

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-05-31

宏观策略

2023年05月31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

光伏设备行业点评报告: HJT 接近平价临界点, 扩产即将加速

HJT 设备重点推荐迈为股份 (整线设备龙头)、奥特维 (OBB 新技术拉长景气周期)、高测股份 (薄片化同时利好设备&金刚线&代工业务)。此外, 光伏设备重点推荐——晶盛机电 (N 型低氧单晶炉是颠覆性产品, 景气周期拉长)。

环保行业点评报告: 点源、线源、面源、内源同治, 安徽推动巢湖水质实现历史性好转

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。建议关注: 鹏鹞环保, 三峰环境, 再升科技, 卓越新能。

推荐个股及其他点评

晶盛机电 (300316): 革命性推出第五代单晶炉, 龙头设备商尽显王者风范

光伏设备是晶盛机电的第一曲线, 第二曲线是半导体设备放量, 第三曲线是光伏耗材和半导体耗材的完全放量。我们维持公司 2023-2025 年的归母净利润为 47/58/70 亿元, 对应 PE 为 19/16/13 倍, 维持“买入”评级。

潮宏基 (002345): “黄金时代”的“黄金弹性品牌”, 消费复苏下黄金业务渠道扩张弹性可期

盈利预测与投资评级: 潮宏基是我国年轻的黄金珠宝品牌, 拓店空间大, 产品设计年轻时尚, 2023 年以来业绩恢复强劲, 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4 亿元/5 亿元/5.9 亿元, 同比增速分别为

101%/25%/18%，对应 2023-2025 年 PE 分别为 15/12/10 倍，首次覆盖，给予“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

光伏设备行业点评报告: HJT 接近平价临界点, 扩产即将加速

投资要点 我们维持2023年扩产规模50-60GW目标不变, 龙头组件企业均有望年内落地中试线: 新进入者扩产均加速, 以华晟为例, 2022年扩产2.7GW, 2023年底产能将达20GW, 主要系2022年全年华晟非硅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)。设备稳定性提高明显, 装机/调试速度明显加快: 从异质结产线出首片的进度来看, 各家速度明显加快, 例如华晟三期设备正在整线调试中, 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%。降本手段: 硅片减薄进度加速, HJT对硅片质量要求低的优势逐步显现: 2023年全行业开始逐步导入110 μ m半片(比TOPcon薄20%), 我们预计2024年个别企业开始导入90 μ m, 高测已经完成60 μ m超薄片的研发。且未来随着HJT和TOPcon对硅片氧含量的要求不同, 独立第三方的硅片报价会逐步明确两者的价差, 硅片企业的产品SKU将变多, HJT的硅片成本优势会被逐步放大。 降本手段: 降低

银耗量——银包铜&OBB 双轨并行：银耗降低方面栅线图形的优化和浆料贱金属的替代同时进行：聚和股份明确提出主栅即将走向 OBB，细栅图形优化从 20 μ m 线宽走向 14 μ m；银包铜浆料国产化加速，银粉已经完成国产化。OBB 目前多个技术路线小批量量产效果均理想，我们预计 2024 年开始大规模量产，预计可以帮助 HJT 降银 35%。投资建议：HJT 设备重点推荐迈为股份（整线设备龙头）、奥特维（OBB 新技术拉长景气周期）、高测股份（薄片化同时利好设备&金刚线&代工业务）。此外，光伏设备重点推荐——晶盛机电（N 型低氧单晶炉是颠覆性产品，景气周期拉长）。风险提示：下游扩产不及预期，研发进展不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：刘晓旭）

环保行业点评报告：点源、线源、面源、内源同治，安徽推动巢湖水质实现历史性好转

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。 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、污废水治理

新技术，政策驱动下游应用打开+紫金持股。欧洲碳需求驱动：再生塑料减碳显著，欧盟强制立法拉动需求，重点推荐【三联虹普】尼龙&聚酯再生 SSP 技术龙头，携手华为云首个纺丝 AI 落地；【英科再生】。生物油原料供应修复单位盈利回升。欧盟减碳加码&生柴原料限制下，UCOME 迎替代性成长良机。建议关注【卓越新能】。危废资源化：重点推荐【高能环境】经济复苏 ToB 环保迎拐点+项目放量期。(3) 天然气：重点推荐【新奥股份】龙头城燃转口气量稳定性提升，【天壕环境】稀缺管道资产+布局气源，【九丰能源】。最新研究：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)

推荐个股及其他点评

晶盛机电 (300316)：革命性推出第五代单晶炉，龙头设备商尽显王者风范

投资要点 推出第五代单晶炉，加入超导磁场解决同心圆问题：晶盛机电持续推出单晶炉新品，由注重尺寸到注重质量。2007 年晶盛机电推出第一代全自动单晶炉；2011 年首推水冷套装置，实现高拉速第二代单晶炉；2015 年首推复投器+大热场，开创第三代 RCZ 高产单晶炉；2020 年首推基于工业互联网的第四代智能化单晶炉；2023 年 5 月 22 日晶盛机电发布第五代单晶炉，通过引入超导磁场解决 TOPCon 的同心圆问题。其子公司慧翔电液具备磁场供应能力，是国内超导磁场市占率最高的玩家，截至目前已经出货超 200 个。我们认为晶盛机电作为传统单晶炉龙头，新型低氧单晶炉前瞻性布局，具备领先优势，随着 N 型硅片持续扩产&低氧单晶炉渗透率提升，晶盛机电订单有望维持高增。当下 TOPCon 硅片容易出现同心圆问题，超导磁场为有效解决方案：随着 N 型电池片，尤其是 TOPCon 快速放量，N 型硅片需求大幅提升。N 型硅片容易产生由原生氧造成同心圆、黑心片问题。TOPCon 更容易发生同心圆问题。磁场可以有效抑制热对流，降低硅片含氧量，改善同心圆。磁场增加具备一定经济，市场空间广阔：(1) 回本周期角度：N 型硅片对含氧量和纯度要求比 P 型高，只有磁场才能将含氧量降低到 7ppma (N 型行业标准)，在硅料降价+N 型 12%合理利润率下，行业整体利润仍然较高，单晶炉回本周期约 3 年。(2) 降本增效角度：0.3%效率提升+非硅降本贡献 2000-3000 万/GW。(3) 我们预计到 2025 年低氧单晶炉市场空间超 200 亿元。推出分选装盒一体机&金刚线，前瞻性研发钨丝：(1) 分选装盒一体机：实现自动化、高效化、智能化。(2) 金刚线：不断细线化。金刚线团队在 2022 年 10 月成立，宁夏基地做钨丝细拉和金刚线电镀，上虞主要做钨丝母线核心材料。盈利预测与投资评级：光伏设备是晶盛机电的第一曲线，第二曲线是半导体设备放量，第三曲线是光伏耗材和半导体耗材的完全放量。我们维持公司 2023-2025 年的归母净利润为 47/58/70 亿元，对应 PE 为 19/16/13 倍，维持“买入”评级。风险提示：下游扩产不及预期，研发进展不及预期。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：刘晓旭)

潮宏基 (002345)：“黄金时代”的“黄金弹性品牌”，消费复苏下黄金业务渠道扩张弹性可期

投资要点 我国年轻时尚的黄金珠宝品牌，2023 年以来业绩复苏强劲：潮宏基以东方美学和匠人精神为主要宣传点，近年来不断融入年轻化潮流元素，已发展为国内珠宝和女包的领先品牌公司，公司业务主要通过“CHJ 潮宏基”“VENTI 梵迪”和“FION 菲安妮”三大品牌开展，其中“CHJ 潮宏基”作为黄金珠宝的主品牌，有出色的产品设计能力，符合年轻消费者的审美。2023 年以来业绩恢复强劲，2023 年 Q1 公司实现营业收入/归母净利润 15.24/1.24 亿元，同比 +21.59%/+30.11%。 工艺进步使得黄金产品时尚性凸显，叠加保值需求下，黄金饰品维持终端高景气度。2022 年下半年以来，金价开始启动新一轮的上涨，有效拉动黄金消费在 2023 年春节集中释放，头部黄金珠宝公司 2023 年一季报表现亮眼。近年来随着黄金产品工艺的改善，黄金饰品的在设计层面能够发挥的空间越来越大，每一代黄金饰品的时尚度都在提升，得到更多年轻消费者的喜爱，此外，国潮崛起大背景下，品牌商对于黄金产品和中国传统文化的融合理解越来越深刻，对于设计元素的应用也越来越成熟，使得黄金产品迸发出新的活力。 公司十分重视产品设计，花丝工艺产品已经成功破圈，未来有望持续享受饰品化红利。潮宏基品牌的核心用户群体为年轻时尚女性，公司一直对产品设计较为重视，品牌曾多次获得国内外珠宝设计大奖。其通过花丝工艺作为载体，推出的一系列花丝工艺类产品，如花丝糖果，花丝风雨桥系列等，已经成功破圈，未来有望不断强化公司年轻时尚的品牌认知，享受黄金珠宝高线城市悦己型，饰品化的行业红利。 加盟商重回开店扩张周期，线下渠道恢复弹性大：公司渠道早期以直营为主，近年来加大了加盟门店的拓展力度，截至 2022 年末公司总门店数 1158 家，其中加盟门店 834 家，就现有规模而言仍有较大的开店空间，2023 年以来线下消费场景恢复，加盟商信心回升，有望重回开店扩张周期，拉动业绩高增。 **盈利预测与投资评级：**潮宏基是我国年轻的黄金珠宝品牌，拓店空间大，产品设计年轻时尚，2023 年以来业绩恢复强劲，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4 亿元/5 亿元/5.9 亿元，同比增速分别为 101%/25%/18%，对应 2023-2025 年 PE 分别为 15/12/10 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。**风险提示：**消费市场复苏速度不及预期，加盟拓展不及预期等
(证券分析师：吴劲草 证券分析师：谭志千)

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>