

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-06-05

宏观策略

2023年06月05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 张良卫

执业证书: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@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

汽车行业点评报告: 新势力跟踪之5月销量点评: 9家新势力合计交付环比+13%, 理想/埃安/比亚迪再创新高

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: 价格战持续时间和幅度超出预期; 新能源渗透率提升低于预期; 地缘政治不确定性超出预期等。

推荐个股及其他点评

比亚迪(002594): 5月销量亮眼创历史新高, 腾势持续上量

考虑公司销量持续高增, 我们维持公司2023-2025年归母净利润预测为284/361/452亿元, 同增71%/27%/25%, 对应PE26x/21x/16x, 给予2023年35倍PE, 目标价341元, 维持“买入”评级。

索通发展(603612): 顺应一带一路发展战略, 阿联首重磅预焙阳极项目落地

我们维持公司2023-2025年EPS分别为1.99、2.95、3.62元, PE分别为9、6、5倍, 维持“买入”评级。

理想汽车-W(02015.HK): L7连续两月交付破万持续高增, 单月创收突破百亿

L7连续两月交付破万, 5月营收首次突破100亿元, 2023年业绩表现值得期待。Q2理想L7/8/9实现完整季度交付, air版本交付贡献增量, 季

度交付持续高增；长期来看，双能战略加持，矩阵式组织架构赋能，理想产品周期依然强势，看好后续多款新车有望带来销量持续高增长。对比行业龙头特斯拉 PS 估值，给予 2023 年 3 倍的目标 PS，对应目标价 149.11 港币,当前股价 110.70 港币，维持理想汽车“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

汽车行业点评报告：新势力跟踪之5月销量点评：9家新势力合计交付环比+13%，理想/埃安/比亚迪再创新高

投资要点 5月新势力车企整体交付量环比+13.4%。9家新能源乘用车重点企业5月新能源汽车交付量合计36.66万辆，同环比分别+87.92%/+13.41%，观望情绪持续消退+部分车企新车催化5月销量环比提升，整体表现好于我们预期。其中理想/埃安/比亚迪5月销量再创历史新高；蔚来交付量同环比下滑，小鹏汽车交付量同比下滑，5月相对承压。 一线新势力车企：1)理想：5月理想共交付新车28277辆，同环比分别+145.97%/+10.11%，其中理想L7连续两个月实现交付过万。渠道方面，截至5月31日理想汽车在全国有314家零售中心，5月单店效能为94辆/家，环比+9.01%。补能体系方面，25座理想超充站建设完成并将于6月开启运营。2)小鹏：5月小鹏共交付7506辆，同环比分别-25.87%/+6.03%。新车方面，小鹏G6将在6月9日开启预售。3)蔚来：5月共交付新车6155辆，同环比分别-12.37%/-7.55%。新车方面，ES6已于5月24日正式发布并开启试驾，5月25日开启交付；6月ET5旅行版将全球同步上市，中国市

场将率先交付；全新 ES8 也将于 6 月下旬开始交付。补能体系方面，5 月蔚来新增 66 座换电站，累计换电站超过 1400 座，加速推进 2023 千站计划。其他新势力车企：交付量环比均提升。1) 哪吒汽车：5 月交付 13029 辆，同环比分别+18.35%/+17.59%。哪吒 S 520 正式上市，哪吒 V 亮相马来西亚最大规模车展。2) 零跑汽车：5 月实际交付 12058 辆，同环比分别 19.75%/+38.18%，销量环比快速提升。3) 广汽埃安：5 月销量 45003 辆，同环比分别+113.73%/+9.73%，再创历史新高。合作方面，埃安与滴滴共同发布无人驾驶新能源量产项目“AIDI 计划”并计划成立合资公司，预计 2025 年推出首款量产 L4 无人驾驶新能源车；并与中国石油达成战略合作，发力新能源下乡，推进乡镇地区充电桩基础设施建设。4) 吉利极氪：极氪 5 月交付 8678 辆，同环比分别为+100.42%/+7.12%，极氪 X 首批试驾开启，极氪 001WE 版 140kWh 千里续航套装开启交付。5) 问界：5 月问界交付 5629 辆，同环比+12.45%/+22.77%，环比持续改善。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板块排序：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：价格战持续时间和幅度超出预期；新能源渗透率提升低于预期；地缘政治不确定性超出预期等。

(证券分析师：黄细里 研究助理：杨惠冰)

推荐个股及其他点评

比亚迪 (002594)：5 月销量亮眼创历史新高，腾势持续上量

投资要点 5 月比亚迪新能源汽车销量创历史新高，同比高增 109%。根据公司产销快报，比亚迪 5 月新能源汽车销量为 24.02 万辆，同环比+109%/+14%，其中新能源乘用车出口 10203 辆，环比-31.2%，1-5 月累计销量为 100.26 万辆，同比增长 98%，1-5 月累计出口约 6.4 万辆。5 月产量为 24.6 万辆，同比+99%，环比+17.6%，1-5 月累计产量为 102.29 万辆，同比增长 48%。纯电份额环比持平，腾势品牌持续上量。5 月比亚迪插混乘用车销量为 11.95 万辆，同环比+96%/+14%，占比 50%，同比-3pct，环比持平，1-5 月累计销量 50.79 万辆，累计同比增长 103%；纯电乘用车销量为 11.96 万辆，同环比+124%/+15%，占比 50%，同比+3pct，环比持平，1-5 月累计销量 48.86 万辆，累计同比增长 92%。王朝、海洋车型 5 月销 22.81 万辆，同比增长 100%；腾势品牌 5 月销 11005 辆，环比增长 5%。23 年新车型推出叠加出口贡献增量，预计总销量超 300 万辆，同增 60%+。23Q1 公司发布基于易四方技术的“仰望”品牌，年内有望推出海狮、腾势 N7、宋 PLUS 改款等车型，预计 2023 年比亚迪将实现从十万元至百万元车型的全覆盖。此外，公司积极推进海外市场布局，比亚迪正式进入日本、墨西哥乘用车市场，同时纯电动大巴已正式进入印尼、毛里求斯等国，海外市场放量助力销量增长，我们预计 2023 年比亚迪新能源

车销量超 300 万辆，同增 60%+，其中出口约 20 万辆。 电池装机量同比高增，23 年出货预计翻番以上增长，储能贡献显著增量。根据比亚迪产销快报，2023 年 5 月动力和储能电池装机 11.49GWh，同环比 +85%/+15%，1-5 月累计装机 48.4GWh，同比增长 78%；受益于欧洲户储及全球大电站项目，预计 23 年公司电池产量超 200gwh，同比翻倍以上增长，其中储能电池出货 30-40gwh，同增 150%+，贡献明显增量。 盈利预测与投资评级：考虑公司销量持续高增，我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预测为 284/361/452 亿元，同增 71%/27%/25%，对应 PE26x/21x/16x，给予 2023 年 35 倍 PE，目标价 341 元，维持“买入”评级。 风险提示：电动车销量不及预期、原材料价格波动等。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：黄细里 研究助理：刘晓恬)

索通发展 (603612)：顺应一带一路发展战略，阿联酋重磅预焙阳极项目落地

投资要点 事件：公司公告，与阿联酋环球铝业 (EGA) 签署《投资谅解备忘录》，拟在阿联酋境内合资建设一处预焙阳极生产基地。 一带一路核心区域重磅项目落地，标志高端预焙阳极产品服务获认可。 根据公司公告：公司和 EGA 在阿联酋共同组建合资公司，公司持股 55%、EGA 持股 45%，以该合资公司为实施主体建设预焙阳极生产基地，以满足 EGA 及周边地区对于预焙阳极产品的需求。项目一期产能为 30 万吨/年、二期产能为 30 万吨/年。合资公司优先将预焙阳极产品销售给 EGA，EGA 将承购项目一期产能的 50%。预计项目一期将于 2023 年 7 月完成选址，2023 年 8 月完成可行性研究，2024 年四季度开始建设，2026 年末开始商业化生产，2027 年二季度末达产。 公司与 EGA 合作是海外客户对公司高端预焙阳极产品和服务的高度认可。阿联酋是世界第五大原铝生产国，EGA 是世界最大的高纯铝生产企业，也是阿联酋除石油、天然气之外最大的工业企业。自 2006 年起，EGA 一直是公司重要的海外客户，基于 17 年的业务合作与信任，EGA 对公司的产品和服务高度认可，双方共同决定由业务合作向产业链融合进一步延伸。 公司与 EGA 合作有望为海外特别是中东客户提供更好的预焙阳极产品和服务。阿联酋既是预焙阳极的重要原材料石油焦产区，又是客户所在地，区位优势明显，结合公司在预焙阳极行业积累的先进技术和工艺优势，有望进一步为中东及海外客户提供更加优质的产品和服务。 行业底部主动布局产业链，海外市场、高端产品市场值得期待。 1) 根据公司调研内容，2023Q1 预焙阳极全行业亏损，有 139 家生产企业处于停产状态、49 家处于长期停产状态、4 家处于半停产状态，行业底部公司加速产业链布局，目前已经在海外建立了自己的石油焦专属码头，节省运费、稳定价格。 2) 高端产品为主的海外市场方面，公司是连续 14 年预焙阳极海外出口第一名，很多客户都有了 10 年以上的商业合作。近年来华峰铝业在印尼、山东创新在沙特均有产能布局，公司作为这些下游铝业公司的重要客户和战略合作伙伴，海外市场拓展值得期待。 盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023-2025 年归母净利分别为 11、16、20 亿元，对应 PE 分别为 9、6、5 倍，维持“买入”评级。 风险提示：行业需求下降、竞争加剧造成产品价格和毛利率持续下降等

(证券分析师：刘博 证券分析师：唐亚辉 研究助理：米宇)

理想汽车-W (02015.HK)：L7 连续两月交付破万持续高增，单月创收突破百亿

投资要点 公告要点： 2023 年 5 月，理想汽车共计交付新车 28277 辆，同比+146.0%，环比+10.1%，再创单月交付历史新高。 L7 连续两月交付破万，5 月营收首次突破 100 亿元，2023 年业绩表现值得期待。5 月理想汽车共交付新车 28277 辆，连续第三个月交付量超 2 万辆。月销量同比涨幅较大主要系去年同期零部件供应链紧张影响交付；环比增长系 L7/L8 air 版本开启交付贡献订单增量，其中理想 L7 市场关注度较高，订单饱满，连续两个月交付量破万；公司三大主力车型覆盖 5/6 座中型/中大型新能源 SUV 市场，销量持续领跑新势力玩家；截止 2023 年 5 月 31 日，理想汽车累计交付量超 36.39 万辆，2023 年累计交付 10.65 万辆。截止 5 月 31 日，理想汽车已在全国拥有 314 家零售中心，环比 4 月+12 家，共覆盖 124 个城市；售后维修中心及授权钣喷中心 319 家，覆盖 222 个城市；5 月理想零售中心单店效能为 90 辆/家，环比+5.90%，渠道网络布局加速完善。此外，5 月理想汽车月度营业收入（含税）首次突破 100 亿元，为公司 2023 年超 1000 亿元的营收目标奠定坚实基础。 Q2 理想 L7/8/9 实现完整季度交付，air 版本交付贡献增量，季度交付持续高增；长期来看，双能战略加持，矩阵式组织架构赋能，理想产品周期依然强势。展望 2023Q2，理想汽车预计交付 8 万辆左右。中长期来看，“双能战略”陆续落地，800V 超充方案发布，超充站建设持续推进；AD Max 3.0 城市 NOA 导航辅助驾驶预计于 Q2 开启内测用户推送。截至 2025 年，理想汽车将形成 20 万元以上“1 超级旗舰车型+5 增程电动车型+5 高压纯电车型”的产品布局，全面满足家庭用户的需求。 盈利预测与投资评级：我们维持理想汽车 2023~2025 年营业收入预期为 916/1568/2184 亿元，分别同比+102%/+71%/+39%；归母净利润为 31/88/196 亿元，2023~2025 年同比+254%/+185%/+122%；2023~2025 年对应 PE 分别为 59/21/9 倍。看好后续多款新车有望带来销量持续高速增长，对比行业龙头特斯拉 PS 估值，给予 2023 年 3 倍的目标 PS，对应目标价 149.11 港币，当前股价 110.70 港币。维持理想汽车“买入”评级。 风险提示：新能源汽车行业发展增速低于预期；软件 OTA 升级政策加严；新平台车型推进不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：黄细里 研究助理：杨惠冰）

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>