

# 东吴证券晨会纪要

## 东吴证券晨会纪要 2023-06-07

### 宏观策略

2023年06月07日

#### 宏观周报 20230605: 两大 PMI 各走各路, 谁会先回头?

上周公布的两个制造业 PMI “一升一降”, 产生背离: 5 月官方制造业 PMI 录得 48.8% (环比-0.4pct), 处于荣枯线之下; 而财新 PMI 录得 50.9% (环比+1.4pct), 处于荣枯线之上。两大 PMI 指数 “各奔东西”, 究竟该信谁? 哪个指数又会率先 “回头”?

#### 宏观点评 20230603: 5 月非农: 是美联储换挡的证据吗?

美国数据总是给人 “惊喜”。本月新增非农就业 (33.9 万人) 大超预期, 但失业率 (3.7%) 又创下近半年来的新高。

晨会编辑 张良卫

执业证书: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

### 固收金工

#### 固收周报 20230605: 如何看待 2023 年 6 月的流动性情况?

2023 年 6 月流动性是否存在压力? 根据美国 4 月 CPI 以及 PPI 数据, 美债未来方向预计如何波动?

#### 固收深度报告 20230605: 转债行业图谱系列 (八) — 地产链之家居行业可转债梳理 (下)

后市展望: 欧 22 转债和松霖转债表现或占优。

#### 固收周报 20230605: 反脆弱: “行业-正股-转债” 弹性分析之智尚、鲁泰、台 21 转债

本周 (5 月 29 日-6 月 2 日) 权益市场整体上涨, 多指数收涨; 中证转债指数上涨 0.48%。

#### 固收点评 20230603: 绿色债券周度数据跟踪 (20230529-20230602)

本周 (20230529-20230602) 银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 10 只, 合计发行规模约 67.00 亿元, 较上周减少-73.26 亿元。发行年限均为 3 年及以下中短期; 发行人性质为中央国有企业和地方国有企业; 主体评级以 AAA、AA+和 AA 级为主。发行人地域为北京市、天津市、江苏省、云南省、新疆维吾尔自治区和境外。发行债券种类为商业银行普通债、中期票据、券商专项资产管理、定向工具、公司债和超短期融资券。

#### 固收点评 20230603: 二级资本债周度数据跟踪 (20230529-20230602)

本周 (20230529-20230602) 银行间市场及交易所市场无新发二级资本债。截至 2023 年 6 月 2 日, 二级资本债存量余额达 37,216 亿元, 较上周 (20230526) 增加 195 亿元。

### 行业

#### 眼科医疗服务专题: 需求释放及技术创新促使眼科赛道长坡厚雪, 一超多强共享行业红利

建议关注: 爱尔眼科、华夏眼科、普瑞眼科、何氏眼科、朝聚眼科等。

风险提示: 行业政策风险、市场竞争风险、医院扩张和盈利不及预期风险、医疗事故风险等。

#### 有色金属行业深度报告: 百年未有之变局, 黄金时代!

**摘要 投资要点** 经济步入滞胀格局，美联储加息难以为继，利率下行预期推升金价上涨。前期货币超发叠加大宗商品价格上涨，全球经济呈现滞胀状态。此背景下，美国经济衰退预期逐渐强化，期限利差持续倒挂，预计美联储加息接近尾声。经济下行压力较大的情况下，货币政策预期逐渐转为宽松，名义利率有望下行，金价进入强势周期。历史滞胀时期，黄金价格易涨难跌，是大类资产配置首选。复盘上世纪 70 年代两次石油危机，滞胀阶段通胀高企、成本上行压制经济增长，经济悲观预期下利率长期低位，黄金等贵金属价格凭借抗通胀和保值属性，价格涨幅明显。当前滞胀情形与当时高度类似，预期黄金价格易涨难跌。近期需求回落导致能源价格下行，成本压力略有缓解，但通胀仍居于高位，滞胀或超出市场预期。2022 年下半年以来，全球制造业 PMI 连续 8 个月低于临界线，经济疲弱导致需求下行，能源价格高位回落；但逆全球化趋势下，全球商品供应链效率下降，成本端压力仍然较高。以美国为例，23 年 3-4 月能源 CPI 同比转负，但整体 CPI 降幅有限，仍处于 5.5% 以上高位。考虑到基础能源历史投资不足、供给对价格失去弹性，一旦后续需求出现修复，能源价格或将大幅上涨，通胀上行风险仍然存在。去美元化背景下，美元地位受到挑战，货币资产信用下行，驱动央行购金需求增加。对于央行而言，美元外汇和黄金同为重要的储备资产，且具有一定相互替代性，因此美元指数和黄金价格往往呈现较强的负相关性。然而，美国大规模的货币超发、地缘冲突加剧等因素下，美元信用受到损害，为降低通胀影响，稳定本国货币信用，各国央行购金需求增加，推动金价上行。投资分析意见：复盘历史，黄金股表现与金价基本一致，股价上涨节点和高点早于金价，且低估值、高弹性的公司在金价强势期涨幅较大。因此，我们认为在当前美联储加息接近尾声、黄金价格走势趋强的背景下，建议关注市值/权益产量低、业绩弹性较大的黄金股标的。风险提示：金价下跌，矿山经营受到干扰，美联储加息超预期

**环保行业跟踪周报：生态环境部称年内争取重启 CCER，继续推荐水务优质资产价值重估+半导体治理**

**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：重庆水务，兴蓉环境，鹏鹞环保，三峰环境，再升科技，卓越新能。

**环保行业点评报告：江苏连发三文！就臭氧防治、污染天气、柴油货车污染治理提出明确要求**

**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）

### 社会服务行业点评报告：酒店行业双周报：奢华和中高端酒店 RevPAR 韧性较强

5/21-5/27 周奢华和中高端酒店 RevPAR 环比抗跌，龙头中长期成长可期。各档次酒店 RevPAR 在 5/14-5/27 两周先升后降，主要受到 OCC 影响，在 5/21-5/27 周奢华和中高端酒店 RevPAR 环比更抗跌，经营韧性更强。中长期来看，伴随规模企稳+结构升级，连锁酒店仍有广阔空间，据欧睿数据，到 2026 年中国酒店业市场规模将达 10518 亿元（2020-26 年 CAGR 为 25%），其中主要以产品中高端化升级带动市场规模扩容。疫情期间酒店龙头逆势加速扩张，我们认为行业头部玩家将享受较大业绩恢复弹性与集中度提升带来的规模效应红利。酒店板块推荐首旅酒店、锦江酒店，建议关注君亭酒店、华住集团-S。

### 推荐个股及其他点评

#### 晶盛机电 (300316)：与西部超导签订战略合作协议，超导磁场第五代单晶炉有望快速放量

光伏设备是晶盛机电成长的第一曲线，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 19/15/12 倍，维持“买入”评级。

#### 老凤祥 (600612)：百年黄金招牌价值凸显，国企改革下注入新动力

盈利预测与投资评级：老凤祥是我国黄金珠宝的老品牌，历史底蕴深厚，品牌力强，规模和渠道优势明显，同时也是老牌国企，国企改革推进中，未来经营动力和经营效率都有望进一步释放，我们预计公司 2023-2025 年将实现归母净利润 21.9 亿元/25.8 亿元/29.5 亿元，对应 2023-2025 年 PE 为 15/13/11 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

#### 华住集团-S (01179.HK)：行业增长排头兵，品牌升级踏浪者

#### 长城汽车 (601633)：5 月出口/新能源表现靓丽，枭龙/蓝山加速公司电动转型

5 月批发销量 10.1 万辆，海外出口 2.5 万辆，新能源渗透率提升至 23.5%。哈弗枭龙系列引领四驱市场变革，新技术&新产品联袂赋能公司转型向上。哈弗枭龙 PHEV&枭龙 MAX 开启交付，四驱电混技术引领公司新能源智能电动化进阶；魏牌高山 PHEV/蓝山 PHEV/全新摩卡组合上市，进击高端智能五/六/七座市场；坦克 400Hi4/500Hi4 亮相上海车展；2023 年长城汽车新能源产品出海加速；随着多品牌持续发力新能源，明星大

单品将助力公司完成销量积累，带动公司新能源渗透率快速提升。盈利预测与投资评级：我们维持长城汽车 2023~2025 年归母净利润为 43/80/112 亿元的预测，对应 EPS 分别为 0.50/0.94/1.32 元，对应 PE 估值 46/25/18 倍。维持长城汽车“买入”评级。

**金龙汽车（600686）：5月产销同比高增，销量结构持续优化**

我们维持公司 2023~2025 年营业收入 205/233/266 亿元，同比 +12%/+14%/+14%，维持归母净利润为 0.72/2.41/5.28 亿元，2024~2025 年同比+233%/+119%，2023~2025 年对应 EPS 为 0.10/0.34/0.74 元，PE 为 80/24/11 倍。维持公司“买入”评级。

**宇通客车（600066）：5月产销同环比继续向好，重点推荐！**

宇通客车是汽车行业【中特估&一带一路】的典范，将率先代表中国汽车制造业成为真正意义的世界龙头。我们维持公司 2023~2025 年营业收入为 251/294/345 亿元，同比+15%/+17%/+18%，归母净利润为 13.9/20.1/27.5 亿元，同比+84%/+44%/+37%，对应 EPS 为 0.6/0.9/1.2 元，对应 PE 为 21/15/11 倍。维持公司“买入”评级。

**吉利汽车（00175.HK）：5月销量 12 万辆，同比+34.8%，新车银河 L7 爆款潜力十足**

银河 L7 正式上市，全国 225 家银河门店助力交付，银河+极氪双轮驱动公司电动化转型加速。2023 年公司坚定发力新能源领域，多品牌全价位布局助力新车周期。5 月 31 日银河 L7 上市并开启交付，新车有雷神混动技术加持，搭载 10.25+13.2 英寸液晶仪表盘与中控屏，配备 25.6 英寸 AR-HUD，新车性价比与智能化表现优秀；截止 6 月 5 日，吉利已开启 225 家银河门店，渠道网络持续完善加速产品推广。2023 年公司新车储备充足，下半年公司还有 A 级轿车银河 L6 和搭载自研双 E04 芯片的纯电 SUV 睿蓝 7 等新车待上市。随着智能化新车持续推出，吉利智能化与电动化升级将迈入新台阶。盈利预测与投资评级：我们维持吉利汽车 2023~2025 年营业收入预期为 1783/2353/3009 亿元，分别同比 +20%/+32%/+28%；归母净利润为 50/80/121 亿元，分别同比 -2%/+60%/+50%；对应 PE 分别为 17/10/7 倍，维持吉利汽车“买入”评级。

**绿的谐波（688017）：新品发布会亮点满满，谐波转台&液压等新品打开长期成长空间**

新品发布会亮点满满，谐波转台&液压等新品打开长期成长空间

## 宏观策略

### 宏观周报 20230605: 两大 PMI 各走各路, 谁会先回头?

上周公布的两个制造业 PMI “一升一降”, 产生背离: 5 月官方制造业 PMI 录得 48.8% (环比-0.4pct), 处于荣枯线之下; 而财新 PMI 录得 50.9% (环比+1.4pct), 处于荣枯线之上。两大 PMI 指数“各奔东西”, 究竟该信谁? 哪个指数又会率先“回头”? 两大 PMI 指数的背离其实并不陌生。根据我们统计, 历史上官方 PMI 和财新 PMI 发生背离的概率为 33.0%。由于官方 PMI 和财新 PMI 的统计样本、统计时间、调整方式等方面存在差异, 两大指数发生背离的情况时有发生。不过, 5 月两大指数的“分道扬镳”更显特殊: 不仅环比变动方向不一, 而且分别处于荣枯线上下两侧的情况更是少见。财新 PMI 更偏“出口”; 官方 PMI 则兼顾国内和海外, 综合性更强。通过官方 PMI 和财新 PMI 的统计样本来看, 官方 PMI 样本企业覆盖全国, 同时受国内外经济环境因素影响; 而财新 PMI 涵盖的企业大多位于东部沿海地区, 这些企业的出口占比更高。基于此, 我们猜测官方 PMI 可能与制造业投资(内需)的相关性更高、财新 PMI 与出口(外需)的相关性更高。结果显示, 官方 PMI 与制造业投资的相关性强于财新 PMI, 但与出口金额的相关性稍弱于财新 PMI, 符合我们的猜想。投资降温+出口韧性=两大指数的背离。再结合现在的经济形势来看, 此次官方 PMI 和财新 PMI 的“背道而驰”就不显意外了。目前宏观基本面整体表现为制造业投资降温、而出口保持韧性, 使得以投资(内需)为导向的官方 PMI 下滑, 而以出口(外需)为导向的财新 PMI 却上升。往后看, 怎么变? 由外需驱动的财新 PMI 赢得了一时, 却怎么也赢不了“一世”。在高利率的背景下, 欧美的总需求仍处于下行通道; 越南进出口连续数月下降, 5 月数据仍显萎靡; 这些都是全球需求低迷的“缩影”。单从各国最新 PMI 数据来看, 美国、欧元区、越南等 PMI 均迎来下滑, 外需的“持续发力”看起来并不可靠。因此, 在积压订单势能逐步消耗之后, 我们预计接下来偏外需导向的财新 PMI 将迎来冲击, 并很有可能逐步向官方 PMI 靠拢。上周高频数据显示: 终端需求表现分化, 供给仍偏弱。汽车销量动能不足, 新房销售反弹、二手房销售降温; 出行人流量相对稳定, 但是整车货运量仍处于近 3 年同期的最低位。开工方面建筑业趋缓, 汽车生产节奏平稳。食品及工业品价格初步企稳。流动性方面, 月初资金利率回升。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 20230603: 5 月非农: 是美联储换挡的证据吗?

美国数据总是给人“惊喜”。本月新增非农就业(33.9 万人)大超预期, 但失业率(3.7%)又创下近半年来的新高。其实本来在外部风险事件的频频爆发下, 降息“共识”在不断攀升。但随着美国债务上限问题的“顺利拆弹”, 市场再次集中注意力转向经济数据。异常好的就业不得不扭转降息的可能性, 几天前职位空缺数一公布, 掉期对 6 月加息概率的预期直接换挡, 飙升至 70%。但 5 月非农数据的公布, 除了飙升的 2 年期美债, 市场好像挺“淡定”。那么本月, 美国劳动力市场究竟如何: 美国劳动力市场“紧”是有多“紧”? 美联储中意的职位空缺/失业人数反弹, “罪魁祸首”是难以修复的供需失衡。4 月美国职位空缺人数跃升, 打破此前 3 连降趋势。这导致了美联储

直接观测就业的核心指标—职位空缺/失业人数重回 1.8，逼近历史 2.0 的高点（图 1）。这意味着，每位失业者对应接近 2 个职位空缺。因此，毋庸置疑的是，就业市场还是很紧。倘若未来该比例不能够大幅回落，那么就业市场的降温则需要等待更久。服务业的复苏继续支撑新增就业。如图 2-3，受消费韧性的持续影响，当前就业人数增长最为显著的行业仍为教育和保健服务业。其他服务业子行业，休闲和酒店业的就业人数在 5 月份继续呈上升趋势（+48,000 人），主要集中在餐饮服务 and 饮酒场所（+33,000 人）。医疗保健行业在 5 月份增加了 5.2 万个工作岗位，与 1 年前平均水平相近。虽然就业人数大超预期，但失业率给我们带来一些“安慰”。总量上的“拐点”总是从结构上的边际弱化开始的，那么具体来看：“弱势群体”提前对就业市场的“温度”作出反应。如果就业真的开始降温，那么低学历或者是少数群体（例如拉丁美裔、非洲裔）往往是最先感受到变化的。当前从图 4 可以看出：5 月西班牙裔/拉丁美裔失业率大幅上涨 0.9%，录得 5.6%。但是非洲裔的失业率还在继续下探（图 4）。如果未来非洲裔的失业率也开始上扬，那“弱势群体”失业率的信号灯就真的开始闪烁了，那时就业可能就真的开始降温了。先行指标初请失业金上升，预示疲软迹象但仍处于历史低位。初请失业金人数作为高频数据，在劳动力市场走弱的情况下，该指标的持续上升通常领先于就业人数的稳步下降。本周初请失业金人数相较 5 月初，暂停了连续上涨的趋势（图 5）。未来延续此前的上涨趋势才是稳住就业的第一步。工资上行压力让通胀难放缓。由图 6 可以看到，薪资与核心通胀高度共振。5 月的薪资水平，平均时薪增速同比持平，环比增速年化的 3 个月移动平均增长 4.05%，较上月上涨 0.24%（图 7-8）。在消费复苏趋势的延续下，就业密集型的服务部门新增就业人数大涨，给薪资上涨带来压力，为进一步雇佣和提高工资创造了动力，成为工资-通胀回落的阻力。由此来看，就业市场尚未释放转弱“信号灯”，美联储站在十字路口：美联储在经济及金融风险之间需要“再平衡”。从外部风险来看，银行业及债务上限危机暂时的“等风平浪静”让加息更谨慎。美联储可能不再追求利率“更高”。但从内生经济来看，偏紧的就业及环比增速依然偏高的核心 CPI，也让利率不得不在高位维持“更久”。风险提示：劳动供给恢复快于预期；金融体系流动性风险超预期；恐慌情绪蔓延超预期；俄乌局势失控造成大宗商品价格剧烈波动。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

## 固收金工

### 固收周报 20230605：如何看待 2023 年 6 月的流动性情况？

观点 2023 年 6 月流动性是否存在压力：从实体经济角度而言，超额准备金是真正意义上的“高能货币”。 $\Delta$ 超额准备金 =  $\Delta$ 基础货币 -  $\Delta$ 货币发行 -  $\Delta$ 法定存款准备金 =  $\Delta$ 外汇占款 +  $\Delta$ 对其他存款性公司债权 -  $\Delta$ 财政存款 -  $\Delta$ M0 -  $\Delta$ 法定存款准备金。影响超储率的因素有五个：外汇占款、对其他存款性公司债权（主要关注央行公开市场操作）、财政存款、货币发行和法定存款准备金变动。下文将从五因素模型着手，对 2023 年 6 月流动性情况进行预测。（1）2023 年 6 月外汇占款环比增加约 30 亿元，对流动性略有正面影响。（2）5 月资金面维持宽松，DR001 月度均值为 1.3552%，DR007 月度均值为 1.8537%，均处于政策利率之下，因此央行在 5 月 24 日至 5 月 31 日期间仅净投放 770 亿元。（3）2023 年 6 月财政存款净减少 3400 亿元左右。（4）2023 年 6 月 M0 环比减少 40 亿元左右。（5）2023 年 6 月法定存款准备金约增

加 4000 亿元。考虑财政存款、现金走款和银行缴准因素后，2023 年 6 月存在约 1700 亿元的流动性缺口，可通过公开市场投放充分补充。4 月和 5 月 PMI 连续两个月位于荣枯线之下，年初以来的“弱复苏”交易逻辑受到挑战，为保证经济平稳增长，流动性有望保持宽松，不排除提前降息的可能性，且从工业企业利润数据观察发现“主动去库存”的萧条期延长，在此背景下利率存在大幅下行的可能性。美国 5 月非农就业远超市场预期，美债收益率未来预计如何波动：近 10 个工作日内，美债收益率出现冲高回落的大幅波动，10Y 美债收益率最高达到 3.83%，最低达到 3.61%，震荡幅度达到 14BP，目前为 3.69%；对利率更为敏感的 2Y 美债收益率最高达到 4.54%，最低达到 4.26%，震荡幅度达到 28BP，目前为 4.5%。我们认为这其中主要有两股力量推动：（1）债务上限危机造成恐慌，推动收益率上升；协议达成后收益率快速下降。（2）通胀韧性持续，市场加息预期推动美债收益率上浮。向前看，我们认为 10Y 美债收益率或将维持在 3.2%-3.6% 区间内窄幅震荡，主要原因包括但不限于：（1）通胀韧性持续，重新抬头上升概率或较小。虽然 5 月非农就业人数远超预期，但 5 月失业率出乎市场意料并未小幅下行，而是从 4 月的 3.5% 回升至 3.7%，创七个月新高及三年来最大月环比升幅；5 月工资增长也有所放缓，环比增长 0.3%，符合预期，同比增长 4.3%，低于预期值 4.4%。这其中主要的原因系失业率的就业数据是以家庭口径进行统计，而非农就业是以企业口径进行统计。本次家庭调查减少了 31 万个就业岗位，与企业调查趋势相反。从失业率分项来看，本次失业率上升较大的是 18-19 岁以及 20-24 岁的年轻人，分别从 9.4%、5.4% 上升至 10.6%、6.3%。因此我们认为，非农就业火热与失业率上升或相互抵消，就业市场通过工资推动通胀重新上升的可能性较小，但目前通胀水平仍高于目标水平。（2）美国银行业危机仍未结束，美联储为维稳，暂停加息的概率或更大。上周 317 亿美元流入货币市场基金，使其创下 5.42 万亿美元的历史新高，这也是该市场连续第 6 周实现资金流入。自 SVB 银行倒闭引发市场恐慌开始以来——货币市场基金的资金流入总额已经达到 6000 亿美元。此外，美联储的资产负债表上周突然收缩了 500 亿美元，几乎回到了救助 SVB 银行之前的水平。美联储的银行定期融资计划(Bank Term Funding Program, BTFP)资金增加了 17 亿美元，达到了 936 亿美元的历史新高。一系列数据表明，恐慌情绪远未结束，美国银行业风暴仍在继续。目前美国的利率已到达限制性水平，为避免银行业发生后果最严重的系统性金融风险，美联储暂停加息的概率或更大。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：徐津晶 研究助理：徐沐阳）

#### 固收深度报告 20230605：转债行业图谱系列（八）—地产链之家居行业可转债梳理（下）

观点 蒙娜转债—静待溢价率调整的偏债标的：截至 2023 年 6 月 2 日，蒙娜转债的转股溢价率为 83.41%，纯债溢价率为 16.41%，为“偏债型”标的。展望 2023 年，公司存在三大亮点：（1）行业需求恢复、竞争格局优化利好公司发展。（2）经销端增速较快，预计公司将继续加强对经销商的支持力度，推动销售结构持续优化。（3）降本增效措施效果初显，盈利能力改善可期。蒙娜转债交投热情偏弱，溢价率居高，但转债价格较低，因此进攻弹性偏弱但回撤空间有限，配置风险较小，可持有以博正股回暖。帝欧转债—配置风险较小的负纯债溢价率标的：截至 2023 年 6 月 2 日，帝欧转债的转股溢价率为 69.90%，

纯债溢价率为-4.96%，为“偏债型”标的。展望2023年，公司已开始重视C端发展，叠加表现较好的经销业务，有望助力公司整体业绩增长。帝欧转债“高转股溢价率”使其进攻性不足，但“负纯债溢价率”意味着作为附带期权价值的转债，转债价格甚至低于其作为纯债的价值，配置风险较小，适合安全投资派长期持有，耐心等待有利的黑天鹅机会。松霖转债—积极培育第二、第三增长曲线的平衡标的：截至2023年6月2日，松霖转债的转股溢价率为28.81%，纯债溢价率为22.23%，为“平衡型”标的。展望2023年，公司存在三大亮点：（1）传统优势厨卫健康品类持续升级。（2）美容健康产品加速发力，新兴智能健康品类持续培育。（3）持续探索自营品牌业务“松霖·家”，未来形成规模放量后盈利有望改善。松霖转债作为“平衡型”转债，向上弹性较好的同时不乏债底保护，“进可攻，退可守”优势凸显，叠加公司基本面支撑较好，且2023年三四季度海外需求有望回升，因此具备较好的投资价值。欧22转债—“零售+整装”双轮驱动的龙头标的：截至2023年6月2日，欧22转债的转股溢价率为51.45%，纯债溢价率为24.05%，为“偏债型”标的。展望2023年，公司存在三大亮点：（1）大家居战略持续推进，整装业务成为增长主要引擎。（2）双品牌驱动+深化装企合作，推动整装业务高速增长。（3）零售业务稳健增长。公司作为行业龙头，拥有行业领先的渠道运营体系和销售体系，看好公司零售大家居和整装大家居双轮驱动。Q1公司业绩承压，但在手订单充足，正股存在向上弹性，转债价格有望跟随上升，且当前转债价格位于上市以来的最低点，性价比较好，具备较好的投资价值。后市展望：欧22转债和松霖转债表现或占优。（1）从属性来看，松霖转债和欧22转债“进可攻，退可守”优势凸显；蒙娜转股溢价率过高，即使其正股价格抬升，也难以带来转债价格的相应提升，性价比不高；帝欧转债由于其负纯债溢价率，适合安全投资派持有。（2）条款博弈方面，各转债短期内暂无强赎风险，条款博弈主要围绕下修展开。我们认为各标的下修风险均有限，但需注意帝欧转债发行人或因财务压力下修促赎。（3）正股景气度方面，欧22转债>松霖转债。一方面，面对2022年地产行业下行、终端需求承压、原材料波动等不利因素，欧派家居和松霖科技均实现营收逆势增长。另一方面，两家公司业务逻辑清晰，发展前景广阔。（4）从机构持仓占比来看，帝欧转债>蒙娜转债≈松霖转债>欧22转债，与转债上市先后顺序近似。从持仓环比变化来看，2023Q1机构对欧22转债和松霖转债新增关注较多。风险提示：强赎风险，正股波动风险，转股溢价率主动压缩风险。

（证券分析师：李勇 研究助理：徐沐阳）

### 固收周报 20230605：反脆弱：“行业-正股-转债”弹性分析之智尚、鲁泰、台21转债

“行业-正股-转债”弹性分析之智尚、鲁泰、台21转债：总结来说，由于各标的正股会放大行业的涨跌幅，而转债会缩小正股的涨跌幅，因此在择券时更应重视转债的正股侧；进一步分析“行业-正股”侧弹性系数的影响因素，正股的盈利增速应作为重要的标准。本周（5月29日-6月2日）权益市场整体上涨，多指数收涨。两市日均成交额较上周放量约1357.04亿元至9467.41亿元，周度环比回升16.73%，北上资金全周净流入50.21亿元。行业方面，本周（5月29日-6月2日）31申万一级行业中16个行业收涨，其中9个行业涨幅超2%；传媒、计算机、通信、有色金属、房地产涨幅居前，分别上涨9.67%、6.39%、6.26%、3.42%、2.65%；煤炭、医药生物、电力设备、美容护理、农林牧渔跌幅居前，跌幅分别达-2.84%、-2.07%、-1.71%、-1.40%、

-1.38%。本周（5月29日-6月2日）中证转债指数上涨0.48%，29个申万一级行业中25个行业收涨，其中行业涨幅超过2%的行业共2个。传媒、计算机、电子、机械设备、国防军工涨幅居前，分别上涨4.73%、4.39%、1.99%、1.74%、1.68%；电力设备、交通运输、农林牧渔、医药生物居前，分别下跌-0.68%、-0.43%、-0.22%、-0.03%。本周转债市场日均成交额大幅放量49.21亿元，环比变化10.92%；成交额前十位转债分别为新致转债、新港转债、声迅转债、游族转债、智尚转债、景23转债、惠城转债、光力转债、小康转债、中矿转债；周度前十转债成交额均值达85.57亿元，成交额首位达176.44亿元。从转债个券周度涨跌幅角度来看，约72.56%的个券上涨，约51.89%的个券涨幅在0-1%区间，20.68%的个券涨幅超2%。股债市场情绪对比：本周（5月29日-6月2日）转债市场周度加权平均涨跌幅、中位数为负、正股市场周度加权平均涨跌幅、中位数为正。从成交额来看，本周转债市场成交额环比上升10.92%，并位于2022年以来21.40%的分位数水平；对应正股市场成交额环比增加9.44%，位于2022年以来22.80%的分位数水平；正股、转债成交额均大幅放量，相对于转债，正股成交额所处分位数水平更高。从股债涨跌数量占比来看，本周约27.63%的转债收涨，约51.10%的正股收涨；约33.99%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：当前可转债市场处于“资金面缺位+局部信用风险积聚”的状态。三月以来，数字经济、AI、半导体、泛科技、中特估板块不断轮动。转债市场既穿越了因数字经济标的相继赎回而交易萎靡的下行期，又逢中特估行情抬升交易热情。持续火热逾两月的万兴转债停止交易后，叠加正股交易“寒气”传递，上周转债市场热度暂行告落。板块轮动不断加快、市场对信用违约边际定价的调整背景下，后市资金流向何处？我们回归政策面和业绩逻辑，锚向“新”海外出口、“一带一路”和估值低位板块。同时，我们需要关注市场对信用风险的关注，高评级底仓类品种未必迎来溢价抬升，但市场对低资质、低评级标的的警惕情绪或致相关标的溢价端面临“下杀”风险。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 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 20230603：绿色债券周度数据跟踪（20230529-20230602）

观点 一级市场发行情况：本周（20230529-20230602）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券10只，合计发行规模约67.00亿元，较上周减少-73.26亿元。发行年限均为3年及以下中短期；发行人性质为中央国有企业和地方国有企业；主体评级以AAA、AA+和AA级为主。发行人地域为北京市、天津市、江苏省、云南省、新疆维吾尔自治区和境外。发行债券种类为商业银行普通债、中期票据、券商专项资产管理、定向工具、公司债和超短期融资券。二级市场成交情况：本周（20230529-20230602）绿色债券周成交额合计464亿元，较上周减少78亿元。分债券种类来看，成交量前三为非金公司信用债、金融机构债和利率债，分别为193亿元、162亿元和65亿元。分发行期限来看，3Y以下绿色债券成交量最高，占比约81.19%，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、公用事业和交通运输，分别为 213 亿元、120 亿元和 21 亿元。分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、福建省和湖北省，分别为 185 亿元、57 亿元和 51 亿元。估值偏离%前三十位个券情况：本周（20230529-20230602）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 G 三峡 EB2(-1.43%)、G 三峡 EB1 (-1.42%) 和 G20 柳控 2 (-0.42%)，其余折价率均在-0.3%以内，主体行业以公用事业和金融为主，中债隐含评级以 AAA-评级为主，地域分布以湖北省和北京市居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 20 宜春创投绿色债(1.46%)、G19 青州(0.41%)和 23 光大绿环 GN001(0.28%)，其余溢价率均在 0.27%以内。主体行业以金融和公用事业为主，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)

### 固收点评 20230603：二级资本债周度数据跟踪 (20230529-20230602)

观点 一级市场发行与存量情况：本周（20230529-20230602）银行间市场及交易所市场无新发二级资本债。截至 2023 年 6 月 2 日，二级资本债存量余额达 37,216 亿元，较上周（20230526）增加 195 亿元。二级市场成交情况：本周（20230529-20230602）二级资本债周成交量合计约 1605 亿元，较上周增加 335 亿元，成交量前三个券分别为 23 浙商银行二级资本债 01（265.93 亿元）、21 邮储银行二级 01（50.20 亿元）和 23 农行二级资本债 01A（44.23 亿元）。分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、浙江省和上海市，分别约为 960 亿元、315 亿元和 118 亿元。从到期收益率角度来看，截至 6 月 2 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：-0.19 BP、-1.89 BP、1.11 BP；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：-2.00 BP、-1.70 BP、1.30 BP；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：-3.52 BP、-3.52 BP、-0.52 BP。估值偏离%前三十位个券情况：本周（20230529-20230602）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 23 天津银行二级资本债 01（-1.40%）和 20 东营银行二级 01（-0.81%），其余折价率均在-0.7%以内。中债隐含评级以 AAA-评级为主，地域分布以北京市、上海市和天津市居多。溢价个券方面，溢价率前二的个券为 22 威海商行二级资本债 01(0.64%)和 22 西安银行二级 01(0.52%)，其余溢价率均在 0.5%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)

## 行业

### 眼科医疗服务专题：需求释放及技术创新促使眼科赛道长坡厚雪，一超多强共享行业红利

n 本报告从业务增长/公司对比角度研究眼科医疗服务行业，及回答：为何疫后眼科服务赛道率先恢复高增速？如何对比来看眼科公司的成长与投资？Ø 疫后眼科医疗服务赛道率先恢复高增长，供需两旺驱动行业高景气发展。眼科医疗服务公司 2023 年 Q1 季度收入、利润

端均快速恢复，在医疗服务专科赛道里面增速尤其亮眼，A股爱尔眼科、华夏眼科、普瑞眼科、何氏眼科、光正眼科5家公司收入、归母净利润、扣非归母净利润加总平均增速分别为21.29%、52.34%、33.9%。疫后眼科医疗服务增长快速恢复，我们认为，一方面是由于疫情期间积累需求的释放，另一方面源于眼科需求的持续增长与眼科医疗公司加快扩张，推动行业持续高景气。

Ø眼科患者人群基数庞大，社会老龄化与数字化生活习惯下眼科患病率提升，术式升级与诊疗率/手术率提升驱动需求释放。消费眼科（屈光项目+视光项目）领域，据弗若斯特沙利文统计，2019年我国屈光不正患者人数达10亿人，其中近视患者约6亿人，预计2025年我国近视患者超过7.5亿人，其中6-18岁青少年峰值约达1.2亿人；而2021年我国屈光近视矫正手术量仅为0.7/1000，相较美国仍有3倍空间；2020年中国大陆角膜塑形镜渗透率约1.26%，相比于中国香港9.7%、中国台湾5.4%和美国3.5%仍有较大提升空间。屈光视光患者人群基数庞大、手术率/治疗率低，潜在需求空间广阔，我们认为，随着屈光术式升级带来手术安全性提升、近视防控产品供给增加、眼科公司扩张加速市场教育成熟等，未来消费眼科业务仍将保持高增长。白内障领域，根据华夏眼科招股书，2019年我国白内障患者人数约1.26亿人，60岁以上人群白内障发病率超80%，而我国每百万人口白内障手术率相较于印度、美国等仍有2倍以上差距，国家眼健康计划推动白内障手术率提升，飞秒激光白内障手术、多焦点人工晶体等推动高端术式发展。基础眼病领域，老龄化下基础眼病发病率提升，刚需稳定增长，民营发展空间大。干眼症、老花等新领域，我国干眼症发病率21-30%，物理治疗、环孢素等疗法应用将开发市场增长；我国45岁以上人口中老花人群达3.9亿人，激光视力矫正、老花眼屈光晶体置换术等术式发展，将有望推动老花蓝海市场发展。根据测算，2025年我国眼科医疗服务市场（口径包括屈光手术、青少年近视防控、白内障手术、青少年斜弱视、眼底病、眼表病）有望达2471亿元，2021-2025年CAGR为19.44%；2030年有望达5211亿元，2021-2030年CAGR为16.09%，眼科行业保持高景气发展。

Ø民营眼科快速发展，后进眼科加快扩张布局，“一超多强”共享行业发展红利。1)从市场竞争角度，以爱尔为龙头的一超多强格局形成，后进玩家相继加快全国扩张布局，核心城市增量市场持续开发。2)从眼科公司收入/利润增长角度，医院扩张及规模增加驱动收入增长，小眼科公司店龄结构年轻，随着医院扩张与医院爬坡，收入规模保持快速增长。随着新院单店爬坡，及产业基金承担新建医院角色后，上市公司体内利润增长加速，另一方面，消费眼科占比提升、规模效应降低成本率、运营管理及品牌成熟度改善费用率，是利润提升的主要途径。4)从眼科公司资源禀赋与长期成长看，稳定的获医能力与完善的医生培养体系、持续技术升级与新领域业务发展，是驱动公司长期可持续快速发展的重要因素。

Ø建议关注：爱尔眼科、华夏眼科、普瑞眼科、何氏眼科、朝聚眼科等。

Ø风险提示：行业政策风险、市场竞争风险、医院扩张和盈利不及预期风险、医疗事故风险等。

（证券分析师：朱国广 证券分析师：冉胜男）

### 有色金属行业深度报告：百年未有之变局，黄金时代！

投资要点 经济步入滞胀格局，美联储加息难以为继，利率下行预期推升金价上涨。前期货币超发叠加大宗商品价格上涨，全球经济呈现滞胀状态。此背景下，美国经济衰退预期逐渐强化，期限利差持续倒挂，预计美联储加息接近尾声。经济下行压力较大的情况下，货币政策预期逐渐转为宽松，名义利率有望下行，金价进入强势周期。 历

史滞胀时期，黄金价格易涨难跌，是大类资产配置首选。复盘上世纪70年代两次石油危机，滞胀阶段通胀高企、成本上行压制经济增长，经济悲观预期下利率长期低位，黄金等贵金属价格凭借抗通胀和保值属性，价格涨幅明显。当前滞胀情形与当时高度类似，预期黄金价格易涨难跌。近期需求回落导致能源价格下行，成本压力略有缓解，但通胀仍居于高位，滞胀或超出市场预期。2022年下半年以来，全球制造业PMI连续8个月低于临界线，经济疲弱导致需求下行，能源价格高位回落；但逆全球化趋势下，全球商品供应链效率下降，成本端压力仍然较高。以美国为例，23年3-4月能源CPI同比转负，但整体核心CPI降幅有限，仍处于5.5%以上高位。考虑到基础能源历史投资不足、供给对价格失去弹性，一旦后续需求出现修复，能源价格或将大幅上涨，通胀上行风险仍然存在。去美元化背景下，美元地位受到挑战，货币资产信用下行，驱动央行购金需求增加。对于央行而言，美元外汇和黄金同为重要的储备资产，且具有一定相互替代性，因此美元指数和黄金价格往往呈现较强的负相关性。然而，美国大规模的货币超发、地缘冲突加剧等因素下，美元信用受到损害，为降低通胀影响，稳定本国货币信用，各国央行购金需求增加，推动金价上行。投资分析意见：复盘历史，黄金股表现与金价基本一致，股价上涨节点和高点早于金价，且低估值、高弹性的公司在金价强势期涨幅较大。因此，我们认为在当前美联储加息接近尾声、黄金价格走势趋强的背景下，建议关注市值/权益产量低、业绩弹性较大的黄金股标的。风险提示：金价下跌，矿山经营受到干扰，美联储加息超预期。

(证券分析师：郭晶晶 证券分析师：陈李)

### 环保行业跟踪周报：生态环境部称年内争取重启CCER，继续推荐水务优质资产价值重估+半导体治理

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：重庆水务，兴蓉环境，鹏鹞环保，三峰环境，再升科技，卓越新能。 CCER重启在即，支持林业碳汇等纳入碳交易市场。5月30日，生态环境部气候司司长李高表示，目前正在抓紧启动全国统一的温室气体自愿减排交易系统各项工作，争取今年内重启CCER，将继续支持林业碳汇等项目的核定自愿排放量进入全国碳交易市场参与交易，进行配额的清缴抵消，更好发挥市场作用和碳定价功能。国家林业和草原局副局长唐芳林表示，要深入研究林草碳汇定价制度和自愿减排碳信用价格机制，规范林草碳汇项目开发，激励引导林草碳汇产品使用。 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+价格改革。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) 5.83%，2022年净现比提至2.31，自由现金流转正。预计2023-2025年业绩复增10%，对应2023年PE 8.5。建议关注【重庆水务】【兴蓉环境】【首创环保】【中山公用】等。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，股息率(TTM) 7.64%，对应2023年PE 4倍；【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倍。建议关注【三峰环境】国补加速，设备发力海外市场，对应2023年PE 10倍。(估值日期：2023/6/4) 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，水泥固废&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】重金属污染、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：水务行业点评：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。风险提示：政策推广不及预期，财政支出低于预期，行业竞争加剧。

(证券分析师：袁理 研究助理：陈孜文)

### 环保行业点评报告：江苏连发三文！就臭氧防治、污染天气、柴油货车污染治理提出明确要求

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、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：朱自尧)

### 社会服务行业点评报告：酒店行业双周报：奢华和中高端酒店 RevPAR 韧性较强

投资要点 5/21-5/27 周奢华和中高端酒店 RevPAR 韧性较强。据 STR 的数据显示，1) RevPAR (每间可售房收入)：从 5/14-5/27 两周的同比增幅的平均值来看，奢华酒店>经济型酒店>头部酒店集团>中高端酒店，四类酒店 RevPAR 于 5/14-5/27 两周先升后降，同比增速自五一黄金周后逐步下滑，按 5/21-5/27 周 RevPAR 环比跌幅排序为奢华酒店<中高端酒店<头部酒店集团<经济型酒店，奢华和中高端酒店更为抗跌，显示出较好的经营韧性。分拆来看，2) OCC (入住率)：5/14-5/27 两周 OCC 的平均值排序为头部酒店集团>中高端酒店>经济型酒店>奢华酒店，分别为 76%、75%、67%和 65%，但 OCC 同比增幅的平均值排序为奢华酒店>经济型酒店>中高端酒店>头部酒店集团，分别为 25、17、15 和 12pct，四类酒店 OCC 均在 5/14-5/27 两周先升后降。3) ADR (平均房价)：5/14-5/27 两周 ADR 同比增幅平均值排序为头部酒店集团>中高端酒店>奢华酒店>经济型酒店，分别为 35%、29%、26%和 24%，四类酒店 ADR 在 5/14-5/27 两周基本维持平稳。奢华酒店：5/14-5/27 两周 RevPAR 先升后降，5/21-5/27 周 RevPar 环比表现领先行业。分拆来看，OCC 在 5/14-5/27 两周与 RevPAR 走势趋同，是 RevPAR 波动的主要原因。ADR 在 5/14-5/27 两周基本维持平稳。中高端酒店：5/14-5/27 两周 RevPAR 先升后降，5/21-5/27 周 RevPAR 环比表现仅次于奢华酒店。分拆来看，5/14-5/27 两周 OCC 与 RevPAR 走势趋同，是 RevPAR 波动的主要原因。ADR 在 5/14-5/27

两周基本维持平稳。头部酒店集团：5/14-5/27 两周 RevPAR 先升后降，同比增速收窄，5/21-5/27 周 RevPar 环比表现优于经济型酒店。分拆来看，5/14-5/27 两周 OCC 与 RevPAR 走势趋同，是 RevPAR 波动的主要原因。ADR 在 5/14-5/27 两周基本维持平稳。经济型酒店：5/14-5/27 两周 RevPAR 先升后降，同比增速收窄，5/21-5/27 周 RevPar 环比跌幅高于其他类型酒店。分拆来看，5/14-5/27 两周 OCC 与 RevPAR 走势趋同，是 RevPAR 波动的主要原因。ADR 在 5/14-5/27 两周基本维持平稳。投资建议：5/21-5/27 周奢华和中高端酒店 RevPAR 环比抗跌，龙头中长期成长可期。各档次酒店 RevPAR 在 5/14-5/27 两周先升后降，主要受到 OCC 影响，在 5/21-5/27 周奢华和中高端酒店 RevPAR 环比更抗跌，经营韧性更强。中长期来看，伴随规模企稳+结构升级，连锁酒店仍有广阔空间，据欧睿数据，到 2026 年中国酒店业市场规模将达 10518 亿元（2020-26 年 CAGR 为 25%），其中主要以产品中高端化升级带动市场规模扩容。疫情期间酒店龙头逆势加速扩张，我们认为行业头部玩家将享受较大业绩恢复弹性与集中度提升带来的规模效应红利。酒店板块推荐首旅酒店、锦江酒店，建议关注君亭酒店、华住集团-S。风险提示：疫情反复；宏观经济波动；行业竞争加剧风险；酒店公司经营&扩张不及预期风险。

（证券分析师：汤军 证券分析师：李昱哲）

## 推荐个股及其他点评

### 晶盛机电（300316）：与西部超导签订战略合作协议，超导磁场第五代单晶炉有望快速放量

**投资要点** 事件：2023 年 6 月 5 日晶盛机电与西部超导达成战略合作协议。关键线材获稳定供应，利于晶盛磁场扩产&降本：此次晶盛机电与西部超导的战略合作模式我们预计主要为晶盛购买西部超导的线材，晶盛机电的子公司慧翔电液生产超导磁场。从超导磁场的成本构成来看，超导线材占比最大，约 50-60%，其余冷冻机、容器大概占比 5-7%，芬兰 Luvata 为国外龙头，晶盛与西部超导达成合作，能够获得稳定足量的线材供应，方便扩张磁场产能、降低磁场生产成本。目前晶盛子公司慧翔电液是国内超导磁场市占率最高的头部厂商，超导磁场出货已经 200 个+，致力于推动半导体超导磁场的国产化，客户包括中环领先等一线半导体硅片厂商。超导磁场单晶炉渗透率有望快速提升：晶盛机电 2023 年 5 月推出第五代光伏低氧单晶炉，配置超导磁场来降低氧含量，氧含量降低至 7ppma、提效 0.1%-0.5%；目前公司第五代单晶炉已签订约 3500 台设备订单，2023 年有望配置近 300 台带超导磁场的第五代单晶炉，占比约 9%。我们预计随着超导磁场扩产加速，其价格会从 150 万/台逐步降低至 100 万/台、同时电池片效率提升幅度从 0.1%提升至 0.5%，我们预计到 2024 年超导磁场第五代单晶炉在晶盛单晶炉出货中占比有望达 50%、2025 年有望达 100%，新款单晶炉将会是光伏设备中革命性的新产品。N 型硅片质量要求提高，新一轮技术迭代利好设备供应商：N 型硅片竞争由尺寸大小演变为质量高低，具备最新低氧单晶炉设备的先进产能优势明显，晶盛机电、奥特维、连城数控等均推出相应产品，其中晶盛机电选择引入成本略高超导磁场，氧含量降低至 7ppma、提效 0.1%-0.5%，奥特维选择高性价比的优化热场设计方案，氧含量能够降至 9ppma 以下，提效 0.1%+，我们认为低氧单晶炉处于发展初期，利好各家硅片设备商，未来随着硅片规格增多，不同技术路线有可能适配不同客户需求。盈利预测与投资评级：光伏设备是晶盛机电成

长的第一曲线，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 18/15/12 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)

**老凤祥 (600612): 百年黄金招牌价值凸显，国企改革下注入新动力**  
**投资要点** 中国珠宝首饰和民族企业品牌的“百年金字招牌”，2023 年 Q1 实现国企开门红。老凤祥品牌创立于 1848 年，品牌历史悠久，消费者积淀较深，主要三大业务包括黄金珠宝首饰、工艺美术品和笔类文具用品产业。2022 年公司营收/归母净利润 630/17 亿元，yoy+7.4%/-9.4%。2023 年 Q1 收入 245.6 亿元，同比+33%，实现归母净利润 7.2 亿元，同比+76%。得益于春节销售火热，订货会表现亮眼，国企实现开门红。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来，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。老凤祥历史悠久，品牌价值处于同行业的领先地位。自创立之初，老凤祥品牌距今已有 175 年的历史。2022 年，“老凤祥”品牌第 18 次蝉联世界品牌大会“中国 500 最具价值品牌”，位居第 180 位，品牌价值达 454 亿元。2022 年老凤祥入选由德勤“全球奢侈品企业百强榜”第 12 位，多年品牌历史沉淀了丰富的品牌内涵，消费者认同度高。渠道规模行业第二，优势明显。截至 2022 年末，老凤祥拥有网点 5609 家，全年净增 664 家。其中自营银楼、网点 194 家；连锁加盟店 5415 家，净增 656 家，规模上仅次于港资品牌周大福，排名行业第二，公司已经建立起了扎实的渠道网络，有丰富的加盟商资源。随着线下消费场景的恢复，公司基于庞大的经销体系有望实现业绩的快速反弹。“双百行动”，国企改革下有望逐步释放经营活力：“双百行动”下公司加速股权改革，引入战略投资者，实现销售规模增长，在内部治理不断推进优化的过程中，公司经营潜力也有望得到逐步释放。盈利预测与投资评级：老凤祥是我国黄金珠宝的老品牌，历史底蕴深厚，品牌力强，规模和渠道优势明显，同时也是老牌国企，国企改革推进中，未来经营动力和经营效率都有望进一步释放，我们预计公司 2023-2025 年将实现归母净利润 21.9 亿元/25.8 亿元/29.5 亿元，对应 2023-2025 年 PE 为 15/13/11 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，金价波动风险等。

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：谭志千)

**华住集团-S (01179.HK): 行业增长排头兵，品牌升级踏浪者**

**投资要点** 华住是国内规模、增长均领先的多品牌酒店集团。华住集团创立于 2005 年，是中国发展最快的酒店集团之一，2022 年在全球酒店市场上位列第 7 名。公司通过自建、并购和战略联盟等多种方式快速扩张，构建了酒店细分赛道全覆盖的差异化品牌格局。截至 2023 年 3 月，华住旗下已拥有 31 个品牌，8500 多家酒店，覆盖超过 1000 座城市，未来将持续加码中高端酒店，进一步丰富品牌矩阵。行业：巨头轻资产化逆势扩张，成长与周期共振：1) 商业模式：生产要素除企业家才能外均为本地化归集，酒店业形成轻资产加盟特许经营、

委托管理的跨区扩张模式，2017-2022 年锦江/华住/首旅总门店数 CAGR 分别为 11.55%/17.93%/10.02%。2) 成长维度：连锁品牌赋能加盟商实现创收及降本增效，中国酒店连锁化率从 2017 年 20% 提升至 2022 年 39%，酒店龙头市占率持续提升。3) 周期维度：社会投资周期与出行消费需求增长节奏错配形成 3-6 年不等的行业供需周期，2023 年正处于酒店供需增速剪刀差拉大、走向繁荣的阶段。4) 疫情因素：需求短时巨降加速产能出清，三大酒店集团逆势扩张，疫后居民出行意愿快速反弹有望带动酒店业绩转盈。 公司：品牌、流量、技术打造竞争壁垒，管理文化赋能业务发展。1) 品牌：差异化产品形成市场全覆盖。截至 2022 年末，按客房数口径，华住两大强势品牌汉庭/全季分别占大陆经济型和中端连锁酒店市场的 11.41%/12.88%，公司整体的行业市占率为 14.6%。疫情期间公司逆势扩张，发力下沉市场，聚焦中高端品牌结构优化和产品模型升级，是房价结构提升最显著的酒店龙头，自 2020 年以来华住中高端同店 ADR 优势逐步扩大，中高端同店 OCC 领先竞争对手 8-10 个百分点，品牌势能凸显。2) 流量&技术：会员主导、全流程数字化，助力酒店运营降本增效。流量层面，自建会员体系提高客户黏性，截至 2023Q1，中央预定渠道占比高达 62%，对 OTA 平台依赖低，节约引流成本。技术层面，利用人工智能等先进技术，完善技术基础设施体系，优化消费者体验同帮助服务前端降本增效。3) 管理&文化：创始人凝聚管理团队，组织架构和公司文化提升管理效率。创始人李琦先生作为实控人把握公司发展方向。实施区域公司制度，提升品牌运营能力，赛马文化激发员工潜力和团队凝聚力。 盈利预测与投资评级：华住集团作为酒店行业龙头，品牌、流量、技术打造竞争壁垒，管理文化赋能业务发展，在疫情期间逆势扩张，市场格局显著向好，随需求恢复盈利能力实现快速修复并超过疫情前。我们预测华住集团 2023-2025 年归母净利润分别为 33.3/38.0/45.7 亿元，对应 PE 估值为 31/27/23 倍，首次覆盖给予“买入”评级。 风险提示：需求恢复不及预期，行业竞争加剧，门店增长不及预期等

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：石旻璿)

### 长城汽车 (601633)：5 月出口/新能源表现靓丽，枭龙/蓝山加速公司电动转型

投资要点 公告要点：2023 年 5 月长城汽车实现合计产批量为 101181/101020 辆，分别同比 +20.04%/+26.18%，分别环比 +8.45%/+8.50%；5 月哈弗品牌产批量分别为 56779/55600 辆，分别同比 +29.69%/+33.18%，分别环比 +8.97%/+6.38%；WEY 品牌产批量分别为 6076/5770 辆，分别同比 +149.94%/+128.97%，分别环比 +149.12%/+142.95%；长城皮卡产批量分别为 18224/18605 辆，分别同比 -7.06%/+9.39%，分别环比 -2.35%/-0.25%；欧拉品牌产批量分别为 9323/10616 辆，分别同比 -12.05%/-1.41%，分别环比 +4.98%/+19.27%；坦克品牌产批量分别为 10779/10429 辆，分别同比 +36.98%/+30.07%，分别环比 -3.88%/-4.46%。 5 月批发销量 10.1 万辆，海外出口 2.5 万辆，新能源渗透率提升至 23.5%。5 月长城汽车批发销量 10.1 万辆，同环比 +26.18%/+8.50%。1) 分品牌：蓝山 SUV 陆续交付贡献增量，5 月 WEY 品牌销量翻倍，其中蓝山销售 5136 台，四驱车型占比超 90%；新摩卡上市 7 天订单破万辆，后续随全新 MPV 高山上市，新摩卡订单逐步增长，魏牌后续表现值得期待；哈弗二代大狗 PHEV&枭龙新车拉动销量爬坡，5 月品牌销量分别为 3325/3088 辆；欧拉&沙龙双品牌精简模式提升运营效率，欧拉品牌 5 月销量重回 1 万辆水平；长城皮卡&坦克品牌表现好于去年同期，长城炮销量 1.4 万辆。2) 出口：

公司海外出口势头正好,5月出口25131辆,同环比+104.4%/+15.21%,占集团销量24.9%,连续3个月出口量突破2万辆;后续长城出口布局继续加速发展,2024年5月1日,长城巴西新能源工厂预计正式启动运营,海外新能源转型节奏领先同业。3)新能源:5月公司新能源汽车批发量23755辆,同环比+104.13%/+59.83%,新能源产品渗透率继续提升至23.5%,同环比+8.98%/+7.55pct。哈弗枭龙系列引领四驱市场变革,新技术&新产品联袂赋能公司转型向上。哈弗枭龙PHEV&枭龙MAX开启交付,四驱电混技术引领公司新能源智能电动化进阶;魏牌高山PHEV/蓝山PHEV/全新摩卡组合上市,进击高端智能五/六/七座市场;坦克400Hi4/500Hi4亮相上海车展;2023年长城汽车新能源产品出海加速;随着多品牌持续发力新能源,明星大单品将助力公司完成销量积累,带动公司新能源渗透率快速提升。盈利预测与投资评级:我们维持长城汽车2023~2025年归母净利润为43/80/112亿元的预测,对应EPS分别为0.50/0.94/1.32元,对应PE估值46/25/18倍。维持长城汽车“买入”评级。风险提示:需求复苏进度低于预期;乘用车市场价格战超出预期。

(证券分析师:黄细里 研究助理:杨惠冰)

#### 金龙汽车(600686):5月产销同比高增,销量结构持续优化

投资要点 公司公告:金龙汽车2023年5月销量为3209辆,同环比分别+10%/-25%;产量为3702辆,同环比分别+29%/-12%。大中客销量保持韧性,轻客销量环比下降拖累整体产销。分车辆长度看,2023年5月大中轻客销量为1746/5450/913辆,同比分别+95%/+184%/-50%,环比分别-1%/+1%/-54%;产量为1420/835/1447辆,同比分别+80%/+101%/-13%,环比分别-17%/+77%/-28%。销量结构持续优化,大中客占比创历史新高。2023年5月大中客销量占比72%,同环比+34pct/+18pct。公司整体补库。2023年4月公司整体补库493辆,大中轻客库存变化为-326/+285/+534辆,2023年累计加库1958辆。国内国外共振,客车下游需求持续复苏。据公司公告,2023年5月苏州金龙780辆客车交付沙特,金龙客车与智利长途客车销售代理维维佩拉公司签署了战略合作协议,金旅客车与哈萨克斯坦签署战略协议。国内旅行需求持续复苏,多台金龙客车投放青岛崂山、宁夏景区。盈利预测与投资评级:我们维持公司2023~2025年营业收入205/233/266亿元,同比+12%/+14%/+14%,维持归母净利润为0.72/2.41/5.28亿元,2024~2025年同比+233%/+119%,2023~2025年对应EPS为0.10/0.34/0.74元,PE为80/24/11倍。维持公司“买入”评级。风险提示:全球经济复苏不及预期,国内外客车需求低于预期。

(证券分析师:黄细里)

#### 宇通客车(600066):5月产销同环比继续向好,重点推荐!

投资要点 公司公告:宇通客车2023年5月产量为3616辆,同环比分别+47%/+17%;销量为3133辆,同环比分别+40%/+10%。大中客占比同比高增。分车辆长度看,2023年5月大中轻客产量为1829/1441/346辆,同比分别+129%/+24%/-31%,环比分别+3%/+53%/-7%;销量为1554/1213/366辆,同比分别+82%/+39%/-28%,环比分别+0%/+28%/+8%。大中客销量占比88%,同环比+11pct/+0pct。公司整体补库。2023年5月公司整体加库483辆,大中轻客库存变化为+275/+228/-20辆,2023年累计加库1263辆。发布睿控E平台,引领新能源商用车发展方向。2023年6月5日,宇通举行商用车技术品牌全球发布会,正式发布商用车行业首个软硬件一体化的电动专属平台宇通睿控E平台。该平台包含跨域融合C架构和车机操作系

统 YOS 两大核心，通过 C 架构将车上 50 多个控制器合并成为四个控制器，实现了全栈集中运算，整车区域控制；通过 YOS 实现整车原生安全、强实时的统一管理和控制，兼容各类驱动与应用，通过该平台实现算力提升 200%，控制效能提升 100%。盈利预测与投资评级：宇通客车是汽车行业【中特估&一带一路】的典范，将率先代表中国汽车制造业成为真正意义的全球龙头。我们维持公司 2023~2025 年营业收入为 251/294/345 亿元，同比+15%/+17%/+18%，归母净利润为 13.9/20.1/27.5 亿元，同比+84%/+44%/+37%，对应 EPS 为 0.6/0.9/1.2 元，对应 PE 为 21/15/11 倍。维持公司“买入”评级。风险提示：全球经济复苏不及预期，国内外客车需求低于预期。

(证券分析师：黄细里)

### 吉利汽车 (00175.HK): 5 月销量 12 万辆，同比+34.8%，新车银河 L7 爆款潜力十足

投资要点 公告要点：吉利汽车 5 月批发销量 120053 辆，同环比+34.79%/+5.64%。分品牌来看，吉利品牌销量 92833 辆，同环比+33.82%/+5.61%；领克品牌 14489 辆，同环比+27.78%/+3.40%；极氪品牌销量 8678 辆，同环比+100.42%/+7.12%；睿蓝品牌销量 4053 辆，同环比+0.57%/+11.68%。5 月销量 12 万辆，同比+34.8%，极氪交付量连续两月起 8 千，出口 2.3 万辆，全球化出海加速。1) 销量：据乘联会预测，5 月全国新能源汽车批发销量 67 万辆，同环比+59%/+11%。公司 5 月批发销量 120053 辆，同环比+34.79%/+5.64%，2023 年 1~5 月累计销售 556148 辆，同比+14.14%。2) 燃料类型：公司 5 月新能源汽车销量合计 27036 辆，同环比+20.98%/+9.55%，新能源产品渗透率为 23%，同环比-2.57/-3.78pct，略有下滑；其中 BEV 车型销量 24124 辆，同环比+53.5%/-11.00%，PHEV 车型销量 2912 辆，同环比-25.39%/+5.24%。3) 品牌：吉利与领克品牌销量持续爬坡，5 月吉利品牌销量 92833 辆，同环比+33.82%/+5.61%，领克品牌 14489 辆，同环比+27.78%/+3.40%；极氪品牌表现强势，5 月销量 8678 辆，同环比+100.42%/+7.12%；睿蓝品牌销量 4053 辆，同环比+0.57%/+11.68%；2023 年 4 月 28 日公司完成收购宝腾 49.9% 股权，2023 年 5 月宝腾销量 13793 辆，同比+34%。4) 海外：公司 5 月出口 22864 辆，同环比+45.12%/-0.34%，出口占集团销量比例为 19.04%，公司连续 3 个月出口破 2 万辆，吉利进军全球化品牌步伐加速。银河 L7 正式上市，全国 225 家银河门店助力交付，银河+极氪双轮驱动公司电动化转型加速。2023 年公司坚定发力新能源领域，多品牌全价位布局助力新车周期。5 月 31 日银河 L7 上市并开启交付，新车有雷神混动技术加持，搭载 10.25+13.2 英寸液晶仪表盘与中控屏，配备 25.6 英寸 AR-HUD，新车性价比与智能化表现优秀；截止 6 月 5 日，吉利已开启 225 家银河门店，渠道网络持续完善加速产品推广。2023 年公司新车储备充足，下半年公司还有 A 级轿车银河 L6 和搭载自研双 E04 芯片的纯电 SUV 睿蓝 7 等新车待上市。随着智能化新车持续推出，吉利智能化与电动化升级将迈入新台阶。盈利预测与投资评级：我们维持吉利汽车 2023~2025 年营业收入预期为 1783/2353/3009 亿元，分别同比+20%/+32%/+28%；归母净利润为 50/80/121 亿元，分别同比-2%/+60%/+50%；对应 PE 分别为 17/10/7 倍，维持吉利汽车“买入”评级。风险提示：乘用车下游需求复苏低于预期；价格战超预期。

(证券分析师：黄细里 研究助理：杨惠冰)

### 绿的谐波 (688017): 新品发布会亮点满满，谐波转台&液压等新品打开长期成长空间

事件：5 月 31 日，绿的谐波携手开璇智能、钧微动力、铸极科技、赛

威德四家子公司，共同举办了新品联合发布会。机床高精度数控转台、微型高频响电静液执行器、爬壁作业机器人、机器人液控磨抛工具四款产品首次公开亮相。

**开璇智能新品：**机床高精度数控谐波转台 数控转台为数控机床重要功能部件，既可起到数控回转轴的作用，又可起到承载工件重量、夹持工件的作用。数控转台传动方式众多，主要包括蜗轮蜗杆、凸轮滚子、谐波转台及力矩电机直驱，其中谐波传动精度及传动效率高，但刚性较差，多用于小型&中低负载场景。绿的谐波借助自创的高刚性 Y 系列谐波减速器，研发出刚性+精度双提升的全球首创谐波转台，其产品承载力强，可以实现大行程高刚性加工，进一步拓宽谐波转台应用场景。

**钧微动力新品：**微型高频响电静液执行器（EHA） 电静液执行器（EHA）以液压动力单元为基础，按照电输入信号的指令，利用伺服电机驱动液压缸运动，实现位置、速度和力的精密运动控制。传统 EHA 体积大&易漏油，难以运用到精密传动领域。绿的谐波凭借首创的滚子柱塞泵、高速精准矢量控制电机和插装式长寿命伺服电机泵，大幅降低 EHA 重量和体积，具备高功重比、适应高频变工况、耐高压三大优势。

**赛威德新品：**机器人液控磨抛工具 微型电静液执行器最早由波士顿动力应用在人形机器人关节上，公司研制出 EHA 后，持续寻找产业化落地场景，最终锁定在机器人用液压打磨装置。工业机器人传统磨抛工具以气动为主，而液压磨抛工具具有能耗低、输出力大、体积小重量轻等优势。目前国内抛光打磨机器人正处于快速导入期，液压磨抛工具将同时享受机器人磨抛市场空间扩大&替代传统气动方案的双重红利。

**铸极科技：**永磁吸附爬壁机器人 爬壁机器人是可以在垂直墙壁上攀爬并完成作业的机器人，通常应用于石化储罐、造船、风电、核电等危险、劳动强度大的下游领域。铸极科技核心研发团队来自于上海交通大学，拥有超三十年磁吸附研究经验，成功设计出安全高效的磁吸附爬壁机器人。此外通过将爬壁机器人与焊接系统、喷漆系统、打磨头等工具相结合，能够在危险环境中实现焊接、打磨、检测等复杂应用。

**盈利预测与投资评级：**考虑到公司新品将逐步放量，我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预测分别为 2.21/3.32/4.58 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 103/68/50 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）

## 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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>