

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-05-16

宏观策略

2023年05月16日

宏观点评 20230515: 五一之后, 消费的后劲如何?

观点: 亮眼的五一出行之后, 居民的“热情”是否会外溢到汽车和地产销售是当前经济的市场的一大看点。从上周高频数据来看, 还差些火候, 需求季节性回暖, 表现好于4月但不及第一季度; 汽车销量倒是继续持稳。此外, 供给端生产偏缓, 地产开工疲软带动工业品价格下行, 海外加息落地后有色金属及原油价格承压。风险提示: 毒株出现变异, 疫情蔓延形式超预期恶化、疫情反复出行意愿恢复不及预期、居民消费意愿下滑及海外衰退幅度超预期的风险。

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 20230515: 转债行业追踪系列(四): 中药行业可转债 2022A&2023Q1 业绩点评及推荐更新

观点: 寿仙转债股性显著, 基本面支撑稳固, 正股估值偏低, 因此建议风险承受能力较强的投资者在警惕强赎风险和交易风险的基础上, 继续予以关注; 亦可同步关注寿22转债, 转债价格显著低于寿仙转债, 提升性价比的同时扩大收益空间; 教东转债下修后股性加强, 业绩表现亮眼, 市场热度增强, 叠加其价格和转股溢价率均较低, 符合“双低策略”, 建议投资者加以关注, 埋伏左侧机会。风险提示: 正股表现不及预期, 强赎风险, Choice、Wind 信息更新延迟。

固收周报 20230515: 反脆弱: 2023Q1 二级债基可转债风格基金业绩表现及转债持仓分析

观点: 2023年以来, 全市场溢价率和中证转债与小盘成长指数的相关系数在所统计指数中排名第1, 指向转债市场变化风格偏小盘、成长风格。数字经济产业链持续火热, 但需要关注热门板块后续资金拥挤度是否明显变化。我们仍建议从“双低弹性+题材布局+关注新券+年报业绩”角度入手, 把握“题材低吸, 主线布局”的市场机遇, 一方面关注景气度下行板块, 如地产基建、大消费、制造; 另一方面围绕市场主线, 挖掘存量“小票”和潜力新票。题材上建议关注: 数字经济、中特估、消费属性稀缺性、半导体国产替代个券(材料+设备+芯片)。新债推荐: 冠盛转债、天23转债、睿创转债、精锻转债、精测转2。近期关注题材转债推荐: 晶瑞转2、立昂转债、赛轮转债、永22转债、风语转债、华兴转债、莱克转债、精测转2、奥飞转债、花园转债、博杰转债。风险提示: (1) 流动性收紧; (2) 权益市场大幅调整; (3) 地缘政治危机影响。(4) 行业政策调控超预期。

固收周报 20230514: 利率快速下行之

观点: 令利率下行的两大推手是什么: 2023年3月份以来, 以10年期和1年期国债为代表的长短端收益率持续下行, 截至2023年5月12日, 10年期国债收益率为2.7058%, 1年期国债收益率为2.0441%, 本周(2023.5.8-5.12)的利率下行尤为迅速, 10年期和1年期国债收益率分别较5月6日下行2.53BP和7.74BP。我们认为利率下行主要有两大推手:

一是协定存款利率下行。二是 PMI、物价和金融等数据表明经济修复不及预期。考虑到以下两点，我们认为美债 10Y 或将维持在 3.2-3.6% 区间内窄幅震荡。(1) 加息终点或已来临，降息时点仍需观望。(2) 美债收益率或受债务上限危机波动。风险提示：变种病毒超预期传播、宏观经济增速不及预期、全球“再通胀”超预期、地缘风险超预期。

固收点评 20230513：二级资本债周度数据跟踪（20230508-20230512）

观点：一级市场发行与存量情况： 本周（20230508-20230512）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 1 只，发行规模为 200.00 亿元，较上周增加 169.00 亿元，发行年限为 15Y，发行人性质为中央国有企业，发行人为国有大型银行，主体评级为 AAA，发行人地域为北京市。截至 2023 年 5 月 12 日，二级资本债存量余额达 36,496 亿元，与上周末（20230505）持平。二级市场成交情况： 本周（20230508-20230512）二级资本债周成交量合计约 1,639 亿元，较上周增加 1,238 亿元，成交量前三个券分别为 19 江苏银行二级(106.67 亿元)、23 工行二级资本债 01A (62.79 亿元) 和 21 建设银行二级 01 (57.02 亿元)。分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和江苏省，分别约为 1,074 亿元、148 亿元和 111 亿元。风险提示：Choice、Wind 信息更新延迟；数据披露不全。

固收点评 20230513：绿色债券周度数据跟踪（20230508-20230512）

观点：一级市场发行情况： 本周（20230508-20230512）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 5 只，合计发行规模约 490.82 亿元，较上周增加 447.77 亿元。发行年限为 3 年及以下中短期；发行人性质均为中央国有企业；主体评级均为 AAA。发行人地域为北京市和境外。发行债券种类为公司债、中期票据、资产支持票据和商业银行普通债。二级市场成交情况： 本周（20230508-20230512）绿色债券周成交额合计 353 亿元，较上周增加 212 亿元。分债券种类来看，成交量前三为非金公司信用债、利率债和金融机构债，分别为 134 亿元、108 亿元和 101 亿元。风险提示：Choice 信息更新延迟；数据披露不全。

行业

锂电回收行业跟踪周报：锂价回升回收盈利改善，回收利用管理办法持续完善

投资要点：与市场不一样的观点：成长重于周期，期待供需格局优化盈利回升。市场关心资源品价格对电池回收盈利的影响。我们认为电池回收具备资源价值，但商业模式本质为再制造，收入成本同向变动，利润相对纯资源企业稳定，而报废量 15 年的持续增长是丰厚的产业红利，持续成长属性凸显。近期金属波动周期性不强，锂价维持高位，废电池折扣系数持续回落，盈利企稳提升。期待行业出清产能供需平衡，龙头优势凸显。投资建议：锂电循环十五年高景气长坡厚雪，再生资源价值凸显护航新能源发展。重点推荐：天奇股份、宁德时代、比亚迪、华友钴业、中伟股份、振华新材、格林美；建议关注：光华科技、南都电源、旺能环境、赣锋锂业、厦门钨业。风险提示：锂电池装机不及预期，动力电池回收模式发生重大变化，金属价格下行，行业竞争加剧

国防军工行业跟踪周报：军企人事更迭与装备中期调整是当前行业波动的核心变量

观点：上周几个重点事项 军企人事更迭与装备中期调整是当前行业波

动的核心变量。军工企业和军队人事调整可能会影响订单释放和交付的节奏。伴随军事装备进行中期调整，低成本、高毁伤、可消耗性的装备列装成为新的需求审美。关注标的：考虑军费增速超预期，外交与军事博弈升级，从主题向基本面切换的需求，建议重点布局核心赛道尤其是下游主机厂标的，四个条线值得关注：（1）军工集团下属标的的兼顾改革增效：中航西飞、江航装备、中航沈飞、中航高科；（2）新订单、新概念、新动量：七一二、航天电子、华如科技、康拓红外。（3）超跌上游反弹布局：铂力特、华秦科技、菲利华、航宇科技。（4）中国推动沙伊和解后效逐渐形成新的全球地缘格局之下的军贸拳头产品的相关总装企业：无人机、固定翼作战飞机、军用直升机；远火系统、地面装甲；导弹平台；驱护类军舰；军用雷达。风险提示：成飞借壳审批风险、业绩不及预期风险、改革不及预期风险。

汽车内外饰行业深度报告：诞生优质零部件企业的消费属性赛道

观点：整体来看，汽车内外饰件单车价值量（不含车灯及座椅）在五千元至一万元左右，若按七千元计算，2022年乘用车内外饰件国内市场规模为1620亿元，全球市场规模则在4000亿元以上，且整个市场规模随着汽车的消费升级仍在持续提升。投资建议：空间上，内外饰全球市场规模超千亿，空间广阔；格局上，长期看行业集中度将持续提升，优质自主内外饰企业有望持续拓展份额及新拓品类。推荐新泉股份（603179.SH）、岱美股份（603730.SH）、继峰股份（603997.SH）、拓普集团（601689.SH）和华域汽车（600741.SH），关注常熟汽饰（603035.SH）、宁波华翔（002048.SZ）和香山股份（002870.SZ）。风险提示：下游乘用车行业销量不及预期；原材料价格波动；下游乘用车价格战加剧。

房地产行业跟踪周报：新房销售同比增幅微降，住建部鼓励经纪服务分档定价

观点：上周新房与二手房环比数据提升，同比增幅微降，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，全年销售面积增速预计转正。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、保利置业集团；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。

汽车行业跟踪周报：5月第一周乘用车批发销量同比-1%，优选客车！

观点：2023切换之年，感性与理性需平衡。莫困于价格战，寻找新中期成长逻辑（大出口+AI智能化）。综合基本面和估值，子版块排序目前依然是：客车>重卡/两轮车>乘用车/零部件。1）客车板块：大周期的起点。符合【中特估】大方向，且是大汽车板块率先走出【国内国外共振】逻辑，未来三年有望迎来【量价利估值】齐升。龙头【宇通客车】率先受益，龙二【金龙汽车】有望跟随。2）重卡板块：传统重卡国内迎小周期复苏阶段，【出口爆发+新能源转型】是投资核心主线。出口持续爆发，核心受益【中国重汽A+H】。新能源转型，核心受益【中集车辆+汉马科技】。逆周期布局，份额提升强α属性【潍柴动力A+H】。3）两轮车板块：上行周期的业绩兑现阶段。核心受益：雅迪/爱玛。4）乘用车/零部件板

块：国内价格战的影响仍需消化。电动化进入内卷时代，AI 智能化导入期，出口持续超预期。【国内国外共振】仍需时间，或 2023 下半年出现好的布局点（整车优选智能化领先者/零部件优选特斯拉出海标的及 AI 智能化受益者）。自下而上纯 α 品种【中国汽研】（中特估大方向+汽车检测平台）。风险提示：芯片短缺影响超出预期，乘用车产销低于预期

煤炭开采行业跟踪周报：库存有待去化，煤价震荡运行

行业近况：动力煤方面，当前库存压力较大，价格环比下跌。炼焦煤方面，短期价格预计承压。估值与建议：我们维持行业盈利预测与评级不变。重点推荐稳定经营高分红高股息标的中国神华、陕西煤业，高成长低估值标的广汇能源，以及国企改革受益标的山西焦煤。风险提示：下游需求不及预期；保供力度强于预期，煤价大幅下跌。

有色金属行业跟踪周报：美国通胀回落超预期，商品价格整体承压

投资要点 行业近况：回顾本周行情，有色板块本周大幅下跌，其中贵金属、工业金属板块跌幅居前。工业金属、贵金属方面，美国 4 月通胀水平超预期回落，且本周就业市场表现强劲，通胀和失业数据双降温显示美国经济仍具韧性，衰退预期走弱。周内美元指数表现强势，重回 102 上方，铜、铝、黄金等大宗商品价格整体承压。能源金属方面，近期锂下游需求未见明显好转，但市场看涨情绪较为高涨，存在一定囤货需求，推高现货价格。我们认为后市锂价将继续受过热的市场情绪影响，短期内仍有一定的非理性上涨空间。未来建议关注美国通胀水平和美联储加息周期，考虑加息结束后通胀预期对金铜价格的提振作用。估值与建议 我们维持行业盈利预测与评级不变。风险提示：美元持续走强；美债违约风险上升；下游需求不及预期。

医药生物行业跟踪周报：Q2 全面看多院内严肃医疗复苏，重点推荐处方药及器械等

观点：Q2 全面看多院内严肃医疗复苏，重点推荐处方药及器械等。集采出清、新药放量、疫后复苏三重因素共振，制药企业有望步入稳定、持续增长新阶段，价值亟待重估。具体配置思路：1) 创新药领域：百济神州、恒瑞医药、海思科、荣昌生物、康诺亚、泽璟制药等；2) 优秀仿创药领域：吉贝尔、恩华药业、京新药业、仙琚制药、立方制药、信立泰等；3) 耗材领域：惠泰医疗、威高骨科、新产业等；4) 中药领域：太极集团、佐力药业、方盛制药、康缘药业等；5) 消费医疗领域：济民医疗、华夏眼科、爱尔眼科、爱美客等；6) 其它医疗服务领域：三星医疗、海吉亚医疗、固生堂等；7) 其它消费医疗：三诺生物，建议关注我武生物等；8) 低值耗材及消费医疗领域：康德莱、鱼跃医疗等；9) 科研服务领域：金斯瑞生物、药康生物、皓元医药、诺禾致源等；10) 血制品领域：天坛生物、博雅生物等。风险提示：药品或耗材降价超预期；医保政策风险等。

锂电补库需求带动碳酸锂大涨，硅料价格加速下跌

观点：工控：Q1 工控公司订单均微增，4 月高基数压力大，我们预计 Q2-Q3 行业有望拐点向上，国产替代持续加速，看好汇川技术及国内龙头。风电：陆风 22 年需求旺盛，海风 22 年招标放量，23 年恢复持续高增长，重点推荐零部件&海风龙头。电网：投资整体稳健，关注特高压、储能、一带一路、中特估等结构性方向。重点推荐标的：宁德时代（动力&储能电池全球龙头、优质客户、领先技术和成本优势）、阳光电源（逆变

器全球龙头、储能集成业务进入爆发期)、亿纬锂能(动力&储能锂电上量盈利向好、消费类电池稳健)、比亚迪(电动车销量持续向好、电池外供加速)、科达利(结构件全球龙头、结构创新受益)、天赐材料(电解液&六氟龙头、新型锂盐领先)、璞泰来(负极&隔膜涂覆全球龙头、布局复合铜箔)、晶澳科技(一体化组件龙头、2023年利润弹性可期)、天合光能(210组件龙头战略布局一体化、户用系统和储能爆发)、固德威(组串逆变器高增长,储能电池和集成有望爆发)、晶科能源(一体化组件龙头、topcon明显领先)、德业股份(并网逆变器高增、储能逆变器和微逆成倍增长)、汇川技术(通用自动化开始复苏龙头Alpha明显、动力总成国内外全面突破)、禾迈股份(微逆龙头出货有望连续翻番、储能产品开始导入)、锦浪科技(组串式逆变器龙头、储能逆变器成倍增长)、隆基绿能(单晶硅片和组件全球龙头、新电池技术值得期待)、容百科技(高镍正极龙头、海外进展超预期)、恩捷股份(湿法隔膜全球龙头、盈利能力强且稳定)、星源材质(隔膜龙二、量利双升)、科士达(UPS全球龙头、户储ODM绑定大客户起量弹性大)、派能科技(户储电池龙头翻番以上增长、盈利能力超预期)、新宙邦(电解液&氟化工齐头并进)、华友钴业(镍钴龙头、前聚体龙头)、昱能科技(微逆龙头有望连续翻番、大举布局储能)、三花智控(热管理全球龙头、布局机器人业务)、宏发股份(继电器全球龙头、高压直流翻倍增长)、平高电气(特高压交直流龙头、业绩拐点)、通威股份(硅料和PERC电池龙头、大局布局组件)、钧达股份(Topcon电池龙头、扩产上量)、福斯特(EVA和POE胶膜龙头、感光干膜上量)、德方纳米(铁锂需求超预期、锰铁锂技术领先)、天奈科技(碳纳米管导电龙头,进入上量阶段)、中伟股份(前聚体龙头、镍冶炼布局)、东方电缆(海缆壁垒高格局好,龙头主业纯粹)、天顺风能(海工装备开始放量、陆塔/叶片稳定、风电运营稳步释放)、大金重工(自有优质码头,双海战略稳步推进)、日月股份(铸件龙头盈利修复弹性大)、金雷股份(锻造主轴龙头量利齐升,铸件产能释放)、爱旭股份、当升科技、尚太科技、许继电气、TCL中环、天顺风能、思源电气、国电南瑞、福莱特、中信博、振华新材、雷赛智能、美畅股份、上机数控、三一重能、新强联、贝特瑞、禾川科技、嘉元科技、诺德股份、大全能源、九号公司、金风科技。建议关注:聚和材料、上能电气、亿晶光电、盛弘股份、华电重工、昇辉科技、帕瓦股份、通合科技、科陆电子、东方日升、通灵股份、快可电子、宇邦新材、元琛科技、欣旺达、厦钨新能、信捷电气、岱勒新材、赣锋锂业、天齐锂业、中科电气、明阳智能、海力风电、泰胜风能等。风险提示:投资增速下滑,政策不及市场预期,价格竞争超市场预期。

建筑材料行业跟踪周报: 复苏过程曲折但趋势不变

观点: 本周发布的宏观数据不及预期,部分民企的风险再次暴露,使得对于地产复苏进程转折和地产链资金风险的担忧升温,基本面复苏的斜率和估值的博弈仍会存在。但当下时点我们认为地产链最差的时候已经过去,可以逐渐布局。一方面稳增长的政策意图仍然存在,龙头民营地产加杠杆的能力和意愿回升,开始拿地。另一方面地产链的竞争格局在持续得到优化。长期维度估值已经处于低位,Q2~3工程端可见利润拐点。从发货角度,家居好于消费建材好于大宗建材。(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，长三角水泥价格底部已现，龙头的强定价权、高分红和现金流价值提供充足安全边际，推荐华新水泥、海螺水泥、上峰水泥。推荐坚朗五金、东方雨虹、伟星新材、兔宝宝、科顺股份、北新建材、凯伦股份、东鹏控股、蒙娜丽莎、垒知集团，建议关注三棵树、中国联塑、苏博特、公元股份等。风险提示：地产信用风险失控、政策定力超预期。

石油石化行业跟踪周报：大炼化周报：终端需求疲软，下游产品表现整体不佳

事件：【六大炼化公司涨跌幅】截至 2023 年 05 月 12 日，6 家民营大炼化公司近一周股价涨跌幅：新凤鸣（环比-1.03%）、桐昆股份（环比-2.00%）、恒力石化（环比-2.59%）、荣盛石化（环比-3.54%）、东方盛虹（环比-5.98%）、恒逸石化（环比-7.64%）。近一月涨跌幅为新凤鸣（环比-7.19%）、东方盛虹（环比-11.14%）、桐昆股份（环比-11.17%）、恒力石化（环比-12.97%）、荣盛石化（环比-16.52%）、恒逸石化（环比-20.34%）。风险提示：1) 大炼化装置投产、达产进度不及预期。2) 宏观经济增速严重下滑，导致需求端严重不振。3) 地缘政治以及厄尔尼诺现象对油价出现大幅度的干扰。4) PX-PTA-PET 产业链产能的重大变动。

非银金融行业跟踪周报 20230508-20230514：“中特估”行情持续活跃，金融板块配置价值凸显

投资建议：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) 宏观经济不及预期；2) 政策趋紧抑制行业创新；3) 市场竞争加剧

建筑装饰行业跟踪周报：继续推荐低估值建筑央企和受益“一带一路”的国际工程板块

观点：短期板块有所回调，国企改革、中特估和一带一路仍是主线，持续推荐建筑板块的投资机会。(1) 2022 年四季度以来建筑业 PMI 和央企订单增速高于近年来中枢，反映行业景气度维持高位。推荐中国交建、中国建筑，建议关注中国中铁、中国铁建、中国电建等。(2) “一带一路”方向：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。(3) 需求结构有亮点，新

业务增量开拓下的投资机会：推荐铝模板租赁服务商志特新材；建议关注装配式建筑方向的鸿路钢构；建筑+AI 方向的华阳国际；新能源业务转型和增量开拓的中国电建、中国能建等。（4）建工检测板块：检测行业是长坡厚雪的好赛道。龙头企业有望受益，推荐垒知集团、建科股份，建议关注国检集团。风险提示：疫情超预期、地产信用风险失控、政策定力超预期、国企改革进展低于预期等。

石油石化行业跟踪周报：原油周报：美国原油库存增加，国际油价先涨后跌

观点：预计 2023 年油价仍然高位运行：供给端：紧张。能源结构转型背景下，国际石油公司依旧保持谨慎克制的生产节奏，资本开支有限，增产意愿不足；受制裁影响，俄罗斯原油增产能力不足且会一定程度下降；OPEC+供给弹性下降，减产托底油价意愿强烈，沙特控价能力增强；美国原油增产有限，长期存在生产瓶颈，且从 2022 年释放战略原油库存转而进入 2023 年补库周期。需求端：增长。今年国内经济恢复，引领全球原油需求增长，海外市场或将担心经济衰退引起原油需求下滑。综合国内外来看，全球原油需求仍保持增长态势。我们认为，油价出现大幅暴跌可能性较小，油价或将持续高位运行。 【相关上市公司】中国海油/中国海洋石油（600938.SH/0883.HK）、中国石油/中国石油股份（601857.SH/0857.HK）、中国石化/中国石油化工股份（600028.SH/0386.HK）、中海油服（601808.SH）、海油工程（600583.SH）、海油发展（600968.SH）、石化油服/中石化油服（600871.SH/1033.HK）、中油工程（600339.SH）、石化机械（000852.SZ）。 【风险提示】1）地缘政治因素对油价出现大幅度的干扰。2）宏观经济增速严重下滑，导致需求端严重不振。3）新能源加大替代传统石油需求的风险。4）OPEC+联盟修改石油供应计划的风险。5）美国解除对伊朗制裁，伊朗原油快速回归市场的风险。6）美国对页岩油生产环保、融资等政策调整的风险。7）全球 2050 净零排放政策调整的风险。

环保行业深度报告：中特估专题 1：低估值+高股息+现金流改善，一带一路助力，水务固废资产价值重估

观点：中国特色估值体系探索，环保板块国企具备价值重估潜力。证监会提出探索建立具有中国特色的估值体系，政府工作报告要求提高国企核心竞争力。2022 年环保板块地方国企/央企的盈利占比为 54%/7%，高于数量及市值占比。从 2022 年业绩同比变化看，央企（+10%）和国企（-17%）优于民企（-30%），疫情冲击下显现盈利韧性，价值认知待提升。投资建议：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，2022-2023 年承诺分红 ≥ 50%，2022 年股息率 5.18%，净现比提至 2.31，自由现金流转正。预计 2023-2025 年复增 10%，对应 2023 年 PE 8.7；建议关注【鹏鹞环保】PB（LF）仅 1.09，出售资产一级市场接近翻倍定价，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】固废龙头恒强，运营占比提升+国补回笼+资本开支下降，现金流改善在即，PB0.46 倍，2017 年以来分红维持 30%左右，2022 年股息率 6.80%，对应 2023 年 PE 4.3；【瀚蓝环境】国补收回+REITs+处置账款，现金流改善中，整合进行时，预计 2023-2025 年复增 15%，对应 2023 年 PE 12.1。建议关注【三峰环境】国补加速，2022 年净现比提至 1.6 倍，自由现金流转正。设备发力海外市场，对应 2023 年 PE 10.5。（估值日期：2023/5/10）

风险提示：政策风险、项目进展不达预期、行业竞争加剧等。

电力设备行业点评报告：国内电动车销量点评：4月销量符合预期，出口表现亮眼

事件：4月新能源汽车销量符合市场预期，渗透率持续提升。中汽协数据，4月新能源汽车销量 63.6 万辆，同环比+113%/-3%，渗透率 30%，同环比+4/3pct。投资建议：4月新能源汽车销量 63.6 万辆，同增 113%，环降 3%，符合市场预期，5-6月新车上市后订单将逐步恢复，2H为旺季，预计全年仍可实现 30%增长至 900 万辆。目前电动车为基本面、估值、预期最低点，看好 5-6月盈利低点出现+需求逐步好转后锂电板块酝酿反转，首推电池（宁德时代、亿纬锂能、比亚迪）、结构件（科达利）盈利稳定环节，同时重点布局一体化负极（璞泰来）、电解液（天赐材料、新宙邦）、隔膜（恩捷股份、星源材质）、正极（容百科技、华友钴业、德方纳米）等。风险提示：原材料价格波动，投资增速下滑及疫情影响。

机械设备行业跟踪周报：看好受益于晶圆厂扩产落地的半导体设备；推荐受益于自主可控加速的通用设备

观点：看好受益于晶圆厂扩产落地的半导体设备；推荐受益于自主可控加速的通用设备。推荐组合：三一重工、晶盛机电、恒立液压、先导智能、拓荆科技、迈为股份、华测检测、柏楚电子、奥特维、杰瑞股份、长川科技、芯源微、杭可科技、富创精密、绿的谐波、奥普特、金博股份、海天精工、新莱应材、高测股份、至纯科技、联赢激光、利元亨、纽威数控、道森股份。风险提示：下游固定资产投资不及市场预期；行业周期性波动；疫情影响持续

商贸零售行业跟踪周报：出行消费持续恢复，关注暑期出行旺季带动预期修复机会

观点：出行高景气带动酒店需求持续恢复，RevPAR 已超越疫情前水平。根据 STR 酒店数据库，中国高端奢华酒店/中高端酒店/经济型酒店 2023 年 5 月第 1 周（4 月 30 日-5 月 6 日）：入住率（OCC）分别同比提升 21.8/15.3/22.9 个百分点，环比-10.2/-9.6/-1.5 个百分点。房价（ADR）分别同比+60.2%/+53.5%/+57.5%，环比+18.3%/+12.9%/+20.3%。RevPar 分别同比提升 158.6%/100.7%/139.0%，环比+0.5%/-1.5%/+17.7%。从整个五一假期来看，量的角度，前半段比后半段强，价的角度，后半段价格进一步上行，但 RevPar 通过涨价实现显著上行的仅有经济型价格段。说明五一中高端出行需求对价格较为敏感。推荐关注与免税销售市场发展紧密相关、受益免税政策红利的中国中免、王府井、上海机场、海南机场，建议关注受益出境游修复的北京首都机场、白云机场。风险提示：消费数据不及预期，宏观经济波动，疫后恢复不及预期等。

推荐个股及其他点评

京东集团-SW (09618.HK)：2023Q1 财报点评：营收利润双超预期，业务调整持续进行

事件：营收、利润双超预期，京东零售盈利能力持续提升：公司 2023 年一季度收入 2430 亿元，同比增长 1.4%；实现 Non-GAAP 归母净利润 76 亿元，同比增长 88.3%，彭博一致预期分别为 2405 亿元和 54 亿元，收入略超市场预期，利润大超市场预期。盈利预测与投资评级：由于公司利润释放超预期，因此我们将 2023-2025 年的 EPS（Non-GAAP）预测从 9.74/12.28/13.93 元调整为 10.4/12.7/14.4 元，对应 PE 分别为

12.3/10.2/8.9 倍 (港币/人民币=0.8873, 2023/5/15 数据)。公司将构筑越来越强的竞争优势, 我们维持公司“买入”评级。 风险提示: 疫情反复风险, 商品供应链拓展风险, 宏观经济波动风险

华中数控 (300161): 国产高端数控系统龙头, 产学研正循环下腾飞在即
 观点: 产学研三十载, 引领国产高端数控系统突破国外封锁: 华中数控脱胎于华中科技大学, 1994 年发展至今, 先后承担和完成国家 04 重大专项、国家 863 等课题数十项, 攻克高速高精、五轴联动等一批关键技术, 引领国产高端数控系统突破国外封锁。 盈利预测与投资评级: 华中数控是国内中高端数控系统领军企业, 我们预计公司 2023-2025 年净利润分别为 1.07/1.80/2.98 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 74/44/27 倍, 首次覆盖给予“增持”评级。 风险提示: 机床行业景气度不及预期, 数控系统产品迭代不及预期。

达达集团 (DADA): 2023 一季报点评: 业绩符合预期, 继续朝盈亏平衡目标前进

事件: 23Q1 公司实现总营收 25.8 亿元, 同比增长 27%, 其中达达快送、京东到家分别实现营收 7.5 和 18.3 亿元; 经调整净亏损 1.8 亿元, 经调整净亏损率同比收窄超 16%。公司业绩基本符合彭博一致预期。 盈利预测与投资评级: 23Q1 公司业绩符合预期, 但考虑到消费恢复节奏和强度仍有一定不确定性, 我们将公司 23-25 年收入预测从 126/162/196 亿略微下调至 120/150/179 亿元; 但公司在降本增效上仍有较大弹性, 我们维持公司 23 年经调整归母净利润 1.03 亿元预测, 将 24-25 年从 11.61/16.68 亿元下调至 8.32/9.75 亿元, 对应 23-25 年 PE 约 103.4/12.8/10.9 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 行业需求风险, 市场竞争加剧风险, 持续亏损风险

美团-W (03690.HK): 23Q1 前瞻: 业绩预计符合预期, 看好本地生活业务重回成长曲线

观点: 本季度是公司开始逐步走出疫情影响、回归真实增长曲线的阶段, 我们预计 Q1 本地核心商业实现收入 415 亿元 (yoy+21%), 贡献运营利润 76 亿元 (yoy+62%), 新业务运营亏损-55 亿元 (同比收窄 34%)。我们预计总收入实现 571 亿元 (yoy+23%), 运营利润实现 3.7 亿元。 盈利预测与投资评级: 我们看好公司 23 年用业绩证明自身在本地生活的硬实力, 同时在即配业务上继续增长, 新业务继续优化。我们维持公司 23-25 年经调整 EPS 为 3.0/6.2/10.1 元的预测, 对应 PE39/19/12 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 消费恢复不及预期, 竞争格局恶化, 新业务亏损风险

中芯国际 (688981): 2023 年一季报点评: 收入略优于指引, 毛利率处于指引上部

事件: 业绩表现优于指引, 毛利率水平位于指引上部: 2023Q1, 公司实现营业收入 102.1 亿元, 同比降低 13.9%; 实现归母净利润 15.9 亿元, 同比降低 44.0%; 原因系晶圆销售量减少及产能利用率下降, 但仍优于前期指引。基于行业景气度好转预期, 叠加公司产能利用率释放, 我们预测公司 2023-2025 年收入为 445/525/632 亿元, 归母净利润为 59.2/88.0/120.1 亿元, 对应 P/E 为 84.0/56.5/41.4 倍 P/B 为 3.57/3.36/3.10 倍。我们维持公司“买入”评级。 盈利预测与投资评级: 基于行业景气度好转预期, 叠加公司产能利用率释放, 我们维持此前盈利预测。我们预测公司 2023-2025 年收入为 445/525/632 亿元, 归母净利润为

59.2/88.0/120.7 亿元，对应 P/E 为 84.0/56.5/41.2 倍 P/B 为 3.57/3.36/3.10 倍。我们维持公司“买入”评级。 风险提示：1) 半导体行业周期扰动；2) 行业竞争加剧；2) 技术升级风险；4) 新品量产风险。

华虹半导体 (01347.HK): 2023 年一季报点评: 业绩符合预期, 回 A 在即, 关注 Q2 毛利率指引

事件: 2023 年第一季度营收同比+6.1%, 环比持平, 归母净利润同比+47.9%, 环比-4.3%, 营收符合我们预期, 利润低于我们预期。 盈利预测与投资评级: 结合下游需求及公司扩产进度, 下调 2023-2025 年归母净利润为 3.31 亿美元 (-0.78 亿美元)、3.90 亿美元 (-0.31 亿美元), 4.54 亿美元 (-0.18 亿美元), 同比分别-26%、+18%、+16%。对应现价 (5 月 13 日收盘价) PE 分别为 13 倍、11 倍、10 倍, 对应现价 (5 月 13 日收盘价) PB 分别为 1.3 倍、1.2 倍、1.0 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 行业需求不及预期风险, 无锡厂爬坡慢于预期风险, 毛利率改善弱于预期风险, 中美贸易摩擦加剧风险

宏观策略

宏观点评 20230515: 五一之后, 消费的后劲如何?

消费能否从“诗和远方”过渡到买车买房? 亮眼的五一出行之后, 居民的“热情”是否会外溢到汽车和地产销售是当前经济的市场的一大看点。从上周高频数据来看, 还差些火候, 需求季节性回暖, 表现好于4月但不及第一季度; 汽车销量倒是继续持稳。此外, 供给端生产偏缓, 地产开工疲软带动工业品价格下行, 海外加息落地后有色金属及原油价格承压。 消费: 汽车销量节后仍居高位。假期后5月第一周汽车零售销量维持高景气, 同比增加68.5%。3-4月汽车“以价换量”格局有所改变, 价格战热度逐渐消退, 消费者观望情绪“变现”。临近7月减排新标准实施, 车企仍有部分近百万辆库存, 期限临近或仍有下一轮降价促销。家电销量5月第一周环比增长9.7%, 大宗消费修复动能有持续迹象。 出行: 五一客流“冲高”效应仍未完全褪去。继五一长假期间地面交通和轨道交通客流一举攀升之后, 现城市人流量仍在高位徘徊: 在劳动节假期形成较高基数的情况下, 上周10市地铁客运量仅环比下滑3.4%; 而30省会拥堵延时指数继续上行, 其周环比增速达10.9%。总体来看, 目前地面交通和轨道交通人流量已超过2019年同期水平, 客流的持续增长与商业活动的回暖有望形成良性循环, 加快消费复苏态势。 地产: 房产销售季节性回落后反弹。继受五一假期影响、房产销售季节性回落之后, 5月第二周房产销售景气度开始回升, 其中30城商品房成交面积周环比大幅上升101.3%, 一二线城市楼市回暖程度优于三线。同时二手房成交面积也呈周度边际上行态势, 环比上升87.7%。不过与2019年同期相比, 二手房修复程度仍好于新房: 5月以来商品房成交面积比2019年同期下降21.8%, 而二手房成交面积上升37.0%。 工业: 生产节奏稳中趋缓。上周高炉开工率环比小幅下行0.6pct、煤炭吞吐量下滑13.3%, 工业生产整体节奏略有放缓。具体来看, 建筑业生产节奏有所加快, 5月以来沥青开工率较去年同期上升4.0pct; 同时螺纹钢也显现去库现象, 5月以来其库存大幅下降26.8%。在汽车出口市场迎政策红利的背景之下, 汽车业生产节奏也随之加快, 上周全钢胎开工率环比大幅上升20.0pct、5月以来同比上升6.3pct。 纺织业仍“不温不火”, PTA、聚酯开工率周环比分别下滑3.1pct、0.1pct, 不过相较于去年同期生产情况略有改善, 5月以来PTA、聚酯开工率分别增长1.2pct、3.7pct。 食品价格涨跌互现。需求季来临率先提振果蔬价格, 上周鲜菜、鲜果价格周环比分别上涨0.1%、3.1%; 上周猪肉价格周环比下跌0.6%, 存栏供给压力仍大, 需求上行偏缓, 预计短期内价格偏弱震荡。上周农产品批发价周环比下跌0.5%。 工业品价格普跌。国内定价方面, 地产表现疲软: 上周螺纹钢、水泥价格分别环比下跌0.1%、1.6%、铁矿石环比上升0.4%。海外方面, 美欧加息落地, 衰退预期增加, 上周南华有色金属指数环比下跌1.5%。美国债务上限问题进入僵局, 油价承压, 上周布伦特原油价格环比下跌1.1%。 流动性方面, 假期后资金面持续宽松。上周DR007与R007平均利率周环比小幅上行均不到1bp。上周3M、6M存单收益率均周环比下行约9bp。长端利率持续下行, 上周10年期国债收益率下行至2.73%。5月下旬同业存单到期量压力不大, 与4月基本持平。回购成交量回升, 5月11日质押式回购成交量重返8万亿之上。15日央行等利率超量续作MLF, 近期市场降息预期落空。 风险提示: 毒株出现变异, 疫情蔓延形式超预期恶化、疫情反复出行意愿恢复不及预期、居民消费意愿下滑及海外衰

退幅度超预期的风险。

(证券分析师: 陶川 证券分析师: 邵翔)

固收金工

固收点评 20230515: 转债行业追踪系列(四): 中药行业可转债 2022A&2023Q1 业绩点评及推荐更新

观点 2022A&2023Q1 正股业绩点评: 1) 敖东转债: 得益于中药板块稳健增长, 连锁药店和食品板块快速增长, 公司 2022 年实现营收 28.68 亿元 (+24.5%, yoy, 下同); 但由于投资损失和公允价值变动损失大幅增加, 归母净利润 17.81 亿元 (+0.01%), 未见增长。盈利能力较强但有所下降, 销售毛利率 51.16%(-2.19pct), 销售净利率 62.79%(-18.32pct), 主要系投资损失所致。公司财务风险低, 2022 年实现经营性现金流 4.24 亿元 (+30.48%), 现金流充裕; 2022 年末资产负债率 15.5%, 流动比率 2.7, 偿债压力低。结合 2023Q1 业绩来看, 公司营收持续增长, 盈利向好, 实现营收 7.88 亿元 (+23.64%), 归母净利润 4.86 亿元 (+719.23%), 主要系公司对广发证券的投资收益、交易性金融资产公允价值及主营业务利润同比增加所致。截至 2023/5/10, 公司 P/E TTM 为 9.01 倍, 位于历史 6.04%分位, 处于极低区间, 叠加业绩表现较好, 投资性价比较高。2) 奇正转债: 核心产品贴膏剂和软膏剂驱动业绩增长, 2022 年实现营收 20.45 亿元 (+15.49%), 高于预期; 归母净利润 4.72 亿元 (-34.01%), 主要系公司参与设立的并购基金所持上市标的股价波动间接影响公司非经常性损益所致, 扣非归母净利润 4.40 亿元 (+27.57%)。由于主要产品毛利下降和非经常损益影响, 公司盈利能力有所下降, 销售毛利率 84.15%(-1.02pct), 销售净利率 22.96 亿元 (-42.81pct)。公司经营性现金流大幅下降, 但短期偿债压力不大, 2022 年实现经营性现金流 2.86 亿元 (-72.4%), 2022 年末资产负债率 42.45%, 流动比率 2.35。由于 2023 年初疫情管控放开导致短期内终端需求暂时下降、核心产品销售受到影响, 2023Q1 业绩承压, 实现营收 2.96 亿元 (-27.39%), 归母净利润 0.93 亿元 (+6.52%)。截至 2023/5/10, 公司 P/E TTM 为 25.8 倍, 位于历史 18.31%分位, 处于较低区间。3) 特一转债: 得益于核心产品止咳宝等药品销售恢复良好, 公司 2022 年实现营收和归母净利润的双重增长, 营收 8.87 亿元 (+16.94%), 基本符合预期, 归母净利润 1.78 亿元 (+40.41%)。盈利能力整体加强, 实现销售毛利率 49.04%(-7.54pct), 主要系材料成本上升所致; 销售净利率 20.10% (+20.07pct), 主要系期间费用控制良好, 期间费用率同比下降 15.19%所致。公司短期偿债压力略大, 2022 年实现经营性现金流 3.72 亿元 (+44.72%); 2022 年末资产负债率 44.88%, 流动比率 1.02。公司 2023Q1 药品销售大幅走强, 业绩强劲增长, 实现营收 3.04 亿元 (+56.5%), 归母净利润 1.05 亿元 (+130.96%)。截至 2023/5/10, 公司 P/E TTM 为 21.12 倍, 位于历史 4.83%分位, 处于极低区间, 结合公司业绩增势强劲, 估值有望进入更高区间。4) 新天转债: 妇科、泌尿系统和清热解毒三大核心板块支撑公司业绩稳定增长, 2022 年实现营收 10.88 亿元 (+12.15%), 略低于预期, 归母净利润 1.16 亿元 (+15.4%)。公司盈利能力基本稳定, 实现销售毛利率 77.26%(-2.52pct), 销售净利率 10.67% (+2.9pct)。由于公司支付购货款增加, 2021 至 2023Q1 经营性现金流入持续下降, 2022 年经营性现金流 0.76 亿元 (-39%), 公司现金流周转风险或较高; 但偿债能力尚可, 2022 年末资产负债率 38.76%, 流动比率 1.23。2023Q1 公司业绩下滑,

主要系年初疫情管控全面放开叠加公司营销架构改革影响产品销售所致，营收 2.09 亿元 (-16.24%)，归母净利润 0.25 亿元 (-18.74%)。截至 2023/5/10，公司 P/E TTM 为 30.85 倍，位于历史 27.42% 分位，随公司营销改革完成，关注业绩复苏情况。5) 寿仙转债/寿 22 转债：公司业绩向好，但略低于预期，2022 年实现营收 8.29 亿元 (+8.07%)，主要系核心产品灵芝孢子粉类产品销售稳健增长所致，归母净利润 2.78 亿元 (+38.32%)。毛利提升叠加费用控制良好，公司盈利能力有所增强，销售毛利率 84.42% (+1.06pct)；销售净利率 33.47% (+28.19pct)。公司财务风险极低，现金流充裕，偿债能力强，2022 年实现经营性现金流 3.41 亿元 (+15.03%)，主要系销售收入增加所致，2022 年末资产负债率 33.28%，流动比率 3.9。受年初疫情影响，2023Q1 业绩增速放缓，营收 2.06 亿元 (+1.2%)，归母净利润 0.63 亿元 (+6.13%)。截至 2023/5/10，公司 P/E TTM 为 30.84，位于历史 4.01% 分位，表明当前估值极低，叠加基本面良好，增长动能预计维持。

2023Q1 至今转债行情复盘与分析：1) 敖东转债：截至 2023/5/10，转债价格 124.4 元，平价底价溢价率 14.75%，转股溢价率 5.55%，纯债溢价率 21.11%，到期收益率 -18.2%，属于平衡偏股型标的，债底保护尚可，自 2022 年 9 月下修以来，平价走高驱动转债价格上行，股性日益加强。从转股溢价率和平价走势来看，2023 年以来或因正股基本面利好导致平价持续上行，溢价率被动压缩，目前已至历史极低分位；此外，目前平价向强赎线靠近，警惕强赎风险。2) 奇正转债：截至 2023/5/10，转债价格 122.23 元，平价底价溢价率 -3.34%，转股溢价率 22.23%，纯债溢价率 18.15%，到期收益率 -1.49%，属于平衡型标的，向上弹性不弱，债底保护较厚，股性债性较为均衡。从转股溢价率和平价走势来看，2023 年以来二者波幅温和，转股溢价率呈“W”型走势，在 10%-25% 区间内小幅震荡；而平价在下修线与强赎线之间先升后降，短期内条款博弈价值有限。3) 特一转债：截至 2023/5/10，转债价格 189.72，平价底价溢价率 61.87%，转股溢价率 13.76%，纯债溢价率 84.14%，到期收益率 0.00%，属于纯股型标的，平价是转债价格波动的主要驱动因素，股性凸显，债底保护较弱。从转股溢价率和平价走势来看，2023 年以来转股溢价率在 10%-30% 区间内震荡，平价总体下行，未能与正股 2023Q1 高增业绩联动；此外，公司公告于 2023/12/6 日（转债到期日）前均不执行强赎，或表明管理层对股价未来走势信心较强，即转债暂无强赎压力，若出现平价回升信号则可捕捉右侧机会。4) 新天转债：截至 2023/5/10，转债价格 188.15 元，平价底价溢价率 86.08%，转股溢价率 5.3%，纯债溢价率 95.94%，到期收益率 -16.65%，属于纯股型标的，近期转债价格走势与平价走势基本一致，股性凸显，债底保护较弱。从转股溢价率和平价走势来看，2023 年以来平价稳居强赎线上方，转股溢价率被动压缩，处于 15% 以下的低位区间；此外，公司公告于 2023/6/30 日前不强赎，叠加转债目前仍在壮年期，推测短期内强赎风险较低。5) 寿仙转债：截至 2023/5/10，转债价格 213.97 元，平价底价溢价率 107.85%，转股溢价率 5.24%，纯债溢价率 118.73%，到期收益率 -18.19%，属于纯股型标的，债底保护一般，平价涨跌为转债价格走势的最主要驱动因素，股性显著。从转股溢价率和平价走势来看，2023 年以来转股溢价率总体呈正“V”走势，目前处于历史 64% 的中高分位；而平价呈现倒“V”型走势，且稳居强赎线上方，近期预计将满足强赎条件，建议投资者警惕强赎风险。6) 寿 22 转债：截至 2023/5/10，转债价格 144.05 元，平价底价溢价率 37.01%，转股溢价率 24.67%，纯债溢价率 70.81%，到期收益率 -3.64%，属于平衡偏股型标的，溢价略厚，故进攻性不及其他 3

只纯股型及平衡偏股型标的，但安全边际更高。从转股溢价率和平价走势来看，2023年以来二者反向背离走势明确，转股溢价率呈正“V”走势，总体在10%-30%区间内波动；平价处于强赎线与下修线之间，且转债极为年轻，为正股寿仙谷发行的第2只存续转债，故强赎风险较低。五大维度推荐转债标的：1) 正股基本面维度：教东转债>寿仙转债=寿22转债>特一转债>奇正转债>新天转债。教东和寿仙/寿22转债正股各维度均表现较好，其中前者营收增速更高，且2023Q1实现归母净利润强劲增长；特一转债业绩表现亦较好，但短期偿债能力欠佳；奇正和新天转债2023Q1业绩均承压。2) 等平价溢价率测试维度：寿仙转债>新天转债>教东转债>特一转债>奇正转债>寿22转债。寿仙和新天转债价格有所低估，且在100元平价位置前者性价比更高；教东价格位于合理区间内，且随平价上升套利机会增多；特一、奇正和寿22价格略有偏高，在100元平价位置性价比递减。3) 股性强弱维度：寿仙转债>新天转债>特一转债>寿22转债>教东转债>奇正转债。中药行业整体以进攻属性标的为主，其中寿仙、新天、特一转债均为纯股型标的，教东、寿22转债属于平衡偏股型标的，奇正转债属于平衡型标的。4) 转债价格弹性维度：寿仙转债>寿22转债>新天转债>特一转债>奇正转债>教东转债。需注意寿22转债弹性排序高于股性排序，一方面或与其较强的正股基本面支撑相关，另一方面或系与寿仙转债互为“双子转债”故受“双子”纠缠态影响所致。5) 机构持仓维度：寿仙转债>寿22转债>奇正转债>教东转债>新天转债>特一转债。2023Q1，市场对寿仙、寿22、奇正、教东转债新增关注较多，其中寿22转债获得持仓机构全面增持，且持仓比例较低，寿仙转债持仓比例适中，而奇正、教东转债机构持仓变动存在分化，持仓比例相对较高；新天、特一转债或由于当前价格偏高，持仓机构数量较少。6) 综上所述，寿仙转债股性显著，基本面支撑稳固，正股估值偏低，因此建议风险承受能力较强的投资者在警惕强赎风险和交易风险的基础上，继续予以关注；亦可同步关注寿22转债，转债价格显著低于寿仙转债，提升性价比的同时扩大收益空间；教东转债下修后股性加强，业绩表现亮眼，市场热度增强，叠加其价格和转股溢价率均较低，符合“双低策略”，建议投资者加以关注，埋伏左侧机会。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)

固收周报 20230515：反脆弱：2023Q1 二级债基可转债风格基金业绩表现及转债持仓分析

2023Q1 二级债基可转债风格基金业绩表现及转债持仓分析。1) 风险收益：集体收涨、收益领先，波动稍低。2023Q1，可转债风格基金产品集体收涨，收益较上周盘点的可转债主题基金略微领先；业绩表现最好与最低的产品收益差达6.89%；波动低于可转债主题基金。2) 规模变化：由净赎回转为净申购，规模明显提升。3) 配置情况：转债持仓规模与转债仓位同步上升，增配中特估&TMT。银行、交通运输、农林牧渔转债持仓总市值最高，持仓增加最多的为国防军工、社会服务及传媒。个券角度看，不同于上周专题分析的可转债主题基金，金融类转债间持有市值变化分化，整体依然位居持仓转债市值前列。本周(5月8日-5月12日)权益市场整体下跌，多指数收跌。两市日均成交额较上周放量约5779.26亿元至10272.09亿元，周度环比回升128.63%，北上资金全周净流入99.60亿元。行业方面，本周(5月8日-5月12日)31申万一级行业中7个行业收涨；公用事业、煤炭、汽车、电力设备、环保涨幅居前，分别上涨1.95%、1.55%、1.53%、

1.25%、0.89%；建筑装饰、传媒、有色金属、商贸零售、石油石化跌幅居前，跌幅分别达-5.98%、-5.97%、-3.54%、-3.45%、-3.30%。本周（5月8日-5月12日）中证转债指数下跌0.97%，29个申万一级行业中2个行业收涨，其中行业涨幅超过2%的行业共1个。美容护理和煤炭涨幅居前，分别上涨15.82%、0.19%；通信、传媒、石油石化、计算机、医药生物跌幅居前，分别下跌-5.55%、-3.56%、-2.91%、-2.78%、-2.36%。本周转债市场日均成交额小幅放量5.16亿元，环比变化0.80%；成交额前十位转债分别为万兴转债、中银转债、北方转债、游族转债、中钢转债、城市转债、智尚转债、苏银转债、中信转债、特一转债；周度前十转债成交额均值达120.33亿元，成交额首位达303.07亿元。从转债个券周度涨跌幅角度来看，约16.21%的个券上涨，约11.86%的个券涨幅在0-1%区间，4.35%的个券涨幅超2%。股债市场情绪对比：本周（5月8日-5月12日）转债、正股市场周度加权平均涨跌幅、中位数均为负，且相对于正股，转债周度跌幅更小。从成交额来看，本周转债市场成交额环比上升152.00%，并位于2022年以来41.70%的分位数水平；对应正股市场成交额环比增加121.24%，位于2022年以来52.20%的分位数水平；正股、转债成交额均大幅放量，相对于正股，转债成交额涨幅更大。从股债涨跌数量占比来看，本周约15.98%的转债收涨，约33.41%的正股收涨；约28.09%的转债涨跌幅高于正股；相对于转债，正股个券能够实现的收益更高。综上所述，本周正股市场的交易情绪更优。核心观点：2023年以来，全市场溢价率和中证转债与小盘成长指数的相关系数在所统计指数中排名第1，指向转债市场变化风格偏小盘、成长风格。数字经济产业链持续火热，但需要关注热门板块后续资金拥挤度是否明显变化。我们仍建议从“双低弹性+题材布局+关注新券+年报业绩”角度入手，把握“题材低吸，主线布局”的市场机遇，一方面关注景气度下行板块，如地产基建、大消费、制造；另一方面围绕市场主线，挖掘存量“小票”和潜力新票。题材上建议关注：数字经济、中特估、消费属性稀缺性、半导体国产替代个券（材料+设备+芯片）。新债推荐：冠盛转债、天23转债、睿创转债、精锻转债、精测转2。近期关注题材转债推荐：晶瑞转2、立昂转债、赛轮转债、永22转债、风语转债、华兴转债、莱克转债、精测转2、奥飞转债、花园转债、博杰转债 风险提示：（1）流动性收紧；（2）权益市场大幅调整；（3）地缘政治危机影响。（4）行业政策调控超预期。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭）

固收周报 20230514：利率快速下行之后

观点 令利率下行的两大推手是什么：2023年3月份以来，以10年期和1年期国债为代表的长短端收益率持续下行，截至2023年5月12日，10年期国债收益率为2.7058%，1年期国债收益率为2.0441%，本周（2023.5.8-5.12）的利率下行尤为迅速，10年期和1年期国债收益率分别较5月6日下行2.53BP和7.74BP。我们认为利率下行主要有两大推手：一是协定存款利率下行。当前协定存款的基准利率为1.15%，由利率自律机制确定上限，此次银行协定存款及通知存款自律加点上限将下调，四大国有银行协定存款和通知存款自律上限下调幅度为30BP，其它金融机构降幅为50BP。协定存款主要针对企业客户，本次协定存款利率下调与定期存款利率下调一脉相承，有助于银行负债端成本的下降，同时引导储蓄向消费投资转化，盘活存量资金。二是PMI、物价和金融等数据表明经济修复不及预期。虽然一季度整体表现良好，但经济修复边际有放缓迹象，如4月制造业PMI回落到49.2%的荣枯线之下水平，与2022年10月持平。但我们认为目前处

于经济修复的观察期，若基本面数据继续回落，可能会引发政策、尤其是结构性货币政策的加码。当前 10 年期国债收益率已落至 2020 年以来的较低分位数水平，进一步下行需要经济衰退和总量型货币政策的刺激。但当前经济难出现疫情期间的“急跌”，同时政策更为强调结构型的“直达”，建议保持谨慎。根据美国 4 月 CPI 以及 PPI 数据，美债未来方向预计如何波动：美国 4 月 CPI 同比为 2022 年 7 月以来连续第 10 次下降，且为 2021 年 4 月以来最小同比涨幅。分项来看（1）4 月能源 CPI 受油价带动，环比由前值-3.5%反弹至 0.6%；（2）4 月核心商品 CPI 环比上涨 0.6%，其中，二手车 CPI 环比上涨 4.4%，为核心商品 CPI 主要拉动项。但领先指标 Manheim 二手车价值指数 4 月环比下跌 3%，为年内首次环比下跌；4 月二手车同比价格则已经连续第八个月下滑，表明二手车 CPI 上涨或不具有持续性；（3）4 月核心服务 CPI 环比上涨 0.4%，其中，租金 CPI 环比上涨 0.5%，继 1 月 0.8%后连续 3 个月小幅收窄，为 2022 年 1 月以来最小值。根据历史数据，租金及自有住房的等价租金同比变化滞后于 CS 房价同比变化 18 个月左右，因此我们预计住房租金同比变化在 2023 年下半年才会见顶回落，目前仍具有一定粘性。本周四，美国总统拜登原定于 5 月 12 日周五与国会领导人就债务上限问题进行的会谈将推迟至下周初举行。市场对于美国债务违约风险有所定价，近日美国 5 年期信用违约互换（CDS）有所走阔。考虑到以下两点，我们认为美债 10Y 或将维持在 3.2-3.6% 区间内窄幅震荡。（1）加息终点或已来临，降息时点仍需观望。美国 4 月 CPI 和 PPI 数据均未超过预期，且均创下两年来新低，表明通胀反弹可能性较小。截止 5 月 13 日，Fedwatch 显示市场预期 6 月停止加息的概率高达 84.5%，进一步加息的概率仅为 15.5%。同时，目前通胀水平仍远高于目标通胀水平。利率对通胀水平抑制作用的边际递减，叠加房地产通胀的粘性，使得通胀回落步伐或趋缓。当前，市场面对银行业危机略有恐慌情绪，联储暂停加息脚步主要在于兼顾维稳流动性，避免继续加息导致银行业危机失控蔓延，而非因为通胀控制已达预期。（2）美债收益率或受债务上限危机波动。从历史来看，自 2011 年起，美国联邦政府八次险些陷入灾难性的潜在债务违约，最终都以暂停债务上限或提高债务上限的办法解决。在此期间，只有 2011 年市场对美国债务违约风险实质性定价，导致市场涌入风险更低的长期美债，10Y 美债收益率明显回落。而在其余年份，长期美债收益率没有表现出明显规律。我们认为，虽然目前美国政治形势较之前更为复杂，但为避免后果最为严重的债务违约出现，两党达成协议解决这次危机的可能性较高，目前仍在博弈期。10Y 美债收益率受市场恐慌情绪短期或有上浮压力，综合来看，中期看向 3.2-3.6% 区间内窄幅震荡。风险提示：变种病毒超预期传播、宏观经济增速不及预期、全球“再通胀”超预期、地缘风险超预期。

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

固收点评 20230513：二级资本债周度数据跟踪（20230508-20230512）
观点 一级市场发行与存量情况： 本周（20230508-20230512）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 1 只，发行规模为 200.00 亿元，较上周增加 169.00 亿元，发行年限为 15Y，发行人性质为中央国有企业，发行人为国有大型银行，主体评级为 AAA，发行人地域为北京市。截至 2023 年 5 月 12 日，二级资本债存量余额达 36,496 亿元，与上周末（20230505）持平。 二级市场成交情况： 本周（20230508-20230512）二级资本债周成交量合计约 1,639 亿元，较上周增加 1,238 亿元，成交量前三个券分别为 19 江苏银行二级（106.67

亿元)、23 工行二级资本债 01A (62.79 亿元) 和 21 建设银行二级 01 (57.02 亿元)。分发行主体地域来看,成交量前三为北京市、上海市和江苏省,分别约为 1,074 亿元、148 亿元和 111 亿元。从到期收益率角度来看,截至 5 月 5 日,5Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为: -18.16BP、-18.05BP、-32.06BP; 7Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为: -16.37BP、-16.53BP、-30.53BP; 10Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为: -11.76BP、-11.77BP、-25.77BP。估值偏离%前三十位个券情况: 本周 (20230508-20230512) 二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大,折价成交比例和成交幅度均高于溢价成交。折价个券方面,折价率前三的个券为 17 滨海农商二级 01 (-1.90%)、23 天津银行二级资本债 01 (-1.01%) 和 22 泉州银行二级资本债 01 (-0.80%), 其余折价率均在 -0.7% 以内。中债隐含评级以 AA 评级为主,地域分布以北京市、广东省和浙江省居多。溢价个券方面,溢价率前二的个券为 20 绍兴银行二级 03 (0.70%) 和 21 齐鲁银行二级 01 (0.42%), 其余溢价率均在 0.4% 以内。中债隐含评级以 AAA- 评级为主,地域分布以北京市、福建省和广东省居多。风险提示: Choice、Wind 信息更新延迟; 数据披露不全。

(证券分析师: 李勇 研究助理: 徐津晶)

固收点评 20230513: 绿色债券周度数据跟踪 (20230508-20230512)

观点 一级市场发行情况: 本周 (20230508-20230512) 银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 5 只, 合计发行规模约 490.82 亿元, 较上周增加 447.77 亿元。发行年限为 3 年及以下中短期; 发行人性质均为中央国有企业; 主体评级均为 AAA。发行人地域为北京市和境外。发行债券种类为公司债、中期票据、资产支持票据和商业银行普通债。二级市场成交情况: 本周 (20230508-20230512) 绿色债券周成交额合计 353 亿元, 较上周增加 212 亿元。分债券种类来看, 成交量前三为非金公司信用债、利率债和金融机构债, 分别为 134 亿元、108 亿元和 101 亿元。分发行期限来看, 3Y 以下绿色债券成交量最高, 占比约 79.88%, 市场热度持续。分发行主体行业来看, 成交量前三的行业为金融、公用事业和建筑, 分别为 358 亿元、150 亿元和 17 亿元。分发行主体地域来看, 成交量前三为北京市、福建省和上海市, 分别为 327 亿元、82 亿元和 64 亿元。估值偏离%前三十位个券情况: 本周 (20230508-20230512) 绿色债券周成交均价估值偏离幅度不大, 折价成交幅度和成交比例均低于溢价成交。折价个券方面, 折价率前三的个券为 21 金牛环绿债 01 (-0.80%)、21 昆明轨道 MTN002(绿色) (-0.40%) 和 G19 青州 (-0.24%), 其余折价率均在 -0.2% 以内, 主体行业以金融和房地产为主, 中债隐含评级以 AA 评级为主, 地域分布以北京市和云南省居多。溢价个券方面, 溢价率前三的个券为 G 三峡 EB2(1.44%)、20 宜春创投绿色债(1.32%) 和 G 三峡 EB1(1.27%), 其余溢价率均在 0.3% 以内。主体行业以金融和公用事业为主, 中债隐含评级以 AAA- 评级为主, 地域分布以北京市、上海市和福建省居多。风险提示: Choice 信息更新延迟; 数据披露不全。

(证券分析师: 李勇 研究助理: 徐津晶)

行业

锂电回收行业跟踪周报: 锂价回升回收盈利改善, 回收利用管理办法持续完善

投资要点 与市场不一样的观点：成长重于周期，期待供需格局优化盈利回升。市场关心资源品价格对电池回收盈利的影响。我们认为电池回收具备资源价值，但商业模式本质为再制造，收入成本同向变动，利润相对纯资源企业稳定，而报废量 15 年的持续增长是丰厚的产业红利，持续成长属性凸显。近期金属波动周期性不强，锂价维持高位，废电池折扣系数持续回落，盈利企稳提升。期待行业出清产能供需平衡，龙头优势凸显。

盈利跟踪： 锂价&废电池折扣系数回升，盈利能力企稳提升。我们测算锂电循环项目处置三元电池料（Ni≥15% Co≥8% Li≥3.5%）盈利能力，根据模型测算，本周（2023/5/5~2023/5/12）项目平均单位碳酸锂毛利为-0.64 万元/吨（上周为-0.93 万元/吨），平均单位废料毛利为-0.10 万元/吨（上周为-0.15 万元/吨），锂回收率每增加 1%，平均单位废料毛利增加 0.03 万元/吨。锂价触底回升，废电池折扣系数上行。当前锂电回收行业继续出清，龙头优势凸显格局改善盈利回升。

金属价格跟踪： 截至 2023/5/12，1）碳酸锂价格回升。金属锂价格为 155 万元/吨，本周同比变动 0.0%；电池级碳酸锂（99.5%）价格为 24.2 万元/吨，本周同比变动+34.1%。2）硫酸钴价格持平。金属钴价格为 25.9 万元/吨，本周同比变动-1.5%；前驱体：硫酸钴价格为 3.50 万元/吨，本周同比变动 0.0%。3）硫酸镍价格微降。金属镍价格为 17.83 万元/吨，本周同比变动-6.3%；前驱体：硫酸镍价格为 3.35 万元/吨，本周同比变动-1.5%。4）硫酸锰价格维持，低于 2022 年水平。金属锰价格为 1.63 万元/吨，本周同比变动 0.0%；前驱体：硫酸锰价格为 0.64 万元/吨，本周同比变动 0.0%。

折扣系数回升。 截至 2023/5/12，折扣系数回升。1）废旧 523 方形三元电池（6%<Ni<11%,3%<Co<6%）折扣系数平均 114，本周同比变动+18.5pct；2）三元 523 极片&电池黑粉（10%<Ni<25%,6%<Co<15%）折扣系数平均 133，本周同比变动+21.5pct；3）三元极片粉锂折扣系数平均 70，本周同比变动+8.5pct；4）三元极片粉钴折扣系数平均 67，本周同比变动+5.0pct；5）三元极片粉镍折扣系数平均 67，本周同比变动+4.5pct；6）钴酸锂电池（20%<Co<24%）折扣系数平均 78，本周同比变动+4.0pct。

行业动态跟踪： 回收利用管理办法持续完善&回收渠道布局推进。1）工信部节能与综合利用司组织召开新能源汽车动力电池回收利用座谈会，将抓紧制定回收利用管理办法。2）吉锐科技 IPO 获受理，募投锂电循环新项目。3）中国诚通生态有限公司与威马汽车集团有限公司在北京签署《战略合作框架协议》

投资建议： 锂电循环十五年高景气长坡厚雪，再生资源价值凸显护航新能源发展。**重点推荐：** 天奇股份、宁德时代、比亚迪、华友钴业、中伟股份、振华新材、格林美；**建议关注：** 光华科技、南都电源、旺能环境、赣锋锂业、厦门钨业。

风险提示： 锂电池装机不及预期，动力电池回收模式发生重大变化，金属价格下行，行业竞争加剧

（证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩）

国防军工行业跟踪周报：军企人事更迭与装备中期调整是当前行业波动的核心变量

投资要点 上周行业走势情况 上周五个交易日（0508-0512），军工（申万分类）全周涨跌幅为-1.99%，行业涨幅排名位居第 17/31 位。

（1）军企人事更迭。中央二十届第一轮巡视开展。军队和军工企业领导层人事变化对订单节奏产生的影响备受关注。（2）装备中期调整。高毁伤、低成本、可消耗装备的新装备列装成为新的需求审美。（3）军企人事更迭与装备中期调整是当前行业波动的核心变量。我们认为，随着二季度后期上述两个因素落地，前期某些延迟下达的装备大订单将释放，在目前既有滚动订单之上进一步增加需求弹性；对于首

战即用的装备，在提升作战效能和优化成本后也将进行提速扩量，军工行业性的贝塔机会可期。上周几个重点事项 军企人事更迭与装备中期调整是当前行业波动的核心变量。军工企业和军队人事调整可能会影响订单释放和交付的节奏。伴随军事装备进行中期调整，低成本、高毁伤、可消耗性的装备列装成为新的需求审美。舰船板块短期进入调整，核心标的长线仍有机会。4月21日至5月8日船舶板块放量。核心原因有：（1）民船大周期来临，中国造船产能集中并获得海外大单。（2）军船内需和外贸开启新一轮高峰，军船领域需求引领了稀缺的确定性。（3）船舶板块主力标的均为中船系的央企军工，受益于两船合并之后的业务梳理、合并重组以及受国资委支持的潜在改革增效事项。（4）苏丹撤侨展现了中国海军实力。（5）中国参加第13届亚洲国际海事防务展。舰船板块进入调整，除了近期短期催化兑现，长期看，民船和军船的需求高景气依然存在，中特估主题是否能凝聚市场资金也将影响舰船板块的表现，而船舶板块的核心标的依然有空间。装备前沿。（1）洛马和波音研制隐身加油机。（2）美军MALD微型空射诱饵导弹出现在乌克兰战场。（3）海南商业航天发射场预计于2023年底完成建设并于2024年择机完成星网工程发射任务。外交与军事博弈持续。（1）中美在维也纳会晤。（2）中方以055驱逐舰为首的舰队绕日航行12天。（3）中国派出轰炸机群在西太平洋巡航。（4）菲律宾计划与美国、澳大利亚和日本在南海开展联合海上巡逻，韩国可能加入。关注标的：考虑军费增速超预期，外交与军事博弈升级，从主题向基本面切换的需求，建议重点布局核心赛道尤其是下游主机厂标的，四个条线值得关注：（1）军工集团下属标的的兼顾改革增效：中航西飞、江航装备、中航沈飞、中航高科；（2）新订单、新概念、新动量：七一二、航天电子、华如科技、康拓红外。（3）超跌上游反弹布局：铂力特、华秦科技、菲利华、航宇科技。（4）中国推动沙伊和解后效逐渐形成新的全球地缘格局之下的军贸拳头产品的相关总装企业：无人机、固定翼作战飞机、军用直升机；远火系统、地面装甲；导弹平台；驱护类军舰；军用雷达。风险提示：成飞借壳审批风险、业绩不及预期风险、改革不及预期风险。

（证券分析师：苏立赞 证券分析师：钱佳兴 研究助理：许牧）

汽车内外饰行业深度报告：诞生优质零部件企业的消费属性赛道

内外饰件是整车重要部件，国内市场规模在千亿以上。乘用车一般由动力总成、底盘系统、车身系统和电气设备四大系统组成，其中内外饰件是车身系统的重要组成部分。一方面，内外饰件起到了车身系统内外部装饰的功能，是汽车消费属性的体现，直接影响到购车决策；另一方面，内外饰件又与整车的功能性和安全性紧密相关。内外饰件数量较多，具体种类上来看，内饰件主要包括主副仪表板、门板、顶棚和地毯等，外饰件主要包括前后保险杠、格栅、外后视镜以及各类饰条等。整体来看，汽车内外饰件单车价值量（不含车灯及座椅）在五千元至一万元左右，若按七千元计算，2022年乘用车内外饰件国内市场规模为1620亿元，全球市场规模则在4000亿元以上，且整个市场规模随着汽车的消费升级仍在持续提升。内外饰竞争格局当前较为分散，长期看集中度将持续提升。内外饰件行业由于技术门槛相对较低，且产品种类繁多、功能各异、工艺繁杂，因此市场格局较为分散。2022年全球内外饰行业CR3为34%，行业集中度大幅低于车灯（2020全球CR3为52%）、座椅（2020全球CR3为64%）、热管理系统（2019全球CR3为59%）和被动安全（2021全球CR3为84%）等赛道。当前，内外饰行业的整合在持续推进且几乎无行业新进入者，

一方面部分全球零部件企业逐渐剥离内外饰业务；另一方面，部分全球内外饰巨头也在梳理业务，将业务重心聚焦在自身的优势市场。从行业 CR3 过去九年的变化可以看出，内外饰行业集中度正缓慢持续提升。成本控制和服务响应是核心竞争要素，优质企业的成长路径值得重视。由于汽车内饰件产品的技术准入门槛相对较低，因此企业的竞争力主要体现在成本控制和服务响应上，如果进一步拆分的话，又可以分别对应到技术、管理和布局三个方面。尤其是下游整车竞争加剧的阶段，零部件企业的成本控制和服务响应是主机厂最重视的要素，将赋能主机厂实现较低成本的快速车型产品迭代。复盘优质自主内外饰企业的发展路径，这类企业往往在起步阶段聚焦于细分赛道单一品类，凭借产业链垂直整合、管理层勤奋进取、公司管理能力出色以及国内早期巨大的人口红利等优势在细分市场实现脱颖而出；当企业在细分市场实现领先地位时，此时再利用自身的核心优势，去寻找品类拓展的方向，完成横向拓展，实现公司的第二轮成长。投资建议：空间上，内外饰全球市场规模超千亿，空间广阔；格局上，长期看行业集中度将持续提升，优质自主内外饰企业有望持续拓展份额及新拓品类。推荐新泉股份（603179.SH）、岱美股份（603730.SH）、继峰股份（603997.SH）、拓普集团（601689.SH）和华域汽车（600741.SH），关注常熟汽饰（603035.SH）、宁波华翔（002048.SZ）和香山股份（002870.SZ）。 n 风险提示：下游乘用车行业销量不及预期；原材料价格波动；下游乘用车价格战加剧。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇）

房地产行业跟踪周报：新房销售同比增幅微降，住建部鼓励经纪服务分档定价

投资要点 上周（2023.5.6-2023.5.12，下同）：上周房地产板块（SW）涨跌幅-1.9%，同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别-2.0%、-1.8%，超额收益分别为+0.1%、-0.1%。29 个中信行业板块中房地产位列第 14。 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 358.3 万方，环比+88.6%，同比+19.4%；2023 年 5 月 1 日至 5 月 12 日累计成交 485.0 万方，同比+31.2%。今年截至 5 月 12 日累计成交 6606.1 万方，同比+14.5%。（2）二手房市场：上周 14 城二手房成交面积 206.9 万方，环比+199.0%，同比+51.2%；2023 年 5 月 1 日至 5 月 12 日累计成交 270.7 万方，同比+68.6%。今年截至 5 月 12 日累计成交 3250.1 万方，同比+67.8%。（3）库存及去化：上周 14 城新房累计库存 9443.2 万方，环比+0.0%，同比-0.9%；14 城新房去化周期为 14.6 个月，环比变动 0.0 个月，同比变动-1.1 个月。一线、新一线、二线、三四线城市去化周期为 11.6 个月、8.9 个月、15.0 个月、38.8 个月，环比分别变动 0.0 个月、-0.1 个月、+0.2 个月、-0.1 个月。（4）土地市场：2023 年 5 月 8 日-2023 年 5 月 14 日百城供应土地数量为 322 宗，环比+52.6%，同比-43.2%；供应土地建筑面积为 1778.0 万方，环比+34.3%，同比-48.4%。百城土地成交建筑面积 2068.9 万方，环比-19.7%，同比-16.6%；成交楼面价 2050 元/平，环比+65.3%、同比+3.4%；土地溢价率 7.3%，环比+3.1%，同比+4.5%。重点数据与政策：全国层面，住建部印发通知提出意见：合理降低住房买卖和租赁经纪服务费用，鼓励按成交价格越高、服务费率越低原则分档定价。地方层面，多城市继续推出相关放松政策，主要以公积金政策、限购政策、棚改货币化安置为主。广东住房公积金 2022 年发放金额达 1065.79 亿元，连续四年超过千亿元。郑州高新区商品房契税缴纳若符合条件，按契税总额 20%给予补贴。福建宁德放开限购，在中心城区购买商品住房不受户籍和套数的限制。绍兴越城区、滨海

新区“新十条”发布，将放宽项目预售资金监管。周观点：上周新房与二手房环比数据提升，同比增幅微降，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，全年销售面积增速预计转正。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、保利置业集团；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)

汽车行业跟踪周报：5月第一周乘用车批发销量同比-1%，优选客车！

投资要点 每周复盘：五一期间乘用车终端需求表现较好。SW汽车上涨1.5%，跑赢大盘3.4pct。子板块均上涨。申万一级31个行业中，本周汽车板块排名第2名，排名靠前。估值上，自2011年以来，SW乘用车的PE/PB分别处于历史80%/72%分位，分位数环比上周+0pct/+2pct；SW零部件的PE/PB分别处于历史68%/24%分位，分位数环比上周+0pct/+1pct；SW商用载客车的PE/PB分别处于历史85%/61%分位，分位数环比上周+1pct/+7pct；SW商用载货车的PE/PB分别处于历史96%/72%分位，分位数环比上周+0%/+4%。基本面跟踪：1) 乘用车景气度跟踪：周度销量：乘联会周度数据口径：5月第一周批发日均2.7万辆，同比-1%，环比-1%。4月狭义乘用车产量实现175.9万辆（同比+77.4%，环比-15.7%），批发销量实现178.8万辆（同比+87.6%，环比-10.0%）。库存：3月乘用车行业整体企业库存+9.2万辆，3月乘用车行业渠道库存+9.8万辆。2) 重卡景气度跟踪：4月销量同比高增，3月产批零同环比增长，出口继续爆发。4月重卡销量8万辆，同环比+83%/-31%。3月重卡整体产量为11.86万辆，同环比+27.3%/+51.0%；批发量为11.54万辆，同环比+50.4%/+49.6%；终端销量为7.64万辆，同环比+38.4%/+29.9%；出口1.21万辆，同环比+33.5%/-4.6%。3) 客车景气度跟踪：产批零同环比增长，出口持续复苏。3月客车整体产量为4.75万辆，同环比+33.4%/+39.8%；批发量为4.52万辆，同环比+20.6%/+35.6%；终端销量为3.43万辆，同环比+28.3%/+17.8%；出口9083辆，同环比+60.2%/+26.1%。4) 上游成本：原材料价格小幅上涨。本周（5.8-5.14）环比上周（5.1-5.7）乘用车总体原材料价格指数+0.51%，玻璃、铝材、塑料、天胶、钢材价格指数环比分别-2.94%/-1.06%/-1.44%/+2.64%/+1.09%。个股基本面更新：乘用车：理想发布2023年一季报，业绩超预期；长安/吉利/长城/广汽/上汽发布4月产销报告，符合预期。商用车：金龙汽车发布4月产销报告，产销超预期。投资建议：2023切换之年，感性与理性需平衡。莫困于价格战，寻找新中期成长逻辑（大出口+AI智能化）。综合基本面和估值，子板块排序目前依然是：客车>重卡/两轮车>乘用车/零部件。1) 客车板块：大周期的起点。符合【中特估】大方向，且是大汽车板块率先走出【国内国外共振】逻辑，未来三年有望迎来【量价利估值】齐升。龙头【宇通客车】率先受益，龙二【金龙汽车】有望跟随。2) 重卡板块：传统重卡国内迎小周期复苏阶段，【出口爆发+新能源转型】是投资核心主线。出口持续爆发，核心受益【中国重汽A+H】。新能源转型，核心受益【中集车辆+汉马科技】。逆周期布局，份额提升强α属性【潍柴动力A+H】。3) 两轮车板块：上行周期的业

绩兑现阶段。核心受益：雅迪/爱玛。4) 乘用车/零部件板块：国内价格战的影响仍需消化。电动化进入内卷时代，AI智能化导入期，出口持续超预期。【国内国外共振】仍需时间，或2023年下半年出现好的布局点（整车优选智能化领先者/零部件优选特斯拉出海标的及AI智能化受益者）。自下而上纯 α 品种【中国汽研】（中特估大方向+汽车检测平台）。风险提示：芯片短缺影响超出预期，乘用车产销低于预期

（证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇 研究助理：谭行悦 研究助理：杨惠冰）

煤炭开采行业跟踪周报：库存有待去化，煤价震荡运行

投资要点 行业近况： 动力煤方面，当前库存压力较大，价格环比下跌。 本周港口动力煤现货价环比减少23元/吨，最终收报975元/吨。供给端，产地供应稳定，本周日均港口调入量约192.59万吨，环比增加0.39%，高于去年同期水平，低于前年同期水平。需求端，本周日均港口调出量约161.17万吨，环比减少15.42%。库存端，电厂库存仍处于较高水平，港口方面，本周环渤海四港口日均库存环比上周增加6.42%，整体仍处于近年高位。预计随着用电旺季即将到来，且当前水电来水偏枯，预计后续动力煤需求仍有支撑，因此预计动力煤价格企稳、维持高位运行。 炼焦煤方面，短期价格预计承压。 本周山西产主焦煤京唐港库提价格收报1800元/吨，环比上周下跌170元/吨。供给端，产地整体供应稳定，进口量维持较高水平；需求端，下游钢铁企业利润低迷，唐山等多地有主动减产动作，预期铁水产量将高位回落，短期需求预期较为弱势，焦煤价格承压。不过考虑到未来稳增长政策环境下基建投资持续发力、房地产用钢需求边际改善，同时供给偏紧支撑下，中期焦煤价格预期高位震荡。 估值与建议：我们维持行业盈利预测与评级不变。重点推荐稳定经营高分红高股息标的中国神华、陕西煤业，高成长低估值标的广汇能源，以及国企改革受益标的山西焦煤。 风险提示：下游需求不及预期；保供力度强于预期，煤价大幅下跌。

（证券分析师：郭晶晶 证券分析师：陈李）

有色金属行业跟踪周报：美国通胀回落超预期，商品价格整体承压

投资要点 行业近况： 回顾本周行情，有色板块本周大幅下跌，其中贵金属、工业金属板块跌幅居前。工业金属、贵金属方面，美国4月通胀水平超预期回落，且本周就业市场表现强劲，通胀和失业数据双降温显示美国经济仍具韧性，衰退预期走弱。周内美元指数表现强势，重回102上方，铜、铝、黄金等大宗商品价格整体承压。能源金属方面，近期锂下游需求未见明显好转，但市场看涨情绪较高，存在一定囤货需求，推高现货价格。我们认为后市锂价将继续受过热的市场情绪影响，短期内仍有一定的非理性上涨空间。未来建议关注美国通胀水平和美联储加息周期，考虑加息结束后通胀预期对金铜价格的提振作用。 评论 铜：美元走强叠加国内总需求释放不足，本周期铜价大幅受挫。供应端，受冶炼厂检修计划影响，电解铜供应减少，预计5月电解铜产量将环比下降1.7%。需求端，4月铜材行业整体开工率75.15%，环比下降1.5pct，整体开工率回落显示电缆、房地产等下游需求相对疲弱，市场预计后期订单仍将进一步下降。价格方面，总体基本面边际弱化，美元走强叠加国内需求不足使得本周铜价走弱，但下游库存低位刚需补库会对铜价形成一定支撑，预计铜价短期仍将震荡，需继续观察美债违约风险。 铝：淡季氛围升温，铝价震荡下跌。需求端，多数板块均面临订单不足的问题，开工率呈现缓慢下滑，五一假期后下游需求有进入淡季的趋势。而供给端近期

电解铝企业以持稳生产为主，产能呈现小幅上涨。整体来看，铝价短期仍将有所承压。 黄金：通胀回落超预期，海内外黄金价格下跌。美国4月通胀水平超预期回落，且本周就业市场表现强劲，支撑美联储保持高位利率，在此背景下，美国实际利率存在上行预期，黄金价格震荡下跌。 能源金属：锂盐价格大幅上涨，钴价有望止跌趋稳。 ▶锂方面，矿价上涨带动盐端成本上升，本周锂盐价格持续震荡上升。碳酸锂方面，供给端，矿端云母出现一定供应紧缺现象，矿价上涨带动盐端成本上升，同时供应商惜售心理进一步造成供应紧张；需求端，目前下游需求未见明显好转，但市场看涨情绪较为高涨，存在一定囤货需求，推高现货价格。我们认为后市锂价将继续受过热的市场情绪影响，短期内仍有一定的非理性上涨空间。 ▶钴方面，下游需求略有回暖，价格或将止跌趋稳。电解钴方面，供需两端保持相对稳定，价格波动主要受国外头部大厂下调出厂价并传导至国内影响。硫酸钴方面，供给端，价格低位运行下厂商出货意愿走低；需求端方面，下游三元前驱市场并未出现明显好转，消费类电子有短期回暖，但需求增量有限，预计硫酸钴价格将趋于稳定。 估值与建议 我们维持行业盈利预测与评级不变。 风险提示：美元持续走强；美债违约风险上升；下游需求不及预期。

（证券分析师：郭晶晶 证券分析师：陈李）

医药生物行业跟踪周报：Q2 全面看多院内严肃医疗复苏，重点推荐处方药及器械等

投资要点 本周、年初至今医药指数涨幅分别为-2.26%、-1.64%，相对沪指的超额收益分别为-0.40%、-7.57%；本周医疗服务、原料药及中药等股价跌幅较小，医药商业、化学制药、生物制品等股价跌幅相对大；本周涨幅居前祥生医疗(+18.26%)、国新健康(+17.37%)、赛诺医疗(+17.34%)，跌幅居前紫鑫药业(-22.50%)、正海生物(-20.12%)、山外山(-16.09%)。涨跌表现特点：医药板块大小市值个股齐跌，其中中药及生物制品调整幅度较大等。 Q2 全面看多院内严肃医疗复苏，重点推荐处方药及器械等。集采出清、新药放量、疫后复苏三重因素共振，制药企业有望步入稳定、持续增长新阶段，价值亟待重估。业绩方面：恒瑞医药、恩华药业、人福医药、京新药业、吉贝尔、海思科、信立泰等公司，2023-25 年整体预期业绩增长中枢在 20-25%，受益于集采出清、新品放量、疫后复苏，板块景气度恢复；集采方面：上述企业 3 亿以上量级品种，8 批集采基本不涉及，往后看集采影响较小，向下有底，可保证业绩增长的持续性、稳定性。院内诊疗疫后修复，二季度器械板块有望加速：器械不同细分板块在 23Q1 均有所复苏，我们预计 23Q2 复苏趋势延续，在去年同期低基数条件下有望实现高增长，持续验证全年复苏趋势。疫后眼科器械恢复强劲，新品放量及降本增效带来 23Q1 毛利率净利率双升；院内诊疗复苏带动康复设备板块快速增长，下游医院端购买力逐步加强，板块有望呈现全年高增长态势；内镜行业装机量持续增加，患者健康意识及支付意愿提升加速内镜诊疗量恢复，板块有望全年持续快速增长；心血管手术类型及执行集采节奏不同导致上市公司业绩分化，术式升级有望加速创新器械放量；骨科行业手术量稳步恢复，集采执行节奏导致上市公司业绩短期存在分化。 诺安斯泰来 first in class 口服非激素疗法获 FDA 批准上市；阿斯利康「司美替尼」在华获批上市；康宁杰瑞/石药 HER2 双抗获批一线乳腺癌 III 期临床；安斯泰来的 first in class 新药 Veozah (fezolinetant) 获批上市，用于治疗绝经相关中度至重度血管舒缩症状 (VMS)，fezolinetant 是 FDA 批准的首款用于治疗 VMS 的口服非激素疗法。阿斯利康宣布，Farxiga (达格列净) 已获

美国 FDA 批准，扩展适应症用于降低成人心衰患者心血管（CV）死亡、因心衰（hHF）住院和心衰紧急就诊的风险。Farxiga 此前在美国被批准用于成人射血分数降低型心衰（HFrEF）。康宁杰瑞与石药集团共同宣布，HER2 双特异性抗体注射液（研发代号：KN026）联合注射用多西他赛（白蛋白结合型）用于一线治疗 HER2 阳性复发转移性乳腺癌的注册临床试验申请在中国获批。具体配置思路：1）创新药领域：百济神州、恒瑞医药、海思科、荣昌生物、康诺亚、泽璟制药等；2）优秀仿创药领域：吉贝尔、恩华药业、京新药业、仙琚制药、立方制药、信立泰等；3）耗材领域：惠泰医疗、威高骨科、新产业等；4）中药领域：太极集团、佐力药业、方盛制药、康缘药业等；5）消费医疗领域：济民医疗、华夏眼科、爱尔眼科、爱美客等；6）其它医疗服务领域：三星医疗、海吉亚医疗、固生堂等；7）其它消费医疗：三诺生物，建议关注我武生物等；8）低值耗材及消费医疗领域：康德莱、鱼跃医疗等；9）科研服务领域：金斯瑞生物、药康生物、皓元医药、诺禾致源等；10）血制品领域：天坛生物、博雅生物等。风险提示：药品或耗材降价超预期；医保政策风险等。

（证券分析师：朱国广）

锂电补库需求带动碳酸锂大涨，硅料价格加速下跌

投资要点 电气设备 8849 上涨 1.25%，表现强于大盘。本周（5月8日-5月12日，下同）风电涨 4.05%，发电及电网涨 2.6%，新能源汽车涨 1.53%，电气设备涨 1.25%，发电设备涨 1.21%，锂电池涨 0.98%，核电跌 0.08%。涨幅前五为金龙汽车、双杰电气、大金重工、华自科技、万马股份；跌幅前五为易事特、鼎汉技术、川仪股份、晶澳科技、华仪电气。行业层面：储能：全国：国家能源局会议发布新规，规范抽水蓄能项目发展；广西：广西发改委下发通知，2023 年广西将新建风电 12GW+广发 3GW，达标企业可竞配；山西：山西发布全国首个省级正备用辅助服务市场交易规则，新型储能电站可参与；甘肃：甘肃发布碳达峰实施方案，目标新型储能 6GW+抽水蓄能 5GW；以色列：以色列计划增加 800 兆瓦储能，包括以色列第一个大型储能设施；美国：LGES 将在北美推出包含逆变器的户用储能系统 Prime+。电动车：中汽协：4 月国内电动车销 63.6 万辆，同环比+113%/-3%，出口达 10 万辆，同比增长 8.4 倍，环比增 29%；乘联会：4 月新能源乘用车批发销量达到 60.7 万辆，同环比+116%/-2%；美国 4 月电动车注册 11.4 万辆，同环比+37%/-2%；4 月国内动力电池产量 47gwh，同环比+39%/-8%，累计 177gwh，增 29%；4 月宁德国内装机 10.3gwh，份额 40.8%；中国充电联盟：4 月公共充电桩数量环比增加，6.7 万台同比增长 52%；松下：推迟特斯拉 4680 电池的商业化生产；上海：6 月 30 日前购买纯电动车补贴 1 万元；百川金属钴 25.65 万元/吨，本周-0.2%；MB 钴（低级）14.55 美元/磅，本周-1.2%；MB 钴（高级）15.63 美元/磅，本周持平；上海金属网镍 17.71 万元/吨，本周-0.8%；百川工业级碳酸锂 24.0 万元/吨，本周+9.1%；百川电池级碳酸锂 25.0 万元/吨，本周+7.8%；百川氢氧化锂 22.54 万元/吨，本周+5.6%；百川磷酸铁锂电液材料 3.4 万元/吨，本周+3.0%；SMM 磷酸铁锂动力正极材料 7.05 万元/吨，本周+1.4%；百川针状焦负极材料 0.97 万元/吨，本周持平；百川石油焦负极材料 0.24 万元/吨，本周持平；百川六氟磷酸锂 10.7 万元/吨，本周+4.9%。新能源：国家能源局：大型风光基地配套电化学储能调峰设施建设进度较慢；拜耳进军光储投资，签 1.4TWh 合作；通威：签 30 万吨新项目投资协议；高纯石英砂：受供需缺口刺激，价格高速上涨；中国能建：与 ACWA power 签署战略合作；清电集团：16GW 单晶硅项目落地；新疆阿勒泰：21.27GW 风光等新能源

源规划通过审议；钙钛矿技术新突破，新添加剂提高效率/稳定性；海优威：海外越南建厂获认可。据 Solarzoom, 本周单晶硅料 162 元/kg, 环降 10.99%; 单晶硅片 182/210mm 5.84/7.60 元/片, 环降 8.75%/5.59%; PERC182/210 电池 1.04/1.11 元/W, 环跌 4.59%/环跌 2.63%; 单面 PERC182 组件/双面 TOPCon182 组件 1.73/1.78 元/W, 环跌 0.57%/环跌 2.73%; 玻璃 3.2mm/2.0mm26/18.5 元/平, 环平。2022 年全国（除港澳台地区外）累计风电吊装容量 3.96 亿千瓦。本周风电暂无招标, 开/中标 4.54GW, 均为陆上。按美元计价, 1-3 月太阳能电池（含组件）累计出口 118.6 亿美元, 累计同增 11.9%（22Q1 印度抢装基数较高）; 3 月出口 49 亿美元, 同增 32%, 环增 43%。电网：2023 年 1-3 月电网累计投资 668 亿元, 同比+7.5%。 公司层面：亿纬锂能：孙公司拟于马来西亚投建锂电池制造厂。赣锋锂业：赣锋锂电拟投资 25 亿元在襄阳市投资建设新能源锂电池生产研发项目。天齐锂业：拟 30 亿元投建年产 3 万吨电池级单水氢氧化锂项目。星源材质：2020 年限制性股票预留授予部分、2022 年限制性股票激励计划首次授予部分解除限售, 实际解除限售的限制性股票共计 46.11/152.97 万股, 占总股本的 0.04%/0.12%。晶澳科技：为下属公司等提供担保的新增担保额不超过 570 亿元。爱旭股份：公司以集中竞价交易方式已累计回购公司股份 446.31 万股, 占总股本的 0.34%。嘉元科技：拟设控股子公司, 开展新能源光伏储能新业务。国轩高科：收到大众汽车集团采购定点函。理想汽车：23Q1 实现营收 187.9 亿元, 同比增长 97%, 季度净利润 14.1 亿元, 同增 196%。 投资策略: 储能: 22 年美国储能装机 4.8GW/12.18Gwh, 同增 34/12%, Q4 低于预期主要是有 3GW 项目延期, 23 年 3 月底备案量达 29GW, 环增 12%, 美国大储 23 年重回 150% 以上增长; 国内储能 22 年 13-15Gwh, 同增 150%+, 今年 1-4 月招标超 20Gwh, 4 月底开始需求明显好转, 今年预计 150% 以上增长; 欧洲户储一季度淡季预计全年需求向好; 非洲因缺电光储需求旺盛; 全球储能三年的 CAGR 为 60-80%, 持续高成长, 继续看好储能逆变器/PCS 和储能电池龙头。电动车: 4 月国内电动车销 63.6 万辆, 同环比 +113%/-3%, 符合预期; 4 月欧洲主流九国合计销量 14.6 万辆, 同环比 +16%/-41%, 同比持续维持 2 位数增长, 美国 4 月电动车注册 11.4 万辆, 同比+37%, 环比-2%, 全球全年销量仍预期 30% 增长至 1300 万辆。5 月锂电行业排产环比 10-20% 复苏, 6 月进一步向上, 随着一季报出完业绩的下修完成, 碳酸锂迅速反弹至 23 万维持强势, 当前电动车仍为基本面、估值、预期最低点, 龙头地位稳固且 25 年估值仅 10x, 看好 5-6 月盈利低点出现+需求逐步好转后锂电板块酝酿反转, 首推盈利确定的电池环节、盈利趋势稳健的结构件、负极&电解液、隔膜龙头等。光伏: 本周致密料成交均价 157 元/公斤, 周环比降幅为 12.6%, 4 月硅料供给量约 11.5 万吨, 环增 5%, 组件环比持平, 预计后续硅料持续下跌, 组件招标价格跌破 1.7 元/瓦, Q2 组件厂预计出货量环增 25%+; Topcon 投产持续加速, 晶科速度和效率均领先, 今年光伏供给瓶颈解决, 储备项目释放, 美国和中国市场确定高增, 欧洲等保持稳健增长, 预计 23 年全球光伏装机 375GW+, 同增 45% 以上, 继续全面看好光伏板块成长, 看好逆变器、组件、topcon 新技术龙头。工控: Q1 工控公司订单均微增, 4 月高基数压力大, 我们预计 Q2-Q3 行业有望拐点向上, 国产替代持续加速, 看好汇川技术及国内龙头。风电: 陆风 22 年需求旺盛, 海风 22 年招标放量, 23 年恢复持续高增长, 重点推荐零部件&海风龙头。电网: 投资整体稳健, 关注特高压、储能、一带一路、中特估等结构性方向。 重点推荐标的: 宁德时代（动力&储能电池全球龙头、优质客户、领先技术和成本优

势)、阳光电源(逆变器全球龙头、储能集成业务进入爆发期)、亿纬锂能(动力&储能锂电上量盈利向好、消费类电池稳健)、比亚迪(电动车销量持续向好、电池外供加速)、科达利(结构件全球龙头、结构创新受益)、天赐材料(电解液&六氟龙头、新型锂盐领先)、璞泰来(负极&隔膜涂覆全球龙头、布局复合铜箔)、晶澳科技(一体化组件龙头、2023 年利润弹性可期)、天合光能(210 组件龙头战略布局一体化、户用系统和储能爆发)、固德威(组串逆变器高增长, 储能电池和集成有望爆发)、晶科能源(一体化组件龙头、topcon 明显领先)、德业股份(并网逆变高增、储能逆变器和微逆成倍增长)、汇川技术(通用自动化开始复苏龙头 Alpha 明显、动力总成国内外全面突破)、禾迈股份(微逆龙头出货有望连续翻番、储能产品开始导入)、锦浪科技(组串式逆变器龙头、储能逆变器成倍增长)、隆基绿能(单晶硅片和组件全球龙头、新电池技术值期待)、容百科技(高镍正极龙头、海外进展超预期)、恩捷股份(湿法隔膜全球龙头、盈利能力强且稳定)、星源材质(隔膜龙二、量利双升)、科士达(UPS 全球龙头、户储 ODM 绑定大客户起量弹性大)、派能科技(户储电池龙头翻番以上增长、盈利能力超预期)、新宙邦(电解液&氟化工齐头并进)、华友钴业(镍钴龙头、前聚体龙头)、昱能科技(微逆龙头有望连续翻番、大举布局储能)、三花智控(热管理全球龙头、布局机器人业务)、宏发股份(继电器全球龙头、高压直流翻倍增长)、平高电气(特高压交直流龙头、业绩拐点)、通威股份(硅料和 PERC 电池龙头、大局布局组件)、钧达股份(Topcon 电池龙头、扩产上量)、福斯特(EVA 和 POE 胶膜龙头、感光干膜上量)、德方纳米(铁锂需求超预期、锰铁锂技术领先)、天奈科技(碳纳米管导电龙头, 进入上量阶段)、中伟股份(前聚体龙头、镍冶炼布局)、东方电缆(海缆壁垒高格局好, 龙头主业纯粹)、天顺风能(海工装备开始放量、陆塔/叶片稳定、风电运营稳步释放)、大金重工(自有优质码头, 双海战略稳步推进)、日月股份(铸件龙头盈利修复弹性大)、金雷股份(锻造主轴龙头量利齐升, 铸件产能释放)、爱旭股份、当升科技、尚太科技、许继电气、TCL 中环、天顺风能、思源电气、国电南瑞、福莱特、中信博、振华新材、雷赛智能、美畅股份、上机数控、三一重能、新强联、贝特瑞、禾川科技、嘉元科技、诺德股份、大全能源、九号公司、金风科技。建议关注: 聚和材料、上能电气、亿晶光电、盛弘股份、华电重工、昇辉科技、帕瓦股份、通合科技、科陆电子、东方日升、通灵股份、快可电子、宇邦新材、元琛科技、欣旺达、厦钨新能、信捷电气、岱勒新材、赣锋锂业、天齐锂业、中科电气、明阳智能、海力风电、泰胜风能等。风险提示: 投资增速下滑, 政策不及市场预期, 价格竞争超市场预期。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 阮巧燕)

建筑材料行业跟踪周报: 复苏过程曲折但趋势不变

投资要点 本周(2023.5.8-2023.5.12, 下同): 本周建筑材料板块(SW)涨跌幅-2.49%, 同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为-1.97%、-1.75%, 超额收益分别为-0.52%、-0.74%。大宗建材基本面与高频数据: (1) 水泥: 本周全国高标水泥市场价格为 419.3 元/吨, 较上周-4.5 元/吨, 较 2022 年同期-73.3 元/吨。较上周价格持平的地区: 两广地区、东北地区; 较上周价格上涨的地区: 西北地区(+18.0 元/吨); 较上周价格下跌的地区: 长三角地区(-21.3 元/吨)、长江流域地区(-17.9 元/吨)、泛京津冀地区(-8.3 元/吨)、华北地区(-6.0 元/吨)、华东地区(-16.4 元/吨)、中南地区(-10.0 元/吨)、西南地区(-4.0 元

(/吨)。本周全国样本企业平均水泥库位为 72.3%，较上周+0.6pct，较 2022 年同期+2.9pct。全国样本企业平均水泥出货率（日发货率/在产产能）为 61.0%，较上周+4.1pct，较 2022 年同期+1.4pct。（2）玻璃：卓创资讯统计的全国浮法白玻原片平均价格为 2264.7 元/吨，较上周+138.6 元/吨，较 2022 年同期+226.1 元/吨。卓创资讯统计的全国 13 省样本企业原片库存为 4290 万重箱，较上周+86 万重箱，较 2022 年同期-2041 万重箱。（3）玻纤：截至 5 月 11 日，国内 2400tex 无碱缠绕直接纱主流报价在 3850-4100 元/吨不等，全国均价在 4063.75 元/吨，主流含税送到，较节前一周均价（4060.25）上涨 0.09%，同比下跌 32.25%。周观点：本周发布的宏观数据不及预期，部分民企的风险再次暴露，使得对于地产复苏进程转折和地产链资金风险的担忧升温，基本面复苏的斜率和估值的博弈仍会存在。但当下时点我们认为地产链最差的时候已经过去，可以逐渐布局。一方面稳增长的政策意图仍然存在，龙头民营地产加杠杆的能力和意愿回升，开始拿地。另一方面地产链的竞争格局在持续得到优化。长期维度估值已经处于低位，Q2~3 工程端可见利润拐点。从发货角度，家居好于消费建材好于大宗建材。（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，长三角水泥价格底部已现，龙头的强定价权、高分红和现金流价值提供充足安全边际，推荐华新水泥、海螺水泥、上峰水泥。弱复苏下主题投资更加受重视，国企改革和一带一路相关标的有天山股份、北新建材等。大宗建材方面：玻纤：行业供需平衡加速修复，源于行业产能投放速度显著放缓，叠加风电等细分领域需求回升，反映在 3 月以来库存逐步去化，部分产品价格迎来反弹。随着风电、热塑等领域需求继续回暖，我们判断库存去化有望延续，若外需韧性或者风电需求弹性超预期，有望带来行业库存的超预期去化，涨价空间也有望打开。当前板块估值处于历史低位，需求和盈利回升预期有望推动估值修复，推荐中国巨石，建议关注中材科技、山东玻纤、长海股份等。玻璃：短期终端需求释放略弱于季节性规律，但得益于供给同比仍有明显削减，行业整体库存仍维持平稳或略去库的态势，厂商库存有所回升的同时，加工厂和贸易商库存得到消化。我们认为短期供给恢复弹性有限，支撑行业库存去化的趋势。随着全国库存已经回落到接近中位水平，若终端需求转暖，价格的上涨将具有持续性。随着下半年纯碱价格下跌+旺季需求释放，若保交付落地，盈利弹性有望超预期。浮法玻璃龙头企业享有中长期成本优势，叠加新业务拓展的估值弹性，继续推荐旗滨集团，建议关注南玻 A 等。水泥：短期水泥出货较弱，主要受到下游资金短缺的影响，在市政、房建需求疲弱的背景下，基建发力仍难以拉动整体需求回暖，因此行业供需平衡仍需要错峰停窑的配合，价格预计将中低位震荡。中期来看，4 月建筑业 PMI 维持高位景气区间，基建实物需求有望继续回升，若市政、房建需求好转或错峰停窑力度到位，景气中枢有望企稳回升，旺季价格弹性有望增强。水泥企业市净率估值处于历史底部，若需求端现积极信号，有望催化估值修复。推荐受益沿江景气反弹，中长期产业链延伸有亮点的华新水泥、海螺水泥和上峰水泥等，中长期推荐基建需求占比更高、市场格局优化的北方区域产能占比较大的水泥标的，如冀东水泥、天山股份等。装修建材方面：Q1 部分品类经销渠道反馈出货速度有所加快，总体需求结构来看零售好于工程，非房好于地产，进入

Q2 以来由于去年同期低基数，同比均有改善，市场温和复苏。成本端例如铝合金、不锈钢、PVC、沥青等价格已有回调，预计 2023 年盈利继续修复。在地产放松政策效果逐步显现、坏账计提和现金流风险预期逐渐释放之下，板块整体有望迎来业绩及估值修复。参考消费建材板块历史经验和当前的竞争态势来看，在地产行业资金缓和+信心从底部逐渐恢复的阶段，部分公司或将率先借助渠道领先布局、经营效率优势或融资加杠杆等进一步提升份额、进入新的扩张周期，发货或订单增速的拐点可作为右侧信号。推荐坚朗五金、东方雨虹、伟星新材、兔宝宝、科顺股份、北新建材、凯伦股份、东鹏控股、蒙娜丽莎、垒知集团，建议关注三棵树、中国联塑、苏博特、公元股份等。风险提示：地产信用风险失控、政策定力超预期。

(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)

石油石化行业跟踪周报：大炼化周报：终端需求疲软，下游产品表现整体不佳

投资要点 【六大炼化公司涨跌幅】截至 2023 年 05 月 12 日，6 家民营大炼化公司近一周股价涨跌幅：新凤鸣(环比-1.03%)、桐昆股份(环比-2.00%)、恒力石化(环比-2.59%)、荣盛石化(环比-3.54%)、东方盛虹(环比-5.98%)、恒逸石化(环比-7.64%)。近一月涨跌幅为新凤鸣(环比-7.19%)、东方盛虹(环比-11.14%)、桐昆股份(环比-11.17%)、恒力石化(环比-12.97%)、荣盛石化(环比-16.52%)、恒逸石化(环比-20.34%)。 【国内外重点炼化项目价差跟踪】国内重点大炼化项目本周价差为 2741.49 元/吨，环比减少 53.45 元/吨(环比-1.91%)；国外重点大炼化项目本周价差为 958.16 元/吨，环比减少 187.57 元/吨(环比-16.37%)，本周布伦特原油周均价为 76.29 美元/桶，环比增加 0.09 美元/桶(环比+0.12%)。 【聚酯板块】本周聚酯板块涨跌互现，MEG、短纤表现较优。本周 MEG 供给缩量明确，供需矛盾阶段性缓和，带动价格回暖。本周 PTA 市场频有低价交易消息传出，下游买方谨慎采购，供需疲软背景下 PTA 价格下滑，并拉动 PX 市场同步下行。成本支撑减弱叠加下游采购谨慎，涤纶长丝市场应声下行，而涤纶短纤受供给收紧影响，价格逆势上浮，聚酯瓶片市场重心则保持平稳。 【炼油板块】本周成品油市场下行。成本面：本周美国非农就业数据强劲，缓和了市场对经济衰退的担忧，但美国原油库存增加，同时美联储维持高利率的可能性增加，在此背景下原油先涨后跌，周均价与上周基本持平。需求面：五一过后出行需求下滑，频繁的阴雨天导致基建复苏进程延缓，需求表现整体一般。本周国内成品油市场整体呈下行趋势，其中国内汽油、柴油、航煤周均价分别为 8918.43(环比-61.14)、7820.14(环比-71.43)、7183.57(环比-74.71)元/吨，折合 175.75(环比-1.63)、154.11(环比-1.78)、141.56(环比-1.82)美元/桶。国内汽油、柴油、航煤与原油价差分别为 5062.94(环比-75.10)、3964.66(环比-85.39)、3328.09(环比-88.68)元/吨，折合 99.46(环比-1.73)、77.82(环比-1.88)、65.27(环比-1.91)美元/桶。 【化工板块】本周化工板块整体下行。本周成本端支撑一般，多数化工品表现不佳。具体来看，本周 EVA 市场继续下行，聚乙烯、聚丙烯市场价格、价差均有回落，纯苯市场表现不佳。但苯乙烯市场一改疲态，回暖趋势明显，丙烯腈价格小涨，PC 价格继续保持稳定。MMA 市场价格连续两月攀升，在化工品板块中表现最佳。酚酮产业链偏弱运行。风险提示：1) 大炼化装置投产、达产进度不及预期。2) 宏观经济增速严重下滑，导致需求端严重不振。3) 地缘政治以及厄尔尼诺现象对油价出现大幅度的干扰。4) PX-PTA-PET 产业链产能的重大变动。

(证券分析师: 陈淑娴 证券分析师: 郭晶晶)

非金融行业跟踪周报 20230508-20230514: “中特估”行情持续活跃, 金融板块配置价值凸显

投资要点 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 12 日, 中证央企 100/中证国企指数 PB 估值分别为 0.98x/1.20x, 历史分位数分别为 13.03%/9.17%, 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 1.95%/3.79%/2.84%/1.05%, 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”的行情演绎以及央国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: 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) 宏观经济不及预期; 2) 政策趋紧抑制行业创新; 3) 市场竞争加剧。

流动性及行业高频数据监测:

数据监测	本周	上周环比	2022 同期比
中国内地日均股基成交额 (亿元)	11,364		-7.68%
1.56%			
820	28.28%	-11.74%	中国香港日均股票成交额 (亿港元)
16,204	0.18%	6.06%	两融余额 (亿元)
0.97	0.92	1.07	基金申购赎回比
6.77%	61.74%	13.48%	开户平均变化率

数据来源: Wind, Choice, 东吴证券研究所 注: 中国内地股基成交额和中国香港日均股票成交额 2022 同期比为 2023 年初至今日均相较 2022 年同期日均的同比增速; 基金申购赎回比和开户平均变化率上周环比/2022 年同期比分别为上周与 2022 年同期 (年初至截止日) 的真实数据 (比率)

(证券分析师: 胡翔 证券分析师: 朱洁羽 证券

分析师：葛玉翔)

建筑装饰行业跟踪周报：继续推荐低估值建筑央企和受益“一带一路”的国际工程板块

投资要点 本周(2023.5.8-2023.5.12,下同):本周建筑装饰板块(SW)涨跌幅-5.98%,同期沪深300、万得全A指数涨跌幅分别为-1.97%、-1.75%,超额收益分别为-4.01%、-4.23%。行业重要政策、事件变化、数据跟踪点评:(1)深入推进京津冀协同发展座谈会召开:会议指出,要牢牢牵住疏解北京非首都功能这个“牛鼻子”,有力有序推进疏解工作。要着力抓好标志性项目向外疏解,接续谋划第二批启动疏解的在京央企总部及二、三级子公司或创新业务板块等;要推动北京“新两翼”建设取得更大突破;要强化协同创新和产业协作,在实现高水平科技自立自强中发挥示范带动作用。(4)要继续加快推进交通等基础设施建设,深入推进区域内部协同。(2)4月金融数据:4月新增社融数据低于预期,主要是新增信贷大幅回落的影响,4月新增社融1.22万亿,同比多增2729亿元,对实体经济发放的人民币贷款增加4431亿,在去年同期低基数下仅同比多增729亿元。信贷走弱一方面因为前期信贷投放靠前发力,在实体经济弱复苏的背景下企业端需求后劲不足,另一方面因为居民中长期明显走弱,反映地产销售转差的压力。政治局会议已明确经济复苏主线为内生驱动,政策上更注重行业和结构,第二季度处于信贷增长向有效需求形成的重要传导期,需继续观察经济复苏情况和地产景气走势。周观点:短期板块有所回调,国企改革、中特估和一带一路仍是主线,持续推荐建筑板块的投资机会:(1)2022年四季度以来建筑业PMI和央企订单增速高于近年来中枢,反映行业景气度维持高位。Q1基建投资维持同比较快增长,反映狭义财政支出和专项债的前置发力效果,我们预计稳增长继续发力下基建市政链条景气有望加速提升;同时,新一轮国有企业改革正在谋划实施,2023年国务院国资委开始试行“一利五率”指标体系,提升净资产收益率和现金流考核权重,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,结合此前证监会提出的探索建立中国特色估值体系,建筑央企有望迎来基本面和估值共振,我们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、中国电建等。(2)“一带一路”方向:二十大报告提出共建“一带一路”高质量发展,将进一步深化交通、能源和网络等基础设施的互联互通建设,开展更大范围、更高水平、更深层次的合作,为建筑央企参与一带一路沿线市场打开更大空间,今年以来我国与“一带一路”沿线国家贸易保持较快增长;今年是一带一路倡议提出10周年,第三届“一带一路”高峰论坛召开可期,在丰富成果的基础上,预计更多政策支持有望出台,叠加近期多重外事活动事件催化(如将于5月18-19日在西安召开的中国-中亚峰会),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。(3)需求结构有亮点,新业务增量开拓下的投资机会:在双碳战略、绿色节能建筑等政策推进下,装配式建筑、节能降碳以及新能源相关的基建细分领域景气度较高,有相关转型布局的企业有望受益。推荐铝模板租赁服务商志特新材;建议关注装配式建筑方向的鸿路钢构;建筑+AI方向的华阳国际;新能源业务转型和增量开拓的中国电建、中国能建等。(4)建工检测板块:检测行业是长坡厚雪的好赛道,建工建材检测市场规模超千亿,2015-2021年建工建材市场复合增速超过12%,龙头企业市场份额仍然较低,内生外延成长

空间大；近日住建部发布《建设工程质量检测管理办法》（住建部 57 号令），新规自 2023 年 3 月 1 日起施行，新规在规范建设工程质量检测活动、完善建设工程质量检测责任体系、加强政府监督管理等方向进行了进一步加强，我们认为有利于行业行为规范和竞争环境优化，龙头企业有望受益，推荐垒知集团、建科股份，建议关注国检集团。风险提示：疫情超预期、地产信用风险失控、政策定力超预期、国企改革进展低于预期等。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊 证券分析师：石峰源 研究助理：杨晓曦）

石油石化行业跟踪周报：原油周报：美国原油库存增加，国际油价先涨后跌

投资要点 【油价回顾】本周美国非农就业数据强劲，缓和了市场对经济衰退的担忧，但美国原油库存增加，美联储或维持高利率的可能性增加，原油价格先涨后跌。周前期，美国非农就业岗位大幅增加，失业率下降，市场对经济衰退的担忧降温，叠加对季节性需求预期增加，国际油价上涨。周后期，加拿大野火迫使石油生产商部分减产，加之美国政府计划补充国家紧急石油储备致供应存在收紧的迹象，但美国原油库存意外增加激发对需求前景的担忧，同时美联储维持高利率的可能性增加，限制油价涨幅，国际油价先涨后跌。 【油价观点】预计 2023 年油价仍然高位运行：供给端：紧张。能源结构转型背景下，国际石油公司依旧保持谨慎克制的生产节奏，资本开支有限，增产意愿不足；受制裁影响，俄罗斯原油增产能力不足且会一定程度下降；OPEC+供给弹性下降，减产托底油价意愿强烈，沙特控价能力增强；美国原油增产有限，长期存在生产瓶颈，且从 2022 年释放战略原油库存转而进入 2023 年补库周期。需求端：增长。今年国内经济恢复，引领全球原油需求增长，海外市场或将担心经济衰退引起原油需求下滑。综合国内外来看，全球原油需求仍保持增长态势。我们认为，油价出现大幅暴跌可能性较小，油价或将持续高位运行。 【原油价格板块】截止至 2023 年 05 月 12 日当周，布伦特原油期货结算价为 74.17 美元/桶，较上周下降 1.13 美元/桶（环比-1.50%）；WTI 原油期货结算价为 70.04 美元/桶，较上周下降 1.30 美元/桶（环比-1.82%）；俄罗斯 Urals 原油现货价为 50.90 美元/桶，与上周持平；俄罗斯 ESPO 原油现货价为 64.13 美元/桶，较上周上升 1.14 美元/桶（环比+1.81%）。 【美国原油板块】1) 供给端。产量板块：截止至 2023 年 05 月 05 日当周，美国原油产量为 1230 万桶/天，与之前一周持平。钻机板块：截止至 2023 年 05 月 12 日当周，美国活跃钻机数量为 586 台，较上周减少 2 台。压裂板块：截止至 2023 年 05 月 12 日当周，美国压裂车队数量为 272 部，较上周减少 10 部。2) 需求端。截止至 2023 年 05 月 05 日当周，美国炼厂原油加工量为 1574.5 万桶/天，较之前一周增加 1.0 万桶/天，美国炼厂原油开工率为 91.00%，较之前一周上升 0.3pct。3) 原油库存。截止至 2023 年 05 月 05 日当周，美国原油总库存为 8.25 亿桶，较之前一周增加 2.7 万桶（环比+0.00%）；商业原油库存为 4.63 亿桶，较之前一周增加 295.1 万桶（环比+0.64%）；战略原油库存为 3.62 亿桶，较之前一周减少 292.4 万桶（环比-0.80%）；库欣地区原油库存为 3400.7 万桶，较之前一周增加 39.7 万桶（环比+1.18%）。4) 成品油库存。截止至 2023 年 05 月 05 日当周，美国汽油总体、车用汽油、柴油、航空煤油库存分别为 21971.1、1575.3、10615.3、3988.6 万桶，较之前一周分别-316.7（环比-1.42%）、-59.4（环比-3.63%）、-417.0（环比-3.78%）、-171.9（环比-4.13%）万桶。 【相关上市公司】中国海油/中国海洋石油（600938.SH/0883.HK）、中国石

油/中国石油股份 (601857.SH/0857.HK)、中国石化/中国石油化工股份 (600028.SH/0386.HK)、中海油服 (601808.SH)、海油工程 (600583.SH)、海油发展 (600968.SH)、石化油服/中石化油服 (600871.SH/1033.HK)、中油工程 (600339.SH)、石化机械 (000852.SZ)。【风险提示】1) 地缘政治因素对油价出现大幅度的干扰。2) 宏观经济增速严重下滑, 导致需求端严重不振。3) 新能源加大替代传统石油需求的风险。4) OPEC+联盟修改石油供应计划的风险。5) 美国解除对伊朗制裁, 伊朗原油快速回归市场的风险。6) 美国对页岩油生产环保、融资等政策调整的风险。7) 全球 2050 净零排放政策调整的风险。

(证券分析师: 陈淑娴 证券分析师: 郭晶晶)

环保行业深度报告: 中特估专题 1: 低估值+高股息+现金流改善, 一带一路助力, 水务固废资产价值重估

投资要点 中国特色估值体系探索, 环保板块国企具备价值重估潜力。证监会提出探索建立具有中国特色的估值体系, 政府工作报告要求提高国企核心竞争力。2022 年环保板块地方国企/央企的盈利占比为 54%/7%, 高于数量及市值占比。从 2022 年业绩同比变化看, 央企 (+10%) 和国企 (-17%) 优于民企 (-30%), 疫情冲击下显现盈利韧性, 价值认知待提升。中特估逻辑 1——低估值+高分红+现金流改善标的更具价值重估潜力。估值: 当前水务固废板块估值水平为 2015 年以来最低。环保板块当前 PE/PB 估值位于 2015 年以来 33%/2% 分位点, 其中, 水务运营板块企业 2022 年底平均 PE/PB 为 14/1.15 倍, 为 2015 年以来最低水平; 垃圾焚烧板块企业 2022 年底平均 PE 为 14 倍, 央国企仅为 12 倍。价值重估空间: 1) 对标产业资本定价: 水务资产出售一级市场定价接近翻倍。鹏鹞环保向中广核环保转让水务资产, 转让价格 2.99 亿元, 截至 2023/3/31 转让对价/标的净资产为 1.82, 鹏鹞环保 2023/3/31 PB 为 0.996。2) 对标 REITs 定价: 彰显对现金流价值的认可。从市价/分红看, 富国首创水务 REIT 对分派现金流的估值水平是首创环保 PE 估值的 1.7 倍。估值提升动力: 1) 分红: 水务固废资产保持稳定高分红, 高股息有安全边际。水务、固废板块分红水平领先, 其中洪城环境 2022 年股息率 5.18%, 2020-2022 年分红比例维持 50%~63%, 重庆水务 2022 年股息率 4.73%, 2020-2022 年分红比例分别为 59%~69%, 光大环境 2022 年股息率 6.80%, 2020-2022 年分红比例 30%+ (股价参考日期 2023/5/10)。2) 业绩及现金流: 运营占比提升业绩稳定性增强+资本开支下降, 自由现金流改善。1) 水务运营: 业绩稳增+优质现金流, 2018-2022 年业绩复增 16%, 2022 年洪城环境运营收入占比提至 77%, 净现比提至 2.31 倍, 自由现金流实现转正。2) 垃圾焚烧: 2018-2022 年运营收入复增 29%, 现金流持续改善, 运营占比提升, 龙头光大环境运营收入占比 2022 年首超建造达 65%, 国补回笼加速, 2022Q4 板块经营净现金流同比+329%, 环比+148%, 经营现金流改善+资本开支下降, 自由现金流转正在即, 测算 2020 年自由现金流-276 亿元, 2022 年缩至-59 亿元。中特估逻辑 2——“一带一路”是中特估体系的实践, 出海贡献业绩增量。中特估体系是反映国家战略的资本市场基础设施, 而“一带一路”是国家战略的先进探索与重要实践, 央国企技术与资金实力雄厚, 更具出海竞争力, 有望迎估值业绩双升。如三峰环境设备出海, 碧水源依托中交集团协同开拓海外项目, 北控水务、光大环境投资东南亚市场项目。投资建议: 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, 2022-2023 年承诺分红 ≥ 50%, 2022 年股息率 5.18%, 净现比提至 2.31, 自由现金流转正。预计

2023-2025年复增10%，对应2023年PE 8.7；建议关注【鹏鹞环保】PB(LF)仅1.09，出售资产一级市场接近翻倍定价，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】固废龙头恒强，运营占比提升+国补回笼+资本开支下降，现金流改善在即，PB0.46倍，2017年以来分红维持30%左右，2022年股息率6.80%，对应2023年PE 4.3；【瀚蓝环境】国补收回+REITs+处置账款，现金流改善中，整合进行时，预计2023-2025年复增15%，对应2023年PE 12.1。建议关注【三峰环境】国补加速，2022年净现比提至1.6倍，自由现金流转正。设备发力海外市场，对应2023年PE 10.5。(估值日期：2023/5/10) 风险提示：政策风险、项目进展不达预期、行业竞争加剧等。

(证券分析师：袁理 研究助理：陈孜文)

电力设备行业点评报告：国内电动车销量点评：4月销量符合预期，出口表现亮眼

投资要点 4月新能源汽车销量符合市场预期，渗透率持续提升。中汽协数据，4月新能源汽车销量63.6万辆，同环比+113%/-3%，渗透率30%，同环比+4/3pct。2023年1-4月累计销量222.2万辆，同比增长42.8%，累计渗透率为22.1%；4月电动车产量为64万辆，同环比+105.1%/-5.0%，2023年1-4月累计产量为229.1万辆，同比+42.8%。插混份额环比提升，A0级占比环比显著提升。4月新能源乘用车批发销量60.7万辆，同环比+116%/-2%，渗透率33%，1-4月累计销量211万辆，同增43%。纯电乘用车4月销量43.71万辆，同环比+104%/-3.4%，占比72%，环比-1pct；其中A00级销5.58万辆，同环比-28%/-2%，占比13%；A0级销15.38万辆，同环比+252%/+16%，占比35%，环比+6pct；A级销8.47万辆，同环比+45%/-22%，占比19%，环比-5pct；B/C级销14.27万辆，环比下降7%，占比33%，环比-1.1pct。插电混动乘用车4月销16.96万辆，同环比+153%/+3%，占比28%，环+1pct。自主品牌销量环比持平，新势力环比增长。4月自主车企销42万辆，同比增长89%，市占率69%，环比上升1.4pct，批发电动化率50%，1-4月累计市占率68%；4月特斯拉销7.58万辆，同环比+4916%/-15%，市占率12%，环比降低1.91pct，1-4月累计市占率14%；4月新势力销6.9万辆，同环比+59%/+9%，市占率11%，环比增加1.1pct，1-4月累计市占率11%；合资车企4月销2.65万辆，同环比+134%/-11%，市占率为4%，环比下降0.4pct，批发电动化率为4%，1-4月累计市占率4%；豪华车企4月销1.50万辆，同环比+518%/-8%，市占率2%，批发电动化率36%，1-4月累计市占率3%。4月新能源乘用车出口9.1万辆，环增31%，出口表现亮眼。4月新能源乘用车出口9.1万辆，同环比+1025%/31%。根据乘联会口径，分车企来看，4月特斯拉出口35886辆，上汽乘用车出口21450辆，比亚迪出口14827辆，东风易捷特出口10432辆，智马达出口1550辆，吉利汽车出口1504辆，上汽通用五菱出口1200辆，长城汽车出口1134辆，神龙汽车出口712辆。投资建议：4月新能源汽车销量63.6万辆，同增113%，环降3%，符合市场预期，5-6月新车上市后订单将逐步恢复，2H为旺季，预计全年仍可实现30%增长至900万辆。目前电动车为基本面、估值、预期最低点，看好5-6月盈利低点出现+需求逐步好转后锂电池板块酝酿反转，首推电池（宁德时代、亿纬锂能、比亚迪）、结构件（科达利）盈利稳定环节，同时重点布局一体化负极（璞泰来）、电解液（天赐材料、新宙邦）、隔膜（恩捷股份、星源材质）、正极（容百科技、华友钴业、德方纳米）等。风险提示：原材料价格波动，投资增速下滑及疫情影响。

(证券分析师: 曾朵红 研究助理: 刘晓恬)

机械设备行业跟踪周报: 看好受益于晶圆厂扩产落地的半导体设备; 推荐受益于自主可控加速的通用设备

1.推荐组合: 三一重工、晶盛机电、恒立液压、先导智能、拓荆科技、迈为股份、华测检测、柏楚电子、奥特维、杰瑞股份、长川科技、芯源微、杭可科技、富创精密、绿的谐波、奥普特、金博股份、海天精工、新莱应材、高测股份、至纯科技、联赢激光、利元亨、纽威数控、道森股份。 2.投资要点: 半导体设备: 中芯国际 Q1 营收好于指引, 晶圆厂招标有望持续落地 中芯国际发布 2023 年第一季度报告, 2023Q1 销售收入为 14.62 亿美元, 同比-20.6%, 环比-9.8%, 略好于先前指引, 2023Q1 毛利率为 20.8%, 位于先前指引上限。中芯国际预计 Q2 产能利用率和出货量都高于一季度, 销售收入预计环比增长 5% 到 7%, 毛利率预计在 19% 到 21% 之间, 打消先前市场担忧, 好于市场预期。资本开支方面, 中芯国际依据扩产计划推进相应的资本开支, 目前, 中芯深圳已进入量产, 中芯京城预计下半年进入量产, 中芯东方预计年底通线, 中芯西青还在建设中。此外, 存储扩产好于先前预期, 晋华、粤芯等二三线晶圆厂合计资本开支有望持续提升, 行业景气度不是国内晶圆厂扩产主要矛盾, 后续国内晶圆厂招标大规模启动是大概率事件, 国内半导体设备公司订单有望持续兑现。重点推荐拓荆科技、赛腾股份、精测电子、芯源微, 华海清科、北方华创、至纯科技、中微公司、长川科技、万业企业、盛美上海、华峰测控, 建议关注微导纳米、晶升股份等。 通用自动化: Q1 业绩短期承压, 建议关注自主可控的机床和数控系统板块 ① 工业自动化: 2022&2023Q1 十家机器人&工业自动化企业合计实现营收 464.3/102.2 亿元, 分别同比+18.7%/+7.55%; 合计实现归母净利润 46.0 亿元/11.3 亿元, 分别同比+7.3%/+20.2%。行业整体实现正增长, 主要系锂电、光伏等新能源领域对头部企业的拉动作用。 ② 机床行业: 2022&2023Q1 九家机床企业合计实现营收 195.7/46.7 亿元, 分别同比-4.9%/-6.2%; 剔除异常值后七家机床企业合计实现归母净利润 17.0/4.6 亿元, 分别同比+2%/+1%。其中扎根于航天军工、出口等高景气赛道的龙头业绩较为突出, 科德数控、海天精工、纽威数控 2023Q1 营收分别同比+40%/+11%/+23%。 通用自动化短期业绩承压背景下, 建议关注工业母机板块两条主线: 1) 订单持续改善的民营主机龙头: 头部企业如海天精工、纽威数控等自 2023 年初以来订单持续改善, 主要得益于航天军工行业自主可控需求与海外加速扩张。2) 国家高度重视, 有望迎政策催化的核心零部件&国企龙头: 贸易战后, 国家为真正解决高档数控机床“卡脖子”问题, 需从全产业链提升技术水平, 因此数控系统/高精度轴承/导轨丝杠等核心零部件自主可控需求愈发突出。此外, 外国企作为国家中坚力量, 且技术积累雄厚, 是真正解决“卡脖子”问题的主力军。 重点推荐: 机床推荐海天精工、纽威数控、科德数控、国盛智科、创世纪, 建议关注华中数控、秦川机床; 通用减速机推荐国茂股份; 刀具推荐欧科亿、华锐精密; 工业机器人推荐绿的谐波、埃斯顿; FA 自动化推荐怡合达; 一体化压铸推荐伊之密。 光伏设备: 单晶炉新技术推动 N 型硅片质量提升, 推荐处于历史估值底部的龙头设备商 5 月 5 日, 奥特维子公司松瓷机电推出低氧型单晶炉 SC-1600-LO₂, 同等条件下能够实现硅片氧含量降低 24% 以上, 同心圆可降低 50%, 试验线验证数据电池片效率提升 0.1%。N 型电池相比 P 型电池对硅片的质量要求更高, 要求更低的电阻率、更低的氧含量、更高的少子寿命, 尤其是 TOPCon 容易产生同心圆、黑芯片问题, 主要系 TOPCon 为高温工艺(如 B 扩散), 氧容易沉淀,

形成氧环即同心圆，影响效率和良率，所以 TOPCon 对硅片氧含量更敏感；而 HJT 为低温工艺，出现同心圆的概率不高，可以选择高氧含量的硅片。TOPCon 同心圆缺陷出现的机率与单晶氧含量存在的相关关系，奥特维结合低氧拉晶技术，优化单晶炉软硬件设计，显著降低同心圆缺陷比例。此外，5月22日，单晶炉龙头晶盛机电也将正式发布第五代单晶炉，新技术下单晶炉有望实现更新迭代，拉长行业景气周期。硅片环节推荐单晶炉龙头晶盛机电、切片代工龙头高测股份，电池片环节推荐 HJT 整线设备龙头迈为股份，组件环节推荐串焊机龙头奥特维。

工程机械：“一带一路”催化不断，关注工程机械板块行情机会

2022&2023 年 Q1 十七家工程机械企业合计实现营收 3240/804 亿元，同比变动-13%/+4%，归母净利润 161/59 亿元，同比变动-47%/+6%，一季度业绩企稳，增速转正。工程机械为周期性行业，从基本面看，二季度行业仍逐步复苏趋势。2023 年为一带一路倡议十周年，包括不限于东盟峰会、金砖国家领导人峰会、“一带一路”高峰论坛等高规格会议会在今年相继举办，关注“一带一路”催化下工程机械板块行情。工程机械为“一带一路”核心板块之一，2023 年 1-2 月，我国对“一带一路”相关的 65 个国家非金融类直接投资 40 亿美元，同比增长 28%，行业分布以基建类项目为主，能源，交通行业占比最大，合计占比 60%以上。2023 年工程机械龙头出口收入占比约占一半，仍在持续提升，其中“一带一路”占比达 70%以上，政治关系改善背景下深度受益。此外，行业相关公司回购不断，基本面边际向好、估值处于历史低位，具备吸引力。推荐全球工程机械龙头【三一重工】，国企改革估值弹性【徐工机械】，挖机及高机高速拓展【中联重科】，上游核心零部件【恒立液压】

风险提示：下游固定资产投资不及市场预期；行业周期性波动；疫情影响持续

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 黄瑞连 证券分析师: 罗悦 证券分析师: 刘晓旭)

商贸零售行业跟踪周报：出行消费持续恢复，关注暑期出行旺季带动预期修复机会

本周行业观点（本周指 2023 年 5 月 8 日至 5 月 14 日，下同）出行高景气带动酒店需求持续恢复，RevPAR 已超越疫情前水平。根据 STR 酒店数据库，中国高端奢华酒店/中高端酒店/经济型酒店 2023 年 5 月第 1 周（4 月 30 日-5 月 6 日）：入住率（OCC）分别同比提升 21.8%/15.3%/22.9 个百分点，环比-10.2/-9.6/-1.5 个百分点。房价（ADR）分别同比 +60.2%/+53.5%/+57.5%，环比 +18.3%/+12.9%/+20.3%。RevPar 分别同比提升 158.6%/100.7%/139.0%，环比 +0.5%/-1.5%/+17.7%。从整个五一假期来看，量的角度，前半段比后半段强，价的角度，后半段价格进一步上行，但 RevPar 通过涨价实现显著上行的仅有经济型价格段。说明五一中高端出行需求对价格较为敏感。国内旅游人次和收入均已恢复疫情前水平，单客支出恢复至疫情前 9 成水平。根据文旅部披露数据，2023 年“五一”假期（4 月 29 日-5 月 3 日），全国国内旅游出游合计 2.74 亿人次，同比增长 71%，按可比口径恢复至 2019 年同期的 119%；实现国内旅游收入 1480.56 亿元，同比增长 129%，按可比口径恢复至 2019 年同期的 101%；单客支出 540 元，同比增长 33%，恢复至 2019 年同期的 85%。五一出行客流与消费整体已恢复至疫情前水平，单客支出恢复至疫情前 9 成水平，景气度超预期。各上市公司景区五一假期客流和营收水平恢复疫情前水平，有望带动公司业绩修复。宋城演艺旗下全国各大千古情演出合计 241 场，按可比口径恢复至 2019 年同期的 160%，可比口径下接待游客量和营收分别恢复至 2019 年同期的 127%和

121%，各个景区市场占有率继续提升。中青旅大部分业态指标均超过2019年同期数据，其中乌镇接待游客超过36万人次，较2019年略有增长，收入增幅超20%；古北水镇接待游客超过15万人次，单日最高近5万人次，收入较2019年基本持平。2023年五一假期，各上市公司运营景区接待游客量及实现营收均恢复或超过2019年同期水平，景区客流及消费全面恢复有望带动公司业绩修复。跨省交通在7/8月达到周期性峰值，2023年暑期旺季长途出行恢复程度有望进一步提升。根据交通部披露数据，2019年跨省交通客运量存在两个峰值时间段，一个是1-2月春运期间，一个是7-8月的暑期旺季，其中7-8月高铁、民航等出行方式为代表的长途出行特征更为突出。“乙类乙管”政策实施后，居民长途出行意愿显著修复，2023年3月铁路/公路/民航持续恢复至2019年同期的101%/34%/85%。2023年“五一”假期全国铁路/公路/水路/民航预计发送旅客总量27019万人次，恢复至2019年同期的81%；另外高速公路小客车流量恢复至2019年同期的125%。全国整体出行意愿较好恢复，其中自驾出行特征突出。我们预计2023年7/8月将迎来暑期旺季，长途出行恢复程度有望进一步提升。5月15日起全面恢复内地居民赴港澳证件全国通办，及港澳口岸快捷通关，促进港澳游进一步恢复。5月11日国家移民管理局发布公告，自2023年5月15日起调整优化全面恢复实行内地居民赴港澳团队旅游签注“全国通办”，实施内地居民申办赴港澳地区探亲、工作、学习证件“全国通办”等四项出入境管理政策措施。政策措施进一步调整优化后，港澳游尤其是港澳团队游有望迎来大幅恢复。推荐关注与免税销售市场发展紧密相关、受益免税政策红利的中国中免、王府井、上海机场、海南机场，建议关注受益出境游修复的北京首都机场、白云机场。风险提示：消费数据不及预期，宏观经济波动，疫后恢复不及预期等。

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：石旂瑄 证券分析师：张家璇 证券分析师：谭志千 证券分析师：阳靖)

推荐个股及其他点评

京东集团-SW (09618.HK)：2023Q1 财报点评：营收利润双超预期，业务调整持续进行

投资要点 营收、利润双超预期，京东零售盈利能力持续提升：公司2023年一季度收入2430亿元，同比增长1.4%；实现Non-GAAP归母净利润76亿元，同比增长88.3%，彭博一致预期分别为2405亿元和54亿元，收入略超市场预期，利润大超市场预期。预计第二季度四、五月份会延续增长态势，六月份受去年同期基数较大的影响，同比相对较弱。新增商家数量达历史新高，带动服务及其他业务高速增长：2023Q1商品销售收入1956亿元，同比下滑4.3%，3P商户多元化程度持续提高，线上线下布局持续推进；平台及广告服务收入191亿元，同比增长7.8%；物流及其他服务收入283亿元，同比增长61.3%。短期内业务的调整以及今年春节较早在一定程度上影响了本季度的商品零售收入。服务及其他业务增长至总收入的20%，主要得益于加入京东平台的第三方商家数量上涨。核心品类短期承压，业务调整持续进行：2023Q1电子产品及家用电器净收入1170亿元，同比下降1.2%；日用百货商品销售收入为786亿元，同比下降8.7%。随着消费复苏持续改善，偏接触类的线下消费恢复较快，低频、高客单价的带电品类恢复较慢，公司核心品类短期内仍面临压力。公司主动进行了一系列的供给侧的调整，优化了包括品类组合、渠道布局在内的业务

结构，对于日百品类的影响较为明显。降本增效持续推进，各项费用率稳步下降：2023Q1 履约费用同比下降 0.7%，至 154 亿元，履约费用率至 6.3%，同比下降 0.2pct，规模优势效应带来了履约费用率的持续下降。本季度管理费用率为 1.03%，同比持平；研发费用率为 1.72%，同比下降 0.11pct；公司销售费用率为 3.29%，同比下降 0.34pct，降本增效成效显著。盈利预测与投资评级：由于公司利润释放超预期，因此我们将 2023-2025 年的 EPS（Non-GAAP）预测从 9.74/12.28/13.93 元调整为 10.4/12.7/14.4 元，对应 PE 分别为 12.3/10.2/8.9 倍（港币/人民币=0.8873，2023/5/15 数据）。公司将构筑越来越强的竞争优势，我们维持公司“买入”评级。风险提示：疫情反复风险，商品供应链拓展风险，宏观经济波动风险

（证券分析师：张良卫 证券分析师：张家琦）

华中数控（300161）：国产高端数控系统龙头，产学研正循环下腾飞在即

投资要点 产学研三十载，引领国产高端数控系统突破国外封锁：华中数控脱胎于华中科技大学，1994 年发展至今，先后承担和完成国家 04 重大专项、国家 863 等课题数十项，攻克高速高精、五轴联动等一批关键技术，引领国产高端数控系统突破国外封锁。公司坚持一核三军业务发展路线，“一核”即以数控技术为核心，“三军”即布局数控系统与机床、工业机器人及智能产线、新能源汽车配套三个主要业务板块，其中数控系统与机器人业务贡献主要营收，合计营收占比常年稳定在 90% 以上。得益于核心业务带动，2018-2022 年营收从 8.2 提升至 16.6 亿元，CAGR=16%。盈利端公司仍处于开拓期，且持续加码研发，故自上市以来归母净利润始终在 0.5 亿元以下波动。三大逻辑坚定看好国产数控系统龙头——华中数控：逻辑一：顺周期短期需求向好，中长期受益于数控化率提升，2021 年国内金切机床数控化 44.85%，对比日本 80-90% 的水平仍有进步空间。逻辑二：高端领域国产替代空间广阔：目前国产高端数控系统市场仍主要被外资垄断，根据 MIR 统计，2022 年发那科、三菱和西门子合计国内市场销量市占率为 45%，而销售额市占率高达 67%。未来随着国产数控系统性能提升，将逐步向中高端领域渗透。据我们测算，考虑机床行业市场的扩大、数控化率提升和国产化率提升，预计在悲观/中性/乐观的情况下，国内数控系统市场空间将从 2022 年的 135 亿元提升至 2025 年的 153/174/196 亿元，CAGR 分别为 4.3%/8.9%/13.3%，其中 2025 年国产品牌实际可替代外资的市场空间为 50/57/71 亿元。逻辑三：国产龙头产学研正循环已成。研发不足&缺乏高端场景应用，是多年来国产替代速度较慢的原因，但自主可控背景下，通过国家主持的“换脑工程”等项目，华中数控等国产龙头接触到航天军工等高端应用领域，产学研正循环已经形成。机器人产品矩阵丰富，加速向高景气下游拓展：中国是全球机器人最大市场，但仍有广阔发展空间：1) 人口老龄化加剧劳动力短缺，机器人密度仍有上升空间；2) 应用场景拓宽，迎新能源历史性机遇。根据 MIR 预测 2025 年国内工业机器人销量达 42.1 万台，2022-2025 年 CAGR=14.2%。深耕细分领域机器人，加速向高景气下游拓展。公司以多关节通用机器人作为主攻方向，重点研制针对细分领域的专用机器人。同时核心零部件中除减速机外均为自制，也是公司重要竞争优势。随着定增募投项目逐步达产，将新增 2 万台/年的新产能，助力公司向高景气的新能源领域拓展。盈利预测与投资评级：华中数控是国内中高端数控系统领军企业，我们预计公司 2023-2025 年净利润分别为 1.07/1.80/2.98 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 74/44/27 倍，首次覆盖给予“增持”评

级。风险提示：机床行业景气度不及预期，数控系统产品迭代不及预期。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：罗悦)

达达集团 (DADA): 2023 一季报点评: 业绩符合预期, 继续朝盈亏平衡目标前进

投资要点 事件: 23Q1 公司实现总营收 25.8 亿元, 同比增长 27%, 其中达达快送、京东到家分别实现营收 7.5 和 18.3 亿元; 经调整净亏损 1.8 亿元, 经调整净亏损率同比收窄超 16%。公司业绩基本符合彭博一致预期。 23Q1 在补贴继续收窄情况下, 公司即时零售业务保持较快增长。截至 2023/3/31 的 12 个月里, 京东到家 GMV 同比+37% 至 673 亿元, 我们测算得 Q1 GMV 同比增长接近 30%, 其中订单量和客单价分别同比增长约 15% 和 12%。达达快送业务 23Q1 收入同比增长 20%, 其中餐饮连锁商家收入同比增长超 40%, 茶饮连锁商家收入同比增长超过 100%。收入保持较快增长同时, 销售费用率同比下降 4pct 至 51%, 我们预计其中京东到家单均用户补贴同比下降 8%。在用户补贴政策持续优化之下, 公司 Q1 单季度经调整净亏损继续保持在 2 亿元以内, 同比减亏 62%。 供给持续扩充, 推动全品类、全时段高增长, 满足用户潜在需求。随着供给商家和品类的扩充, 京东到家 Q1 实现全品类、全时段高增长。Q1 京东到家新增超 6 万家实体门店入驻, 涵盖超市便利、时尚家居、3C、咖啡茶饮、酒水等诸多类型商家。(1) 全品类高增: Q1 非商超品类新签多个教育数码、家电子品类、婴童服饰、家具细分品类品牌, 数码/家电/服饰/家具商家 GMV 同比增速近 2/2/6/4 倍, 其中 3 月份酒水/美妆/家电等品类同比增长超过 50%。4 月份以来, 京东到家亦与专业内衣品牌都市丽人(全国近 400 家门店同步上线, 上半年计划还有超 1000 家门店将陆续上线)、潮玩零售商 TOPTOY(旗下全国近 120 家门店上线)等品牌达成合作。(2) 全时段高增: 达达快送数据显示, 3 月夜间订单数同比增长 63%。京东到家用户调研数据显示, 相较于应急采买和囤货采买, “日常采买” 已经成为用户即时消费的主流诉求, 我们看好平台通过供给的进一步丰富和多元化满足/激发用户更多即时消费需求。 Q1 与京东主站的协同继续加强。23Q1 京东小时购保持高增长态势, GMV 同比增长 60%; 打造小时购低价心智, 在搜索场域上限 “价格星级”, 一可视化运营工具上线线性性价比商品提升转化效率; 页面改版优化购物体验, “同城” DAU 和 GMV 持续增长。后续 618 等电商节日中与京东主站的联动有望为京东到家注入更多流量。 盈利预测与投资评级: 23Q1 公司业绩符合预期, 但考虑到消费恢复节奏和强度仍有一定不确定性, 我们将公司 23-25 年收入预测从 126/162/196 亿略微下调至 120/150/179 亿元; 但公司在降本增效上仍有较大弹性, 我们维持公司 23 年经调整归母净利润 1.03 亿元预测, 将 24-25 年从 11.61/16.68 亿元下调至 8.32/9.75 亿元, 对应 23-25 年 PE 约 103.4/12.8/10.9 倍, 维持 “买入” 评级。 风险提示: 行业需求风险, 市场竞争加剧风险, 持续亏损风险

(证券分析师：张良卫 研究助理：郭若娜)

美团-W (03690.HK): 23Q1 前瞻: 业绩预计符合预期, 看好本地生活业务重回成长曲线

投资要点 本季度是公司开始逐步走出疫情影响、回归真实增长曲线的阶段, 我们预计 Q1 本地核心商业实现收入 415 亿元 (yoy+21%), 贡献运营利润 76 亿元 (yoy+62%), 新业务运营亏损-55 亿元 (同比收窄 34%)。我们预计总收入实现 571 亿元 (yoy+23%), 运营利润实现 3.7 亿元。 到店酒旅业务: 线下服务消费修复明显, 上半年有望

维持高增。我们预计公司 23Q1 到店酒旅业务收入 94 亿元,同比+21%;运营利润率环比持平约 43%,贡献运营利润 40 亿元。23 年线下出行恢复,服务消费显著增长,上半年公司到店酒旅 GMV 有望持续高增:美团数据显示,今年 3 月以来,平台夜间到餐订单量同比+66%,休闲娱乐订单量同比+89% (4/9 消息);五一假期前三天,全国生活服务业线上日均消费规模较 19 年同期+133%,其中餐饮消费规模增长 92%,景点门票订票量翻倍增长。考虑到商户广告投放滞后、酒旅业务占比提升等,我们预计收入增速低于 GMV 增速。同时 Q2 公司亦开始主动进攻的姿态(加大补贴、商户通减免、提高到店到家业务协同等)应对竞争,随着公司在本地生活的优势更充分发挥,虽然影响短中期利润率,但到店业务长期增长确定性有望提升,以中短期盈利换取更长期的成长。 即时配送业务:23 年兼顾增长与盈利。(1) 餐饮外卖:我们预计 Q1 单量增速 13%,继续一单 1 块钱。我们预计公司 Q1 总订单量 38 亿单(yoy+13%),收入 288 亿元(yoy+19%),单均收入主要受益于 Q1 高客单价订单占比增加而有所提升;单均盈利 1 元,对应运营利润 38 亿元,运营利润率 13%,同比提升 7pct。(2) 闪购:我们预计公司 Q1 总订单量 4.6 亿单(yoy+30%),日均单量 507 万单,继续保持高速增长。我们预计 Q1 闪购收入达 33 亿元,yoy+45%;单均亏损 4 毛钱,同比明显改善,对应运营亏损接近 2 亿元。美团数据显示,今年 3 月以来,线上夜间消费火热,超市外卖订单量同比+48%,商场外卖订单量同比+51% (4/9 消息)。即时零售业务在疫情后仍呈现高速增长态势,我们继续看好该业务为公司打开长期想象空间。 新业务:我们预计 Q1 新业务收入 156 亿元(yoy+29%),运营亏损率-35% (22Q1 为-70%),运营亏损-55 亿元。我们预计 Q1 社区团购业务亏损将环比继续收窄,其他新业务亦将继续优化运营。 盈利预测与投资评级:我们看好公司 23 年用业绩证明自身在本地生活的硬实力,同时在即配业务上继续增长,新业务继续优化。我们维持公司 23-25 年经调整 EPS 为 3.0/6.2/10.1 元的预测,对应 PE39/19/12 倍,维持“买入”评级。 风险提示:消费恢复不及预期,竞争格局恶化,新业务亏损风险

(证券分析师:张良卫 研究助理:郭若娜)

中芯国际 (688981): 2023 年一季报点评: 收入略优于指引, 毛利率处于指引上部

投资要点 业绩表现优于指引,毛利率水平位于指引上部: 2023Q1,公司实现营业收入 102.1 亿元,同比降低 13.9%;实现归母净利润 15.9 亿元,同比降低 44.0%;原因系晶圆销售量减少及产能利用率下降,但仍优于前期指引。此外,公司预计 Q2 收入环比增长 5%-7%,平均晶圆单价受产品组合变动影响环比下降,毛利率 19%-21%,产能利用率和出货量将环比上升;预计 2023 全年销售收入同比降幅为低十位数,毛利率 20%左右。 扩产计划稳步推进,高资本开支支撑先进支撑突破:成熟晶圆厂项目建设稳步进行,其中中芯深圳已经量产,中芯京城预计下半年量产,中芯东方预计年底通线,中芯西青还在建设中。在需求景气度反转的预期下,产能有序扩张将成为业绩增长的支柱。 短期扰动不改继续看好,基本面稳健支撑业绩释放:短期受到行业下行周期影响,公司上半年业绩承压,但中芯国际作为国内唯一先进制程晶圆厂,完美契合需求复苏(Q4 稼动率 79.5%,处于历史低位, H2 有望随需求回暖提升)+技术创新(AI 带来高制程增量需求,国产唯一工艺节点触及 7nm~14nm 先进制程)+国产替代(材料设备国产化)三要素,随着后续需求企稳回暖叠加公司产能扩产节奏稳步推进,业绩有望逐步释放。 当前估值历史处于较低位置:当前行业处于周

期底部，电子行业 A/H 股估值仅 3.21/1.44 倍 PB，远低于 A 股历史高点 6 倍 PB 及港股高点 3 倍 PB，受益于需求复苏+技术创新+国产替代三要素，以及政策支持估值提升，我们认为当前估值仍被低估，后续有望进一步提升。 盈利预测与投资评级：基于行业景气度好转预期，叠加公司产能利用率释放，我们维持此前盈利预测。我们预测公司 2023-2025 年收入为 445/525/632 亿元，归母净利润为 59.2/88.0/120.7 亿元，对应 P/E 为 84.0/56.5/41.2 倍 P/B 为 3.57/3.36/3.10 倍。我们维持公司“买入”评级。 风险提示：1) 半导体行业周期扰动；2) 行业竞争加剧；3) 技术升级风险；4) 新品量产风险。

(证券分析师：马天翼 证券分析师：鲍娴颖 研究助理：卞学清)

华虹半导体 (01347.HK)：2023 年一季报点评：业绩符合预期，回 A 在即，关注 Q2 毛利率指引

投资要点 2023 年第一季度营收同比+6.1%，环比持平，归母净利润同比+47.9%，环比-4.3%，营收符合我们预期，利润低于我们预期。公司 2023 年第一季度实现营收 6.3 亿美元，同比增长 6.1%；归母净利润 1.5 亿美元，同比增长 47.9%。公司在行业下行周期维持了营收的强劲表现；利润端，由于淡季叠加需求下降，出现了环比的下降。汽车需求仍然高增，消费电子、通信等需求有待复苏。2023Q1，公司电子消费品营收 3.69 亿美元，同比下滑 6.7%，工业与汽车产品营收 1.80 亿美元，同比增长 69.8%，为重要的增量节点。从产业链跟踪角度看，汽车需求仍然高增，CIS 有望见底，其他消费电子、通信类产品恢复仍需时间。 八寸线仍然维持高稼动率，毛利率出现松动。2023Q1，公司 8 寸线实现营收 3.80 亿美元，产能利用率 107.1%，超过此前悲观预期。我们认为目前行业仍处下行周期，下游需求不足，但受限供给有限，公司整体产能利用率将维持在高位。我们认为后续毛利率将出现回调，但股价的大幅回调已经相对反映后续季度的业绩担忧。 十二寸线积极推进，扩产等待 23 年到位。2023Q1，公司 12 寸线实现营收 2.51 亿美元，同比下滑 4.1%，环比增长 8.0%，无锡 12 寸厂于 23Q1 为 65k 月产能，产能利用率 99%；新产能释放期待 23Q2 之后。我们认为公司的盈利能力仍在提升。展望 2023，我们认为随着设备到位，公司的产能释放节奏良好，尽管稼动率将有所下滑，ASP 提升及毛利率改善仍可期待。 回 A 估值重塑仍在继续。公司于 5 月 10 日更新了回 A 上市招股书（上会稿），有望于 Q2 末登陆科创板。公司坚持“8+12”战略，后续将发力 65nm/55nm 至 40nm 工艺的 12 寸晶圆厂。12 寸新产能扩出将打开远期空间。公司当下 PB 估值不足 2 倍，仍将受益于回 A 带来的估值提升。 盈利预测与投资评级：结合下游需求及公司扩产进度，下调 2023-2025 年归母净利润为 3.31 亿美元 (-0.78 亿美元)、3.90 亿美元 (-0.31 亿美元)、4.53 亿美元 (-0.19 亿美元)，同比分别-26%、+18%、+16%。对应现价（5 月 13 日收盘价）PE 分别为 13 倍、11 倍、10 倍，对应现价（5 月 13 日收盘价）PB 分别为 1.3 倍、1.2 倍、1.0 倍，维持“买入”评级。 风险提示：行业需求不及预期风险，无锡厂爬坡慢于预期风险，毛利率改善弱于预期风险，中美贸易摩擦加剧风险

(证券分析师：张良卫 研究助理：卞学清)

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>