

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-06-01

宏观策略

2023年06月01日

宏观点评 20230531: PMI: 最“冷”的5月, 谁会先按耐不住?

48.8的PMI确实不好看, 刷新了5月的历史新低, 但是从市场的角度看, 这一数据的解读显得非常微妙。

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, 主要介绍交通运输&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

【汽车出海】2023 年买什么？

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。

环保行业点评报告：山东省生态环境厅等七部门印发减污降碳协同增效实施方案，进一步落实碳达峰

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

欧科亿（688308）：数控刀具龙头获海外大订单，打开长期成长空间

考虑到下游通用制造业逐步复苏，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.15（维持）/4.10（维持）/5.21（维持）亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 18/14/11 倍，维持“增持”评级。

山西汾酒（600809）：2022 年股东大会点评：营销改革思路清晰，高质量发展延续

公司实际经营优秀，发展规划清晰，我们维持 2023 -25 年归母净利润为 105、131、160 亿元，同比增长 30%、25%、22%，当前市值对应 PE 为 24/20/16 倍，维持“买入”评级。

宏观策略

宏观点评 20230531: PMI: 最“冷”的5月, 谁会先按耐不住?

48.8的PMI确实不好看,刷新了5月的历史新低,但是从市场的角度看,这一数据的解读显得非常微妙。往坏了说,制造业的动能相较4月进一步下滑,复苏的逻辑“岌岌可危”;不过从另一个角度看,毕竟自4月底以来市场对于经济的信心已经陷入悲观的“泥淖”,在股、汇、商等资产价格均已有的体现,而经济连续放缓无疑也提高了政策出台的概率——从历史上PMI连续两个月或以上处于50以下,政策尤其是货币政策不会袖手旁观(图1)。因此,对于5月PMI的解读也许不必过于悲观。从数据上看:5月制造业PMI再次全面降温。5月制造业PMI继续处于荣枯线以下,录得48.8%(环比-0.4pct)。细看分项数据,需求、生产、库存各方面都在降温。我们认为需求疲软是最大痛点:需求萎靡导致生产商生产动能不足,且厂商去库存过程艰难,这些都使制造业复苏“寸步难行”。内外需不足仍是掣肘。5月代表内需的新订单指数和代表外需的新出口订单指数皆跌落荣枯线:内需方面,5月PMI新订单指数录得48.3%(环比-0.5pct);外需方面,PMI新出口订单指数录得47.2%(环比-0.4pct)。企业调查显示,反映市场需求不足的企业比重为58.8%,不仅创下历史最高值,且已连续11个月超过50%,市场需求持续不足使经济回升动力偏弱。需求疲软拖累生产仍是制造业动能不足的主因。与需求端表现相似,5月PMI生产指数同样跌落荣枯线,录得49.6%(环比-0.6pct)。此外,PMI采购量为49.0%(环比-0.1pct)、PMI从业人员为48.4%(环比-0.4pct),均表明制造业生产意愿仍然不强。结合5月生产端的各项高频数据来看,高炉开工率、沥青开工率等多项指标均表明5月生产端节奏放缓。去库之路仍旧漫长。一季度PMI新订单和新出口订单指数曾“昙花一现”,库存周期表面上出现了被动去库的态势。但实际上随着前期积压的需求基本释放结束,企业再次回归主动去库,内需不足仍是痛点。整体来看,去库之路仍然漫长,我们预计去库存的阶段至少要持续到第三季度。需求不足下价格信号偏弱。受国内外市场需求连续弱势运行、大宗商品价格持续下行等因素影响,我国制造业产品市场价格连续下降。5月购进价格指数和出厂价格指数分别为40.8%(环比-5.6pct)和41.6%(环比-3.3pct),两大指数均连续3个月下降。中小企业发展压力仍存。与大型企业PMI的上升不同,5月中型企业PMI和小型企业PMI分别为47.6%(环比-1.6pct)和47.9%(环比-1.1pct)。市场经济活力依旧不足,不过随着各种优化营商环境的举措逐步落地,中小企业有望平稳恢复。非制造业仍是总量政策保持定力的原因,但景气度正在减弱。5月建筑业PMI和服务业PMI仍处于荣枯线之上,分别取得58.2%(环比-5.7pct)和53.8%(环比-1.3pct)的成绩。两大非制造业PMI的下滑也为经济复苏亮起“警示灯”,后续如何让建筑业和服务业持续发力仍是政策的重中之重。对于当前的市场而言,最怕的不是差的经济数据,而是“稳健”的数据表现。我们在之前的报告中提及过,当前存量博弈的市场破局的宏观场景主要有三种:经济表现超预期的好,市场情绪系统性转向;经济全面转弱,政策再次出手;外资成规模流入。因此,经济差反而有“柳暗花明”的机会,市场最担心的是“稳健”——在整体经济和情绪转弱的情况下,总有那么一两个重要的经济数据表现“亮眼”,导致政策端犹豫不决。5月PMI的数据至少验证了经济放缓的势头仍在持续,而这一状态持续的时间越长,数据层面的一致性越高,则政策出

台的可能性也就越大。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 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&家装: 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

【汽车出海】2023 年买什么？

n2023 是汽车切换之年，破旧立新，拥抱【出海+AI 智能化】。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!】 n 汽车出海主线，2023 年买什么? Ø 我们的选股思路: 1) 国内越没有价格战越好; 2) 海外竞争对手越弱越好; 3) 海外/内产能越共享越好; 4) 海外的需求越稳定越好。综合比较下来排序: 客车>重卡/零部件 T 链墨西哥>乘用车。投资标的的选择: 1) 2023 年业绩确定性越强越好。对国内经济恢复依赖度越低越好, 且海外业绩贡献占比越高越好。2) 估值越便宜越好。2023 年估值不能贵, 2025 年便宜。综合比较下来优选标的: 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: 油车+新能源的出海增长强势, 但 2023 年国内困于价格战。 n 风险提示: 全球经济复苏低于预期; 地缘政治不确定性超出预期; 国内汽车价格战超出预期。

(证券分析师: 黄细里)

环保行业点评报告: 山东省生态环境厅等七部门印发减污降碳协同增效实施方案, 进一步落实碳达峰

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 ≥ 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 研究助理：陈孜文）

推荐个股及其他点评

欧科亿（688308）：数控刀具龙头获海外大订单，打开长期成长空间
 事件：2023 年 5 月 30 日公司发布公告，于近日与俄罗斯某客户签订了《合作协议》，合同金额为人民币 1.5 亿元，其中 2023 年 5000 万元，2024 年 1 亿元，合同标的为硬质合金切削刀片、刀体、钢制车削支架和刀具、钻体及整体硬质合金立铣刀等产品。此次海外大订单落地，验证公司海外布局成果：自上市以来公司积极布局海外市场，通过拓展海外经销商&开设专卖店，海外业务收入实现快速增长。2018-2022 年公司海外业务收入从 0.38 亿元提升至 1.1 亿元，CAGR=29.3%，海外业务收入占营收比重由 6.55%提升至 10.1%。此次海外大订单的落地进一步验证公司海外布局成果，在海外大客户直销方面取得突破。海外市场空间大&利润丰厚，有望打开公司长期成长空间：1）空间大：根据 QY Research 统计，2020 年全球刀具市场规模接近 2500 亿元，而 2022 年国内刀具市场规模为 477 亿元。2）利润丰厚：由于国内市场价格竞争激烈，海外刀具市场盈利状况更为良好。以欧科亿为例，2022 年公司数控刀片（内销+外销）均价为 6.5 元，其中外销数控刀片均价为 9.2 元。毛利率方面，2022 年公司内销毛利率为 36.93%，而外销毛利率为 37.31%，海外业务毛利率更高。我们判断随着公司海外销售渠道布局进一步完善，公司海外拓展将持续加速，空间广阔&利润丰厚的海外业务也将进一步打开公司成长空间。IPO 项目投产超预期+产业园项目落地，军工资质认证打开高端需求：1）IPO 项目：4000 万片高端数控刀具项目产能快速爬坡，截至 2022 年年底产能释放约 90%，贡献净利润约 0.38 亿元。2）产业园项目：公司成功定增募资 8 亿元用于投建产业园项目，该项目提前启动建设，有望提前释放产能。公司测算两大项目达产后将合计贡献年收入 9.6 亿元。2022 年 9 月，欧科亿公告收到北京天一正认证中心颁发的《武器装备质量管理体系认证证书》，有望迎双重利好：1）获得高端领域试刀机会：军工领域刀具长期被欧美和日韩企业垄断。欧科亿获得军工领域资质认证，有望获得高端军工领域试

刀机会，从而提升自身产品性能。2) 打开高端刀具市场需求：市场担忧公司快速释放的高端产能能否顺利拓展市场，若公司能够进军军工领域，有望打开高端刀具市场需求。盈利预测与投资评级：考虑到下游通用制造业逐步复苏，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.15（维持）/4.10（维持）/5.21（维持）亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 18/14/11 倍，维持“增持”评级。风险提示：下游需求不及预期、新品研发不及预期、原材料价格波动。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：罗悦）

山西汾酒（600809）：2022 年股东大会点评：营销改革思路清晰，高质量发展延续

投资要点 事件：近日我们参加了山西汾酒 2022 年股东大会，会上公司对经营情况、未来发展计划等方面进行了详细阐述，总结反馈如下：完善“五个聚焦”，高端化战略持续推进。公司将大力践行复兴纲领，用自身的品质文化担当带动清香往前，今年要聚焦一切资源全面发力，持续完善“五个聚焦”：营销发力、品质路线、文化赋能、深化改革、管理优化。分产品看，玻汾占领清香消费群体；巴拿马/老白汾加大市场投入，进一步提高市占率；青花以青 20 为基准线，向上拉升青花 30、40 的高端品牌引领消费升级，青花系列做好市场投入，进一步提高利润；竹叶青做好市场定位和市场细分，通过渠道深耕、终端有效推广/推荐提高品牌知名度；杏花村中高端重点为确定好重点市场，加大市场投入，进一步释放发展动能。营销重点清晰，提升品牌势能。目前汾酒品牌势能进一步释放，青花结构性增长势头强劲，中长期公司将坚持以践行高质量发展为中心、品牌资源共享和国际国内双驱动为原则，落实“明晰三大品牌的产品结构定位，扎实做好三大品牌对应的分销网络建设，三大品牌营销队伍优化”三项工作。分产品看，青花系列要在“渠道利润有保障、增速快提价高的过程、价格有所波动”之间把握好平衡，渠道/品牌/管理动能持续，加大圈层，全年青花增速如期完成确定性高。复兴版要做费用模式转化，从面的覆盖转化点的深度挖掘；公司成立营销前端小组，后续加强核心消费人群的互动来增强粘性，提升品牌势能。渠道精细化持续推进，高质量发展后劲充足。渠道方面，公司通过构建四大体系系统性进行管控：1) 构建扫码体系，将各类激励、费用和扫码挂钩；2) 构建资源配置体系，获取数据后可以实现资源分类，进行分类考核、分类匹配资源；3) 构建总部大后台支撑的营销管理体系，汾酒财务、营销中心等推进顶层设计，后台可以根据政策实现整体安排和指导。4) 构建过程+结果的双重考核激励体系，进一步激发团队积极性。盈利预测与投资评级：公司实际经营优秀，发展规划清晰，我们维持 2023-25 年归母净利润为 105、131、160 亿元，同比增长 30%、25%、22%，当前市值对应 PE 为 24/20/16 倍，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济不及预期，省外开拓不及预期，食品安全问题。

（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>