

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-05-11

宏观策略

2023年05月11日

宏观点评 20230510: 美国通胀的高不成低不就

虽然美国4月通胀自2021年首次放缓至5%以下，但却是个“高不成也低不就”的结果。在美联储不断加息下，通胀及核心通胀同比本月份放缓0.1%，通胀环比出现反弹。

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

东吴金融&金工 财富管理月报(2023/04): 23Q1基金保有量稳增,看好财富管理赛道

私募基金: 3月存续规模平稳增长,新备案规模与上月持平,基金管理人数量上升。截至2023年3月末,存续私募基金150,446只,存续基金规模环比增加1.54%至20万亿元,较上月增加476亿元。新备案规模491亿元(与二月持平),新备案私募基金数量2,341只(与二月持平)。风险提示: 所有统计结果均基于历史数据,未来市场可能发生重大变化。

建筑材料行业深度报告: 解读基建地产链 2022年年报及2023年一季度: 利润表回暖、现金流改善,资产负债表仍待修复

投资建议: 建材: 当下时点我们认为本轮地产缩量的影响已经接近尾声。一方面地产加杠杆的能力和意愿回升,拿地和新开工增速见底。另一方面地产链竞争格局得到优化, Q2~3工程端可见利润拐点。另外从过往几

轮周期来看，地产销售转正都是地产链 beta 的开始。(1) 零售端定价能力强、现金流好，龙头企业持续下沉渠道和提升品牌，推荐伟星新材、兔宝宝、北新建材、蒙娜丽莎、东鹏控股，建议关注箭牌家居。(2) 工程端供给侧持续出清，推荐龙头坚朗五金、旗滨集团、东方雨虹、科顺股份、凯伦股份等，建议关注三棵树。(3) 基建链条实物需求加速落地，利好水泥混凝土产业链，推荐华新水泥、海螺水泥、上峰水泥。建筑：新一轮国企改革驱动经营质量进一步提升，“一带一路”倡议带来海外发展新机遇，持续推荐建筑板块的投资机会：(1) 低估值建筑央企估值持续修复：建筑业 PMI 维持景气高位，Q1 基建投资维持同比较快增长，稳增长继续发力下基建市政链条景气有望加速提升；国资委“一利五率”考核将指引建筑央企继续提升经营效率，结合 22 年报情况来看，经营效果已开始体现，继续看好估值仍处历史低位、业绩稳健的基建龙头企业估值持续修复机会，推荐中国交建、中国建筑，建议关注中国中铁、中国铁建等。(2) “一带一路”主线：今年是一带一路倡议提出 10 周年，峰会和外交活动大年（中亚峰会、第三届“一带一路”高峰论坛），海外工程业务有望受益，建议关注国际工程板块和相关区域热点板块，个股推荐中材国际，建议关注中工国际、北方国际、中钢国际等。

商贸零售行业点评报告：科大讯飞星火大模型发布，重视 AI+教育场景落地中的投资机会

投资建议：推荐盛通股份，建议关注传智教育，佳发教育，世纪天鸿等。

电子行业深度报告：AI 系列深度：国内厂商受益 AI 算力需求增长，PCB 有望量价齐升

PCB 承担服务器芯片基座、数据传输和连接各部件功能。PCB 代替复杂的布线，实现各元件之间的电气连接和电绝缘，是电子产业链中承上启下的基础力量。服务器中 PCB 板是服务器内各芯片模组的基座，主要应用于主板、背板和网卡等，负责传递服务器内各部件之间的数据信号以及实现对电源的分布和管理。AI 算力需求带动高算力芯片市场，利好 AI 服务器市场，增加 PCB 板用量。AI 模型算力需求持续扩张，打开高性能计算芯片的市场需求，预计 2025 年我国 AI 芯片市场规模将达到 1780 亿元，2019-2025GAGR 可达 42.9%。目前通用服务器龙头 Intel 已经逐步出货 AI 领域服务器产品，并在内存和接口标准上过渡到行业领先水平。由于 GPU 可兼容训练和推理，更加适配 AI 模型训练和推理，利好 AI 服务器市场发展。AI 服务器相较于通用服务器一般增配 4-8 颗 GPGPU 形成 GPU 模组，增加 GPU 板用量

2022 年报&2023Q1 一季报业绩综述：分化加速

投资建议：2023 年板块配置目前排序——客车>重卡/两轮车>乘用车/零部件

——— 客车板块：上行周期或刚开始。2023 年或开始新一轮上行周期（国内大中客均值回归+出口进入持续快车道等）。受益排序：龙头率先【宇通客车】，龙二跟随【金龙汽车】。重卡板块：迎小周期的复苏阶段。2016 年重卡迎来了一轮周期的上行阶段（国标切换&治超&集中换车等共同驱动），2021-2022 年进入了这轮周期的下行阶段，2023 年或迎来小周期的复苏阶段&下一轮大周期的准备期（经济稳增长+国标切换+出口增长+新能源转型等）。受益排序：中国重汽/潍柴动力/中集车辆/汉马科技等。电动两轮车板块：上行周期的业绩兑现阶段。2017-2022 年迎来上行周期（新国标实施+配送服务需求）且头部企业集中度持续提升，

2023 年总体趋势或仍延续。核心受益头部企业：雅迪控股/爱玛科技。乘用车板块：价格战正在进行时。投资层面，短期（1 年内）视角板块仍需消化价格战。长期（1-2 年以上）视角依然对自主品牌全球崛起充满信心【比亚迪/理想/长城/吉利/蔚来/小鹏/长安/上汽/广汽】等。零部件板块：基本与乘用车一荣俱荣，一损俱损。短期（1 年内）视角优选业绩与国内乘用车价格战相关度较低的品种【中国汽研/岱美股份/爱柯迪】等。中长期（1-2 年以上）视角建议核心围绕“具备出海综合优势”布局优质零部件品种（福耀/拓普/旭升/文灿/爱柯迪/新泉/岱美/继峰/德赛/华阳/伯特利/星宇等）。风险提示：全球地缘政治不确定性增大；全球经济复苏低于预期；乘用车价格战超出预期。

环保行业点评报告：《危险废物重大工程建设总体实施方案》印发，加强危废处理技术&基础设施支撑

重点推荐：美埃科技，凯美特气，华特气体，国林科技，金科环境，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，ST 龙净，再升科技，卓越新能。

非银金融行业点评报告：关注“中特估”下金融板块的投资机遇

“中特估”行情走强，金融板块配置价值凸显。行业层面，我们认为保险是金融中特估下最为受益的板块。个股层面，我们建议重点关注上市金融央企相关的投资机会，具体包括以下三条投资主线：1) 低估值高股息。随着“中特估”概念的提出，央企在稳定性方面的优势逐渐收获市场认同。叠加金融板块基本面景气度随经济回暖而改善，低估值金融央企将收获合理的市场定价。另一方面，在外部扰动加剧的背景下，盈利能力稳定、股息率领先的央企有望享有确定性溢价。推荐【新华保险】，建议关注【中国银行】、【工商银行】、【中信银行】、【交通银行】、【光大银行】。2) 国企改革。中央汇金是金融机构市场化改革的引领者，也是金融领域国企改革中最为重要的一环，汇金系上市金融央企有望在“中特估”行情演绎过程中成为核心受益标的。建议关注【中国银河】、【中金公司】。3) “一带一路”。在“一带一路”促进经济要素有序自由流动、资源高效配置的过程中，实业类央企上市金控平台将充分受益于自身产融结合优势以及股东海外经营规模的扩展。推荐【国网英大】，建议关注【中油资本】、【中粮资本】、【五矿资本】、【中航产融】。

环保行业跟踪周报：低估值+高股息+现金流发力，一带一路助力，优质环保资产价值重估

重点推荐：洪城环境，光大环境，瀚蓝环境，美埃科技，凯美特气，华特气体，国林科技，金科环境，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：鹏鹞环保，三峰环境，盛剑环境，ST 龙净，再升科技，卓越新能。

推荐个股及其他点评

小米集团-W (01810.HK)：2023 一季报业绩前瞻：收入承压，降本增效开始兑现

盈利预测与投资评级：考虑到公司降本增效开始体现，我们上调公司 2023 年 EPS 为 0.5 元，维持 2024 年 EPS 为 0.6 元，上调 2025 年预测为 0.7 元，对应 PE 分别为 20.3/17.0/15.0 倍（取 2023 年 5 月 10 日汇率，港币/

人民币=0.88)。考虑到公司手机高端化仍在推进,造车有望提供远期增长动能,ChatGPT等新下游出现,我们维持公司“买入”评级。

理想汽车-W (02015.HK): 2023Q1 季报点评: Q1 业绩表现靓丽, 季度交付持续高增

考虑公司毛利率保持高位并持续加强控费能力,我们上调公司归母净利润,由25/80/190亿元上调至31/88/196亿元,对应PE分别为59/21/9倍。看好后续多款新车有望带来销量持续高增长,对比行业龙头特斯拉PS估值,给予2023年3倍的目标PS,对应目标价149.11港币,当前股价99港币,维持理想汽车“买入”评级。

卫星化学 (002648): C2&C3 景气修复, 新材料业务成长提速

卫星化学深度

诺思格 (301333): 新药研发不缺 biotech, 但缺优质临床 CRO

临床CRO优质标的,业务链条齐全,疫后恢复下基本面有望迎来改善:公司深耕临床CRO细分赛道,经过15年的经营临床试验相关业务覆盖齐全为后续发展夯实了基础。新冠疫情期间公司业务受到一定影响,主要表现为业绩增速放缓和利润率下滑,业绩同比增速由2019年的30.34%下降到2022年的4.78%,毛利率由2019年的43.50%下降到2022年的36.85%,扣非后销售净利率由2019年的18.59%下降到12.61%。随着疫后放开,公司业务利润率水平有望触底回升。国内临床CRO仍充满朝气,创新药研发需求饱满带动临床CRO行业持续扩容:国内新药研发仍存在较大需求,主要因为1)人口老龄化、城镇化推动下医疗需求持续增长,2)国内新药研发基础相对薄弱,存在较大未被满足的临床需求,3)国内患者群体大,提供了新药研发有利的土壤。在此背景下,临床CRO显著受益,根据Frost & Sullivan数据,2021年国内临床CRO市场规模约为327亿元,预计2030年将达到1864亿元,2021-2030E CAGR为20.0%,临床CRO行业朝气蓬勃。国内临床CRO市场集中度低,行业头部标的大有可为:新药研发周期长、风险高,头部临床CRO标的凭借其完成项目的质量、时效更佳和资源赋能等优势,更容易获得药企青睐。海外成熟临床CRO市场集中度高,全球头部前5家临床CRO全球市占率合计约为65.4%,在北美市场更是高达73.3%,而国内临床CRO仍处于发展早期,行业集中度低,行业头部标的未来将会有较大市占率提升空间。公司临床运营服务能力突出,SMO业务增长迅速,数统与临床药理学是特色业务,有望助力公司脱颖而出:公司凭借多年行业运营经验,建立了完善的临床试验全流程核心技术体系,助力客户新药研发降本增效。公司临床运营服务为业务主线,带动其他业务协同发展,其中SMO业务在疫情期间仍具有良好表现,2021年和2022年业务同比增速均在38%以上。公司数统与临床药理学业务是特色业务,具有出色的专家团队,用于打造公司品牌。随着后续业务进一步扩张,公司有望在临床CRO行业中脱颖而出。

赛特新材 (688398): 真空绝热板龙头, 真空玻璃打造第二曲线

公司是国内真空绝热板(VIP)行业龙头,具备全产业链布局的生产和研发优势,深耕下游核心大客户,同时依托真空产业多年研发积淀,初步掌握了真空玻璃生产的真空封装、焊接等核心工艺技术,实现新品突破,真空玻璃有望成为公司第二成长曲线。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为0.99亿元、1.76亿元、2.62亿元,5月8日收盘价对应市盈率分别为37倍、21倍、14倍,首次覆盖给予“买入”评级。风险提示

示：原燃料成本大幅上涨、真空玻璃量产线达产不及预期、真空玻璃应用推广不及预期的风险。

中国重汽 (03808.HK)：海内外共振，重卡龙头全面向上开启新周期

公司作为重卡龙头，有望充分受益国内重卡复苏叠加出口高增的行业红利。我们预计公司 2023~2025 年营业总收入为 791.79/1127.02/1417.15 亿元，归属母公司净利润为 33.64/51.92/72.57 亿元，对应 EPS 为 1.22/1.88/2.63 元，对应 PE 为 10/7/5 倍。选取 A/H 三家重卡整车同业公司作为中国重汽-H 的可比公司，可比公司估值均值为 19/11/9 倍。考虑公司作为重卡龙头，率先受益行业向上红利，份额有望进一步提升，我们认为中国重汽 H 应该享受更高估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

海吉亚医疗 (06078.HK)：事件点评：收购宜兴海吉亚医院合计 89.2% 股权，长三角区域优势进一步提升

事件：公司于 2023 年 5 月 9 日发布公告，公司附属公司伽玛星科技及海吉亚医院管理同意收购宜兴海吉亚医院合共 89.2% 股权，代价合共约为人民币 2.68 亿元。同日，伽玛星科技同意收购目标药房无锡市苏邦医疗科技合共 89.2% 股权，代价合共为人民币 291 万元。收购标的具有较好的基础，收入及利润提升空间大。宜兴海吉亚医院前身为宜兴市第四人民医院，为当地的二级甲等综合医院，在宜兴市乃至整个无锡市建立了良好的口碑。2021 年及 2022 年，宜兴海吉亚医院就诊人次(包括住院人次及门诊人次)分别约为 25.5 万人及 27.4 万人。按照 2022 年宜兴海吉亚收入 1.74 亿元计算，收购估值约为 1.7 倍 PS；2022 年税后净利润 477.6 万元，净利率 2.74%，盈利能力提升空间较大。医院现有注册床位 369 张，收购后公司将肿瘤学科特色植入医院，将集团标准化、可复制的管理模式引入医院，提高医院核心竞争力。未来将适时启动二期项目建设，开放床位 800 张以上，具有较大的收入提升空间。收购的药房 2022 年收入为 363 万元，对应 PS 估值为 0.89 倍 PS，税后净利润 23.5 万元，税后净利率为 6.47%。长三角地区布局加密，区域优势和品牌影响力进一步强化。从区域布局上来看，苏州永鼎医院已开设 10 余个肿瘤相关病种，影响力逐步扩大；无锡海吉亚计划设置床位 800-1000 床，预计 2024 年投入使用；常州海吉亚计划设置床位 800-1000 床，预计 2025 年投入使用。本次收购将进一步为公司在长三角地区建立三级诊疗网络打下坚实基础。盈利预测与投资评级：我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 7.02/9.30/11.79 亿元，经调整净利润分别为 8.15/10.35/11.22 亿元，对应当前市值的 PE 为 36/28/26 倍。维持“买入”评级。风险提示：医院扩张进度或不及预期；医院盈利提升或不及预期；政策的不确定性风险等。

潍柴动力 (000338)：深耕主业谋发展，产业整合集大成

我们预计公司 2023~2025 年营业总收入为 1981/2345/2595 亿元，归属母公司净利润为 67.56/87.36/107.54 亿元，分别同比+38%/+29%/+23%，对应 EPS 为 0.77/1.00/1.23 元，对应 PE 为 16/13/10 倍。选取 A 股三家重卡公司作为可比公司，估值均值为 19/11/9 倍。鉴于潍柴动力重卡全产业链覆盖叠加凯傲等业务对冲周期波动，盈利稳定提升，长期新能源领域布局持续发力，我们认为潍柴动力应该享受更高估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

宏观策略

宏观点评 20230510: 美国通胀的高不成低不就

虽然美国 4 月通胀自 2021 年首次放缓至 5% 以下，但却是个“高不成也低不就”的结果。在美联储不断加息下，通胀及核心通胀同比仅放缓 0.1%，通胀环比出现反弹。不仅如此，由图 1-2 可以看出，当前左右联储作出判断的：剔除住房的核心服务回落幅度小且继续处于历史高位，而且构成通胀的核心商品及服务均有上涨压力。从结构上看，当前通胀的超韧性症结主要集中在 3 个方面：一是联储最关注的非住房服务价格大幅缓解的希望渺茫。劳动力市场指示剔除住房的核心服务放缓空间。但如图 3，从 4 月新出的非农数据来看，无论是创新低的失业率还是工资，均未指向大幅缓解，甚至出现反弹的信号，具体来看：失业率再探底，薪资动能对放缓通胀效果有限。4 月失业率继续探底的主要原因有二：一是就业市场中的重新再入者抵消激增的失业人数。二是大龄劳动力劳动参与率尚未在疫后改善，并且黄金年龄参与率继续修复空间有限（图 4-5）。再而从薪资增速来看，如图 6 所示，通过时间来衡量同工种的工资增长继续维持历史高位，且倘若职位空缺/非临时裁员的比例不能继续减半，工资通胀上升的担忧将难以消散。二是核心商品价格反弹，加剧通胀上行风险。此前通胀回落主要靠核心商品的大幅转弱下行，在经历了 6 个月的急剧和大于预期的下降后，领先指标连续反弹上涨。二手车通胀同比、环比均出现反弹，给通胀带来上行风险（图 7-8）。三是酒店价格及运输服务通胀再次提振成为核心服务回落的阻力。美国春假旅行需求反弹推高机票和酒店价格。酒店价格上涨抵消部分租金价格回落，且机票价格上涨导致核心服务有重新加速迹象（图 9-10）。4 月通胀超韧性症结巩固美联储让利率维持在高位：就业与通胀联合打击联储对“核心通胀将持续放缓”的信心。从 4-5 月以来联储官员表态中，核心通胀下行速度不及预期巩固了利率“更高、更久”的限制是有必要的（图 11）。美国当前整体情况无法巩固降息预期。当前通胀症结难解，以及劳动市场稳健为消费复苏动能延续提供动力的双重背景下，市场对二季度美国经济滑入衰退的“共识”需要被纠偏，美联储年内降息的基础无法被满足，利率将在高位维持更久（图 12）。风险提示：金融体系流动性风险超预期；俄乌局势失控造成大宗商品价格剧烈波动；美联储政策超预期。

（证券分析师：陶川）

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，公司实现营收 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，实现营收 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，公司实现营收 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，实现营收 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，公司实现营收 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，实现营收 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，公司实现营收 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

东吴金融&金工 财富管理月报（2023/04）：23Q1 基金保有量稳增，

看好财富管理赛道

投资要点 2023年4月以来市场整体表现一般，宽基指数普遍下跌。2023年4月，国内权益宽基指数普遍下跌：深证成指下跌3.31%、创业板指下跌3.12%、中证1000下跌2.22%、中证500下跌1.55%、万得全A下跌1.44%、沪深300下跌0.54%；上证指数、上证50和科创50呈现上涨趋势，涨幅分别为1.54%、0.59%和0.56%。债券市场整体表现好转，有不同程度的上涨趋势：中证国债指数上涨0.69%，中证转债指数上涨0.56%，中证信用债指数上涨0.44%；大部分行业呈现下跌趋势。各类型基金整体情况欠佳，仅债券型基金回报平均值为正。2023年4月，普通股票型基金中26.63%获得正收益，回报平均值为-1.75%；偏股混合型基金中21.83%获得正收益，回报平均值为-2.10%；被动指数型基金中27.47%获得正收益，回报平均值为-1.04%；债券型基金中94.04%获得正收益，回报平均值为0.37%。2023年4月，股票型ETF基金资金净流入392.06亿元，现存总规模10,690亿元。股票型ETF主要按照宽基ETF、行业与主题ETF、风格ETF分类分析。宽基ETF方面，净流入-56亿元，规模上升到53,66亿元；行业与主题ETF方面，净流入434亿元，规模进一步上升到5,271亿元；风格ETF方面，净流入15亿元，规模达到53亿元。境内新成立和新发行基金数量均略有下降。本月境内新成立基金数量共计102只，其中包括偏股混合型基金20只、被动指数型债券基金19只、中长期纯债型基金17只、国际(QDII)股票型基金9只、混合债券型二级基金8只、混合型FOF基金7只、增强指数型基金6只、偏债混合型基金5只、混合债券型一级基金3只、普通股票型基金2只、被动指数型债券基金2只、短期纯债型基金2只、国际(QDII)混合型基金1只。境内新发行基金数量共计53只，分别是偏股混合型基金13只、中长期纯债型基金12只、被动指数型基金7只、增强指数基金5只、国际(QDII)股票/普通股票/被动指数债券/混合债券一级/短期纯债/混合债券二级/偏债混合/混合FOF基金3只/2只/2只/2只/2只/2只/1只。2023年一季度，基金保有量整体稳定增长。22Q4-23Q1，行业整体保有量呈上升趋势(23Q1环比+2.48%)；权益基金23Q1规模环比上升(+1.18%)；非货币基金23Q1环比上升(+0.96%)。①权益、非货币基金：头部集中度均上升。22Q4-23Q1权益基金、非货币基金CR5/CR10/CR100保有量上升。权益市占率环比增速突出：中国农业银行(+1.14pct)、天天基金(+0.14pct)、蚂蚁基金(+0.10pct)；非货币市占率环比增速突出：蚂蚁基金(+0.51pct)、招商银行(+0.19pct)、京东肯特瑞基金(+0.14pct)、中信银行(+0.14pct)。②券商系：权益、非货币保有规模环比增速稳健。第三方：22Q4-23Q1第三方权益/非货币基金环比增速分别达+3.78%/+8.01%；权益市占率+0.50pct至19.90%，非货币市占率+1.17pct至17.88%；券商系：22Q4-23Q1券商系权益/非货币基金环比增速分别达+2.78%/+2.30%；权益市占率+0.26pct至16.99%，非货币市占率+0.12pct至9.30%；银行系：22Q4-23Q1银行系权益/非货币基金环比增速分别为+1.74%/-0.08%；权益市占率+0.22pct至38.87%，非货币市占率-0.26pct至24.76%。③天天基金：权益CR100比重提升。天天基金23Q1权益规模环比+4.23%至4,854亿元，权益市占率+0.19pct至6.42%，权益CR100比重+0.14pct至8.38%；TOP3头部机构中，天天基金权益保有量环比增速最高，成长性优于招行及蚂蚁。公募基金：4月全部基金保有量及份额上升。截至2023年4月末，国内市场公募基金保有量合计为27万亿元，环比+1.61%。权益基金保有量略有上升，为7万亿元(环比+0.61%)，非货币基金保有量为16万亿元(环比-0.51%)。全部公募基金份额为24

万亿份(环比+0.97%)，其中债券型基金份额为 7.11 万亿份(环比-2.23%)。封闭式基金份额为 694 亿份(环比+8.35%)，增长趋于稳定。私募基金：3 月存续规模平稳增长，新备案规模与上月持平，基金管理人数上升。截至 2023 年 3 月末，存续私募基金 150,446 只，存续基金规模环比增加 1.54%至 20 万亿元，较上月增加 476 亿元。新备案规模 491 亿元(与二月持平)，新备案私募基金数量 2,341 只(与二月持平)。风险提示：所有统计结果均基于历史数据，未来市场可能发生重大变化。

(证券分析师：胡翔 证券分析师：高子剑 证券分析师：朱洁羽 证券分析师：林依源)

建筑材料行业深度报告：解读基建地产链 2022 年年报及 2023 年一季度报：利润表回暖、现金流改善，资产负债表仍待修复

投资要点 事件：本报告尝试重构了基建地产链条的细分行业划分，希望更细致地阐述上下游基本面的变化。我们选取了 86 家 A 股上市公司，其中建筑公司 31 家、建材公司 55 家。细分子行业中，建材行业包括水泥子板块 9 家、玻璃玻纤行业 9 家、装修建材行业 26 家、其他材料行业 11 家，建筑行业包括专业工程行业 12 家、设计咨询行业 11 家、装修行业 8 家。22Q4 以来产业链景气底部回暖，设计咨询、装修、专业工程改善明显。(1) 基建地产链景气底部回暖，多数子板块 22Q4 营收增速位于近 3/10 年的底部，一方面因下游景气持续承压，另一方面也受到疫情的影响；但 23Q1 明显回暖，尤其是设计咨询、装修、专业工程营收增速回升至近 3 年的中枢位置。基建地产链整体盈利能力继续筑底，22Q4、23Q1 的 ROE (TTM) 显著低于近 3/10 年中枢，回升幅度较大的主要是设计咨询子板块，水泥、玻璃玻纤等周期性子板块继续回落。(2) 利润表方面，收入增速回升，盈利逐步修复，除周期品外，其他子板块单季毛利率和净利率显现筑底回升迹象，其中装修建材子板块得益于上游能源、原材料价格回落。此外 22Q4、23Q1 产业链整体收现比同比提升，23Q1 经营性现金流同比明显改善，反映企业现金流管控力度维持下收入质量改善，但应收账款及票据周转天数继续维持高位，显示下游客户现金流尚未出现显著改善，存量应收款项回收仍有压力。利润表：收入增速显现回升信号，利润率企稳修复。(1) 基建地产链整体以及建材子板块单季营收同比降幅在 22Q4、23Q1 均有明显收窄，建筑子板块单季营收同比 23Q1 回正。其中设计咨询、装修建材、专业工程子板块 23Q1 收入同比正增长，预计得益于基建市政前周期和家装需求的回升，以及上市公司的新业务开拓；水泥 23Q1 收入降幅继续收窄，设计咨询子板块 23Q1 增速加快，反映基建市政整体需求的回暖；玻璃玻纤 23Q1 营收负增长，主要是产品价格下跌所致。(2) 周期性子板块中水泥毛利率、玻璃玻纤毛利率筑底，装修和装修建材子板块单季毛利率明显回升，尤其是此前受上游大宗能化品影响较大的细分行业。(3) 反映在单季销售净利率和 ROE (TTM) 方面，周期性子板块需求疲软致价格盈利下行，而后周期子板块开始回暖。水泥、玻璃玻纤供需平衡缓慢修复，需求不足致价格持续承压，盈利仍在回落，而其他子板块表现分化，装修、装修建材等后周期子板块 23Q1 单季销售净利率环比有所改善，得益于毛利率筑底回升，但 ROE (TTM) 仍处底部区域。(4) 此外，受益于建筑新能源等新领域新需求的快速增长和业务扩张，部分企业 22Q4、23Q1 营收延续同比 20% 以上的较快增长，集中在专业工程子板块。现金流与资产负债表：23Q1 经营性现金流明显改善，但应收周转天数仍处高位。(1) 产业链样本企业 22Q4 经营性现金流降幅较大，主要受疫情影响，但 23Q1

经营性现金流显著改善，主要得益于收现比提升，反映现金流精细管控下收入质量的改善，例如装修建材子板块，23Q1 收现比同比+17.0pct，经营活动现金流量净额同比增长 51.2%。（2）随着利润端和经营活动现金流量净额的改善，产业链负债率环比开始回落，截至 23Q1 产业链资产负债率同比变动+1.5pct，环比 22Q4-0.5pct，其中建筑、建材板块同比分别变动+1.5pct、+1.5pct，环比 22Q4 分别-1.6pct、-0.1pct。（3）各细分板块截至 23Q1 应收账款周转天数（TTM）止升但未降，显示下游客户资金压力尚未缓解，企业存量应收款项回收仍有压力，其中后周期的装修建材、装修子板块应收账款周转天数（TTM）分别为 98.9 天、185.0 天，环比 22Q4 增加 1.2 天、减少 8.0 天，但同比增加 14.8 天、13.8 天，前周期设计咨询子板块应收账款周转天数（TTM）为 131.4 天，同比增加 8.0 天。投资建议：建材：当下时点我们认为本轮地产缩量的影响已经接近尾声。一方面地产加杠杆的能力和意愿回升，拿地和新开工增速见底。另一方面产业链竞争格局得到优化，Q2~3 工程端可见利润拐点。另外从过往几轮周期来看，地产销售转正都是地产链 beta 的开始。（1）零售端定价能力强、现金流好，龙头企业持续下沉渠道和提升品牌，推荐伟星新材、兔宝宝、北新建材、蒙娜丽莎、东鹏控股，建议关注箭牌家居。（2）工程端供给侧持续出清，推荐龙头坚朗五金、旗滨集团、东方雨虹、科顺股份、凯伦股份等，建议关注三棵树。（3）基建链条实物需求加速落地，利好水泥混凝土产业链，推荐华新水泥、海螺水泥、上峰水泥。建筑：新一轮国企改革驱动经营质量进一步提升，“一带一路”倡议带来海外发展新机遇，持续推荐建筑板块的投资机会：（1）低估值建筑央企估值持续修复：建筑业 PMI 维持景气高位，Q1 基建投资维持同比较快增长，稳增长继续发力下基建市政链条景气有望加速提升；国资委“一利五率”考核将指引建筑央企持续提升经营效率，结合 22 年报情况来看，经营效果已开始体现，继续看好估值仍处历史低位、业绩稳健的基建龙头企业估值持续修复机会，推荐中国交建、中国建筑，建议关注中国中铁、中国铁建等。（2）“一带一路”主线：今年是一带一路倡议提出 10 周年，峰会和外交活动大年（中亚峰会、第三届“一带一路”高峰论坛），海外工程业务有望受益，建议关注国际工程板块和相关区域热点板块，个股推荐中材国际，建议关注中工国际、北方国际、中钢国际等。风险提示：地产信用风险失控、地产放松政策不及预期的风险。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊 证券分析师：石峰源 证券分析师：任婕 研究助理：杨晓曦）
商贸零售行业点评报告：科大讯飞星火大模型发布，重视 AI+教育场景落地中的投资机会

投资要点 科大讯飞星火认知大模型验证 AI+教育场景落地：5 月 6 日，讯飞星火认知大模型成果发布会在安徽合肥举行。其在教育应用场景的表现较为突出，主要表现在 1) 语言理解能力：能够较好地对话段内容的语法和表达进行纠错，未来或在语文作文或者英语作文批改场景下落地，提供更有针对性的作文批改意见，大幅减轻老师的负担，同时在遣词造句练习方面也能提供更好的培训；2) 逻辑思维和数学解题能力：星火大模型在逻辑推理和数学解题方面也有较好的表现，未来也有望在教育领域提升学生的学习效率，给予更有针对性的学习训练方案。AI+教育一直是 AIGC 的重要落地方向。尤其在个性化学习和降本增效层面。我们认为应用场景主要有以下几大方向：1) AI 相关培训：了解 AI 输出内容的背后的逻辑，如何快速找到自己想要的答案，本身是一个需要学习的过程，由此我们认为在教育行业

或可以生成更多对于思维或者 AI 逻辑的培训；2）教育个性化产品的生成：比如根据每个学生实际学习情况而生成的个性化错题本，习题库，学习报告等等。 AI+教育也一直是政策鼓励的方向：2022 年中教育部发布《义务教育课程方案和课程标准（2022 年版）》，将信息科技设为独立科目，将信息科技及其所占课时从综合实践活动课程中独立出来，在课程设置方面围绕数据、算法、网络、信息处理、信息安全、人工智能六条逻辑主线，这对少儿机器人、编程等素质教育也有望带来长远利好。 投资建议：推荐盛通股份，建议关注传智教育，佳发教育，世纪天鸿等。 风险提示：产品研发落地不及预期，课程销售不及预期

（证券分析师：吴劲草）

电子行业深度报告：AI 系列深度：国内厂商受益 AI 算力需求增长，PCB 有望量价齐升

投资要点 PCB 承担服务器芯片基座、数据传输和连接各部件功能。PCB 代替复杂的布线，实现各元件之间的电气连接和电绝缘，是电子产业链中承上启下的基础力量。服务器中 PCB 板是服务器内各芯片模组的基座，主要应用于主板、背板和网卡等，负责传递服务器内各部件之间的数据信号以及实现对电源的分布和管理。 AI 算力需求带动高算力芯片市场，利好 AI 服务器市场，增加 PCB 板用量。 AI 模型算力需求持续扩张，打开高性能计算芯片的市场需求，预计 2025 年我国 AI 芯片市场规模将达到 1780 亿元，2019-2025GAGR 可达 42.9%。目前通用服务器龙头 Intel 已经逐步出货 AI 领域服务器产品，并在内存和接口标准上过渡到行业领先水平。由于 GPU 可兼容训练和推理，更加适配 AI 模型训练和推理，利好 AI 服务器市场发展。 AI 服务器相较于通用服务器一般增配 4-8 颗 GPGPU 形成 GPU 模组，增加 GPU 板用量。 配合 AI 服务器需求，PCB 层数增加、材料以及工艺优化，实现量价齐升。 AI 服务器中由于芯片升级，PCB 需针对性的升级改革，以处理更多的信号、减少信号干扰、增加散热以及电源管理等能力，在材料和工艺上都需进一步优化。为配合数据量需求，服务器传输协议已逐步升级， Intel 和 AMD 的 PCIe5.0 相关产品已经陆续出货中，信号速率达到 32GT/s，已发布的 PCIe6.0 规范较 5.0 数据速率提高一倍，预计 2023 年开始出现在服务器上。随着 PCIe 协议升级，需 PCB 不断提升层数和降低传输损耗，提供设计灵活度以及更好的抗阻功能，带来 PCB 产品的价值量提高。2022 年中国 PCB 产业总产值达到 442 亿美元，占全球的 54.1%，未来在 AI 服务器的增量市场背景下，国内 PCB 可实现量价齐升。 国内厂商已具备生产能力，协同上下游厂商合作可稳定出货。由于 PCB 市场定制性强，高水平生产能力以及与上下游稳定关系是 PCB 厂商核心竞争力。目前国内各大 PCB 厂商在各细分领域形成了自身的竞争优势与议价能力。沪电股份、深南电路、生益电子等厂商供给产品的最高层数可达到 40 层。并与 AI 芯片厂商和头部服务器厂商建立长期稳定合作关系。上游供给方面，国内覆铜板厂商中生益科技作为龙头企业，与兴森科技和生益电子等都具有长期合作。未来国内 PCB 厂商可稳定为高端服务器出货。 相关标的：沪电股份、胜宏科技、深南电路、生益科技、兴森科技。 风险提示：海外服务器需求增长不及预期，竞争格局加剧，原材料涨价导致盈利能力下降，AI 发展不及预期，AI 商用化不及预期导致服务器需求量下降。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：马天翼 证券分析师：唐权喜 证券分析师：周高鼎）

2022 年报&2023Q1 一季报业绩综述：分化加速

投资建议：2023 年板块配置目前排序——客车>重卡/两轮车>乘用车/零部件

————— 客车板块：上行周期或刚开始。2023 年或开始新一轮上行周期（国内大中客均值回归+出口进入持续快车道等）。受益排序：龙头率先【宇通客车】，龙二跟随【金龙汽车】。重卡板块：迎小周期的复苏阶段。2016 年重卡迎来了一轮周期的上行阶段（国标切换&治超&集中换车等共同驱动），2021-2022 年进入了这轮周期的下行阶段，2023 年或迎来小周期的复苏阶段&下一轮大周期的准备期（经济稳增长+国标切换+出口增长+新能源转型等）。受益排序：中国重汽/潍柴动力/中集车辆/汉马科技等。电动两轮车板块：上行周期的业绩兑现阶段。2017-2022 年迎来上行周期（新国标实施+配送服务需求）且头部企业集中度持续提升，2023 年总体趋势或仍延续。核心受益头部企业：雅迪控股/爱玛科技。乘用车板块：价格战正在进行时。投资层面，短期（1 年内）视角板块仍需消化价格战。长期（1-2 年以上）视角依然对自主品牌全球崛起充满信心【比亚迪/理想/长城/吉利/蔚来/小鹏/长安/上汽/广汽】等。零部件板块：基本与乘用车一荣俱荣，一损俱损。短期（1 年内）视角优选业绩与国内乘用车价格战相关度较低的品种【中国汽研/岱美股份/爱柯迪】等。中长期（1-2 年以上）视角建议核心围绕“具备出海综合优势”布局优质零部件品种（福耀/拓普/旭升/文灿/爱柯迪/新泉/岱美/继峰/德赛/华阳/伯特利/星宇等）。风险提示：全球地缘政治不确定性增大；全球经济复苏低于预期；乘用车价格战超出预期。

（证券分析师：黄细里）

环保行业点评报告：《危险废物重大工程建设总体实施方案》印发，加强危废处理技术&基础设施支撑

投资要点 重点推荐：美埃科技，凯美特气，华特气体，国林科技，金科环境，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，ST 龙净，再升科技，卓越新能。第三批海绵城市建设推进，政策红利凸显。财政部发布第三批海绵城市建设示范城市总数 15 个，通过竞争性选拔方式确定。评选时，将综合考虑城市已有海绵城市建设工作基础、工作方案成熟度等因素，并适当向经济基础好、配套能力强、城市洪涝治理任务重、投资拉动效益明显的省份倾斜。中央财政按区域对示范城市给予定额补助。其中：地级及以上城市：东部每个城市 9 亿元，中部每个城市 10 亿元，西部每个城市 11 亿元。县级市：东部每个城市 7 亿元，中部每个城市 8 亿元，西部每个城市 9 亿元，政策红利凸显。光伏一季度新增装机 33.66GW，变身全国第二大电源。1-3 月光伏新增装机量 33.66GW，同比增长 154.81%。截至 3 月底，全国累计发电装机容量约 26.2 亿千瓦，同比增长 9.1%。其中，风电装机容量约 3.8 亿千瓦，同比增长 11.7%；太阳能发电装机容量约 4.3 亿千瓦，同比增长 33.7%。值得重视的是，截至 3 月底，光伏累计装机也超越水电，成为全国第二大电源。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】，【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：华特气体深度：特气领军者，品类拓宽产能扩充驱动快速成长；仕净科技：切入高纯石英砂赛道，深化泛半导体产业上游布局；国林科技：乙醛酸爬坡进行时，半导体臭氧贡献新成长；高能环境：深度资源化即将投产，发展加速&产业链协同。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：陈孜文）

非银金融行业点评报告：关注“中特估”下金融板块的投资机遇

投资要点 事件：近日金融板块持续活跃，我们将主要观点整理如下。“中特估”复盘——中国特色估值体系的探索与实践。1）“中特估”概念重塑估值认知，助力央国企价值提升。“中特估”概念自 2022 年 11 月提出以来在市场持续爆火，截至 2023 年 5 月 9 日，中特估指数/国企改革指数累计涨幅分别达到 32.93%/13.21%。在我国资本市场当前新兴+转轨特征下，“中特估”对我国央国企估值的纠偏和修复、提升价值认知和定价水平有重要作用。2）概念爆火并非偶然，系我国改革发展目前客观需要。从宏观来看，通过“中特估”的探索和实践来提高央国企在资本市场的估值水平和融资能力，有利于促进其优化资源配置、提高效率效益，从而为供给侧结构性改革提供有力支撑。从微观来看，“中特估”有利于推动央国企改革和发展。自国家提出“国企改革三年行动方案”以来，央国企改革已成为我国经济体制改革的重要组成部分，“中特估”作为央国企改革和发展的重要推动力，能强有力地深化国资国企改革、提高国企估值、做大做强国企。政策驱动“中特估”逻辑演化，险企、券商资产端重点受益。1）考核指标体系新增 ROE 要求，央企 EPS 面临改善趋势。2023 年 1 月，国资委将中央企业经营指标体系由“两利四率”优化为“一利五率”，旨在引导企业进一步关注现金流以及盈利能力。央企经营效率有望提升，从而带动 EPS 优化。2）市值指标重要度提升，推动央国企全面实现企业价值。目前监管将央国企市值纳入考核范围，同时出台多项政策支持央国企上市公司积极进行市值管理，将助力央国企主动提升资产收益水平和稳定性，实现企业价值最大化。3）央国企估值目前仍处于历史低位，叠加高股息特征，对于长线资金具有较强吸引力。截至 2023 年 5 月 9 日，中证央企 100/中证国企指数 PB 估值分别为 1.03x/1.24x，历史分位数分别为 21.54%/15.40%，均处于历史低位；万得全 A/中证央企 100/中证国企/中证民企近 12 个月股息率分别为 1.92%/3.61%/2.76%/1.06%，央国企在股息率方面的优势相对突出。4）险企、券商是“中特估”股票的主要持有者，资产端充分受益。险企、券商等金融机构在自有资金投资过程中青睐低估值高股息策略，权益

资产持仓中含有大量“中特估”标的，因此“中特估”的行情演绎以及央企估值重构的过程将使得险企、券商在资产端重点受益。投资建议：“中特估”行情走强，金融板块配置价值凸显。行业层面，我们认为保险是金融中特估下最为受益的板块。个股层面，我们建议重点关注上市金融央企相关的投资机会，具体包括以下三条投资主线：1) 低估值高股息。随着“中特估”概念的提出，央企在稳定性方面的优势逐渐收获市场认同。叠加金融板块基本面景气度随经济回暖而改善，低估值金融央企将收获合理的市场定价。另一方面，在外部扰动加剧的背景下，盈利能力稳定、股息率领先的央企有望享有确定性溢价。推荐【新华保险】，建议关注【中国银行】、【工商银行】、【中信银行】、【交通银行】、【光大银行】。2) 国企改革。中央汇金是金融机构市场化改革的引领者，也是金融领域国企改革中最为重要的一环，汇金系上市金融央企有望在“中特估”行情演绎过程中成为核心受益标的。建议关注【中国银河】、【中金公司】。3) “一带一路”。在“一带一路”促进经济要素有序自由流动、资源高效配置的过程中，实业类央企上市金控平台将充分受益于自身产融结合优势以及股东海外经营规模的扩展。推荐【国网英大】，建议关注【中油资本】、【中粮资本】、【五矿资本】、【中航产融】。风险提示：1) 国企改革进程低于预期；2) 资本市场大幅波动；3) 主要股东减持风险。

(证券分析师：胡翔 证券分析师：朱洁羽 证券分析师：葛玉翔)

环保行业跟踪周报：低估值+高股息+现金流发力，一带一路助力，优质环保资产价值重估

投资要点 重点推荐：洪城环境，光大环境，瀚蓝环境，美埃科技，凯美特气，华特气体，国林科技，金科环境，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：鹏鹞环保，三峰环境，盛剑环境，ST龙净，再升科技，卓越新能。 科技部公示《国家绿色低碳先进技术成果目录》，低碳目标持续推行。科技部社会发展科技司发布关于《国家绿色低碳先进技术成果目录》公示的公告，包括六个领域的共87项技术成果，水污染治理18项，大气污染治理15项，固体废物处理处置及资源化23项，土壤和生态修复12项，环境监测与监控6项，节能减排与低碳13项。 低估值+高股息+现金流发力，一带一路助力，优质环保资产价值重估。1) 水务：低估值+高分红+稳定增长。重点推荐【洪城环境】高分红兼具稳定增长，公司2022-2023年承诺分红不低于50%，股息率TTM 5.70%，有安全边际现金流好转，2022年净现比提至2倍。预计2023-2025年归母净利润复增10%，对应23年PE 8.7倍；建议关注【鹏鹞环保】PB(LF)仅1.09，出售水务资产一级市场翻倍定价，在手现金9亿市值47亿，转型潜力大。2) 垃圾焚烧：现金流改善+行业整合+设备出海。重点推荐【光大环境】固废龙头强者恒强，资本开支下降&国补回笼现金流改善在即。PB(LF) 0.46倍，自2017年来分红比例维持30%左右，股息率TTM达8.55%；【瀚蓝环境】垃圾焚烧国补收回+REITs+处置账款，现金流改善中，行业整合进行时，预计2023-2025年归母净利润复增14%，对应23年PE 12.1。建议关注【三峰环境】国补兑付加速，2022年净现比提至1.7倍，2023Q1经营性净现金流同增34%。2022年自由现金流转正。设备及EPC建造发力海外市场。(估值日2023/5/9) 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】【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：金科环境深度：水深度处理及资源化专家，数字化产品升级&切入光伏再生水迎新机遇。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)

推荐个股及其他点评

小米集团-W (01810.HK)：2023 一季报业绩前瞻：收入承压，降本增效开始兑现

投资要点 事件：2023Q1，我们预计小米集团总收入同比下降 24%；经调整净利润人民币同比增长 5%。营收端承压、利润端开始兑现。手机行业继续下滑，公司毛利率有望改善。2023Q1，根据 Canalys 数据，全球智能手机出货量为 2.7 亿台，同比-13%、环比-9%，其中小米出货量 3050 万台，同比-22%、环比-8%。ASP 方面，由于促销去库存等因素，我们预计仍将有小幅下降。毛利率方面，由于 BOM 成本下降、公司供应链管理能力的保障，盈利能力有望显著改善。海外需求影响 IoT 收入，盈利水平仍然良好。2023Q1，全球白电出货量维持了较积极的增长，公司受益于低基数，(空冰洗)发展势头良好；22Q4 毛利率为 14.3%，受益于产品结构改善，可穿戴(手表)高毛利拉升了盈利水平、智能电视和平板带来毛利增加。互联网业务稳定，广告、游戏实现对冲。2023Q1，公司广告预装受互联网大厂降本影响，有一定压力；游戏维持较高增速。整体收入体量我们预期将维持稳定。新能源车竞争加剧，公司持续卡位。公司不断加大研发投入，在智能汽车等领域深度布局，23 年投入 75-80 亿人民币。市场担忧特斯拉降价、燃油车降价带来的连锁反应，我们认为公司凭借强大的研发实力、庞大的客户群体，将在智能电动车下半年占有一席之地。短期关注渠道去库存及消费复苏带来的盈利修复，长期关注 ChatGPT 变化。我们认为 23Q1 库存已经下降，23Q2 有望见到拐点，23Q3 大盘需求将随宏观经济回暖，公司也将随之受益。远期看，手机和汽车拥有众多 AI 大模型落地场景，而大家电的核心是服务，公司海外业务营收占比高，可接入 ChatGPT，将受益于 AI 能力提升带来的场景打开、客户

拓展。公司作为终端消费品龙头将享有最大的市场。 盈利预测与投资评级：考虑到公司降本增效开始体现，我们上调公司 2023 年 EPS 为 0.5 元（前值 0.4 元），维持 2024 年 EPS 为 0.6 元，上调 2025 年 EPS 为 0.7 元（前值 0.6 元），对应 PE 分别为 20.3/17.0/15.0 倍（取 2023 年 5 月 10 日汇率，港币/人民币=0.88）。考虑到公司手机高端化仍在推进，造车有望提供远期增长动能，ChatGPT 等新下游出现，我们维持公司“买入”评级。 风险提示：行业竞争加剧，疫情严重程度超预期，技术升级风险，贸易战风险，港股流动性风险

（证券分析师：张良卫 研究助理：卞学清）

理想汽车-W (02015.HK): 2023Q1 季报点评: Q1 业绩表现靓丽, 季度交付持续高增

投资要点 公告要点：公司 2023Q1 实现营收 187.9 亿元，同环比分别 +96.5%/+6.5%，其中车辆销售收入 183.3 亿元，同环比分别 +96.9%/+6.1%，归母净利润 9.30 亿元，同比继续转正，环比+261.8%，大幅提升。2023Q1 业绩表现超我们预期。 2023Q1 毛利率 20.4%，销量提升摊销费用率，释放较大业绩弹性；同时利息收入增加贡献业绩。2023Q1 公司实现交付量 52584 辆，同环比分别+65.8%/+13.5%；其中 L9/L8 交付分别 21126/20515 辆，环比分别-26.8%/+32.5%，L7 于 3 月开启交付实现 7702 辆，三款主力车型覆盖 5/6 座中型/中大型新能源 SUV 市场；Q1 单车均价 34.9 万元，同环比分别+18.8%/-6.5%。Q1 毛利率 20.4%，同环比分别-2.2/+0.2pct，其中汽车销售业务毛利率 19.8%，同环比分别-2.6/-0.2pct，同比下滑主要系产品结构发生变化。费用来看，Q1 研发费用/SG&A 费用投入分别为 18.5/16.5 亿元，分别同比+34.8%/+36.7%，分别环比-10.5%/+0.9%；对应费用率分别 9.9%/8.8%，同比分别为-4.5/-3.8pct，环比分别-1.9/-0.5pct，随规模上量，费用摊销增加，费用率迅速下滑。此外，Q1 理想汽车利息收入 4.2 亿元，同环比分别+156.7%/+63.6%，贡献部分业绩增量。Q1 理想汽车实现归母净利率 4.95%，同环比分别+5.1/+3.5pct，单车净利 1.77 万元，环比+218.7%，业绩弹性释放。截至 Q1 末，公司现金储备 650 亿元。 Q2 理想 L7/8/9 实现完整季度交付，air 版本交付贡献增量，季度交付持续高增；长期来看，双能战略加持，矩阵式组织架构赋能，理想产品周期依然强势。展望 2023Q2，理想汽车预计交付 7.6~8.1 万辆，同比+165%~182%；收入为 242.2~258.6 亿元，单车均价 31.9 万元。中长期来看，“双能战略”陆续落地，800V 超充方案发布，超充站建设持续推进；AD Max 3.0 城市 NOA 导航辅助驾驶预计于 Q2 开启内测用户推送。截至 2025 年，理想汽车将形成 20 万元以上“1 超级旗舰车型+5 增程电动车型+5 高压纯电车型”的产品布局，全面满足家庭用户的需求。 盈利预测与投资评级：考虑公司毛利率保持高位并持续加强控费能力，我们上调公司归母净利润，由 25/80/190 亿元上调至 31/88/196 亿元，对应 PE 分别为 59/21/9 倍。看好后续多款新车有望带来销量持续高增长，对比行业龙头特斯拉 PS 估值，给予 2023 年 3 倍的目标 PS，对应目标价 149.11 港币,当前股价 99 港币，维持理想汽车“买入”评级。 风险提示：新能源汽车行业发展增速低于预期；软件 OTA 升级政策加严；新平台车型推进不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：黄细里 研究助理：杨惠冰）

卫星化学 (002648): C2&C3 景气修复, 新材料业务成长提速

投资要点 C2 产业链护城河深厚，看好乙烷价格中枢下移。我们认为公司 C2 业务的护城河主要体现在三个方面：1) 乙烷裂解的成本优势。从历史数据复盘来看，乙烷裂解制长期处于成本曲线的最左侧，近期

随着乙烷价格回落，乙烷裂解成本优势再度放大；2) 充足的原材料供应。美国天然气产量高增带动乙烷供应增长，而需求端同时面临内需不足+出口受限，在此背景下，乙烷价格有望长期维持低位；3) 难以复制的供应链体系。乙烷裂解项目对于原料获取和物流保障能力要求极强，公司自有供应链体系在业内极具稀缺性，后来者难以形成追赶。C3 产业链差异化布局，看好丙烯酸景气改善。PDH 产能高增长，下游产业链配套是盈利关键。除了常规的 PDH-PP 路线外，公司重点打造百万吨级的“PDH-丙烯酸-SAP/丙烯酸酯-高分子乳液”产业链，并配套建设 80 万吨 PDH-丁辛醇项目，持续提升丙烯酸产业链竞争优势。2022H2 以来，受下游涂料、胶粘剂需求下滑影响，丙烯酸产业链景气回落，目前处于历史底部，未来随着地产复苏以及快递物流需求恢复，丙烯酸价差存在较大修复空间。中长期看，丙烯酸新增产能有限，而终端需求稳步增长，供需格局有望持续改善。产能释放叠加景气回升，23 年有望进入业绩修复通道。23-24 年是投产大年，大量项目落地贡献业绩。其中新材料项目一期、25 万吨双氧水、18 万吨丙烯酸及 36 万吨丙烯酸酯预计将于 23 年投产，C2 项目二阶段也将贡献完整业绩；此外，80 万吨丁辛醇、20 万吨精丙烯酸、15 万吨丙烯酸酯技改及 26 万吨高分子乳液预计将于 24 年投产。随着上述项目落地，叠加 C2/C3 产业链景气回升，公司业绩弹性值得期待。POE、EAA 等产品多点开花，新材料布局未来可期。公司依托 C2/C3 原料平台，加速下游 POE、EAA、PS、聚醚、电池级碳酸酯、电子级双氧水等新材料布局。其中千吨级 α -烯烃中试线已建成中交，性能对标海外样品，未来将建设 10 万吨/年 α -烯烃及配套 POE 项目；此外，公司与 SKGC 共建亚洲首套 4 万吨/年 EAA 装置，并新增 5 万吨/年二期规划，有望率先实现 EAA 国产化突破。盈利预测与投资评级：我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 44/62/75 亿元，按 2023 年 5 月 10 日收盘价计算，对应 PE 为 10.9/7.8/6.4 倍。公司新材料项目有序推进，C2/C3 产业链景气回升，看好短期业绩弹性和长期成长性，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：项目投产进度推迟，需求复苏弱于预期，原材料价格剧烈波动，地缘风险持续演化。

(证券分析师：陈淑娴 证券分析师：曾朵红 证

券分析师：郭晶晶 证券分析师：陈瑶 研究助理：郭亚男)

诺思格 (301333)：新药研发不缺 biotech，但缺优质临床 CRO

投资要点 临床 CRO 优质标的，业务链条齐全，疫后恢复下基本面有望迎来改善：公司深耕临床 CRO 细分赛道，经过 15 年的经营临床试验相关业务覆盖齐全为后续发展夯实了基础。新冠疫情期间公司业务受到一定影响，主要表现为业绩增速放缓和利润率下滑，业绩同比增速由 2019 年的 30.34% 下降到 2022 年的 4.78%，毛利率由 2019 年的 43.50% 下降到 2022 年的 36.85%，扣非后销售净利率由 2019 年的 18.59% 下降到 15.96%。随着疫后放开，公司业务利润率水平有望触底回升。国内临床 CRO 仍充满朝气，创新药研发需求饱满带动临床 CRO 行业持续扩容：国内新药研发仍存在较大需求，主要因为 1) 人口老龄化、城镇化推动下医疗需求持续增长，2) 国内新药研发基础相对薄弱，存在较大未被满足的临床需求，3) 国内患者群体大，提供了新药研发有利的土壤。在此背景下，临床 CRO 显著受益，根据 Frost & Sullivan 数据，2021 年国内临床 CRO 市场规模约为 327 亿元，预计 2030 年将达到 1864 亿元，2021-2030E CAGR 为 21.34%，临床 CRO 行业朝气蓬勃。国内临床 CRO 市场集中度低，行业头部标的大有可为：新药研发周期长、风险高，头部临床 CRO 标的凭借其完成项目的质量、时效更佳和资源赋能等优势，更容易获得药企青睐。

海外成熟临床 CRO 市场集中度高，全球头部前 5 家临床 CRO 全球市场占有率合计约为 65.4%，在北美市场更是高达 73.3%，而国内临床 CRO 仍处于发展早期，行业集中度低，行业头部标的未来将会有较大市占率提升空间。公司临床运营服务能力突出，SMO 业务增长迅速，数统与临床药理学是特色业务，有望助力公司脱颖而出：公司凭借多年行业运营经验，建立了完善的临床试验全流程核心技术体系，助力客户新药研发降本增效。公司临床运营服务为业务主线，带动其他业务协同发展，其中 SMO 业务在疫情期间仍具有良好表现，2021 年和 2022 年业务同比增速均在 38% 以上。公司数统与临床药理学业务是特色业务，具有出色的专家团队，用于打造公司品牌。随着后续业务进一步扩张，公司有望在临床 CRO 行业中脱颖而出。盈利预测与投资评级：公司为临床 CRO 头部标的，行业增长空间大，我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 8.12/10.69/13.81 亿元，归母净利润分别为 1.60/2.18/3.00 亿元，当前股价对应估值分别为 36/27/19 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：新药研发不及预期风险，行业竞争风险，生物医药投融资景气度下滑风险

(证券分析师：朱国广 证券分析师：周新明)

赛特新材 (688398)：真空绝热板龙头，真空玻璃打造第二曲线

投资要点 赛特新材：真空绝热板龙头企业。受益于真空绝热板需求快速增长和公司产销扩张，公司最近五年主营业务收入和归母净利润的年复合增速分别为 25.5%、64.8%，真空绝热板销量从 2017 年的 201 万平方米增长至 2022 年的 653 万平方米，外销收入占比在 60% 左右。公司实际控制人为汪坤明，截至 2023 年一季度持有公司 39.65% 的股份。真空绝热板：渗透率稳步提升的新型高效节能环保绝热材料，2023 年行业景气有望回升。真空绝热板 (VIP) 是一种利用真空绝热原理生产的新型高效节能环保绝热材料，具有环境友好、高效节能、节约空间等优势，未来渗透率提升潜力大。目前主要应用在家电领域 (冰箱、冷柜等)，可以减少冰箱能耗、提升容积，中长期受益于冰箱能效标准提升、消费升级的趋势，此外冷链物流 (医用及食品保温箱、自动贩卖机等)、热水器等领域应用也在兴起，中长期潜力可观。2022 年行业面临冰箱需求和原燃料成本双重冲击，2023 年景气有望回升，一方面全球能源价格回落、玻纤细纱价格处在低位，VIP 成本端压力缓解，利好产品毛利率修复，另一方面欧洲能效新规落地有望推动海外应用渗透率加速提升，同时国内需求有望回暖，利好真空绝热板行业需求加速增长。公司：深耕真空技术，VIP 竞争优势突出，真空玻璃打造第二曲线。(1) 公司掌握 VIP 完整产品生产链，掌握了多项国家标准、行业标准的制定。公司享有核心客户优势，为海尔、惠而浦、LG、美的等多家全球大型冰箱企业主要 VIP 供应商。(2) 公司高度重视技术研发，研发投入处于同业领先水平，董事长为公司业务与技术奠基人以及目前核心技术人员，近年来实施了多项研发攻关项目，研发成果有助于公司进一步改善产品性能、提高生产效率、降低生产成本，例如 VIP 板四边封工艺、干法离心棉 VIP 工艺、全自动 VIP 折边流水线等等。(3) 公司依托真空绝热技术研发和产业化的积累，通过自主研发初步掌握了真空封装、焊接等核心工艺技术，采用一步成型法，自主研发了无铅合金焊料，产品在寿命和隔热性能上与现有产品相比有望拥有显著优势。真空玻璃产品在低温储藏设备 (尤其是轻型商用制冷设备) 门体有着突出的经济效益和应用前景，在绿色建筑、车船窗玻璃等领域也有应用潜力，公司正在进行量产线的建设，加速布局年产 200 万平方米的产业化基地，投产后有望成为公司第二成长曲线。盈利预测与投资评级：公司是国内真空绝热板

(VIP) 行业龙头, 具备全产业链布局的生产和研发优势, 深耕下游核心大客户, 同时依托真空产业多年研发积淀, 初步掌握了真空玻璃生产的真空封装、焊接等核心工艺技术, 实现新品突破, 真空玻璃有望成为公司第二成长曲线。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 0.99 亿元、1.76 亿元、2.62 亿元, 5 月 8 日收盘价对应市盈率分别为 37 倍、21 倍、14 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。风险提示: 原燃料成本大幅上涨、真空玻璃量产线达产不及预期、真空玻璃应用推广不及预期的风险。

(证券分析师: 黄诗涛 证券分析师: 陈淑娟 证券分析师: 房大磊 证券分析师: 石峰源)

中国重汽 (03808.HK): 海内外共振, 重卡龙头全面向上开启新周期
投资要点 行业维度: 宏观经济发展驱动销量中枢上移, 出口贡献重要增量, 2023~2025 年重卡行业销量预计分别为 85/126/157 万辆。国内重卡行业销量在成长&周期&政策等三重因素下呈现波动上升趋势, 本质映射为国内宏观经济不断发展的长期趋势。1) 总量维度: 重卡保有量由反应社会运力需求的 GDP 总量决定, 重卡年销量=Δ保有量+报废量+出口量。2000 年以来国内重卡销量变化核心反映由经济短周期波动&政策外力因素带来的运力供需关系的周期波动, 结合国内经济发展周期判断, 当前处于周期底部位置。2) 格局维度: 国内重卡格局相对稳固, 近十年 CR5 超 80%, 重汽/陕汽/一汽/福田/东风保持行业领先。 公司维度: 国内重卡整车制造龙头, 产品/技术全面覆盖, 市占率领先: 中国重汽拥有重卡、轻卡、金融以及发动机零部件四类业务, 以重卡为主, 批发口径份额超 20%。出口市场贡献核心增量: 公司连续 18 年出口销量第一, 2022 年出口销量赶超内销, 同比+75%, 海外市场持续拓张。高端化持续推进: 国内/出口高端产品占比提升, 国内外重卡价格均上涨, 支撑业绩中枢持续上移, 未来有望释放更大业绩弹性。 重卡业务海内外双轮驱动上行, 轻卡/金融业务稳定向上发展。1) 重卡板块: 产品/技术/渠道多维领先优势奠基, 海内外同步向上。以黄河、汕德卡等为代表, 公司产品矩阵丰富, 高中低档产品覆盖不同价格区间全面满足市场需求, 国内市场份额超 20%, 重卡出口占比近半, 领跑行业; 海外经销商/服务网点/KD 工厂等均领先同行; 全方位布局发动机、变速器以及纯电、氢能、混动等不同解决方案, 持续发力新能源/智能网联产品落地和商业化运营, 助力集团业务升级。2) 轻卡板块: 产品/技术持续突破, 量价稳步双升。围绕轻量化材料、无极 S 动力链等核心技术支撑, 公司轻卡市场份额逐步提升至 5%左右, 单价保持提升趋势。3) 金融板块: 依托优质卡车产品持续开拓高盈利金融业务, 科技赋能优化全生命周期购买使用体验, 长期作用提升粘性以及品牌力。 盈利预测与投资评级: 公司作为重卡龙头, 有望充分受益国内重卡复苏叠加出口高增的行业红利。我们预计公司 2023~2025 年营业总收入为 791.79/1127.02/1417.15 亿元, 归属母公司净利润为 33.64/51.92/72.57 亿元, 对应 EPS 为 1.22/1.88/2.63 元, 对应 PE 为 10/7/5 倍。选取 A/H 三家重卡整车同行业公司作为中国重汽-H 的可比公司, 可比公司估值均值为 19/11/9 倍。考虑公司作为重卡龙头, 率先受益行业向上红利, 份额有望进一步提升, 我们认为中国重汽 H 应该享受更高估值溢价, 首次覆盖, 给予“买入”评级。 风险提示: 海内外宏观经济波动幅度超预期; 上游原材料涨价超预期。

(证券分析师: 黄细里 研究助理: 杨惠冰)

海吉亚医疗 (06078.HK): 事件点评: 收购宜兴海吉亚医院合计 89.2% 股权, 长三角区域优势进一步提升

投资要点 事件：公司于 2023 年 5 月 9 日发布公告，公司附属公司伽玛星科技及海吉亚医院管理同意收购宜兴海吉亚医院合共 89.2% 股权，代价合共约为人民币 2.68 亿元。同日，伽玛星科技同意收购目标药房无锡市苏邦医疗科技合共 89.2% 股权，代价合共为人民币 291 万元。收购标的具有较好的基础，收入及利润提升空间大。宜兴海吉亚医院前身为宜兴市第四人民医院，为当地的二级甲等综合医院，在宜兴市乃至整个无锡市建立了良好的口碑。2021 年及 2022 年，宜兴海吉亚医院就诊人次(包括住院人次及门诊人次)分别约为 25.5 万人及 27.4 万人。按照 2022 年宜兴海吉亚收入 1.74 亿元计算，收购估值约为 1.7 倍 PS；2022 年税后净利润 477.6 万元，净利率 2.74%，盈利能力提升空间较大。医院现有注册床位 369 张，收购后公司将肿瘤学科特色植入医院，将集团标准化、可复制的管理模式引入医院，提高医院核心竞争力。未来将适时启动二期项目建设，开放床位 800 张以上，具有较大的收入提升空间。收购的药房 2022 年收入为 363 万元，对应 PS 估值为 0.89 倍 PS，税后净利润 23.5 万元，税后净利率为 6.47%。长三角地区布局加密，区域优势和品牌影响力进一步强化。从区域布局上来看，苏州永鼎医院已开设 10 余个肿瘤相关病种，影响力逐步扩大；无锡海吉亚计划设置床位 800-1000 床，预计 2024 年投入使用；常州海吉亚计划设置床位 800-1000 床，预计 2025 年投入使用。本次收购将进一步为公司长三角地区建立三级诊疗网络打下坚实基础。

盈利预测与投资评级：我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 7.02/9.30/11.79 亿元，经调整净利润分别为 8.15/10.35/11.22 亿元，对应当前市值的 PE 为 36/28/26 倍。维持“买入”评级。

风险提示：医院扩张进度或不及预期；医院盈利提升或不及预期；政策的不确定性风险等。

(证券分析师：朱国广 证券分析师：冉胜男)

潍柴动力 (000338)：深耕主业谋发展，产业整合集大成

投资要点 以发动机为主体，重卡全产业链覆盖并向外开拓多业务领域，战略布局长远，战术落地坚决，彰显核心竞争力。公司当前已经形成重卡发动机+变速器/车桥以及重卡整车制造的全产业链完善布局，并向外拓展智能终端物流+工程/农业机械等领域，长期坚持新能源未来转型方向。公司实际控制人为山东省国资委，国资控股保障持续稳定经营。财务维度，公司发动机/变速器/重卡整车制造以及凯傲智能物流贡献营收主体，毛利率中枢稳定在 20% 左右，费用管控效果明显，销售/管理费用率下滑，研发费用率提升构筑技术壁垒，净利率中枢稳定在 5% 左右，核心受益多业务布局弱化周期，盈利能力稳定。

短期看点：重卡板块周期上行，整车/发动机等核心受益；凯傲/工程机械等新业务发力。

1) 重卡板块：行业维度宏观经济向上发展是驱动重卡销量中枢上行的核心要素，2023~2025 年，在经济向好复苏叠加国六替换国五，国四加速淘汰以及上一轮购车群体置换多因素叠加下，我们预计重卡销量分别同比+31%/+36%/+9% 达 89/121/132 万辆。重卡周期上行红利下，潍柴动力旗下陕重汽销量有望迅速回暖，叠加发动机/变速器业务市场份额提升，整车&核心零部件全线受益。

2) 其他板块：全球疫后复苏背景下，凯傲智能终端物流有望回暖，稳定提升；依托于潍柴发动机+液压核心技术，潍柴掌握工程机械/农业机械领域发展核心壁垒，雷沃重工持续拓展智能农机业务，开辟全新发展方向。

长期看点：氢电并举，收购+自研方式持续开拓：潍柴动力全面布局纯电动、混动和燃料电池三大技术路线，氢能领域，通过与新能源公司战略合作，推动公司新能源多业务布局。苏州弗尔塞能源专注氢能源为核心的燃料电池，巴拉德动力聚焦燃料电池上游原料

领域，英国锡里斯专注于固态氧化物燃料电池开发。电动领域，潍柴推动电机+电控核心总成业务布局，开发全自研电驱动动力总成，保障核心零部件自主可控。 盈利预测与投资评级：我们预计公司2023~2025年营业总收入为1981/2345/2595亿元，归属母公司净利润为67.56/87.36/107.54亿元，分别同比+38%/+29%/+23%，对应EPS为0.77/1.00/1.23元，对应PE为16/13/10倍。选取A股三家重卡公司作为可比公司，估值均值为19/11/9倍。鉴于潍柴动力重卡全产业链覆盖叠加凯傲等业务对冲周期波动，盈利稳定提升，长期新能源领域布局持续发力，我们认为潍柴动力应该享受更高估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。 风险提示：重卡行业复苏不及预期；原材料价格大幅波动。

（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>