 HDI。而过往智能手机中使用的 HDI 板仅为 1-2 阶，HDI 正向高阶发展，PCB 设备各环节均有不同程度投资通胀。高阶 HDI 通/盲/埋孔数量均有提升，钻孔加工难度显著提升，钻孔设备为设备端最受益环节。建议关注 PCB 生产核心钻孔、曝光、电镀环节：其中钻孔环节重点推荐设备端【大族数控】（机械钻孔+激光钻孔均有布局），建议关注耗材端【鼎泰高科】【中钨高新】（钻头），曝光建议关注【芯碁微装】，电镀环节建议关注【东威科技】，锡膏印刷环节建议关注【凯格精机】【劲拓股份】。【人形机器人】宇树/特斯拉核心催化在即，人形机器人再迎板块性机遇。人形机器人板块近期催化不断：①Tesla optimus 官方发布机器人最新外观（金色外型），整体在紧凑度上也有明显提升。②拓斯达首发具身智能机器人新品，搭载智谱 AI 大模型，具有使用思维链进行复杂任务推理的能力，可在仓储或工厂环境中执行物料分拣、检测与摆盘，车间巡检等操作。中长期来看，特斯拉 Gen3 和宇树上市均有望在 25 年末&26 年初落地，目前来看在 A 股中是为数不多拥有明确性催化的板块，且催化级别较高。一方面，Gen3 有望带来硬件多方面的设计变更；另一方面，宇树上市有望领涨板块。因此在有明确催化的前提下，我们的观点是继续看好+建议聚焦核心标的。建议关注以下核心标的：1) T 链核心：拓普集团、浙江荣泰、恒立液压、绿的谐波、奥比中光、双环传动、科达利、新瀚新材等 2) 宇树链核心：首程控股、华锐精密、美湖股份、长盛轴承等 3) 潜在核心标的：新坐标（手部丝杠送样），高测股份（键绳+行星减速机）。【油服设备】沙特阿美拟三年启动 85 个重大项目，油服设备产业链有望受益未来三年沙特阿美将执行 85 个重大项目，涵盖油气生产、管道网络及民用基础设施。其中油气及石化板块占据重要位置，共 20 个项目，涉及石油、天然气和炼油设施的升级，重点关注硫回收装置、气田压缩系统和炼油装置的开发。投资规模可观，将催生大量产品、设备和长期项目需求。目前项目采购清单包括：2.1 万公里碳钢管道、220 万吨结构钢材、4.1 万公里电缆、1700 公里输电线路，以及针对气田压缩系统、炼油装置等关键设施的升级改造。沙特阿美 2025 年资本支出指引维持 520 亿-580 亿美元区间，同比增长 3%-15%，资本开支继续增长，油服设备需求可持续，利好相关领域同时具备技术优势和市场准入的龙头企业。装备技术、客户认证持续突破，杰瑞股份、纽威股份等油服设备公司出海迎来机遇。【纽威股份】为油气全产业链阀门的核心供应商，大客户突破战略卓有成效，直接供应沙特阿美。公司前瞻性地于沙特进行资本开支，建设本地化产能，客户+渠道优势明显。2025 年中东订单快速增长，后续还将继续受益于本轮设施升级带来的增量阀门。【杰瑞股份】凭借其在高端装备制造和大型 EPC 项目总包方面的卓越能力，通过圆满完成科威特石油公司（KOC）的 JPF-5 项目，已在中东市场建立起品牌知名度。核心产品如天然气压缩机组与

沙特阿美规划中的气田压缩系统需求高度匹配，有望在本轮投资中获得关键设备及工程总包订单。

【叉车】8月大车继续稳健增长，内销低基数+外需底部复苏逻辑兑现 8月叉车行业销量11.8万台，同比增长19%，国内销量7.0万台，同比增长19%，出口销4.8万台，同比增长20%；大车销量4.8万台，同比增长13%，其中国内销量2.9万台，同比增长11%，出口销量1.9万台，同比增长17%。受益于内销基数下降，国产企业海外渠道继续拓展、欧美需求底部复苏（丰田/凯傲Q2订单同比分别+10%/+3%），叉车行业内外销量表现均亮眼，Q3业绩增长确定性强。展望Q4，叉车行业低基数+外需复苏的逻辑还将继续兑现，龙头企业于智慧物流和系统集成板块的新品和方案有望落地，板块已进入业绩+估值双修复期。推荐低估值龙头【安徽合力】、【杭叉集团】，建议关注【中力股份】。

风险提示：下游固定资产投资不及市场预期；行业周期性波动风险；地缘政治及汇率风险。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意

证券分析师：韦译捷 证券分析师：钱尧天 证券分析师：黄瑞）

煤炭开采行业跟踪周报：受节前补库影响，港口煤价有所上涨

行业近况 本周（9月15日至9月19日）港口动力煤现货价环比上涨24元/吨，报收704元/吨。供给端，本周环渤海四港区日均调入量148.61万吨，环比上周下降12.74万吨，降幅7.90%。本周产地供应较为稳定，港口供应量有所下降。需求端，本周环渤海四港区日均调出量153.83万吨，环比上周下降4.51万吨，降幅2.85%；日均锚地船舶共65艘，环比上周下降6艘，降幅7.86%。库存端，环渤海四港区库存端2061.00万吨，环比上周减少207.70万吨，降幅9.16%。港口本周整体库存绝对值有所下行，煤价略有上行，主要由于国庆节前有一定补库需求且供给较弱导致。我们分析认为：目前伴随煤炭行业逐步进入淡季，全国气温明显下降，居民用电需求逐步减弱，供强需弱下库存去化短期或面临一定压力，预计短期煤价维持震荡态势。估值与建议：仍旧关注保险资金增量；保费收入维持正增长，且向头部保险集中。固收类资产荒依旧，叠加红利资产已经高位，所以关注权益配置变化，预期更青睐于资源股。核心推荐动力煤弹性标的。弹性依次产地自西向东标的，且低估值标的：建议关注昊华能源，广汇能源。风险提示：下游需求不及预期；保供力度强于预期，煤价大幅下跌。

（证券分析师：孟祥文 证券分析师：米宇）

电池行业深度报告：电池行业：技术突破加速，盈利拐点显现

投资要点 电池行业热点价值分析 固态电池：产业链技术持续突破，进入中试关键期。固态电池在国家大力支持下，近半年产业链发展迅速。从电芯端看，比亚迪、国轩高科、一汽集团60Ah车规级电芯已下线，能量密度可达350-400Wh/kg，节奏时间早于预期半年左右。工信部项目预计2025年底进行中期审查，目前电池材料体系已定型，原材料性能已达量产要求，硫化物为主流量产趋势。行业预计25H2-26H1进入中试线落地关键期，2026年中试线优化+样车路试，2027年开启小规模量产装车，行业出货有望突破1GWh，2030年大规模量产，规模有望突破100GWh。储能电池：需求持续性超预期，盈利具备改善弹性，龙头引领技术迭代。国内容量电价补偿拉动需求超预期，欧洲和新兴市场持续高增，25年全球储能电池需求上修25%至500-550gwh，同比增60%，26年预计全球储能需求上修至35%+增长。供给端看，25年储能电池产能利用率高达86%，26年新增产能释放，行业总体产能利用率预计仍在82%，头部公司可达到

85%-90%。价格端，储能价格底部回升 0.01-0.03 元/wh，盈利改善明显，动力预计保持平稳，持续性可期。技术上，储能电芯大电芯化，同时重视稳定性、循环寿命等性能，且独立储能追求 irr，龙头电芯稳定性强，同等情况下 irr 可高 8-10pct，预计份额可持续提升。

电池 ETF (159755): 规模最大的电池主题 ETF 基金基本信息: 广发国证新能源车电池 ETF (159755.SZ, 联接 A: 013179.OF、联接 C: 013180.OF), 成立于 2021 年 6 月 15 日, 上市于 2021 年 6 月 24 日, 紧密跟踪国证新能源车电池指数 (980032.CNI), 基金管理费率为每年 0.5%, 托管费率为每年 0.1%, 基金经理为罗国庆。

产品指标对比: 1) 跟踪指数 PE: 截至 2025 年 9 月 16 日, 电池 ETF 跟踪的新能电池指数 (980032.CNI) PE(TTM) 为 32 倍, 处于近三年历史 22% 分位, 显著低于 CS 电池指数及新能源电池指数。2) 规模和流动性: 截至 25 年 9 月 16 日, 电池 ETF 规模达 108 亿元, 是全市场规模最大的电池主题 ETF; 同时, 24 年 9 月 16 日至 25 年 9 月 16 日期间, 电池 ETF 日均成交额高达 2.3 亿元, 显著优于行业均值 (不足 0.5 亿元)。3) 固态概念股占比: 截至 25 年中报, 电池 ETF 固态概念股占比达 60%, 高于 CS 电池指数及新能源电池指数。4) 其他指标: 25 年初至今, 电池 ETF 的年化波动率、最大回撤、Calmar 优于同类 ETF, 成立以来年化回报优于同类。

长期投资价值: 全球新能源车与储能行业将保持高景气扩张, 广发国证新能源车电池 ETF 紧密跟踪产业核心龙头, 具备新能源车与储能逻辑, 中长期投资价值凸显。

短期投资价值: 电池板块估值水平低于历史均值, 短期受益于储能需求超预期及行业盈利预期改善, 修复弹性显现。同时, ETF 前十大重仓股中固态概念股达 15 只, 占比 60%, 将显著受益于固态电池技术迭代关键期的密集事件催化。

风险提示: 下游需求不及预期风险、固态进展不及预期风险、权益类产品固有波动风险、历史业绩的局限性

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 阮巧燕
证券分析师: 胡锦芸)

大炼化周报: 长丝产销数据承压

n【国内外重点炼化项目价差跟踪】国内重点大炼化项目本周价差为 2516 元/吨, 环比-19 元/吨 (环比-1%); 国外重点大炼化项目本周价差为 1181 元/吨, 环比-12 元/吨 (环比-1%)。

n【聚酯板块】本周 POY/FDY/DTY 行业均价分别为 6704/6936/7982 元/吨, 环比分别-86/-143/-39 元/吨, POY/FDY/DTY 行业周均利润为 79/-33/64 元/吨, 环比分别-29/-67/+2 元/吨, POY/FDY/DTY 行业库存为 20.6/28.8/31.5 天, 环比分别+1.3/+1.2/+0.4 天, 长丝开工率为 91.5%, 环比+0.1pct。下游方面, 本周织机开工率为 62.2%, 环比-0.2pct, 织造企业原料库存为 14.3 天, 环比-0.1 天, 织造企业成品库存为 25.9 天, 环比-0.3 天。

n【炼油板块】国内成品油: 本周汽油/柴油/航空煤油价格上涨。美国成品油: 本周美国汽油/柴油/航煤价格上涨。

n【化工板块】本周 PX 均价为 831.9 美元/吨, 环比-3.7 美元/吨, 较原油价差为 338.7 美元/吨, 环比-11.6 美元/吨, PX 开工率为 85.3%, 环比-0.4pct。

n【相关上市公司】民营大炼化&涤纶长丝: 恒力石化、荣盛石化、恒逸石化、桐昆股份、新凤鸣。

n【风险提示】1) 项目实施进度不及预期; 2) 宏观经济增速下滑, 导致需求复苏弱于预期; 3) 地缘风险演化导致原材料价格波动; 4) 行业产能发生重大变化; 5) 统计口径及计算误差。

(证券分析师: 陈淑娴 证券分析师: 周少玟)

基础化工周报: 尿素价格回调

n【聚氨酯板块】本周纯 MDI/聚合 MDI/TDI 行业均价为

17600/15071/13694 元/吨, 环比分别-179/+143/+109 元/吨, 纯 MDI/聚合 MDI/TDI 行业毛利分别为 4312/2784/2558 元/吨, 环比分别-221/+101/-157 元/吨。 n【油煤气烯烃板块】①本周乙烷/丙烷/动力煤/石脑油均价分别为 1348/4273/503/4293 元/吨, 环比分别+46/+14/+8/+35 元/吨。②本周聚乙烯均价为 7704 元/吨, 环比-3 元/吨, 乙烷裂解/CTO/石脑油裂解制聚乙烯理论利润分别为 1093/1844/-143 元/吨, 环比分别-29/-22/-25 元/吨。③本周聚丙烯均价为 6800 元/吨, 环比+0 元/吨, PDH/CTO/石脑油裂解制聚丙烯理论利润分别为-335/1442/-369 元/吨, 环比分别-5/-21/-25 元/吨。 n【煤化工板块】本周合成氨/尿素/DMF/醋酸行业均价为 2108/1683/3875/2344 元/吨, 环比分别-21/-24/-107/+56 元/吨, 合成氨/尿素/DMF/醋酸行业毛利分别为 152/-4/-316/80 元/吨, 环比分别-27/-16/-122/+56 元/吨。 nn【相关上市公司】化工白马: 万华化学、宝丰能源、卫星化学、华鲁恒升、新和成。 n【风险提示】1) 项目实施进度不及预期; 2) 宏观经济增速下滑, 导致需求复苏弱于预期; 3) 地缘风险演化导致原材料价格波动; 4) 行业产能发生重大变化; 5) 统计口径及计算误差。

(证券分析师: 陈淑娴 证券分析师: 周少玟)

金融产品跟踪周报: 权益 ETF 系列: 中期趋势良好, 短期关注结构变化

投资要点 A 股市场行情概述: (2025.9.15-2025.9.19) 主要宽基指数涨跌幅: 排名前三名的宽基指数分别为: 创业板指 (2.34%), 科创 50 (1.84%), 科创 100 (1.77%); 排名后三名的宽基指数分别为: 上证 50 (-1.98%), 万得微盘股日频等权指数 (-1.45%), 红利指数 (-1.45%)。 风格指数涨跌幅: 排名前三名的风格指数分别为: 大盘成长 (1.95%), 国证成长 (1.49%), 成长(风格.中信) (1.45%); 排名后三名的风格指数分别为: 金融(风格.中信) (-3.55%), 大盘价值 (-3.23%), 国证价值 (-2.06%)。 申万一级行业指数涨跌幅: 排名前三名的申万一级行业指数分别为: 电子 (3.00%), 机械设备 (2.21%), 煤炭 (2.16%)。 排名后三名的申万一级行业指数分别为: 农林牧渔 (-4.41%), 银行 (-3.34%), 非银金融 (-3.31%)。 A 股市场行情展望: (2025.9.22-2025.9.26) 观点: 中期趋势良好, 短期关注结构变化

指数层面上, 上证指数和万得全 A 指数仍然持续在我们技术择时模型的中期趋势线之上, 因此我们认为大盘指数中期趋势依然良好。但我们观察到周内部分券商保险出现卖一单异动的情况以及部分宽基 ETF 有大额异动交易, 同时指数走势短期相对偏震荡, 所以后续我们可能需要关注短期交易节奏是否有变化。 结构上, 本周依旧是科技板块占据相对优势, 海外算力、国产算力、新能源、机器人等轮番表现。需要注意的是, 部分前期涨幅较大的科技标的, 本周表现相对偏震荡, 筹码结构上我们观察到前期底部的获利盘出现了一定的止盈现象, 盘中的承接力度呈现分歧加剧的现象。因此中期维度我们仍然看好科技成长板块, 但短期建议不要轻易追高。 此外, 本周煤炭、房地产等非科技板块表现也较为出色, 我们可以进一步观察非科技板块的持续性。 港股方面, 美联储本周降息 25bp, 利好新兴市场的表现。因此恒生科技等港股板块的表现, 我们认为中枢继续逐步抬升, 绝对收益方面有较高的性价比。 基金配置建议: 根据我们上述行情研判, 我们认为后续市场可能会处于宽幅震荡的行情, 结构性行情仍然会持续涌现。 因此从基金配置的角度, 我们建议进行均衡型的 ETF 配置。 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) 发生重大预期外的宏观事件。

观点: 中期趋势良好, 短期关注结构变化

此外, 本周煤炭、房地产等非科技板块表现也较为出色, 我们可以进一步观察非科技板块的持续性。 港股方面, 美联储本周降息 25bp, 利好新兴市场的表现。因此恒生科技等港股板块的表现, 我们认为中枢继续逐步抬升, 绝对收益方面有较高的性价比。 基金配置建议: 根据我们上述行情研判, 我们认为后续市场可能会处于宽幅震荡的行情, 结构性行情仍然会持续涌现。 因此从基金配置的角度, 我们建议进行均衡型的 ETF 配置。 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) 发生重大预期外的宏观事件。

观点: 中期趋势良好, 短期关注结构变化

(证券分析师: 孙婷 证券分析师: 唐遥衍)

推荐个股及其他点评

高伟达 (300465): 银行 IT 小巨人, Agent 开辟第二成长曲线

投资要点 深耕银行 IT, 基本面稳定上行。公司是国内领先行列的金融信息化综合方案商, 经过多年深耕与积累, 已形成以银行业为核心、覆盖保险、证券、基金、信托、融资租赁等领域的优质客户群; 在信贷与风控管理、核心业务、CRM 与 ECIF 等解决方案方面具备显著的市场竞争力。同时, 公司积极拥抱 AI, 正在快速拓展 Agent 等相关业务, 与蚂蚁等头部数据企业合作密切。公司财务数据稳健, 营收表现持续回暖。2022-2024 营收 CAGR 为 -9.7%, 主要因系统集成业务收缩; 2025H1 收入同比增速回正+2.74%, 显示底部压力缓解的迹象; 利润端, 2024 与 2025H1 归母净利率均为 2.66%, 主要系产品结构与费用管控优化。2024 年公司弱化低毛利的系统集成、聚焦软件业务并降本增效, 带动毛利与净利改善。

银行信贷下沉市场带来巨大增量空间。我国商业银行住房贷款资产总额持续下滑。作为个人住房贷款发放的主力, 2024 年, 国有六大行的个人住房贷款合计减少 6000+亿元, 较 2023 年 5569 亿元的降幅进一步扩大。截止至 2024 年底, 我国六大行资产管理规模占全国商业银行资产管理总规模的 44.9%。由此测算截止至 2024 年底, 全国银行住房贷款资产规模缺口在 3 万亿元左右, 预计到 2026 年底全国商业银行住贷规模缺口将达到 6 万亿元。现有银行信贷体系无法覆盖较低信用人群, 但亟待通过下沉市场弥补资产缺口。公司为银行提供全面的客户画像, 精准挖掘客户信贷需求。传统银行对客户的画像界定比较粗糙, 通常只有 7 个评判维度。而蚂蚁凭借其强大的数据, 可以对客户进行多维度评判, 以匹配最佳的客户贷款需求。

与蚂蚁合作深化与场景落地, 聚焦银行信贷 AI 应用。2025 年 9 月 1 日, 公司受邀出席蚂蚁数科生态伙伴 AI 智能业务闭门交流会, 围绕银行业核心应用展开研讨。公司将引入蚂蚁数科在技术研发与场景落地方面的前沿实践, 叠加公司深耕银行业二十余年的业务理解与客户资源, 构建“技术—场景—落地”的闭环体系, 进一步强化面向银行客户的一体化 AI 解决方案能力与核心竞争优势。蚂蚁有望帮助银行体系下沉其个贷市场, 提供数据、风控、Agent 等支持。

盈利预测与投资评级: 随着 AI 应用在金融领域逐步推广, 有望带动传统银行 IT 需求增长。同时, 公司积极推进与蚂蚁合作, 聚焦银行信贷场景, 探索金融 AI Agent 落地, 打造第二成长曲线, 带来综合毛利率提升。我们预计公司 2025-2027 年营业收入增速分别为 23.4%/125.1%/25.3%, 综合毛利率分别为 21.1%/28.9%/30.5%。公司系软件公司, 边际成本低, 利润效应显著, 因此净利润预计将实现高增长, 当前股价对应 2025/2026/2027 年 PE 预计分别为 215/32/23 倍。根据 PS 估值法, 给予公司 2026 年目标价 51.5 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 人工智能技术发展不及预期; 银行信贷需求不及预期; 市场竞争加剧; 公司 Agent 业务进展不及预期; 公司与蚂蚁合作不及预期。

(证券分析师: 王紫敬)

巨星科技 (002444): 中国手工具出海龙头, 供应链国际化构筑核心壁垒

投资要点 中国手工具出海龙头, 内生外延打造全球品牌矩阵。巨

星科技是中国手工具出海龙头企业，2025H1 美洲/欧洲收入占比达到 65%/26%。业务结构中，手工具为基本盘，市场规模更大的电动工具有望打开第二成长曲线。公司以“并购+品牌”双轮驱动，通过收购 ARROW、LISTA、TESA 等 20 余个国际知名品牌，成功从 OEM 模式转型为 OBM 模式，2024 年 OBM 收入占比已提升 48%。公司业绩增长稳健，2007-2024 年收入/归母净利润年复合增速分别为 15.0%/23.4%，OBM 占比提升&全球采购降本助力盈利能力提升。2025H1 公司收入增速放缓主要系关税冲击，我们判断公司全球“流浪工厂”计划有望显著提高供应链优势，随着海外产能爬坡收入端有望重回快速增长区间。

欧美 DIY 文化拉动需求增长，地产+补库周期共振向上。工具行业需求集中在欧美地区，其深厚的 DIY 文化和高昂的人工成本将拉动工具市场长期增长。根据 Grand View Research 预测，全球工具市场规模将持续稳健增长，预计将从 2024 年的 382 亿美元增长至 2030 年的 544 亿美元，年复合增速达到 5.7%。其中，电动工具市场增速更快，预计 2025-2030 年复合增速将达到 9.4%。短期看，行业正迎来关键催化：①地产周期修复：随着美国进入降息通道，房地产市场活跃度有望触底回升，将从新建和翻新两个需求层面提振工具需求。②渠道补库开启：以家得宝为代表的北美头部渠道商库存已逐步企稳，并进入补库阶段，有望拉动上游订单回暖。③政策刺激：美国政府颁布法案，通过提高税收抵免、降低交易成本等方式，刺激居民消费和房地产市场回暖。

以设计&创新能力为基石，供应链国际化构筑核心壁垒。产品端，欧美工具行业具有极强的消费属性，消费者对产品更新需求旺盛，公司在研发设计&创新上及时响应，在新品推出速度和应用上领先行业，有效保障公司高于同行的盈利能力。供应端，在全球贸易收缩背景下，全球采购及制造优势突出。一方面，全球采购分散风险的同时有效降本，另一方面全球制造有效规避关税风险，符合客户供应链安全需求，强化竞争优势，公司份额有望加速提升。

盈利预测与投资建议：公司作为中国手工具出海龙头，通过供应链国际化构筑核心壁垒，充分受益于地产+补库周期共振向上。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 25/30/36 亿元，当前市值对应 PE 分别为 16/14/11 倍。基于欧美地区下游需求回暖以及公司电动工具业务具备高成长性，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：下游需求恢复不及预期，国际贸易风险，行业竞争加剧，汇率及原材料价格波动风险。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：黄瑞）

北摩高科(002985): 专注刹车系统平台型公司, 民用拓展空间广阔可期

投资要点 北摩高科军品刹车业务受益于“需求复苏+耗材属性”双轮驱动，奠定坚实发展基本盘：一方面，“十四五”后半程主战装备进入批产放量期，新一代战机、运输机、无人机等加速列装，叠加老旧机型替换与三代机延寿升级，推动刹车系统需求量质齐升，单机价值显著提升。另一方面，实战化训练强度持续加码，飞行频次与任务负荷激增，使刹车盘、机轮等高耗品更换频率刚性上升，形成“使用即损耗、损耗即更换”的高频确定性需求，不受装备采购周期波动影响。公司作为国内航空刹车核心供应商，深度绑定主机厂，产品覆盖全谱系主战机型，并实现从部件到子系统的升级，技术壁垒与配套层级持续强化。在“建军百年”目标牵引下，装备体系化、规模化列装与高强度战训常态化将长期支撑公司业绩稳健增长，耗材属性更赋予其穿越周期的经营韧性。

飞机起落架单机价值远超刹车盘等单一部件：北摩高科已从刹车材料供应商成功转型为具备起落架系统级

配套能力的集成服务商，深度参与军机与国产民机项目，实现从“耗材”到“系统平台”的商业模式跃升，显著提升单机价值与成长空间。公司通过关键材料自制、工艺全流程可控、产能爬坡与供应链优化，规模效应凸显。作为国内稀缺的起落架系统全链条供应商，其资质覆盖主力战机、舰载机及大飞机平台，技术壁垒高、竞争格局优，在装备国产化与智能化趋势下，先进起落架与健康监测系统更奠定其产业核心地位，成为中长期业绩增长主引擎。中国民用航空刹车后装市场凭借高毛利、长周期、强复购特性，成为远超前装的“长坡厚雪”赛道：当前国内年市场规模约 40 亿元，未来二十年新机前装市场约 200 亿元，而后装市场累计规模有望达约 2000 亿元，核心驱动力来自飞机高频起降带来的持续更换需求及短服役周期催生的机队高周转。国产化率目前极低，国际巨头垄断导致航司成本高企、供应链脆弱，但政策强力推动“十四五”国产替代，叠加航司降本增效内生动力，国产航材已从合规要求转为经济优选。北摩高科作为技术先锋，率先拿下空客碳刹车盘 PMA 认证，打破国际垄断，并成功打入国航、南航等核心采购体系，构建“技术认证+头部客户”双壁垒。盈利预测与投资评级：北摩高科作为我国航空制动与起落架系统的核心供应商，深耕军民航空高端装备领域。其业务根基稳固于军品刹车系统的持续复苏与耗材更替需求，同时加速向高价值起落架系统升级，单机配套价值实现跨越式提升；民用航空领域则紧抓国产大飞机战略机遇，实现从零到一的突破，后装维修市场更打开长期增长天花板。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.10/2.48/2.92 亿元，对应 PE 分别为 42/36/30 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：1) 技术迭代与研发投入风险；2) 起落架放量不及预期；3) 民航开拓缓慢；4) 毛利率提升受阻。

(证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 证券分析师：高正泰)

星源卓镁(301398)：半固态工艺先行者，镁合金应用趋势下受益链第一梯队

投资要点 深耕汽零镁合金十余载，产品毛利率行业领先。公司成立于 2003 年，2014 年切入镁合金汽配领域并配套特斯拉，当前已形成铝合金+镁合金双轮驱动的产品格局，客户涵盖奇瑞、保时捷、宝马、智己、小鹏等知名车企。2025H1 公司营收 1.84 亿元，同比+0.1%；归母净利润为 0.31 亿元，同比-15.2%，主要受费用率和固定资产转固影响。受益于公司产品集中且偏向高附加值产品，公司 2024 年镁合金压铸件毛利率为 33.77%，同比+1.04pct，显著高于可比公司。痛点解决助推镁合金发展，市场规模广阔。双碳大背景&新能源续航里程焦虑使得当前轻量化需求显著，过去限制镁合金发展的经济性差和耐腐蚀性差等痛点已基本解决。以 2025 年 1600 万辆新能源汽车销量和 25kg 单车用镁合金量测算可得市场规模为 160 亿元，2030 年乐观情况下可突破 500 亿元，叠加机器人市场的应用或可突破千亿级别。产品&客户持续扩容，实现量价齐升。公司近年来镁合金产品线持续扩张，由小型产品逐渐向中大型产品拓展。2022H1，公司大中型产品营收占比达 60.18%，较 2019 年提升 7.46pct。2024 年公司产品 ASP 达 62.5 元，2021-2024 年 CAGR 为 18%。拟发行可转债扩产，订单支持是核心基盘。公司拟发行可转债，募集不超过 4.5 亿元（含）用于建造年产 300 万套汽车用高强度大型镁合金精密成型件项目。截至 2025 年 8 月，公司已获得镁合金动力总成壳体项目定点 13.63 亿元，预计 2026 年开始陆续量产。前瞻布局半固态，产业验证进入白热化。公司自 2021 年起向伊之密采购半固态镁合金注射成型设

备，距今已达 5 套。2025 年 7 月，6600T 设备实现交付，最大理论注射量可达 38kg。产品落地端，公司自 2022 年起，已陆续完成显示器支架、车载中大型支架、镁合金电驱壳产品的量产，产业端边际变化显著。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025-2027 年实现营收 5.90/10.77/15.19 亿元，实现归母净利润 1.10/1.89/2.82 亿元，EPS 分别为 0.98/1.69/2.52 元/股，当前市值对应 2025-2027 年 PE 为 55/32/21 倍。公司为镁合金压铸小而精企业，半固态镁合金产品量产能力行业领先，当前在手订单充裕，2026 年将步入汽车镁合金业务收获期，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：原材料成本上行预期，新能源汽车渗透率不达预期，产能扩张进度不达预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：郭雨蒙）

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>