

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-05-30

宏观策略

2023年05月30日

宏观周报 20230529: 城投的冷风, 吹向哪儿?

土地出让收入可能是地方城投债务重要的隐性担保之一, 然而近几年土地出让收入大幅下滑, 城投债到期偿还压力却有增不减, 地方政府如何化解隐性债务风险是一大难点。地方政府中, 谁面对城投债更能“迎刃而解”, 而谁又“举步维艰”?

宏观点评 20230529: 美国债务上限破局: 攘外先安内?

今年美国债务上限问题的解决似乎没有往常那么纠结。

晨会编辑 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

固收金工

固收周报 20230529: 反脆弱: 银行转债梳理(下)

本周(5月22日-5月26日)权益市场整体下跌, 全指数收跌, 中证转债指数下跌0.52%。

固收点评 20230528: 中俄贸易推进潜在获益可转债标的知多少?(上)

——转债捕手系列(四)

本篇作为转债捕手系列报告(四)之上篇, 主要介绍交运物流&汽车、化工、材料&新材料行业。

固收点评 20230528: 中俄贸易推进潜在获益可转债标的知多少?(下)

——转债捕手系列(四)

本篇作为转债捕手系列报告(四)之下篇, 主要介绍纺织服饰、医药生物、能源&矿产资源相关标的。

固收点评 20230528: 中俄贸易推进潜在获益可转债标的知多少?(中)

——转债捕手系列(四)

本篇作为转债捕手系列报告(四)之中篇, 主要介绍机械、智能设备&环保, 消费&建装行业相关标的。

固收周报 20230528: “主动去库存”时间延长助利率下行

2023年1-4月工业企业利润公布, 如何判断目前的库存周期及相应的利率表现: 2023年5月27日, 国家统计局公布2023年1-4月工业企业利润: 2022年1-4月, 全国规模以上工业企业利润总额20328.8亿元, 累计同比收于-20.6%, 相比于1-3月回升0.8个百分点, 但仍处于相对较低的水平。量、价、利润率拆分来看, 量升价跌, 利润率延续低位。量方面, 1-4月工业增加值累计同比3.6%, 较1-3月回升0.6个百分点, 但价格方面回落幅度较大, 4月PPI当月同比-3.6%, 较3月回落1.1个百分点。利润率方面, 1-4月为4.95%, 较1-3月有所回升, 但仍处于低位, 利润率偏低与营业成本和营业费用自年初来的边际抬升相关, 1-4月每百元营业收入中的成本累计值为85.18元, 每百元营业收入中的费用累计值为8.4元, 两者分别较去年12月上升0.46元和0.2元。目前工业企业整体仍然呈现出“主动去库存”的特征, 自去年5月起至今年4月已经延续12个月, 而在“主动去库存”阶段利率通常呈现下行趋势。在内需疲弱的情况下, 保持外需稳定尤为重要, 从刺激内息和贬值利于外需的双重原因下, 降息是可行选择, 预计债券收益率将出现进一步下行。

固收点评 20230527: 二级资本债周度数据跟踪 (20230522-20230526)

本周 (20230522-20230526) 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 200.00 亿元, 发行年限为 10Y, 发行人性质为中央国有企业, 发行人为银行, 主体评级为 AAA, 发行人地域为浙江省。截至 2023 年 5 月 26 日, 二级资本债存量余额达 37,021 亿元, 较上周 (20230519) 增加 400 亿元。

固收点评 20230527: 绿色债券周度数据跟踪 (20230522-20230526)

本周 (20230522-20230526) 银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 8 只, 合计发行规模约 140.26 亿元, 较上周减少 3.72 亿元。发行年限包括 3 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、陕西省、江苏省、上海市和香港特别行政区。发行债券种类为汽车抵押贷款证券化、中期票据、超短期融资券、公司债和资产支持票据。本周 (20230522-20230526) 绿色债券周成交额合计 542 亿元, 较上周增加 250 亿元。分债券种类来看, 成交量前三为非金公司信用债、利率债和资产支持证券, 分别为 199 亿元、61 亿元和 38 亿元。分发行期限来看, 3Y 以下绿色债券成交量最高, 占比约 78.89%, 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、公用事业和交运设备, 分别为 279 亿元、100 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 215 亿元、84 亿元和 74 亿元。

行业

房地产行业跟踪周报: 新房二手房销售环比企稳, LPR 连续 9 月未变

周观点: 上周新房与二手房环比数据小幅波动, 同比保持增长, 疫情积压的住房需求在一季度充分释放后二季度房地产市场有所降温, 预计 6 月由于 2022 年高基数原因同比数据将承压。但近期部分二线城市限购政策有所放松, 我们认为全年销售面积增速仍可转正。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、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。

国防军工行业跟踪周报: 国产大飞机 C919 商业首航成功, 军工底部区间稳固只待中调落地

相关标的: 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, 四个条线值得关注: (1) 军工集团下属标的兼顾改革增效可挖掘的点: 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 (北方导航)、地面装甲; 导弹平台; 驱护类军舰 (中国船舶、中船防务、中国重工); 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。

汽车行业跟踪周报：5月第三周乘用车批发销量环比-2%，优选客车！

2023是汽车切换之年，破旧立新，拥抱【出海+AI智能化】。基于【业绩对国内经济恢复力度的依赖度越低越好+有出海/AI等全新中期增长逻辑+估值合理】标准，3月以来我们明确调整今年子版块排序：客车>重卡/两轮>乘用车/零部件。经过持续基本面研究，6月之际我们希望投资建议上进一步做减法，明确提出【汽车出海是2023年最强投资主线！】。首选客车板块：天时地利人和开启技术输出大周期。【宇通客车+金龙汽车】。其次重卡板块：高性价比+一带一路驱动中国制造崛起。【中集车辆A/H+中国重汽H/A】其次零部件板块：紧跟特斯拉实现中国制造全球扩散。优选特斯拉墨西哥产业链标的。【爱柯迪/嵘泰股份/岱美股份】/【拓普集团/旭升集团/新泉股份】等。乘用车板块：2023年国内价格战是主矛盾，出海虽高增长但仍然是配角，需等更好买点。

商贸零售行业跟踪周报：618预售来袭！首日预售额显著增长，看好国产美妆品牌迎Alpha+Beta增长双击

关注品牌势能强劲、Alpha突出的国产品牌：本次大促期间，国产美妆品牌有望迎来Alpha与Beta的双击：①近年来美护赛道逐渐分化，国产品牌凭借其对产品、用户、渠道的理解，以及营销、运营等方面的优势，展现出强劲的Alpha，市场份额不断提升。②随着放开后的消费恢复和李佳琦的复播，2023年618有望同比实现较高的增速。

食品饮料行业跟踪周报：白酒企业股东大会传递积极信号，行业向上趋势不改

我们近期参与各酒企股东大会，酒企端对于后续销售保持较为乐观态度。我们认为全年复苏主线清晰，库存持续消化，当前虽然淡季动销相对较弱，但基本面恢复情况并不差，酒企端各项动作持续推进，我们认为当前白酒板块低预期情况下，回调已提供布局性价比，受外界影响波动短期加仓意愿较弱，伴随酒企动作推进信心逐步传导，板块信心或将更加坚定。重点推荐泸州老窖、舍得酒业，关注五粮液、洋河股份。

非银金融行业跟踪周报：如何看待近期保险和银行板块持续回调？

当前时点我们认为AI方向和中特估方向都要重点关注。中特估方向重点关注：【新华保险】、【中国银河】、【招商银行】。AI方向重点关注【同花顺】、【东方财富】、【指南针】等。

建筑装饰行业跟踪周报：国家水网建设加快推进，水利建设投资景气有望提升

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、中国电建、中国铁建，建议关注中国中铁等。（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、更深层次的区域合作，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；近期中国-中亚峰会顺利举办，取得丰硕成果，互联互通有望助力基建投资发展。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，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方面，推荐中国电建，建议关注中国能建等。

建筑材料行业跟踪周报：博弈窗口临近

本周水泥和玻璃需求继续走弱，显示固定资产投资和地产竣工的边际放缓；部分民企业的风险暴露，使得地产复苏进程转折和地产链资金风险的担忧升温；行业资金面的改善需要政策对销售或融资的进一步支持或者预售资金监管政策的放松，基本面复苏的斜率走平，估值的博弈加重。当下时点我们认为地产链最差的时候已经过去，而且城投债务的担忧使得地产放松预期升温，可以逐步布局或者博弈弹性大的工程材料。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。

SNEC 人气火爆超预期、锂电终端需求弱复苏

电气设备 8951 下跌 0.52%，表现强于大盘。本周（5 月 22 日-5 月 26 日，下同）发电及电网涨 0.59%，核电涨 0.48%，风电跌 0.08%，发电设备跌 0.32%，电气设备跌 0.52%，新能源汽车跌 0.97%，光伏涨 1.41%。涨幅前五为通合科技、广大特材、金利华电、杭可科技、万马股份；跌幅前五为必康股份、东软载波、德方纳米、中科电气、寒锐钴业。

医药生物行业跟踪周报：中国创新药群星璀璨，2023 ASCO 亮点不断

2023 年 ASCO 摘要公布多项临床数据超预期，关注中国创新药企业投资机会：每年的 ASCO 会议是创新药行业投资的重要事件。2023 年 ASCO 共有 19 项中国研究入选“口头汇报”，与上市公司相关的研究共 11 项，涉及的企业包括恒瑞医药、百济神州、君实生物、迪哲医药、百利天恒、科伦药业、信达生物、亘喜生物等。

环保行业跟踪周报：理顺价格机制推动加快国家水网建设，环卫新能源销量提速期待试点城市落地

重点推荐：洪城环境，光大环境，瀚蓝环境，美埃科技，盛剑环境，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，再升科技，卓越新能。

石油石化行业跟踪周报：原油周报：美国原油库存骤降，油价止跌上涨

原油周报

石油石化行业跟踪周报：大炼化周报：油价震荡，聚酯化工偏弱运行
大炼化周报

环保行业点评报告：理顺价格机制推动加快国家水网建设，智慧水务&监测设备需求提速

水价市场化增强资产回报稳定性，关注低估值+高分红+稳定增长的优质水务资产。管网投资将给水务行业带来增量成长空间，我们认为落实水价市场化政策，理顺投资回报模式，有利于企业积极参与水网建设，在带动成长性的同时保障资产回报的稳定性。重点推荐【洪城环境】高分红兼具稳定增长，2021-2023年承诺分红 $\geq 50\%$ ，股息率（TTM）6%，自由现金流持续向好。预计2023-2025年复增10%，2023年PE 8.7倍（对应2023/5/28）。建议关注【重庆水务】【兴蓉环境】【中山公用】等。

机械设备行业跟踪周报：持续推荐半导体设备和光伏设备；看好国产数控系统加速突围

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、长川科技、柏楚电子、奥特维、杰瑞股份、芯源微、绿的谐波、富创精密、奥普特、杭可科技、海天精工、高测股份、新莱应材、金博股份、至纯科技、联赢激光、纽威数控、利元亨、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

煤炭开采行业跟踪周报：需求维持弱势，煤价承压震荡

投资要点 行业近况： 动力煤方面，非电需求较弱，价格环比下跌。本周港口动力煤现货价环比减少95元/吨，最终收报870元/吨。供给端，产地供应稳定，本周日均港口调入量约208.67万吨，环比增加3.11%，高于去年及前年同期水平。需求端，本周日均港口调出量约196.44万吨，环比增加1.89%。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2.79%，整体仍处于近年高位。当前下游非电需求疲弱，动力煤价格承压。 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，环比上周持平。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，部分钢厂主动减产，预期铁水产量将高位回落；且随着淡季到来，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： 我们维持行业评级不变。 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 DATE \@ "yyyy-MM-dd" 2023-05-27: 美国6月加息预期升温，金属价格短期承压

投资要点 行业近况： 回顾本周行情，有色板块本周下跌3.12%，在全部一级行业中涨幅靠后。二级行业方面，能源金属、小金属、工业金属等板块全线下跌。工业金属、贵金属方面，美国4月PCE指数超预期反弹，显示美国通胀保持相对韧性，叠加部分美联储官员的发言和立场进一步偏向“鹰派”，市场对于美联储在6月加息的预期升温；而国内内生经济增长动能偏弱，综合影响下工业金属、贵金属价格有所承压。未来建议关注美联储加息结束后，通胀预期上行对金铜价格的提振作用。

评论 铜：下游需求延续弱势，本周铜价下跌。供应端，本周供给基本

稳定，冶炼厂除部分检修外基本正常运行，电解铜产量较上周略有增加。需求端，受传统淡季影响，需求偏弱运行。总体来看，本周铜价小幅下跌，预计后市铜价维持震荡。 铝：下游加工企业需求略有回落，本周铝价小幅下跌。需求端，下游铝加工企业需求略有回落，铝棒铝板产量小幅下行。而供给端近期电解铝企业继续复产，产能延续小幅上涨。整体来看，预计后市铝价将维持震荡。 黄金：美国通胀超预期提升加息预期，黄金价格有所承压。美国4月PCE通胀指数超预期反弹，同时美国第一季度实际GDP年化季率修正值增长1.3%，预期1.1%，初值1.1%，经济保持相对韧性为未来加息提供支撑。由此市场认为美联储六月加息的概率继续上升，金价受此影响承压下跌。 估值与建议 我们维持行业评级不变。 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。

双碳环保日报：中共中央、国务院印发《国家水网建设规划纲要》，2035年基本形成国家水网总体格局

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，再升科技，卓越新能。

推荐个股及其他点评

东山精密 (002384)：拟发行可转债点评：持续发力“消费电子+新能源”两大核心赛道

盈利预测与投资评级：公司拟发行可转债持续发力“消费电子+新能源”两大核心赛道，因此我们维持公司2023-2025年归母净利润分别为30.6/39.3/49.4亿元的预测，同比增速为29%/28%/26%，当前市值对应2023-2025年PE分别为14.6/11.4/9.1倍，维持“买入”评级。

小米集团-W (01810.HK)：2023一季报点评：盈利水平大幅改善，积极参与AI浪潮

盈利预测与投资评级：考虑到公司降本增效开始体现，我们维持公司2023年-2025年EPS为0.5元、0.6元、0.7元，对应PE（对应经调整净利润）分别为19.6/16.7/14.8倍（取2023年5月28日汇率，港币/人民币=0.90）。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。

英伟达 (NVDA)：FY2024Q1点评：训练需求驱动营收指引大超预期，AI新纪元已经开启

盈利预测与投资评级：由于AI发展迅猛，行业需求超预期，我们将公司FY2024-2026年收入由291/376/444亿美元调整至435/507/532亿美元；将公司FY2024-2026年NON-GAAP净利润预测由109/154/192亿美元调整至188/236/245亿美元，对应FY2024-FY2026年PE为51/41/39X，维持“买入”评级。

禾川科技 (688320)：2022年年报及2023年一季报点评：新能源驱动收入增长，多品类布局打开空间

因新能源领域工控竞争相对激励、毛利率承压，我们下调2023-2024年归母净利润为1.58亿(-0.94)/2.22亿(-1.36)，预计2025年归母净利润为3.05亿，分别同比+75%/+40%/+37%，对应现价估值分别为35x、25x、

18x，维持“买入”评级。

美团-W (03690.HK): 2023 一季报点评: 到家业务继续验证盈利潜力, 到店业务份额边际向好

我们看好公司在本地生活赛道的长期成长性和盈利潜力, 考虑到 Q1 利润好于我们预期, 我们将 22-25 年经调整 EPS 由 3.0/6.2/10.1 元上调为 3.81/7.55/11.88 元, 对应 PE 为 30/15/10 倍, 维持“买入”评级。

滔搏 (06110.HK): FY2023 业绩点评: 疫情致业绩承压, 运营水平优秀
 公司为国内最大运动鞋服零售商, FY23 以来收入受疫情封控影响下滑幅度加大, 但全域化运营弥补部分线下客流受损影响, 在渠道加速优化、库存严格管控下, 库存结构恢复至较为健康的水平。展望未来公司持积极乐观的态度, 22 年 12 月以来防疫政策调整后, 线下消费场景修复、终端需求持续修复, 随主力合作品牌 Nike 等销售回暖, 3-4 月销售流水同比呈双位数增长、达到 19 年同期 80-85% 水平, 同时随新品占比提升, 折扣率有所改善、毛利率逐渐提升, 叠加费用正向经营杠杆贡献, 盈利能力有望进一步改善。考虑 FY23 业绩低于预期, 我们将 FY24 归母净利从 24.4 亿元下调至 23.9 亿元, 随终端需求不断修复、上调 FY25 归母净利预测 26.6 至 27.5 亿元, 新增 FY25 归母净利预测值 31.5 亿元, EPS 为 0.39/0.44/0.51 元/股, 对应 PE 为 14/12/10X, 维持“增持”评级

五粮液 (000858): 2022 年股东大会点评: 内外发展动能充足, 稳中有进谱新篇

公司 23 年稳中求进, 高质量发展动能充足, 我们维持 23 年-25 年归母净利润 316、364、413 亿, 同比+18%/15%/14%, 当前市值对应 PE 分别为 21/18/16 倍, 维持“买入”评级。

宏观策略

宏观周报 20230529: 城投的冷风, 吹向哪儿?

在二十届中央审计委员会首次会议中, 习总书记再次强调要“关注地方政府债务”, 而隐性债务的化解是其中的一大议题。土地出让收入可能是地方城投债务重要的隐性担保之一, 然而近几年土地出让收入大幅下滑, 城投债到期偿还压力却有增不减, 地方政府如何化解隐性债务风险是一大难点。地方政府中, 谁面对城投债更能“迎刃而解”, 而谁又“举步维艰”? 以贵州、山东等省份为首的城投公司票据逾期数量增加。截至4月30日, 2023年以来城投票据逾期次数高达78次, 比起2022年同期的19次明显增加。随着城投债兑付高峰的袭来, 在可偿债财力不足、且技术化债方式有限的“双重压力”下, 大多数省份面临的城投风险事件都较去年有所增多。分省份来看, 城投票据逾期问题主要发生在贵州、山东、云南、广西和江苏五个省份。哪个省份偿债压力更大? 通过散点图可发现, 目前大多省份存在2023年城投债到期偿还量不小、但卖地收入较弱的问题, 譬如天津、云南、广西、河南以及经济大省江苏等。相比之下, 经济比较发达的北京、上海、浙江、广东等直辖市及省份相对的偿债压力更小。破解城投化债之路已非同小可。遏制地方政府借债投资势头至关重要, 绝不能使“一波未平, 一波又起”的现象发生。而对于已有城投债务, “难解”并不等于“无解”, 短期来看, 银行或许可以在市场化、法治化的原则基础上, 对短期偿债压力较大的隐性债务适当展期、降低成本; 中长期来看, 可以通过加速地区财政转型升级、打造产业集群盘活资产等多种方式打好“组合拳”, 加快地方城投债的化解。上周高频数据显示: 终端需求分化复苏, 供给仍偏弱。汽车销量回落, 地产销售低迷; 客运和货运出现明显分化, 出行人流量相对稳定, 但是整车货运量却创下近3年同期的新低。开工方面建筑业趋缓, 汽车生产节奏减慢。食品及工业品价格延续低位。流动性方面, 临近月末短端利率小幅回升, 回购量上涨至8万亿元水平。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, 导致经济进一步加速放缓。疫情二次冲击风险对出口造成拖累。欧美经济韧性超预期, 资金大幅回流欧美市场。

(证券分析师: 陶川 证券分析师: 邵翔)

宏观点评 20230529: 美国债务上限破局: 攘外先安内?

今年美国债务上限问题的解决似乎没有往常那么纠结。随着拜登与麦卡锡就债务上限初步达成原则性协议——提高债务上限两年, 债务上限这一间歇性的定时炸弹基本被拆除。我们认为背后有两方面重要的原因: 一方面是经济的压力——从历史上看, 美国当前的衰退预期概率为历次债务谈判期间最高, 而可能更重要的“动力”来自外部, 美国政府急需处理好内部问题, 腾出手来解决俄乌、印太地区等日益复杂的地缘政治困局。还有什么值得关注的细节? 其实关于美国解决债务上限问题无非就是提高或者暂停: 2011年提高上限后仅仅2年, 2013年再次提高了债务上限。随后多次暂停债务上限, 于2021年再次提高上限金额。下周三能否成功“闯关”国会同样不容忽视。双方是否能够就2024年政府支出数额达成一致, 决定了能否使国会快速通过协议, 最后能在“X”日前解除债务违约问题(图1和2)。这一次宏观背景比以往更脆弱, 衰退风险是本次美国债务上限谈判最终达成协议的重要因素。如图3所示, 当前美国经济衰退的概率比历次谈判时都要大。因此“债务违约”对于美国政府有着“不能承受其重”

的后果。正是在这样的背景下，拜登不断地用“取得进展”、“非常接近”、“进展顺利”等措辞传达对达成债限协议的乐观情绪，以此达到安抚市场的作用。所以本次债务上限的谈判对金融市场的影响十分有限，除1个月美国国债收益率飙升外，其他资产价格并无太大反应（图4-5）。由图6可见，本次与历史上大多数债务上限达成协议的情形类似，最后无非是受到三个因素的影响：市场扰动、经济拖累以及民调“威胁”。只是三个因素在历史不同情况下的主导地位各异，具体来看：2011年债务上限最终“妥协”的压力主要是市场，而非经济及民调。如图7-8，2011年资产价格为历次债务上限危机以来波动最大的一次。当时两党就削减预算赤字数额难以达成一致，谈判陷入僵局。随着“X-Date”临近，僵持的状态加剧金融市场的不确定性，美股美债均受到剧烈打击，最后债务问题不得不在市场的压力下让步。2013年资产价格变动相较于2011年小很多，但经济拖累为历次危机以来最“深”。当时共和党要求大幅削减社会福利并停止为奥巴马医改拨款，两党难以妥协陷入僵局导致政府短暂“关门”。在此期间，据奥巴马政府首席经济顾问表示，政府停摆拖累美国四季度GDP增速0.25%。且如图6所示，就业人数减少6万人。叠加前总统乔治·布什时期通过的减税政策即将到期后，突然增加税收和减少支出的组合有可能使美国陷入衰退。最终两党在担忧美国经济的压力下妥协。2019年债务上限的主导因素是民调>市场及经济。2019年美国整体良好，资产价格稳定，因此民调压力成为提高债务上限的唯一因素。2018年底两党就美墨边境墙的临时支出法案难以达成一致，导致美国发生罕见的跨年政府停摆事件。根据当时The Economist/YouGov的民调显示，美国民众认为主要是共和党的错：不仅56%的人把责任归咎于特朗普，且特朗普一向稳定的支持率下滑近3%，最终共和党人终于“坐不住”，主动提出方案促成妥协（图9-10）。尽管我们认为这一次“美国债务上限”问题已经基本“尘埃落地”，但是这一间歇性“病症”的终局在哪？随着积重难返的债务规模不断扩大，美国的债务上限最终会被废除，但可能不得不经一次美债违约危机的倒逼。而随着这一制度的废除，美元作为全球货币霸主的地位将受到巨大而深远的冲击。如何看待债务上限问题解决的影响？也许并不是好消息。从市场角度看，债务上限问题的顺利解决反而提高美联储6月继续加息的概率，尤其考虑到当前美国就业偏紧、通胀粘性并未明显改善，美元和美债收益率的强势对于风险资产并不友好；从全球角度看，债务上限问题的解决很可能意味着暂歇的地缘政治“烽火”会再次燃起，俄乌、印太地区的紧张可能会加剧，这对于市场的风险偏好而言同样不是好消息。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 证券分析师：邵翔）

固收金工

固收周报 20230529：反脆弱：银行转债梳理（下）

银行转债择券：总结来说，综合转债与正股基本面，上银转债、浦发转债适合安全投资派持有，高弹性策略推荐正股资质优异的苏银、苏行、杭银转债。本周（5月22日-5月26日）权益市场整体下跌，全指数收跌。两市日均成交额较上周缩量约546.94亿元至8110.37亿元，周度环比下降6.32%，北上资金全周净流出178.88亿元。行业方面，本周（5月22日-5月26日）31申万一级行业中6个行业收涨；公用事业、通信、环保、汽车、机械设备涨幅居前，分别上涨1.08%、

0.37%、0.24%、0.19%、0.04%；煤炭、建筑装饰、非银金融、房地产、石油石化跌幅居前，跌幅分别达-6.22%、-3.82%、-3.73%、-3.48%、-3.21%。本周（5月22日-5月26日）中证转债指数下跌0.52%，9个申万一级行业中11个行业收涨。通信、美容护理、汽车、公用事业、交通运输涨幅居前，分别上涨1.86%、0.98%、0.91%、0.84%、0.63%；纺织服饰、传媒、国防军工、煤炭、建筑装饰跌幅居前，分别下跌-2.47%、-2.20%、-1.74%、-1.65%、-0.94%。本周转债市场日均成交额大幅缩量52.11亿元，环比变化-10.37%；成交额前十位转债分别为新港转债、特一转债、惠城转债、永鼎转债、正邦转债、城市转债、游族转债、小康转债、声迅转债、新致转债；周度前十转债成交额均值达76.66亿元，成交额首位达173.10亿元。从转债个券周度涨跌幅角度来看，约44.44%的个券上涨，约33.73%的个券涨幅在0-1%区间，10.71%的个券涨幅超2%。股债市场情绪对比：本周（5月22日-5月26日）转债、正股市场周度加权平均涨跌幅、中位数为负，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减少10.37%，并位于2022年以来11.50%的分位数水平；对应正股市场成交额环比减少8.05%，位于2022年以来14.40%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且所处分位数水平更高。从股债涨跌数量占比来看，本周约23.41%的转债收涨，约49.51%的正股收涨；约31.95%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）

固收点评 20230528：中俄贸易推进潜在获益可转债标的知多少？（上）——转债捕手系列（四）

观点 本篇作为转债捕手系列报告（四），旨在捕捉市场热点、帮助投资者速览相关概念及其标的。俄乌冲突背景下，近期海参崴对吉林开放、俄罗斯总理率团访问中国以及对后续远东战略合作徐徐展开的预期，催动我们思考“中俄贸易深入推进”的良性效应及其所能惠及的行业、标的信息。我们梳理潜在获益的存续可转债标的如下：

（1）化工、材料&新材料：山鹰&鹰19转债、兄弟转债、优彩转债、蓝晓转02、建龙转债、濮耐转债、百川转2、回天转债、道恩转债 （2）交运物流&汽车：东杰转债、贵轮转债、长久物流、麒麟转债、长汽转债、今飞转债、豪能转债 风险提示：强赎风险，正股波动风险，发行人违约风险，转股溢价率主动压缩风险，政策利好信号不及预期

风险。

(证券分析师:李勇 证券分析师:陈伯铭)

固收点评 20230528:中俄贸易推进潜在获益可转债标的知多少?(下) ——转债捕手系列(四)

观点 本篇作为转债捕手系列报告(四),旨在捕捉市场热点、帮助投资者速览相关概念及其标的。俄乌冲突背景下,近期海参崴对吉林开放、俄罗斯总理率团访问中国以及对后续远东战略合作徐徐展开的预期,催动我们思考“中俄贸易深入推进”的良性效应及其所能惠及的行业、标的信息。我们梳理潜在获益的存续可转债标的如下:

(1) 纺织服饰:孚日转债、智尚转债 (2) 医药生物:华海转债、洁特转债、北陆转债 (3) 能源&矿产资源:皖天转债、天壕转债、金田转债 拟发行可转债的潜在获益公司梳理如下:紫金矿业、大叶股份、易瑞生物、九典制药、山河药辅、金丹科技、星球石墨、阳谷华泰、宏昌科技、纽泰格、武进不锈、华通线缆、山东赫达、协鑫能科、双良节能、东亚药业、诺泰生物、龙建股份、万凯新材、方大特钢、神驰机电、运机集团 风险提示:强赎风险,正股波动风险,发行人违约风险,转股溢价率主动压缩风险,政策利好信号不及预期风险。

(证券分析师:李勇 证券分析师:陈伯铭)

固收点评 20230528:中俄贸易推进潜在获益可转债标的知多少?(中) ——转债捕手系列(四)

观点 本篇作为转债捕手系列报告(四),旨在捕捉市场热点、帮助投资者速览相关概念及其标的。俄乌冲突背景下,近期海参崴对吉林开放、俄罗斯总理率团访问中国以及对后续远东战略合作徐徐展开的预期,催动我们思考“中俄贸易深入推进”的良性效应及其所能惠及的行业、标的信息。我们梳理潜在获益的存续可转债标的如下:

(1) 机械、智能设备&环保:新北转债、泰福转债、道通转债、合力转债、永安转债、博世转债、耐普转债、伟 22 转债、惠城转债、利德转债、淳中转债、弘亚转债、盛路转债 (2) 消费&建筑:松霖转债、山路转债、中钢转债、莱克转债、乐歌转债、中宠转 2、大丰转债、洽洽转债、希望转债 风险提示:强赎风险,正股波动风险,发行人违约风险,转股溢价率主动压缩风险,政策利好信号不及预期风险。

(证券分析师:李勇 证券分析师:陈伯铭)

固收周报 20230528:“主动去库存”时间延长助利率下行

观点 2023年1-4月工业企业利润公布,如何判断目前的库存周期及相应的利率表现:2023年5月27日,国家统计局公布2023年1-4月工业企业利润:2023年1-4月,全国规模以上工业企业利润总额20328.8亿元,累计同比收于-20.6%,相比于1-3月回升0.8个百分点,但仍处于相对较低的水平。量、价、利润率拆分来看,量升价跌,利润率延续低位。量方面,1-4月工业增加值累计同比3.6%,较1-3月回升0.6个百分点,但价格方面回落幅度较大,4月PPI当月同比-3.6%,较3月回落1.1个百分点。利润率方面,1-4月为4.95%,较1-3月有所回升,但仍处于低位,利润率偏低与营业成本和营业费用自年初以来的上升相关,1-4月每百元营业收入中的成本累计值为85.18元,每百元营业收入中的费用累计值为8.4元,两者分别较去年12月上升0.46元和0.2元。目前工业企业整体仍然呈现出“主动去库存”的特征,自去年5月起至今年4月已经延续12个月,而在“主动去库存”阶段利率通常呈现下行趋势。在内需疲弱的情况下,保持外需稳定尤为重要,在刺激内需和贬值利于外需的双重原因下,降息是可行选择,

预计债券收益率将出现进一步下行。地方债一周回顾：本周一级市场地方债共发行 69 只，发行金额 3,157.36 亿元，其中新增一般债 197.51 亿元，新增专项债 1,151.49 亿元，再融资债 1,808.36 亿元，偿还量 1,022.58 亿元，净融资额 2,134.78 亿元；加权平均招标倍数为 25.03。新增专项债主要投向为市政建设及产业园区基础设施、保障性安居工程和综合。本周有 13 个省市发行地方债，前五大发行总额省份分别为山东省、江苏省、内蒙古自治区、重庆市和湖北省，分别发行 615.16 亿元、557.80 亿元、300.36 亿元、269.44 亿元和 225.72 亿元。本周地方债存量 37.19 万亿元，成交量 2,358.88 亿元，换手率为 0.63%。前三大交易活跃地方债省份分别为浙江省、云南省和江苏省，前三大交易活跃地方债期限分别为 5Y、7Y 和 10Y。信用债市场一周回顾：本周一级市场信用债（包括短融、中票、企业债、公司债和 PPN）共发行 307 只，总发行量 2,995.68 亿元，总偿还量 2,474.94 亿元，净融资额 520.74 亿元，较上周增加了 806.64 亿元。具体来看，本周城投债发行 1,158.57 亿元，偿还 755.41 亿元，净融资额 403.16 亿元；产业债发行 1,837.11 亿元，偿还 1,719.53 亿元，净融资额 117.58 亿元。按照债券类型细分，短融净融资额 369.75 亿元，中票净融资额 -260.71 亿元，企业债净融资额 -33.32 亿元，公司债净融资额 441.11 亿元，定向工具净融资额 3.91 亿元。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 20230527：二级资本债周度数据跟踪（20230522-20230526）

观点 一级市场发行与存量情况：本周（20230522-20230526）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 200.00 亿元，发行年限为 10Y，发行人性质为中央国有企业，发行人为银行，主体评级为 AAA，发行人地域为浙江省。截至 2023 年 5 月 26 日，二级资本债存量余额达 37,021 亿元，较上周（20230519）增加 400 亿元。二级市场成交情况：本周（20230522-20230526）二级资本债周成交量合计约 1,270 亿元，较上周减少 189 亿元，成交量前三个券分别为 23 进出口行二级资本债 01（134.68 亿元）、22 中国银行二级 01（63.04 亿元）和 23 农行二级资本债 01A（52.58 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 957 亿元、89 亿元和 50 亿元。从到期收益率角度来看，截至 5 月 26 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：-1.33BP、1.03BP、-2.97BP；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：-3.85BP、-3.61BP、-7.61BP；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：-4.71BP、-4.70BP、-8.70BP。估值偏离%前三十位个券情况：本周（20230522-20230526）二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，溢价成交比例高于折价成交，溢价成交幅度低于折价成交。折价个券方面，折价率前二的个券为 17 滨海农商二级 01（-2.67%）和 23 泰隆商行二级资本债券 01（-0.99%），其余折价率均在 -0.97% 以内。中债隐含评级以 AAA- 评级为主，地域分布以北京市、江苏省和天津市居多。溢价个券方面，溢价率前二的个券为 20 秦皇岛银行二级 01（0.68%）和 21 缙云农商二级（0.55%），其余溢价率均在 0.51% 以内。中债隐含评级以 AAA- 评级为主，地域分布以北京市、上海市和广东省居多。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 20230527: 绿色债券周度数据跟踪 (20230522-20230526)

观点 一级市场发行情况: 本周(20230522-20230526)银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券8只, 合计发行规模约140.26亿元, 较上周减少3.72亿元。发行年限包括3年及以下中短期和18年长期; 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、陕西省、江苏省、上海市和香港特别行政区。发行债券种类为汽车抵押贷款证券化、中期票据、超短期融资券、公司债和资产支持票据。二级市场成交情况: 本周(20230522-20230526)绿色债券周成交额合计542亿元, 较上周增加250亿元。分债券种类来看, 成交量前三为金融机构债、非金公司信用债和利率债, 分别为243亿元、199亿元和61亿元。分发行期限来看, 3Y以下绿色债券成交量最高, 占比约78.89%, 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、公用事业和交运设备, 分别为279亿元、100亿元和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215亿元、84亿元和74亿元。估值偏离%前三十位个券情况: 本周(20230522-20230526)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G18 广业2(-1.66%)、20 宜春创投绿色债(-0.86%)和G19 青州(-0.66%), 其余折价率均在-0.64%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山东省居多。溢价个券方面, 溢价率前三的个券为21 润租G1(0.57%)、22 中建投资MTN001(绿色)(0.20%)和G17 龙湖3(0.17%), 其余溢价率均在0.16%以内。主体行业以金融和房地产为主, 中债隐含评级以AAA-评级为主, 地域分布以北京市和上海市居多。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

房地产行业跟踪周报: 新房二手房销售环比企稳, LPR 连续 9 月未变
投资要点 上周(2023.5.20-2023.5.26, 下同): 上周房地产板块(SW)涨跌幅-3.8%, 同期沪深300、万得全A指数涨跌幅分别-2.4%、-1.4%, 超额收益分别为-1.4%、-2.4%。29个中信行业板块中房地产位列第26。
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347.0万方, 环比+1.9%, 同比+13.2%; 2023年5月1日至5月26日累计成交1172.7万方, 同比+20.5%。今年截至5月26日累计成交7295.0万方, 同比+14.5%。(2)二手房市场: 上周17城二手房成交面积177.1万方, 环比-3.4%, 同比+42.7%; 2023年5月1日至5月26日累计成交631.1万方, 同比+55.2%。今年截至5月26日累计成交3610.5万方, 同比+65.4%。(3)库存及去化: 14城新房累计库存9424.4万方, 环比+0.0%, 同比-1.1%; 14城新房去化周期为14.7个月, 环比变动+0.0个月, 同比变动-1.7个月。一线、新一线、二线、三四线城市去化周期为11.5个月、9.0个月、15.5个月、39.6个月, 环比分别变动-0.1个月、+0.1个月、0.0个月、+0.0个月。(4)土地市场: 2023年5月22日-2023年5月28日百城供应土地数量为451宗, 环比+15.9%, 同比-42.9%; 供应土地建筑面积为2407.0万方, 环比+12.2%, 同比-60.3%。百城土地成交建筑面积923.7万方, 环比-72.9%, 同比-68.4%; 成交楼面价1756元/平, 环比+24.7%、同比0.0%;

土地溢价率 3.4%，环比 0.0pct，同比-0.1pct。重点数据与政策：全国层面：中国人民银行 5 月 22 日公布，1 年期贷款市场报价利率（LPR）为 3.65%，5 年期以上 LPR 为 4.3%，均维持不变。地方层面：重庆璧山外地人士购房可享契税减免、就业推荐等。广东省提高租房公积金提取额度，提高至每人每月最高 1400 元（现行为最高 900 元）。海南发布公积金新政，租房提取额度最高 3000 元/月。天津在津无房家庭首次公积金贷款还清后，仍可按首套房贷款。周观点：上周新房与二手房环比数据小幅波动，同比保持增长，疫情积压的住房需求在一季度充分释放后二季度房地产市场有所降温，预计 6 月由于 2022 年高基数原因同比数据将承压。但近期部分二线城市限购政策有所放松，我们认为全年销售面积增速仍可转正。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、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 证券分析师：白学松）

国防军工行业跟踪周报：国产大飞机 C919 商业首航成功，军工底部区间稳固只待中调落地

投资要点 上周行业走势情况 上周五个交易日（0522-0526），军工（申万分类）全周涨跌幅为-2.16%，行业涨幅排名位居第 20/31 位。（1）国产大飞机 C919 商业首航成功，有望提振商用飞机板块。5 月 28 日，中国东方航空使用中国商飞全球首架交付的 C919 大型客机成功进行了商业首航。（2）舰船板块调整。前期较为强势的船舶板块，上周经历阶段调整，抛开近期中国与越南和菲律宾在南海地区有激烈对峙的局势因素，民船与军船的需求高景气预期依然存在，中长期来看其中的核心标的依然有空间。上周几个重点事项 国产大飞机 C919 商业首航成功。5 月 28 日，东方航空使用中国商飞全球首架交付的 C919 大型客机成功进行了商业首航。首次商业载客飞行后，C919 将在上海虹桥—成都天府航线上实行常态化商业运行。这一事件标志着我国航空工业的发展不再被大飞机项目制约，这是中国民用飞机制造业又一个重要的里程碑事件。南海博弈，中国在南海设立 3 座灯浮标。5 月 14 日，菲律宾海岸警卫队公然声称，菲律宾几天在南海的 5 个区域设置了 5 个带有菲国旗的浮标。5 月 15 日，中国海警局发布 1 号令公布《海警机构办理刑事案件程序规定》。5 月 24 日，中国宣布在南海南沙群岛海域新设 3 座灯浮标，新设的 3 座灯浮标主要是为了保障船舶航行和作业安全，同时也宣示了南海主权。“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。军企人事更迭。5 月 12 日，中央纪委国家监委披露查处 7 名央企高管，后续或将持续有军工央企人事调整。两会之后军兵种和战区的部分领导也处于人事调整与换届进行中。军队与军工企业两个方面的人事变化，是否会对订单释放与交付的节奏产生影响，是当前行业关注的重点。装备中期调整进行时。俄乌冲突中展现的无人机、远火等成为当前中等烈度战争中引人关注的装备，高毁伤、低成本、可消耗一定程度代表了装备列装的需求审美。新的需求变化，将一定程度影响市场的投资思路。相关标的：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，四个条线值得关注：（1）军工集团下属标的兼顾改革增效可挖掘的点：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（北方导航）、地面装甲；导弹平台；驱护类军舰（中国船舶、中船防务、中国重工）；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）

汽车行业跟踪周报：5月第三周乘用车批发销量环比-2%，优选客车！
投资要点 每周复盘：五月第三周乘用车复苏明显。SW 汽车上涨0.2%，跑赢大盘 2.3pct。子板块涨跌互现。申万一级 31 个行业中，本周汽车板块排名第 4 名，排名靠前。估值上，SW 乘用车的 PE/PB 分别处于历史 80%/69%分位，分位数环比上周+0pct/-2pct；SW 零部件的 PE/PB 分别处于历史 71%/29%分位，分位数环比上周+3pct/+5pct；SW 商用载客车的 PE/PB 分别处于历史 82%/52%分位，分位数环比上周+0pct/+2pct；SW 商用载货车的 PE/PB 分别处于历史 95%/62%分位，分位数环比上周+0%/-4%。（本周具体指 2023.5.22~2023.5.28，后文同，文中月份/季度前未注明年份者均默认为 2023 年本年度）
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 月第三周批发日均 5.4 万辆，同比+34%，环比-2%。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：4 月乘用车行业企业库存-2.9 万辆，4 月乘用车渠道库存-8.2 万辆。2) 重点新车：蔚来新 ES6、比亚迪宋 Pro DM-i 冠军版正式上市。3) 重卡景气度跟踪：4 月产批零环比略有下滑，海外出口稳中有进。4 月重卡销量 8 万辆，同环比+83%/-31%。4 月重卡月度整体产量为 8.58 万辆，同环比分别+101%/-28%；批发量为 8.31 万辆，同环比分别+90%/-28%；终端销量为 5.54 万辆，同环比分别+51.5%/-27.5%；出口 1.26 万辆，同环比分别+52.1%/+4.4%。4) 客车景气度跟踪：产批零同环比增长，出口持续复苏。4 月客车整体产量为 4.07 万辆，同环比+63.54%/-14.44%；批发量为 3.81 万辆，同环比分别+51.85%/-15.54%；3 月终端销量为 3.43 万辆，同环比+28.3%/+17.8%；出口 8552 辆，同环比分别+157.44%/-5.85%。5) 上游成本：原材料价格明显下降。本周（5.22-5.28）环比上周（5.15-5.21）乘用车总体原材料价格指数-3.82%，玻璃、铝材、塑料、天胶、钢材价格指数环比分别-7.95%/-1.74%/-1.59%/-2.61%/-4.39%。
个股基本面更新： 乘用车：小鹏发布 2023 年一季报，业绩不及预期；蔚来/比亚迪新车上市公告；长城新车开启预订。
投资建议： 2023 是汽车切换之年，破旧立新，拥抱【出海+AI 智能化】。基于【业绩对国内经济恢复力度的依赖度越低越好+有出海/AI 等全新中期增长逻辑+估值合理】标准，3 月以来我们明确调整今年子版块排序：客车>重卡/两轮>乘用车/零部件。经过持续基本面研究，6 月之际我们希望投资建议上进一步做减法，明确提出【汽车出海是 2023 年最强投资主线！】。首选客车板块：天时地利人和开启技术输出大周期。【宇通客车+金龙汽车】。其次重卡板块：高性价比+一带一路驱动中国制造崛起。【中集车辆 A/H+中国重汽 H/A】其次零部件板块：紧跟特斯拉实现中国制造全球扩散。优选特斯拉墨西哥产业链标的。【爱柯迪/嵘泰股份/岱美股份】/【拓普集团

【旭升集团/新泉股份】等。乘用车板块：2023年国内价格战是主矛盾，出海虽高增长但仍然是配角，需等更好买点。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)

商贸零售行业跟踪周报：618 预售来袭！首日预售额显著增长，看好国产美妆品牌迎 Alpha +Beta 增长双击

本周行业观点（本周指 2023 年 5 月 22 日至 5 月 28 日，下同）2023 年各平台 618 预售已正式开启：天猫 618 预售于 5 月 26 日 20:00 开始，京东 5 月 23 日开始预售；拼多多 5 月 23 日进入大促活动期；抖音 5 月 25 日开始预售；快手 5 月 18 日开始 618 活动。李佳琦直播间首日美妆表现良好：据青眼情报，618 预售首日（5 月 26 日晚），李佳琦直播间 GMV 约为 49.77 亿元，同比+21.4%。直播商品个数有所增加，618 首日直播中李佳琦直播间共上架 324 个美护产品，相比 2022 双 11 增长 22%。国产品牌的占比有所提升，国牌 GMV 占比达 25.56%。李佳琦直播的增长，有望带动国产美护品牌高增：①2022 年 618 大促，李佳琦没能播完全程，基数较低，今年恢复直播后，有望带动行业大盘的增长。②本次大促直播，李佳琦加大了对国产美妆的曝光，近年来国产美妆品牌力、产品力已有明显提升，这有望在大促销售额中得到反馈。国产品牌增长势头强劲，期待 618 大促期间更进一步：据青眼情报，珀莱雅 GMV 在李佳琦首日直播中排名第 2，薇诺娜、可复美分列 10、11 名。李佳琦首日直播 GMV 前 5 名品牌分别是欧莱雅（3.20 亿元）、珀莱雅（3.13 亿元）、兰蔻（2.32 亿元）、雅诗兰黛（2.04 亿元）、OLAY（1.83 亿元）。近年来 618 大促的重心前置，预售&首轮结尾款决定整个大促表现：618 大促的销售额主要在 6 月 1~3 日释放，而前三天销售额主要来自预售。以淘系平台美容护理行业为例，根据魔镜数据，2022 年 618 大促前 3 日销售额占比达 64%，预售占前 3 日比重达 72%，即预售决定了整个大促期间 46% 的销售额。关注品牌势能强劲、Alpha 突出的国产品牌：本次大促期间，国产美护品牌有望迎来 Alpha 与 Beta 的双击：①近年来美护赛道逐渐分化，国产品牌凭借其对产品、用户、渠道的理解，以及营销、运营等方面的优势，展现出强劲的 Alpha，市场份额不断提升。②随着放开后的消费恢复和李佳琦的复播，2023 年 618 有望同比实现较高的增速。推荐标的：品牌力与经营能力突出的珀莱雅、贝泰妮、华熙生物、极米科技等，关注石头科技、科沃斯等。风险提示：消费恢复不及预期，宏观经济波动等。

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：石旻璿 证

券分析师：张家璇 证券分析师：谭志千 证券分析师：阳靖)

食品饮料行业跟踪周报：白酒企业股东大会传递积极信号，行业向上趋势不改

投资要点 舍得酒业股东大会反馈：战略规划清晰，长期定力不变。产品方面：藏品十年新品预计今年 6 月份上市，招商客户相对更优质，占领千元价位带；舍得鉴藏不进入流通渠道，只满足小范围需求。渠道方面：骨干经销商维护为渠道建设重点。公司坚持不对经销商压货，大力支持经销商旗舰店、形象店建设，推动消费者转化。销售团队方面，团队人员提前储备，通过宴席、团购跟单、拜访终端等方式拉动终端动销，同时通过年度+多维的评估考核销售加强团队干劲。市场方面：规划 10 个省单元，加强新市场开拓，公司预计传统市场增量占比 70% 左右。五粮液股东大会反馈：内外发展动能充足，稳中有进谱新篇。产品方面：继续巩固提升八代五粮液千元价位带核心大单

品地位，坚持经典五粮液核心战略产品地位，针对性推出限量定制版经典系列产品。渠道建设方面，优化经销商结构，推行扶商、优商、强商，推进直营和新兴创新渠道建设。消费者培育方面，提高精度，做好宴席、礼赠、收藏场景，通过强化会员体系、做好消费者服务。市场方面，渠道管控做好市场有效投放、增厚渠道利润。老白干股东大会反馈：改革红利逐步释放，发展势能向上。产品方面：重心放在300元价位以上，不追求短期上量。次高端以上重点聚焦1915、老白干20/30、甲等15/20。市场方面：省会石家庄是第一战场，唐山进行重点攻克，衡水作为基地市场要稳住。公司通过遴选有能力的门店持续推进渠道模式改革，核心是大领导大店大企业，配合推广次高端产品使得费用投放更加精准。费用管理方面：加强预算管理，加大投放检查力度；通过营销改革实现收入突破，全年看费用率有望持续改善。公司从22H1对渠道库存持续进行监控管理，目前库存处于相对良性区间。贵州茅台：开门红打下坚实基础，全年目标完成信心充足。2023年一季度净利润历史上首次突破200亿元，为完成全年任务打下坚实基础。公司持续理顺优化产品结构，推出兔年生肖、1935等；开发i茅台更加贴近消费者需求，上线以来深受消费者喜爱成为又一增长极；在直营方面提高比例，一季度直营同比增长63%，通过优化产品结构、改变渠道来保障15%的增长。洋河股份：调整全面落地，成长动能充足。产品方面，高端产品聚焦梦九和手工班。梦九产品定位千元价位段，全面抢抓销量，集中资源重点运作；手工班产品定位高端占位产品，围绕核心消费者做培育，打造稀缺、超高端产品形象。公司在内部机制、组织架构、厂商关系、消费者运营等方面进行了一系列调整，目前调整已经进入全面落地阶段。2023年公司将按照计划全力推进各项工作有效落地，确保达成全年目标。当前白酒观点：我们近期参与各酒企股东大会，酒企端对于后续销售保持较为乐观态度。我们认为全年复苏主线清晰，库存持续消化，当前虽然淡季动销相对较弱，但基本面恢复情况并不差，酒企端各项动作持续推进，我们认为当前白酒板块低预期情况下，回调已提供布局性价比，受外界影响波动短期加仓意愿较弱，伴随酒企动作推进信心逐步传导，板块信心或将更加坚定。重点推荐泸州老窖、舍得酒业，关注五粮液、洋河股份。风险提示：疫情反复、宏观经济波动、食品安全问题、复苏不及预期。

(证券分析师：汤军 证券分析师：王颖洁)

非金融行业跟踪周报：如何看待近期保险和银行板块持续回调？

投资要点 自5月中旬以来，保险和银行板块，在中特估热度回落的背景下，股价重回4月起涨点。我们认为，近期人民币汇率持续破7、高频中观数据显示企业盈利仍处于低位、市场对昆明城投债务风险关注抬头等因素交织影响，是拖累板块估值回调的重要原因。不过，我们认为考虑板块估值性价比重新显现，叠加二季度相对明确的基本面拐点确立，当下我们建议投资者务必重视回调带来的布局机会。就保险板块而言，当前市场关注点聚焦在3.5%预定利率炒停后负债端数据改善持续性以及宏观经济对长端利率的拖累。我们认为保险板块本轮上涨，短期靠中特估催化，中期看负债端拐点验证，长期需要宏观经济持续修复加持。我们认为无需过度担心3Q23新单数据压力。即便预定利率下降(从3.5%到3.0%)，对追求保本长期稳定收益的客户影响不大。产品储备方面，公司会推出分红险等利益共享新产品，同时考验队伍的销售能力，优质头部公司有望受益。值得注意的是，相比2021年初重疾险炒停后长期健康险销售持续低迷不同的是，当前储蓄型业务外部销售环境是持续且明显改善的，或者说即使没有炒

停，储蓄型业务表现本来就不差，1Q23 在没有炒停背景下，上市险企新单保持 11% 的稳健增长，行业银保新单同比激增幅度达到两位数。需要强调的是，2H23 新单基数本就不高，年初以来队伍质态持续改善，支撑 2H23 业务复苏动能。板块推荐：【新华保险】、【中国太保】、【中国平安】、【中国人寿】。就银行板块而言，当前市场关注点聚焦在全年息差底部确认时点以及宏观经济复苏力度。5 月 LPR 按兵不动，1 年期 LPR 为 3.65%，5 年期以上 LPR 为 4.3%。从政策角度看，2023 年政府工作报告未再提及“让利”和“降低实际贷款利率”，1Q23 央行货币政策例会删除“三重压力”和“逆周期调节”的表述，并将“降低企业综合融资成本”调整为“推动企业综合融资成本稳中有降”。我们预计，年内 LPR 进一步下调空间不大，全年息差底部正在确立，优化负债端成本（期限&结构）是支撑全年息差的重要抓手。周末，1-4 月规上工业企业利润披露，同比下滑 20.6%（1-3 月为同比下滑 21.4%），降幅边际收窄。客观来看，虽然当前企业盈利能力仍然偏弱，4 月社融信贷增量也有一定回落，但是疫后银行基本面逐季改善的趋势“顶多迟到”，但“绝不会缺席”，优质股份行估值重回历史低位，若后续中特估再度升温，有望带动板块估值明显修复。板块建议关注【招商银行】、【平安银行】，推荐【苏州银行】。投资建议：当前时点我们认为 AI 方向和中特估方向都要重点关注。中特估方向推荐【新华保险】，建议关注【中国银河】、【招商银行】。AI 方向推荐【同花顺】、【东方财富】、【指南针】。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：

高频数据监测		本周	
上周环比	2022 同期比	中国内地日均股基成交额（亿元）	中国香港日均股票成交额（亿港元）
		9,138	697
		-5.21%	-1.17%
			两融余额（亿元）
			16,106
			基金申购赎回比
			1.04
			开户平均变化率
			5.95%

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：国家水网建设加快推进，水利建设投资景气有望提升

投资要点 本周（2023.5.22-2023.5.26，下同）：本周建筑装饰板块（SW）涨跌幅-3.82%，同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为-2.37%、-1.41%，超额收益分别为-1.45%、-2.41%。行业重要政策、事件变化、数据跟踪点评：中共中央、国务院印发《国家水网建设规划纲要》：规划纲要提出到 2025 年，建设一批国家水网骨干工程，国家骨干网建设加快推进，省市县水网有序实施，着力补齐水资源配置、城乡供水、防洪排涝、水生态保护、水网智能化等短板和薄弱环节。到 2035 年，基本形成国家水网总体格局，国家水网主骨架和大动脉逐步建成，省市县水网基本完善。“十四五”时期将重点实施一批规划依据充分、前期工作基础较好、地方建设积极性高的国家水网重大工程，有望拉动中长期水利领域投资。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，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、中国电建、中国铁建，建议关注中国中铁等。（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；近期中国-中亚峰会顺利举办，取得丰硕成果，互联互通有望助力基建投资发展。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，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方面，推荐中国电建，建议关注中国能建等。风险提示：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）

建筑材料行业跟踪周报：博弈窗口临近

投资要点 本周（2023.5.22-2023.5.26，下同）：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 410.8 元/吨，较上周-3.7 元/吨，较 2022 年同期-67.3 元/吨。较上周价格持平的地区：京津冀地区、两广地区、东北地区；较上周价格上涨的地区：西北地区（+6.0 元/吨）；较上周价格下跌的地区：长三角地区（-12.5 元/吨）、长江流域地区（-8.6 元/吨）、华北地区（-4.0 元/吨）、华东地区（-7.1 元/吨）、中南地区（-10.0 元/吨）、西南地区（-2.0 元/吨）。本周全国样本企业平均水泥库位为 73.4%，较上周+0.6pct，较 2022 年同期+2.5pct。全国样本企业平均水泥出货率（日发货率/在产产能）为 61.5%，较上周-0.3pct，较 2022 年同期-2.3pct。（2）玻璃：卓创资讯统计的全国浮法白玻原片平均价格为 2212 元/吨，较上周-68.4 元/吨，较 2022 年同期+272.2 元/吨。（3）玻纤：主要企业无碱纱产品主流报价如下：无碱 2400tex 直接纱报 3800-4100 元/吨，无碱 2400texSMC 纱报 4600-5200 元/吨，无碱 2400tex 喷射纱报 6600-7600 元/吨，无碱 2400tex 毡用合股纱报 4300-4500 元/吨，无碱 2400tex 板材纱报 4500-4700 元/吨，无碱 2000tex 热塑直接纱报 4800-5600 元/吨，不同区域价格或有差异，个别企业报价较高，电子纱主流报价 7400-8000 元/吨不等，较上周价格基本持平，电子布主流报价维持 3.4-3.5 元/米不等，成交按量可谈。周观点：本周水泥和玻璃需求继续走弱，显示固定资产投资和地产竣工的边际放缓；部分民企的风险暴露，使得

地产复苏进程转折和地产链资金风险的担忧升温；行业资金面的改善需要政策对销售或融资的进一步支持或者预售资金监管政策的放松，基本面复苏的斜率走平，估值的博弈加重。当下时点我们认为地产链最差的时候已经过去，而且城投债务的担忧使得地产放松预期升温，可以逐步布局或者博弈弹性大的工程材料。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：行业供需平衡持续修复，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，短期需求表现一般制约了企业提价动力和空间。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，若海外经济复苏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，而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，但阶段性加工厂和贸易商库存继续去化，导致厂商库存有所回升，价格阶段性出现回落。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，价格有望企稳反弹。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，价格预计将震荡回落。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落地，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；另一方面，煤炭价格的回落也有利于企业盈利修复。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 部分品类经销售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)

SNEC 人气火爆超预期、锂电终端需求弱复苏

投资要点 电气设备 8951 下跌 0.52%，表现强于大盘。本周（5 月 22 日-5 月 26 日，下同）发电及电网涨 0.59%，核电涨 0.48%，风电跌 0.08%，发电设备跌 0.32%，电气设备跌 0.52%，新能源汽车跌 0.97%，光伏涨 1.41%。涨幅前五为通合科技、广大特材、金利华电、杭可科技、万马股份；跌幅前五为必康股份、东软载波、德方纳米、中科电气、寒锐钴业。行业层面：储能：全国：发改委发文，重点推进新型储能应用，到 25 年各省需求响应能力达到最大用电负荷的 3%—5%；湖南：湖南发布电力辅助服务市场交易规则，最高补偿 400 元/MWh；贵州：贵州新能源按 10%*2h 配置储能，鼓励新型储能参与各类电力市场交易；广东：广东目标 25 年储能装机容量达 3GW，重点发展抽水蓄能；新疆：新疆印发源网荷储一体化项目建设工作的通知；欧洲：嘉能可与 Li-Cycle 合作开发欧洲最大的电池回收中心。电动车：宁德时代发布全球首个“零辅源”光储融合解决方案，光与储实时联动，控制响应速度提升 10 倍；比亚迪推出首款集成刀片电池的储能系统“比亚迪魔方”；特斯拉：为部分美国 Model 3 提供约 1300 美元的折扣；小鹏汽车：第一季度净亏损为人民币 23.4 亿元，毛利率创新低；特斯拉德国柏林工厂，搭载比亚迪磷酸铁锂刀片电池的特斯拉 Model Y 后驱版已正式下线；LG 电子开始量产电动汽车充电桩；蔚来：参投核聚变技术创企 Neo Fusion，投资 9.95 亿元、持股 19.9%；通用三星印第安纳州合资电池厂获税收减免；法媒：比亚迪正与当局就法国建厂可能性进行谈判；金美新材料总投资 55 亿元新型多功能复合集流体生产基地项目落地宜宾；百川金属钴 25.55 万元/吨，本周-1.2%；MB 钴（低级）13.93 美元/磅，本周-3.1%；MB 钴（高级）14.63 美元/磅，本周-3.4%；上海金属网镍 17.55 万元/吨，本周-0.8%；百川工业级碳酸锂 27.5 万元/吨，本周-1.8%；百川电池级碳酸锂 29.5 万元/吨，本周-1.7%；百川氢氧化锂 29.74 万元/吨，本周+1.7%；百川金属锂 180 万/吨，本周+25.9%；SMM 磷酸铁锂动力正极材料 9.4 万元/吨，本周+14.6%；百川针状焦负极材料 0.91 万元/吨，本周-1.3%；百川六氟磷酸锂 14.9 万元/吨，本周+39.3%。新能源：能源局：发布规范风光等可再生能源申请电力业务许可证通知；豁免部分分散式风电业务许可；工信部：重点制定氢冶金、可再生能源制氢等技术装备标准；欧盟“碳关税”来袭，隆基、协鑫、通威抢先布局！绿氢产能达 450 公斤/日，全球首 MW 级 AEM 电解槽推出；30GW 异质结订单，华晟与宏瑞达签署战略合作协议；Qcells 进军钙钛矿，拟斥资 1 亿美元建试验线；海源复材与釜川股份开发 5GW 高效异质结整线技术；隆基绿能钙钛矿叠层电池转换效率突破 31.8%；贵州：鼓励新能源发电企业与储能企业签订 5 年及以上中长期协议；西藏新增 5.7GW 风光：保障性 3.7GW、市场化 2GW、配储 20%*4h；福建：支持新能源能建尽建、能并尽并、能并快并；马尔代夫最大光伏项目招标；据 Solarzoom，本周单晶硅料 132 元/kg，环降 8.97%；硅片 182/210mm 4.20/6.00 元/片，环降 9.68%/环降 6.25%；PERC182/210 电池 0.92/1.00 元/W，环降 6.12%/环降 4.76%；单面 PERC182/双面 TOPCon182 组件 1.63/1.74

元/W，环降 1.21%/环比持平；玻璃 3.2mm/2.0mm 26.0/18.5 元/平，环比持平。本周陆上风电招标 0.72GW，海上暂无；本周风电开/中标 1.74GW，其中陆上 1.32GW、海上 0.42GW。按美元计价，1-4 月光伏组件出口 158 亿美元，同增 14%，其中 4 月出口 40 亿美元，同增 22%，环减 19%；1-4 月逆变器出口 41 亿美元，同增 122%，其中 4 月出口 10 亿美元，同增 86%，环减 14%。1-4 风电累计装机 14.2GW，同增 48%，其中 4 月装机 3.8GW，同增 126%，环减 17%；1-4 光伏累计装机 48.3GW，同增 186%，其中 4 月装机 14.7GW，同增 299%，环增 10%。电网：2023 年 1-4 月电网累计投资 984 亿元，同比+10.3%。公司层面：天赐材料：九江天赐对外投资设立中外合资企业。恩捷股份：24 年至 28 年拟向 PPES 供应约 25.9 亿元锂电池隔离膜产品。诺德股份：拟定增募资不超过 25 亿元加码锂电铜箔项目。东方电缆：中标广西防城港、华能岱山 1 号、三峡能源海上风电项目，金额分别为 4.6、1.76、0.88 亿元。TCL 中环：拟在沙特阿拉伯建设光伏晶体晶片工厂。晶科能源：1) 拟投资 560 亿元建设 56GW 产能基地；2) 拟出售新疆晶科 100% 股权。金智科技：子公司中标南京小米集团弱电智能化工程项目，金额约 2172.06 万元。蓝晓科技：签订 1 亿元铝系锂电吸附剂材料购销合同。鹏辉能源：拟投资 130 亿元建设年产 36GWh 储能电池项目。珠海冠宇：子公司投资建设动力电池生产项目，一期总投资额不超 103 亿元。石英股份：23 年 4 月实现营收 4.8-5.3 亿元，同增 320%-370%；归母净利润 3.1-3.5 亿元，同增 580%-670%。龙蟠科技：23 年 4 月磷酸铁锂正极材料出货量环比增长 71.53%。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；欧洲户储上半年需求淡季叠加去库存出货疲软，全年预计保持较高增长；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。碳酸锂突破 30 万后本周开始下跌，厂商按需采购较为谨慎，预计 6 月锂电行业排产环比 5-15% 继续平稳复苏。当前电动车仍为基本面、估值、预期低点，龙头地位稳固且 25 年估值仅 10x，看好 Q2-Q3 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 SNEC 会议参展企业 3000+ 家，近 50 万+ 人次参观，均创历史新高，需求旺盛程度超预期，同时本周致密料成交均价 12.8 万元/吨，周环比降幅 10.3%，硅料价格持续下降，将带动下游量利齐升。组件招标价格跌至 1.65 元/瓦，Q2 组件厂预计出货量环增 30%+；Topcon 投产持续加速，SNEC 展会成为各家主推，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，看好组件、topcon 新技术和逆变器龙头。工控：Q1 工控公司订单均微增，4 月高基数压力大，我们预计 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）、比亚迪（电动车销量持续向好且结构升级、电池外供加速）、亿纬锂能（动力&储能锂电上量盈利向好、消费类电池稳健）、科达利（结构件全球龙头、结构创新受益）、璞泰来（负极&隔膜涂覆全球龙头、布局复合铜箔等打造材料平台）、晶澳科技（一体化组件龙头、2023年利润弹性可期）、晶科能源（一体化组件龙头、topcon明显领先）、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）、隆基绿能（单晶硅片和组件全球龙头、新电池技术值得期待）、钧达股份（Topcon电池龙头、扩产上量）、爱旭股份（PERC电池龙头、ABC电池组件上量在即）、三花智控（热管理全球龙头、布局机器人业务）、天赐材料（电解液&六氟龙头、新型锂盐领先）、固德威（组串逆变器高增长，储能电池和集成有望爆发）、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）、宏发股份（继电器全球龙头、高压直流翻倍增长）、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）、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）、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）、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）、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）、当升科技、尚太科技、许继电气、TCL中环、思源电气、国电南瑞、福莱特、中信博、振华新材、三一重能、雷赛智能、美畅股份、上机数控、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：盛弘股份、聚和材料、上能电气、亿晶光电、通合科技、华电重工、昇辉科技、帕瓦股份、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）

医药生物行业跟踪周报：中国创新药群星璀璨，2023 ASCO 亮点不断
投资要点 本周、年初至今医药指数涨幅分别为 0.02%、0.60%，相对沪指的超额收益分别为 2.19%、-3.39%；本周中药、原料药及化学制药等股价涨幅较大，医疗服务、医药商业及生物制品等股价跌幅大；本周涨幅居前三诺生物（+18.10%）、国农科技（+17.76%）、翰宇药业（+16.59%），跌幅居前紫鑫药业（-22.92%）、重药控股（-10.16%）、金石亚药（-8.67%）。涨跌表现特点：医药板块小市值涨幅更为明显，其中中药及化药等领涨。2023年 ASCO 摘要公布多项临床数据超预期，关注中国创新药企业投资机会：每年的 ASCO 会议是创新药行业

投资的重要事件。2023年 ASCO 共有 19 项中国研究入选“口头汇报”，与上市公司相关的研究共 11 项，涉及的企业包括恒瑞医药、百济神州、君实生物、迪哲医药、百利天恒、科伦药业、信达生物、亘喜生物等。核心关注：科伦博泰 TROP2 ADC 更新其在二线及以上非小细胞肺癌上的临床数据，在 EGFR 突变型 EGFR TKI 耐药的患者中 ORR 高达 60%，PFS 高达 11.1 个月，相比于其他在研竞品，其早期数据具备显著竞争力；此外百利天恒备受关注的 EGFR/HER3 ADC 在二线以上 EGFR 野生型非小细胞肺癌（88% 患者为 PD1 耐药）上的更新后的 ORR 提升至 40.5%（包含 unconfirmed PR），早期数据领先其他竞品。康辰药业 KC1036 单药治疗既往标准治疗失败的晚期食管鳞癌患者，ORR 达 29.2%，DCR 达 83.3%，mPFS 为 4.2 月，显著高于化疗单药的历史对照值。科济药业首次发布靶向 GPC3 的自体 T 细胞产品 CT0180 治疗晚期肝癌 I 期临床数据，7 名使用过抗血管生成酪氨酸激酶抑制剂和/或抗 PD-1/PD-L1 免疫疗法的患者中，ORR 为 29%，mOS 为 11.6 个月，出现 1 例细胞因子释放综合征，展现出 CAR-T 疗法治疗晚期肝癌的潜力。和黄的特罗替尼（VEGFR1/2/3）联用信迪利单抗（PD1）针对晚期肾透明细胞癌的 1 线 II 期 ORR=68%，非头对头数据比较效果好于 K 药单药、卡博替尼+O 药/伊匹木单抗、舒尼替尼+贝伐，数据接近 K 药+仑伐，安全性较好，值得后续关注。迪哲的舒沃替尼在既往化疗失败的 97 例 EGFR exon20ins 突变型晚期 NSCLC 患者中 cORR 达 60.8%，对基线伴有经治的脑转移患者也显示出疗效，显示出 20 插入 NSCLC 的 2 线治疗的“同类最优”，整体安全性与传统 EGFR TKI 相似。泽璟制药杰克替尼治疗芦可替尼无效或者复发的骨髓纤维化患者，24 周脾脏体积减少 35% 的患者高达 32%，最佳脾脏反应率为 38%，总症状评分较基线下降 50% 的患者有 46.4%。且对基线需要输注红细胞的患者可以显著减少红细胞输注。此外杰克替尼对芦可替尼不耐受的患者也有显著的疗效。芦可替尼已成为国内外中位高危骨髓纤维化的标准用药，2022 年海外销售额高达 39 亿美金。杰克替尼优异数据显示出海前景。SGLT1/2 抑制剂索格列净获 FDA 批准上市，治疗心力衰竭；君实特瑞普利单抗一线三阴性乳腺癌新适应症申报上市；南京正大天晴「罗沙司他」申报上市；Lexicon Pharmaceuticals 宣布，FDA 已批准 SGLT-1/2 双效抑制剂 Sotagliflozin（索格列净）的上市申请，用于降低成人患者的心血管死亡、因心力衰竭而住院或接受急救的风险；君实生物特瑞普利单抗联合注射用紫杉醇（白蛋白结合型）用于 PD-L1 阳性（CPS ≥ 1）的初治转移或复发转移性三阴性乳腺癌的治疗的新适应症上市申请已经获得国家药品监督管理局（NMPA）受理；正大天晴的 TQ-B3525 申报上市，推测适应症为既往至少二线治疗失败的复发/难治滤泡性淋巴瘤。具体配置思路：1）百济神州、恒瑞医药、海思科、荣昌生物、康诺亚、泽璟制药-U 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，爱博医疗，欧普康视等；8）低值耗材及消费医疗领域：维力医疗、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)

环保行业跟踪周报: 理顺价格机制推动加快国家水网建设, 环卫新能源销量提速期待试点城市落地

投资要点 重点推荐: 洪城环境, 光大环境, 瀚蓝环境, 美埃科技, 盛剑环境, 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, 再升科技, 卓越新能。 《国家水网建设规划纲要》印发, 推进水网建设理顺价格机制。《纲要》提出, 到 2025 年, 建设一批国家水网骨干工程; 到 2035 年, 基本形成国家水网总体格局。国新办表示在投资政策的具体安排上, 1) 加大投资支持力度, 保持中央预算内投资合理强度, 2) 深化投融资改革, 落实水价标准和收费制度; 加快水网供水价格改革。 低估值+高股息+现金流发力, 一带一路助力, 水务固废环保资产价值重估。 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, 2022-2023 年承诺分红 $\geq 50\%$, 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 8.69。建议关注【鹏鹞环保】PB (LF) 仅 1.07, 出售资产一级市场接近翻倍定价, 在手现金 9 亿市值 46 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, PB0.41 倍, 2017 年以来分红维持 30% 左右, 2022 年股息率 6.80%, 对应 2023 年 PE 3.86; 【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 11.92。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 9.9。(估值日期: 2023/5/26) 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: 重点推荐半导体制程废气处理【盛剑环境】; 【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; 【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、污水水治理新技术, 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: 2023M4 环卫新能源销量提速, 期待试点城市落地; 重点推荐【宇通重工】【福龙马】, 建议关注【盈峰环境】。盛剑环境: 泛半导体国产替代趋势下

成长加速，纵横拓展打造新增长极。锂电回收行业跟踪周报：锂价回升回收盈利能力波动，行业规范化发展逐步推进。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)

石油石化行业跟踪周报：原油周报：美国原油库存骤降，油价止跌上涨

投资要点 【油价回顾】虽投资者在美国货币政策及债务上限问题导致的宏观情绪中摇摆，但美国汽油季节性增长，叠加供应趋紧提振油价，原油价格先跌后涨。周前期，市场对美联储加息预期升温，同时强劲的经济数据推高美元指数，加之美国两党谈判尚未达成一致激发市场对能源需求前景的担忧，国际油价承压下跌。周后期，美国汽油的季节性需求增长，叠加全球多地供应趋紧，OPEC+亦存进一步减产的可能性，且美国原油库存意外骤降，供需两端利好油价，国际油价止跌上涨。【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26日当周，布伦特原油期货结算价为76.95美元/桶，较上周上升1.37美元/桶(环比+1.81%)；WTI原油期货结算价为72.67美元/桶，较上周上升1.12美元/桶(环比+1.57%)；俄罗斯Urals原油现货价为52.13美元/桶，与上周持平；俄罗斯ESPO原油现货价为65.90美元/桶，较上周上升0.23美元/桶(环比+0.35%)。【美国原油板块】1)供给端。产量板块：截止至2023年05月19日当周，美国原油产量为1230万桶/天，较之前一周增加10万桶/天。钻机板块：截止至2023年05月26日当周，美国活跃钻机数量为570台，较上周减少5台。压裂板块：截止至2023年05月26日当周，美国压裂车队数量为260部，较上周减少2部。2)需求端。截止至2023年05月19日当周，美国炼厂原油加工量为1606.9万桶/天，较之前一周增加7.9万桶/天，美国炼厂原油开工率为91.70%，较之前一周下降0.3pct。3)原油库存。截止至2023年05月19日当周，美国原油总库存为8.13亿桶，较之前一周减少1408.8万桶(环比-1.70%)；商业原油库存为4.55亿桶，较之前一周减少1245.6万桶(环比-2.66%)；战略原油库存为3.58亿桶，较之前一周减少163.2万桶(环比-0.45%)；库欣地区原油库存为3723.0万桶，较之前一周增加176.2万桶(环比+4.97%)。4)成品油库存。截止至2023年05月19日当周，美国汽油总体、车用汽油、柴油、航空煤油库存分别为21627.7、1620.4、10567.2、4257.7万桶，较之前一周分别-205.3(环比-0.94%)、+198.0(环比+13.92%)、-56.1(环比-0.53%)、+97.5(环比+2.34%)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: 陈李 证券分析师: 郭晶晶)

石油石化行业跟踪周报: 大炼化周报: 油价震荡, 聚酯化工偏弱运行
投资要点 【六大炼化公司涨跌幅】截至 2023 年 05 月 26 日, 6 家民营大炼化公司近一周股价涨跌幅: 新凤鸣 (环比+2.81%)、恒力石化 (环比+1.52%)、东方盛虹 (环比+1.13%)、恒逸石化 (环比+0.29%)、荣盛石化 (环比+0.10%)、桐昆股份 (环比-1.30%)。近一月涨跌幅为新凤鸣 (环比-0.87%)、恒力石化 (环比-1.48%)、东方盛虹 (环比-5.01%)、桐昆股份 (环比-5.36%)、荣盛石化 (环比-7.23%)、恒逸石化 (环比-12.77%)。 【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 2576.09 元/吨, 环比增加 14.86 元/吨 (环比+1.40%); 国外重点大炼化项目本周价差为 963 元/吨, 环比减少 63.05 元/吨 (环比-6.15%), 本周布伦特原油周均价为 76.63 美元/桶, 环比增加 1.05 美元/桶 (环比+1.40%)。 【聚酯板块】本周聚酯板块小幅增长。本周港口库存重新累积, 叠加新装置试车成功消息影响, 业者悲观情绪浓郁, 下游需求又无实质性改善, 供需弱势格局压制下, 本周乙二醇市场价格持续下探。PX 市场主要跟随成本端变动, 原油价格先跌后涨, 成本端支撑尚好。涤纶长丝方面, 市场局部成交重心上探, 但因下游市场缺乏订单支撑, 用户采购热情不足, 涤纶长丝市场出货情况好转, 市场交投气氛转暖, 市场窄幅上行。聚酯瓶片方面, 周内成本端窄幅震荡为主, 支撑有限, 然下游需求释放不足, 实际成交订单一般, 市场尚缺利好支撑, 瓶片市场重心小幅下移。 【炼油板块】本周原油价格震荡上涨。周前期, 市场对美联储加息预期升温, 同时强劲的经济数据推高美元指数, 加之美国两党谈判尚未达成一致激发市场对能源需求前景的担忧, 国际油价承压下跌。周后期, 美国汽油的季节性需求增长, 叠加全球多地供应趋紧, OPEC+亦存进一步减产的可能性, 且美国原油库存意外骤降, 供需两端利好油价, 国际油价止跌上涨。本周成品油市场先跌后涨。汽油方面: 本周主营炼厂及其他炼厂个别单位检修, 开工下降, 供应面有所收窄。需求面, 随着气温的上升, 车用空调用油随之增多, 汽油消耗有一定支撑。柴油方面: 南方地区雨季即将到来, 户外工程基建等开工受限, 柴油需求缺乏提升空间。航煤方面: 需求尚可, 航煤价格小涨。本周国内汽油、柴油、航煤周均价分别为 8785.29 (环比-30.86)、7620.86 (环比-59.00)、7164.29 (环比-11.71) 元/吨, 折合 170.30 (环比-2.04)、147.73 (环比-2.40)、138.88 (环比-1.40) 美元/桶。国内汽油、柴油、航煤与原油价差分别为 4848.48 (环比-117.44)、3684.06 (环比-145.58)、3227.48 (环比-98.30) 元/吨, 折合 93.67 (环比-3.09)、71.10 (环比-3.45)、62.25 (环比-2.45) 美元/桶。 【化工板块】本周化工板块整体下行。具体来看, EVA 市场价格总体相对平稳, 聚乙烯、聚丙烯市场价格、价差均有回落, 纯苯、苯乙烯市场表现不佳, 丙烯腈、PC 价格向下微调。MMA 市场重心下移, 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: 陈李 证券

分析师：郭晶晶)

环保行业点评报告：理顺价格机制推动加快国家水网建设，智慧水务&监测设备需求提速

投资要点 事件：2023年5月25日，中共中央、国务院印发了《国家水网建设规划纲要》，规划期为2021年至2035年。《国家水网建设规划纲要》印发，推进水网建设及智慧化升级。发展目标：1)到2025年，建设一批国家水网骨干工程，国家骨干网建设加快推进，省市县水网有序实施，着力补齐水资源配置、城乡供水、防洪排涝、水生态保护、水网智能化等短板和薄弱环节，国家水安全保障能力明显增强。2)到2035年，基本形成国家水网总体格局，国家水网主骨架和大动脉逐步建成，省市县水网基本完善。数字化、网络化、智能化调度运用基本实现。总体布局：加快构建国家水网主骨架，畅通国家水网大动脉，建设骨干输排水通道，加强国家骨干网、省市县水网之间的衔接。重点任务：1)完善水资源配置和供水保障体系，实施重大引调水工程建设、完善区域水资源配置体系，推进水源调蓄工程建设。2)完善流域防洪减灾体系：提高河道泄洪能力，增强洪水调蓄能力，确保分蓄洪区分蓄洪功能，提升洪水风险防控能力。3)完善河湖生态系统保护治理体系：加强河湖生态保护治理，加快地下水超采综合治理，推进水源涵养与水土保持。4)推动国家水网高质量发展：推进安全、绿色发展，加快智慧发展，统筹融合发展，完善体制机制。 理顺价格机制，以市场化改革推动加快水网工程建设。国家水网工程建设规模大，投资需求高，国新办表示在投资政策的具体安排上，1)加大投资支持力度，保持中央预算内投资合理强度，2)深化投融资改革，落实水价标准和收费制度，建立项目合理回报机制，积极引导各类投资主体特别是民营企业依法合规参与，扩大股权和债权融资规模；加快水网供水价格改革，建立健全有利于促进水资源节约和水利工程良性运行、与水利投融资体制机制改革相适应的水价形成机制。 我国水价不及发达国家的1/4，水价未充分体现其资源属性和稀缺程度。根据水利部发展研究中心，截至2021年底，我国36个重点城市第一阶梯终端水价处于2.34~5.23元/立方米之间，对标国际水价来看，美国加州第一阶梯价格20+元/吨，北京水价5元/吨，不到美国加州的1/4。从水价构成来看，我国水资源费占第一阶梯终端水价的比例介于2.23%~35.71%，平均占比9.87%，未充分体现水资源价值和稀缺程度。 水价市场化增强资产回报稳定性，关注低估值+高分红+稳定增长的优质水务资产。管网投资将给水务行业带来增量成长空间，我们认为落实水价市场化政策，理顺投资回报模式，有利于企业积极参与水网建设，在带动成长性的同时保障资产回报的稳定性。重点推荐【洪城环境】高分红兼具稳定增长，2021-2023年承诺分红≥50%，股息率(TTM)6%，自由现金流持续向好。预计2023-2025年复增10%，2023年PE 8.7倍(对应2023/5/28)。建议关注【重庆水务】【兴蓉环境】【中山公用】等。 水污染与水短缺问题严峻，关注水生态治理与节水回用。1)水污染：一些地区水质污染、河道断流、湿地萎缩、地下水超采，《纲要》将完善河湖生态系统保护治理体系作为重点任务之一，关注水生态治理需求释放。2)水紧缺：我国水资源紧缺、分布失衡，节水为发展前提，重点推荐【金科环境】工业再生水，建议关注【大禹节水】农业节水。 推进安全与智慧发展，关注智慧水务&监测需求释放。《纲要》提出加强水网数字化与智慧化建设，智慧水务投资有望加速，重点推荐【金科环境】数字化智慧化赋能，实现工程产品化。建议关注【江南水务】智慧系统有望对外推广。水质安全与信息传感均依托于监测计量设施，建议关注【聚

光科技】【先河环保】【力合科技】【雪迪龙】等。风险提示：政策执行力度不及预期，项目建设进展不及预期，竞争加剧。

（证券分析师：袁理 研究助理：陈孜文）

机械设备行业跟踪周报：持续推荐半导体设备和光伏设备；看好国产数控系统加速突围

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、长川科技、柏楚电子、奥特维、杰瑞股份、芯源微、绿的谐波、富创精密、奥普特、杭可科技、海天精工、高测股份、新莱应材、金博股份、至纯科技、联赢激光、纽威数控、利元亨、道森股份。 2.投资要点： 半导体设备：日本出口管制落地，拥抱国产替代投资机遇 5月23日日本经济产业省正式公布外汇法法令修正案，将先进芯片制造设备等23个品类追加列入出口管理的管制对象，该计划涉及清洗、成膜、热处理、曝光、蚀刻、量测等23个设备种类。日本出口管制落地，符合先前预期，不同美国制裁范围宽泛，日本对出口管制设备进行了细致的界定，主要对应14-10nm及以下先进制程需求，包括极紫外（EUV）相关产品的制造设备和三维堆叠存储元件的蚀刻设备等，我们认为日本出口管制对国内成熟制程扩产影响不大，对先进制程扩产有一定影响，势必会加速相关领域先进制程设备国产替代，国内企业充分受益。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，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。重点推荐精测电子、拓荆科技、赛腾股份、长川科技、芯源微，华海清科、北方华创、至纯科技、中微公司、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。 光伏设备：HJT接近平价临界点，扩产即将加速 新进入者扩产均加速，以华晟为例，2022年扩产2.7GW，2023年底产能扩到20GW的原因是：2022年全年非硅BOM成本降低56%。我们预计Q2末-Q3华晟二期或三期均可能实现生产成本和PERC打平。我们认为，光伏技术迭代过程中，成本越接近临界点，越有可能迎来指数型增长（参考单晶替代多晶的发展历史）。同时目前的HJT设备稳定性提高明显。华晟三期设备整线调试中，出首片时间从一期的72天到二期的60天到三期第一条线的40天，这其中包括定位、固定、组装、调试、工艺、单机调试等，但得益于异质结的工艺比TOPCon少很多道，最新调试周期数据为29天。东方日升HJT电池首线首片调试仅用12天，平均效率25.3%。随着硅片减薄&0BB&银包铜&电镀铜等降本路线落地，HJT接近平价临界点，我们认为2023年HJT扩产规模预计50-60GW目标不变，龙头组件企业均有望年内落地中试线。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。 数控系统行业：“自主可控”背景下，看好国产数控系统加速突围 数控系统是机床“大脑”，其性能优劣直接影响到机床的稳定性和精度水平。根据我们测算，全球数控系统市场空间超500亿元，其中国内数控系统市场空间在90-160亿元左右波动。目前国产高端数控系统市场仍主要被外资垄断，根据MIRDATA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%。 三大逻辑坚定看好国产数控系统龙头加速突围：1）逻辑一（国产数控系统性能加速提升）：以华中数控为例，一方面其校企背景能够为其提供大量的研发资源，“04”专项等国家项目也能够帮助其加速技术迭代，近年来其技术水平提升明显。2）逻辑二（外资品牌封锁逐步加强）：西方国家通过实行高端封锁、低端倾销战略打压国内数控系统行业。3）逻辑三（自主可控需求下，国

产系统渗透率提升): 目前以华中数控为首的国产厂商逐步进入到航天军工领域国企的供应链, 此外在民用领域, 凭借越来越优异的产品性能也逐步与国产机床龙头达成联合攻关合作。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。投资建议: 推荐即将腾飞的高端国产数控系统龙头【华中数控】【科德数控】 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。我们预计 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)

煤炭开采行业跟踪周报: 需求维持弱势, 煤价承压震荡

投资要点 行业近况: 动力煤方面, 非电需求较弱, 价格环比下跌。本周港口动力煤现货价环比减少 95 元/吨, 最终收报 870 元/吨。供给端, 产地供应稳定, 本周日均港口调入量约 208.67 万吨, 环比增加 3.11%, 高于去年及前年同期水平。需求端, 本周日均港口调出量约 196.44 万吨, 环比增加 1.89%。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 2.79%, 整体仍处于近年高位。当前下游非电需求疲弱, 动力煤价格承压。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, 环比上周持平。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, 部分钢厂主动减产, 预期铁水产量将高位回落; 且随着淡季到来, 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。 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 DATE \@ "yyyy-MM-dd" 2023-05-27: 美国 6 月加息预期升温, 金属价格短期承压

投资要点 行业近况: 回顾本周行情, 有色板块本周下跌 3.12%, 在全部一级行业中涨幅靠后。二级行业方面, 能源金属、小金属、工业金属等板块全线下跌。工业金属、贵金属方面, 美国 4 月 PCE 指数超预期反弹, 显示美国通胀保持相对韧性, 叠加部分美联储官员的发

言和立场进一步偏向“鹰派”，市场对于美联储在6月加息的预期升温；而国内内生经济增长动能偏弱，综合影响下工业金属、贵金属价格有所承压。未来建议关注美联储加息结束后，通胀预期上行对金铜价格的提振作用。

周观点：铜：下游需求延续弱势，本周铜价下跌。供应端，本周供给基本稳定，冶炼厂除部分检修外基本正常运行，电解铜产量较上周略有增加。需求端，受传统淡季影响，需求偏弱运行。总体来看，本周铜价小幅下跌，预计后市铜价维持震荡。

铝：下游加工企业需求略有回落，本周铝价小幅下跌。需求端，下游铝加工企业需求略有回落，铝棒铝板产量小幅下行。而供给端近期电解铝企业继续复产，产能延续小幅上涨。整体来看，预计后市铝价将维持震荡。

黄金：美国通胀超预期提升加息预期，黄金价格有所承压。美国4月PCE通胀指数超预期反弹，同时美国第一季度实际GDP年化季率修正值增长1.3%，预期1.1%，初值1.1%，经济保持相对韧性为未来加息提供支撑。由此市场认为美联储六月加息的概率继续上升，金价受此影响承压下跌。

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)

双碳环保日报：中共中央、国务院印发《国家水网建设规划纲要》，2035年基本形成国家水网总体格局

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，再升科技，卓越新能。

工信部水利部发布征集2023年国家工业节水工艺、技术和装备的通知。征集范围重点包括钢铁、石化化工、纺织染整、造纸、食品、皮革、制药、建材、有色金属、机械、煤炭、电力等工业行业废水循环利用、高效冷却或洗涤、高耗水生产工艺替代、用水智能管控、非常规水利用、节水减污降碳协同等节水工艺、技术和装备。关注水务板块投资机会。

环境运营资产估值提升的本质？自由现金流改善！推荐水务固废天然气+半导体治理。股票估值较单体资产/reits产品估值有1.7倍差距，较海外龙头2~3倍差距主要系现金流不同所致，21年起资本开支下降&投运项目增多，自由现金流连续2年大幅改善。23年预计将自由现金流转正元年，运营资产分红有望提升，价值重估开启。

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)。

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，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，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：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。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

东山精密（002384）：拟发行可转债点评：持续发力“消费电子+新能源”两大核心赛道

事件：5月26日东山精密发布公告拟向不特定对象发行可转换公司债券募集资金总额不超过人民币48亿元。投资要点 持续发力“消费电子+新能源”两大核心赛道：48亿元募集资金中15.3亿元用于盐城维信超精细线路板项目，扩张手机显示面板产能，增强消费电子核心客户粘性；11.6亿元用于盐城维信新能源柔性线路板及其装配项目2期，7.02亿元用于新能源汽车及电池精密结构件项目，4.04亿元用于永创金属年产200万件新能源汽车水冷板技改项目，在新能源领域抓住行业发展机遇，扩大产品布局。消费电子大客户稳定增长：手机业务作为“压舱石”为公司提供稳定收益，AR/VR业务打开未来成长空间。手机业务是公司近年来的核心业务，公司通过与国际大客户的深度合作实现快速增长，随着公司新料号不断导入和国际大客户产品越来越丰富同时快速迭代，公司软板产品ASP和份额有望持续增长。可穿戴业务是公司FPC产品在除消费电子、新能源汽车业务之外的新的增量市场。公司未来有望凭借领先的技术实力和先进的生产制造能力，深耕多年与客户形成的良好合作关系，产品品质的高认可度，与国际大客户形成更紧密的合作关系。新能源汽车业务助力长期再造东山：公司近年明确了新能源汽车领域的业务目标，并组建了销售团队。公司经验和产品结构丰富，技术和规模优势明显，国际化管理团队，相关产品已经供货北美新能源汽车客户。公司三大板块均有涉及新能源汽车业务：一是传统精密组件，核心产品主要有三电结构件、电芯、散热等；二是电子电路，随着新能源汽车电气化的提升，FPC和硬板的需求也在提升；三是光电显示，2023年1月19日苏州晶端100%股权过户已办理完成，成为全资子公司，增加车载显示业务。随着新能源汽车大客户新产品的不断导入，单车价值量有望持续快速增

长，随着新客户的持续拓展，业务规模有望实现快速增长，长期再造东山可期。盈利预测与投资评级：公司拟发行可转债持续发力“消费电子+新能源”两大核心赛道，因此我们维持公司 2023-2025 年归母净利润分别为 30.6/39.3/49.4 亿元的预测，同比增速为 29%/28%/26%，当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 14.6/11.4/9.1 倍，维持“买入”评级。风险提示：新料号导入不及预期；消费电子行业发展不及预期；新能源车大客户产销不及预期；国际贸易环境恶化。

(证券分析师：马天翼 证券分析师：唐权喜 证券分析师：周高鼎)

小米集团-W (01810.HK): 2023 一季报点评: 盈利水平大幅改善, 积极参与 AI 浪潮

投资要点 事件: 2023Q1, 小米集团总收入 595 亿元, 同比下降 19%; 经调整净利润达 32 亿元, 同比增长 13%。营收端承压、利润端开始兑现。手机行业继续下滑, 公司毛利率改善强于预期。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, 出现小幅下降。毛利率由 2022Q1 的 9.9% 提升至 23Q1 的 11.2%, 主要是 BOM 成本下降、公司供应链管理能力的保障。618 预售开始, IoT 收入有望同环比改善。2023Q1, IoT 收入 168 亿元, 同比下降 14%, 电视、PC、境外业务受到一定需求的影响。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%, 23Q1 提升至 15.7%。受益于产品结构改善, 可穿戴(手表)等高毛利产品拉升了盈利水平。互联网业务稳定, 广告、游戏实现对冲。2023Q1, 公司互联网收入同比下滑 1.2% 至 70 亿元。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。正式组建大模型团队, AI 领域持续布局。公司于 4 月组建 AI 实验室大模型团队, 努力将 AI 与现有 IoT 业务(如小爱同学、MIUI、智能机器人等)打通。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, 我们维持公司 2023 年-2025 年 EPS 为 0.5 元、0.6 元、0.7 元, 对应 PE (对应经调整净利润) 分别为 19.6/16.7/14.8 倍(取 2023 年 5 月 28 日汇率, 港币/人民币=0.90)。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)

英伟达(NVDA): FY2024Q1 点评: 训练需求驱动营收指引大超预期, AI 新纪元已经开启

投资要点 业绩概览: 整体业绩超市场预期。公司 FY2024Q1 收入 71.9 亿美元, 同比-13%, 环比+19%, 超过市场一致预期的 65 亿美元。Non-GAAP EPS 为 1.09 美元, 超过市场预期的 0.92 美元。毛利率达 64.6%, 同比下降 0.9pct, 环比上升 1.3pct。AI 发展新纪元已经开启, 数据中心业务带来强劲增长指引。FY2023Q4 数据中心业务收入 42.8 亿美元, 同比+14%, 环比+18%。年初市场担心产业趋势下行, 经济

不景气叠加资本开支倒退，但以 ChatGPT 为代表的爆款应用出现，推动了 AI 大模型训练和推理侧的需求。管理层给出 F24Q2 强劲的营收增长指引，预期 FY24Q2 营收 110 亿美元，大幅超出此前市场预期；NON-GAAP 毛利率也对应上升至 70%。数据中心业务，尤其是训练侧的 A100 产品放量将是重要看点。新产品持续放量，数据中心增长持续性可期。公司目前营收增量更多由 A100 等产品贡献，展望 FY24H2，H100、Grace Hopper 超级芯片都将推出并放量，生成式人工智能是大势所趋，助力实现高效能和可持续性的产品将大有可为。我们认为后续几个季度的增长仍然值得期待。游戏业务需求较弱，但库存积极。FY2024Q1，公司游戏业务收入 22.4 亿美元，同比-38%，环比+22%，超过市场预期。游戏业务营收占比超过 30%。整体宏观不景气，下游需求承压，公司通过推出 GeForce RTX 4060 GPU 系列（起售价 299 美元），实现了环比增长。FY24Q1 实现了库存进一步下降。汽车业务高增长，Orin 芯片需求持续增多。FY2024Q1，公司汽车业务收入 2.96 亿美元，同比+114%，环比+1%，智能驾驶需求仍然强劲。英伟达是目前仅有的覆盖从云上 AI 数据工厂，到汽车上完整软件栈的企业。预期 Orin 芯片需求仍然旺盛，众多车企客户等待出货。此外，公司专业可视化业务 FY24Q1 收入为 2.95 亿美元，同比-53%，环比+31%。盈利预测与投资评级：由于 AI 发展迅猛，行业需求超预期，我们将公司 FY2024-2026 年收入由 291/376/444 亿美元调整至 435/507/532 亿美元；将公司 FY2024-2026 年 NON-GAAP 净利润预测由 109/154/192 亿美元调整至 188/236/245 亿美元，对应 FY2024-FY2026 年 PE 为 51/41/39X，维持“买入”评级。风险提示：AI 技术发展不及预期风险，技术风险。

（证券分析师：张良卫 研究助理：卞学清 研究助理：何逊玥）

禾川科技（688320）：2022 年年报及 2023 年一季报点评：新能源驱动收入增长，多品类布局打开空间

投资要点 2022 年/2023Q1 营收同比+26%/+44%，归母净利润同比-18%/+8%，业绩基本符合市场预期。公司 2022 年/2023Q1 分别实现营收 9.4 亿/2.8 亿，同比+26%/+44%；实现归母净利润 0.9 亿/0.2 亿，同比-18%/+8%；扣非归母 0.8 亿/0.2 亿，同比-20%/-3%，上述业绩均符合市场预期。伺服价格调整叠加原材料涨价，毛利率短期承压。2022/2023Q1 毛利率分别 30.4%/29.0%，同比-6.0pct/-3.3pct；归母净利率分别 9.6%/7.8%，同比-5.1pct/-2.6pct。毛利率下滑主要系：1）22 年伺服为提升市占率（尤其是新能源）&新老产品替换，公司实施以价换量策略，毛利率 29.5%（同比-9.6pct）。伺服收入占比提升结构性拉低毛利；2）大宗、芯片涨价导致采购成本提升。费用端，2022 年销售、管理、研发、财务费率分别 8.4%/3.1%/11.1%/-0.6%，同比分别-0.6pct/-0.5pct/-0.5pct/-0.6pct，收入规模持续提升带动费用率略降，其中研发费用依旧维持在 10%以上高投入，保障中长期品类拓展。我们预计毛利率有望于 Q2 起逐步修复：1）伺服新品自研 SOC 芯片、编码器等，利润率比老产品更高；2）原材料进入降价通道；3）价格竞争仍存在，但相对 22 年预计有所趋缓。新能源行业拉动高增，新产品放量毛利率边际改善：1）伺服：22 年营收 7.6 亿，同比+15%（同期伺服行业同比-5%），22 年国内伺服销售额份额为 3.4%、同比+0.6pct。下游结构中锂电、光伏、机器人等景气较高的先进制造业占比高，是伺服增长主要驱动力。2）PLC：22 年营收 1.2 亿，同比+204%。增长较快得益于：1.伺服与 PLC 形成完整解决方案搭配销售，伺服带动 PLC 起量（尤其是新能源领域）；2.新一代 PLC 性能及价格优于上

一代。PLC 利润端因行业格局稳定、价格较伺服更稳，收入的规模效应带动毛利率同比+9.5pct。3) 其他产品：规模上量的单品数控机床收入 0.24 亿，同比+127%。展望 2023 年，同样由锂电、光伏等新能源领域拉动增长，同时传统领域 CAPEX 有望于 23H2 企稳回升，我们预计公司工控业务有望实现同比+40%以上增长。高研发带动公司向各工控层级产品扩张，可转债募投培育新的利润增长点：1) 根据公司披露的研发项目，新品类涵盖信息层（PLM/ERP 等工业软件）、驱动层（变频器、无刷、步进）、执行层（直驱电机、编码器）及下游整机（机床、SCARA 机器人）。2) 2023 年 4 月，公司拟发行可转债募资 7.5 亿，结合自有资金，投资于高效工业传动系统及精密传动部件（5.6 亿）、微型光储逆变器（2.2 亿）及补流（2.1 亿）。精密工业传动目标业务为高效工业电机、变频器（原有工控产品延伸），以及精密导轨、丝杠等机械件（可提高机床零部件自给率）；光储微逆与工控产品在设计原理（均为电力电子技术）、物料（电子元器件共用率高）、生产工艺（SMT、DIP 等）均较为相似，是合理的横向延伸。盈利预测与投资评级：因新能源领域工控竞争相对激励、毛利率承压，我们下调 2023-2024 年归母净利润为 1.58 亿（-0.94）/2.22 亿（-1.36），预计 2025 年归母净利润为 3.05 亿，分别同比+75%/+40%/+37%，对应现价估值分别为 35x、25x、18x，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济下行、竞争加剧、原材料涨价超预期等。

（证券分析师：曾朵红 研究助理：谢哲栋）

美团-W (03690.HK)：2023 一季报点评：到家业务继续验证盈利潜力，到店业务份额边际向好

投资要点 事件：美团 2023Q1 实现收入 586 亿元（yoy+27%），经调整净利润 55 亿元，经调整净利率为 9.4%。核心本地商业和新业务分别实现收入 429 亿和 157 亿元，同比分别增长 25.5%和 30.1%；运营利润分别实现 94 和 50 亿元。公司收入利润好于彭博一致预期。到店酒旅 Q1 GTV 增速亮眼，期待 Q2 份额继续回升。23Q1 线下消费逐渐恢复，美团到店酒旅业务 GTV 同比增长超过 52%，3 月 GTV 同比+100%；与 2019 年和 2022 年同期相比，23 年春节期间间夜量增长超过 40%，其中高星级酒店收入贡献高达 19%，创下历史新高。我们预计 Q1 到店酒旅收入同比+22%，略慢于 GTV 增速主要系部分品类和商家商户通门槛降低、以及广告修复慢于 GTV 增速等原因。整体到店酒旅在 Q1 的收入增速和利润率均好于预期，这将为公司 Q2 开始加大竞争策略提供更加充足的底气，公司已推出全面的美团官方直播项目和“特价团购”，并均给到较为显眼入口，我们认为在价格差异被抹平的情况下，公司的供给优势和生态优势将进一步得到凸显，市占率有望继续回升。外卖盈利能力超预期，即时零售开始验证真实成长性。2023Q1 即时配送交易笔数同比增长 14.9%至 42.67 亿笔。1) 餐饮外卖：继续撑起利润半边天。我们预计 23Q1 餐饮外卖订单量为 37.9 亿笔，同比增长 12.8%，活跃商家及交易用户数均稳健增长。UE 我们预计在 1.3 元左右，仅次于 22Q2 水平，主要受益于运力供给充足带来的骑手成本下降，我们预计全年均维持较好的盈利能力。餐饮外卖业务正逐步发挥与到店业务的协同性，公司 3 月在深圳推出全新的「神枪手」营销活动，4 月升级了月度营销活动「神券节」，商家可以通过限时秒杀/直播/短视频等模式提供深折优惠，打造爆品，进一步撬动美团货架模式潜力，且参与商家多为 NKA、CKA，我们认为美团外卖业务发力将助力美团在到店竞争中抢回更多头部商家份额。2) 闪购：疫后仍保持高增长，长期成长性逐渐验证。23Q1 受交易用户数及交易频次双增长驱动，单量同比增长约 35%，达 4.7 亿笔，年

活跃商家数同比增长超过 30%。随着用户心智增强，我们看好闪购继续保持较快增长。新业务继续保持高质量增长。Q1 新业务收入 157 亿元 (yoy+30%)，运营亏损同比收窄 40.5% 至 -50 亿元，运营亏损率同比收窄 37.9pct 至 -32.0%。考虑到 22Q2 基数较高，23Q2 开始新业务收入增速或略有放缓，但公司长期减亏转正节奏不变，期待新业务后续继续高质量增长。盈利预测与投资评级：我们看好公司在本地生活赛道的长期成长性和盈利潜力，考虑到 Q1 利润好于预期，我们将 23-25 年经调整 EPS 由 3.0/6.2/10.1 元上调为 3.8/7.6/11.9 元，对应 PE 30/15/10 倍，维持“买入”评级。风险提示：消费不及预期，外卖骑手成本上升，新业务亏损风险，股东减持风险

(证券分析师：张良卫 研究助理：郭若娜)

滔搏 (06110.HK): FY2023 业绩点评：疫情致业绩承压，运营水平优秀

投资要点 公司公布 FY23 业绩：疫情扰动致全年业绩承压，Q4 流水降幅收窄。FY23 (即 2022/2/28-2023/2/28) 收入 270.73 亿元 /yoy-15.07%、归母净利润 18.37 亿元/yoy-24.93%，受疫情影响业绩回落，全年每股派息 0.33 元，派息率 111%。分上下半年财年看，FY23H1/H2 收入分别同比-15.1%/-15.0%、归母净利润同比-19.9%/-31.9%，下半年受折扣力度加深影响回落更大。流水端，FY23Q1/Q2/Q3/Q4 销售流水分别同比 20%-30% 高段下滑/低单位数下滑/10%-20% 高段下滑/10%-20% 低段下滑，Q1、Q3 受到疫情影响较大，随疫情放开后 Q4 下滑幅度有所收窄。主力品牌承压、直营渠道收入降幅较小，线上增长较快。1) 按品牌，FY23 主力品牌 (Nike&Adidas) /其他品牌收入分别同比-15.4%/-12.1%、收入占比分别为 86.5%/12.6%，主力品牌销售承压相对较大。2) 按模式，FY23 直营/批发收入分别同比-13.9%/-20.4%、收入占比分别为 83.8%/15.4%。批发业务下滑幅度较大，主因疫情导致物流受阻、同时公司主动淘汰低效批发客户。截至 FY23 末公司共 6565 家直营门店、较 FY22 年末净减少 1130 家 (同比-14.7%)，毛销售面积同比-6.8%，直营门店中 300 平米以上门店占比同比+3.2pct 至 16.1%，渠道结构明显优化。3) 按线上线下，FY23 线上销售额同比大幅增长、营收占比由 10%-20% 中高段提升至 20%-30% 低段，其中私域社群销售额增长最显著 (营收占比翻倍)，体现公司全域、多场景触达优势，有效缓和疫情对线下客流的冲击。折扣加深致毛利率下滑，存货管理优秀。1) 毛利率：FY23 同比-1.7pct 至 41.7%，其中 FY23 H1/H2 同比分别+1.2/-4.4pct，全年毛利率回落主因下半年加深折扣推动库存去化。2) 费用率：FY23 销售/管理/财务费用率分别同比+0.1pct/持平/+0.1pct 至 29.6%/4.1%/0.8%，收入规模回落背景下公司通过门店优化等措施，费用控制较好。3) 归母净利率：FY23 同比-0.9pct 至 6.8%，主要为毛利率下滑拖累，所得税开支下降冲减部分影响。4) 存货：截至 FY23 末存货 62 亿元/yoy-6.6%，与毛销售面积变化趋势一致，存货中 6 个月以内新品占比较 FY23H1 改善 10pct 至 80%，库销比回到 4-5 个月健康水平，库存控制能力较好、回归正常库存结构水平。5) 现金流：FY23 经营活动现金流 43.5 亿元/yoy-24%，截至 FY23H1 末在手资金 23.6 亿元。盈利预测与投资评级：公司为国内最大运动鞋服零售商，FY23 以来收入受疫情封控影响下滑幅度加大，但全域化运营弥补部分线下客流受损影响，在渠道加速优化、库存严格管控下，库存结构恢复至较为健康的水平。展望未来公司持积极乐观的态度，22 年 12 月以来防疫政策调整后，线下消费场景修复、终端需求持续修复，随主力合作品牌 Nike 等销售回暖，3-4 月销售流水同比呈双位数增长、达到 19 年同期 80-85% 水平，同时随新品

占比提升，折扣率有所改善、毛利率逐渐提升，叠加费用正向经营杠杆贡献，盈利能力有望进一步改善。考虑 FY23 业绩低于预期，我们将 FY24 归母净利润从 24.4 亿元下调至 23.9 亿元，随终端需求不断修复、上调 FY25 归母净利润预测 26.6 至 27.5 亿元，新增 FY25 归母净利润预测值 31.5 亿元，EPS 为 0.39/0.44/0.51 元/股，对应 PE 为 14/12/10X，维持“增持”评级。风险提示：消费疲软、疫情反复、品牌合作变动等。

（证券分析师：李婕 证券分析师：赵艺原 研究助理：郝越）

五粮液（000858）：2022 年股东大会点评：内外发展动能充足，稳中有进谱新篇

投资要点 事件：我们近期参加了五粮液公司股东大会，会上公司就 2022 年公司经营情况、未来发展目标等方面进行了充分介绍，我们总结反馈如下：经营质量稳步提升，持续保持战略定力。2022 年公司营收突破 700 亿元，连续 7 年营收利润总额保证两位数增长，公司在宏观向好的发展窗口期、政策加码的战略机遇期、行业集中的结构红利期三重叠加下，将继续通过着力提升名酒产量、持续追求卓著品牌、持续深化营销改革等方式塑造中国酒王新形象，持续提升品牌影响力。完善 1+3 产品矩阵，持续优化产品结构。公司将继续巩固提升八代五粮液千元价位带核心大单品地位，坚持经典五粮液核心战略产品地位，针对性推出限量定制版经典系列产品。浓香系列酒方面，集中力量打造五粮春、五粮醇、特头曲、尖庄 4 大单品，五粮春在五一期间开瓶达到 10 万瓶，创历史新高，主要是以新品为核心大单品巩固次高端核心地位；五粮醇通过宴席政策投放扩大市场份额；五粮特曲精彩版、五粮头曲红玉版作为大单品，尖庄做大盒装酒以及核心终端持续建设。低度酒方面，坚持低度不低价，公司为行业内最早实施低度酒战略，通过红包扫码持续拉动开瓶，文化酒为公司首创，也是公司今年发展重点之一。实际动销表现优秀，量价反馈积极。动销方面，五一期间全国 26 个大区均实现双位数增长，库存处于良性区间。量价方面，当前公司价格已经企稳，通过积极努力开拓线上市场（提高直销收入）、拓展海外市场、加大文化酒/创意酒/紫气东来低度酒销售等方式逐步推高吨酒价格，进一步理顺渠道价格。深化营销改革，优化经销商结构。渠道建设方面，优化传统经销商结构，推行扶商、优商、强商，大力推进直营和新兴创新渠道建设，优化抖音天猫平台店铺矩阵，推进快手平台首批专卖店铺开。消费者培育方面，提高精度，做好宴席、礼赠、收藏场景，通过强化会员体系、提升效率做好消费者服务。市场管理方面，渠道管控做好市场有效投放、增厚渠道利润，做大价差收益，做好个性化产品收益，做精正向激励收益。盈利预测与投资评级：公司 23 年稳中求进，高质量发展动能充足，我们维持 23 年-25 年归母净利润 316、364、413 亿，同比 +18%/15%/14%，当前市值对应 PE 分别为 21/18/16 倍，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济不及预期，消费需求恢复不及预期。

（证券分析师：汤军 证券分析师：王颖洁）

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>