

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-06-02

宏观策略

2023年06月02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

固收点评 20230601: 虚拟电厂产业可转债标的知多少? ——转债捕手系列(五)

本篇作为转债捕手系列报告(五), 旨在捕捉市场热点、帮助投资者速览相关概念及其标的。

行业

环保行业点评报告: 《2022年北京市生态环境状况公报》发布, 生态环境质量实现持续改善

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

曼恩斯特(301325): 涂布模头国产替代领航, 改造+耗材双轮存量驱动

盈利预测与投资评级: 我们预计公司23-25年实现归母净利4.0/6.5/9.4亿元, 同增98%/61%/45%, 对应PE 28/17/12倍, 考虑到公司为国内涂布模头龙头, 存量市场加速放量, 叠加钙钛矿等新领域逐渐突破, 给予24年25倍PE, 对应目标价134.8元, 首次覆盖给予“买入”评级。风险提示: 技术迭代风险, 市场竞争风险, 下游行业需求波动风险。

重庆百货(600729): 低估值高股息的混改先锋, 消费复苏+多元业务促业绩高增

盈利预测与投资评级: 公司具备低估值+高股息特点, 2022年股息率达2.9%。未来恢复放开+经营治理改善后, 公司业绩还有进一步成长的空间。我们预计公司2023~25年归母净利润为12.4/13.9/15.3亿元, 同比+40%/+12%/+11%, 对应5月31日收盘价为10/9/8倍P/E, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

拼多多(PDD): 2023Q1业绩点评: 营收利润双超预期, 净利润率持续提升

由于拼多多利润释放持续超预期, 我们将2023-2025年的EPS从9.1/11.4/12.8元调高至9.8/12.0/14.0元, 2023-2025年对应PE分别为12.3/10.0/8.6倍(美元/人民币=7.1043, 2023/5/31当日汇率, 每ADR=4股股票)。我们维持公司“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

固收点评 20230601：虚拟电厂产业可转债标的知多少？——转债捕手系列（五）

观点 本篇作为转债捕手系列报告（五），旨在捕捉市场热点、帮助投资者速览相关概念及其标的。概念厘清：虚拟电厂即“虚拟化的电厂”，是一种通过先进数字化技术，实现分布式电源、储能、负荷、电动汽车等资源的聚合和优化调控，用于维护电网的运行稳定，并参与电力市场交易的非实体系统。热点事件：2023年5月19日，发改委发布《电力需求侧管理办法（征求意见稿）》和《电力负荷管理办法（征求意见稿）》。虚拟电厂产业存续可转债标的包括：（1）金盘转债：研发虚拟电厂能源管理系统。（2）润建转债：推出 RunDoBidder 虚拟电厂平台，目前已通过第三方机构的响应能力测试，已有相关应用落地。（3）天23转债：在研项目“虚拟电厂参与电力市场交易平台开发”，已完成对虚拟电厂 VPP 核心关键技术的整合，技术水平国内领先。（4）九洲转2：获得泰来独立储能电站 200MW/400MWh 智慧能源项目备案，与上海融和元储能源有限公司签署了《战略合作框架协议》，积极推进东北区域独立储能项目合作开发，加快公司储能产业布局，拓展公司虚拟电厂项目建设的实施。（5）晶科转债：2022年公司旗下售电公司晶科慧能助力国内首个实时调度虚拟电厂 72 小时试运行圆满成功；晶科科技布局多个网侧储能项目与用户侧储能项目。虚拟电厂产业拟发行可转债标的包括：煜邦电力、协鑫能科、平治信息、科华数据。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）

行业

环保行业点评报告：《2022 年北京市生态环境状况公报》发布，生态环境质量实现持续改善

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】光伏制程污染防治设备龙头，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 研究助理：陈孜文）

推荐个股及其他点评

曼恩斯特（301325）：涂布模头国产替代领航，改造+耗材双轮存量驱动

投资要点 国内涂布模头龙头，产品盈利能力强，业绩维持高增长。创始人及核心团队来自比亚迪，技术基因浓厚，凭借性价比+优质服务，率先卡位涂布模头国产化，17、18 年分别成为比亚迪、宁德时代的合格供应商，20 年市占率达 21%，位居国内厂商第一。公司业绩保持高增长，20-22 年营业收入复合增速约 82%，归母净利润复合增速约 84%，其中 22 年实现营业收入 4.9 亿元，归母净利润 2.0 亿元，盈利水平维持高位，20-22 年毛利率维持 70%左右，净利率维持 40%左右。增量市场增速趋缓，存量市场空间可观，市场竞争格局好，高毛利率可维持。1) 市场空间看：锂电技术加速迭代，涂布模头需不断升级置

换，叠加易损特性带来维修与更换，成就良性内生增长。全球锂电模头 25 年需求预计超 6000 套，对应市场空间超 33 亿元，其中增量/存量市场超 2800/3100 套，占比 47%/53%，21-25 年复合增速 8%/45%，存量市场增速可观，长期看，30 年锂电模头需求预计超 1 万套，市场空间超 60 亿元。此外涂布模头有望在新领域实现突破，其中钙钛矿类 30 年市场空间预计 10 亿元。2) 盈利水平看：涂布模头定制化程度高，验证周期长，进入壁垒较高，叠加国产化率低等因素，市场竞争格局好（20 年 CR3 近 80%），此外随着高容量类、高倍率类、安全智能类占比提升，新产品带来超额收益，预计行业高毛利率可维持。凭借性价比+优质服务，率先实现国产替代化，跨领域发展打造新增长极。公司模头产品虽精度低于日本厂商，但涂布效率等性能更优，且售价低 30%-45%，并提供定制化和快速响应服务，率先实现国产替代，份额有望进一步提升。出货方面，公司 22 年涂布模头销售 825 套，23 年预计实现 70% 增长，同时涂布模头协同效应逐显，激发涂布设备快速放量，23 年预计实现 100% 增长。此外公司已有钙钛矿涂布机模头样机产品，第一条 GW 级产线预计年底通线。盈利方面，公司通用模头占比大幅下降至 7%（毛利率低于 65%），高容量、高倍率类开始放量（毛利率高于 80%），同时双头、全自动、陶瓷三大技术变革已有产品量产，全方面维持领先地位，23 年毛利率预计维持 70% 左右。盈利预测与投资评级：我们预计公司 23-25 年实现归母净利润 4.0/6.5/9.4 亿元，同增 98%/61%/45%，对应 PE 28/17/12 倍，考虑到公司为国内涂布模头龙头，存量市场加速放量，叠加钙钛矿等新领域逐渐突破，给予 24 年 25 倍 PE，对应目标价 134.8 元，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：技术迭代风险，市场竞争风险，下游行业需求波动风险。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
 证券分析师：周尔双 证券分析师：岳斯瑶 证券分析师：刘晓旭）

重庆百货（600729）：低估值高股息的混改先锋，消费复苏+多元业务促业绩高增

投资要点 重庆百货是一家具有百年经营历史的龙头商业企业：公司是重庆地区的零售商业龙头，前身可追溯至 1920 年的宝元通，在当地享有独一无二的商业地位。至 2022 年底，重庆百货运营 52 家百货、162 家超市、41 家电器、36 家汽贸业态门店，具备多元化的业务组合和广泛的门店网络，各细分业态的经营规模均位列当地前列。2023 年恢复放开之后公司零售业务有望复苏：公司主业中大约 67% 的毛利额来自超市和百货业态，放开后零售板块景气度和业绩有望回暖。2023Q1，公司实现收入 51.1 亿元，同比-3.2%；实现归母净利润为 4.7 亿元，同比+15.9%。未来，公司将进一步优化门店结构和供应链效率，并不断尝试轻资产扩张，零售业态的利润率和资产回报率有望提升。**混改+股权激励有望释放公司经营活力**：①混改方面，2015 年以来公司通过混改的方式实现资产整体上市，并引入物美、步步高企业作为战略投资者，以改善公司经营治理。2023 年 5 月 11 日公司公告，拟以 48.6 亿元对价反向吸收合并重庆商社（主要拥有一些零售商业物业资产），从而实现集团零售板块的整体上市。②股权激励方面，2022 年 9 月公司股权激励计划完成授予，有望提升核心员工积极性。马上消费金融具备牌照+场景+技术优势，正在快速成长：重庆百货是马上消费金融的第一大股东，持股比例为 31%。马上消费金融是国内头部的持牌消费金融企业，主营循环额度贷款产品和消费商品分期产品。得益于牌照+场景+风控及技术优势，马上消费金融近年来快速成

长，2022 年实现归母净利润 17.9 亿元，同比+29.4%，并为重百共吸纳了 5.55 亿元的投资收益（占当年利润总额的 56%）。随未来行业规模扩大和正规化，该业务有望持续高增。盈利预测与投资评级：公司具备低估值+高股息特点，2022 年股息率达 2.9%。未来恢复放开+经营治理改善后，公司业绩还有进一步成长的空间。我们预计公司 2023~25 年归母净利润为 12.4/ 13.9/ 15.3 亿元，同比+40%/ +12%/ +11%，对应 5 月 31 日收盘价为 10/ 9/ 8 倍 P/E，首次覆盖，给予“增持”评级。风险提示：市场竞争加剧，消费不及预期，消费金融业务相关风险等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：阳靖）

拼多多（PDD）：2023Q1 业绩点评：营收利润双超预期，净利润率持续提升

投资要点 营收利润双超市场预期，生态建设效果初显：2023Q1 拼多多实现营收 376.37 亿元（+58%yoy），高于彭博一致预期 323.2 亿元，Non-GAAP 归母净利润为人民币 101.26 亿元（+141.08%yoy），高于彭博一致预期为 59.66 亿元。在整体消费复苏的大背景下，国内消费复苏趋势明显，市场消费意愿持续回升，公司通过加大补贴、扩充品类、升级服务、充分保护消费者权益等一系列举措，进一步推动消费市场活力释放，业绩也初步体现了向高质量发展转型的成果。消费复苏趋势持续，广告和佣金带动营收增长：广告收入 272.44 亿元，同比上升 50%；佣金收入 103.93 亿元，同比上升 86%；1P 商品销售收入本次未披露。我们认为营收的大幅增长主要由于品牌化的成功所贡献。随着消费者对品质好货的需求日益增加，品牌化让消费者有了更多的高品质的商品选择，比如农业、电子产品、化妆品、母婴等。这促进了购买频次的提升，更多品质商品的需求带来了客单价的改善，尤其是化妆品和电子产品这类品类天然的有更高的客单价体现。此外补贴和促销活动也有所增长，这在销售费用的增长上也有反应。坚持重研发的长期战略，设立“百亿生态”专项：研发费用率下滑至 6.66%，同比减少 4.56pct；销售费用率为 43.20%，同比减少 3.95pct；管理费用率达到 2.17%，同比减少 0.32pct。在外部竞争加剧的情况下，公司将会进一步加大在农业和制造业领域的投入，通过提升供应链效率，为消费者创造更多的价值，加速建设“多实惠+好服务”的健康生态。同时设立“百亿生态”专项，推动业绩向高质量发展转型。盈利预测与投资评级：由于拼多多利润释放持续超预期，我们将 2023-2025 年的 EPS 从 9.1/11.4/12.8 元调高至 9.8/12.0/14.0 元，2023-2025 年对应 PE 分别为 12.3/10.0/8.6 倍（美元/人民币=7.1043，2023/5/31 当日汇率，每 ADR=4 股股票）。我们维持公司“买入”评级。风险提示：补贴滑坡后 GMV 增长乏力，品类拓展低于预期，用户年均消费遇到瓶颈

（证券分析师：张良卫 证券分析师：张家琦）

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>