

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2026-09-16

宏观策略

2026 年 09 月 16 日

宏观点评 20260915: 供给改善, 消费分层——8 月经济数据点评

往后看, 年内有三方面因素支撑经济。一是政策性金融工具落地。今年新型政策性金融工具规模由去年的 5000 亿元扩容至 8000 亿元, 9 月初首批资金已在浙江、四川、云南、新疆等地投放, 资金重点向“六张网”、人工智能、低空经济、新能源等领域倾斜, 并明确加大对民间投资项目的支持, 下半年将形成首批实物工作量。二是基数效应改善。去年三季度 GDP 同比增长 4.8%、四季度进一步回落至 4.5%, 逐季走低; 社零四季度单季仅增 1.6%, 12 月当月增速更降至 0.9%。去年同期整体偏低的基数, 为今年下半年同比读数的改善留出了空间。三是高新技术产业发展仍然维持强劲。今年以来, 出口、投资、工业生产等领域中, AI 相关的新兴产业增长强劲, 这种强劲增长在未来一段时间仍将持续。因此, 完成全年 4.5%-5.0% 的经济增长目标难度不大, 但也存在一些约束因素。一是房地产新政后, 房企资金周转放缓, 房地产投资仍将承压。前 8 个月, 房地产开发企业到位资金同比下降 21.0%, 资金端持续收紧直接制约投资节奏, 房企拿地与开工意愿短期内难以明显修复。二是项目不足制约投资。前 7 个月, 本年施工项目总投资额累计同比-4.5%。三是耐用品消费需求透支, 不同消费品类增速出现明显分层。“以旧换新”补贴政策在去年上半年集中预支和释放需求, 今年耐用品换新需求走弱, 汽车、家电等品类拖累显著, 不同消费品类增速明显分层。综合来看, 8 月后的经济回升动能存在, 但强度相对有限。风险提示: 房地产市场后续变化存在不确定性; 出口如果下行可能引发其他稳增长政策; 地缘政治变化影响物价和外贸。

晨会编辑 周尔双

执业证书: S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

固收金工

固收周报 20260914: 供给压力之下, 债市震荡窗口如何把握?

建议秉持区间交易思路, 围绕 10 年期国债收益率 1.65%-1.70% 区间开展波段操作, 利率回调是长端稳健配置窗口, 同时降低杠杆水平、控制波段仓位, 拉长观察周期, 等待供给冲击充分释放后的配置机会。

固收周报 20260913: 转债承压调整, 关注平衡型机会

转债承压调整, 关注平衡型机会

固收点评 20260912: 绿色债券周度数据跟踪 (20260907-20260911)

一级市场发行情况: 本周 (20260907-20260911) 银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 20 只, 合计发行规模约 219.99 亿元, 较上周增加了 2.59 亿元。二级市场成交情况: 本周 (20260907-20260911) 绿色债券周成交额合计 730.28 亿元, 较上周增加 5.23 亿元。

固收点评 20260912: 二级资本债周度数据跟踪 (20260907-20260911)

一级市场发行情况: 本周 (20260907-20260911) 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 45.00 亿元。二级市场成交情况: 本周 (20260907-20260911) 二级资本债周成交量合计约 1716.22 亿元, 较上周减少了 634.52 亿元。

行业

房地产行业深度报告：海外房地产研究系列之一：三重β框架，AI重估印尼

印尼房地产仍具备中长期扩容基础，但短期并非单一降息交易。年轻人口与家庭形成、较快城镇化进程和低住房金融渗透率构成结构性需求支撑；2026年BI政策转向稳汇率后，短期金融条件由宽松转向中性偏紧，行业需求兑现更依赖按揭渗透率提升、可负担住宅供给和制度执行。我们认为，印尼地产未来的主要机会更可能体现为销量扩容、住房金融深化及都市圈/产业走廊的区域alpha，而非全国房价普涨。风险提示：AI评级仅供参考，不构成投资建议；AI模型与方法论存在误差风险；数据口径、数据质量与生产化落地风险；印尼宏观、政策与房地产周期波动风险。

燃气II行业跟踪周报：美国气价回落、欧洲上行，亚洲现货及中国LNG到岸价上涨；关注资源价值首华燃气+长协成本优势新奥股份、新奥能源、九丰能源

投资建议：地缘冲突导致气价上涨，重申资源端投资机会；城燃公司终端价格继续理顺、单位盈利修复。1)城燃顺价持续推进。重点推荐：【新奥能源】(26年股息率6.2%)；【华润燃气】(26年股息率6.1%)【昆仑能源】(26年股息率4.9%)【中国燃气】(26年股息率8.4%)【蓝天燃气】(26年股息率7.4%)【佛燃能源】(26年股息率4.6%)；建议关注：【深圳燃气】【港华智慧能源】。2)关注具备优质长协资源、灵活调度、成本优势长期凸显的企业。重点推荐：重视商业航天特燃特气价值长期提升【九丰能源】(26年股息率1.8%)【新奥股份】(26年股息率4.7%)【佛燃能源】(26年股息率4.6%)；建议关注：【深圳燃气】。3)地缘冲突导致气价上涨，能源自主可控重要性凸显。重点推荐具备气源生产能力的【首华燃气】；建议关注【新天然气】【蓝焰控股】。(估值日期2026/9/11)风险提示：经济增速不及预期、极端天气、国际局势变化、经营风险。

中小盘行业深度报告：中小盘流动性观察：换手率上行与成交结构的分化

1. 换手率普遍上行，但升幅向中盘与大盘集中。2. 波动率抬升幅度中小盘达大盘的两倍以上，单位换手的冲击改善主要落在大盘。3. 压力时刻增量成交流向大盘，中小盘承受的价格冲击更大。4. 中小盘的成交并不缺量，缺口出现在压力时刻的承接上。风险提示：样本仅覆盖六个指数，其他小微盘口径未纳入；2026年数据截至9月8日，为166个交易日的非完整年度；中证2000自2023年8月11日指数发布起才有自由流通市值数据，2023年仅95个交易日有值，且日收益率不可得、未参与价格冲击比较；换手率按“成交额÷自由流通市值”计算，与交易所披露口径可能存在差异；国证2000与中证1000、中证2000之间存在成分重叠，各层占比不可加总；样本区间含2026年7月极端行情，年度均值受该月影响；价格冲击为本文构造的相对指标，仅用于同一指数不同年份之间的比较；月度样本仅13期，统计稳定性有限；未区分成交中的主动与被动成分，若交易制度发生变化，历史关系可能不再适用。

推荐个股及其他点评

石药创新(300765)：SYS6010肺癌数据读出，创新管线进入密集收获期
 公司核心管线得到国际会议认可，生物制药收入快速增长，BD业务进入

兑现期，ADC 与 mRNA 双平台管线持续推进。我们将 2026/2027 年的预期营业收入由 27.65/32.94 亿元上调至 48.14/33.67 亿元，新增 2028 年营业收入预测 46.15 亿元，维持“买入”评级。

宏观策略

宏观点评 20260915: 供给改善, 消费分层——8月经济数据点评

9月15日, 国家统计局发布8月经济数据, 工业生产和外需走强, 内需回落。供给端, 8月工业增加值同比+5.2%, 前值+4.5%, Wind一致预期+4.7%; 服务业生产指数同比+4.1%, 前值+4.3%。需求端, 出口同比+25%, 前值+23.9%, Wind一致预期+21.9%; 社零同比+0.4%, 前值+0.6%, Wind一致预期+0.7%; 固投累计同比-7.2%, 前值-6.7%, Wind一致预期-7.2%。8月经济处在什么位置? 从生产数据衡量的月度景气度来看, 4月和7月是今年经济的两个低点, 其中7月更多是受到台风等极端天气影响, 虽然8月仍受影响, 但经济景气已经明显回升至仅次于6月的位置, 我们预计9月后仍将继续回升。往后看, 年内有三方面因素支撑经济。一是政策性金融工具落地。今年新型政策性金融工具规模由去年的5000亿元扩容至8000亿元, 9月初首批资金已在浙江、四川、云南、新疆等地投放, 资金重点向“六张网”、人工智能、低空经济、新能源等领域倾斜, 并明确加大对民间投资项目的支持, 下半年将形成首批实物工作量。二是基数效应改善。去年三季度GDP同比增长4.8%、四季度进一步回落至4.5%, 逐季走低; 社零四季度单季仅增1.6%, 12月当月增速更降至0.9%。去年同期整体偏低的基数, 为今年下半年同比读数的改善留出了空间。三是高新技术产业发展仍然维持强劲。今年以来, 出口、投资、工业生产等领域中, AI相关的新兴产业增长强劲, 这种强劲增长在未来一段时间仍将持续。因此, 完成全年4.5%-5.0%的经济增长目标难度不大, 但也存在一些约束因素。一是房地产新政后, 房企资金周转放缓, 房地产投资仍将承压。前8个月, 房地产开发企业到位资金同比下降21.0%, 资金端持续收紧直接制约投资节奏, 房企拿地与开工意愿短期内难以明显修复。二是项目不足制约投资。前7个月, 本年施工项目总投资额累计同比-4.5%。三是耐用品消费需求透支, 不同消费品类增速出现明显分层。“以旧换新”补贴政策在去年上半年集中预支和释放需求, 今年耐用品换新需求走弱, 汽车、家电等品类拖累显著, 不同消费品类增速明显分层。综合来看, 8月后的经济回升动能存在, 但强度相对有限。8月各领域经济指标如下: (1) 从生产端来看, 工业生产走强, 但服务业生产走弱。工业增加值同比从7月的4.5%升至5.2%, 服务业生产指数从4.3%回落至4.1%。对于工业生产而言, 装备制造业和新质生产力仍然是主要支撑, 8月装备制造业增加值同比增长12.1%, 高技术制造业增加值增长16.7%。但从边际变化来看, 整体工业增加值的回升, 来自于2个行业的改善, 采矿业降幅收窄2.8个点、医药制造业增速提高2.4个点。对于服务业而言, 批发零售和金融服务业景气度偏低, 8月服务业PMI中批发、零售、资本市场服务等行业商务活动指数低于临界点。(2) 消费方面, 8月社零同比从7月的+0.6%回落至+0.4%。剔除基数扰动, 从两年平均增速来看, 7-8月社零两年平均增速降至2.1%和1.9%, 而上半年都在3%上下波动。因此, 7月以来社零增速的变化, 意味着“以旧换新”带来的需求透支影响加大。服务消费增速仍然高于商品消费。1-8月份, 社会消费品和服务零售总额同比增长2.5%, 其中服务零售额增长4.9%, 商品零售额增长1.0%。从当月增速来看, 服务消费应该与服务生产相差不大, 原因是服务消费通常在生产的即时完成, 没有储存, 8月服务生产同比为+4.1%, 意味着服务消费增速可能也在4%左右, 高于社零同比0.4%的当月增速。从结构来看, 消费的分层非常明显, 我们

划分的五类消费，在近期明显分为三层。第一层是韧性最强的非耐用品消费，主要包含粮油食品等必需消费，8月同比增速仍然稳定在5.4%左右。第二层是半耐用品和餐饮消费，8月二者同比都为1.1%。第三层是耐用品和石油消费，8月耐用品同比-13.1%、石油及其制品同比-7%。（3）8月投资降幅有所收窄。跟7月相比，8月固投累计同比从-6.7%降至-7.2%，按照我们推算的固投当月同比从-12.8%收窄至-10.6%。三大传统投资仍面临压力，跟7月相比，房地产投资累计同比从-19.2%降至-19.9%，推算当月同比从-27.5%降至-25.4%；广义基建投资累计同比从-4.1%降至-5.4%，推算当月同比大致持平于-14.7%；制造业投资累计同比从-1.7%降至-2.3%，推算当月同比从-4.4%降至-6.1%。9月以来，8000亿新型政策性金融工具开始落地，随着实物工作量逐渐形成，可能带动四季度投资降幅进一步收窄。新兴产业投资仍是固投的亮点。前8个月，知识产权产品投资累计同比增长9.2%，高技术产业投资同比增长5.2%，其中信息服务业，航空、航天器及设备制造业，电子及通信设备制造业投资分别增长22.7%、14.9%、6.9%。风险提示：房地产市场后续变化存在不确定性；出口如果下行可能引发其他稳增长政策；地缘政治变化影响物价和外贸。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：占烁）

固收金工

固收周报 20260914：供给压力之下，债市震荡窗口如何把握？

观点 供给压力之下，债市震荡窗口如何把握？本周（2026.9.7-2026.9.11），10年期国债活跃券260010收益率从上周五的1.6795%上行0.65bp至本周五的1.686%。周度复盘：周一（9.7），央行等量续作3个月期买断式逆回购，稳定机构对流动性的担忧，对债市形成支撑。此外，周末3000亿特别国债用于金融机构资本补充方案落地，市场交易大行资本补充后配债能力改善预期，利好利率债需求端，对冲后续政府债供给压力，带动长端买盘增加，全天10年期国债活跃券260010收益率下行0.35bp。周二（9.8），开盘债市延续昨日配置盘偏强的余温，收益率小幅下行。但随着交易盘止盈意愿抬升，长端品种买盘承接力度减弱，收益率小幅回弹。午后配置盘与交易盘博弈加剧，叠加利率债供给担忧带来的扰动，现券震荡走弱，全天10年期国债活跃券260010收益率上行0.2bp。周三（9.9），早盘8月物价数据公布，CPI当月同比0.8%，PPI当月同比3.8%，未明显偏离预期，对债市影响有限。午间50年期国债招标结果公布，投标倍数尚可，债市情绪平稳。下午股债跷跷板效应显现，同时伴随着配置盘力量的退潮，利率先下后上，全天10年期国债活跃券260010收益率持平于前日。周四（9.10），开盘受资金边际收紧影响，债市小幅承压，现券收益率上行。午后多空博弈进一步加剧，资金利率上行带来的压制持续存在，虽然权益全天维持弱势，但市场担忧后续超长债供给放量，压制做多情绪，全天10年期国债活跃券260010收益率上行0.05bp。周五（9.11），央行昨日尾盘宣布将在9月14日至9月17日开展隔夜逆回购操作，但今日开盘资金延续偏紧态势，令债市情绪受到压制。同时，隔夜美债利率飙升和油价上涨带来情绪扰动，对国内利率的空间形成约束，全天10年期国债活跃券260010收益率上行0.75bp。周度思考：本周债市进入极窄的震荡区间，行情由前期单边修复阶段切换至弱基本面、供给高压、政策观察并存的震荡窗口。基本面上，弱修复构成债市底层支撑，但难以推动利率趋势下行。当前政策性金融工具投放加快，即便8月经济数据偏弱，政策托底更多依靠准财政工具，短期全面宽松货

币政策落地的可能性较低，长端收益率缺少进一步下行的核心驱动。资金面仍是短期行情关键变量，月初流动性环境偏友好，央行宣布在税期进行隔夜逆回购操作，稳定机构流动性担忧。供需方面，3000 亿特别国债落地补充金融机构资本，市场交易大行资本补充后配债能力改善预期，利好利率债需求端，对冲后续政府债供给压力。但随着 9 月政府债供给逐步放量，资金面易受债券发行、缴款扰动，出现边际收紧，资金利率上行会持续压制做多情绪，一旦资金压力累积，交易盘主动降杠杆行为会放大现券波动。当前配置盘与交易盘博弈反复，交易盘止盈兑现、股债跷跷板效应、超长债发行预期等因素交替扰动。建议秉持区间交易思路，围绕 10 年期国债收益率 1.65%-1.70% 区间开展波段操作，利率回调是长端稳健配置窗口，同时降低杠杆水平、控制波段仓位，拉长观察周期，等待供给冲击充分释放后的配置机会。美国 2026 年 8 月 CPI、PPI，成屋销量以及最新失业金等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？本周（9.07-9.11）海外方面，市场定价正在从单纯的地缘供给冲击，进一步滑向“能源价格—通胀—货币紧缩”的二阶链条。 全周国际油价累计上涨约 9%，而标普 500、纳指分别下跌约 0.8%、0.7%，黄金较上周五回落，美债遭遇明显抛售，10 年期美债收益率一度逼近 5%。周内中东风险进一步从霍尔木兹海峡向红海及替代运输通道扩散，曼德海峡通航受阻、沙特东西向输油管道遇袭，使市场关注点由单一产区供给逐步延伸至运输、炼化及成品油环节；与此同时，美国 PPI、CPI 以及通胀预期继续强化美联储加息预期，能源冲击对货币政策的反馈开始成为资产定价核心。我们认为，当前仍需谨慎区分“冲突持续”和“关键航道持续受阻”，以及“谈判或局部通航改善”和“实际供应恢复”，两组概念并不完全等价。周五油价随局势缓和预期回落，但周度涨幅仍高，说明拥挤交易有所松动、供给风险并未根本解除。中期判断仍不宜将短期油价冲击直接外推为趋势性商品牛市，后续更需要观察航运恢复、炼化瓶颈、高能源价格对终端需求的反噬，以及美联储紧缩路径四个变量。资产配置上，短期仍建议维持一定防御，降低对高久期、高估值风险资产的暴露，同时避免在地缘溢价高位追涨资源品。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 8 月 CPI 持平、核心仅微降而 PPI 超预期反弹，通胀黏性强化。 数据显示，美国 8 月 CPI 同比上涨 3.4%，与 7 月持平，虽符合市场预期，但仍显著高于美联储 2% 的政策目标；核心 CPI 同比上涨 2.4%，较 7 月的 2.5% 仅小幅回落 0.1 个百分点，核心通胀降温幅度相当有限。数据显示，美国 8 月 PPI 最终需求同比上涨 5.4%，较 7 月修正后的 4.8% 明显抬升，高于市场预期；其中所有商品 PPI 同比上涨 9.9%、制造业 PPI 同比上涨 10.3%，分别较 7 月的 8.7% 和 8.5% 大幅走高，反映能源及上游商品价格对生产端成本的推升作用显著，并正沿“上游—中游—终端”链条向消费端传导。综合来看，整体 CPI 持平、核心仅微降、而 PPI 超预期反弹，三者共同指向通胀回落进程明显放缓、能源冲击带来的成本压力尚未充分释放，明显强化了美联储在 9 月 15—16 日会议上加息的必要性与紧迫性。（2）美国房地产市场延续调整，但劳动力市场韧性仍强，难以构成阻碍 9 月加息的理由。 数据显示，美国 8 月成屋销量环比下降 1.97%，为连续第三个月环比下滑；成屋售价中位数回落至 429,100 美元，较 7 月的 436,400 美元下跌；成屋库存可供销售月数升至 4.9 个月，较 7 月的 4.6 个月继续抬升。房地产在高融资成本下确实延续调整，但在通胀仍明显高于目标的背景下，其走弱尚不足以改变美联储当前的政策重心。数据显示，截至 9 月 5 日当周，美国初次申请失业金人数为 20.6 万人，较前一周修正后的 20.7 万人小幅回落，

继续维持在 20 万人上下的低位区间；8 月 29 日当周持续申请失业金人数为 177.4 万人，整体处于历史偏低水平，说明企业裁员意愿有限、劳动力市场并未出现明显恶化。综合来看，“地产承压、就业韧性”的组合意味着就业端尚不构成制约美联储加息的条件，反而使其能够继续将政策重心放在压制通胀上，为 9 月加息留出空间。（3）美联储官员进入静默期，通胀数据推动 9 月加息预期大幅升温。美联储官员已进入 9 月 FOMC 会议（9 月 15—16 日）前的静默期，市场预期主要由此前官员表态和本周通胀数据驱动。美联储主席沃什在 8 月 28 日杰克逊霍尔年会上释放谨慎偏鹰信号，强调“我们必须有信心，潜在通胀正在明确的、并以足够快的速度向我们的目标靠拢，否则我们就还有工作要做”，并认为当前金融环境尚不具明显限制性、利率仍是美联储完成使命的“主要工具”；8 月 31 日他进一步表示，通胀数据并未显示趋势出现显著改善，若通胀不能快速回到 2% 目标，“就还有工作要做”。讲话后芝商所数据显示 9 月加息概率由约 35% 升至接近 60%。本周 8 月 CPI 整体符合预期、PPI 超预期上行，叠加欧洲央行加息与油价上行，市场进一步强化紧缩定价。数据显示，截至 9 月 12 日，CME FedWatch 预期 2026 年 9 月联邦基金利率升至 3.75%—4.00% 的概率达 86.7%，维持当前 3.50%—3.75% 的概率仅 13.3%；10 月升至 3.75%—4.00% 或更高的概率为 92.6%；12 月升至 3.75%—4.00% 或更高的概率升至 97.3%。综合来看，通胀数据与官员表态共同推动加息预期大幅升温，9 月加息已接近被市场充分定价，短期内美债收益率或维持高位震荡。风险提示：（1）历史经验不代表将来：政策将跟随基本面产生变动，因而各类政策出台的时间点或快于或慢于我们当前预估的基准情形。（2）经济基本面变化超预期：本文的分析和推论仅针对已有事实，未来发展具有不确定性。

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

固收周报 20260913：转债承压调整，关注平衡型机会

本周（9 月 7 日-9 月 11 日）更适合从“全面进攻”切换至“控制仓位+核心资产交易+平衡型配置”，等待海外利率与能源风险出现更明确的右侧拐点。交易端建议围绕核心赛道进行阶段性参与，以低溢价、基本面有验证的标的为主，等待海外油价、长端美债收益率以及国内成交量出现共振改善后再提高高弹性仓位；配置端继续优先关注业绩确定性较高、价格与溢价率相对均衡、具备一定债底保护的中低波动品种。本周海外方面，市场定价正在从单纯的地缘供给冲击，进一步滑向“能源价格—通胀—货币紧缩”的二阶链条。全周国际油价累计上涨约 9%，而标普 500、纳指分别下跌约 0.8%、0.7%，黄金较上周五回落，美债遭遇明显抛售，10 年期美债收益率一度逼近 5%。周内中东风险进一步从霍尔木兹海峡向红海及替代运输通道扩散，曼德海峡通航受阻、沙特东西向输油管道遇袭，使市场关注点由单一产区供给逐步延伸至运输、炼化及成品油环节；与此同时，美国 PPI、CPI 以及通胀预期继续强化美联储加息预期，能源冲击对货币政策的反馈开始成为资产定价核心。我们认为，当前仍需谨慎区分“冲突持续”和“关键航道持续受阻”，以及“谈判或局部通航改善”和“实际供应恢复”，两组概念并不完全等价。周五油价随局势缓和预期回落，但周度涨幅仍高，说明拥挤交易有所松动、供给风险并未根本解除。中期判断仍不宜将短期油价冲击直接外推为趋势性商品牛市，后续更需要观察航运恢复、炼化瓶颈、高能源价格对终端需求的反噬，以及美联储紧缩路径四个变量。资产配置上，短期仍建议维持一定防御，降低对高久期、高估值风险资产的暴露，同时避免在地缘溢价高位追涨资

源品。国内方面，市场与海外呈现“总量承压、结构分化”的映射，内部政策与产业催化使成长方向仍保留一定韧性。9月7日至11日，上证指数累计下跌1.07%、深证成指下跌0.34%，创业板指上涨1.08%，市场呈现明显的前高后低特征：周初算力硬件带动成长快速修复，随后煤炭、航运、电力等方向阶段性承接能源安全叙事，后半周风险偏好重新走弱，周五近乎普跌，但PCB、元件、铜缆高速连接等AI硬件方向仍相对活跃；全周日均成交额约1.88万亿元，资金参与度总体趋弱。政策端，《金融强国建设“十五五”规划》强调拓宽中长期资金入市来源，央行进一步完善短期流动性工具；周五盘后国务院常务会议再次部署算力基础设施建设，对国内风险偏好形成一定托底。但债券市场本周后半段同步偏弱，10年期国债收益率回到1.68%附近，短端资金利率多有上行，表明国内流动性并未形成明显增量宽松。转债方面，中证转债指数由上周五483.89点降至477.63点，周跌约1.29%；周一上涨0.50%后，周二至周五连续四日调整，体现出正股分化背景下转债仍在主动消化前期估值。周初及周中百元平价拟合溢价率继续压缩、高价券占比下降，周五日度估值虽有局部扩张迹象，但尚不足以确认周度估值压力已经结束。策略层面，当前更适合从“全面进攻”切换至“控制仓位+核心资产交易+平衡型配置”，等待海外利率与能源风险出现更明确的右侧拐点。一方面，油价高位和美债收益率逼近5%意味着全球流动性定价仍然偏紧，高价、高溢价、高波动转债即便正股具备主题催化，也更容易面临平价和估值的双向波动，短期不宜重新显著抬升组合弹性；另一方面，国内政策底和产业景气并未被破坏，转债经历连续两周估值消化后，部分具备业绩兑现能力、估值相对合理的平衡型品种中期性价比正在改善。交易端建议围绕核心赛道进行阶段性参与，以低溢价、基本面有验证的标的为主，等待海外油价、长端美债收益率以及国内成交量出现共振改善后再提高高弹性仓位；配置端继续优先关注业绩确定性较高、价格与溢价率相对均衡、具备一定债底保护的中低波动品种。主题上，建议仍从三条线寻找抓手：一是能源安全与能源自主，本轮冲突进一步暴露关键航道、炼化和能源运输体系的脆弱性，投资逻辑不应只停留在油价上涨本身，可继续向电力体系、风光储核以及能源基础设施自主延伸；二是资源安全与替代能力，铜等工业金属本周经历冲高后快速回撤，再次说明追逐单一涨价弹性的胜率下降，后续更值得关注战略资源保障、替代材料、提纯及再生循环等具备产业壁垒的方向；三是主权算力与AI基础设施，国内算力基础设施政策继续强化，海外AI资本开支和算力需求也维持高景气，但甲骨文等案例同时表明市场开始重新审视资本开支、利润率和现金流约束，因此下一阶段AI交易或进一步由泛主题扩散转向订单、业绩和现金流能够验证的基础设施环节。整体而言，能源安全和主权算力仍是中期叙事，但短期更应通过估值和业绩确定性筛选，而非简单追逐主题弹性。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：上银转债、大参转债、鸿路转债、财通转债、盛虹转债、国泰转债、新乳转债、华海转债、强力转债、节能转债。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 20260912：绿色债券周度数据跟踪（20260907-20260911）

观点 一级市场发行情况：本周（20260907-20260911）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券20只，合计发行规模约219.99亿元，较上周增加了2.59亿元。发行年限为5年以下中短期为主；发行人

性质为央企子公司、地方国有企业和中央金融企业；主体评级以 AAA 级为主；发行人地域为四川省、安徽省、贵州省、云南省、广东省、河南省、江西省、北京市、山东省、湖北省、浙江省和重庆市；发行债券种类为中期票据、私募公司债、一般公司债、交易商协会 ABN、商业银行普通债、短期融资券和企业 ABS。二级市场成交情况：本周（20260907-20260911）绿色债券周成交额合计 730.28 亿元，较上周增加 5.23 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，分别为亿元 362.15 亿元、276.66 亿元和 73.74 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 79.85%，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 324 亿元、120 亿元和 23 亿元；分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、广东省、上海市，分别为 214 亿元、87 亿元和 59 亿元。估值偏离度前三十位个券情况：本周（20260907-20260911）绿色债券周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交幅度大于溢价成交，溢价成交比例大于折价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为 25 鲁宏桥 GN003(科创债) (-1.8481%)、26 平安租赁 MTN001(绿色) (-0.8073%)、25 康富租赁 MTN001(碳中和债) (-0.7763%)，其余折价率均在 -0.64% 以内。主体行业以公用事业、房地产、金融为主，中债隐含评级以 AA、AA+、AAA 评级为主，地域分布以湖北省、安徽省、广东省居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 GY 运达 01 (0.8266%)、25 鄂东 G1 (0.6594%)、GY 运达 02 (0.4975%)，其余溢价率均在 0.38% 以内。主体行业以金融、交通运输、交运设备为主，中债隐含评级以 AAA、AAA+、AA 评级为主，地域分布以北京市、天津市、广东省居多。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)

固收点评 20260912：二级资本债周度数据跟踪 (20260907-20260911)

观点 一级市场发行情况：本周（20260907-20260911）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 45.00 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 AAA；发行人地域为福建省。二级市场成交情况：本周（20260907-20260911）二级资本债周成交量合计约 1716.22 亿元，较上周减少了 634.52 亿元，成交量前三个券分别为 26 农行二级资本债 02BC (128.10 亿元)、26 成都农商行二级资本债 01 (118.48 亿元) 和 26 工行二级资本债 04BC (60.03 亿元)。分发行主体地域来看，成交量前三为广东省、广西壮族自治区和贵州省，分别约为 1179.45 亿元、142.47 亿元和 139.31 亿元。从到期收益率角度来看，截至 9 月 11 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 -0.10BP、-0.69BP、-2.19BP；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：-1.21BP、-1.18BP、-2.18BP；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：0.26BP、0.27BP、-0.73BP。估值偏离度前三十位个券情况：本周（20260907-20260911）二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，溢价成交的比例大于折价成交，折价成交的幅度大于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为 25 贵州银行二级资本债 01 (-0.3769%)、26 甘肃银行二级资本债 01 (-0.1880%)、25 民泰商行二级资本债 01 (-0.1820%)，其余折价率均在 -0.13% 以内。中债隐含评级以 AA、AA+、AAA- 评级为主，地域分布以北京市、天津市、上海市居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 25 晋商银行二级资本债 01 (0.2070%)、25 海峡银行二级资本债 01 (0.2056%)、25 秦皇岛

银行二级资本债 01 (0.1631%)，其余溢价率均在 0.16% 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、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)

行业

房地产行业深度报告：海外房地产研究系列之一：三重 β 框架，AI 重估印尼

投资要点 研究结论：印尼房地产仍具备中长期扩容基础，但短期并非单一降息交易。印尼房地产仍具备中长期扩容基础，但短期并非单一降息交易。年轻人口与家庭形成、较快城镇化进程和低住房金融渗透率构成结构性需求支撑；2026 年 BI 政策转向稳汇率后，短期金融条件由宽松转向中性偏紧，行业需求兑现更依赖按揭渗透率提升、可负担住宅供给和制度执行。我们认为，印尼地产未来的主要机会更可能体现为销量扩容、住房金融深化及都市圈/产业走廊的区域 α ，而非全国房价普涨。人口 β ：印尼仍是东盟最具规模优势的年轻人口市场。2025 年印尼人口约 2.85 亿，全球第四；25-34 岁核心置业人群约 4640 万，中位年龄约 30 岁，仍处人口红利阶段。相比人口总量，家庭户扩张、户均人数下降以及青年向都市圈迁移更直接推动住房需求，未来 5-10 年首次置业、婚育成家和改善换房仍构成住宅需求核心来源。城镇化 β ：仍处加速后半程，多极都市圈孕育区域 α 。2025 年印尼城镇化率约 59.4%，距离 70% 经验阈值仍有约 10.6pct 空间，尚未进入存量竞争阶段。房地产机会将从雅加达向泗水、万隆、棉兰等都市圈扩散，核心驱动并非全国房价上涨，而是产业布局、人口流入、交通基础设施与土地供给共同作用下的区域分化。货币 β ：按揭低渗透带来结构性弹性。BI 利率经历 2024-2025 年调整后，短期货币环境由单向宽松转向中性波动，但长期看点仍在住房金融深化。截至 2026 年 4 月，KPR+KPA 余额/GDP 约 3.4%-3.5%，仍处低位。若按揭覆盖、首付能力及住宅总价匹配改善，住房销量、去化和现金回款弹性有望高于房价表现。制度 β ：制度不是独立替代需求的 β ，而是把人口、城镇化和货币 β 传导到销售与估值的关键阀门。Omnibus Law 提升 HGB 续期及土地审批确定性，外资公寓持有规则简化降低高端及跨境买盘摩擦；IKN 一期落成使新首都进入可观察阶段；Tapera 若顺利执行，有望形成长期住房资金池。合成对照法显示，Omnibus Law 后 FDI 和房企股价方向偏正，方向上支持制度改革对资本流入、交易活跃度及估值修复的正向传导。产业载体：制造业 FDI 打开工业地产与都市圈外扩主线。EV、电池、电子、家电等制造业投资持续落地，需求集中于 Cikarang—Karawang—Subang 工业走廊，并向物流仓储、员工住房和商业配套外溢。2025 年 Greater Jakarta 工业用地去化约 218 公顷，工业地价保持上涨，产业地产有望成为住宅之外的重要投资主线。中国对标：印尼 2025 并非中国 2003-2005 年的整体发展阶段复刻。按城镇化水平看，印尼 2025 约 59.4%，更接近中国 2016 年前后；但在人口年轻度、家庭形成、首次置业需求与住房金融低渗透等需求形成机制上，仍可借鉴中国 2000 年代中前期。中印对标应采用“多维错位对标”，而非单一年份等值。风险提示：AI 评级仅供参考，不构成投资建议；AI 模型与方法论存在误差风险；数据口径、数据质量与生产化落地风险；印尼宏观、政策与房地产周期波动风险。

(证券分析师: 姜好幸 证券分析师: 刘汪)

燃气II行业跟踪周报: 美国气价回落、欧洲上行, 亚洲现货及中国 LNG 到岸价上涨; 关注资源价值首华燃气+长协成本优势新奥股份、新奥能源、九丰能源

投资要点 价格跟踪: 美国回落、欧洲上行, 亚洲现货及中国进口到岸价格上升。截至 2026/09/11, 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 -7.3%/+12.2%/+3.5%/+2.6%/+12.4%至 0.7/6.6/6.4/1/6.9 元/方。1) 地缘冲突推高出口需求&采暖需求下降, 美国天然气市场价格周环比-7.3%。截至 2026/09/04, 美国储气量周环比+1.2%至 3254 亿立方英尺, 同比-3.9%。2) 地缘冲突反复, 欧洲气价高位波动+12.2%。2026M6, 欧洲天然气消费量为 228 亿方, 同比+2.6%。2026/9/3 - 2026/9/9, 欧洲天然气供给周环比-1.4%至 61737GWh; 其中, 来自 LNG 接收站 25142GWh, 周环比+2.9%; 来自库存消耗-23073GWh, 周环比-13.4%; 来自挪威北海管道气 24893GWh, 周环比-4.3%; 来自北非气源 5679GWh, 周环比-10.1%; 来自东线气源 3688GWh, 周环比-5.0%; 来自里海气源 2335GWh, 周环比+10.1%; 2026/09/05 - 2026/09/11, 欧洲燃气发电出力提升, 欧洲日平均燃气发电量周环比+7.7%、同比+4.4%至 1183.3GWh。截至 2026/09/11, 欧洲天然气库存 767TWh(741 亿方), 同比-145.1TWh; 库容率 67.78%, 同比-12.3pct, 周环比+0pct。3) 国内 LNG 出厂价周环比变动+2.6%。2026M1-8 我国天然气进口量同比-4.5%至 1100 亿方。价格端来看, 2026 年 7 月, 国内液态天然气进口均价 4816 元/吨, 环比+9.6%, 同比+27.2%; 国内气态天然气进口均价 2435 元/吨, 环比+0.3%, 同比-4.8%; 天然气整体进口均价 3671 元/吨, 环比+6.4%, 同比+15.1%。截至 2026/09/11, 国内进口接收站库存 555.64 万吨, 周环比(%) -6.59%; 国内 LNG 厂内库存 55.17 万吨, 同比(%) -2.02%, 周环比(%) -1.99%。中石油 2026-2027 年度管道气价格政策发布, 同比来看各气量类型资源配置比例、气价上浮比例均无调整。1) 管制气: 在各省门站价基础上上浮 18.5%; 淡季资源配置占比 60%、旺季资源配置占比 55%。2) 非管制气: ①固定量: 在各省门站价基础上上浮 70% (新甘青宁陕蒙黑吉云贵川渝上浮 80%); 淡季资源配置占比 33%、旺季资源配置占比 38%。②浮动量: 联动 CLD (中国进口现货 LNG 到岸价格); 淡季&旺季资源配置占比均为 7%。③调峰量: 在各省门站价基础上上浮 90%。重视资源价值首华燃气+具备长协成本优势企业新奥股份、新奥能源、九丰能源。1) 美伊冲突导致霍尔木兹海峡封锁, 对三大天然气指数的影响程度排序: JKM (亚洲) > TTF (欧洲) > HH (美国)。霍尔木兹海峡封锁对 JKM 和 TTF 产生直接影响, 影响亚洲 13% 的供给, 影响欧洲 3% 的供给。对 HH 产生间接影响 (霍尔木兹海峡封锁后美气出口需求提升)。2026/9/11, 布油主连 107.6 美元, 较 2.27 冲突爆发前, 布油变动+44%, JKM/TTF/HH/国内 LNG 市场价分别变动+127%/+140%/-11%/+69%; 美-欧、美-亚之间价差与冲突前相比进一步扩大, 布油上涨幅度小于 JKM、TTF, 但大于 HH。2) 资源+技术驱动, 深层煤层气先行者量利齐增【首华燃气】。弹性分析: 自产气价每提升 0.1 元/方, 26/27 年业绩将增加 0.62/0.78 亿元, 业绩弹性 16%/13%。3) 关注具备长协成本优势企业。具备海外长协的公司成本管控能力更优, 地缘冲突带来区域间转售套利机会。挂钩美气长协: 【新奥股份】2026/9/10 新奥股份美气长协转售亚洲价差达 1.81 元/方, 较 2.27 的价差 0.57 元/方, 变动+1.23 元/方, 较前一个交易日变动+0.004 元/方; 20 亿方美气长协, 26 年股权激励业绩目标 55 亿元, 价差扩大税后 (税

率 15%) 业绩弹性 38%。【佛燃能源】。挂钩油价长协: 【九丰能源】 2026/9/10 九丰能源马来西亚长协转售亚洲价差达 1 元/方, 较 2.27 的价差 0.34 元/方, 变动+0.66 元/方, 较前一个交易日变动-0.003 元/方; 8 亿方马来西亚长协, 26 年股权激励业绩目标 17.8 亿元, 价差扩大税后 (税率 15%) 业绩弹性 25% 【深圳燃气】。投资建议: 地缘冲突导致气价上涨, 重申资源端投资机会; 城燃公司终端价格继续理顺、单位盈利修复。1) 城燃顺价持续推进。重点推荐: 【新奥能源】(26 年股息率 6.2%); 【华润燃气】(26 年股息率 6.1%) 【昆仑能源】(26 年股息率 4.9%) 【中国燃气】(26 年股息率 8.4%) 【蓝天燃气】(26 年股息率 7.4%) 【佛燃能源】(26 年股息率 4.6%); 建议关注: 【深圳燃气】 【港华智慧能源】。2) 关注具备优质长协资源、灵活调度、成本优势长期凸显的企业。重点推荐: 重视商业航天特燃特气价值长期提升【九丰能源】(26 年股息率 1.8%) 【新奥股份】(26 年股息率 4.7%) 【佛燃能源】(26 年股息率 4.6%); 建议关注: 【深圳燃气】。3) 地缘冲突导致气价上涨, 能源自主可控重要性凸显。重点推荐具备气源生产能力的【首华燃气】; 建议关注【新天然气】 【蓝焰控股】。(估值日期 2026/9/11) 风险提示: 经济增速不及预期、极端天气、国际局势变化、经营风险。

(证券分析师: 袁理 证券分析师: 任逸轩)

推荐个股及其他点评

石药创新 (300765): SYS6010 肺癌数据读出, 创新管线进入密集收获期

投资要点 事件: 2026 年 9 月 14 日, 公司核心品种 SYS6010 (EGFR ADC) 联合恩朗苏拜单抗一线治疗 non-AGA (ALK/ROS1/EGFR) 阴性非小细胞肺癌研究成果于国际肺癌研究协会世界肺癌大会 (WCLC) 以口头报告形式公布。SYS6010 作为公司核心品种已布局多项 III 期临床, 覆盖非小细胞肺癌一线/二线/辅助、头颈鳞癌二线、食管鳞癌二线、HER2 阴性 EGFR 阳性乳腺癌等适应症。II 期数据显示抗肿瘤活性, 安全性可控: 研究共纳入 123 例既往未治疗的 non-AGA 阴性晚期 NSCLC 患者, 患者按 1:1 比例分别接受 SYS6010 4.2 mg/kg 联合恩朗苏拜单抗 360 mg 每 3 周一次, 或 SYS6010 3.6 mg/kg 联合恩朗苏拜单抗 240 mg 每 2 周一次。截至 2026 年 7 月 13 日, 两种方案分别有 62 例和 61 例受试者入组并接受治疗, 中位随访时间 10.8 个月。两种联合方案均显示出抗肿瘤活性, 总归人群 ORR 分别为 58.9% 和 49.2%。非鳞癌及 PD-L1 高表达人群获益更突出, 且高表达人群中的疗效在鳞癌与非鳞癌中均可见。两种方案高表达非鳞癌人群 ORR 分别可达 81.8% 和 91.7%, 两组 ≥ 3 级治疗相关不良事件发生率分别为 51.6% 和 52.5%。业绩高增, BD 业务进入兑现期: 公司 2026H1 实现营业收入 32.40 亿元 (同比+208.72%, 下同), 其中生物制药业务收入 22.62 亿元 (+2319.52%), 占主营业务收入比例由 2025H1 的 8.91% 提升至 2026H1 的 69.82%; 实现归母净利润 12.61 亿元, 上年同期亏损 274.6 万元, 扭亏为盈。2026H1 已商业化产品恩舒幸、恩益坦实现销售收入 1.75 亿元 (+87.07%)。合并范围内主体巨石生物与阿斯利康达成两项平台级合作: (1) 2026 年 1 月签署创新多肽领域战略合作与授权协议, 巨石生物已于 2026 年 5 月 29 日全额收取首付款 4.2 亿美元。(2) 2026 年 7 月签署 siRNA 创新药物全球合作协议, 巨石生物已于 2026 年 8 月全额收取首付款 3000

万美元，后续里程碑合计最高可达 17.4 亿美元。研发管线持续推进，多项重磅数据即将公布：（1）核心品种 SYS6010 二线 EGFR 突变 NSCLC III 期研究已完成末例入组，计划公布 III 期数据；二线食管鳞癌、二线驱动基因阴性非鳞 NSCLC、HER2 阴性 EGFR 阳性乳腺癌等多项 III 期加速推进。（2）SYS6043（B7-H3 ADC）铂耐药卵巢癌 III 期已启动，乳腺癌 I 期数据将在 ESMO 快速口头报告。（3）SYS6090（PD-1/IL-15 双功能融合蛋白）晚期实体瘤 I 期数据将在 ESMO 快速口头报告。盈利预测与投资评级：公司核心管线得到国际会议认可，生物制药收入快速增长，BD 业务进入兑现期，ADC 与 mRNA 双平台管线持续推进。我们将 2026/2027 年的预期营业收入由 27.65/32.94 亿元上调至 48.14/33.67 亿元，新增 2028 年营业收入预测 46.15 亿元，维持“买入”评级。风险提示：新药研发及审批不及预期；产品销售及医保续约不及预期；竞品上市分流；海外授权款项确认节奏不及预期等。

（证券分析师：朱国广）

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用,且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后,应立即退回并销毁,不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>