

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2026-09-23

宏观策略

2026 年 09 月 23 日

宏观量化经济指数周报 20260920: “金九”成色或略弱于去年同期

监测港口货物吞吐量延续录得高位。

金融产品周报 20260919: 美联储加息落地, 科创强势反弹, 成长风格结构性机会显现

晨会编辑 朱国广
执业证书: S0600520070004
zhugg@dwzq.com.cn

市场行情展望: (2026.9.21-2026.9.24) 观点: 美联储加息落地, 科创强势反弹, 成长风格结构性机会显现。模型研判: 9 月月度宏观模型-1 分, 历史上该分数后万得全 A 后续一个月上涨概率 61.54%, 但平均收益率-0.82%, 模型认为市场以震荡为主。日度模型综合信号在-4 至 4 之间波动, 快慢换手以持有为主, 未触发极端信号。技术择时方面, 科创 50、科创综指、万得双创触发局部底部右侧信号, 红利指数触发局部顶部信号, 成长方向信号强于红利。资金层面: ETF 方面, 科创半导体、半导体设备、科创 50 等 ETF 规模增加居前, 科创与半导体方向资金布局意愿强; 中证 500、上证 50 等宽基 ETF 规模增加, 宽基方向亦有流入。流出端, 煤炭、券商、港股通互联网 ETF 规模减少居前, 资金向科技成长切换。宏观维度: 美联储时隔三年多重启加息 25 个基点, 主席沃什称通胀过高且持续太久, 市场认为紧缩路径尚未结束。日本央行加息至 1.25% 为 31 年高位, 英国央行按兵不动但警告中东战事持续或被迫加息。沙特输油管遭袭推升国际油价。整体来看, 海外加息落地但中东地缘扰动未消, 全球风险偏好先承压后修复。市场维度: 全球加息共振落地, 市场演绎“利空出尽”而非二次下杀, 风格翻转, 成长/小盘全面占优。加息落地后短期风险偏好修复, 但“高利率更久”的中期压制未除, 反弹的持续性取决于两点——特朗普“重大决定”(油价/地缘变数) 与美国 8 月 PCE (通胀成色)。展望后市, 海外加息落地后外部扰动阶段性缓和, 国内资金向科创成长集中, 若量能持续回暖, 成长反弹有望延续, 建议关注算力、半导体等硬科技方向, 但也需关注双节临近可能发生的避险回落效应。基金配置建议: 根据上述研判, 我们认为美联储加息落地后海外扰动阶段性缓和, 国内资金向科创成长集中, 市场结构性机会显现, 建议关注算力、半导体等硬科技方向。风险提示: 1) 模型基于历史数据测算, 未来存在失效风险; 2) 宏观经济不及预期; 3) 发生重大预期外的事件。

宏观点评 20260917: 9 月 FOMC: 鹰派剧本, 风险偏上行——2026 年 9 月 FOMC 会议点评

核心观点: 9 月 FOMC 如期加息 25bps 至[3.75, 4.0]%, 会议声明边际鹰派, 点阵图中位数指引年内还有额外 1 次加息、明年维持利率不变但票型分布显著更鹰, 经济预测上修增长和通胀预期, 整体释放鹰派信号。此次发布会更加简短, 沃什重申美国增长强劲、通胀趋势仍未取得进展、金融条件尚不具有限制性, 保持与 Jackson Hole 一致的鹰派基调, 因此市场交易“鹰派加息”剧本, 定价到明年 9 月累计加息 3.2 次, 高于点阵图指引, 美债利率&美元指数上行, 黄金&美股下行, 美债利差收窄。向前看, 短期市场已充分定价全年 2 次加息 (9、12 月), 是否出现 10、12 月连续加息, 将取决于 10 月伊朗是否在中选前夕主动扩大争端并推高油价至

120 美元/桶以上，加剧美联储对油价引发的通胀二轮效应的担忧；中期来看，明年的加息路径将取决于中东（油价）、中选（财政）和 AI Capex（增长），当前看仍具有较大的不确定性。

宏观深度报告 20260916：如何看待本轮人民币汇率升值空间？

2026 年 9 月以来人民币汇率偏强运行，离岸价触及 6.70 关口。美日联合干预日元后美元强势基础转弱，贸易顺差推动结汇韧性。央行中间价调升释放牵引信号但逆周期因子转正平滑升值斜率。市场分歧如下：一是中美利差倒挂较深背景下汇率仍升值，主因经常账户贡献及地缘安全溢价，且剔除通胀的中美实际利率差倒挂有限；二是升值对出口影响较小，我国对美出口份额已降至 2026Q1 的 9%，人民币实际有效汇率不高，近 60% 外贸企业汇率影响可控；三是外资对国内权益和债券配置分化。展望而言，海外流动性收敛背景下，美元下行幅度受限，但年末季节性结汇预期仍有支撑。2026 年 Q4 人民币或在温和升值基调下围绕 6.60—6.75 中枢双向波动；至 2027 年 3 月末，中性情形有望运行至 6.63，乐观情形或触及 6.58。参考历轮升值与央行逆周期调节时点，中性假设下本轮升值终点区间 6.50-6.60，乐观视角可触及 6.45。

固收金工

固收深度报告 20260922：DR 锚向信贷延伸，货币政策框架“由短及长”迈出实质性一步

美欧的贷款定价实践表明，多种定价基准并存且相互联动是信贷市场有效传导的重要条件。美国大企业浮动贷款主要锚定 SOFR，部分小微企业及个人消费等零售贷款则锚定 PR。德国部分中长期浮动贷款锚定 EURIBOR，部分企业周转类流动资金贷款则多采用 eSTR 定价。多元基准互补分工，银行可根据贷款期限、客户类型、风险等级自主选择定价锚，避免单一基准无法适配全部信贷场景的短板。美欧利率传导框架的一个共同特征是政策利率与市场基准利率在期限上严格匹配，均为隔夜利率。美联储的核心操作工具为隔夜期限的 IORB、ONRRP 及贴现窗口一级信贷利率，操作目标则是隔夜的 EFFR，通过隔夜工具的主动定价引导目标利率稳定运行；欧央行的核心操作工具为 DFR 与 MLF，二者同为隔夜属性，引导的市场基准利率 eSTR 也是隔夜利率。一旦隔夜利率被牢牢锚定，更长期限的利率便可通过市场预期和套利机制自发形成。

行业

半导体化学品专题：先进制程抬升材料价值量，半导体含氟材料加速国产化

投资建议：高端含氟材料国产替代持续推进，看好具备氟化工底层平台能力，并在电子级 HF、HFE/PFPE、WF₆/C₄F₆、PFA/FFKM 等高端品类实现客户认证和规模放量的企业；推荐新宙邦、天赐材料，建议关注三祥新材、巨化股份、中巨芯、雅克科技、昊华科技、中船特气、安集科技、多氟多等。风险提示：下游需求不及预期；价格竞争加剧；客户认证或扩产进度不及预期；环保与 PFAS 监管趋严。

环保行业跟踪周报：亿纬锂能获全球单笔最大储能订单支撑【紫金龙净】新增量；中建国际获香港二期项目

重点推荐：紫金龙净，高能环境，赛恩斯，瀚蓝环境，绿色动力环保，绿

色动力，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，蓝天燃气，新奥股份，金科环境，英科再生，路德科技。 建议关注：大禹节水，联泰环保，旺能环境，北控水务集团，碧水源，浙富控股，中山公用。 公司跟踪：亿纬锂能获全球单笔最大储能订单，【紫金龙净】储能板块迎新增量。亿纬锂能公告，子公司亿纬动力与 Fluence 签订供应协议，明确 2027-2031 年亿纬动力向 Fluence 生产和交付 206GWh 电池，亿纬锂能 2025 全年动储总出货量（121.2GWh）的 1.7 倍，同时也成为储能行业史上规模最大供货框架协议。订单落地将进一步支撑紫金龙净储能订单满产满销！ 行业跟踪：中国建筑国际披露中标香港 I·PARK2 总额约 524 亿港元。中国建筑国际 26 年中报披露“持续中标大型工程项目，例如香港综合废物管理设施第二期，总额约 524 亿港元”，项目规模 6000 吨/日，模式为 DBO（建设+15 年运营），其中建设费用约 292 亿港元。【香港垃圾发电二期项目】规模：6000 吨/日。模式：DBO（建设期预计 5.5 年，运营期 15 年）。预估总投资：292 亿港元。运营服务费预计：此前根据香港环境事务委员会，以 2026 年价格计算，年运营费 7.05 亿港元；对标一期项目，若考虑价格调整机制，年均运营费 15.7 亿港元；根据中建国际披露总额预估年均运营费 15.5 亿港元。电费：根据香港环境事务委员会，二期年可供电量 9.6 亿度，度电售价 0.6~0.8 港元，电费收入 5.76~7.68 亿港元。 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。

中小盘行业点评报告：半导体：深度回调后的放量转强，修复走到哪一步——中小盘行业观察

1. 半导体板块修复启动集中。2. 起点是深度回调后的缩量整理。3. 分环节的差异比板块整体更值得看。4. 小市值弹性更大，但对换手的依赖也更高。5. 主要判断上，这一轮转强有量能配合但时间太短，尚不足以确认趋势；回撤深度提供了修复空间，但空间不等于兑现，需要回撤收窄与成交回升同时出现。后续值得跟踪四个指标：板块量比能否从 0.60 继续回升、回撤超 40% 的个股占比是否下降、大小市值组换手率差距是否收敛、三季报后 PE（TTM）读数的变化方向（尤其存储环节）。风险提示：样本期仅五个交易日，单周行情存在反复可能；板块回撤仍深，修复节奏可能放缓；PE 为 TTM 口径，存在滞后；存储环节盈利若回落，低 PE 读数会快速抬升；次新股上市时间较短，回撤自上市首日起算，与老股不完全可比；分类与样本口径存在差异；海外政策与地缘因素存在不确定性。

金融科技 2026H1 业绩综述 ——AI 赋能走向纵深，海外合规生态扩容

β 主线：交投活跃兑现 C 端业绩弹性，板块配置底仓方向。α 主线：AI 布局走向纵深，B 端需求蓄势待发。 出海主线：海外合规生态扩容，打开中长期成长空间。 风险提示：1、宏观经济波动影响。2、资本市场监管趋严。3、行业竞争加剧。4、金融风险传导。5、法律和合规风险。6、技术风险。

整车主线周报：本周华为赛力斯合作模式调整，一汽广汽签署意向协议乘用车观点更新：短期来看，由于基数影响，我们预计 2026H2 开始乘用车内需同比降幅有望缩窄。全年维度来看：国内选抗波动+出口选确定性。国内关注高端电动化赛道中对政策扰动不敏感的个股江淮汽车，以及高端化有望放量的吉利汽车/长城汽车/北汽蓝谷/赛力斯/理想等；出口主线

优先配置海外体系成熟、执行能力已验证的头部车企，优选比亚迪/长城汽车/奇瑞汽车，以及零跑/小鹏/上汽集团/长安汽车等。重卡观点更新：回顾 2025：25 年全年批发 114.4 万辆，同比+26.8%，内销 79.9 万辆，同比+32.8%，出口 34.1 万辆，同比+17.2%，全年内销及出口超市场年初预期。25 年全年内销政策拉动+自然需求回升共振。展望 2026：我们预计 26 年重卡内销有望兑现乐观情形的 80-85 万辆，同比+3%。继续推荐中国重汽 A/H+潍柴动力+福田汽车+一汽解放+中集车辆等重卡头部车企！客车观点更新：2026 年以旧换新政策落地，我们认为：1) 客车策略超我们预期，市场之前对于客车补贴力度做了和乘用车一样会退坡的预期，实际是延续的；2) 25 年公交略低我们预期：25 年公交车销量 2.9 万辆，同比-6% (24 年公交车销量 3 万辆，同比+44%)，两年增长下来距离合理更换中枢仍有差距 (公交 60 万台保有量，8-10 年更换周期，销量中枢 6 万台)；3) 26 年公交可以更乐观：考虑到八年以上待更新公交数量 (10 万台以上) 以及销量中枢，我们认为 26 年公交在补贴下仍保持增长，我们保守预计 26 年公交 4 万台同比+40%。推荐头部车企，重点推荐宇通客车/金龙汽车，建议关注中通客车。摩托车观点更新：大排量+出口持续高景气，看好龙头车企。我们预测 2026 年行业总销量 1938 万辆，同比+14%，其中大排量 126 万辆，同比+31%。大排量：1) 内销：25H2 大排量内销转弱，我们预计随 26 年国内新品供给推出，内销有望小幅增长，预计 26 年内销 43 万辆，同比+5%；2) 出口：欧洲+拉美中国品牌份额提升空间充足，我们预计 26 年出口 83 万辆，同比+50%。看好大排量+出口持续增长，优选龙头车企。推荐春风动力+隆鑫通用。注：下文本周指 9/14-9/18 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。

推荐个股及其他点评

汇川技术 (300124)：股权激励彰显信心，工控强 α ，AIDC&机器人打开成长空间

盈利预测与投资评级：考虑到新能源车业务利润承压，我们下修公司 26-28 年归母净利润为 58.2/70.6/84.9 亿元 (原值为 60.1/74.1/89.0 亿元)，同比+15%/+21%/+20%，对应现价 PE 分别为 30x/25x/20x，给予 27 年 30x PE，对应目标价 78.3 元，维持“买入”评级。风险提示：新能源车销量不及预期，竞争加剧等。

能科科技 (603859)：企业级 AI Agent 入选榜单，AI 收入持续高增长

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2026-2028 年归母净利润 2.76/3.58/4.89 亿元。公司前瞻布局 AI agent 业务，打造第二成长曲线，AI 业务继续保持高速增长，维持“买入”评级。

伊利股份 (600887)：藏器于身，待时而动

我们预计公司 2026~2028 年归母净利为 101.6、125.9、138.8 亿元，同比-12.1%、+23.8%、+10.3%，对应 PE 为 17、13、12x。短期大额计提商誉减值影响表观盈利，基于需求改善和上游格局向好判断，以及分红回购保障股东权益，首次覆盖，给予“买入”评级。

宏观策略

宏观量化经济指数周报 20260920: “金九”成色或略弱于去年同期

观点 周度 ECI 指数: 从周度数据来看, 截至 2026 年 9 月 20 日, 本周 ECI 供给指数为 50.16%, 较上周环比回落 0.01 个百分点; ECI 需求指数为 49.94%, 较上周回落 0.01 个百分点。从分项来看, ECI 投资指数为 49.96%, 较上周环比回落 0.03 个百分点; ECI 消费指数为 49.76%, 较上周环比持平; ECI 出口指数为 50.18%, 较上周环比持平。

月度 ECI 指数: 从 9 月前三周的高频数据来看, ECI 供给指数为 50.16%, 较 8 月回升 0.03 个百分点; ECI 需求指数为 49.94%, 较 8 月环比持平。从分项来看, ECI 投资指数为 49.97%, 较 8 月回升 0.01 个百分点; ECI 消费指数为 49.76%, 较 8 月环比持平; ECI 出口指数为 50.17%, 较 8 月回落 0.01 个百分点。

经济高频数据:

生产: 节前主要行业开工率有所回落。临近双节, 本周汽车轮胎开工率和高炉开工率等主要行业开工率出现了边际回落, 且由于假期错位, 部分行业开工率同比出现了一定回落, 其中汽车全钢胎开工率和高炉开工率分别较去年同期回落 5.77 个百分点和 1.70 个百分点。

消费: 乘用车零售同比降幅有所走阔。商品消费方面, 9 月 1-13 日乘用车零售录得-23%的同比负增长, 较 8 月份的降幅进一步走阔, 指向乘用车零售延续承压。服务消费方面, 本周航班执飞率和地铁客运量环比小幅回升, 而电影票房和观影人次延续回落。

地产: 二手房销售景气度有所回暖。本周 (9 月 12 日至 9 月 18 日) 主要城市新房和二手房销售均环比小幅回暖, 其中 18 城二手房成交面积当周同比增速再度转正, 而 30 大中城市商品房成交面积当周降幅有所走阔。截至 9 月 19 日, 9 月 30 大中城市商品房成交面积同比增速录得-6.5%, 与 8 月 (-6.3%) 基本持平; 18 城二手房成交面积同比增速录得 1.4%, 较 8 月 (4.4%) 有所收窄。

出口: 监测港口货物吞吐量延续录得高位。截至 9 月 13 日, 9 月监测港口完成货物吞吐量同比增长 3.3%, 较 8 月的同比-3.6%明显回暖。9 月 19 日商务部回复中美将于 9 月 19 日-23 日进行新一轮的经贸磋商, 有望进一步降低中美经贸方面的风险, 但仍需关注中欧贸易方面存在的不确定性。

物价: 食品价格保持平稳运行。国内方面, 本周猪肉和蔬菜批发价保持平稳运行态势, 9 月以来食品价格同比降幅较 8 月进一步收窄; 国际方面, 本周原油价格延续高位震荡, 仍位于 100 美元/桶以上高位, 而黄金价格则受美联储加息受到一定压制。

整体来看, 9 月份供需两端均保持平稳运行的态势, 其中供给端整体呈现季节性回暖, 需求端虽仍旧呈现分化但在低基数下也出现了同比读数的改善, 我们预计 9 月经济数据或将延续 8 月份的修复态势。而从经济增长的中长期结构变化来看, 目前地产链条贡献正逐步下降, 出口升级、服务消费和非地产投资正在成为新的稳定器, 即我国也正经历“去地产化增长”。

风险提示: 美国货币政策仍有不确定性; 政策出台力度低于市场预期; 房地产改善的持续性待观察。

(证券分析师: 芦哲 证券分析师: 李昌萌 证券分析师: 何青)

金融产品周报 20260919: 美联储加息落地, 科创强势反弹, 成长风格结构性机会显现

基金数据统计: (2026.9.14-2026.9.18) 权益类 ETF 基金规模变化统计: 基金规模变化排名前三名的权益类 ETF 类型分别为: 主题指数 ETF (353.37 亿元), 规模指数 ETF (285.03 亿元), 跨境规模指数 ETF (48.12 亿元), 基金规模变化排名后三名的权益类 ETF 类型分别为:

行业指数 ETF (-32.25 亿元), 策略指数 ETF (-17.01 亿元), 跨境策略指数 ETF (-13.33 亿元)。权益类 ETF 跟踪指数基金规模变化: 变化排名前三名的指数分别为: 半导体材料设备 (74.43 亿元), 中证 500 (71.31 亿元), 科创半导体材料设备 (67.40 亿元)。变化排名后三名的指数分别为: 有色金属 (-9.71 亿元), 证券公司 (-9.63 亿元), 港股通互联网 (-9.23 亿元)。权益类 ETF 跟踪指数基金份额变化: 份额变化排名前三名的指数分别为: 创业板算力 (16.80 亿份), 恒生科技 (15.75 亿份), 恒生互联网科技业 (11.78 亿份)。变化排名后三名的指数分别为: 科创 50 (-28.46 亿份), 半导体材料设备 (-20.46 亿份), 科创芯片 (-14.23 亿份)。市场行情展望: (2026.9.21-2026.9.24) 观点: 美联储加息落地, 科创强势反弹, 成长风格结构性机会显现。模型研判: 9 月月度宏观模型-1 分, 历史上该分数后万得全 A 后续一个月上涨概率 61.54%, 但平均收益率-0.82%, 模型认为市场以震荡为主。日度模型综合信号在-4 至 4 之间波动, 快慢换手以持为主, 未触发极端信号。技术择时方面, 科创 50、科创综指、万得双创触发局部底右侧信号, 红利指数触发局部顶部信号, 成长方向信号强于红利。资金层面: ETF 方面, 科创半导体、半导体设备、科创 50 等 ETF 规模增加居前, 科创与半导体方向资金布局意愿强; 中证 500、上证 50 等宽基 ETF 规模增加, 宽基方向亦有流入。流出端, 煤炭、券商、港股通互联网 ETF 规模减少居前, 资金向科技成长切换。宏观维度: 美联储时隔三年多重启加息 25 个基点, 主席沃什称通胀过高且持续太久, 市场认为紧缩路径尚未结束。日本央行加息至 1.25% 为 31 年高位, 英国央行按兵不动但警告中东战事持续或被迫加息。沙特输油管道遭袭推升国际油价。整体来看, 海外加息落地但中东地缘扰动未消, 全球风险偏好先承压后修复。市场维度: 全球加息共振落地, 市场演绎“利空出尽”而非二次下杀, 风格翻转, 成长/小盘全面占优。加息落地后短期风险偏好修复, 但“高利率更久”的中期压制未除, 反弹的持续性取决于两点——特朗普“重大决定”(油价/地缘变数) 与美国 8 月 PCE (通胀成色)。展望后市, 海外加息落地后外部扰动阶段性缓和, 国内资金向科创成长集中, 若量能持续回暖, 成长反弹有望延续, 建议关注算力、半导体等硬科技方向, 但也需关注双节临近可能发生的避险回落效应。基金配置建议: 根据上述研判, 我们认为美联储加息落地后海外扰动阶段性缓和, 国内资金向科创成长集中, 市场结构性机会显现, 建议关注算力、半导体等硬科技方向。风险提示: 1) 模型基于历史数据测算, 未来存在失效风险; 2) 宏观经济不及预期; 3) 发生重大预期外的事件。

(证券分析师: 芦哲 证券分析师: 唐遥衍)

宏观点评 20260917: 9 月 FOMC: 鹰派剧本, 风险偏上行——2026 年 9 月 FOMC 会议点评

核心观点: 9 月 FOMC 如期加息 25bps 至[3.75, 4.0]%, 会议声明边际鹰派, 点阵图中位数指引年内还有额外 1 次加息、明年维持利率不变但票型分布显著更鹰, 经济预测上修增长和通胀预期, 整体释放鹰派信号。此次发布会更加简短, 沃什重申美国增长强劲、通胀趋势仍未取得进展、金融条件尚不具有限制性, 保持与 Jackson Hole 一致的鹰派基调, 因此市场交易“鹰派加息”剧本, 定价到明年 9 月累计加息 3.2 次, 高于点阵图指引, 美债利率&美元指数上行, 黄金&美股下行, 美债利差收窄。向前看, 短期市场已充分定价全年 2 次加息 (9、12 月), 是否出现 10、12 月连续加息, 将取决于 10 月伊朗是否在中选前夕主动扩大争端并推高油价至 120 美元/桶以上, 加剧美联储对油价引发的通胀二轮效应的担忧; 中期来看, 明年的加息路径将取决于中东

(油价)、中选(财政)和 AI Capex (增长), 当前看仍具有较大的不确定性。 FOMC 声明: 如期加息, 声明边际鹰派。9 月 FOMC 会议如期加息 25bps 至[3.75, 4.0]%, 为一致决议。与 7 月 FOMC 相比, 9 月会议声明的措辞更加鹰派, 新增对经济韧性的判断: ①强调地缘冲突的发展导致不确定仍然较高、但国内支出仍有韧性; ②强调通胀仍然偏高, 并解释今天的行动将支持更及时地 (timelier) 回归 2%通胀目标, 与 8 月 Jackson Hole 会议的表态相呼应; ③删除加息是为应对供给冲击的表述, 隐含认为供给问题存在长期化风险。 点阵图: 曲线整体上移, 指引今年累计 2 次加息, 明年维持不变但风险偏向鹰派。9 月点阵图曲线较 6 月显著上调, 对 2027 年的指引明显鹰派。从中位数来看, 9 月点阵图指引年内还有额外 1 次加息, 2027 年维持利率不变, 但票型分布显著更鹰: ①在对 2026 年的指引上, 与 6 月点阵图僵持 (加息: 不加息=9: 9) 的局面不同, 此次 18 名委员中有 12 名指引全年 2 次加息至[4, 4.25]%区间; ②在对 2027 年的指引上, 9 月点阵图的分歧明显更少, 中位数 (6 人) 指引 2027 不再加息, 而众数 (8 人) 指引再加息 25bps 至[4.25, 4.5]%区间, 即实际上有相当比例的委员支持 2027 年再加息 1 次 (累计再加息 2 次)。从点阵图发布后的联邦基金期货隐含利率来看, 市场明显在定价更多加息的风险。 经济预测: 上修增长和通胀预期, 风险均偏上行。①增长方面, 与 6 月相比, 上修 2026、2027 年美国 GDP 同比预测各 0.1pct 至 2.3%、2.4%, 同时, 大幅下修失业率预测: 对 2026-2028 年美国失业率预期均下调至 4.1%, 低于长期自然失业率 4.2%。②通胀方面, 对 2026 年 PCE、核心 PCE 通胀分别上修 0.1pct 至 3.7%、3.4%, 对 2028 年 PCE、核心 PCE 分别上修 0.1pct 至 2.1%、2.2%, 且 2%通胀目标延后至 2029 年才能实现。值得注意的是, ③对增长和通胀风险的评估方面, 与 6 月相比, 不再有委员担心失业率的上行风险, 绝大部分委员 (18 人中的 17 人) 认为失业率风险是均衡的; 失业率风险扩散指数转负 (评估失业率更可能下行), GDP 风险扩散指数转正 (评估 GDP 更可能上行); 与此同时, 绝大部分委员 (18 人中的 17 人) 仍担忧通胀的上行风险。总体来看, 美联储对经济的评估逐步从“通胀风险趋于上行, 增长风险中性”变成“通胀风险趋于上行, 增长风险进一步缓释”, 即评估美国经济风险方向从“滞胀”走向“过热”。 发布会: 篇幅更简洁、基调维持鹰派。本次 FOMC 发布会的时长相较于往常更短, 并且沃什在回应记者提问上更加简洁、避免过多引申。总体来看, 沃什的发言延续了与 8 月 28 日 Jackson Hole 上同样的鹰派基调, 在重申通胀趋势仍未取得进展的同时, 增长保持强劲, 且 FOMC 委员一致认为金融条件尚不具有限制性。偏鹰派的发布会也令市场在此期间进一步交易紧货币预期的强化, 对截至 2027 年的累计加息预期升温。 具体来看, ①对于货币政策决策, 沃什表示, 自 7 月会议以来, 三方面的变化促成了 9 月的加息: 经济增长强劲、通胀趋势并未改善、地缘风险的恶化。对于记者有关是否会连续加息的提问, 沃什仍表示不提供前瞻指引。②对于通胀, 沃什表示, 今年夏天的通胀趋势“没有通过检验”; 一次加息虽然不能解决供给端问题, 但能够应对通胀广度的扩散, 防止通胀传导的二轮、三轮效应。③对于增长, 沃什表示在过去几周中, 一揽子数据表明美国经济正在走强, 潜在增速提高; 失业率处于与充分就业相符的水平, 并且不认为需要通过削弱就业才能实现通胀目标, 双重使命在中期内并不冲突。④对于金融市场, 沃什重申, 当前的金融状况很难被称为具有限制性, 因此此次加息是“撤回了一部分宽松 (dose of accommodation)”。对于近期美债利率上行的原因, 沃什总结为三方面: 增长的强劲、企业对资本的竞争、地缘局势的变化,

这一解读仍保持了对增长的乐观。 市场反应与策略启示：鹰派加息“剧本”，加息节奏短期取决于油价，中期不确定性更高。如期鹰派的点阵图、经济预测和略超预期鹰派的发布会后，市场交易“鹰派加息”：交易员定价12月加息概率1.3次，到明年9月累计3.1次，即本轮累计4次/100bps的加息幅度，而点阵图指引的最高利率预期是3次/75bps。紧货币交易下，美债利率&美元指数上行，黄金&美股下行，美债利差收窄。向前看，市场预期、点阵图与FOMC委员对于美国增长和通胀前景的上修均显示，年内仍有一次加息是大概率情形。短期看，我们预计9月美国CPI核心环比有望改善，但年内CPI同比增速趋势预计难有大幅下行的空间，在油价上行风险持续下，市场已充分定价全年2次加息（9、12月），而是否会在9、10、12月连续加息，则在很大程度上取决于10月中选前夕伊朗是否主动扩大争端、推高油价至120美元以上，加剧美联储对油价引发的通胀二轮效应的担忧。中期看，明年的加息路径则取决于中东局势（油价走势）、中选结果（是否会有紧财政以及紧财政的程度）、AI Capex的持续性（能否延续2026年对增长的显著拉动效应），当下来看都具有较高的不确定性。 风险提示：中东局势发展超预期；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；通胀下行速率不及预期。

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

宏观深度报告 20260916：如何看待本轮人民币汇率升值空间？

核心观点：2026年9月以来人民币汇率偏强运行，离岸价触及6.70关口。美日联合干预日元后美元强势基础转弱，贸易顺差推动结汇韧性。央行中间价调升释放牵引信号但逆周期因子转正平滑升值斜率。市场分歧如下：一是中美利差倒挂较深背景下汇率仍升值，主因经常账户贡献及地缘安全溢价，且剔除通胀的中美实际利率差倒挂有限；二是升值对出口影响较小，我国对美出口份额已降至2026Q1的9%，人民币实际有效汇率不高，近60%外贸企业汇率影响可控；三是外资对国内权益和债券配置分化。展望而言，海外流动性收敛背景下，美元下行幅度受限，但年末季节性结汇预期仍有支撑。2026年Q4人民币或在温和升值基调下围绕6.60—6.75中枢双向波动；至2027年3月末，中性情形有望运行至6.63，乐观情形或触及6.58。参考历轮升值与央行逆周期调节时点，中性假设下本轮升值终点区间6.50-6.60，乐观视角可触及6.45。 如何理解本轮人民币汇率升值？ 其一，美元强势基础转弱，非美货币受提振。7月末以来美元指数自101.6回撤近3%至98.6。美日联合干预后，8月日本外汇储备消耗947亿美元，日元升值近7%，日元走强直接削弱美元强势基础。其二，外贸景气叠加经常账户顺差，结汇韧性延续。2026年8月商业银行结汇顺差为485亿美元，远高于2010年以来单月均值。1—8月贸易顺差累计8063亿美元，远超过去6年同期均值5200亿美元；2026年Q2经常账户差额1951亿美元，远高于2010年单季均值705亿美元。其三，央行中间价连续调升释放牵引信号，但逆周期因子系统性转正。引导升值斜率更为平滑，侧面映射市场供需力量更多推动汇率走向温和升值。

人民币基本盘：有管理的浮动汇率制+国际收支“两顺两逆” 汇率可视作法定货币的外部价格，本质为内外经济基本面的综合映射。当前中国实行有管理的浮动汇率制度，国际收支呈“两顺两逆”格局：经常账户顺差、资本与金融账户逆差；货物贸易顺差、服务贸易逆差。2026年8月，央行外汇占款余额21.7万亿元，官方外储3.4万亿美元。 本轮人民币汇率升值的市场分歧 第一，为何中美利差倒挂下仍持续升值？ 本轮人民币升值周期未伴随美元大幅走

贬、中美利差回正或收敛，国内基本面也仅平缓复苏，主因在于全球 AI 资本开支高景气下经常账户支撑及美元信用受损下的地缘安全溢价、中美经贸磋商进展及人民币国际化推进提振。且中美 10Y 实际利率差仅约-150bp，远小于名义利差。第二，升值是否对出口形成压力？对美出口份额已从 2018 年 9 月的 20.7% 降至 2026 年 Q1 的 9.17%，出口目的地多元化；人民币实际有效汇率仍然低估，同时外贸企业汇率对冲扩大，近 60% 外贸企业受汇率影响可控。央行行长潘功胜表示，中国无意通过汇率贬值获取贸易竞争优势。第三，外资对股债配置趋势如何？2023 年起外资股债配置分化。2024 年 8 月—2026 年 6 月外资持有境内股票由 2.48 万亿元升至 4.66 万亿元；2026 年 1—9 月外资对中债整体净减持。2024 年 Q3-2026 年 H1，人民币境外存款回流与 A 股走强同步，但汇率升值终点往往滞后于权益高点。民间部门国际净头寸近一年转正，但海外资产头寸仍累积，私人部门对外投资收益改善。多维度推演人民币汇率本轮升值空间

第一，历史两轮升值周期趋势判断。过去两轮升值周期极值从 2018 年 3 月的 6.25 至 2022 年 2 月的 6.31。考虑内外经济周期差异未显著收敛、美元下行受限，本轮升值终点在 6.50 附近，乐观可触及 6.45。第二，央行逆周期调节时点回溯后续推演。参考 2017 年 9 月与 2020 年 10 月央行下调远期售汇外汇风险准备金率后汇率运行，按波幅均值，中性假设下终点为 6.55-6.60，乐观视角可至 6.45。第三，汇率升值动力模型公式。至 2027 年 3 月末，中性视角有望触及 6.63，乐观情形有望触及 6.58。

风险提示：（1）国际地缘摩擦超预期；（2）美联储加息节奏超预期；（3）国内经济修复不及预期。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：李沛）

固收金工

固收深度报告 20260922：DR 锚向信贷延伸，货币政策框架“由短及长”迈出实质性一步

事件 2026 年 7 月，全国首批三笔以存款类金融机构间债券回购利率（DR）为定价基准的贷款在海南正式落地。这一试点建立在 2024 年以来中国人民银行对利率传导机制系统性改革的基础之上。DR 贷款试点的推出，标志着我国贷款定价从“报价型 LPR”的单一基准，向“报价型 LPR”与“成交型 DR”并行的多元基准格局迈出实质性一步，为政策利率向实体经济的更灵敏传导开辟了新路径。

观点 过去的利率传导机制：政策利率—LPR—贷款利率。2019 年 8 月，中国人民银行改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，标志着我国贷款利率市场化改革迈出关键一步。在这一机制下，利率传导链条为：MLF—LPR—贷款利率。1 年期 MLF 利率与 7 天期逆回购利率共同构成央行的政策利率体系，其中 7 天期逆回购利率影响短端利率，1 年期 MLF 利率影响长端利率。MLF 固定在每月中旬操作，为 LPR 报价提供参考，市场每月 15 日左右密切关注 MLF 操作，以判断利率走势。然而，这一利率体系在实践中逐渐暴露出一些问题。7 天期逆回购利率和 MLF 利率双重调控之下，LPR 报价质量不高。央行数据显示，2026 年一季度以 LPR 减点方式发放的贷款占比已接近 50%，明显高于 2019 年 LPR 改革初期的水平，这显示出 LPR 基于“最优质客户的贷款利率”这一定位有所弱化，LPR 与市场实际贷款定价间的关联有所减弱。同时，MLF 利率与短期政策利率并存，导致利率传导链条不够清晰，由短及长的利率传导关系有待进一步理顺。2024 年，央行进

行了一系列关键改革，标志着利率传导机制的重大调整。首先，央行明示公开市场 7 天期逆回购操作利率为主要政策利率，7 天期逆回购的操作方式调整为固定利率、数量招标，其利率不再是市场竞价的中标结果，而是由央行根据货币政策调控需要直接确定，这一调整极大地强化了 7 天期逆回购利率的政策利率属性。其次，LPR 报价的定价基础与 MLF 操作利率脱钩。过去每月 15 日左右进行 MLF 续作，得到 MLF 利率，20 日各报价行基于 MLF 利率进行 LPR 报价，最终得到 LPR 利率。而 2024 年 7 月起，央行将 MLF 续作的时间调整到每月 25 日的 LPR 报价之后，取消了 LPR 和 MLF 的联动关系。至此，利率传导机制由原来的“MLF—LPR—贷款利率”转变为“7 天期逆回购利率—LPR—贷款利率”。7 天期逆回购利率取代 MLF 利率成为 LPR 报价的定价基础，建立了一条短期利率向中长期利率传导的清晰路径。

新的利率传导机制：政策利率—DR 利率—贷款利率。此前我国银行贷款利率普遍锚定 LPR，将 DR 引入贷款利率定价，意味着企业的贷款利率可以更灵敏地跟随市场资金的松紧情况而变化，贷款利率定价“工具箱”也更加丰富。2026 年 7 月，全国首批三笔以 DR 为基准利率的贷款落地海南，其中招商银行投放的浮动利率贷款明确选用 DR001 作为定价基准，是货币市场基准利率逐渐调整为 DR001 这一政策方向在信贷端的落地案例，为后续 DR001 在信贷定价场景推广提供现实样本。DR 作为贷款定价参考的落地，将推动我国贷款定价从 LPR 报价的单一基准，迈向“报价型+成交型”并行的多元基准格局，更快地实现随政策变化调整企业融资成本。在这一新框架下，未来的利率传导的逻辑更加清晰，央行通过隔夜逆回购工具直接引导银行间市场基准利率的运行，随后 DR 作为市场实际交易利率，进一步向债券市场利率、存贷款市场利率等更广泛的市场利率进行传导。

国外利率传导机制经验 美联储：以联邦基金有效利率为核心的利率走廊体系。在美国政策利率传导至联邦基金有效利率之后，由于不同货币市场中部分参与主体相同，因此相同主体在不同的货币市场之间可以进行套利交易，这种套利交易导致了美国不同货币市场利率的变动趋势一致。联邦基金有效利率直接影响最优惠利率（PR）与以担保融资隔夜利率（SOFR）为代表的货币市场利率。PR 是商业银行向其信用状况最佳的客户发放短期贷款时收取的最低利率，通常为联邦基金目标利率加 300bp，其优势在于规则简明、透明度高，且与政策利率高度同步，但其本质仍属报价型利率，因此缺乏实际市场交易支撑，难以精准反映资金边际成本的变化。当前，美国部分小型企业贷款、个人消费贷款等零售端浮动利率产品仍主要沿用 PR 作为定价基准。SOFR 是在 LIBOR 操纵丑闻下推出的新基准利率，基于纽约梅隆银行三方回购、FICC 清算的通用担保品回购及双边国债回购交易数据计算，能够衡量以美国国债为抵押品隔夜拆借现金的融资成本，作为真实交易驱动的数据，其更能反映金融机构当前的实际融资方式。银行同时参与联邦基金市场与国债回购市场，在套利机制下 EFFR 与 SOFR 保持着较高的一致性。目前，美国大企业浮动利率贷款定价基准主要是 SOFR。而中长期固定利率型贷款如住房抵押贷款等，则主要锚定相应期限的美国国债收益率。美国商业银行贷款时，分别在这几类基准利率的基础上叠加借款人的信用风险溢价和运营成本，政策利率最终通过货币市场基准利率传导至贷款端。

欧洲央行：三大利率与隔夜利率走廊 在利率走廊的约束下，作为欧元区货币市场基准利率的欧元隔夜无担保基准利率（€STR）与欧元区银行间拆借利率（EURIBOR）围绕政策利率中枢运行。€STR 反映了银行和金融机构隔夜无担保借入欧元的平均利率，为短期借贷成本提供了参考点，于

2019 年取代 EONIA 成为市场基准利率。在当前欧元区流动性水平较高的实际背景之下，€STR 甚至低于 DFR 的利率下限，欧央行依靠流动性投放回笼以及政策利率调整改变银行资金机会成本，间接实现对隔夜市场基准利率的调控。EURIBOR 是欧元区非担保货币市场上的基准银行间借贷利率，引入了基于实际交易的“瀑布法则”报价机制以提升可靠性。目前，零售贷款等领域仍使用 EURIBOR 作为基准以满足不同期限利率的要求，而批发市场和新交易中则多以无风险的 €STR 为基准，分层设计提升信贷定价适配性。国外利率传导机制经验借鉴：美欧的贷款定价实践表明，多种定价基准并存且相互联动是信贷市场有效传导的重要条件。美国大企业浮动贷款主要锚定 SOFR，部分小微企业及个人消费等零售贷款则锚定 PR。德国部分中长期浮动贷款锚定 EURIBOR，部分企业周转类流动资金贷款则多采用 €STR 定价。多元基准互补分工，银行可根据贷款期限、客户类型、风险等级自主选择定价锚，避免单一基准无法适配全部信贷场景的短板。美欧利率传导框架的一个共同特征是政策利率与市场基准利率在期限上严格匹配，均为隔夜利率。美联储的核心操作工具为隔夜期限的 IORB、ONRRP 及贴现窗口一级信贷利率，操作目标则是隔夜的 EFFR，通过隔夜工具的主动定价引导目标利率稳定运行；欧央行的核心操作工具为 DFR 与 MLF，二者同为隔夜属性，引导的市场基准利率 €STR 也是隔夜利率。一旦隔夜利率被牢牢锚定，更长期限的利率便可通过市场预期和套利机制自发形成。风险提示：利率改革推进不及预期；短端利率波动放大；境外利率传导经验适配国内存在偏差。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐沐阳）

行业

半导体化学品专题：先进制程抬升材料价值量，半导体含氟材料加速国产化

先进制程提升半导体化学品使用强度，高端光刻胶、电子特气价值量弹性和国产替代空间更突出。根据 SEMI，2026 年全球半导体化学品市场预计超过 200 亿美元，其中电子气体、湿电子化学品占比约 31%、19%，贡献主要基础价值量。随着 ≤7nm 先进制程产能增速快于行业整体，光刻、刻蚀及 CMP 循环次数增加，推动单位晶圆材料用量与高端品占比同步提升。分品类看，先进制程对光刻胶、CMP 及电子特气的边际拉动更明显；国产替代方面，2025 年，湿化学品整体国产化率我们预计已达 50%-60%，而 KrF/ArF 光刻胶国产化率我们预计不足 3%/1%，电子特气国产化率我们预计约 25%，高端光刻胶与电子特气仍是国产替代空间更大的方向。氟化液及氢氟酸：3M 退出打开 PFPE/HFE 替代窗口，HF 受晶圆扩产与高等级化驱动。PFPE 主要用于半导体设备温控，3M 于 2022 年底宣布退出 PFAS 制造，我们预计当时 3M 占全球半导体控温液约 80%份额（按产量计）；2025 年底正式退出后，原有份额开始重新分配，新宙邦可承接主要份额。我们预计 2030 年 PFPE 需求 1.2 万吨、市场空间 63 亿元，具备量产和设备认证能力的国内厂商有望承接份额。HFE 主要用于半导体及精密电子清洗，3M Novec 退出后进入替代期，海外仍以 AGC、Chemours 等为主；我们预计 2030 年全球需求 0.76 万吨、市场空间 14.4 亿元，竞争重点转向客户认证和稳定供货。电子级 HF 受晶圆投片增长、先进/存储占比提升及 G5/G5+渗透驱动，我们预计 2030 年需求 27 万吨、市场空间 54 亿元，高等级有效供给仍受提纯、洁净包装和客户认证约

束。含氟电子特气：需求重心由成熟清洗气向先进刻蚀/沉积气体升级，WF6、C4F6 供需偏紧、量价弹性突出。WF6 用于 CVD/ALD 钨沉积，受先进存储、逻辑金属化及海外供给扰动驱动，我们测算 2025-2030 年全球需求由约 0.94 万吨增至 1.93 万吨，市场空间由 103 亿元增至 221 亿元；2026 年供需仍偏紧，产品价格中枢上移，2026 年中船特气具备 2000 吨 6N 级产能，另有 1000 吨规划产能我们预计 2027 年投产。C4F6 用于高深宽比介质刻蚀，受先进逻辑、HBM 及 3D NAND 推动，我们测算 2025-2030 年全球需求由 0.2-0.3 万吨增至 0.6 万吨，市场空间由 55 亿元增至 140 亿元；2026 年 5N 级有效需求约 0.22 万吨，存在供需缺口。国内昊华科技、中船特气等已形成产能或小批量供应。含氟聚合物：PFA 和 FFKM 弹性较大，高端有效供给仍受纯度、洁净加工及认证体系约束。PFA 是湿法工艺核心结构材料，应用于湿法设备管路、阀门、接头、槽体及过滤器外壳等环节；2025 年全球半导体级 PFA 需求约 2 万吨，我们预计 2030 年超纯 PFA 需求或至 4 万吨左右。截至 2026H1，科慕+大金名义产能占全球 PFA 名义产能 40%+，国内巨化逐步突破。PTFE 用量最大，中低端国产供给充足但超纯级仍依赖海外。FFKM 是刻蚀、沉积设备关键密封材料，我们预计 2026 年全球半导体级生胶需求约 200 吨。海外高端密封件由杜邦、Greene Tweed 等主导，国内巨化、东岳加速替代，但 2025 年有效产能仅 8-10 吨，后续放量仍取决于低析出、批次一致性 & 先进制程认证。投资建议：高端含氟材料国产替代持续推进，看好具备氟化工底层平台能力，并在电子级 HF、HFE/PFPE、WF6/C4F6、PFA/FFKM 等高端品类实现客户认证和规模放量的企业；推荐新宙邦、天赐材料，建议关注三祥新材、巨化股份、中巨芯、雅克科技、昊华科技、中船特气、安集科技、多氟多等。风险提示：下游需求不及预期；价格竞争加剧；客户认证或扩产进度不及预期；环保与 PFAS 监管趋严。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕 证券分析师：岳斯瑶）

环保行业跟踪周报：亿纬锂能获全球单笔最大储能订单支撑【紫金龙净】新增量；中建国际获香港二期项目

投资要点 重点推荐：紫金龙净，高能环境，赛恩斯，瀚蓝环境，绿色动力环保，绿色动力，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，蓝天燃气，新奥股份，金科环境，英科再生，路德科技。建议关注：大禹节水，联泰环保，旺能环境，北控水务集团，碧水源，浙富控股，中山公用。公司跟踪：亿纬锂能获全球单笔最大储能订单，【紫金龙净】储能板块迎新增量。亿纬锂能公告，子公司亿纬动力与 Fluence 签订供应协议，明确 2027-2031 年亿纬动力向 Fluence 生产和交付 206GWh 电池，该供应量约为亿纬锂能 2025 全年动储总出货量（121.2GWh）的 1.7 倍，同时也成为储能行业史上规模最大供货框架协议。订单落地将进一步支撑紫金龙净储能订单满产满销！行业跟踪：中国建筑国际披露中标香港 I·PARK2 总额约 524 亿港元。中国建筑国际 26 年中报披露“持续中标大型工程项目，例如香港综合废物管理设施第二期，总额约 524 亿港元”，项目规模 6000 吨/日，模式为 DBO（建设+15 年运营），其中建设费用约 292 亿港元。【香港垃圾发电二期项目】规模：6000 吨/日。模式：DBO（建设期预计 5.5 年，运营期 15 年）。预估总投资：292 亿港元。运营服务费预计：此前根据香港环境事务委员会，以 2026 年价格计算，年运营费 7.05 亿港元；对标一期项目，若考虑价格调整机制，年均运营费 15.7 亿港元；根据

中建国际披露总额预估年均运营费 15.5 亿港元。电费：根据香港环境事务委员会，二期年可供电量 9.6 亿度，度电售价 0.6~0.8 港元，电费收入 5.76~7.68 亿港元。重中垃圾发电，成长的长江电力：toB 进化享受清洁能源价值增长+toC 进化分红三倍提升空间。进化中的稀缺清洁电力。一、特许经营守护稀缺性：重资产+低淘汰，行业成熟期垃圾焚烧运营企业 25 年 ROE 同比+1.0pct 稳定提升中。二、收入 toB 进化充分享受清洁能源价值重估！10%可持续增长来自：1、垃圾量增产能爬坡！25 年垃圾处理量增速前三：永兴+18%、中科+16%、军信+14%；产能负荷率前三：瀚蓝 114%、旺能 112%、海创 107%。2、Ai 赋能效率提升！提吨发+降物耗，25 年 8 家公司还原供热后平均吨发 384 度/吨(+0.8%)，厂用电率 15.2%(-0.2pct)，吨上网提升前三：军信+5.7%、海创+3.2%、瀚蓝+1.7%。3、非电可再生价值！绿色蒸汽利用率提升空间大，单项目翻倍利润弹性，25 年板块平均发电供热比 6.7%，较行业首位 24%距 3 倍以上。4、炉渣涨价！垃圾出渣率 20%~30%，含铜 0.3%，含铝 0.25%，零成本矿，如圣元 25 年炉渣提价后平均单价 120~130 元/吨，最高超 200 元/吨；海创 25 年完成 74 个项目的炉渣提价，平均提价近 12 元/吨。5、算电一体化有望突破。旺能南太湖项目已获省级备案；军信、瀚蓝、伟明与合作方签署协议。6、出海新成长提升 ROE！我们测算 24 年东盟 10 国垃圾发电理论空间约 62 万吨/日（约为国内 1/2）。印尼项目首批 4 个，伟明中 2、旺能中 1，电价条件优厚我们测算印尼垃圾发电项目 ROE17.65%（较国内基准模型+3.17pct）。三、模式进步之 toC，分红能力 3 倍提升空间！光大、绿动 25 年国补回款率超 100%！25 年分红潜力前三：光大 224%、绿动 195%、上海环境 157%。我们测算资本开支下降+国补常态化回款+垃圾费长期 toC，板块稳态现金流可支撑的分红比例超 140%，25 年板块平均分红比例 45%，分红能力 3 倍提升空间！重点推荐：瀚蓝环境、三峰环境、军信股份、永兴股份、光大环境、绿色动力环保、海螺创业、伟明环保，建议关注：旺能环境等。行业跟踪：1) 生物油：中国 SAF 价格周环比持平，国内餐厨废油价格环比上升。截至 2026/9/17，①生物航煤：欧洲生物航煤均价 2820 美元/吨，周环比持平；中国生物航煤 2450 美元/吨，周环比持平。②生物柴油：国际市场一代生柴 1195 美元/吨，周环比持平，二代生柴 1890 美元/吨，周环比持平；国内市场一代生柴 8100 元/吨，周环比上升 0.25%，二代生柴 13050 元/吨，周环比上升 0.38%。③UCO：餐厨废油均价 7875 元/吨，周环比上升 0.32%；泔水油均价 7088 元/吨，周环比上升 0.4%；地沟油均价 6355 元/吨，周环比上升 0.1%。2) 环卫装备：26M1-8 环卫新能源销量同增 94.97%。26M1-8，环卫车合计销量 55152 辆，同增 11.25%。其中，新能源环卫车销售 16151 辆，同增 94.97%，新能源渗透率 29.28%，同比+12.58pct。26M1-8 新能源 CR3/CR6 分别为 47.17%/61.94%，同比变动-4.01pct/-1.92pct。其中盈峰环境、宇通重工、福龙马市占率分别 30.91%/10.09%/6.71%。新能源环卫销售河北增量第一，上海新能源渗透率最高达 82.80%。3) 锂电回收：截至 2026/9/18，三元电池粉锂/钴/镍系数分别为 77.0%/77.0%/77.0%，周环比均持平。截至 2026/9/18，碳酸锂价格为 13.44 万元/吨，周环比-7.1%；金属钴 28.10 万元/吨，周环比-2.4%；金属镍 12.59 万元/吨，周环比-2.8%。根据模型我们测算，2026/9/14-2026/9/18 项目平均单位废料毛利为 0.09 万元/吨，较前一周下降 0.061 万元/吨。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 研究助理：田源）

中小盘行业点评报告：半导体：深度回调后的放量转强，修复走到哪

一步——中小盘行业观察

投资要点

1. 2026 年 9 月 12 日至 9 月 18 日半导体板块上涨 8.76%，在 54 个行业板块中居第二位，同期石油石化下跌 3.68%、煤炭采选下跌 2.98%、银行下跌 1.42%。更重要的是涨幅的时间分布：板块近 20 日累计仅上涨 1.89%，其中最近 5 日就贡献了 8.76%，倒推此前 15 个交易日累计下跌约 6.3%。修复启动得非常集中，几乎全部发生在最近一周。
2. 起点是深度回调后的缩量整理。截至 9 月 18 日收盘，板块 193 只样本距前期高点回撤中位数为 35.07%，回撤超过 40% 的仍占 32.6%；近 60 日下跌个股占比 88.1%，近 60 日涨跌幅中位数为 -20.68%。同期近 5 日与近 60 日均量之比的中位数为 0.60，成交尚未回到常态水平，但已较 9 月 11 日的 0.45 明显回升。
3. 分环节的差异比板块整体更值得看。设备环节近 60 日下跌 12.62%、距前期高点回撤 29.10%，是八个环节中最抗跌的；存储环节近 60 日下跌 49.59%、回撤 53.94%，跌得最深。最近一周的反弹里，材料与零部件上涨 13.28%、模拟功率射频上涨 10.51% 领先，存储仅上涨 2.38% 最弱。
4. 小市值弹性更大，但对换手的依赖也更高。36 只可比样本按总市值中位数 1172.5 亿元分组，低市值组近 5 日涨幅中位数 10.80%，高于高市值组的 6.93%；但低市值组回撤中位数 43.30%、9 月 18 日换手率 6.44%，对应高市值组为 36.08% 与 3.38%。
5. 主要判断上，这一轮转强有量能配合但时间太短，尚不足以确认趋势；回撤深度提供了修复空间，但空间不等于兑现，需要回撤收窄与成交回升同时出现。后续值得跟踪四个指标：板块量比能否从 0.60 继续回升、回撤超 40% 的个股占比是否下降、大小市值组换手率差距是否收敛、三季报后 PE（TTM）读数的变化方向（尤其存储环节）。长鑫科技在九成个股上涨的一周里逆势下跌 2.10%，提示存储链的定价分歧仍未收敛。

风险提示：样本期仅五个交易日，单周行情存在反复可能；板块回撤仍深，修复节奏可能放缓；PE 为 TTM 口径，存在滞后；存储环节盈利若回落，低 PE 读数会快速抬升；次新股上市时间较短，回撤自上市首日起算，与老股不完全可比；分类与样本口径存在差异；海外政策与地缘因素存在不确定性。

（证券分析师：汤军）

金融科技 2026H1 业绩综述 ——AI 赋能走向纵深，海外合规生态扩容

β 主线：交投活跃兑现 C 端业绩弹性，板块配置底仓方向。2026H1 市场交投持续活跃，C 端金融科技“流量—变现”传导链条兑现最为顺畅：同花顺归母净利润同比+89.8%，东方财富营收同比+44.9%，指南针、九方智投订单端企稳回暖。C 端平台业绩与市场活跃度高度正相关，在流动性宽松与居民资产配置迁移的大背景下，交投中枢有望持续抬升，C 端龙头仍是板块中业绩最稳健的方向。我们推荐【同花顺】、【东方财富】、【九方智投控股】、【指南针】，建议关注【财富趋势】。

α 主线：AI 布局走向纵深，B 端需求蓄势待发。AI 能力正从辅助工具向 Agent 化落地演进，C 端平台加速 AI 产品矩阵迭代，付费转化与客单价提升逻辑逐步验证；B 端券商 IT 当期业绩虽承压，但券商自建 Agent 平台、Skills 接口、后台流程 AI 化改造的需求正在积蓄，叠加信创深化推进，B 端龙头具备左侧布局价值。AI 是贯穿 C 端与 B 端的产业性主线，产品化进度与商业化数据是核心跟踪指标。我们推荐【同花顺】、【东方财富】、【九方智投控股】、【指南针】、【恒生电子】，建议关注【财富趋势】、【顶点软件】、【金证股份】。

出海主线：海外合规生态扩容，打开中长期成长空间。香港

虚拟资产监管框架持续完善，VATP 持牌机构扩容至 12 家；蚂蚁入主耀才、九方收购方德后持牌化出海加速，富途、老虎等中资互联网券商加快海外虚拟资产布局，OSL、HashKey 业绩弹性逐步释放。海外虚拟资产合规化与金融科技出海构成板块中长期增量空间，牌照获取与场景落地节奏是关键验证点。我们推荐【九方智投控股】、【富途控股】、【HashKey】、【连连数字】，建议关注【OSL 集团】、【联易融科技】、【耀才证券金融】。风险提示：1、宏观经济波动影响。2、资本市场监管趋严。3、行业竞争加剧。4、金融风险传导。5、法律和合规风险。6、技术风险。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：武欣姝）

整车主线周报：本周华为赛力斯合作模式调整，一汽广汽签署意向协议

n 乘用车观点更新：短期来看，由于基数影响，我们预计 2026H2 开始乘用车内需同比降幅有望缩窄。全年维度来看：国内选抗波动+出口选确定性。国内关注高端电动化赛道中对政策扰动不敏感的个股江淮汽车，以及高端化有望放量的吉利汽车/长城汽车/北汽蓝谷/赛力斯/理想等；出口主线优先配置海外体系成熟、执行能力已验证的头部车企，优选比亚迪/长城汽车/奇瑞汽车，以及零跑/小鹏/上汽集团/长安汽车等。n 重卡观点更新：回顾 2025：25 年全年批发 114.4 万辆，同比+26.8%，内销 79.9 万辆，同比+32.8%，出口 34.1 万辆，同比+17.2%，全年内销及出口超市场年初预期。25 年全年内销政策拉动+自然需求回升共振。展望 2026：我们预计 26 年重卡内销有望兑现乐观情形的 80-85 万辆，同比+3%。继续推荐中国重汽 A/H+潍柴动力+福田汽车+一汽解放+中集车辆等重卡头部车企！n 客车观点更新：2026 年以旧换新政策落地，我们认为：1) 客车政策略超我们预期，市场之前对于客车补贴力度做了和乘用车一样会退坡的预期，实际是延续的；2) 25 年公交略低我们预期：25 年公交车销量 2.9 万辆，同比-6%（24 年公交车销量 3 万辆，同比+44%），两年增长下来距离合理更换中枢仍有差距（公交 60 万台保有量，8-10 年更换周期，销量中枢 6 万台）；3) 26 年公交可以更乐观：考虑到八年以上待更新公交数量（10 万台以上）以及销量中枢，我们认为 26 年公交在补贴下仍保持增长，我们保守预计 26 年公交 4 万台同比+40%。推荐头部车企，重点推荐宇通客车/金龙汽车，建议关注中通客车。n 摩托车观点更新：大排量+出口持续高景气，看好龙头车企。我们预测 2026 年行业总销量 1938 万辆，同比+14%，其中大排量 126 万辆，同比+31%。大排量：1) 内销：25H2 大排量内销转弱，我们预计随 26 年国内新品供给推出，内销有望小幅增长，预计 26 年内销 43 万辆，同比+5%；2) 出口：欧洲+拉美中国品牌份额提升空间充足，我们预计 26 年出口 83 万辆，同比+50%。看好大排量+出口持续增长，优选龙头车企。推荐春风动力+隆鑫通用。n 注：下文本周指 9/14-9/18 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。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：孟璐）

推荐个股及其他点评

汇川技术（300124）：股权激励彰显信心，工控强 α ，AIDC&机器人打开成长空间

投资要点 事件：公司公布第八期股权激励计划，拟向不超过 1690 人授予股票权益合计不超过 5368 万股，占总股本的 1.98%。第二类限

制性股票授予价格为 39.41 元/股，股票期权行权价格为 56.3 元/份。按首次授予、假设 26 年 9 月授予测算，预计产生股份支付费用合计 3.33 亿元，26-30 年分别摊销 0.39/1.40/0.87/0.48/0.19 亿元。本次激励规模较以往明显提高，同时人数覆盖及激励力度较大。考核目标清晰明确、工控及新兴业务成长性突出。根据草案，考核目标为 26-29 年剔除联合动力影响后的扣非归母不低于 49/57/68/83 亿元，同比 +23%/+16%/+19%/+22%。若电梯利润按每年约 5 亿元，则工控及新兴业务对应利润目标约为 44/52/63/78 亿元，同比 +26%/+18%/+21%/+24%。

K 型需求下工控 α 持续强化、下游分散与 AI 赋能打开增长空间。短期看，公司 7 月订单同比 +30%，8 月受流程工业走弱、去年基数较高及锂电增速放缓影响，订单增速或有所回落；但半导体、3C 及汽车装备等行业仍快速增长。长期看，公司下游分布广泛，AI 投资、国产替代及国内 OEM 出海仍将持续拉动需求；同时公司将 AI 能力融入产品，叠加软硬件一体化和工艺解决方案能力，竞争优势进一步升维。在产品涨价传导原料成本压力背景下，26Q2 伺服/变频/小型 PLC 市占率达 37.2%/21.4%/14.8%，均创新高，后续有望保持快速增长。

新能源车毛利率压力或将持续、海外与智能底盘支撑盈利修复。26H1 新能源车业务受核心客户销量承压及谈价导致部分订单交付延迟影响，预计 26H2 压力仍在。随 H2 产品顺价逐步落地，叠加海外定点持续推进、主动悬架 26H1 销售额超过 1 亿元及线控制动获得定点，预计 2027 年海外业务和智能底盘逐步放量后，新能源车业务盈利压力将明显缓解。

AIDC&机器人前瞻布局、新业务增长曲线逐步清晰。AIDC 方面，公司已组建相关团队，布局服务器电源和 SST，当前处于样机试制、客户交流阶段，长期目标是提供 AI 数据中心智慧能源整体解决方案。机器人方面，26H1 收入约 6-7 亿元，零部件已有部分定点、电机实现小批量销售，七轴仿生臂完成客户验证，工业泛人形样机正在试机打磨，公司力争年内在 2-3 个工业垂类场景形成价值闭环。

盈利预测与投资评级：考虑到新能源车业务利润承压，我们下修公司 26-28 年归母净利润为 58.2/70.6/84.9 亿元（原值为 60.1/74.1/89.0 亿元），同比 +15%/+21%/+20%，对应现价 PE 分别为 30x/25x/20x，给予 27 年 30x PE，对应目标价 78.3 元，维持“买入”评级。

风险提示：新能源车销量不及预期，竞争加剧等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：许钧赫）

能科科技（603859）：企业级 AI Agent 入选榜单，AI 收入持续高增长事件：

2026 年 9 月 18 日，第一新声智库正式发布 AI Agent 图谱系列最新成果——《Global Agent 100 x 100: 2026 年 Q2 全球企业级 AI Agent 优秀厂商图谱》，凭借在工业 AI Agent 领域的技术深耕与场景落地成果，能科科技入选工业制造行业智能体国内优秀厂商、AI 数据平台/服务国内优秀厂商。

投资要点 “乐系列”夯实工业数字底座，“灵系列”推动 AI 能力嵌入核心业务流程：公司通过“乐系列”沉淀工业数据及业务流程，以“灵系列”承载模型和 Agent 应用，并组建 FDE 团队推动需求洞察、系统部署与产品迭代，工业软件与工业 AI 的协同路径进一步清晰。此次入选工业软件企业创新榜单，有助于提升自研工业软件产品的市场认知度。

2026H1 AI 业务收入与盈利能力同步提升，FDE 模式推动规模化交付：2026H1 公司 AI 产品与服务实现收入 2.94 亿元，同比 +39.15%，其中 2026Q2 实现收入 1.80 亿元，环比 +58.28%；2026H1 收入占比提升至近 40%，跃居各业务板块首位，填补传统进口软件代理实施业务收缩带来的收入缺口。2026H1，AI 业务毛利率达到 53.40%，同比 +6.03pct，主要受产品

标准化水平提升、FDE 交付模式降本及市场需求扩大推动。2026H1 归母净利润为 9469.40 万元，同比-14.38%；2026H1 扣非归母净利润为 7824.43 万元，同比-22.86%，主要系公司加强市场拓展和内部组织体系建设，销售及管理人员成本增加。客户方面，2026H1 新增收入客户 20 余家，累计客户超过 100 家，单体客户 Agent 部署数量及平均需求数量均有所提升。产品与交付方面，2026H1 公司围绕算力与模型管理、数据治理、垂域模型训推及场景 Agent 开发部署构建企业级 AI 应用平台，并设立 AI 融合创新中心、组建 FDE 团队，将 AI Agent 进一步嵌入研发设计、生产制造、质量管理和运维服务等环节，形成从需求洞察到产品交付的业务闭环；同时深化与头部算力、云及大模型厂商的生态合作，联合开发适配工业场景的产品和解决方案。 盈利预测与投资评级：我们维持公司 2026-2028 年归母净利润 2.76/3.58/4.89 亿元。公司前瞻布局 AI agent 业务，打造第二成长曲线，AI 业务继续保持高速增长，维持“买入”评级。 风险提示：相关政策不及预期、AI 发展不及预期、企业产品落地不及预期、市场竞争加剧。

（证券分析师：王紫敬 证券分析师：戴晨）

伊利股份（600887）：藏器于身，待时而动

投资要点 奶价曙光更可期，龙头乳企先受益。近年乳品需求整体呈现疲软态势，销售额从 2021 年 6469 亿元收缩至 2025 年 5436 亿元，期间 CAGR 为-4.3%。原奶供需失衡，奶价深度调整，中下游乳企竞争加剧，2025 年 CR10 较 2023 年下滑 4.8pct；头部乳企喷粉减值带来财务压力，同时信用减值/投资净收益等科目亦受扰动。2026 年曙光更可期，我们持奶价见底并温和复苏判断，伊利股份作为全国头部乳企将会受益供给改善，体现在售价回升和费投优化等，联营牧场盈利亦会改善，从而迎来双击。 操千曲而后晓声，“绩优生”均衡发展。公司过去不断证明自身经营能力和成长空间，经营韧性强劲。

1) 产业链向上游布局，整合全球优质奶源：公司通过专业合作社和联营牧场掌控优质奶源，与牧场打造利益共同体，并积极整合全球优质牧场资源。2) 乳品矩阵全面覆盖，创新突破品类边界：2025 年液奶、奶粉及奶制品、冷饮收入占比分别约 60.7%、28.3%、8.5%，从大数据洞察到全球科研资源整合与产品落地，体系化创新能力不断突破品类边界。3) 全国“织网”精耕，渠道率先下沉：早年公司率先开启产能储备和渠道扁平化变革，并借力商务部“万村千乡”工程迅速下沉。2013 年以来公司深化渠道管控能力，反哺乡镇市场渗透，乡镇村直控网点数量从 2016 年 34 万家扩张至 2020 年 110 万家。4) “伊利=高品质”，品牌心智根深蒂固：公司在发展过程中始终把品质放在最重要位置，品牌有品质，通过好的品牌形象吸引和打动消费者；产品有品质，坚守严格内控标准；员工有品质，核心管理层高度稳定。 锚定增长新曲线，“十五五”再启征程。2025 年“十四五”顺利收官，超额兑现规划目标；2026 年“十五五”再启新程，三大曲线打开成长空间。

1) 精准营养引领升级，提能蓄力掘金蓝海：公司通过供应链全链路构建起自主可控的精准营养体系，一方面婴配粉近年收入规模已突破 200 亿元、且市场份额也已超过飞鹤，形成“澳优+金领冠”双驱，精准营养新品加速落地，引领份额更上层楼；另一方面成人粉市场持续扩容，公司牢据份额榜首，通过融合中式养生智慧，精准匹配中老年人群多元健康诉求。2) 乳深加工全面布局，循序渐进逐步深入：乳深加工 2B 国产替代进程提速，公司深加工产能稳步爬坡，现阶段稀奶油份额领先、奶酪及脱盐乳清粉等产线相继落地，乳铁蛋白等高附加值乳清类产品亦实现技术攻坚。3) 全球布局拾级而上，出海打开远期

空间：公司已从单一产品出口向覆盖全球资源与市场的全产业链布局转型，东南亚以冷饮为抓手突破、澳新市场聚焦乳深加工建设，此外中东/美国等区域亦多点开花。 盈利预测与投资评级：我们预计公司 2026~2028 年归母净利为 101.6、125.9、138.8 亿元，同比-12.1%、+23.8%、+10.3%，对应 PE 为 17、13、12x。短期大额计提商誉减值影响表观盈利，基于需求改善和上游格局向好判断，以及分红回购保障股东权益，首次覆盖，给予“买入”评级。 风险提示：商誉减值风险，原奶价格波动风险，收购整合风险。

（证券分析师：苏铖 研究助理：林蔚）

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>