

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-04-20

宏观策略

2023年04月20日

宏观点评 20230418: 4.5%! “强复苏”打破“弱现实”?

一季度 GDP 超预期，是否意味着围绕着中国经济复苏的疑问将烟消云散？我们并不质疑当前经济运行的整体好转，但在一季度在工业、投资、消费靓丽的数据之下，复苏在结构上仍存在一定的不均衡。工业：动能偏弱，降价去库的压力仍在，出口将是关键。基建：一季度经济的压舱石。地产：亮眼的竣工，未见起色的开工。消费：汽车缺席的“出行”反弹。风险提示：海外货币政策收紧下外需回落，海外经济提前进入显著衰退，严重拖累我国出口。毒株出现变异，疫情蔓延形势超预期恶化。

晨会编辑 陈李

执业证书: S0600518120001

021-60197988

yjs_chenl@dwzq.com.cn

固收金工

固收点评 20230418: 正元转债: 智慧校园服务新生态的引领者

事件: 正元转 02 (123196.SZ) 于 2023 年 4 月 18 日开始网上申购: 总发行规模为 3.51 亿元, 扣除发行费用后的募集资金净额用于基础教育管理与服务一体化云平台项目。盈利预测和投资评级: 我们预计正元转 02 上市首日价格在 109.97~122.76 元之间, 我们预计中签率为 0.0013%。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。

固收深度报告 20230418: 半导体产业链转债复盘(5) ——深科、联得转债

观点: 美国、日本制裁政策升级, 自主可控将推动行业国产化替代进程加速。(1) 我们认为深科转债属于兼具面板设备、半导体设备题材催化的转债次新标的, 且平价、溢价率结构较优, 具备较好投资价值;(2) 联得转债兼具面板设备、半导体设备题材催化, 平价、溢价率结构尚可, 传导弹性相对偏弱, 排序相对次于深科转债, 同样具备较好的投资价值。风险提示: 下游扩产不及预期风险、毛利率下滑风险、强赎风险, 正股波动风险, 发行人违约风险, 转股溢价率主动压缩风险。

固收深度报告 20230418: 转债行业图谱系列(五): 公用事业燃气行业可转债梳理(可转债分析与推荐篇)

观点: 五大维度推荐转债标的: 1) 正股基本面: 天壕转债>皖天转债>首华转债>贵燃转债。2) 等平价溢价率测试: 天壕转债>皖天转债≈贵燃转债>首华转债。3) 股性强弱: 天壕转债>贵燃转债≈皖天转债>首华转债。4) 转债价格弹性: 天壕转债>贵燃转债>皖天转债>首华转债。5) 机构持仓: 皖天转债>贵燃转债≈首华转债>天壕转债。推荐投资风格相对稳健、追求收益风险比最大化、风险厌恶型投资者对皖天转债予以关注, 投资风格相对激进、追求收益最大化、风险承受能力较强的投资者对天壕转债予以关注。风险提示: 宏观经济不及预期; 需求波动超预期; 天然气价格波动超预期。

固收点评 20230418: 经济回暖, 利率难因政策刺激下行

事件: 数据公布: 2023 年 4 月 18 日, 国家统计局公布 2023 年一季度 GDP

和3月经济数据: 2023年一季度GDP当季同比4.5%, 前值2022年四季度2.9%; 2023年3月规模以上工业增加值当月同比3.9%, 前值1-2月累计增长2.4%; 2023年3月社零当月同比10.6%, 前值1-2月累计增长3.5%; 2023年1-3月固定资产投资累计同比达5.1%, 基建投资累计同比达11%, 制造业投资和房地产开发投资累计同比分别下降1.1%和5.8%。观点: 生产和需求两端均回暖, 需求恢复势头强劲。若根据2018-2022年(除去疫情影响的2020年)各季度GDP占比来推断, 一季度4.5%的GDP当季同比意味着全年GDP将达到6.5%, 为实现全年5%的GDP目标创造了好的起点。对于债市而言, 略显“割裂”的各项数据需要时间来去伪存真, 但经济复苏的进程是确定的, 降息等总量货币政策刺激难现, 因此利率难言存在趋势性下行机会。风险提示: 疫情恢复情况不及预期; 国内外货币/财政政策超预期调整。

行业

环保行业跟踪周报: 国家能源局积极推动能源消费侧转型, 持续推荐环保三大成长主线

观点: 国家能源局《2023年能源工作指导意见》积极推动能源消费侧转型; 关注泛半导体等环保设备+再生资源+天然气投资机会。最新研究: 半导体配套治理行业深度: 刚需&高壁垒铸就价值, 设备国产替代&耗材突破高端制程! 气体行业月报: 利好事件持续落地晶圆厂逆周期扩产, 2023年半导体行业景气度扭转, 推动电子特气价格整体上涨。碳月报: 中特估推动环保国企价值重估, CCER方法学公开征集重启渐行渐近。重点推荐: 美埃科技, 凯美特气, 国林科技, 景津装备, 三联虹普, 赛恩斯, 新奥股份, 天壕环境, 仕净科技, 英科再生, 高能环境, 九丰能源, 宇通重工, 光大环境。建议关注: 盛剑环境, 华特气体, ST龙净, 再升科技, 金科环境, 卓越新能。风险提示: 政策推广不及预期, 利率超预期上升, 财政支出低于预期。

大中客车行业深度: 大周期的起点!

观点: 自上而下视角看大中客车行业: 1) 符合“中特估”长期大方向, 代表中国汽车制造业优势子行业走向全球。以“宇通客车”为代表, 国内一流企业走向世界一流企业。2) 站在大周期视角下, 汽车板块正处于第4个周期中(2005年开始算起)。盈利/估值: 拐点正在出现。客车行业2009-2022年这轮周期复盘总结: 2016年为界线, 盈利大幅上下波动。2022年客车行业盈利仍在磨底, 宇通率先走出拐点, 金龙亏损已收窄。展望2023-2025年: 量-价-成本-利有望盈利四重共振, 净利润中枢有望持续回升。估值层面: 客车行业PB合理区间是2-4倍, 极端情况大于4倍, 或小于2倍。当前PB处于历史低位(2倍附近), 随着行业ROE回升有望持续修复。核心受益标的: 宇通客车+金龙汽车。1) 宇通客车: 龙头最先受益。深耕中大客市场, 公交新一轮更新周期+疫情后旅游客车需求提升+海外市场景气度提升多重因素催化大中型客车周期向上。2) 金龙汽车: 改善空间大。全方位布局中大轻客车市场, 三龙整合后协同效应逐步体现, 海外需求回暖推动业绩反转。风险提示: 全球经济复苏不及预期, 国内外客车需求低于预期。

保险II行业深度报告: 守得云开见月明——上市保险公司2022年年报综述

观点: A股上市险企(中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险和中

国人保)已披露 2022 年年报。2022 年上市险企合计实现保险业务收入 2.6 万亿元,同比增长 3.1%;合计实现归母净利润 1,746.9 亿元,同比下降 19.1%;平均 ROE 达 9.5%,期末净资产较年初基本持平;平均现金分红率为 44.8%;合计现金分红总额同比增速为-5.6%,疫情反复持续拖累行业资产负债两端基本面。 个股推荐顺序:中国太保、中国人寿和中国平安。 风险提示:疫情扩散超市场预期、宏观经济复苏低于预期、寿险业转型持续低于预期。

环保行业点评报告:河南省发布新能源和可再生能源发展“十四五”规划

事件:中法联合声明关注碳中和,加快能源和气候转型;多省聚焦秋冬重污染天气消除,防治夏季臭氧污染。重点推荐:美埃科技,景津装备,三联虹普,赛恩斯,新奥股份,天壕环境,国林科技,凯美特气,仕净科技,英科再生,高能环境,九丰能源,宇通重工,光大环境。 建议关注:ST 龙净,盛剑环境,再升科技,金科环境,卓越新能,华特气体。 风险提示:政策推广不及预期,利率超预期上升,财政支出低于预期。

商贸零售行业点评报告:3月社零总额同比+10.6%表现强劲,可选消费品复苏趋势明确

事件:4月18日,国家统计局公布2023年3月社零数据。2023年3月,我国社零总额为3.79万亿元,同比+10.6%(前值为+3.5%),大幅超过wind一致预期的+7.2%;2021~2023年(下称近2年)CAGR为3.3%;除汽车外的消费品零售额为3.36万亿元,同比+10.5%(前值为+5.0%),近两年CAGR为3.5%。3月社零数据表明,消费复苏的趋势还在延续。 推荐标的:周大生,中国中免,厦门象屿,爱美客,上海机场等。 风险提示:疫情二次冲击,居民消费意愿不及预期等。

推荐个股及其他点评

杭叉集团(603298):2022年报点评:业绩符合预期,锂电化、全球化成效显著

事件:2022年公司实现营收144亿元,同比下滑0.5%,归母净利润9.9亿元,同比增长9%,符合我们预期。2022年我国叉车行业销量105万台,同比下滑5%,公司营收相对行业具备明显阿尔法,主要受益产品锂电化和全球化。 盈利预测与投资评级:公司联营企业经营、下游制造业复苏幅度不及预期,出于谨慎性考虑,我们调整2023-2024年归母净利润预测12.5(原值13.4)/15.2(原值16.3)亿元,预计2025年归母净利润18.4亿元,当前市值对应PE为14/11/9倍,维持“增持”评级。 风险提示:地缘政治冲突,制造业复苏不及预期,原材料价格波动等。

中科曙光(603019):2022年年报点评:业绩符合预期,高性能+AI算力领军

事件:公司发布2022年年报,2022年公司营收130.08亿元,同比增长15.44%;归母净利润15.44亿元,同比增长31.27%;扣非归母净利润11.51亿元,同比增长45.50%,符合市场预期。 盈利预测与投资评级:我们维持公司2023-2024年EPS预测为1.39/1.76元,预测2025年EPS为2.21元。我们看好公司作为行业龙头在新基建和AI算力市场的发展,看好持有海光信息等优质资产在信创和AI市场的表现,维持“买入”评级。 风险提示:行业竞争加剧,政策推进不及预期。

伊之密(300415):2022年报点评:低景气度下营收实现正增长,高研

发投入提升产品竞争力

事件：2022 年公司实现营收 36.8 亿元（同比+4.2%），归母净利润 4.05 亿元（同比-21.4%），扣非归母净利润 3.7 亿元（同比-22.1%）。盈利预测与投资评级：考虑到下游通用制造业复苏弱于预期，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 5.58（下调 9%）/7.35（下调 9%）/9.46 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 18/14/11 倍，维持“增持”评级。风险提示：行业景气度不及预期、注塑机海外拓展不及预期、原材料价格上涨风险。

汇川技术（300124）：2023 年一季报预告点评：工控复苏临近增长符合预期，新能源车&电梯业务承压

事件：一季报业绩同比-5%~5%，Q1 营收中值同比持平、归母同比+4%、扣非归母同比-10%，扣非利润略低于市场预期。公司发布 2023Q1 业绩预告，预计 Q1 收入 45.4~50.2 亿元，同比-5%~5%；归母 7.2~7.7 亿元，同比+0%~8%，扣非归母 5.9~6.6 亿元，同比-15%~-5%。按中值测算，2023Q1 收入 47.8 亿元（同比持平）、归母 7.5 亿元（同比+4%）、扣非归母 6.3 亿元（同比-10%）。盈利预测与投资评级：考虑到一季报业绩不及预期，我们下调公司 22-24 年归母净利预期至 42.8/54.0/71.2 亿元（原值为 43.0/56.1/73.0 亿元），同比+20%/26%/32%，对应现价 PE 分别 40 倍、32 倍、24 倍。给予公司 2023 年 40 倍 PE，对应目标价 81.3 元，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济下行、竞争加剧等。

蓝特光学（688127）：2022 年报及 23Q1 点评：传统业务影响出清，静候车载+消费领域新布局业绩释放

事件：公司 22 年度营收 3.8 亿元，同比下滑 8%，归母净利润 1.0 亿元，同比下滑 31%，扣非净利润 0.3 亿元，同比下滑 68%。22 年度毛利率/销售净利率分别为 38%/25%。盈利预测与投资评级：公司传统业务长条棱镜销量下滑且新产品微棱镜放量仍需时间，基于此我们将公司 23-25 年归母净利润调整为 1.9/3.2/4.9 亿元（23/24 年前值为 2.2/3.5 亿元）；基于公司在车载玻璃非球面透镜及 AR 用玻璃晶圆的前瞻性布局，我们继续看好公司未来成长趋势，维持“买入”评级。风险提示：VR/AR 产业发展不达预期，其他产品销量不达预期。

指南针（300803）：金融科技驱动财富管理，看好公司长期潜力

事件：金融信息服务为基石，布局证券业务助增长：1）立足 C 端金融信息服务，公司发展稳健。2）管理团队奠定产品优势，股权结构稳定。3）基石业务拉升净利润，毛利率持续提升。盈利预测与投资评级：指南针金融信息服务业务稳健增长，考虑到公司收购网信证券，目前所处阶段为业务协同的高增速成长阶段，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 3.74/5.64/8.45 亿元，对应 PE 分别为 60.34x、39.97x、26.67x，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：1）证券市场系统性风险；2）行业竞争加剧风险；3）证券业务恢复不及预期风险。

宏观策略

宏观点评 20230418: 4.5%! “强复苏”打破“弱现实”?

一季度 GDP 超预期, 是否意味着围绕着中国经济复苏的疑问将烟消云散? 我们并不质疑当前经济运行的整体好转, 但在一季度在工业、投资、消费靓丽的数据之下, 复苏在结构上仍存在一定的不均衡, 比如: 复苏背后的“三无问题”——通胀、就业和工业企业利润均不及预期。在服务业消费加速复苏的情况下, 第一季度服务业 CPI 也仅录得 0.8%; 3 月城镇失业率虽然有所下降, 但 16-24 岁青年失业率继续攀升超过 19.6%(图 1); 从工业企业利润看, 1 至 2 月利润率较 2022 年下跌了 2 个百分点。这一方面无疑反映出我们仍处于复苏早期, 通胀和就业的表现会相对滞后, 但另一方面可能更加值得注意的本轮复苏的特殊之处, 服务业的显著复苏+制造业的主动去库存, 这与 2020 年和 2022 年的疫后经济反弹有明显的不同(图 2), 而从 3 月工业生产和出口数据看, 制造业能否稳住的关键边际变量还是在出口。一季度中小企业发展指数虽有所回升, 但仍显著低于疫情前水平, 并且在 3 月再度回落(图 3), 表明当前中小企业的运行状况改善有限。一季度民间固定资产投资尚未触底, 并且与整体固定资产投资的增速缺口进一步拉大(图 4), 反映出当前民营企业的投资的意愿仍然不足。由此可见, 虽然给力的一季度 GDP 足以确保全年增速目标的实现, 但对中国经济的预期, 仍需要解决上述经济复苏中的不均衡问题, 这也是为什么我们预期在 4 月政治局会议后会有更多利好民营经济和重视出口的政策出台。工业: 动能偏弱, 降价去库的压力仍在, 出口将是关键。3 月工业制造业同比回升至 3.9%, 但是从第一季度看同比 3%, 弱于 GDP4.5% 的增速, 无疑是经济的拖累; 从环比看, 0.12% 的增速与 2 月持平, 弱于以往 3 月加速的特点; 而在经济复苏的大背景下, 产能利用率继续下滑。根据利润指标的前瞻性来看, 本轮企业去库的过程在第二季度都不会结束, 关键在于需求的反弹(主要来自于基建和出口)是否能有效对冲生产端的“俯冲”动能, 这是第二季度较大的不确定性。从具体行业上, 3 月汽车增速大幅反弹, 去年 3 月吉林省封控存在一定低基数影响, 但较为有限; 新能源车大幅上量是重要推动(同比增速超过 30%)。这意味着当前汽车行业相关的刺激政策出台的可能性并不大。电气机械继续保持韧性, 这与 3 月机电出口和能源基建表现强势相符。民间投资意愿不足拖累制造业投资回升。3 月当月制造业投资同比由 1-2 月的 8.1% 下滑至 6.2%; 而同期制造业增加值增速却由 2.1% 回升至 4.2%。从行业来看, 制造业投资增速改善仅限于电气机械及器材、化学原料及化学制品、纺织、食品制造业等少数行业。我们认为当前在制造业景气尚未恶化的背景下, 拖累制造业投资增速的主要是民间投资意愿的不足: 民间制造业投资增速已经连续 12 个月下滑。如果不解决这一问题, 年内制造业投资增速很可能回落至 5% 以下。基建: 一季度经济的压舱石。一季度通常为基建开工的传统淡季, 但今年在多项政策的支持下, 一批补短板、强功能、利长远、惠民生的重大项目得以有效实施, 使一季度广义基建投资增速录得 10.8%(去年四季度为 12.3%), 实现“淡季不淡”。3 月延续了 1-2 月电热水、交通运输、公共设施三者均衡发力的态势, 不过三大组成部分的投资增速均有回落, 其中交通仓储下滑幅度更缓, 这主要受道路投资增速由降转升的影响。2023 年“扩基建”是稳经济的重要抓手之一, 作为增量政策工具的政策性开发性金融工具有望继续使用, 弥补项目资本金的不足, 同时配合地方专项债撬动更

多民间资本的参与,使更多实物工作量落地。通过金融对基建的支持,2023年基建投资增速有望保持在5%(实际增速)以上。地产:亮眼的竣工,未见起色的开工。销售端表现相对亮眼,一季度住宅销售额与面积同比均转正,3月商品房销售面积接近2019年的水平,结合早先居民超预期的中长贷数据来看,前期积压的购房需求正在集中释放。不过需求的景气尚未传导至开工端,3月开工、施工面积同比跌幅较1-2月扩大,供给端困境体现在两点:一是进入2023年以来竣工同比的回正更多的是依靠保交楼相关政策的推行,考虑到央行现阶段保交楼贷款支持计划实施期至3月末,未来竣工支撑存疑;二是投资难觅起色,房企业绩虽边际好转但仍较疫前偏低,土地交易量磨底,3月螺纹钢与水泥表需先强后弱。修复动能难以积蓄,整体地产投资还不算乐观;近期房价回暖,央行动态调整机制下部分城市存在房贷利率上调的风险,可能扰动后续销售修复。消费:汽车缺席的“出行”反弹。出行相关消费改善显著,珠宝、服装、娱乐用品同比增长持续高增,背后一方面是服务业PMI扩张与拥堵高频指数显示3月出行场景的释放,另一方面是去年同期疫情封控导致的低基数。汽车拖累收窄,一季度零售额同比增速录得-2.3%,降价促销影响3月燃油汽车CPI同比下降4.5%,近期国六老款车型的清库存压力可支撑销量。石油及制品零售额同比增长9.2%,考虑到3月汽油零售价格同比下降10%左右,量的涨幅可能更加显著。地产链受竣工拉动效果有限,家电与装潢3月同比转负。向后看,本轮复苏的旅游出行热潮还将持续,这一点从央行调查的结果可见一斑。风险提示:海外货币政策收紧下外需回落,海外经济提前进入显著衰退,严重拖累我国出口。毒株出现变异,疫情蔓延形势超预期恶化。

(证券分析师:陶川 证券分析师:邵翔)

固收金工

固收点评 20230418: 正元转债: 智慧校园服务新生态的引领者

事件 正元转 02 (123196.SZ) 于 2023 年 4 月 18 日开始网上申购: 总发行规模为 3.51 亿元, 扣除发行费用后的募集资金净额用于基础教育管理与服务一体化云平台项目。 当前债底估值为 71.93 元, YTM 为 3.06%。正元转 02 存续期为 6 年, 中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为 A+/A+, 票面面值为 100 元, 票面利率第一年至第六年分别为: 0.20%、0.40%、0.60%、1.50%、1.80%、2.00%, 公司到期赎回价格为票面面值的 115.00% (含最后一期利息), 以 6 年 A+ 中债企业债到期收益率 8.96% (2023-04-14) 计算, 纯债价值为 71.93 元, 纯债对应的 YTM 为 3.06%, 债底保护一般。 当前转换平价为 96.89 元, 平价溢价率为 3.20%。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 2023 年 10 月 24 日至 2029 年 04 月 17 日。初始转股价 32.85 元/股, 正股正元智慧 4 月 14 日的收盘价为 31.83 元, 对应的转换平价为 96.89 元, 平价溢价率为 3.20%。 转债条款中规中矩, 总股本稀释率为 7.07%。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 32.85 元计算, 转债发行 3.51 亿元对总股本稀释率为 7.07%, 对流通盘的稀释率为 7.07%, 对股本摊薄压力较小。 我们预计正元转 02 上市首日价格在 109.97~122.76 元之间, 我们预计中签率为 0.0013%。综合可比标的以及实证结果, 考虑到正元转 02 的债底保护性一般, 评级和规模吸引力一般, 我们预计上市首日转股溢价率在 20% 左右, 对应的上市价格在 109.97~122.76 元之

间。我们预计网上中签率为 0.0013%，建议积极申购。观点 2017 年以来公司营收稳步增长，2017-2021 年复合增速为 20.53%。自 2017 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“V 型”波动，2017-2021 年复合增速为 20.53%。2021 年，公司实现营业收入 9.48 亿元，同比增加 14.77%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2017-2021 年复合增速为 8.62%。2021 年实现归母净利润 0.58 亿元，同比增加 111.35%。公司主营业务稳定，系统建设、智能管控和运营与服务为其主要营收来源。2019-2021 年三大主营业务合计占营业收入的比例分别为 100%、99.97% 和 100%。系统建设收入主要为智慧一卡通系统建设，占营业收入比重最高，系公司最主要的收入来源，2019-2021 年占比分别为 77.05%、75.61%、78.80%，收入结构稳定。智慧一卡通系统近年来在教育系统内得到了迅速的推广和普及，融合智能服务模式代替了传统的校园管理模式，深受各大高等院校的青睐。公司销售净利率和毛利率维稳，销售费用率上行，财务费用率和管理费用率维稳。2017-2021 年，公司销售净利率分别为 9.19%、8.84%、5.84%、3.63% 和 6.80%，销售毛利率分别为 39.51%、39.78%、37.85%、37.35% 和 40.42%。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）

固收深度报告 20230418：半导体产业链转债复盘（5）——深科、联得转债

观点 美国、日本制裁政策升级，自主可控将推动行业国产化替代进程加速。2022 年预计全球半导体设备销售将达到 1085 亿元，其中中国大陆仍是全球最大的半导体市场。2022 年以来，美国对华半导体出口管制不断升级，2022Q4 中国半导体设备进口额同比随之下滑。近期日本政府宣布将高端半导体制造设备等 23 品类加入到出口管制对象其中就包括半导体后道的封测设备包括探针台、划片机、测试机等设备，在美国与日本对于半导体设备出口限制升级的大背景下，国产半导体设备厂商将迎难而上。封测设备壁垒低而国产化程度高，国产替代空间仍然广阔。从产业链的角度看，半导体产业链包括材料、设备等上游支撑性行业，芯片设计、制造、封装测试等中游制造行业，以及通信、计算机、电子等下游终端应用行业。封测的附加价值较低，劳动密集度高，因而进入壁垒较低，是国产化程度最高的环节。其中被称为“封测三剑客”的测试机，分选机以及探针台国产化率在 2021 年分别为 15%，21% 与 9%，国产化率较低的环节是划片机与贴片机。深科达/深科转债：深科达位于显示面板行业上游制造及检测设备“第一梯队”，布局 OLED 及 LCD 显示器后段制造；在半导体设备方面目前主要布局在半导体设备后道，公司的主营业务由面板设备、半导体设备、直线电机与摄像模组类设备。半导体设备最近三年的营收增长率分别为 84.46%、201.82% 和 130.14%，复合增速达到约 90%，主营业务侧重点已从面板设备转移至半导体后道设备制成。深科转债（118017.SH）于 2022 年 8 月 29 日上市，发行规模为 3.6 亿元，存续规模 3.6 亿元，评级 A+。截至 2023 年 4 月 14 日存续期尚余 5.3 年。我们认为深科转债属于兼具面板设备、半导体设备题材催化的转债次新标的，且平价、溢价率结构较优，具备较好投资价值 联得装备/联得转债：联得装备作为面板行业后道工艺 Module 制成设备龙头。公司目前主要致力于 Module 制程设备的研发生产，同时打造半导体设备后道固晶机、COF 倒装邦定机、以及锂电池设备；在未来苹果 MR，以及 OLED、AMOLED 以及 Micro-OLED 新设备布局广泛应用

下，公司有望打造业务新增长极。联得转债（123038.SZ）于2020年1月22日上市，发行规模为2.00亿元，存续规模1.47亿元，评级为A+，截至2023年4月14日存续期尚余2.7年。我们认为联得转债兼具面板设备、半导体设备题材催化，平价、溢价率结构尚可，传导弹性相对偏弱，排序相对次于深科转债，同样具备较好的投资价值。风险提示：下游扩产不及预期风险、毛利率下滑风险、强赎风险，正股波动风险，发行人违约风险，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）

固收深度报告 20230418：转债行业图谱系列（五）：公用事业燃气行业可转债梳理（可转债分析与推荐篇）

观点 转债行情复盘与分析：1) 贵燃转债：股债平衡型标的，价格123元，溢价率13.74%，AA级，债底保护一般，向上弹性尚可，兼备“进攻性”和“防守性”，评级及存量规模均在燃气行业中处于中游水平；预计业绩负面消息或已反映在转债价格中，短期内较低的溢价率位置出现明显变动概率不大。2) 皖天转债：股债平衡型标的，价格118元，溢价率20.61%，AA+级，向下保护安全边际优于贵燃转债，亦不乏向上弹性空间，适于风险承受能力有限的谨慎型投资者；平价随板块引领上升，但行业出现负面形势时仍走出独立行情，正股自身具备的抗跌能力为转债标的估值增添额外的“保护罩”；价格偏低，估值相对便宜，符合“低价格、低溢价率”的“双低”策略，左侧交易机会凸显，投资性价比较高。3) 天壕转债：纯股型标的，价格240元，溢价率4.80%，A+级，股性显著且长期保持稳定，债底保护相对较薄，较低的溢价率表明转债价格与正股价格涨跌趋势基本同步；价格处于高位，多次触发强赎条款均未行权，叠加目前剩余期限较长且转股比例较低表明短期内强赎风险极低而长期赎回风险高于其余标的，可考虑利用其显著的股性属性积极获取正股价格上涨时带来的弹性收益。4) 首华转债：纯债型标的，价格102元，溢价率101.52%，AA级，余额规模位列行业第一且评级处于中上游水平，债底保护较好，风险总体可控，投资安全性较高，转股溢价率持续高位，向上弹性空间较小，平价需大幅上行至完全消化较高溢价率后才可能驱动估值上升。五大维度推荐转债标的：1) 正股基本面：天壕转债>皖天转债>首华转债>贵燃转债。天壕转债预计2022年归母净利润大幅提升；皖天转债2022年实现营收净利双双两位数正增；首华转债业绩承压，预告2022年净利润同比减少31.33%-41.53%；贵燃转债业绩尚处修复阶段，2022年归母净利润预计同比减少89.79%-85.25%。结合P/E(TTM)而言，天壕转债正股估值处于历史较低位置，经营业绩亮眼，债务压力适中，但现金流和偿债能力一般；皖天转债、首华转债正股估值均接近历史极低位置，经营业绩稳中向好，整体债务压力小且现金流周转流畅，偿债能力优秀；贵燃转债正股估值虽处于极低水平，但经营业绩尚在修复中，资产负债率相对较高，流动性一般，偿债风险较高，建议等待其基本面修复回暖的信号再行配置。2) 等平价溢价率测试：天壕转债>皖天转债≈贵燃转债>首华转债。贵燃转债与皖天转债估值适中，皖天转债的投资性价比略优于贵燃转债，天壕转债当前估值相对偏低，首华转债当前估值有所偏高。3) 股性强弱：天壕转债>贵燃转债≈皖天转债>首华转债。天壕转债以其极低的转股溢价率显示其“纯股型”属性，股性较强；贵燃转债及皖天转债为“股债平衡型”属性，其中皖天转债的债底保护相对于贵燃转债更厚，股性适中；首华转债则为“纯债型”属性，股性偏弱。4) 转债价格弹性：天壕转债>贵燃转债>皖天转债>首华转债。基于可转债价格与其正股价格的日涨跌幅的比值来测算弹性指标，结果与转股溢价率指标所提示股性

强弱总体吻合。5) 机构持仓：皖天转债>贵燃转债~首华转债>天壕转债。流动性方面，皖天转债流动性相对较优，贵燃、首华转债次之，天壕转债一般；增持幅度和均衡性方面，皖天转债机构增持幅度较大且各机构增持数量较均衡，贵燃转债和首华转债增持幅度同样较大但增持数量集中在少数机构，天壕转债增持幅度较小，可见市场交投情绪的分化程度较为显著。6) 综上，推荐投资风格相对稳健、追求收益风险比最大化、风险厌恶型投资者对皖天转债予以关注，投资风格相对激进、追求收益最大化、风险承受能力较强的投资者对天壕转债予以关注。风险提示：宏观经济不及预期；需求波动超预期；天然气价格波动超预期。

(证券分析师：李勇 研究助理：徐津晶)

固收点评 20230418：经济回暖，利率难因政策刺激下行

事件 数据公布：2023年4月18日，国家统计局公布2023年一季度GDP和3月经济数据：2023年一季度GDP当季同比4.5%，前值2022年四季度2.9%；2023年3月规模以上工业增加值当月同比3.9%，前值1-2月累计增长2.4%；2023年3月社零当月同比10.6%，前值1-2月累计增长3.5%；2023年1-3月固定资产投资累计同比达5.1%，基建投资累计同比达11%，制造业投资和房地产开发投资累计同比分别下降1.1%和5.8%。观点 生产和需求两端均回暖，需求恢复势头强劲。分生产和需求来看，3月规模以上工业增加值当月同比3.9%，较1-2当月的累计同比上行1.5个百分点，社零当月同比10.6%，较1-2月的累计同比上行7.1个百分点。一方面，工业生产延续修复，与此前公布的3月制造业PMI的温和回升相呼应，另一方面，需求恢复势头更为强劲。第一，3月全社会用电量当月同比5.9%，预示着经济延续复苏状态，带动工业增加值的回升。但从工业品库存状态看，钢铁行业的产成品库存PMI仍在回升，煤炭的库存去化速度较慢，去库压力令生产端的恢复较需求端缓慢。第二，升级类消费品的大幅增长令社零快速回升。以金银珠宝类和汽车类为例，3月零售额当月同比分别为37.4%和11.5%，较1-2月的累计同比上行31.5和20.9个百分点。汽车销售额的回升在价格战之下，体现的或是“以价换量”的逻辑，但金银珠宝类当月同比的回升除了低基数效应外，也体现了居民消费意愿的回升。第三，2023年一季度的人均可支配收入实际累计同比为2.7%，较上季度回升0.8个百分点，城镇居民人均消费性支出累计同比为4.8%，较上季度回升4.5个百分点。人均可支配收入和消费性支出累计同比均有所回升，且消费性支出上行幅度更大，表明居民的消费能力和意愿回暖。展望后期，建议观察工业产成品库存的去化幅度和速度，以及需求从升级类商品向全品类延伸的情况。制造业、基建和房地产投资累计同比均有所下滑。2023年1-3月，固定资产投资累计同比较1-2月回落0.4个百分点，制造业、基建和房地产投资均有所下滑。(1) 制造业方面，工业企业利润下滑是负面因素，但在去年的高基数下，仍能保持高个位数的增长体现了韧性。高技术制造业是结构型亮点，同时在3月出口数据超预期的背景下，也建议关注纺织服装业和化学原料和化学制品业等出口导向型行业给制造业投资带来的正面拉动作用。2023年1-2月，工业企业利润累计同比为-22.9%，或对制造业投资带来滞后的负面效应。高技术制造业中，以电子及通信设备制造业、医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资为例，2023年一季度两者分别累计增长20.7%、19.9%。(2) 基建方面，基建投资累计同比虽较1-2月有所回落，但依然保持在高位，与专项债发行和财政支出力度相关。在财政部一季度财政收支发布会上，有关负责人表示，2023年1-3月各地发行新增专项债券13228亿元，主要

支持市政和产业园区、基础设施、交通基础设施、社会事业以及保障性住房等领域。财政收支方面，1-2月公共财政收入和支出累计同比分别为-1.2%和7%，保持积极。(3)房地产投资方面，累计同比低位企稳，预计后续回升将相对乏力。2023年1-2月的土地购置费累计同比为16.38%，但由于去年的土地成交价款累计同比始终在低位，土地购置费后续回升将受阻。 债市观点：若根据2018-2022年（除去疫情影响的2020年）各季度GDP占比来推断，一季度4.5%的GDP当季同比意味着全年GDP将达到6.5%，为实现全年5%的GDP目标创造了好的起点。对于债市而言，略显“割裂”的各项数据需要时间去伪存真，但经济复苏的进程是确定的，降息等总量货币政策刺激难现，因此利率难言存在趋势性下行机会。 风险提示：疫情恢复情况不及预期；国内外货币/财政政策超预期调整。

（证券分析师：李勇 研究助理：徐沐阳）

行业

环保行业跟踪周报：国家能源局积极推动能源消费侧转型，持续推荐环保三大成长主线

投资要点 重点推荐：美埃科技，凯美特气，国林科技，景津装备，三联虹普，赛恩斯，新奥股份，天壕环境，仕净科技，英科再生，高能环境，九丰能源，宇通重工，光大环境。 建议关注：盛剑环境，华特气体，ST龙净，再升科技，金科环境，卓越新能。 国家能源局《2023年能源工作指导意见》积极推动能源消费侧转型。国家能源局发布关于印发《2023年能源工作指导意见》（以下简称《意见》）的通知。《意见》指出，积极推动能源消费侧转型。1）加快建设智能配电网、主动配电网，提高接纳新能源的灵活性和多元负荷的承载力，提升生产生活用能电气化水平，重点推进工业、建筑、交通等领域清洁低碳转型。2）推动充电基础设施建设，上线运行国家充电基础设施监测服务平台，提高充电设施服务保障能力。3）完善清洁取暖长效机制，稳妥有序推进新增清洁取暖项目，推动北方地区冬季清洁取暖稳步向好。4）强化能源行业监管。聚焦党中央、国务院交办的能源领域重点任务，进一步强化对国家重大能源规划、政策、项目落实情况监督。 关注泛半导体等环保设备+再生资源+天然气投资机会。(1)技术驱动设备龙头：①半导体配套：A)耗材：进入高端制程/外资客户，重点推荐【美埃科技】电子洁净过滤设备，海外大厂+耗材占比提升驱动加速成长；建议关注半导体洁净室上游滤材和过滤器设备【再升科技】；电子特气新品类突破、制程升级，重点推荐【凯美特气】，建议关注【华特气体】。B)设备：国产化，份额显著突破：建议关注半导体制程废气处理【盛剑环境】；重点推荐【国林科技】臭氧发生器介入半导体清洗，国产化从0到1。②压滤设备：重点推荐【景津装备】全球压滤机龙头，下游新兴领域促成长，配套设备+出海贡献新增长极。③光伏配套重点推荐【仕净科技】光伏制程污染防控设备龙头，单位价值量5-11倍提升成长加速，水泥固碳&光伏电池片积极拓展第二成长曲线；建议关注【金科环境】水深度处理及资源化专家，数字化软件促智慧化应用升级，促份额提升。光伏再生水开拓者，水指标+排污指标约束下百亿空间释放。(2)再生资源：①重金属资源化：重点推荐【赛恩斯】重金属污酸、污废水治理新技术，政策驱动下游应用打开+紫金持股。欧洲碳需求驱动：再生塑料减碳显著，欧盟强制立法拉动需求，重点推荐【三联虹普】尼龙&聚酯再生 SSP 技术龙头，携手华为云首个纺丝 AI 落地；【英科再生】。生物

油原料供应修复单位盈利回升。欧盟减碳加码&生柴原料限制下，UCOME 迎替代性成长良机。建议关注【卓越新能】。危废资源化：重点推荐【高能环境】经济复苏 ToB 环保迎拐点+项目放量期。（3）天然气：重点推荐【新奥股份】龙头城燃转口气量稳定性提升，【天壕环境】稀缺管道资产+布局气源，【九丰能源】。最新研究：半导体配套治理行业深度：刚需&高壁垒铸就价值，设备国产替代&耗材突破高端制程！气体行业月报：利好事件持续落地晶圆厂逆周期扩产，2023 年半导体行业景气度扭转，推动电子特气价格整体上涨。碳月报：中特估推动环保国企价值重估，CCER 方法学公开征集重启渐行渐近。瀚蓝环境：固废稳定燃气有望改善，REITs&地方支持改善现金流。洪城环境：固废并表带动业绩增长，厂网一体化&直饮水拓展可期。仕净科技：签署水泥/钢铁/煤电行业新型 CCUS 合作协议，医药领域 3.59 亿元合同落地。福龙马：环服业务稳中有进，新能源装备表现亮眼 风险提示：政策推广不及预期，利率超预期上升，财政支出低于预期
(证券分析师：袁理)

大中客车行业深度：大周期的起点！

自上而下视角看大中客车行业：1) 符合“中特估”长期大方向，代表中国汽车制造业优势子行业走向全球。以“宇通客车”为代表，国内一流企业走向世界一流企业。2) 站在大周期视角下，汽车板块正处于第 4 个周期中（2005 年开始算起）。板块内部横向比较看，大中客行业或率先形成【国内国外共振】，走出新一轮向上周期。 自下而上视角看大中客车行业：大周期的起点。 景气度：上行周期刚刚开始。大中客车行业本质是 B2B 模式。2009-2017-2022 年客车行业经历了一轮完整的周期轮回：公交车电动化普及与透支消化叠加三年疫情的冲击。展望 2023-2025 年有望开启新一轮成长：1) 疫情后出行需求恢复+新能源普及+一带一路国家客车需求增长等多方面因素共同推进客车出口市场进入快车道，预计三年复合增速 25%。2) 公交车自然更新周期带来的需求恢复+旅游等带动座位客车恢复，推动国内大中客逐步恢复至疫情前 2019 年水平，预计三年复合增速 10%+。2023-2025 年大中客行业总销量我们预测分别为：9.6 万/11.1 万/13.1 万，同比增速分别为：15%/16%/18%。 自下而上视角看大中客车行业：大周期的起点。 格局：头部企业优势增强。穿越长周期的验证，大中客行业形成了 1 超（宇通客车）+2 强（金龙汽车+中通客车）。国内座位客车格局集中：宇通 40%+（市占率，下同），金龙 20%+；国内公交车格局较分散：宇通 20%+，金龙 15%+。出口市场总体延续国内格局但【宇通+金龙】具备全球核心竞争力。 盈利/估值：拐点正在出现。客车行业 2009-2022 年这轮周期复盘总结：2016 年为界线，盈利大幅上下波动。2022 年客车行业盈利仍在磨底，宇通率先走出拐点，金龙亏损已收窄。展望 2023-2025 年：量-价-成本-利有望盈利四重共振，净利润中枢有望持续回升。估值层面：客车行业 PB 合理区间是 2-4 倍，极端情况大于 4 倍，或小于 2 倍。当前 PB 处于历史低位（2 倍附近），随着行业 ROE 回升有望持续修复。 核心受益标的：宇通客车+金龙汽车。1) 宇通客车：龙头最先受益。深耕中大客市场，公交新一轮更新周期+疫情后旅游客车需求提升+海外市场景气度提升多重因素催化大中型客车周期向上。2) 金龙汽车：改善空间大。全方位布局中大轻客车市场，三龙整合后协同效应逐步体现，海外需求回暖推动业绩反转。 风险提示：全球经济复苏不及预期，国内外客车需求低于预期。

(证券分析师：黄细里)

保险 II 行业深度报告：守得云开见月明——上市保险公司 2022 年年

报综述

投资要点 A股上市险企（中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险和中国人保）已披露2022年年报。2022年上市险企合计实现保险业务收入2.6万亿元，同比增长3.1%；合计实现归母净利润1,746.9亿元，同比下降19.1%；平均ROE达9.5%，期末净资产较年初基本持平；平均现金分红率为44.8%；合计现金分红总额同比增速为-5.6%，疫情反复持续拖累行业资产负债两端基本面。

人身险：疫情持续反复冲击超预期，需求不足仍是主要难题。2022年末，年报口径上市险企代理人期末合计人力达168.6万人，同比下降33.1%，约为高点（1H20）的36.4%，重回2015年放开代理人资格考试前的水平。我们测算的2022年上市险企平均人均产能9493元/人/月，平均收入5,174元/人/月，提升质效仍是行业共同课题。质效水平同比虽有改善，是否是“数字游戏”有待观察，绝对水平仍有提升空间。银保独领风骚，新单对总新单贡献同比提升7.5个pct.至27.8%，较2019年（疫情前）提升14.5个pct.。在资管新规正式落地、市场利率下行以及权益市场波动的背景下，保险财富类产品相对于其他金融产品的长期稳健优势凸显。从2022年上市险企寿险业务保费收入排名前五产品一览表中发现，储蓄型业务占比明显提升，中期年金和两全产品帮助客户解决教育金储备等各类中长期财富管理需求，终身寿险满足客户风险保障、资产传承以及长期储蓄的综合需求。业务品质方面，25个月保单继续率同比继续下行，但13个月保单继续率出现企稳改善。

财产险：承保利润量价齐升，基本面显著优于寿险。2022年头部“老三家”财险公司（人保、平安和太保）合计实现财险保费收入9,538.49亿元，同比增长9.5%（2021年：0.63%）；实现综合成本率98.4%（2021年：98.9%）；实现净利润437.11亿元，同比下降3.1%。2022年老三家车险综合成本率为95.9%（2021年：97.3%），其中人保：95.6%、平安：95.8%、太保96.9%，均创出费改以来最好水平。得益于疫情封控使得出险率大幅下降叠加老三家精耕细作，上市险企车险业务品质持续优化，车险赔付率改善带动承保利润提升；非车业务综合成本率为102.6%，平安信保业务大幅拖累非车业务承保盈利。2022年老三家ROE创出近年来新高（人保：12.7%，平安：7.6%，太保：16.7%）。投资收益率明显承压。上市险企合计可投资资产较上年末增长9.67%至13.96万亿元。上市险企合计净投资收益同比增长3.8%，稳住投资收益和利润贡献的基本盘；总投资收益同比大幅下降18.2%，主要系股债市场全年波动下行所致；平均净投资收益率同比下滑0.1个pct.至4.44%；平均总投资收益率同比下滑1.3个pct.至3.78%；考虑其他综合收益后的综合投资收益率同比大幅下行2.5个pct.至2.72%。1H22上市险企合计NBV同比增速为-27.5%，2H22降幅缩小至19.5%，2022年全年价值负增长达25.1%。从NBV归因分析来看，2022年上市险企累计FYP同比下降-0.4%，Margin同比-24.8%（绝对值同比大幅减少6.2个pct.至18.7%）拖累价值增长。2022年上市险企寿险EV同比增速1.6%，集团EV同比增速2.2%，投资回报偏差拖累增速。

投资建议：上市险企完成2022年年报披露，符合市场此前较低的预期。宏观预期持续向好，负债端仍处于改善过渡期，拐点正在验证。个股推荐顺序：中国太保、中国人寿和中国平安。

风险提示：疫情扩散超市场预期、宏观经济复苏低于预期、寿险业转型持续低于预期

（证券分析师：胡翔 证券分析师：葛玉翔 证券分析师：朱洁羽）

环保行业点评报告：河南省发布新能源和可再生能源发展“十四五”规划

投资要点 重点推荐：美埃科技，景津装备，三联虹普，赛恩斯，新奥股份，天壕环境，国林科技，凯美特气，仕净科技，英科再生，高能环境，九丰能源，宇通重工，光大环境。 建议关注：ST龙净，盛剑环境，再升科技，金科环境，卓越新能，华特气体。 全国碳市场碳排放配额（CEA）行情：2023/4/18，CEA 涨跌幅 0.00%；收盘价 56.00 元/吨；成交量 10 吨；成交额 5,60.00 元。 中法联合声明关注碳中和，加快能源和气候转型。1) 民用核能务实合作。继续推进在核能研发领域前沿课题上的合作，支持双方企业研究在核废料后处理等问题上加强工业和技术合作的可能性。2) 解决发展中经济体和新兴市场经济体融资困难问题，鼓励其加快能源和气候转型。3) 气候、生物多样性和土地退化防治是中法两国共同优先事项。为实现每年减少 5000 亿美元有损生物多样性的补贴这一目标作出贡献 4) 中法两国重申各自碳中和/气候中和承诺。法方承诺到 2050 年实现气候中和。中方承诺二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和。5) 支持促进和发展有助于生态转型的融资，鼓励各自金融部门统筹业务和减缓适应气候变化、保护生物多样性、发展循环经济、管控和减少污染或发展蓝色金融等方面的目标 6) 推进建筑节能降碳，推动城市可持续发展。7) 致力于海洋保护与可持续管理森林生态系统。 多省聚焦秋冬重污染天气消除，防治夏季臭氧污染。1) 河南省印发《攻坚行动方案》，旨在打击空气污染，重点实现“双碳”目标，优化产业结构和布局，淘汰老旧低效产能等。2) 山东省政府发布的重污染天气应急预案，针对重污染天气进行管理和应对，包括臭氧污染的预警系统和不同行业应急管理差异化措施。 关注泛半导体等环保设备+再生资源+天然气投资机会。(1) 技术驱动设备龙头：① 半导体配套：A) 耗材：进入高端制程/外资客户，重点推荐【美埃科技】电子洁净过滤设备，海外大厂+耗材占比提升驱动加速成长；建议关注半导体洁净室上游滤材和过滤器设备【再升科技】；电子特气新品类突破、制程升级，重点推荐【凯美特气】，建议关注【华特气体】。B) 设备：国产化，份额显著突破：建议关注半导体制程废气处理【盛剑环境】；重点推荐【国林科技】臭氧发生器介入半导体清洗，国产化从 0 到 1。② 压滤设备：重点推荐【景津装备】全球压滤机龙头，下游新兴领域促成长，配套设备+出海贡献新增长极。③ 光伏配套重点推荐【仕净科技】光伏制程污染防控设备龙头，单位价值量 5-11 倍提升成长加速，水泥固碳&光伏电池片积极拓展第二成长曲线；建议关注【金科环境】水深度处理及资源化专家，数字化软件促智慧化应用升级，促份额提升。光伏再生水开拓者，水指标+排污指标约束下百亿空间释放。(2) 再生资源：① 重金属资源化：重点推荐【赛恩斯】重金属污酸、污废水治理新技术，政策驱动下游应用打开+紫金持股。② 欧洲碳需求驱动：再生塑料减碳显著，欧盟强制立法拉动需求，重点推荐【三联虹普】尼龙&聚酯再生 SSP 技术龙头，携手华为首个纺丝 AI 落地；【英科再生】。生物油原料供应修复单位盈利回升。欧盟减碳加码&生柴原料限制下，UCOME 迎替代性成长良机。建议关注【卓越新能】。③ 危废资源化：重点推荐【高能环境】经济复苏 ToB 环保迎拐点+项目放量期。(3) 天然气：重点推荐【新奥股份】龙头城燃转口气量稳定性提升，【天壕环境】稀缺管道资产+布局气源，【九丰能源】。 最新研究：生物油行业点评：REDIII 加码&原油减产催生柴景气度上行，龙头不惧波动彰显稳健功力。光大环境：运营维持增长占比首超建造，期待现金流改善。锂电回收周报：锂价&折扣系数下降，再生盈利稳定。 风险提示：政策推广不及预期，利率超预期上升，财政支出低于预期

(证券分析师: 袁理 研究助理: 陈致文)

商贸零售行业点评报告: 3月社零总额同比+10.6%表现强劲, 可选消费品复苏趋势明确

事件 4月18日, 国家统计局公布2023年3月社零数据。2023年3月, 我国社零总额为3.79万亿元, 同比+10.6% (前值为+3.5%), 大幅超过wind一致预期的+7.2%; 2021~2023年(下称近2年)CAGR为3.3%; 除汽车外的消费品零售额为3.36万亿元, 同比+10.5% (前值为+5.0%), 近两年CAGR为3.5%。3月社零数据表明, 消费复苏的趋势还在延续。 点评 线上线下社零均实现正增长, 线上增速快于线下。3月网上实物商品零售额为1.04万亿元, 同比+10.9% (前值为+5.3%), 近2年CAGR为6.8%; 推算线下社零总额为2.75万亿元, 同比+10.5% (前值为+3.0%), 近2年CAGR为2.2%。 分消费类型看: 低基数下餐饮实现高增但仍有恢复空间。3月商品零售额同比+9.1% (前值+2.9%), 近两年CAGR为3.3%; 餐饮收入同比+26.3% (前值+9.2%), 餐饮收入高增主要受益于去年基数低, 近2年CAGR仅2.8%。规模以上餐饮收入增速明显好于餐饮收入整体, 3月同比+37.2%, 近2年CAGR为7.6%, 这表明大型餐饮企业的恢复情况更好, 餐饮行业有头部集中的趋势。 分品类看: 可选品整体表现较好, 表明居民消费意愿不断恢复。 必选消费品整体表现稳健: 3月粮油食品、饮料、烟酒、日用品类分别同比+4.4%/-5.1%/+9.0%/+7.7%, 除饮料类之外均实现较好的增速; 中西药品类高基数下实现同比+11.7%, 反映居民仍有囤药需求。 可选消费品: 珠宝表现亮眼, 大件可选品初现恢复迹象。3月服装、化妆品、金银珠宝同比+17.7%/+9.6%/+37.4%, 近2年CAGR为1.4%/1.3%/6.2%, 均有较好的恢复速度, 金银珠宝类在金价上涨的背景下表现抢眼。1-2月表现一般的汽车、通讯器材类有环比改善趋势, 3月同比+11.5%/1.8%, 近两年CAGR为1.6%/2.4%, 或表明居民大件耐用品的消费需求已开始回暖。 3月社零是超预期的, 且结构上也表现不错, 居民消费有全面复苏的势头。2022年3月受疫情影响整体基数偏低, 而2021年3月是一个基数较高的月份。2023年3月的社零数据各个指标在近2年CAGR下仍然表现不错, 反映消费复苏趋势正在延续。2023年3月社零数据中服装、化妆品等可选品延续良好趋势。汽车、通讯器材环比改善, 可选品呈现全面复苏势头。而服务消费领域, 近期各大平台披露的“五一”旅游预定数据表现也十分亮眼。以上信息表明, 居民的消费意愿及消费信心的恢复趋势正持续好转, 我们也看好未来消费的进一步好转。 建议关注: ①服装、化妆品、珠宝、家电等需求弹性较大的可选消费领域; ②疫后复苏修复弹性较大的线下餐饮、出行、商超等行业; ③产业B2B、医美、免税等兼具长期成长性和疫后修复弹性的赛道。 推荐标的: 周大生, 中国中免, 厦门象屿, 爱美客, 上海机场等。 风险提示: 疫情二次冲击, 居民消费意愿不及预期等

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 阳靖)

推荐个股及其他点评

杭叉集团(603298): 2022年报点评: 业绩符合预期, 锂电化、全球化成效显著

事件: 公司披露2022年年报, 业绩符合我们预期。 投资要点 锂电化、全球化成效显著, 利润增速显著强于营收 2022年公司实现营业收入144亿元, 同比下滑0.5%, 归母净利润9.9亿元, 同比增长9%, 符合我们预期。2022年我国叉车行业销量105万台, 同比下滑5%,

公司营收相对行业具备明显阿尔法，主要受益产品锂电化和全球化。利润增速快于营收，主要受益高毛利率锂电叉车占比提升、原材料价格下降及海外渠道规模效应释放。此外，公司利润短期受参股公司经营影响：联营企业中策海潮的控股子公司中策橡胶业绩下滑，确认投资收益减少 7000 万元。分区域看，2022 年公司国内营收 86 亿元，同比下滑 18%，弱于行业内销 12% 降幅，主要系低价值量、高销量的三类车占比低于行业。海外营收 50 亿元，同比增长 70%，强于行业出口 15% 增速，全球竞争力凸显。产品结构优化、原材料价格回落，盈利能力有望持续提升。2022 年公司销售毛利率、净利率分别为 18%、7%，同比提升 2pct、1pct。费用端，公司销售/管理/财务/研发费用率分别为 3.1%/2.2%/-0.1%/4.6%，同比变动 0.4/0.0/-0.2/0.4pct。我们判断公司盈利水平将延续提升趋势：成本端：2022 年 Q3 以来钢材价格持续下行，公司成本端压力减弱，2022 年 Q4 毛利率已回升至 23%，环比提升 7pct。此外，碳酸锂价格下降有望传导至下游，逐步降低电池采购成本。价格端：1) 高价值量的锂电叉车占比提升，带动价格中枢上移。2) 海外渠道建设取得成效，规模效应释放，且海外市场价格竞争不如国内激烈，外资品牌价格为国产品牌 30% 以上。2022 年公司国内毛利率 13%，海外毛利率达 26%，未来海外收入占比提升将带动利润率中枢上移。景气复苏、锂电化与全球化共振，看好国产叉车龙头成长性。我们看好公司成长性：(1) 公司叉车产能充足，工业车辆产能在 40 万台以上，2022 年公司产量 23 万台，产能利用率仅 58%。2023 年初至今，制造业整体呈缓慢复苏趋势，PMI 连续 3 个月位于枯荣线上，需求持续修复，公司有望率先受益。(2) 从产品线上看，公司为业内锂电技术最领先、产品型谱最全面的企业，锂电化趋势下竞争地位提升，产品结构持续优化。且锂电叉车相对内燃叉车毛利率高 2-3pct，公司利润中枢有望上移。(3) 国产叉车具备锂电产业链领先、性价比优势，海外锂电化大背景下有望弯道超车。2021 年全球前三叉车龙头丰田、凯傲、永恒力收入体量分别为 159/74/55 亿美元，同期公司仅 23 亿美元，成长空间极大。盈利预测与投资评级：公司联营企业经营、下游制造业复苏幅度不及预期，出于谨慎性考虑，我们调整 2023-2024 年归母净利润预测 12.5(原值 13.4)/15.2(原值 16.3)亿元，预计 2025 年归母净利润 18.4 亿元，当前市值对应 PE 为 14/11/9 倍，维持“增持”评级。风险提示：地缘政治冲突，制造业复苏不及预期，原材料价格波动等。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：罗悦 研究助理：韦译捷)

中科曙光 (603019)：2022 年年报点评：业绩符合预期，高性能+AI 算力领军

事件：公司发布 2022 年年报，2022 年公司营收 130.08 亿元，同比增长 15.44%；归母净利润 15.44 亿元，同比增长 31.27%；扣非归母净利润 11.51 亿元，同比增长 45.50%，符合市场预期。投资要点 业绩持续高增，盈利质量持续提升：公司 2022 年归母净利润 15.44 亿元，同比增长 31%，自 2017 年开始每年维持 30% 以上的归母净利润高速增长，归母净利率达到 2012 年以来最高水平 11.87%，充分体现公司竞争力和市场地位。分业务来看，公司 2022 年 IT 设备营收 114.48 亿元，同比增长 15%，毛利率 19.66% (同比+2.31pct)；2022 年软件开发、系统集成及技术服务营收 15.55 亿元，同比增长 18%，毛利率 74.72% (同比+1.96pct)，盈利质量持续提升。算力平台赋能 AI 大模型：公司不断提升运营服务能力，开拓算力服务业务。通过一体化算力服务平台，实现对算力、存储、网络以及数据等分布资源的整合，

并通过统一的算力服务门户，根据科学计算、工程计算和智能计算等场景需求，向用户输出算力、算法、数据、应用高度协同的一体化资源。公司一体化算力服务平台支持科学计算、工程计算和智能计算等场景需求，目前已形成面向金融、电力、教育、交通、环保等传统行业，以及汽车、风电、生物、材料等领域研发创新的智能计算解决方案，已为“紫东太初”等多个国内大模型训练提供算力支持。国家超算互联网部署工作启动，公司有望持续受益：近日，国家超算互联网工作启动会在天津召开，未来，科技部将通过超算互联网建设，打造国家算力底座，促进超算算力的一体化运营，助力科技创新和经济社会高质量发展。会议预计到 2025 年底，国家超算互联网将可形成技术先进、模式创新、服务优质、生态完善的总体布局，有效支撑原始科学创新、重大工程突破、经济高质量发展、人民生活品质提高等目标达成，成为支撑数字中国建设的“高速路”。公司高端计算机兼顾性能、能效、应用生态，具有领先的计算密度和节能性，产品整合高速网络和存储技术，可实现超大规模线性扩展，广泛应用于高性能计算和 AI 智算场景，公司作为产业龙头将持续受益。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023-2024 年 EPS 预测为 1.39/1.76 元，预测 2025 年 EPS 为 2.21 元。我们看好公司作为行业龙头在新基建和 AI 算力市场的发展，看好持有海光信息等优质资产在信创和 AI 市场的表现，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧，政策推进不及预期。

（证券分析师：王紫敬）

伊之密（300415）：2022 年报点评：低景气度下营收实现正增长，高研发投入提升产品竞争力

投资要点 营收维持正增长，新能源车打开长期发展空间 2022 年公司实现营收 36.8 亿元（同比+4.2%），归母净利润 4.05 亿元（同比-21.4%），扣非归母净利润 3.7 亿元（同比-22.1%）。其中 Q4 单季度营收 8.4 亿元（同比-3.6%，环比-9.5%），归母净利润 0.78 亿元（同比-8.9%，环比-10.3%），收入端和利润端同环比均有一定下滑，主要系 2022 年年底疫情放开，公司订单交付、收入确认均受到一定影响。1）分产品营收来看，注塑机&压铸机收入微增，橡胶机增长较为稳健：2022 年注塑机/压铸机/橡胶机营收分别为 26.6/5.8/1.4 亿元，同比分别+2.8%/+0.6%/+8.9%；2）分海内外来看，海外业务继续稳健增长：公司海外收入占比由 2021 年的 23.75%提升至 2022 年的 24.8%，同比+1.0pct；3）分下游来看，2022 年汽车/3C/家用电器行业的营收占比分别为 25.25%/11.3%/9.5%，同比分别+6.4pct/-4.4pct/-2.5pct，其中汽车行业营收占比上升主要系新能源车对大型压铸机及注塑机需求增加。受行业低景气度拖累，盈利能力短期承压 1）2022 年销售毛利率为 31.1%，同比-3.4pct，主要系：①行业景气度较低，价格竞争较为激烈；②原材料价格高企对毛利率造成不利影响；③报告期内第三工厂部分厂房完工转固，而销售收入增长较为平缓，导致单位制造费用较高。分产品来看，公司注塑机/压铸机毛利率分别为 30.5%/30.6%，同比分别-3.4%/-4.6%。我们预计随着 2023 年下游通用制造业逐步复苏，公司主要产品毛利率有望恢复性增长。2）2022 年归母净利率和扣非归母净利率分别为 11.5%和 10.0%，同比分别-3.4pct和-3.4pct。公司期间费用率由 2021 年的 20.2%小幅上升至 2022 年的 20.4%，同比+0.2pct，其中销售/管理（含研发）/财务费用率分别+0.3pct/+0.4pct/-0.6pct。2022 年经营性现金流达 3.5 亿元（同比+9.9%），应收账款周转天数为 60.5 天（同比+10.0 天），存货周转天数为 187.5 天（同比+20.7 天）。截至 2022 年末，公司存货余额为 13.5

亿元（同比+7.4%）；合同负债 4.3 亿元（同比+4.1%），在手订单较为饱满。高研发投入提升产品竞争力，产能扩张保障公司未来成长性公司持续加码研发，推动产品逐步高端化。2022 年，公司研发支出 1.8 亿元，占营收比重 4.9%，同比+0.5pct。主要研发项目“新能源汽车结构件一体化压铸成型解决方案”已出样机，目前处于调试、试模阶段；“超大型高端注塑成型装备的关键技术研究及产业化”项目研发的超大型二板式注塑机目前已交付给客户。公司持续扩张产能，保障公司未来高成长性。1) 注塑机领域：印度古吉拉特邦工厂于 2022 年 10 月正式投产，该工厂全面达产后年度产能可达 2000 台；2) 五沙第三工厂于 2022 年 12 月正式投产，全面达产后预计能为公司注塑机产品线新增年度产能 25 亿元。2) 压铸机领域：公司超重型压铸机厂房已于 2022 年 12 月建成投产，具备年生产大型和超大型压铸机 100 台的能力，新增压铸机年度产值超 10 亿元。盈利预测与投资评级：考虑到下游通用制造业复苏弱于预期，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 5.58（下调 9%）/7.35（下调 9%）/9.46 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 18/14/11 倍，维持“增持”评级。风险提示：行业景气度不及预期、注塑机海外拓展不及预期、原材料价格上涨风险。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：罗悦）

汇川技术（300124）：2023 年一季报预告点评：工控复苏临近增长符合预期，新能源车&电梯业务承压

投资要点 一季报业绩同比-5%~5%，Q1 营收中值同比持平、归母同比+4%、扣非归母同比-10%，扣非利润略低于市场预期。公司发布 2023Q1 业绩预告，预计 Q1 收入 45.4~50.2 亿元，同比-5%~5%；归母 7.2~7.7 亿元，同比+0%~8%，扣非归母 5.9~6.6 亿元，同比-15%~-5%。按中值测算，2023Q1 收入 47.8 亿元（同比持平）、归母 7.5 亿元（同比+4%）、扣非归母 6.3 亿元（同比-10%）。Q1 非经损益达 1.22 亿元（去年同期 0.20 亿元，系股权类投资项目公允价值变动收益同比增加）。受新能源车、电梯端收入承压以及三费费用率提升影响，扣非利润略低于市场预期。扣非净利率同比下滑，系费用率提升较多。以中值测算，公司 Q1 归母净利率 15.61%，同比+0.61pct；扣非归母净利率 13.14%，同比-1.48pct。毛利率总体提升：1) 工控业务价格端我们预计基本企稳，成本端芯片、大宗价格下降，毛利率同比提升；2) 新能源车、电梯收入预计同比下滑，故工控业务占比提高而结构性拉升毛利率。费用端承压：新业务端数字化、新能源车、能源管理持续投入费用，同时收入同比持稳、规模效应偏弱，研发、销售、管理费用率均有所提升。通用自动化：23 年需求有望见底复苏，龙头有望实现同增 30%。订单层面，23Q1 因高基数+下游需求弱复苏等原因，我们预计 23Q1 工控收入同增 5-10%。分下游，能源/区域型/EU 板块、传统领域如餐饮、空压机、机床、空调增长较好，地产链相关下游疲弱。Q1 工控业务实现增长，且毛利率未受局部价格战影响而下降，表现符合预期。展望 Q2，去年 4 月因外资涨价，经销商提前下单透支需求，因此今年 4 月订单有增长压力；而 5-6 月基数较低，Q3 起有望迎来周期向上拐点；全年工控收入仍有望实现同比+30%。去年交付端超预期带来基数过高，Q1 新能源汽车&电梯收入不及预期。我们预计 23Q1 新能源车、电梯收入同比均有下降，主要系：1) 去年交付端超预期带来高基数（22Q1 新能源车收入同比+167%/电梯同比+28%）；2) 地产端 Q1 尚未明显启动、电梯业务复苏疲弱所致。利润端来看，新能源车下滑对 Q1 利润贡献不大，而电梯下滑对利润有部分负向影响。展望全年，新能源车仍维持收入端同比+50%增速、

利润端有望扭亏；电梯收入有望同比持平，利润率因大宗降价、同比去年有望回升。盈利预测与投资评级：考虑到一季报业绩不及预期，我们下调公司 22-24 年归母净利润预期至 42.8/54.0/71.2 亿元（原值为 43.0/56.1/73.0 亿元），同比+20%/26%/32%，对应现价 PE 分别 40 倍、32 倍、24 倍。给予公司 2023 年 40 倍 PE，对应目标价 81.3 元，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济下行、竞争加剧等。

（证券分析师：曾朵红 研究助理：谢哲栋）

蓝特光学（688127）：2022 年报及 23Q1 点评：传统业务影响出清，静候车载+消费领域新布局业绩释放

事件：公司发布 2022 年报及 2023 年一季报 研发投入与产品结构调整影响短期业绩，传统业务长条棱镜影响出清：公司 22 年度营收 3.8 亿元，同比下滑 8%，归母净利润 1.0 亿元，同比下滑 31%，扣非净利润 0.3 亿元，同比下滑 68%。22 年度毛利率/销售净利率分别为 38%/25%。22 年度主营业务业绩表现：1) 光学棱镜营收 1.4 亿元，同比下滑 39%。2) 玻璃非球面透镜营收 1.6 亿元，同比增长 59%，主要受益于智能驾驶车载环视摄像头及激光雷达需求景气度提升。3) 玻璃晶圆营收 0.4 亿元，同比下滑 6%。2022 年利润下滑主要由于光学棱镜业务亏损，主要是受长条棱镜终端产品技术迭代方案变更销量大幅下滑影响；公司持续加大对车载业务、微棱镜和玻璃晶圆的研发投入力度，全年研发费用 0.7 亿元，同比增长 50%，影响公司利润水平。23 年一季度业绩短期承压：23Q1 实现营收 0.9 亿元，同比下滑 5%，对应归母净利润为 0.05 亿元，yoy-78%，扣非净利润亏损 0.01 亿元，yoy-111%，23Q1 主营业务业绩表现：1) 成像棱镜营收 0.2 亿元，同比下滑 62%。2) 玻璃非球面透镜营收 0.4 亿元，同比增长 45%。我们认为 Q1 业绩主要受制于 1) 车载等非球面透镜业务的增长未能弥补成像棱镜产品在本期收入下滑带来的影响。2) 公司产品结构变化和部分产品成本上升，毛利率较同期下降 9%。当前传统业务长条棱镜影响出清，公司逐步优化营收结构，新布局高附加值产品，玻璃非球面透镜接力长条棱镜营收增长，微棱镜逐步放量贡献营收，营收利润将逐步回归稳健增长。静候车载+消费领域布局业绩释放：1) 微棱镜业务增量可期：公司核心大客户潜望式镜头用微棱镜订单即将进入放量期，接力之前长条棱镜带来的业绩贡献。2) 玻璃非球面业务迎接车载新风口：公司玻璃非球面透镜成功切入速腾聚创、舜宇光学、日立 Maxell 等车载领域核心客户供应链，有望智能驾驶车载环视摄像头及激光雷达需求景气度提升。3) 公司抢先布局玻璃晶圆，下游客户覆盖 AMS、康宁、DigiLens、Magic Leap 等知名企业。AR 眼镜轻量化趋势确定，公司作为上游玻璃晶圆的供应商将率先受益。盈利预测与投资评级：公司传统业务长条棱镜销量下滑且新产品微棱镜放量仍需时间，基于此我们将公司 23-25 年归母净利润调整为 1.9/3.2/4.9 亿元（23/24 年前值为 2.2/3.5 亿元）；基于公司在车载玻璃非球面透镜及 AR 用玻璃晶圆的前瞻性布局，我们继续看好公司未来成长趋势，维持“买入”评级。风险提示：VR/AR 产业发展不达预期，其他产品销量不达预期。

（证券分析师：马天翼 证券分析师：唐权喜 证券分析师：周高鼎 研究助理：王润芝）

指南针（300803）：金融科技驱动财富管理，看好公司长期潜力

投资要点 金融信息服务为基石，布局证券业务助增长：1) 立足 C 端金融信息服务，公司发展稳健。自成立以来，指南针便以金融信息服务业务为主要发力点（2021 年公司金融信息服务业务收入 8.58 亿元，业务收入占比营收持续超过 85%），且专注于个人投资者端。具

有针对性的发展战略使得公司在 C 端市场竞争力强盛。2) 管理团队奠定产品优势, 股权结构稳定。管理层技术背景加持使得公司产品研发具有优势; 指南针第一大股东是广州展新通讯科技(持股占比 40.7%), 其他股东持股占比均不超过 5%, 且公司股权结构稳定。3) 基石业务拉升净利润, 毛利率持续提升。①指南针收入结构稳定, 金融信息服务业务带动利润迅速增长: 2018-2021 年, 公司归母净利润由 1.28 亿元增长至 1.76 亿元(3 年 CAGR 达 11.2%)。中高端产品销量上涨, 驱动公司业绩高增。②2016-2021 年, 公司毛利率基本维持在 85%-89%(近十年毛利率保持于 80%以上)。深耕金融信息服务, 产品具竞争优势: 1) 金融信息服务行业稳步发展。中国证券市场在近 20 年内取得了飞速发展, 投资者数量稳定增长, 金融信息服务需求持续拉升。2013-2020 年, 中国金融信息服务市场规模年复合增速高达 44.52%。2) 产品+服务差异化竞争, 公司优势推动增长。指南针侧重于证券分析软件产品设计, 2021 年公司旗下付费产品付费使用人数及收入均有明显上涨, 高端付费产品收入较去年上涨逾 40%。3) 重营销+产品优+坚持创新, 构筑坚实壁垒。指南针维持高营销投入, 注重获客和客户粘性, 2021 年公司销售费用率高达 55.48%。同年公司营业收入中 92%来源于金融信息服务, 针对客户需求提供针对性服务, 将王牌业务越做越强。公司坚持多元化发展战略, 2021 年投入研发费用 1.09 亿元, 研发费用率达 11.89%, 旨在维持产品科技优势, 在 PC 端基础上开发移动端产品。转型互联网券商, 增强发展潜力: 1) 收购网信, 证券业务步入正轨。网信证券业务牌照齐全, 公司借助其现有业务资源转型互联网券商, 形成围绕个人投资者的业务闭环, 助力突破未来收入增长瓶颈。2) 战略赋能, 金融科技驱动财富管理。指南针提出网信证券“五年三步走”业务规划, 计划兼顾金融信息服务和证券服务业务的发展, 借鉴东方财富发展经验, 依托金融信息服务业务流量为证券业务发展导流。公司致力于将麦高证券打造为以金融科技为驱动、财富管理为特色的金融服务商, 主要客群具备高转化率、经纪业务属性较强及较高的换手率, 三大特点将为财富管理业务发展提供增长保障。盈利预测与投资评级: 指南针金融信息服务业务稳健增长, 考虑到公司收购网信证券, 目前所处阶段为业务协同的高增速成长阶段, 预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 3.74/5.64/8.45 亿元, 对应 PE 分别为 60.34x、39.97x、26.67x, 首次覆盖给予“买入”评级。风险提示: 1) 证券市场系统性风险; 2) 行业竞争加剧风险; 3) 证券业务恢复不及预期风险。

(证券分析师: 胡翔 证券分析师: 王紫敬)

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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5% 以下。

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>