

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-05-10

宏观策略

2023年05月10日

宏观点评 20230509: 4月出口: “一带一路”的对冲力量有多大?

一带一路对冲欧美拖累无疑是2023年出口最大的看点。即使考虑去年的低基数,4月的出口增速也不赖,与韩国、越南等邻国形成鲜明对比;拉动方面,一带一路国家成为主角,欧美发达经济体整体偏弱。我们认为前者对冲后者的主要逻辑是存量博弈下的份额争夺——在此逻辑下,保守估计一带一路对出口增速的拉动超过1个百分点,使得全年出口增速转正。

晨会编辑 张良卫

执业证书: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

固收金工

固收点评 20230509: 转债行业追踪系列(二): 环保水处理行业可转债 2022A&2023Q1 业绩点评及推荐更新

中环转2股性较强,弹性空间可观,且截至2023/4/28转债价格不贵,叠加2022年正股业绩表现亮眼,2023年一季度业绩下滑或带来估值调整,故当前投资性价比较高,适宜采取“双低策略”投资者,因此继续建议予以关注。对于处于“老年期”的联泰转债和国祯转债,建议结合平价走势,关注条款博弈机会。

固收点评 20230509: 供需博弈令利率上行受阻的逻辑在减弱

我们预计二季度利率债供给将保持高位,加之一二级利差走势表明投资者情绪边际走弱,供需博弈给债券带来的支撑在减弱。一方面,往年二季度会迎来利率债的供给高峰,2019-2022年Q2的利率债总发行量分别为39410、55981、54840和68261亿元,利率债发行的季节性特征主要受地方政府债发行节奏的影响,我们预计今年的财政发力将维持前置,从而支撑二季度地方政府债券的发行量。另一方面,一二级利差是投资者对于未来债券市场预期的体现,4月以来有上升趋势,表明需求侧的情绪有所减弱。因此,供需博弈这一阻碍利率上行的因素有所减弱。

固收点评 20230508: 转债行业追踪系列(三): 地产链之建材行业转债 2022A&2023Q1 业绩点评及推荐更新

濮耐转债弹性较好,叠加22年正股业绩表现亮眼,估值较低、性价比高,因此建议追求投资收益的投资者予以关注。

行业

半导体设备零部件 2022 年报&2023 年一季报总结: 设备及零部件国产化加速,在手订单饱满

重点推荐平台化半导体设备零部件龙头【富创精密】,管阀核心零部件供应商【新莱应材】,真空泵由光伏切入半导体【汉钟精机】,气柜模组【正帆科技】,精密金属结构件龙头【华亚智能】。建议关注靶材及精密零部件【江丰电子】、电源环节【英杰电气】。

社会服务行业点评报告: 酒店行业双周报: 奢华酒店和经济型酒店恢复弹性领先

投资建议: 4/16-4/29 两周各类酒店 ADR 走升使 RevPAR 有所表现,龙头

中长期成长可期。2023 年 4/16-4/29 两周各档次酒店同比均持续恢复且 ADR 走升，其中奢华酒店和经济型酒店恢复弹性较好，且经济型酒店 RevPAR 于 4/22-4/29 周创 2023 年新高。伴随着商旅出行等消费场景持续恢复以及各地促销政策的持续发力，我们看好酒店服务消费持续复苏潜力。中长期来看，伴随规模企稳+结构升级，连锁酒店仍有广阔空间，据欧睿数据，到 2026 年中国酒店业市场规模将达 10518 亿元（2020-26 年 CAGR 为 25%）。疫情之下酒店龙头逆势加速扩张，快速卡位市场，竞争优势显著。酒店板块推荐首旅酒店、锦江酒店，建议关注君亭酒店、华住集团-S。

检测服务 2022 年报&2023 年一季报总结：长跑型赛道增长稳健，估值回落底部

重点推荐： 【华测检测】具备国际化基因的第三方检测全品类龙头。短期盈利能力持续提升，精细化管理贡献业绩弹性，中长期“内生+外延”稳步推进，有望成长为国际巨头。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 11.0/13.5/16.4 亿元，维持“增持”评级。 【谱尼测试】国内少有的综合性第三方检测龙头，下游覆盖新能源汽车、军工等多个高景气板块，上市扩产有序进行，持续受益实验室规模效应释放、精细化管理推进、业务结构优化，业绩增长确定性强。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 4.0/5.3/7.2 亿元，成长迎戴维斯机会，维持“增持”评级。 【苏试试验】环境与可靠性试验龙头，卡位军工、半导体、新能源汽车三大高景气赛道，积极拓展 5G 等高端领域，下游需求旺盛。随公司可转债、定增项目进入投产期，苏州、西安、青岛、成都等新建实验室产能释放，业绩有望维持高速增长。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 3.6/4.9/6.4 亿元，维持“增持”评级。 【广电计量】国内顶尖计量检测服务机构，2022 年经营业绩短期受到疫情冲击，订单落地推迟，经营成本上行。中长期看，公司的两大下游军工、新能源车检测需求旺盛，随疫情影响消退，业绩有望恢复性增长。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 3.2/4.7/6.3 亿元，维持“增持”评级。

房地产行业跟踪周报：销售环比回落同比仍强，多城出台放松政策

周观点： 上周受五一假期影响，多地房管局未更新销售数据，新房与二手房环比数据大幅下降。预计 5 月销售仍可维持弱复苏态势，6 月由于 2022 年高基数原因同比数据将承压，全年销售面积增速转正。推荐关注土储充裕、布局聚焦核心城市、信用资质良好的房企，未来有望率先受益于市场复苏和政策放松；同时建议关注物业和代建行业的投资机会。
推荐标的： 1) 开发商：保利发展、招商蛇口、滨江集团，建议关注华发股份、中国海外发展、越秀地产，建议关注保利置业；2) 物业公司：华润万象生活、雅生活服务，建议关注保利物业、越秀服务；3) 代建公司：绿城管理控股。
风险提示： 房地产调控政策放宽不及预期；行业下行持续，销售不及预期；行业信用风险持续蔓延,流动性恶化超预期；疫情反复、发展超预期。

推荐个股及其他点评

长城汽车（601633）：4 月新能源加速渗透，聚焦主品类赛道发展可期
全面迈向新能源时代，新技术&新产品联袂赋能公司转型向上。哈弗枭龙 PHEV 与枭龙 MAX 亮相车展并开启预售，四驱电混技术匹配全场景驾驶需求，引领公司新能源智能电动化进阶；魏牌高端 MPV 车型高山 PHEV/

蓝山 PHEV 组合上市，进击高端智能六/七座市场；坦克 400Hi4/500Hi4 亮相上海车展，继续加码越野新能源市场竞争力；2023 年长城汽车全球销售网络持续完善，公司新能源产品出海加速；随着多品牌持续发力新能源，公司新能源产品销量增长有望带动新能源渗透率快速提升。盈利预测与投资评级：我们维持长城汽车 2023~2025 年归母净利润为 59/100/151 亿元的预测，对应 EPS 分别为 0.70/1.18/1.77 元，对应 PE 估值 41/24/16 倍。维持长城汽车“买入”评级。

广汽集团 (601238)：集团整体 4 月批发环比-24%，埃安创新高

盈利预测与投资评级：自主能源生态产业链实现闭环布局，合资品牌电动转型加速。我们维持 2023-2025 年广汽集团归母净利润预期分别为 88.5/100.32/120.31 亿元，对应 PE 为 13/11/9 倍。维持“买入”评级。风险提示：乘用车终端价格战超出预期；需求复苏低于预期

金龙汽车 (600686)：4 月产销超预期，产品结构优化

基于销量持续超预期，小幅上调 2023 年业绩，将公司 2023~2025 年营业收入从 196/218/254 亿元上调至 205/233/266 亿元，同比 +12%/+14%/+14%，归母净利润从 0.32/2.42/5.22 亿元上调至 0.72/2.41/5.28 亿元，2024~2025 年同比 +233%/+119%，2023~2025 年对应 EPS 为 0.10/0.34/0.74 元，PE 为 76/23/10 倍。维持公司“买入”评级。

吉利汽车 (00175.HK)：4 月新能源/出口表现持续靓丽，L7 即将上市值得期待

新车紧凑登场，银河+极氪引领电动化与智能化转型加速。2023 年公司坚定发力新能源领域，多品牌全价位布局助力新车周期。4 月基于 SEA 浩瀚架构的全新高端 SUV 极氪 X 上市，兼顾智能化配置&动力表现；银河序列产品持续丰富，引领吉利品牌高端化转型。4 月亮相的银河 L7 拥有行业领先雷神混动技术加持。同时，公司正积极布局银河销售网络，加速推进新能源产品推广；2023 年公司新车储备充足，下半年公司还有 A 级轿车银河 L6 和搭载自研双 E04 芯片的纯电 SUV 睿蓝 7 等新车待上市。随着智能化新车持续推出，吉利智能与电动化升级将迈入新台阶。盈利预测与投资评级：我们维持吉利汽车 2023~2025 年营业收入预期为 1783/2353/3009 亿元，分别同比 +20%/+32%/+28%；归母净利润为 50/80/121 亿元，分别同比 -2%/+60%/+50%；对应 PE 分别为 17/10/7 倍，维持吉利汽车“买入”评级。

汇中股份 (300371)：老牌超声波水表企业，行稳致远，进而有为

我国智能水表向超声波水表时代迈进，当前超声波智能水表渗透率尚低：超声波水表已成为水务公司优选水表，进入商业化迅速推广阶段。超声智能水表可实现流量实时抄读、管网漏损监控、压力在线监测、数据挖掘分析等功能，迎合了客户对智慧水务信息化发展的要求，拥有水流、水质、水压等信息的多参数智能水表是实现智慧水务第一步，也是关键一步。2019 年智能水表渗透率已提升至 44.91%，但超声水表的渗透率不足 1%。水表按照智能化可分为智能水表和机械水表，智能水表又可分为智能机械水表和电子水表，我们预计十四五期间我国超声波水表的渗透率从 2019 年的 1% 提升至 2025 年 10% 以上。盈利预测与投资评级：我们预计 2022-2024 年公司归母净利润 1.46 亿元、1.96 亿元、2.36 亿元，同比增长 34.4%、34.1%、20.8%，对应 PE 分别为 17 倍、13 倍、11 倍。考虑到公司深耕超声测流行业，公司管理层富有活力，同时考虑到超声波水表行业的贝塔机会，首次覆盖，给予“买入”评级。

上汽集团（600104）：4月批发环比+6%，合资环比改善

盈利预测与投资评级：传统龙头转身，核心技术新能源三电系统+智能化软硬件全栈布局，飞凡+智己推动自主品牌高端化，合资电动智能变革起步，有望实现销量攀升。我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预期为 134.17/166.17/ 227.09 亿元，对应 EPS 为 1.15/1.42/1.94 元，对应 PE 为 12/10/7 倍，维持公司“买入”评级。风险提示：乘用车需求复苏低于预期；行业价格战超预期。

宏观策略

宏观点评 20230509: 4月出口: “一带一路”的对冲力量有多大?

一带一路对冲欧美拖累无疑是 2023 年出口最大的看点。即使考虑去年的低基数, 4 月的出口增速也不赖, 与韩国、越南等邻国形成鲜明对比; 拉动方面, 一带一路国家成为主角, 欧美发达经济体整体偏弱。我们认为前者对冲后的主要逻辑是存量博弈下的份额争夺——在此逻辑下, 保守估计一带一路对出口增速的拉动超过 1 个百分点, 使得全年出口增速转正。从整体看, 3、4 月份的数据再次验证, 当前观察的中国的出口“不看港口, 不看韩、越”。港口数据和韩国、越南出口通胀作为传统观察中国出口增速的重要指标, 但随着中国出口结构向“一带一路国家”转移, 其对中国出口的指示作用逐渐下降。一方面, 由于多数“一带一路”国家偏向内陆, 汽车、火车等陆路运输占比和增速快速上升, 导致港口数据与实际出口增速持续偏离, 另一方面, 以往韩国、越南出口增速与中国出口基本保持统一趋势, 但由于产品结构差异, 2023 年以来两者产生较大背离。出口结构性变化背景下, 传统观察框架适用性减弱, 信息的噪音和预期的波动可能加大。国别方面, 擘画外贸蓝图的突破口仍在于一带一路国家。除低基数影响之外, 4 月对俄出口的高增反映一带一路贸易持续活跃, 沿路经济带仍是我国稳外贸的“抓手”。4 月对东盟出口增速暂时回落, 不过整体来看, 自 2022 年初以来“俄+东盟升、欧美降”的趋势加速, 日韩份额保持稳定。产品方面, 4 月出口结构继续延续“扬长避短”的属性。中国 4 月汽车及机电出口金额维持强势, 增速较 3 月进一步加快部分源于去年低基数原因, 不过对同比的拉动仍明显好于韩国, 半导体出口跌幅则相较韩国更加“温和”。从散点图看, 量价齐升的汽车出口反映海外车市较高景气度与产业链韧性仍可在一段时间内支撑出口, 而受全球半导体周期影响, 集成电路 4 月出口量与价格均偏萎缩。那么, 2023 年出口最大的变数: 一带一路的空间有多大? 站在 2022 年年底, 市场大多聚焦欧美经济衰退的拖累, 而聚光灯之外一带一路却在稳定外贸上发挥了越来越重要的作用, 那么如何去评估这一空间有多大? 一带一路出口背后存量博弈。在全球经济和贸易放缓的背景下, 我国出口的韧性可能主要来自于存量的博弈——我们认为很有可能是抢占欧美日韩在这些国家的进口份额, 如图所示, 2018 年至 2022 年, 中国在一带一路沿线 10 国的进口份额上涨了 2.5%, 同期欧美日韩下降了 3.8%。博弈的空间有多大? 保守估计 1 个百分点。我们选取“一带一路”沿线 65 国中出口占比最高的 10 个国家, 约占“一带一路”沿线国家总出口的 70%。我们同样根据 2009、2016、2001 年各国进口增速来对标 2023 年 10 国在悲观、中性、乐观三种情形下的总进口, 同时我们假设欧美日韩在以上国家进口份额的下降速度和前四年平均速度一致。由于 2018-2022 “一带一路” 10 国对中国进口份额增幅约占美欧日韩降幅的 60%左右, 所以我们假设 2023 年各国对美欧日韩减少的进口份额有 60%上被中国取代, 估计 2023 年三种情形 10 个国家对中国进口份额, 计算各国对中国进口同比增速。结果显示, 中性假设下, “一带一路”沿线 10 国 2023 年对中国出口增速贡献约为 0.97%, 此外根据 10 国在沿线 65 国中的出口占比 (70%), 大致估算“一带一路”沿线 65 国对我国出口增速总贡献, 约为 1.39% (图 8)。在全球放缓的背景下, 1 个百分点并不少, 我国全年出口增速可能略高于 0%。对欧美日等发达经济体出口增速预测, 思路为在中国加入世界贸易组织后、历次全球经济陷入衰退或是

经济增速大幅下行 (downturn) 的时间段中, 选出与当前宏观背景有相似之处、最具参考意义的三年, 分别作为中性、乐观和悲观情景作为参考。我们对于 2023 年的基准假设为美欧有可能在下半年陷入温和衰退, 我们选择 2009 (全球金融危机)、2016 (美国紧缩后的全球经济放缓)、2001 (科网泡沫破裂, 全球经济温和放缓) 分别作为悲观、中性和乐观情景。根据预测, 中性假设下, 2023 年欧美日韩对我国出口增速贡献约为-1.90%。假设对剩余国家 (在我国出口中约占 26%) 出口增速预测按照 IMF 对 2023 年世界商品贸易数量增速预测即 1.5% 计算, 并考虑价格因素, 使用 IMF 对我国 2023 年 GDP 平减指数同比预测 (0.96%), 计算得出其余国家对我国出口增速贡献约为 0.64%。中性假设下, 2023 年我国出口增速约为 0.13% (图 10)。测算存在低估的风险, 主要来自于两个方面: 数据口径差异和欧美经济体的“韧性”。数据方面, 各国自中国进口的数据和向中国出口的数据存在差异 (无论是绝对量还是增速), 有时这一差异还较大, 一般而言中国出口端的增速会更高, 这意味着我们基于一带一路国家进口数据的测算是低估的; 外需方面, 欧美经济陷入衰退的时点存在较大的不确定性, 可能在今年下半年、也可能在明年, 若后者出现, 那么 2023 年发达经济体对于中国出口的拖累可能没有那么大。风险提示: 东盟、俄罗斯及其他新兴经济体经济增长不及预期, 对外需拉动不足。疫情二次冲击风险对出口造成拖累。欧美经济韧性超预期, 对于中国出口的拖累不足。

(证券分析师: 陶川 证券分析师: 邵翔)

固收金工

固收点评 20230509: 转债行业追踪系列 (二): 环保水处理行业可转债 2022A&2023Q1 业绩点评及推荐更新

观点 2022A&2023Q1 正股业绩点评: 1) 中环转 2: 水处理和固废处理双车轮驱动 2022 年业绩增长, 实现营收 14.05 亿元 (+20.57%, yoy, 下同), 归母净利润 2.08 亿元 (+2.83%)。由于人工、电力等成本上升导致水处理行业成本大幅上行, 设备及辅材成本导致工程建造成本上行, 公司盈利能力有所下降, 毛利率为 33.23% (-7.06pct), 净利率为 16.05% (-12.84pct)。经营性现金流 0.54 亿元 (-54.7%), 主要系特许经营权投资支出增加所致; 2022 年年末资产负债率为 61.81%, 流动比率为 1.28, 偿债能力明显优于水处理行业其余转债标的正股。2023Q1 公司业绩有所下滑, 营收为 2.01 亿元 (-16.59%), 归母净利润 0.45 亿元 (-1.75%)。截至 2023/4/28, 公司 P/E TTM 为 14.69 倍, 位于 2.34% 分位, 处于历史极低分位, 正股估值偏低。2) 联泰转债: 得益于多个项目已投入运营, 2022 年营收持续高速增长, 实现营收 9.82 亿元 (+25.04%)。但伴随项目投运, 公司经营成本大幅增加, 其中管理费用和财务费用 (费用化利息支出) 随之增长, 盈利能力有所下降, 归母净利润 2.68 亿元 (-11.79%), 毛利率 65.17% (-6.14pct), 净利率 28.21% (-29.48pct), “增收不增利”困局亟待解决。公司财务风险较高, 短期偿债压力略大, 表现为 2022 年经营性现金流净流出 0.19 亿元, 2022 年末资产负债率为 70.79%, 流动比率为 0.92, 或意味着转债强赎风险增加。2023Q1 业绩延续 2022 年趋势, 实现营收 3.49 亿元 (+19.1%), 主要系新项目投运及工业级混合油销量增加所致; 归母净利润 0.63 亿元 (-9.19%), 主要系营业成本和信用减值损失大幅增加所致。截至 2023/4/28, 公司 P/E TTM 为 12.71 倍, 位于 3.42% 分位, 鉴于目前营收处于高速增长阶段, 若公司积极采取降本增效措

施，估值或有望上升。3) 国祯转债：由于工程建设板块业务萎缩，2022 年业绩略有承压，实现营收 40.99 亿元 (-8.44%)，归母净利润 4.05 亿元 (+10.43%)。公司盈利能力呈现增强，主要系毛利更高的运营服务占比增加，叠加期间费用大幅下降所致，毛利率 24.95% (+0.39pct)，净利率 8.64% (+21.46pct)。公司经营性现金流为 6.3 亿元 (-32.09%)，2022 年末资产负债率为 71.98%，流动比率为 1.02，表明其短期偿债能力尚可，营收萎缩导致现金流入减少，债权融资为主的资本结构提示公司长期债务负担较重，考验其再融资能力。2023Q1 业绩持续下滑，实现营收 7.13 亿元 (-14.65%)，归母净利润 0.55 亿元 (+0.73%)。截至 2023/4/28，公司 PE TTM 为 12.16 倍，位于 0.39%分位，估值极低，正股性价比或随营收能力修复而逐步显现。

2023Q1 至今转债行情复盘与分析：1) 中环转 2：截至 2023/4/28，转债价格 118 元，平价底价溢价率为 7.37%，转股溢价率为 22.93%，纯债溢价率为 31.99%，到期收益率为 0.51%，属于偏股型转债标的，2023 年以来转债价格随平价上涨，但未随平价下跌，表明向上弹性较好的同时不乏一定债底保护，“进可攻，退可守”优势凸显，当前转债价格及转股溢价率皆提示其不失为“双低偏低价”策略的可选标的。从转股溢价率和平价走势来看，2023 年以来转股溢价率与平价呈显著负相关，其中转股溢价率走势呈正“V”型，在 10%-30%区间内波动，近期呈下行态势；而平价走势则呈倒“V”型，目前接近下修线，但考虑转债于 2022 年中发行且进入转股期不久，标的较为年轻，业绩表现仍值得期待，故预计公司管理层选择短期内执行下修的可能性不高。2) 联泰转债：截至 2023/4/28，转债价格 129 元，平价底价溢价率为 -2.67%，转股溢价率为 29.31%，纯债溢价率为 25.85%，到期收益率为 -9.91%，属于平衡型转债标的，债性股性表现均衡。从转股溢价率和平价走势来看，2023 年以来转股溢价率走势平稳，在 25%-30%区间内窄幅震荡；转换价值接近下修线，目前已进入回售期，叠加公司财务费用率较高（2022 年为 24.58%），票息负担较大，未来或存在条款博弈的可能。此外，关注到 2021 年 2 月至 2022 年 4 月转债价格波动剧烈，推测主要系游资扰动，结合当前转债余额仅为 1.9 亿元，流通盘较小，交易风险较高。3) 国祯转债：截至 2023/4/28，转债价格 114 元，平价底价溢价率为 -18.02%，转股溢价率为 33.36%，纯债溢价率为 9.33%，到期收益率为 -12.01%，属于偏债型标的，但到期收益率不高，债底保护一般，转债价格走势与平价走势背离，股性不显著。从转股溢价率和平价走势来看，2023 年以来平价略有上行带动转股溢价率下行；但平价仍在下修线上下徘徊，转债将于 2023/11/24 到期，目前余额为 2.52 亿元，加上公司短期内基本面支撑不强，不排除公司后续利用下修条款促进转股的可能性，故建议投资者密切关注，择时博取超额收益。

五大维度推荐转债标的：1) 正股基本面维度：中环转 2≈联泰转债>国祯转债：联泰转债和中环转 2 正股 2022 年业绩表现良好，估值极低，其中中环转 2 正股 2022 年实现营收净利双增长但 2023 年一季度业绩呈现一定颓势，而联泰转债则于 2022 年及 2023 年一季度均呈现“增收不增利”态势；国祯转债业绩略有承压。2) 等平价溢价率测试维度：国祯转债>中环转 2>联泰转债：3 只标的估值均在合理区间，100 元平价位置国祯转债性价比最优，其次为中环转 2 和联泰转债（由于联泰转债极端价格波动影响预测有效性，因此测试时剔除极端值）。3) 股性强弱维度：中环转 2>联泰转债>国祯转债：中环转 2 属于偏股型转债，联泰转债属于平衡型标的，国祯转债则债性凸显。4) 转债价格弹性维度：联泰转债>中环转 2>国祯转债。值得关注的是联泰转债在转股溢价率指标下其股性虽弱于中

环转 2，但弹性却相对更强，推测与其市场交投热情更高、交易属性更强或相关。5) 机构持仓维度：中环转 2 > 联泰转债 > 国祯转债：2023Q1，市场对中环转 2 新增关注较多，机构持仓市值增加约 3,347 万元；对其他标的关注较少。6) 综上所述，中环转 2 股性较强，弹性空间可观，且截至 2023/4/28 转债价格不贵，叠加 2022 年正股业绩表现亮眼，2023 年一季度业绩下滑或带来估值调整，故当前投资性价比较高，适宜采取“双低策略”投资者，因此继续建议予以关注。对于处于“老年期”的联泰转债和国祯转债，建议结合平价走势，关注条款博弈机会。风险提示：正股表现不及预期，强赎风险，Choice、Wind 信息更新延迟。

(证券分析师：李勇 研究助理：徐津晶)

固收点评 20230509：供需博弈令利率上行受阻的逻辑在减弱

事件 2023 年以来，债券市场维持“低波动”，一方面疫后存在经济复苏预期，另一方面“资产荒”逻辑依然在演绎过程中，配置力量压制利率上行动力。在此我们将从债券供需博弈的角度，探究利率上行受阻的原因。观点 从发行量和净融资额看债券供给：2023Q1 利率债（国债、地方政府债、政策性银行债）净融资额并不低，信用债（企业债、公司债、中票、短融、PPN）净融资额因贷款投放力度加强而出现超季节性走低。通常而言，债券发行存在季节性特征，因此我们将 2023Q1 的债券的总发行量和净融资额与 2019 年以来 Q1 进行比较。2019-2023 年 Q1 利率债的总发行量分别为 3.3、4.0、3.6、5.2 和 5.3 万亿元，净融资额分别为 1.8、2.5、0.9、2.5 和 1.8 万亿元。总体而言利率债一级市场的发行和供给并不低，分类别来看，地方政府债发行前置以支持基建，从而对冲经济压力，成为利率债供给的主力，2023Q1 总发行量和净融资额分别为 1.9 和 1.6 万亿元。2019-2023 年 Q1 信用债的总发行量分别为 2.2、3.0、3.2、3.3 和 3.2 万亿元，净融资额分别为 0.6、1.7、0.6、1.1 和 0.5 万亿元。由于贷款利率持续下行，2023 年信贷实现“开门红”，对信用债的发行有“挤出”效应。2023 Q1 信用债的平均票面利率为 4.16%，与之对应，2022Q4 金融机构的企业贷款加权平均利率为 3.97%，对于企业而言更倾向于选择成本较低的融资方式。从全场倍数和一二级利差看一级市场情绪：全场倍数是指参与招标的机构认购总规模与计划发行规模之比，全场倍数越高，可一定程度上表明金融机构投资债券的意愿强，情绪好。全场倍数表明 2023Q1 国债和地方政府债的认购情绪均较强，以 10 年期为例，2023 年 3 月国债的平均全场倍数为 4.74，2019 年以来仅次于 2021 年 5 月、8 月和 11 月，彼时演绎的也正是“资产荒”的逻辑；地方政府债的平均全场倍数为 24.96，仅次于 2022 年 2 月。一二级利差，即一级中标利率与二级市场到期收益率之差，若投资者的需求大，预判债市会走牛，则会报更高的价格，接受更低的利率，从而令一二级利差压缩。2023 年以来的国债的一二级利差呈现“U”型的先降后升走势，以一季度末为分水岭，但整体在较窄的范围内波动，表明当前国债一级市场的一致预期并不强，一季度的情绪较好，目前出现边际走弱。国开债的一二级利差走势与国债基本一致，但波动范围较大，主要是由于 3 月 23 日发行的国开债票面利率仅为 2.7402%。从机构配置规模看二级市场情绪：根据各机构在中债登的债券托管规模，可以发现 2023Q1 末与 2022 年年末相比，国债托管量增加 2755 亿元，地方政府债托管量增加 15546 亿元，政策性银行债托管量增加 3588 亿元，企业债券托管量减少 966 亿元。机构的 2023Q1 债券托管量变化与券种的净融资额密切相关，国债、地方政府债和政策性银行债 2023Q1 的净融资额分别为 489、15722 和 2257 亿元，表明二级市场的配置力

量在一季度较强，与一级市场的全场倍数高企相呼应。我们预计二季度利率债供给将保持高位，加之一二级利差走势表明投资者情绪边际走弱，供需博弈给债券带来的支撑在减弱。一方面，往年二季度会迎来利率债的供给高峰，2019-2022年Q2的利率债总发行量分别为39410、55981、54840和68261亿元，利率债发行的季节性特征主要受地方政府债发行节奏的影响，我们预计今年的财政发力将维持前置，从而支撑二季度地方政府债券的发行量。另一方面，一二级利差是投资者对于未来债券市场预期的体现，4月以来有上升趋势，表明需求侧的情绪有所减弱。因此，供需博弈这一阻碍利率上行的因素有所减弱。风险提示：宏观经济不及预期，债券供给量超预期，投资者交易情绪火爆程度超预期。

(证券分析师：李勇 研究助理：徐沐阳)

固收点评 20230508：转债行业追踪系列（三）：地产链之建材行业转债 2022A&2023Q1 业绩点评及推荐更新

2022A&2023Q1 正股业绩点评： 濮耐转债：2022年，公司实现营业收入49.36亿元(同比+12.75%)，归母净利润2.30亿元(同比+174.18%)，主要系公司进一步开拓国内大客户以及海外市场收入创新高贡献增量。盈利能力有所提升，毛利率为20.06%(同比+1.32pct)，净利率为4.35%(同比+2.57pct)，主要系公司集中招标并实现从保供到经营角色的转变，有效降低原料采购价格以控制成本。经营性现金流净流出2.61亿元(同比-37.86%)，主要系报告期以现金形式支付贷款增加所致；2022年年末资产负债率为55.47%，流动比率为1.79，偿债能力较好。2023Q1公司营收稳中有升，利润有所下滑，实现营业收入12.18亿元(同比+6.99%)，归母净利润0.44亿元(同比-41.28%)。截至2023/4/28，公司P/E TTM为19.87倍，位于30.30%分位，性价比尚可。 垒知转债：2022年，公司实现营业收入39.47亿元(同比-19.75%)，归母净利润2.11亿元(同比-22.46%)，主要系疫情扰动、下游建筑业需求下行，拖累公司外加剂等产品的销售。受原材料成本下行利好，公司盈利能力有所提升，毛利率为21.59%(同比+3.31pct)，净利率为5.25%(同比-0.34pct)。经营性现金流4.20亿元(同比+30.60%)，主要系销售回款同比增加；2022年年末资产负债率为42.43%，流动比率为2.12，偿债能力较好。受下游需求低迷影响，2023Q1公司业绩有所下滑，实现营业收入7.80亿元(同比-11.59%)，归母净利润0.48亿元(同比-13.43%)。截至2023/4/28，公司P/E TTM为21.81倍，位于67.03%分位，性价比尚可。 博22转债：2022年，受疫情反复及下游需求不佳影响，公司实现营业收入37.15亿元(同比-17.84%)，归母净利润2.88亿元(同比-45.96%)。减水剂开工不足、终端压力较大，产品毛利率下行带动公司整体毛利率下行，毛利率为34.30%(同比-0.99pct)，净利率为9.64%(同比-3.61pct)。经营性现金流2.19亿元(同比-34.77%)，主要系经营性付款增加所致；2022年年末资产负债率为40.70%，流动比率为2.34，偿债能力较好。2023Q1公司业绩降幅收窄，实现营业收入6.66亿元(同比-7.06%)，归母净利润0.40亿元(同比-49.63%)，主要系公司产能建设、销售团队补充，营业成本和费用偏高拖累利润。截至2023/4/28，公司P/E TTM为24.88倍，位于80.02%分位。 天路转债：2022年，公司实现营业收入38.45亿元(同比-33.44%)，归母净利润-5.19亿元(同比-1396.04%)，主要系西藏水泥熟料市场竞争加剧，且重点项目开工较少，水泥销售量价齐跌，叠加煤炭成本趋高，利润受挫，同时公司多个项目计提资产减值和商誉减值。西藏整体水泥市场供过于求，水泥产量、销量、价格均不及往期，叠加煤炭价格居高，公司盈利能力处于低谷，毛利率为4.71%(同比-11.45pct)，净利率为-15.65%(同比-17.38pct)。经营性现金流净流出

0.49 亿元，22 年年末资产负债率为 56.66%，流动比率为 1.49，偿债能力尚可。3 月以来西藏区内项目陆续复工，2023Q1 公司业绩降幅收窄，实现营收 5.32 亿元(同比-23.41%)，归母净利润-0.85 亿元(同比下降 0.28 亿元)。截至 2023/4/28，公司 P/E TTM 为-12.09 倍。万青转债：2022 年，公司实现营收 112.82 亿元(同比-20.58%)，归母净利润 3.88 亿元(同比-75.64%)，主要系受宏观经济环境及新冠疫情等因素影响，市场需求不足，水泥量价齐跌，且公司墙材企业出现亏损、计提减值。水泥量价齐跌，叠加煤炭等原燃材料价格涨幅较大，公司盈利能力下滑，毛利率为 17.48%(同比-9.88pct)，净利率为 5.18%(同比-11.07pct)。经营性现金流 8.45 亿元(同比-54.88%)；2022 年年末资产负债率为 42.60%，流动比率为 1.63，偿债能力较好。2023Q1 公司水泥价格同比下滑，业绩延续承压，实现营收 19.54 亿元(同比-28.60%)，归母净利润 0.92 亿元(同比-55.97%)。截至 2023/4/28，公司 P/E TTM 为 25.94 倍，位于 99.43%分位。冀东转债：2022 年，受经济下行压力及房地产行业下行等因素影响，公司水泥和熟料综合销量同比下降，公司实现营收 345.44 亿元(同比-4.94%)，归母净利润 13.58 亿元(同比-51.69%)。成本端煤炭等原燃材料价格涨幅较大，公司盈利能力下滑，毛利率为 20.48%(同比-6.41pct)，净利率为 4.07%(同比-7.44 pct)。受价格端和成本端影响，经营性现金流 22.69 亿元(同比-63.47%)；2022 年年末资产负债率为 47.43%，流动比率为 1.19，短期偿债能力略大。2023Q1 水泥价格同比下滑，公司业绩延续承压，实现营收 51.84 亿元(同比 4.35%)，归母净利润-7.92 亿元，同比下滑 5.59 亿元。截至 2023/4/28，公司 P/E TTM 为 27.16 倍，位于 72.22%分位。2023Q1 至今转债行情复盘与分析：濮耐转债：截至 2023/4/28，濮耐转债转股溢价率为 31.92%，纯债溢价率为 14.64%，属于偏债型转债。2023 年以来，转债价格随正股上行小幅提升后保持平稳，债底保护较好。转股溢价率走势呈“V”型，3 月以来正股下跌导致溢价率被动抬升；平价走势呈倒“V”型，目前接近下修线，但考虑到转债存续期超 3 年，短期内暂无下修风险。垒知转债：截至 2023/4/28，垒知转债转股溢价率为 48.87%，纯债溢价率为 33.83%，属于平衡型转债。2023 年以来，转债价格总体平稳，随平价上涨，但不随平价下跌，债底保护尚佳。转股溢价率走势呈“V”型，在 40%-55%区间内波动，3 月下旬以来小幅被动抬升；平价走势呈倒“V”型，1 月 31 日公司公告暂不下修，且在 7 月 1 日前均不下修，短期内暂无下修风险。博 22 转债：截至 2023/4/28，博 22 转债转股溢价率为 84.22%，纯债溢价率为 28.66%，属于偏债性转债。2023 年以来，转债价格先升后降，但降幅远低于正股跌幅，体现转股溢价率的保护作用。转股溢价率走势呈“V”型，2 月下旬以来自 45%快速抬升；平价走势呈倒“V”型，1 月 17 日公司公告暂不下修，且在 7 月 16 日前均不下修，短期内暂无下修风险。天路转债：截至 2023/4/28，天路转债转股溢价率为 14.07%，纯债溢价率为 37.08%，属于偏股性转债。2023 年以来，转债价格起初平稳上涨，3 月底-4 月中旬受交易情绪影响，垂直拉升至接近上市以来最高点，近期略回落。转股溢价率大幅压缩，平价持续上升，1 月中旬仍低于下修线，而目前已越过强赎线，考虑到转债距回售起始日仅余 5 月，且公司正股涨势持续性待观察，叠加财务费用率较高(23Q1 为 7.29%)，建议投资者密切关注强赎风险。万青转债：截至 2023/4/28，万青转债转股溢价率为 63.50%，纯债溢价率为 6.51%，属于偏债性转债。2023 年以来，转债价格总体平稳，转股溢价率走势呈“V”型，大致在 55%-70%间波动；而平价走势呈倒“V”型，3 月 2 日起不下修“锁定期”已过，平价仍持续低于下修线，但

考虑到转债存续期仍有 3 年，公司财务压力较小（23Q1 为 0.29%），且今年以来水泥需求呈现平稳恢复的局面，公司盈利有望否极泰来，短期暂无下修风险。冀东转债：截至 2023/4/28，冀东转债转股溢价率为 75.76%，纯债溢价率为 9.58%，属于偏债性转债。2023 年以来，转债价格总体平稳，转股溢价率走势呈“V”型，4 月中旬以来快速拉升，大致在 60%-80% 间波动。而平价走势呈倒“V”型，长期低于下修线，但考虑到存续期仍有 3.5 年，公司财务压力尚可（23Q1 为 3.29%），且历史上董事会从未提议下修；23 年水泥行业景气底部回升，北方市场节后逐步启动，且区域竞合态势有望进一步优化，公司盈利有望逐季改善，短期内暂无下修风险。推荐转债标的：转债进攻&防守属性：濮耐转债>垒知转债>博 22 转债，天路转债>万青转债>冀东转债；濮耐转债、垒知转债和博 22 转债均为偏债型，但濮耐转债和垒知转债转股溢价率尚可，静候后续调整。天路转债为股债平衡型标的，万青转债和冀东转债债性凸显。条款博弈：除天路转债存在强赎风险外，其余转债的条款博弈主要围绕下修展开。目前，垒知转债和博 22 转债位于递延下修期间；而濮耐转债、万青转债和冀东转债存续期均超 3 年，公司财务压力较低且 23 年盈利有望改善，短期下修风险有限。正股景气度：濮耐转债>垒知转债>博 22 转债，冀东转债>万青转债>天路转债；濮耐转债正股 22 年业绩表现较为优秀，估值分位较低，且 23Q1 营收维持增势；而垒知转债和博 22 转债正股 22 年及 23Q1 业绩均略有承压，且估值分位较高，其中垒知转债正股的盈利能力更强，估值分位也更低。面临 22 年水泥全行业景气下行，冀东转债正股韧性突出，盈利能力下滑幅度较小；而万青转债和天路转债正股承压明显，其中万青转债正股盈利能力更强。机构持仓：濮耐转债>博 22 转债>垒知转债，冀东转债>万青转债>天路转债；23Q1，机构对冀东转债和濮耐转债新增关注较多，机构持仓市值分别增加 4006 万元和 1195 万元，对其他标的关注较少。推荐顺序：濮耐转债>垒知转债>博 22 转债，冀东转债>万青转债>天路转债。濮耐弹性较好，叠加 22 年正股业绩表现亮眼，估值较低、性价比高，因此建议追求投资收益的投资者予以关注。风险提示：强赎风险，正股波动风险，转股溢价率主动压缩风险。

（证券分析师：李勇 研究助理：徐沐阳）

行业

半导体设备零部件 2022 年报&2023 年一季报总结：设备及零部件国产化加速，在手订单饱满

投资逻辑 （1）业绩增速短期受海外周期影响，下半年景气度有望修复 2022 年 6 家 A 股半导体设备零部件上市公司实现营业总收入 131 亿元，同比+33%，归母净利润 19 亿元，同比+63%，利润增速强于营收，板块业绩增速上行，主要受益海外半导体产业链高景气度和国内零部件国产化，各厂商加速产能释放，规模效应摊薄费用。其中，纯度最高、产品线最广的平台型厂商富创精密上市进入高速扩张期，营收、归母净利润同比+83%/94%，表现显著优于行业。2023 年 Q1 6 家 A 股半导体设备零部件上市公司实现营业总收入 28 亿元，同比+11%，归母净利润 3 亿元，同比+6%，受海外周期下行、地缘政治因素影响，增速放缓。考虑到国内半导体零部件进口替代提速、2023 年下半年海外半导体景气度有望复苏，业绩增速有望逐步回暖。

（2）受益半导体设备及零部件国产化提速，双重国产替代前景可观 1）大陆晶圆供不应求，下游扩产及产业链东移是长期趋势。2021 年

中国大陆晶圆产能全球占比仅为 16%，远低于半导体销售额全球占比（2021 年约 35%）。在政策扶持和 IC 设计加速崛起驱动下，大陆晶圆厂扩产、全球晶圆产能东移将成为半导体产业长期发展趋势，国内设备、零部件需求持续旺盛。2) 设备国产化率提升，国产设备商快速崛起。半导体是支撑经济社会发展和保障国家安全的战略性新兴产业，其中设备是产业链的支撑环节。继 2022 年 10 月美国对中国大陆半导体设备制裁升级后，2023 年荷兰、日本相继加入限制阵营，海外制裁升级背景下，我们看好晶圆厂加速国产设备导入，2023 年半导体设备国产化率提升有望超出市场预期。3) 核心零部件市场规模超 150 亿美元，国产化率不足 10%。半导体设备零部件约占设备价值量的 50%，2022 年国内半导体设备市场规模预计约 300 亿美金，对应半导体设备零部件市场规模为 150 亿美元。由于起步较晚、技术壁垒高，核心半导体设备零部件国产化率不足 10%，国产零部件厂商成长天花板极高。4) 拓品+扩产路线清晰，零部件厂进入业绩兑现期。（3）相关标的：重点推荐平台化半导体设备零部件龙头【富创精密】，管阀核心零部件供应商【新莱应材】，真空泵由光伏切入半导体【汉钟精机】，气柜模组【正帆科技】，精密金属结构件龙头【华亚智能】。建议关注靶材及精密零部件【江丰电子】，电源环节【英杰电气】。风险提示：半导体设备行业周期波动，国际贸易摩擦，客户产业链转移风险等。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：罗悦 研究助理：韦译捷）

社会服务行业点评报告：酒店行业双周报：奢华酒店和经济型酒店恢复弹性领先

投资要点 2023 年 4/16-4/29 两周奢华酒店和经济型酒店恢复弹性领先。RevPAR 复苏的弹性排序为奢华酒店>经济型酒店>头部酒店集团>中高端酒店，奢华酒店排名靠前主要因为其 OCC 和 ADR 的恢复弹性较好，经济型酒店 RevPAR 在 4/22-4/29 周创 23 年新高，显示出强劲的恢复趋势。据 STR 的数据，1) RevPAR: 从 4/16-4/29 半月的同比增幅的平均值来看，奢华酒店>经济型酒店>头部酒店集团>中高端酒店，分别为 165%、105%、99%和 94%，奢华酒店和经济型酒店 RevPAR 趋势走升且经济型酒店在 4/22-4/29 周创 23 年峰值，其他两类酒店 RevPAR 走势震荡。分拆来看，2) OCC: 4/16-4/29 半月 OCC 的平均值排序为头部酒店集团>中高端酒店>经济型酒店>奢华酒店，分别为 76%、76%、70%和 68%，但 OCC 同比增幅的平均值排序为奢华酒店>经济型酒店>中高端酒店>头部酒店集团，分别为 32、26、24 和 22pct，四类酒店 OCC 自 4/09-4/15 周后均有所下滑，头部酒店集团的 OCC 领先但奢华酒店的 OCC 恢复弹性领先。3) ADR（平均房价，单位：元/间）：4/16-4/29 半月 ADR 同比增幅平均值排序为奢华酒店>头部酒店集团>中高端酒店>经济型酒店，分别为 42%、41%、34%和 30%，四类酒店 ADR 自 4/09-4/15 周后均走升，且经济型和头部酒店集团 ADR 在 4/22-4/29 周达 2023 年高点。奢华酒店：4/16-4/29 半月 RevPAR 相比 4/09-4/15 周走升。OCC 自 4/09-4/15 周后连续下滑至 4/23-4/29 周的 67.4%，下滑 2.7pct。ADR 持续上升，在 4/23-4/29 周同比增长 43.7%。经济型酒店：4/16-4/29 两周 RevPAR 自年初以来强势走升，于 4/23-4/29 周达 2023 年高点 149 元/间。OCC 自 4/09-4/15 周后连续下滑至 4/23-4/29 周的 68.7%，下滑 4.1pct。ADR 持续上升并在 4/23-4/29 周创新高至 216 元/间。头部酒店集团：4/16-4/29 两周 RevPAR 基本与 4/09-4/15 周持平。OCC 自 4/09-4/15 周后连续下滑至 4/23-4/29 周的 75.1%，下滑 5.3pct。ADR 持续上升，在 4/23-4/29 周

创 23 年新高至 356 元/间。中高端酒店：4/16-4/29 半月 RevPAR 相比 4/09-4/15 周变动不大。OCC 自 4/09-4/15 周后连续下滑至 4/23-4/29 周的 74.6%，下滑 5.2pct。但 ADR 持续上升，在 4/23-4/29 周同比增长 36.2%至 432 元/间，仅次于春节期间 ADR436 元/间的高点。投资建议：4/16-4/29 两周各类酒店 ADR 走升使 RevPAR 有所表现，龙头中长期成长可期。2023 年 4/16-4/29 两周各档次酒店同比均持续恢复且 ADR 走升，其中奢华酒店和经济型酒店恢复弹性较好，且经济型酒店 RevPAR 于 4/22-4/29 周创 2023 年新高。伴随着商旅出行等消费场景持续恢复以及各地促销政策的持续发力，我们看好酒店服务消费持续复苏潜力。中长期来看，伴随规模企稳+结构升级，连锁酒店仍有广阔空间，据欧睿数据，到 2026 年中国酒店业市场规模将达 10518 亿元（2020-26 年 CAGR 为 25%）。疫情之下酒店龙头逆势加速扩张，快速卡位市场，竞争优势显著。酒店板块推荐首旅酒店、锦江酒店，建议关注君亭酒店、华住集团-S。风险提示：疫情反复；宏观经济波动；行业竞争加剧风险；酒店公司经营&扩张不及预期风险。

（证券分析师：汤军 证券分析师：李昱哲）

检测服务 2022 年报&2023 年一季报总结：长跑型赛道增长稳健，估值回落底部

重点推荐：【华测检测】具备国际化基因的第三方检测全品类龙头。短期盈利能力持续提升，精细化管理贡献业绩弹性，中长期“内生+外延”稳步推进，有望成长为国际巨头。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 11.0/13.5 /16.4 亿元，维持“增持”评级。

【谱尼测试】国内少有的综合性第三方检测龙头，下游覆盖新能源汽车、军工等多个高景气板块，上市扩产有序进行，持续受益实验室规模效应释放、精细化管理推进、业务结构优化，业绩增长确定性强。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 4.0/5.3/7.2 亿元，成长迎戴维斯机会，维持“增持”评级。

【苏试试验】环境与可靠性试验龙头，卡位军工、半导体、新能源汽车三大高景气赛道，积极拓展 5G 等高端领域，下游需求旺盛。随公司可转债、定增项目进入投产期，苏州、西安、青岛、成都等新建实验室产能释放，业绩有望维持高速增长。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 3.6/4.9/6.4 亿元，维持“增持”评级。

【广电计量】国内顶尖计量检测服务机构，2022 年经营业绩短期受到疫情冲击，订单落地推迟，经营成本上行。中长期看，公司的两大下游军工、新能源车检测需求旺盛，随疫情影响消退，业绩有望恢复性增长。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 3.2/4.7/6.3 亿元，维持“增持”评级。

风险提示：宏观经济及政策变动、实验室投产进程不及预期、并购后协同效应不及预期等

（证券分析师：周尔双 证券分析师：罗悦 研究助理：韦译捷）

房地产行业跟踪周报：销售环比回落同比仍强，多城出台放松政策

投资要点 上周（2023.4.29-2023.5.5，下同）：上周（5.4-5.5）房地产板块（SW）涨跌幅+2.8%，同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为 -0.3%，-0.5%，超额收益分别为+3.1%、+3.3%。29 个中信行业板块中房地产位列第 5。 **房地产基本面与高频数据：**（1）新房市场：上周 38 城新房成交面积 187.8 万方，环比-53.0%，同比+23.8%；2023 年 5 月 1 日至 5 月 5 日累计成交 124.5 万方，同比+57.4%。今年截至 5 月 5 日累计成交 6245.6 万方，同比+14.2%。（2）二手房市场：上周 14 城二手房成交面积 69.2 万方，环比-70.3%，同比+32.8%；2023 年 5 月 1 日至 5 月 5 日累计成交 63.8 万方，同比+139.3%。今年截至

5月5日累计成交3043.2万方，同比+69.1%。（3）库存及去化：上周14城新房累计库存9443.0万方，环比-0.4%，同比-0.9%；14城新房去化周期为14.7个月，环比变动+0.1个月，同比变动-0.8个月。一线、新一线、二线、三四线城市去化周期为11.6个月、9.0个月、14.9个月、39.0个月，环比分别变动+0.0个月、+0.2个月、-0.4个月、+0.0个月。（4）土地市场：2023年5月1日-2023年5月7日百城供应土地数量为130宗，环比-81.1%，同比-52.6%；供应土地建筑面积为863.8万方，环比-80.6%，同比-53.9%。百城土地成交建筑面积1468.8万方，环比-20.6%，同比-24.7%；成交楼面价788元/平，环比-66.9%、同比-71.3%；土地溢价率4.7%，环比-1.3%，同比+3.5%。重点数据与政策：中央政治局再提“房住不炒”定位，支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼、保民生、保稳定工作。强调超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，同时将规划建设保障性住房。地方层面，多城出台限贷放松政策：广州二孩及以上家庭购买首套房，公积金贷款最高额度拟上浮30%。江西2022年住房公积金缴存额同比增长10.08%，提取额386.89亿元。苏州上调住房公积金贷款倍数，多孩家庭首房首贷额度可上浮30%。安徽5月23日起支持提取住房公积金支付购房首付款。周观点：上周受五一假期影响，多地房管局未更新销售数据，新房与二手房环比数据大幅下降。预计5月销售仍可维持弱复苏态势，6月由于2022年高基数原因同比数据将承压，全年销售面积增速转正。推荐关注土储充裕、布局聚焦核心城市、信用资质良好的房企，未来有望率先受益于市场复苏和政策放松；同时建议关注物业和代建行业的投资机会。推荐标的：1) 开发商：保利发展、招商蛇口、滨江集团，建议关注华发股份、中国海外发展、越秀地产，建议关注保利置业；2) 物业公司：华润万象生活、雅生活服务，建议关注保利物业、越秀服务；3) 代建公司：绿城管理控股。风险提示：房地产调控政策放宽不及预期；行业下行持续，销售不及预期；行业信用风险持续蔓延，流动性恶化超预期；疫情反复、发展超预期。

（证券分析师：房诚琦 证券分析师：肖畅 研究助理：白学松）

推荐个股及其他点评

长城汽车（601633）：4月新能源加速渗透，聚焦主品类赛道发展可期
 投资要点 公告要点：2023年3月，长城汽车实现合计产批量为93301/93107辆，分别同比+68.77%/+73.14%，环比-0.79%/+3.18%；4月哈弗品牌产批量分别为52105/52264辆，分别同比+70.57%/+79.45%，环比+0.88%/+10.22%；WEY品牌产批量分别为2439/2375辆，分别同比+16.14%/+3.58%，环比+86.18%/+86.27%；长城皮卡产批量分别为18662/18651辆，分别同比+40.36%/+41.23%，环比-5.83%/-6.66%；欧拉品牌产批量分别为8881/8901辆，分别同比+181.49%/+188.24%，环比-4.17%/-8.65%；坦克品牌产批量分别为11214/21814辆，分别同比+81.31%/+79.98%，环比-6.46%/-8.65%。4月上市新车拉动销量回暖，海外出口企稳，长城新能源转型按下加速键。1) 根据乘联会数据，4月乘用车行业批发销量预计为178.3万辆，同环比分别+87.0%/-10.0%，长城汽车4月销量表现环比行业略好。分品牌来看，哈弗品牌新车持续推出，哈弗二代大狗&全新酷狗PHEV等车型贡献增量，4月销量同环比均回正；WEY品牌4月销量实现翻倍，新车蓝山SUV上市，前5天订单即超5000台，表现靓丽；4月

长城皮卡/欧拉/坦克三大品牌销量同比均大幅增长，环比均略有下降，主要系3月销量基数较高所致。2)出口：公司海外出口继续突破2万辆，4月出口21814辆，同环比分别+182.09%/-2.15%，出口量占集团销量比例为23.4%。3)新能源领域：长城汽车持续加码新能源转型，4月公司新能源汽车销量21814辆，同环比分别+182.09%/-2.15%，新能源产品渗透率继续提升至15.96%，环比+1.39pct。全面迈向新能源时代，新技术&新产品联袂赋能公司转型向上。哈弗枭龙PHEV与枭龙MAX亮相车展并开启预售，四驱电混技术匹配全场景驾驶需求，引领公司新能源智能电动化进阶；魏牌高端MPV车型高山PHEV/蓝山PHEV组合上市，进军高端智能六/七座市场；坦克400Hi4/500Hi4亮相上海车展，继续加码越野新能源市场竞争力；2023年长城汽车全球销售网络持续完善，公司新能源产品出海加速；随着多品牌持续发力新能源，公司新能源产品销量增长有望带动新能源渗透率快速提升。盈利预测与投资评级：我们维持长城汽车2023~2025年归母净利润为43/80/112亿元的预测，对应EPS分别为0.50/0.94/1.32元，对应PE估值54/29/21倍。维持长城汽车“买入”评级。风险提示：需求复苏进度低于预期；乘用车市场价格战超出预期。

(证券分析师：黄细里 研究助理：杨惠冰)

广汽集团(601238)：集团整体4月批发环比-24%，埃安创新高

投资要点 公司公告：广汽集团4月乘用车产量为177,059辆，同环比分别+37.71%/-32.01%；销量为177,203辆，同环比分别+42.59%/-23.50%。其中，1)广汽本田4月产量为32,774辆，同环比分别为+5.99%/-56.94%；销量为25,418辆，同环比分别为+6.44%/-63.75%。2)广汽丰田3月产量为75,738辆，同环比分别为+11.04%/-13.89%；销量为72,000辆，同环比分别为+5.07%/-11.44%。3)广汽传祺4月产量为24,766辆，同环比分别为+44.71%/-41.60%；销量为29,235辆，同环比分别为+45.32%/-16.90%。4)广汽埃安4月产量40,862辆，同环比分别为+314.13%/-17.12%；销量为46,439辆，同环比分别为+301.61%/+2.47%。集团产批环比下滑，埃安表现亮眼。1)分品牌来看，广本4月终端去库，产批节奏调整下环比下滑较多，重点车型雅阁4月销量25590辆，同环比分别+250.88%/+13.73%。新车方面，4月全新雅阁e:PHEV/全新雅阁锐·T动车型正式开启预售；e:NP第二弹产品将于明年初上市。广丰4月产销表现好于集团整体，凯美瑞4月销量12,811辆，同环比分别-22.13%/-39.39%；锋兰达4月销量11,654辆，环比-6.81%。新车方面，4月新飞度上市，售价区间8.68万元-10.88万元。传祺4月产批同比均提升，新车方面，影豹R于4月正式上市，售价区间为13.8万元-15.8万元；传祺E9启动上市。埃安连续两个月销量突破4万台，批发创历史新高，其中埃安S4月销量19,569辆，环比-25.88%；埃安Y月销量21,065辆，环比+58.78%。新车方面，4月埃安Hyper GT预售启动，售价区间为21.99万元至33.99万元。有望进一步贡献增量。2)分车辆类型来看，轿车4月产量为81,793辆，同环比分别+39.76%/-21.31%；销量为68,907辆，同环比分别+13.63%/-36.74%。SUV4月产量为78,213辆，同环比分别+32.54%/-40.16%；销量为87,821辆，同环比分别+80.64%/-11.35%。MPV4月产量为17,053辆，同环比分别+54.48%/-33.79%；销量为20,475辆，同环比分别+36.36%/-13.41%。集团整体去库。根据我们自建库存体系显示，4月广汽集团整体小幅去库，企业当月库存-144辆(较2023年3月)，广本/广丰/传祺/埃安4月企业端库存分别+7356/+3738/-4469/-150辆(较2023年3月)。盈利预测与投资评级：自主能源生态产业链实现闭环布局，合资品牌电动转型加速。我们维

持 2023-2025 年广汽集团归母净利润预期分别为 88.5/100.32/120.31 亿元，对应 PE 为 13/11/9 倍。维持“买入”评级。风险提示：乘用车终端价格战超出预期；需求复苏低于预期

(证券分析师: 黄细里 研究助理: 杨惠冰)

金龙汽车 (600686): 4 月产销超预期, 产品结构优化

投资要点 公司公告: 金龙汽车 2023 年 4 月销量为 4294 辆, 同环比分别+50.4%/+22.4%; 产量为 4201 辆, 同环比分别+46.0%/-3.7%。分车辆长度看, 2023 年 4 月大中轻客销量为 1758/543/1993 辆, 同比分别+155%/+233%/-0.5%, 环比分别+17%/+111%/+14%; 产量为 1708/471/2022 辆, 同比分别+108%/+112%/+10%, 环比分别-14%/+94%/-5%。销量结构显著优化, 大中客占比持续提升。大中客销量占比 54%, 同环比+24pct/+4pct。公司整体去库。2023 年 4 月公司整体去库 93 辆, 大中轻客库存变化为-50/-72/+29 辆, 2023 年累计加库 1465 辆。国内国外共振, 客车下游需求持续复苏。一带一路出口动能强劲, 据公司公众号, 2023 年 4 月金旅 70 台新能源大巴交付以色列, 苏州金龙 14 台中巴交付萨尔瓦多, 金龙 200 台 BRT 公交车交付乌兹别克斯坦, 金旅 114 大巴交付沙特。国内旅行需求复苏, 金龙系客车陆续交付华山、崂山等景区。盈利预测与投资评级: 基于销量持续超预期, 微幅上调 2023 年业绩, 将公司 2023~2025 年营业收入从 196/218/254 亿元上调至 205/233/266 亿元, 同比+12%/+14%/+14%, 归母净利润从 0.32/2.42/5.22 亿元上调至 0.72/2.41/5.28 亿元, 2024~2025 年同比+233%/+119%, 2023~2025 年对应 EPS 为 0.10/0.34/0.74 元, PE 为 76/23/10 倍。维持公司“买入”评级。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)

吉利汽车 (00175.HK): 4 月新能源/出口表现持续靓丽, L7 即将上市值得期待

投资要点 公告要点: 吉利汽车 4 月批发销量 113642 辆, 同环比+57.50%/+3.03%。分品牌来看, 吉利几何品牌销量 18525 辆, 同环比+153.07%/+1.28%; 领克品牌 14013 辆, 同环比+36.04%/+0.06%; 极氪品牌销量 8101 辆, 同环比+279.08%/+21.58%; 睿蓝品牌销量 3629 辆, 同环比+20.29%/+160.33%。4 月销量保持增长, 新能源品牌坚定发展, 换电品牌为新亮点, 出口量保持高位水平。1) 销量: 公司 4 月批发销量 113642 辆, 同环比+57.50%/+3.03%。2023 年 1~4 月累积销售 436095 辆, 同比+9.5%; 公司 4 月新能源车型销量合计 29890 辆, 同环比+91.2%/+4.4%, 新能源产品渗透率为 26.3%, 同环比+4.63/+0.35pct。2) 燃料类型: 公司纯电车型同比高增, 4 月 BEV 车型销量 27107 辆, 同环比+148.03%/+4.49%; PHEV 车型销量 2767 辆, 同环比-13.23%/+28.70%, 销量稳步爬坡; HEV 车型销量 16 辆, 同环比-98.95%/-97.00%。3) 品牌: 4 月吉利品牌销量 87899 辆, 同环比+55.03%/-0.39%; 领克品牌销量 14013 辆, 同环比+36.04%/+0.06%, 其中以订阅形式向欧洲订阅客户交付 1,741 辆; 极氪品牌销量 8101 辆, 同环比+279.08%/+21.58%; 几何品牌销量 18525 辆, 同环比+153.07%/+1.28%; 公司换电品牌布局 B 端市场, 睿蓝品牌 4 月销量 3629 辆, 同环比+20.29%/160.33%, 表现亮眼。4) 海外: 公司 4 月海外出口 22942 辆, 同环比+31.16%/+14.00%, 出口占集团销售比例为 20.2%, 同环比+20.19/+1.94pct, 海外出口表现值得期待。新车紧凑登场, 银河+极氪引领电动化与智能化转型加速。2023 年公司坚定发力新能源领域, 多品牌全价位布局助力新车周期。4 月基于 SEA 浩瀚

架构的全新高端 SUV 极氪 X 上市，兼顾智能化配置&动力表现；银河序列产品持续丰富，引领吉利品牌高端化转型。4 月亮相的银河 L7 拥有行业领先雷神混动技术加持。同时，公司正积极布局银河销售网络，加速推进新能源产品推广；2023 年公司新车储备充足，下半年公司还有 A 级轿车银河 L6 和搭载自研双 E04 芯片的纯电 SUV 睿蓝 7 等新车待上市。随着智能化新车持续推出，吉利智能与电动化升级将迈入新台阶。盈利预测与投资评级：我们维持吉利汽车 2023~2025 年营业收入预期为 1783/2353/3009 亿元，分别同比+20%/+32%/+28%；归母净利润为 50/80/121 亿元，分别同比-2%/+60%/+50%；对应 PE 分别为 17/10/7 倍，维持吉利汽车“买入”评级。风险提示：乘用车下游需求复苏低于预期；价格战超预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：杨惠冰）

汇中股份（300371）：老牌超声波水表企业，行稳致远，进而有为

我国智能水表向超声波水表时代迈进，当前超声波智能水表渗透率尚低：超声波水表已成为水务公司优选水表，进入商业化迅速推广阶段。超声智能水表可实现流量实时抄读、管网漏损监控、压力在线监测、数据挖掘分析等功能，迎合了客户对智慧水务信息化发展的要求，拥有水流、水质、水压等信息的多参数智能水表是实现智慧水务第一步，也是关键一步。2019 年智能水表渗透率已提升至 44.91%，但超声水表的渗透率不足 1%。水表按照智能化可分为智能水表和机械水表，智能水表又可分为智能机械水表和电子水表，我们预计十四五期间我国超声波水表的渗透率从 2019 年的不足 1%提升至 2025 年 10%以上。管网智能化改造+水利大投资+农村饮用水建设，我国水表行业进入智能表时代：产业政策上，一户一表、三供一业、定期强检轮换、阶梯水价收费和节水相关的政策有助于促进智能水表市场的发展。与节能相关的政策有利于促进热量表市场的发展；与智慧城市及智慧水务建设相关的政策要求提高计量仪表的智能化水平，从而推动智能水表对传统机械水表的替换，带来智能水表渗透率的进一步提升。十三五期间，得益于 NB-IoT 窄带无线网络技术的成熟+国家水资源保护计划等政策推动，智能水表的销售收入占比有了大幅度提升；进入十四五期间，随着供水企业（水表行业的主要客户）工作重心转移到供水管网的精细化、数字化管理上，智能水表作为管网数据（水流、水压、水质、漏渗、工况等）的最重要的采集器，智能水表替代传统机械表的逻辑清晰。公司：最老牌超声波水表厂商，拥有完整知识产权：公司作为中国最早研制超声测流产品的企业之一，公司 20 多年深耕超声测流领域。拥有近百项专利和软件著作权及全部产品的自主知识产权。公司主要产品包括超声波水表、超声热量表、超声流量计及相关智慧管理系统，覆盖了供水产业链、供热产业链的全流程，并广泛应用至工业、水利、石化、热电、钢铁、煤炭等用水量较大的行业。员工持股计划彰显公司对超声波水表行业发展信心。2023 年 4 月公司公布员工持股计划草案，考核年度为 2023 年-2024 年两个会计年度：2023 年净利润增速不低于 2022 年的 30%，2024 年净利润增速不低于 2022 年的 60%。盈利预测与投资评级：我们预计 2023-2025 年实现归母净利润 1.45 亿元、1.95 亿元、2.36 亿元，同比增长 34.0%、34.2%、20.8%，对应 PE 分别为 17 倍、13 倍、11 倍。考虑到公司深耕超声测流行业，公司管理层富有活力，同时考虑到超声波水表行业的贝塔机会，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：宏观经济下行风险；我国智能水表业务进程不及预期的风险；公司产能投放不及预期的风险。

（证券分析师：刘博 证券分析师：唐亚辉 研究

助理：米宇)

上汽集团 (600104): 4月批发环比+6%，合资环比改善

投资要点 公告要点：上汽集团 2023 年 4 月产量为 346,820 辆，同环比分别+119.29%/-5.07%，销量为 373,949 辆，同环比分别+124.52%/+6.30%。其中：上汽乘用车 4 月产销量分别为 74,045/68,256 辆，同比分别为+325.79%/+268.57%，环比分别为-16.06%/-17.02%；上汽大众 4 月产销量分别为 74,489/88,323 辆，同比分别+172.78%/+194.33%，环比分别-7.01%/+9.02%；上汽通用 4 月产销量分别为 75,544/80,000 辆，同比分别+217.32%/235.73%，环比分别+18.62%/+27.39%；上汽通用五菱 4 月产销量分别为 89,189/105,300 辆，同比分别+23.82%/+38.52%，环比分别-6.06%/+16.35%。4 月集团整体环比改善，通用改善明显。2022 年同期集团生产销售受疫情影响较大，可比基数较低实现同比大幅增长。1) 分品牌来看，4 月上汽乘用车产批环比均下滑，表现差于集团整体，其中智己 4 月销量 2009 辆，环比+0.1%。新车方面，飞凡 F7 已于 4 月下旬正式启动全国多地集中交付，单周交付量已突破 700 辆。上汽通用五菱批发同环比正增长；上汽大众/通用 4 月环比改善，其中通用产批同环比表现均好于集团整体。2) 分能源类型来看，新能源批发渗透率有所下滑。新能源车 4 月产批分别为 6.58/6.82 万辆，同比分别+83.92%/+80.59%，环比分别+4.50%/+4.57%。新能源批发渗透率达 18.25%，同环比分别-4.44/-0.30pct。3) 分国内外市场来看，出口同比高增长。上汽集团 4 月出口 8.96 万辆，同环比分别+130.45%/-7.30%。1-4 月 MG 品牌在欧洲销售 7 万辆，同比实现翻倍增长。此外上汽通用五菱于 4 月与印尼政府签署新能源投资谅解备忘录，出海再加速。4 月上汽集团去库。4 月上汽集团企业当月库存-27129 辆(较 3 月)，上汽大众、上汽通用、上汽乘用车、上汽通用五菱当月库存分别-13834、-4456、+5789、-16111 辆(较 3 月)。盈利预测与投资评级：传统龙头转身，核心技术新能源三电系统+智能化软硬件全栈布局，飞凡+智己推动自主品牌高端化，合资电动智能变革起步，有望实现销量攀升。我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预期为 134.17/166.17/ 227.09 亿元，对应 EPS 为 1.15/1.42/1.94 元，对应 PE 为 12/10/7 倍，维持公司“买入”评级。风险提示：乘用车需求复苏低于预期；行业价格战超预期。

(证券分析师：黄细里 研究助理：杨惠冰)

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>