

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-05-23

宏观策略

2023 年 05 月 23 日

宏观点评 20230522: “汇率跌, 股市大涨”, 除了巴菲特, 我们还缺什么?

从市场框架 (基本面 + 预期差) + 资金扩张机制 + 叙事/情绪) 上看, 与日本相比, 中国基本面波动大偏大且政策的支持力度相对不足, 导致市场资金缺乏增量的逻辑, 同时在主题和宏观叙事上也缺少对于外资的吸引力。而跳出市场框架之外, 我们缺少的可能是一个摆脱美元霸权的全球货币体系。

晨会编辑 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

固收金工

固收周报 20230522: 反脆弱: 银行转债梳理 (上)

本周 (5 月 15 日-5 月 19 日) 权益市场整体上涨, 全指数收涨, 中证转债指数上涨 0.90%。

固收周报 20230521: 广义基金接续商业银行成新配置力量

当前债券收益率已经下降至较低分位, 新的配置力量较难把握波段, 新的利率下行动力在于“宽货币”, 而在“脱实向虚”的风险下, 总量型政策至少在上半年难现, 建议谨慎入场。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。

固收点评 20230520: 二级资本债周度数据跟踪 (20230515-20230519)

一级市场发行与存量情况: 本周 (20230515-20230519) 无新发二级资本债。截至 2023 年 5 月 19 日, 二级资本债存量余额达 36,621 亿元, 较上周 (20230512) 增加 125 亿元。

固收点评 20230520: 中资地产美元债数据跟踪半月报 (20230508-20230519)

中资地产美元债价格异动情况: 20230508-20230519 期间, 价格涨幅前五的债券分别为: 阳光开曼发行的 YANGOG 11 7/8 05/10/23 (29.27%)、禹州集团发行的 YUZHOU 8 5/8 01/23/22 (20.89%)、禹州集团发行的 YUZHOU 5 3/8 PERP (14.02%)、粤港湾控股发行的 HYDOO 13.85 10/12/23 (13.41%)、禹州集团发行的 YUZHOU 9.95 06/08/23 (10.78%)。价格跌幅前五的债券分别为: 合景泰富发行的 KWGPRO 6 01/14/24 (-44.93%)、世茂集团发行的 SHIMAO 5.2 01/30/25 (-39.21%)、雅居乐发行的 AGILE 7 7/8 PERP (-35.01%)、雅居乐发行的 AGILE 7 3/4 PERP (-34.83%)、雅居乐的 AGILE 8 3/8 PERP (-33.49%)。

固收点评 20230520: 绿色债券周度数据跟踪 (20230515-20230519)

一级市场发行情况: 本周 (20230515-20230519) 银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 9 只, 合计发行规模约 143.98 亿元, 较上周减少 346.84 亿元。发行年限包括 5 年及以下中短期和 17 年以上长期; 发行人性质为中央国有企业、地方国有企业和民营企业; 主体评级以 AAA、AA+ 和 AA 级为主。发行人地域为北京市、湖北省、重庆市、云南省、江苏省、山东省和上海市。发行债券种类为券商专项资产管理、公司债、超短期融资券、中期票据、商业银行普通债和资产支持票据。

行业

推荐个股及其他点评

百济神州-U (688235): 百创新药, 蛟龙出海浪滔滔

百济神州是本土创新药出海龙头企业, 全球商业化及临床团队已搭建且趋于成熟: 公司聚焦血液肿瘤、实体瘤等领域, 以自研和强大 BD 搭建起多元化的技术平台和产品管线, 60+潜在 FIC 临床前候选项目积极推进, 40+临床阶段药物正在全球开展临床试验, 16 款产品组合正在全球商业化。百济神州是首个在纳斯达克、港交所和上交所科创板三地上市的中国生物科技公司, 正在步入全球 Big Pharma 阵列

腾讯控股 (00700.HK): 2023Q1 业绩点评: 核心业务集体发力, 营收重拾两位数增长

盈利预测与投资评级: 由于整体宏观经济持续恢复将会带动公司业务的增长, 我们维持此前对于 2023-2025 年经调整 EPS 为 15.3/18.8/21.9 元的盈利预测, 预计 2023-2025 年对应 PE 分别为 19.5/15.9/13.6 倍 (港币/人民币=0.8967, 2023 年 5 月 21 日)。公司具有坚实的业务壁垒, 生态强大, 视频号和小程序等生态节点也均具有较强的变现潜力, 金融科技业务已经展现出明显的业绩弹性, 我们维持公司“买入”评级。风险提示: 政策监管风险; 运营数据低于预期; 变现节奏低于预期。

小商品城 (600415): 1-4 月归母净利润同比+79%, Chinagoods 和跨境人民币业务进展亮眼

事件: 公司发布 2023 年 1-4 月。主要经营数据公告。经公司初步测算, 2023M1-4, 公司实现收入 27.4 亿元, 同比+23%; 实现归母净利润 13.7 亿元, 同比+79%。对应 2023 年 4 月单月归母净利润为 1.48 亿元, 同比+57%。公司 4 月的归母净利润增速超我们对全年增速的预期。

嵘泰股份 (605133): 墨西哥出海先驱, 客户+产品矩阵不断拓展

盈顺应产业发展趋势叠加海外拓展优势, IPO+可转债扩充的产能释放后公司具备良好长期发展潜力。我们预测公司 2023-2025 年营收为 22.50/30.57/40.64 亿元, 同比分别为+46%/+36%/+33%, 归母净利润为 2.13/3.00/4.11 亿元, 同比分别为+59%/+41%/+37%, 对应 EPS 分别为 1.15/1.62/2.21 元, 对应 PE 分别为 26/18/13 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

太极集团 (600129): 公司事件点评: 4 月份业绩环比加速, 单月扣非归母净利润 1.3 亿元, 大超预期

事件: 2023 年 1-4 月, 公司实现营收 59.84 亿元 (+26.13%, 较去年同期增长 26.13%, 下同), 归母净利润 3.68 亿元 (+1038.19%), 扣非归母净利润 3.70 亿元 (+174.83%)。单 4 月份, 公司实现营收 15.57 亿元, 归母净利润 1.33 亿元, 扣非归母净利润 1.3 亿元。四月份业绩同环比增长均亮眼。环比来看, 2023 年单 4 月份扣非净利润已经达 2023Q1 的一半, 业绩环比加速增长。2023 年 1-4 月份, 公允价值变动收益较去年同期增加 1.4 亿, 扣非归母净利润的高速增长主要系核心产品销售的大幅增长。其中藿香正气口服液、急支糖浆、复方对乙酰氨基酚片均实现翻一番, 益保世灵、通天口服液、思为普等均环比改善。公司提质增效明显, 毛利率、净利率均不断提升, 2023 年 Q1 毛利率 51%, 同比提升 5.63pct, 净利率 5.34%, 同比提升 4.84pct, 公司提质增效效果显著。核心大产

品&潜力品种带来长期增长。公司全力打造川渝京鲁豫粤江浙沪九大市场，一方面，核心产品在川渝地区的渗透率仍有提升空间，另一方面，其他七大市场正在快速提升。此外，公司产品批文丰富，OTC 战略性品种仍具提价空间，化药大品种有望增厚公司业绩，具有长期稳定增长动力。 盈利预测与投资评级：考虑到公司核心产品放量加速以及净利率水平快速提升，我们将 2023-2025 年归母净利润由 6.81/9.44/12.75 亿元上调为 7.58/10.40/14.10 亿元，对应当前市值的 PE 为 45X/33X/24X。维持“买入”评级。 风险提示：产品放量不及预期风险，政策风险，竞争加剧风险，产品研发不及预期风险等。

埃斯顿（002747）：国内工业机器人龙头，国产替代及机器人+助力腾飞
受益工业机器人渗透率提升、国产替代及公司盈利能力改善，我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预测分别为 2.8/5.0/8.0 亿元，对应 PE 分别为 79/45/28 倍，维持“增持”评级。风险提示：宏观经济下行；国产替代不及预期；行业竞争加剧；原材料价格波动。

华友钴业（603799）：Q1 业绩略好于市场预期，镍冶炼逐步贡献利润增量

盈利预测与投资评级：考虑 2023Q1 单吨利润下滑，我们下修公司 23-25 年归母净利润至 66/86/112 亿元（原预期 23-24 年为 81/121 亿元），同比增长 69%/30%/31%，对应 PE 为 12x/10x/7x，考虑公司一体化优势显著，给予 2023 年 18xPE，对应目标价 74 元，维持“买入”评级。 风险提示：上游原材料价格大幅波动，电动车销量不及预期。

SEA（SE）：23 年一季报点评：业绩略低预期，主业仍在修复

考虑到宏观经济仍有不确定性，公司主业短期成长性或仍承压，我们将公司 23-25 年经调整 EPS 由 3.56/4.07/ 5.67 美元下调至 2.69/3.65/4.54 美元，维持“买入”评级。

C 南湖（688552）：军用雷达总装整体上市第一股，“内需+军贸”双驾马车拉动成长

基于公司在防空预警雷达领域核心地位，我们预计 2023-2025 年归母净利润为 2.02/2.57/3.26 亿元，对应 PE 分别为 45/36/28 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

宏观策略

宏观点评 20230522: “汇率跌，股市大涨”，除了巴菲特，我们还缺什么？

人民币破 7 了，但是可能被市场忽视的是日元也一度跌破了 138，而且日元第二季度的跌幅明显高于包括人民币在内的其他主要货币（图 1），但是日经指数刷新了 1990 年 8 月以来的新高，而上证综指还在纠结于 3300 的关口。除了巴菲特为日股的站台，怎么去看待中国和日本“汇率—股市”泾渭分明的表现？我们到底还缺少什么？从市场框架（基本面（预期差）+资金扩张机制+叙事/情绪）上看，与日本相比，中国基本面波动偏大且政策的支持力度相对不足，导致市场资金缺乏增量的逻辑，同时在主题和宏观叙事上也缺少对于外资的吸引力。而跳出市场框架之外，我们缺少的可能是一个摆脱美元霸权的全球货币体系。我们从三个维度来分析汇率和股市的宏观联动：基本面（预期差）+资金扩张机制+情绪和叙事。我们试图使用这一框架去解读股市和汇率市场之间的共同影响因素。“基本面”主要指的是经济的动能变化，以及由此带来的预期和政策的变化；每一轮市场的启动都需要相应的“资金扩张机制”——既可以是国内资金的自我循环扩张，也可以是外资流入带来增量资金；“情绪和叙事”与所谓的“风险溢价”密切相关，影响到市场行情的心理基础和可持续性。在影响机制上，基本面对于股市、汇市的共同影响最大，而在其他两个方面，汇率更容易受外资流动和宏观叙事的影响。那么中国和日本在这三个维度上的表现如何？基本面维度，中国“弹性十足”VS 日本“稳稳的幸福”。截至 4 月中国经济疫情放开后的快速复苏基本结束，而回顾 2023 年以来中国市场的预期：从 1 月的乐观，2 月的怀疑到 3 月的降温，4 月的期待再到 5 月的失望，经济和预期都出现大幅的波动；反观日本，疫情以来经济基本保持稳扎稳打的特点，今年 2 月之后经济动能开始恢复。在全球经济放缓的大背景下，“稳稳的幸福”可能更加难能可贵。微妙的政策预期优势。我们认为日本在政策预期（主要是货币政策）上具有一定的优势，2023 年以来市场对日本央行调整甚至取消 YCC 政策或多或少都抱有一定的幻想，而日本政府的坚持则制造了一种超预期宽松的市场氛围。相较而言，市场对中国央行保持宽松有基本的共识，但降准降息预期不断延后、中央财经委员会明确“防止脱实向虚”，反而增加了“宽松 miss”的风险。在预期稳定的情况下，汇率主要跟着利差走。因此我们看到在少见的美日利差作用下，今年日元的弱势十分突出，而在经济预期不断降温的情况下 4 月底以来人民币的补跌也十分明显。资金扩张上，日股国内、国外“双轮驱动”。从日本国内看，一方面，近年来日本企业增加了股票回购的规模，疫情之后股市的回购+分红的收益率逐步回到历史高位（2023Q1 达 3.94%），甚至高于中国；另一方面，日本央行的宽松定力使得融资成本极低，这使得股市加杠杆十分具有吸引力。从外资看，巴菲特的站台确实使得近期流入日本股市的资金有所加速。对比而言，中国市场在资金扩张机制上“相形见绌”。一方面，国内股市加杠杆既面临着高成本的约束，也要承担“防止资金脱实向虚”的监管风险，而在就业和收入压力下“传说中”的居民“超额储蓄”也迟迟没有进入股市；另一方面，在预期下调、中美关系不确定性的压力环境下，即使在美国银行业危机和债务上限风险的加持下，外资流入中国的规模也相对有限。主题叙事上，“日特估”VS“中特估”。在境内市场热议中特估的时候，2023 年以来在东证交易所的

牵头下日本股市也迎来消灭低估值的“日特估”主题，日本企业“三管齐下”：提高盈利能力和大规模股票回购以提高 ROE；改善公司治理、降低资本成本。“日特估”是在当前市场估值框架内的优化，全球市场的接受度相对会更高。相较而言，中特估希望对现存的估值体系有所改革和突破，纳入更多中国特色的因素，目前看仍处于初始阶段，对于国内市场的吸引力尚难在全球范围内引起共鸣。宏观叙事上，中美博弈，日本市场或受益。中美关系的不确定性叠加中国经济复苏逻辑的重估压力，全球资本流动的规律和路径可能在发生结构性变化：此前在全球化的背景下，当美国或其他发达经济体出现区域性冲击时，中国经济的稳定性以及和全球市场的低相关性能够为资本提供庇护，这一点在疫情之后的 2021 年至 2022 年初尤其明显。但是当前在中美“脱钩”的风险下，日本等非欧美的发达经济体（G7 阵营国家）获得额外的地缘政治溢价，得到外资更多的青睐。本质上，这体现了在当前全球美元体系下，“亲美”能获得金融上的安全溢价。综合以上分析，我们看到虽然同样是汇率贬值，日本股市的“过人表现”，在于更稳定的基本面、对于资本更友好的融资套利环境，以及更加契合当前全球货币体系的主题和宏观叙事。而这对于我们意味着什么？对于汇率来说，在复苏预期差矫正的过程中，利差和超调是两个关键词。一方面，中美利差对于汇率的影响权重将上升，而这将给人民币带来贬值压力；另一方面，市场预期像钟摆，在向另一个方向的纠偏一定会出现超调，而这意味着人民币的贬值会阶段性超出利差指示的水平。我们认为人民币第二季度可能出现贬值超调（短期跌破 7.1），但是从上周五央行的及时表态来看，推进人民币国际化对汇率稳定可能存在诉求，跌破 7.2 的概率目前看不大。对于股市而言，外资流入多了一道障碍——日本股市。此前全球资本面临的选择题可能是“欧美 or 以中国为代表的新兴市场”的二选一，但是在当前的经济和地缘政治背景下，日本等“亲美”市场可能成为额外的选项，这客观上限制了主动性资金流入中国的规模。而从长期战略和金融安全来看，人民币国际化可能是必选项。当前以美元为主导的国际货币体系使得“站队”有了额外的金融溢（折）价，而处于“舞台中心”的中国想要摆脱束缚，更好地融入全球金融市场，推动全球货币体系摆脱美元霸权、提高人民币的国际化程度可能是不得不做出的选择，风险提示：东盟、俄罗斯及其他新兴经济体经济增长不及预期，对外需拉动不足。疫情二次冲击风险对出口造成拖累。欧美经济韧性超预期，对于中国出口的拖累不足。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

固收金工

固收周报 20230522：反脆弱：银行转债梳理（上）

银行转债梳理：银行转债的债性较强，绝大部分银行转债的纯债溢价率均低于 20%，且银行转债的债底较厚，价格波动较小且价差较小。发行人促转股意愿强烈，通过历史数据观察，银行转债最终的转股比例极高。银行转债的下修空间小，且银行可转债转股价一般有不低于最近一期经审计每股净资产和股票面值的底线要求，而目前大部分银行依然处于破净状态，即使存在下修空间也难以下调转股价。因此，历史上大部分银行转债均通过触发强赎退市。本周（5 月 15 日-5 月 19 日）权益市场整体上涨，全指数收涨。两市日均成交额较上周缩量约 1614.78 亿元至 8657.31 亿元，周度环比下降 15.72%，北上资金全周净流出 16.91 亿元。行业方面，本周 31 个申万一级行业中 11

个行业收涨，其中 5 个行业涨幅超 2%；电子、国防军工、机械设备、通信、医药生物涨幅居前，分别上涨 5.17%、4.79%、4.01%、3.15%、2.26%；传媒、房地产、建筑装饰、农林牧渔、商贸零售跌幅居前，跌幅分别达-5.60%、-3.96%、-3.00%、-2.62%、-2.60%。本周（5 月 15 日-5 月 19 日）中证转债指数上涨 0.90%，29 个申万一级行业中 26 个行业收涨，其中行业涨幅超过 2% 的行业共 9 个。美容护理、通信、电力设备、计算机、国防军工涨幅居前，分别上涨 6.72%、3.60%、3.32%、3.27%、3.15%；纺织服饰、农林牧渔、传媒跌幅居前，分别下跌-1.94%、-0.60%、-0.36%。本周转债市场日均成交额大幅缩量 147.60 亿元，环比变化-22.70%；成交额前十位转债分别为正邦转债、惠城转债、城市转债、特一转债、游族转债、智尚转债、中矿转债、永鼎转债、精测转债、北方转债；周度前十转债成交额均值达 84.41 亿元，成交额首位达 126.23 亿元。从转债个券周度涨跌幅角度来看，约 82.97% 的个券上涨，约 50.50% 的个券涨幅在 0-1% 区间，32.48% 的个券涨幅超 2%。股债市场情绪对比：本周（5 月 15 日-5 月 19 日）转债市场周度加权平均涨跌幅、中位数为负，正股市场周度加权平均涨跌幅为负、中位数为正，且相对于转债，正股周度跌幅更小。从成交额来看，本周转债市场成交额环比下降 22.70%，并位于 2022 年以来 20.50% 的分位数水平；对应正股市场成交额环比减少 17.18%，位于 2022 年以来 19.10% 的分位数水平；正股、转债成交额均大幅缩量，相对于转债，正股成交额跌幅更小。从股债涨跌数量占比来看，本周约 24.19% 的转债收涨，约 66.28% 的正股收涨；约 26.28% 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）。5 月金债组合推荐：长久转债、北港转债、南航转债、漱玉转债、申昊转债、起帆转债、智尚转债、小熊转债、交建转债、应急转债 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 20230521：广义基金接续商业银行成新配置力量

2023 年 4 月债券托管量数据公布，如何看待不同机构的持仓特征？从分机构投资者净增持看，配置盘中商业银行 4 月对利率债配置节奏稳定，对信用债增持力度减弱。分券种看，商业银行对国债、地方政府债和政策性金融债分别增持 2178 亿元、2800 亿元和减持 297 亿元；自年初以来首次减持同业存单，减持 297 亿元；对信用债保持增持，但力度有所减弱，由上月的增持 507 亿元下降为增持 103 亿元；配置盘中保险机构 4 月增配债券 315 亿元，延续年初以来的增配态势。分券种看，保险机构主要增持地方政府债，而对国债的配置力度减弱，对地方政府债的增持量为 681 亿元，对国债的减持量为 209 亿元。交

易盘中广义基金4月对利率债和同业存单的增持力度较大,成为新增配置力量。4月广义基金增持债券8330亿元,年内首次单月增持。其中对利率债和同业存单的增持量较大,对国债、政金债、地方政府债和同业存单分别增持274亿元、1676亿元、653亿元和3916亿元。与商业银行相比,广义基金的考核标准为税前利润,因税收差异而具有较高收益率的政金债受到青睐。交易盘中证券公司4月对债券的持有量由升转降,除地方政府债外,对各类债券均有所减持。4月证券公司总体减持1164亿元债券,分别减持国债和政金债365亿元和312亿元,分别减持信用债和同业存单291亿元和184亿元。境外机构4月对债券由上月的微量增持转为减持。4月境外机构减持债券417亿元,而上月为增持35亿元。对各类券种均有所减持,对国债、政金债和同业存单的减持量分别为117亿元、55亿元和92亿元。从债市杠杆看,2023年4月银行间债券市场杠杆约为107.8%,较上月的108.69%有所下降。从2023年4月的托管量数据来看,广义基金正在接替商业银行成为新的债券配置力量,从而一定程度上驱动了4月利率的快速下行。当前债券收益率已经下降至较低分位,新的配置力量较难把握波段,新的利率下行动力在于“宽货币”,而在“脱实向虚”的风险下,总量型政策至少在上半年难现,建议谨慎入场。美国4月零售数据及房屋销售数据均逊于预期,本周美债收益率大幅上涨,未来美债收益率将如何变动?美债收益率上升原因有二:债务上限危机悬而未决,导致市场恐慌情绪蔓延。周四众议院的共和党领袖麦卡锡传出本周末可能达成协议的利好后,周五美国债务上限谈判遇阻,共和党谈判员突然退场。美债收益率受市场恐慌情绪有所上浮;衰退预期下行,通胀预期上行,高久期债券存在抛售压力。本周周五前,Fedwatch显示市场预期6月停止加息的概率在65%附近,进一步加息的概率在35%附近,加息预期较上周回升。尽管周五美联储主席鲍威尔传出了有望暂停加息的信号,使得两年期美债收益率一度较高位回落超过10个基点,但在鲍威尔讲话结束后,美债收益率逐步回升,全天攀升收官。这表明市场对于通胀的预期有所上升,高久期债券存在抛售压力。未来,10Y美债中期或将维持在3.2-3.6%区间内窄幅震荡。美国通胀目前仍远高于目标水平,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。房租滞后房价周期拐点时长高于周期均值,使得核心通胀存在粘性。房价作为租金的先行指标,租金及自有住房的等价租金同比变化滞后于房价同比变化18个月左右,预计住房租金同比变化在2023年下半年才会见顶回落。综合来看,中期看向3.2-3.6%区间内窄幅震荡。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。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:徐沐阳 研究助理:徐津晶)

固收点评 20230520: 二级资本债周度数据跟踪 (20230515-20230519)

观点 一级市场发行与存量情况: 本周(20230515-20230519)无新发二级资本债。截至2023年5月19日,二级资本债存量余额达36,621亿元,较上周(20230512)增加125亿元。二级市场成交情况: 本周(20230515-20230519)二级资本债周成交量合计约1,459亿元,较上周减少180亿元,成交量前三个券分别为23农行二级资本债01A(59.78亿元)、23邮储银行二级资本债01(54.60亿元)和23工行二级资本债01A(49.90亿元)。分发行主体地域来看,成交

量前三为北京市、上海市和广东省，分别约为 1,049 亿元、133 亿元和 66 亿元。从到期收益率角度来看，截至 5 月 19 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：3.01BP、3.03BP、-1.97BP；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：3.13BP、3.13BP、-1.87BP；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：-1.95BP、-1.95BP、-6.95BP。估值偏离%前三十位个券情况：本周（20230515-20230519）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，折价率前二的个券为 15 石嘴山银行二级（-4.24%）和 17 晋城银行二级（-0.92%），其余折价率均在 -0.8% 以内。中债隐含评级以 AA+ 评级为主，地域分布以北京市、福建省和广东省居多。溢价个券方面，溢价率前二的个券为 17 延边农商二级 02（1.75%）和 21 秦农农商二级 01（0.90%），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、山东省和广东省居多。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 20230520：中资地产美元债数据跟踪半月报（20230508-20230519）

观点 中资地产美元债价格异动情况：20230508-20230519 期间，价格涨幅前五的债券分别为：阳光开曼发行的 YANGOG 11 7/8 05/10/23（29.27%）、禹州集团发行的 YUZHOU 8 5/8 01/23/22（20.89%）、禹州集团发行的 YUZHOU 5 3/8 PERP（14.02%）、粤港湾控股发行的 HYDOO 13.85 10/12/23（13.41%）、禹州集团发行的 YUZHOU 9.95 06/08/23（10.78%）。价格跌幅前五的债券分别为：合景泰富发行的 KWGPRO 6 01/14/24（-44.93%）、世茂集团发行的 SHIMAO 5.2 01/30/25（-39.21%）、雅居乐发行的 AGILE 7 7/8 PERP（-35.01%）、雅居乐发行的 AGILE 7 3/4 PERP（-34.83%）、雅居乐的 AGILE 8 3/8 PERP（-33.49%）。不同企业性质、资产规模、剩余期限、评级下加权平均收盘价格及收益率表现：截至 2023 年 5 月 19 日，分企业性质来看，各类企业发行中资地产美元债平均收盘价格及收益率分别为：民营企业（31.92 元，1132.22%），较两周前同比下跌 3.20 元，收益率下行显著；国有企业（87.60 元，84.11%），较两周前同比下跌 1.25 元，收益率略有上行；外资企业（31.42 元，2266.47%），较两周前同比下跌 11.54 元，收益率大幅上行；公众企业（41.66 元，1053.35%），较两周前同比下跌 1.64 元，收益率显著上行。截至 2023 年 5 月 19 日，分企业资产规模来看，不同资产规模企业发行中资地产美元债平均收盘价格及收益率分别为：资产规模≤1000 亿元（47.70 元，1756.91%），较两周前同比下跌 1.47 元，收益率大幅上行；1000-5000 亿元（39.32 元，907.23%），较两周前同比下跌 4.23 元，收益率下行显著；5000-10000 亿元（52.31 元，225.59%），较两周前同比下跌 1.67 元，收益率略有上行；10000-15000 亿元（57.60 元，225.59%），较两周前同比下跌 1.56 元，收益率略有上行；>15000 亿元（6.40 元，2113.96%），较两周前同比下跌 0.39 元，收益率上行显著。截至 2023 年 5 月 19 日，分债券剩余期限来看，不同剩余期限的中资地产美元债平均收盘价格及收益率分别为：剩余期限≤0（15.25 元，888.63%），较两周前同比下跌 0.55 元，收益率显著下行；0-1Y（48.73 元，1914.24%），较两周前同比下跌 0.86 元，收益率大幅上行；1-3Y（73.26 元，171.32%），较两周前同比下跌 5.27 元，收益率略有上行；3-7Y（54.35 元，37.24%），较两周前同比下跌 7.12 元，收益率略有上行；>7Y

(68.83 元, 15.38%), 较两周前同比下跌 32.85 元, 收益率略有上行。截至 2023 年 5 月 19 日, 分发行人主体评级来看, 不同评级企业发行中资地产美元债平均收盘价格及收益率分别为: AAA (56.48 元, 166.31%), 较两周前同比上涨 6.48 元, 收益率略有上行; AA+ (11.47 元, 1611.89%), 较两周前同比下跌 3.16 元, 收益率上行显著; BBB (47.50 元, 24.47%), 较两周前同比上涨 0.66 元, 收益率略有上行; BB+ (11.58 元, 2566.07%), 较两周前同比下跌 1.42 元, 收益率上行显著; BB (55.45 元, 106.95%), 较两周前同比下跌 0.94 元, 收益率略有下行; BB- (10.43 元, 7540.10%), 较两周前同比下跌 0.97 元, 收益率上行显著; B+ (36.42 元, 395.95%), 较两周前同比下跌 2.14 元, 收益率略有上行。风险提示: Bloomberg 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 20230520: 绿色债券周度数据跟踪 (20230515-20230519)

观点 一级市场发行情况: 本周 (20230515-20230519) 银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 9 只, 合计发行规模约 143.98 亿元, 较上周减少 346.84 亿元。发行年限包括 5 年及以下中短期和 17 年以上长期; 发行人性质为中央国有企业、地方国有企业和民营企业; 主体评级以 AAA、AA+ 和 AA 级为主。发行人地域为北京市、湖北省、重庆市、云南省、江苏省、山东省和上海市。发行债券种类为券商专项资产管理、公司债、超短期融资券、中期票据、商业银行普通债和资产支持票据。二级市场成交情况: 本周 (20230515-20230519) 绿色债券周成交额合计 292 亿元, 较上周减少 61 亿元。分债券种类来看, 成交量前三为非金公司信用债、金融机构债和利率债, 分别为 137 亿元、124 亿元和 12 亿元。分发行期限来看, 3Y 以下绿色债券成交量最高, 占比约 87.03%, 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 372 亿元、88 亿元和 19 亿元。分发行主体地域来看, 成交量前三为北京市、上海市和福建省, 分别为 238 亿元、125 亿元和 61 亿元。估值偏离%前三十位个券情况: 本周 (20230515-20230519) 绿色债券周成交均价估值偏离幅度不大, 折价成交幅度高于溢价成交, 折价成交比例低于溢价成交。折价个券方面, 折价率前三的个券为 21 淮财 G1 (-2.19%)、21 临沂投资 MTN002(革命老区) (-0.48%) 和 19 长交绿色债 01 (-0.42%), 其余折价率均在 -0.4% 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, 地域分布以上海市和北京市居多。溢价个券方面, 溢价率前三的个券为 20 淮南城投绿色债 (0.61%)、PRG 丹徒 1 (0.29%) 和 20 四川机场 GN001 (0.21%), 其余溢价率均在 0.2% 以内。主体行业以金融和公用事业为主, 中债隐含评级以 AA 评级为主, 地域分布以北京市和浙江省居多。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

推荐个股及其他点评

百济神州-U (688235): 百创新药, 蛟龙出海浪滔滔

投资要点 百济神州是本土创新药出海龙头企业, 全球商业化及临床团队已搭建且趋于成熟: 公司聚焦血液肿瘤、实体瘤等领域, 以自研

和强大 BD 搭建起多元化的技术平台和产品管线, 60+潜在 FIC 临床前候选项目积极推进, 40+临床阶段药物正在全球开展临床试验, 16 款产品组合正在全球商业化。百济神州是首个在纳斯达克、港交所和上交所科创板三地上市的中国生物科技公司, 正在步入全球 Big Pharma 阵列。泽布替尼海内外放量提速, 重磅炸弹药物潜力显现: 泽布替尼头对头 (ALPINE 研究) 成功打败伊布替尼, 成为唯一被 CSCO 和 NCCN 指南双重优先推荐的 BTKi, 即将跻身 CLL/SLL 等多适应症的一线用药。泽布替尼已在全球超过 65 个市场获批, 百济的全球开发布局正在逐步兑现, 泽布替尼是百济第一个超级重磅炸弹产品。此外 BCL-2 抑制剂 BGB-11417 有望与泽布替尼协同开拓血液瘤百亿美元市场。替雷利珠单抗适应症快速拓展, 海外市场即将打开: 替雷利珠单抗已成为国内获批适应症最多的 PD-1/PD-L1 产品, 10 项中 9 项适应症已纳入医保, 国内 1L HCC 和 1L ESCC 已提交 sBLA; NSCLC、ESCC 等适应症 NDA 已于美国、欧洲、日本等受理, 2023 年出海进程有望突破。替雷利珠单抗得益于百济强大的销售能力和医保报销范围的持续扩大, 已成为销售额最高的国产 PD-1。未来作为肿瘤免疫基石药物, 伴随治疗线数和联合疗法拓展, 生命周期及销售峰值可不断提升。百济的全球 BD 能力和产品全球价值得到验证: 百济已与多个 MNC 及 Biotech 达成重磅 BD 交易, 在交易数量、涉及产品数量和金额等方面远超同行, 且能够实现双向合作, 在授出自研产品同时也引入合作伙伴产品。百济的强大 BD 能力加强了百济与海外大药企间的利益绑定, 提升合作成功率, 并迅速加强百济在研发、商业化等方面的实力。产品收入高速增长, 研发和销售费用增速放缓, 盈利拐点未来可期: 从财务端看, 百济近五年研发费用及销售/管理费用增速持续放缓, 在百济产品收入保持高增速的情况下, 其经营亏损的增速在 2022 年迎来首次实现负增速 (-2%) 拐点, 百济产品组合仍处于高速增长态势, 经营性盈利拐点有望到来。盈利预测: 我们预计百济神州将在 2023 年至 2025 年取得营业收入分别为 140.0 亿、203.0 亿、288.0 亿元, 分别同比增长 46%、45%、38%。现有临床后期及商业化产品将在 2030 年实现 623 亿人名币的销售峰值, 相对估值给予 5 倍 PS, 合理市值为 3115 亿人民币; 采用 DCF 估值法, 对应合理市值为 2664 亿人名币。百济目前仍有许多优质产品处于研发当中, 后续随着管线推进, 公司的相对及绝对估值水平将持续提升, 首次覆盖, 给予“买入”评级。风险提示: 新药研发及审批进展不及预期, 药品销售不及预期, 产品竞争格局加剧, 政策的不确定性, 全球业务相关风险, 人才流失风险等

(证券分析师: 朱国广)

腾讯控股 (00700.HK): 2023Q1 业绩点评: 核心业务集体发力, 营收重拾两位数增长

投资要点 营收重拾两位数增长, 利润略不及预期: 2023Q1 公司实现营业收入为 1499.9 亿元 (+10.7%yoy), 略高于彭博一致预期 1463.18 亿元; Non-IFRS 净利润 325.38 亿元 (+27.4%yoy), 低于彭博一致预期 332.45 亿元。经递延收益调整游戏流水同比上升 2.8%, 国内及国际游戏双双复苏: 经递延收益调整, 游戏业务本季度流水总额约为 632.3 亿元, 同比上升 2.8%, 维持了上季度的增长。本土市场游戏收入同比增长 6%至 351 亿元, 国际市场游戏收入同比增长 25%至人民币 132 亿元。预计未来新游发布将保持稳定, 游戏业务有望持续强势复苏。广告收入连续两位数增长, 视频号与小程序广告需求强劲: 2023Q1 公司广告业务实现营收 209.64 亿元 (+16.5%yoy), 彭博一致预期为 213.38 亿元, 低于预期。主要得益于视频号的使用量持续增长,

用户使用时长及播放量均迅速上升。公司培育视频号创作者生态，加强带货基础设施，日活跃创作者数及日均视频上传量为去年同期的 2 倍多，预计未来广告业务边际利润将得到改善。 金融科技及企业服务拉动总体毛利率提升：2023Q1 金融科技及企业服务收入 487.01 亿元(+13.9%yoy)，占总收入占比 32.5%，毛利率 34.50% (YoY +3.01pct)，总体毛利率为 45.46% (YoY +3.39pct)，拉动总体毛利率提升。随着疫情管控的放开，数字支付需求复苏，预计未来数字经济发展也将继续带动收入增长。 盈利预测与投资评级：由于整体宏观经济持续恢复将会带动公司业务的增长，我们维持此前对于 2023-2025 年经调整 EPS 为 15.3/18.8/21.9 元的盈利预测，预计 2023-2025 年对应 PE 分别为 19.5/15.9/13.6 倍（港币/人民币=0.8967，2023 年 5 月 21 日）。公司具有坚实的业务壁垒，生态强大，视频号和小程序等生态节点也均具有较强的变现潜力，金融科技业务已经展现出明显的业绩弹性，我们维持公司“买入”评级。 风险提示：政策监管风险；运营数据低于预期；变现节奏低于预期。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：张家琦）

小商品城（600415）：1-4 月归母净利润同比+79%，Chinagoods 和跨境人民币业务进展亮眼

投资要点 事件：公司发布 2023 年 1-4 月。主要经营数据公告。经公司初步测算，2023M1-4，公司实现收入 27.4 亿元，同比+23%；实现归母净利润 13.7 亿元，同比+79%。对应 2023 年 4 月单月归母净利润为 1.48 亿元，同比+57%。公司 4 月的归母净利润增速超我们的预期。 一带一路出口的高增，带动义乌出口产业景气度提升：2023 年 1-2 月，义乌市进出口总值达 792 亿元，同比+7.4%；其中东南亚、中东、拉美地区的出口份额较高，对一带一路沿线国家合计出口 330 亿元，同比+8.2%；对沙特、巴西出口分别同比+47%/+26%。未来一带一路政策及“RCEP”有望持续提振义乌小商品出口的景气度。 Chinagoods 新业务增长亮眼，平台生态不断完善：2023 年 1-4 月，公司 Chinagoods 平台实现 GMV 152 亿元，同比+198%。Chinagoods 是公司旗下的小商品 B2B 平台，依托义乌市场 7.5 万家实体商铺资源，服务上下游小微企业，对接出口产业链上下游生产制造、展示交易、仓储物流、金融信贷、市场管理等环节的需求，并对产业信息实现数字化整合。 跨境人民币支付业务进展亮眼：公司拥有支付品牌“义支付 Yiwu Pay”。该平台自 2023 年 2 月 21 日上线以来，实现跨境人民币业务服务客户数 2604 户，跨境清算资金达人民币 1.3 亿元。据公司年报，义支付已与全球 400 多家银行达成合作，业务覆盖 100 多个国家和地区，支持全球 16 个主流币种的跨境收款。通过义支付结算，也能解决此前外贸商家普遍遭受的“冻卡”痛点。未来 Yiwu Pay 跨境人民币支付推广之后，公司有望集商流、物流、资金流于一体，形成完整的跨境交易生态闭环，形成新的业务增长点。 盈利预测与投资评级：小商品城是一带一路、产业互联网板块的核心标的，旗下义乌国际商贸城是我国小商品出口的重要枢纽。考虑到公司 4 月利润超预期，且新业务进展较快，我们将公司 2023~25 年归母净利润预期从 20.7/ 23.6/ 28.6 亿元，上调至 27.0/ 23.7/ 29.5 亿元，同比+145%/ -12%/ +24%，5 月 19 日收盘价对应 13/ 15/ 12 倍 P/E，维持“买入”评级。 风险提示：新市场建设及招商进度不及预期，新业务不及预期等

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：阳靖）

嵘泰股份（605133）：墨西哥出海先驱，客户+产品矩阵不断拓展

投资要点 深耕铝合金压铸领域，稳定合作全球头部 Tier1。嵘泰股份成立于 2000 年，主要产品为汽车转向、传动、制动等铝合金精密压

铸件。2011 年公司与博世合作电动转向壳体，完成大众 EPS 首个国产化项目，逐渐与博世、采埃孚、蒂森克虏伯等全球知名汽车 Tier 1 建立了持续稳定的合作关系，博世销售占比始终在 35%以上。2021 年公司核心产品转向器壳体零部件中国乘用车市场市占率 21.46%。公司通过 IPO 和可转债积极扩充各地工厂产能，达产后新增营收接近 14 亿，打开长期成长空间。2022 年实现营收 15.45 亿，同比增长 32.87%。顺应轻量化大势，产品+客户矩阵不断拓展。2021 年上市以来公司加大新能源汽车零部件领域开拓力度，先后取得国内领先新能源车企 DMI 插电混动平台 E-CVT 变速箱箱体、E3.0 纯电平台电机壳体和端盖、长城柠檬 DHT 混动电机端盖等定点，现有 350T 至 4500T 压铸机 100 多台。除通过原先 Tier1 客户进行配套外，公司新能源三电系统产品直接供应国内头部新能源车企，实现从 Tier 2 到 Tier 1 的突破，相关产品于 2022 年-2023 年陆续量产。2022 年公司新客户开发获得重大突破，成为全球头部新能源主机厂电动皮卡关键铸件的供应商，同年 6 月公司向力劲采购第一批 3 套 9000T 超大型压铸单元，开始布局一体化压铸。墨西哥产能前瞻布局，海外经营经验丰富。2016 年公司在墨西哥瓜纳华托州设立子公司莱昂嵘泰并于 2017 年投产，2022 年实现营收 2.76 亿元，同比增长 57.3%，且已实现盈利。《美墨加协定》生效后，政策助力+汽车产业基础成熟等优势使得墨西哥在北美汽车制造业地位进一步提升。我们认为具备以下特点的零部件企业有望在墨西哥率先取得突破：1) 所涉业务面向新能源/智能化方向；2) 在墨西哥有一定的经营管理经验，熟悉当地的营商环境和文化氛围，现有业务在墨西哥具备一定的盈利能力；3) 客户结构向新能源客户转型，进入全球头部新能源主机厂供应链。公司是国内少有的满足以上三点的汽车零部件企业，有望凭借莱昂嵘泰先发优势在我国零部件企业墨西哥开拓大潮中率先取得突破。盈利预测与投资评级：顺应产业发展趋势叠加海外拓展优势，IPO+可转债扩充的产能释放后公司具备良好长期发展潜力。我们预测公司 2023-2025 年营收为 22.50/30.57/40.64 亿元，同比分别为+46%/+36%/+33%，归母净利润为 2.13/3.00/4.11 亿元，同比分别为+59%/+41%/+37%，对应 EPS 分别为 1.15/1.62/2.21 元，对应 PE 分别为 26/18/13 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：中美贸易战超出预期，铝合金价格上涨超出预期，乘用车价格战超出预期

(证券分析师：黄细里 研究助理：谭行悦)

太极集团 (600129)：公司事件点评：4 月份业绩环比加速，单月扣非归母净利润 1.3 亿元，大超市场预期

投资要点 事件：2023 年 1-4 月，公司实现营收 59.84 亿元(+26.13%，较去年同期增长 26.13%，下同)，归母净利润 3.68 亿元(+1038.19%)，扣非归母净利润 3.70 亿元(+174.83%)。单 4 月份，公司实现营收 15.57 亿元，归母净利润 1.33 亿元，扣非归母净利润 1.3 亿元。四月份业绩同环比增长均亮眼。环比来看，2023 年单 4 月份扣非净利润已经达 2023Q1 的一半，业绩环比加速增长。2023 年 1-4 月份，公允价值变动收益较去年同期增加 1.4 亿，扣非归母净利润的高速增长主要系核心产品销售的大幅增长。其中藿香正气口服液、急支糖浆、复方对乙酰氨基酚片均实现翻一番，益保世灵、通天口服液、思为普等均环比改善。公司提质增效明显，毛利率、净利率均不断提升，2023 年 Q1 毛利率 51%，同比提升 5.63pct，净利率 5.34%，同比提升 4.84pct，公司提质增效效果显著。核心大产品&潜力品种带来长期增长。公司全力打造川渝京鲁豫粤江浙沪九大市场，一方面，核心产品在川渝地区的渗透率仍有提升空间，另一方面，其他七大市场正在快速提升。

此外，公司产品批文丰富，OTC 战略性品种仍具提价空间，化药大品种有望增厚公司业绩，具有长期稳定增长动力。 盈利预测与投资评级：考虑到公司核心产品放量加速以及净利率水平快速提升，我们将 2023-2025 年归母净利润由 6.81/9.44/12.75 亿元上调为 7.58/10.40/14.10 亿元，对应当前市值的 PE 为 45X/33X/24X。维持“买入”评级。 风险提示：产品放量不及预期风险，政策风险，竞争加剧风险，产品研发不及预期风险等。

（证券分析师：朱国广）

埃斯顿（002747）：国内工业机器人龙头，国产替代及机器人+助力腾飞

投资要点 埃斯顿：国内工业机器人龙头，全生态链覆盖机器人+ 埃斯顿是国内第一工业机器人品牌，经过 30 年行业积淀，构建了机器人全产业链生态链。2022 年，公司工业机器人及核心零部件收入占比分别为 74%、26%，其中核心零部件包括自动化核心部件及运动控制系统；机器人业务以国产化率低、负载较大的六轴机器人为主，占机器人出货量 86%，2022 年六轴机器人出货量位列全球第 5，比肩“四大家族”。2022 年公司收入、归母净利润分别为 39 亿（同比+29%）、1.7 亿（同比+36%），2016-2022 年 CAGR 分别为 34%、16%，成长属性较好。2022 年公司毛利率 33.9%（同比+1.3pct）、净利率 4.7%（同比-0.5pct），盈利能力具备较大提升空间，2023 年有望开启利润率上行进入业绩释放期。 工业机器人：渗透率+国产化提升，孕育国产龙头崛起 2022 年中国工业机器人市场规模 609 亿元，同比增长 16%，2017-2022 年 CAGR 为 14%，同期埃斯顿工业机器人板块（剔除收购 Cloos 影响）收入 CAGR 为 57%，2022 年份额持续提升至 5.9%。中国工业机器人具备渗透率提升+国产替代双重驱动，产业前景广阔：（1）从渗透率看，2021 年我国制造业机器人密度为 322 台/万人，据工信部等 17 部门印发《“机器人+”应用行动实施方案》，2025 年我国制造业机器人密度目标较 2020 年翻番（约 500 台/万人），机器人替代及智能工厂改造趋势下，工业机器人渗透率持续提升。（2）从国产化率看，2022 年我国工业机器人国产化率仅 35%，国产龙头埃斯顿/汇川机器人市占率仅 6%/5%，“四大家族”合计份额达 40%。受益国内优势产业腾飞及下游应用场景拓展，诸如光伏、锂电等国内客户崛起，工业机器人国产化迎来机遇。 他山之石：对标全球龙头发那科，成长空间广阔 埃斯顿、发那科分别为海内外工业机器人龙头，具备诸多相似之处。1990-2007 年发那科毛利率从 35%提升至 54%，净利率从 9%提升至 27%，受益日本汽车产业发展及机器人格局优化，发那科盈利能力提升。反观 2022 年埃斯顿净利率 4.7%，远低于发那科 20.8%、汇川 18.8%，盈利能力释放潜力较大。2023 年 3 月，埃斯顿发布股权激励目标，2023-2025 年剔除股份支付费用影响后的净利润分别不低于 3/5/8 亿元，即 2022-2025 年净利润 CAGR 不低于 64%，结合公司公告 2025 年营收目标 100 亿元，2025 年净利率约 8%，彰显增长信心。 盈利预测与投资建议：受益工业机器人渗透率提升、国产替代及公司盈利能力改善，我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预测分别为 2.8/5.0/8.0 亿元，对应 PE 分别为 79/45/28 倍，维持“增持”评级。 风险提示：宏观经济下行；国产替代不及预期；行业竞争加剧；原材料价格波动。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：罗悦）

华友钴业（603799）：Q1 业绩略好于市场预期，镍冶炼逐步贡献利润增量

投资要点 公司营收维持高增，2023Q1 业绩略好于市场预期。2022

年公司营收 630.34 亿元，同比增长 78.48%；归母净利润 39.1 亿元，同比增长 0.32%。2023 年 Q1 公司实现营收 191.1 亿元，同比增加 44.64%，环比增长 33.43%；归母净利润 10.24 亿元，同比下降 15.1%，环比增长 13.52%，略好于市场预期。前驱体 2022 年出货近 10 万吨，预计 2023 年前驱体出货 18-20 万吨，市占率快速提升。公司 2022 年前驱体出货 9.9 万吨（含内部自供），同比增长 64%，我们预计公司 2023 年前驱体有望出货 18-20 万吨，同比接近翻倍增长，其中 Q1 出货 2-3 万吨，同增 50%+，后续随着公司此前签订供货协议的订单需求逐步释放，市占率有望进一步提升。盈利方面，公司 2022 年前驱体业务毛利率 20.60%，对应单吨毛利 2.1 万元，随着 23 年镍冶炼自供比例提升，预计前驱体业务盈利稳中有升。三元正极 2022 年出货 9 万吨，高镍占比快速提升。公司 2022 年正极材料出货 9.03 万吨，其中三元正极出货 8.03 万吨，同比增长 69%，高镍三元出货 6.64 万吨，占比 83%，其中 9 系以上超高镍出货 3.34 万吨，同比增长 1005%；2023Q1 出货 2 万吨以上，同增 10%+，我们预计 2023 年正极出货 12 万吨左右，同比增长 30%以上。盈利方面，2022 年天津巴莫净利润 14.53 亿元，对应正极单吨利润 1.6 万元左右，公司持股 37%，贡献利润 5.4 亿元，我们预计 2023 年正极单吨利润逐步回归正常。镍冶炼项目放量，我们预计 2023 年权益出货 8 万吨，利润增量明显。公司 2022 年镍产品出货 6.73 万吨，同比增长 312%，镍中间品收入 27 亿元，起量明显。华科 4.5 万吨火法项目 22 年 11 月开始产出高冰镍，23Q1 末基本达产，华飞 12 万吨预计 5-8 月陆续投料，我们预计 2023 年镍冶炼出货有望达 12-14 万金吨（权益 8 万金吨左右），利润增量明显。锂盐项目进展顺利，我们预计 2023 年出货 2 万吨以上。2022 年公司锂产品开始贡献 13.5 亿收入，毛利率高达 46%，公司津巴布韦 Arcadia 锂矿项目 3 月底投料并产出锂精矿，广西年产 5 万吨锂盐项目预计 5-6 月试产，23 年下半年预计出货 2 万吨以上精矿，全成本不超过 10 万元，在当前锂价下仍具备盈利能力。盈利预测与投资评级：考虑 2023Q1 单吨利润下滑，我们下修公司 23-25 年归母净利润至 66/86/112 亿元（原预期 23-24 年为 81/121 亿元），同比增长 69%/30%/31%，对应 PE 为 12x/10x/7x，考虑公司一体化优势显著，给予 2023 年 18xPE，对应目标价 74 元，维持“买入”评级。风险提示：上游原材料价格大幅波动，电动车销量不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕 证券分析师：岳斯瑶）

SEA (SE): 23 年一季报点评：业绩略低预期，主业仍在修复

投资要点 事件：2023Q1 公司实现 GAAP 收入 30.41 亿美元，同比增长 4.9%，基本符合彭博一致预期；其中电商业务、游戏业务和数字金融业务分别实现收入 20.7、5.4 和 4.1 亿美元。净利润 0.873 亿美元，低于一致预期，主要系商誉减值影响。电商业务：收入利润超预期，继续释放平台价值。23Q1 公司电商实现收入 20.67 亿美元，同比+36%，好于一致预期。若基于固定汇率假设，收入同比+42%。平台收入同比+45.5%，其中核心 marketplace 收入同比+54%，增值服务收入同比+33%。经调整 EBITDA 同比改善至 2.08 亿美元，高于一致预期，主要受益于货币化程度的提高和运营成本效率的提高。其中亚洲市场和其他市场经调整 EBITDA 分别为 2.76 亿美元和亏损 0.68 亿美元，同比均有明显改善。巴西总部费用分配之前的单笔订单经调整 EBITDA 亏损 34 美分，同比改善 77.4%。游戏业务：仍待修复。23Q1 游戏实现收入 5.4 亿美元，低于一致预期，22Q4 为 9.5 亿美元。调整后收入 4.62 亿美元，22Q4 为 5.44 亿美元。经调整 EBITDA 实现 2.3 亿美

元，高于一致预期，在调整后收入中占 49.8%，22Q4 为 47.5%。QAU 达 4.92 亿人，环比+1%，好于一致预期；付费率 7.7%，环比-1.3pct。4 月 FREEFIRE 月活创 8 个月内新高。数字金融业务：增长超预期。2023Q1 公司数字金融业务实现收入 4.13 亿美元，同比增长 75.0%，好于一致预期，主要是由于信贷业务的增长。经调 EBITDA 实现 0.99 亿美元，22Q1 为亏损 1.25 亿美元，好于一致预期，主要得益于强劲的营收增长以及不断优化成本和提高效率，特别是围绕销售和营销费用。截至 23 年 3 月 31 日，资产负债表上的应收贷款总额为 20 亿美元，扣除信贷损失准备金 2.81 亿美元；逾期超过 90 天的不良贷款占应收贷款总额的比例稳定在 2% 左右。盈利预测与投资评级：考虑到宏观经济仍有不确定性，公司主业短期成长性或仍承压，我们将公司 23-25 年经调整 EPS 由 3.56/4.07/ 5.67 美元下调至 2.69/3.65/4.54 美元，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济和国际环境风险，竞争风险，卖家和买家流失风险，新游开发不及预期

（证券分析师：张良卫 研究助理：郭若娜）

C 南湖（688552）：军用雷达总装整体上市第一股，“内需+军贸”双驾马车拉动成长

投资要点 深耕防空预警雷达多年，相关产品中标率超 50%。公司数 10 年来一直深耕于防空预警雷达领域，在低频段抗干扰、反隐身、高机动性等方面积累了丰富的研究成果和生产经验，相关产品在国内处于领先地位，后续将成为公司增长的主要动力。公司产品因技术先进、质量可靠得到军方客户积极认可，2022 年 29 个招标项目中，成功中标 15 个，客户粘性高，销售渠道稳定，为未来业绩的稳定增长提供有力保障。军贸业务快速增长，第二曲线逐渐凸显。俄乌战争后军贸市场格局将迎来大洗牌，俄武器战场表现不及预期，其主要客户极有可能寻求新供应商，为中国军贸带来新机遇。其次，得益于稳固的政治关系和外交战略，中国在中东地区影响力逐步增强，相关地区防务产品消耗能力占全球 25%，有望成为公司新的业务增长点。无人机、电子战成为局部战争主流手段，十四五加快防空雷达更新换代。在新型作战体系的推动下，传统的“空军夺取制空权然后陆军清扫”的模式可能将逐渐被无人机攻击取代，部队急需能够及时锁定小型目标的抗干扰型高科技防空预警雷达。公司拥有众多先进抗干扰专利和低空目标识别技术，相关产品实战演练表现优异，在十四五推进部队信息化现代化建设的背景下，升级换装需求将给公司带来更多业绩保障。研发投入占营收比例超 14.98%，上市募集 9.1 亿元项目，聚焦产能与研发效率提升。公司 2022 年研发投入占营收比例达到 14.98%，远高于行业平均水平。截至 2022 年底，公司共计拥有 118 项专利权，已掌握防空预警雷达及配套装备等领域的 7 类前沿核心技术，将用于新型防空预警雷达及配套装备研发、推动现有雷达产品的改进升级。上市拟募集资金 9.1 亿元，主要投资于生产智能化改造项目及研发测试基地建设项目。该项目有望进一步提升引进生产线智能化、信息化水平，优化雷达工艺，提高生产效率及产品质量，满足未来业务需求。盈利预测与投资评级：基于公司在防空预警雷达领域核心地位，我们预计 2023-2025 年归母净利润为 2.02/2.57/3.26 亿元，对应 PE 分别为 44/35/27 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：1) 下游需求放量不及预期 2) 研发投入成果不及预期 3) 主要收入来自单一老型号产品风险。

（证券分析师：苏立赞 证券分析师：钱佳兴 研究助理：许牧）

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>