

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-06-12

宏观策略

2023年06月12日

宏观点评 20230607: 出口这根“最后的稻草”折了吗?

5月-7.5%的出口增速给经济亮了“红灯”，但是让我们离政策的“绿灯”越来越近。2023年出口有着重要经济作用和政策含义。4月政治局会议明确指出当前经济最大的问题是“内生动力不足”，而今年经济的关键点就在于内生增长真正企稳回升前，出口能否体现出足够的韧性。因此，出口也会是今年影响政策态度的重要因素，如果出口出现超预期下滑，政策出手经济的可能性会大大上升。对于5月偏弱的出口，我们觉得主要可以从两个层面去寻找机会：一是总量上的政策信号；二是结构上的行业机会。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。

晨会编辑 陈李

执业证书：S0600518120001

021-60197988

yjs_chenl@dwzq.com.cn

固收金工

固收点评 20230609: 核心 CPI 涨幅仍于低位徘徊，内需修复任重道远

事件 数据公布：2023年6月9日，国家统计局公布CPI和PPI相关数据：2023年5月，CPI同比上涨0.2%，涨幅较4月上行0.1个百分点；PPI同比下降4.6%，降幅较4月扩大1.0个百分点。债市观点：5月CPI同比止跌回升，PPI同比继上月后延续回落，但降幅有所收窄，我们认为CPI回升趋势已经形成，PPI底部逐渐确认，在内需修复和基数效应的作用下，CPI和PPI有望温和回升。目前，我国内需总体偏弱叠加美联储加息进入尾声，降息的必要性和可行性有所提升。6月8日，六大行正式下调人民币存款利率，表明引导利率下降仍是大势所趋，降息存在可能性，从而带来债券收益率下行机会。风险提示：大宗商品价格波动风险；宏观政策变动风险。

行业

环保行业点评报告：长三角区域生态环境保护协作小组第三次工作会议召开

事件：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≥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 PE4 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) 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。

汽车行业点评报告: 5 月批发环比+12%, 出口创历史新高

投资建议: 重视国常会“新能源车购置税减免再延期”对乘用车/零部件板块行情的催化! 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 月以来汽车的子版块排序: 客车>重卡/两轮>乘用车/零部件。【汽车出海 2023 年最强投资主线】思路下选股: 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。纯出海维度看重点关注【新能源出口-比亚迪】。【政策刺激下有望需求复苏主线】思路下选股: 乘用车/零部件板块: 国常会“新能源车购置税减免再延期”, 有望稳定市场对新能源需求预期, 进一步催化本轮【乘用车/零部件反弹行情】。乘用车优选龙头品牌【比亚迪/理想汽车】, 加速新能源转型【长城汽车/吉利汽车/长安汽车/广汽集团等】, 零部件优选客户优质且业绩确定性【T 链/拓普集团/新泉股份/旭升集团/爱柯迪/嵘泰股份等】, 智能化赛道【德赛西威/华阳集团等】, 赛道空间大且格局较好【伯特利/继峰股份等】。重卡板块主线下同出海逻辑选股。风险提示: 全球地缘政治不确定性增大; 全球经济复苏低于预期; 乘用车价格战超出预期。

环保行业点评报告: 两部门征集 2023 年国家鼓励发展的重大环保技术装备!

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。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。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。

推荐个股及其他点评

周大福 (01929.HK): FY2023 年报点评: 门店扩张进度超预期, 黄金新品表现亮眼

事件: 公司 FY2023 经营利润同比下滑 5.6%: 周大福 FY2023 收入 946.8 亿港元, 同比下降 4.3%, 主要经营利润 94.4 亿港元, 同比下滑 5.6%, 归母净利润 53.8 亿港元, 同比下滑 19.8%, 归母净利润相较于收入端有较大下滑主要因为金价波动对于黄金借贷的损益影响以及人民币汇率的

波动对汇兑损失的影响。 盈利预测与投资评级：周大福是我国黄金珠宝的头部品牌，品牌认知度高，产品力强，考虑到终端需求的恢复仍需要时间，我们下调 FY2024-25 归母净利润从 86/103 亿港币至 78/93 亿港币，预计 FY2026 归母净利润 110 亿港币，最新收盘价对应 2024-26 财年 PE 为 18 /15 /13 倍，维持“买入”评级。 风险提示：同店销售恢复不及预期，消费力走弱等

上汽集团 (600104): 5 月批发环比+7%，出口持续亮眼

事件：上汽集团 2023 年 5 月产量为 393,566 辆，同环比分别 +9.28%/+13.48%，销量为 400,799 辆，同环比分别+10.23%/+7.18%。其中：上汽乘用车 5 月产销量分别为 79,183/73,687 辆，同比分别为 +11.15%/+4.52%，环比分别为 +6.94%/+7.96%；上汽大众 5 月产销量分别为 91,905/92,803 辆，同比分别为 +3.52%/+6.18%，环比分别为 +23.38%/+5.07%；上汽通用 5 月产销量分别为 93,129/92,000 辆，同比分别为 +12.17%/10.79%，环比分别为 +23.28%/+15.00%；上汽通用五菱 5 月产销量分别为 97,641/110,300 辆，同比分别为 +4.83%/+10.30%，环比分别为 +9.48%/+4.75%。盈利预测与投资评级：核心技术新能源三电系统+智能化软硬件全栈布局，飞凡+智己推动自主品牌高端化，合资电动智能变革起步，有望实现销量攀升。我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预期为 134.17/166.17/227.09 亿元，对应 EPS 为 1.15/1.42/1.94 元，对应 PE 为 12/10/7 倍，维持公司“买入”评级。 风险提示：乘用车需求复苏低于预期；行业价格战超预期。

广汽集团 (601238): 集团整体 5 月批发环比+18%，埃安再创新高

事件：广汽集团 5 月乘用车产量为 224,407 辆，同环比分别 +16.63%/+26.74%；销量为 209,587 辆，同环比分别+14.55%/+18.28%。其中，1)广汽本田 5 月产量为 70,427 辆，同环比分别为 +43.61%/+114.89%；销量为 54,408 辆，同环比分别为 +15.46%/+114.05%。2) 广汽丰田 5 月产量为 79,233 辆，同环比分别为 -8.85%/+4.61%；销量为 73,600 辆，同环比分别为 -12.17%/+2.22%。3) 广汽传祺 5 月产量为 29,945 辆，同环比分别为 -10.83%/+20.91%；销量为 34,093 辆，同环比为 +16.16%/+16.62%。4) 广汽埃安 5 月产量 43,214 辆，同环比分别为 +95.19%/+5.76%；销量为 44,875 辆，同环比分别为 +113.12%/+9.42%。 盈利预测与投资评级：自主能源生态产业链实现闭环布局，合资品牌电动转型加速。我们维持 2023-2025 年广汽集团归母净利润预期分别为 88.5/100.32/120.31 亿元，对应 PE 为 12/11/9 倍。维持“买入”评级。 风险提示：乘用车终端价格战超出预期；需求复苏低于预期

宏观策略

宏观点评 20230607: 出口这根“最后的稻草”折了吗?

5月-7.5%的出口增速给经济亮了“红灯”，但是让我们离政策的“绿灯”越来越近。2023年出口有着重要经济作用和政策含义。4月政治局会议明确指出当前经济最大的问题是“内生动力不足”，而今年经济的关键点就在于内生增长真正企稳回升前，出口能否体现出足够的韧性。因此，出口也会是今年影响政策态度的重要因素，如果出口出现超预期下滑，政策出手经济的可能性会大大上升。对于5月偏弱的出口，我们觉得主要可以从两个层面去寻找机会：一是总量上的政策信号；二是结构上的行业机会。PMI < 50 + 出口同比增速 < -5% ≈ 政策窗口期到来。如图1，从历史经验上看，一旦PMI连续跌破50，且出口同比增速降至-5%以下，政策往往会出手应对，货币政策和地产政策都可能出现松动。例如2022年第四季度，PMI和出口双双走弱，疫情政策优化、“金融支持地产16条”和央行降准接踵而来。高基数不是问题，逆季节性下跌可能更加值得注意。5月出口同比增速超预期大幅下滑，去年同期的高基数是重要因素——2022年5月全国稳定经济大盘会议后，各省市将保供给、稳外贸作为重要任务。不过，2022年第四季度出口同样面临高基数的问题，但是这并未成为政策犹豫的理由。可能更重要的是出口的逆季节性走弱，如图2所示，一般而言，第二季度出口金额会逐步增长，但2023年4、5月单月出口金额却逐步下行，类似的情况在2022年第四季度出现过。总量之外，出口整体偏弱的背景更能检验哪些结构性的机会更加具有韧性，具体来看：国别方面，“一带一路”国家相较更稳定，俄罗斯和中东等地区的空间更大。尽管5月出口降温，但是如图3所示，这并未扭转我国出口中一带一路国家份额上升、美欧日份额下降的趋势。尤其值得关注的是整体出口同比增速录得-7.5%的情况之下，中国对俄的出口增速却取得了114.3%的好成绩。“一带一路”基本盘也存在分化，相较而言俄罗斯和中东的弹性更大。我们从“一带一路”国家的角度（主要挑选东盟、俄罗斯和中东三个地区），引入“进口占比”和“进口增速”的维度：一方面，产品进口中“中国占比”相较“欧美日韩占比”偏低，可能一定程度上反映出未来上涨的潜力；另一方面，近年来产品进口增速的加快则意味着相对竞争力有所加强。从这两个维度看，如果以进口中中国占比和欧美日韩占比之差为横轴，以对中国进口增速之差为纵轴，则处于第二象限（占比有差距而且在加速）的产品和行业是更有空间的。参考图5至7，从整体来看，俄罗斯和中东的相对空间比东盟更大（但是从绝对规模上看东盟还是最大的）；商品方面，汽车出口持续亮眼，但电子、半导体的拖累有些超预期。汽车出口金额较4月降温但仍翻倍增长，新能源车在欧美、东盟与俄罗斯市场的开拓前景持续乐观。但机电产品出口金额同比转负，集成电路、手机以及高新技术产品同比跌幅扩大；纺服、玩具等劳动密集型产品同样转负，外部环境恶化+外需萎缩对出口的冲击力有些超预期。我们继续使用上述“占比-增速”的框架，从大类商品类别上看，除去农产品和成品油，基础有机化学品是三个地区（东盟、俄罗斯和中东）共有的进口“洼地”，其次是占我国出口权重最大的机电产品，不过截至2021年中东地区进口我国机电的整体增速偏慢，随着2023年我国和中东关系愈发密切，对该地区的机电出口有望加速；除此之外，参考东盟的情形，我国对俄罗斯和中东的陶瓷、塑料制品出口仍有不小的空间。机电产品中，关注汽车及零部件，机械设备等。细

分机电产品中，三个地区（即东盟、俄罗斯和中东）对中国进口占比较低的汽车、汽车零配件、通用基础设施、机械基础件增速也有明显上升，此外值得注意的是我国造船业在全球的竞争力也不断上升（2022年我国造船完工量、新接订单量和手持订单量均为世界第一）。凭借全球汽车新能源和智能化转型、新能源车渗透率提高的东风，汽车及其零部件的出口尤其值得期待，这一点在5月出口数据中已有体现。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 20230609：核心 CPI 涨幅仍于低位徘徊，内需修复任重道远

事件 数据公布：2023年6月9日，国家统计局公布CPI和PPI相关数据：2023年5月，CPI同比上涨0.2%，涨幅较4月上行0.1个百分点；PPI同比下降4.6%，降幅较4月扩大1.0个百分点。观点 虾蟹、鲜菜价格季节性回落，交通通信价格持续下跌。2023年5月CPI环比下降0.2%，降幅较4月扩大0.1个百分点；CPI同比上涨0.2%，涨幅比4月上行0.1个百分点。从分项来看，食品项价格当月同比较4月上行0.6个百分点，非食品项价格当月同比较4月回落0.1个百分点：（1）由于市场供应充足，虾蟹类、鲜菜、猪肉、鸡蛋和鲜果等价格回落，带动5月CPI下降约0.13个百分点。虾蟹类方面，由于近期海鲜大量集中上市，5月虾蟹类价格环比下降3.5%。鲜菜方面，5月鲜菜价格环比下降3.4%，同比下降1.7%。随着气候转暖，5月鲜菜价格出现环比回落，但受部分产区降雨偏多、光照不足的影响，鲜菜价格环比降幅较4月收窄2.7个百分点，同比降幅较上月收窄11.8个百分点。猪肉方面，产能充足叠加冬季的猪肉消费旺季过去，5月猪肉价格环比下降2.0%。（2）随着假期后出行需求的回落，飞机票和交通工具租赁费等价格下降，带动非食品项价格下行。从环比看，节后出行需求回落，5月交通工具租赁费、飞机票价格环比下降7.2%。而受去年低基数影响，5月飞机票、旅游和交通工具租赁费价格同比上涨14.7%、8.0%和5.1%，但相较于4月涨幅均有所回落。（3）非食品项中衣着分项价格回升、交通通信分项价格持续下降。受换季因素影响，5月服装价格环比上涨0.4%。交通通信分项中，车辆和燃油受车企价格战和国际油价影响，价格持续下跌，5月环比下降0.4%和0.2%，从同比来看，5月汽油、燃油小汽车和新能源小汽车价格分别下降11.3%、5.1%和3.3%，拖累交通通信分项环比和同比分别下降0.6%和3.9%。（4）代表内需的核心通胀仍在低位徘徊，拉动内需亟待更多政策支持。5月，扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨0.6%，涨幅比上月回落0.1个百分点，仍在处于低位。展望后期，尽管非食品项中车辆和燃油的价格仍处于下滑趋势且衣着分项价格将随着换季结束趋于平稳，但CPI同比增长趋势已经形成，我们预计2023年后续的CPI当月同比将温和回升。国内外工业品市场需求不足叠加基数效应，PPI环比、同比持续下降。2023年5月PPI环比下降0.9%，降幅较上月扩大0.4个百分点，同比下降4.6%，较上月扩大1.0个百分点。分项来看，生产资料价格环比下降1.2%，生活资料价格环比下降0.2%。（1）国际大宗商品价格整体下行，带动国内相关行业价格下降。2023年5月布伦特原油期货结算价当月同比下降32.39%，带动化学原料

和化学制品制造业价格和有色金属冶炼和压延加工业价格分别下降2.0%和1.1%。(2)国内工业品需求不足,钢材、水泥等价格下降。在房地产市场持续低迷的背景下,钢材、水泥等建材产品价格持续走低,5月黑色金属冶炼和压延加工业价格环比下降4.2%,非金属矿物制品业价格环比下降0.9%。展望后期,内需增长动力不足,叠加上年价格变动的翘尾影响仍在,我们预计PPI同比仍将维持负值。债市观点:5月CPI同比止跌回升、PPI同比继上月后延续回落,但降幅有所收窄,我们认为CPI回升趋势已经形成,PPI底部逐渐确认,在内需修复和基数效应的作用下,CPI和PPI有望温和回升。目前,我国内需总体偏弱叠加美联储加息进入尾声,降息的必要性和可行性有所提升。6月8日,六大行正式下调人民币存款利率,表明引导利率下降仍是大势所趋,降息存在可能性,从而带来债券收益率下行机会。风险提示:大宗商品价格波动风险;宏观政策变动风险。

(证券分析师:李勇 证券分析师:徐沐阳)

行业

环保行业点评报告:长三角区域生态环境保护协作小组第三次工作会议召开

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PE4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：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：朱自尧)

汽车行业点评报告：5月批发环比+12%，出口创历史新高

投资要点 行业整体概览：观望情绪减退+假期催化下 5 月乘用车整体及新能源车产批环比均实现正增长。乘联会口径：5 月狭义乘用车产量实现 198.5 万辆(同比+18.7%，环比+14.8%)，批发销量实现 199.7 万辆(同比+25.4%，环比+12.4%)；其中新能源汽车产量 66.8 万辆(同比+53.7%，环比+11.4%)，批发销量实现 67.3 万辆(同比+59.4%，环比+11.5%)。由于 3 月东风湖北地区大幅降价带来的消费者观望情绪处于显著改善中，同时 5 月 8 日工信部等 5 部门宣布对于部分实际行驶污染物排放试验(即 RDE 试验)报告结果为“仅监测”等轻型汽车国六 b 车型给予半年销售过渡期，缓解行业去库压力，5 月产批环比恢复明显。展望 2023 年 6 月：排放标准延期稳定车企和市场预期叠加季度末影响，我们预计 6 月行业整体冲量，产量为 217 万辆，环比+9%；批发为 214 万辆，环比+7%。5 月新能源汽车批发渗透率 33.7%，环比-0.3pct。5 月自主品牌/豪华品牌/主流合资品牌新能源渗透率分别为 50.4%/33.6%/4.3%，环比分别+0.9/-1.9/+0.2pct。细分来看，5 月 PHEV 车型批发销量 19.4 万辆，同环比分别+97.8%/+15.7%；BEV 车型批发销量 47.9 万辆，同环比分别+47.8%/+9.8%。出口方面再创新高。5 月乘用车出口(含整车与 CKD) 30.2 万辆，出口绝对值再创新高，同环比分别+64.0%/+1.0%，其中新能源车出口 9.2 万辆，环比+1.2%，新能源车出口量占乘用车出口 30.5%，上汽集团/比亚迪等车企新能源车出口表现较佳。车企层面：企业端普遍去库。目前已披露产销快讯的车企中，多数车企企业端去库。批发口径来看 5 月环比增速表现最佳的车企为广汽本田，环比增速达+114%，主要原因为 4 月终端去库导致基数较低；5 月批发环比表现较差车企为蔚来，新老产品切换期批发销量环比下滑。投资建议：重视国常会“新能源车购置税减免再延期”对乘用车/零部件板块行情的催化！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 月以来汽车的子板块排序：客车>重卡/两轮>乘用车/零部件。【汽车出海 2023 年最强投资主线】思路下选股：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。纯出海维度看重点关注【新能源出口-比亚迪】。【政策刺激下有望需求复苏主线】思路下选股：乘用车/零部件板块：国常会“新能源车购置税减免再延期”，有望稳定市场对新能源需求预期，进一步催化本轮【乘用车/零部件反弹行情】。乘用车优选龙头品牌【比亚迪/理想汽车】，加速新能源转型【长城汽车/吉利汽车/长安汽车/广汽集团等】，零部件优选客户优质且业绩确定性【T 链/拓普集团/新泉股份/旭升集团/爱柯迪/嵘泰股份等】，智能化赛道【德赛西威/华阳集团等】，赛道空间大且格局较好【伯特利/继峰股份等】。重卡板块主线下同出海逻辑选股。风险提示：全球地缘政治不确定性增大；全球经济复苏低于预期；乘用车价格战超出预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：杨惠冰）

环保行业点评报告：两部门征集 2023 年国家鼓励发展的重大环保技术装备！

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 PE4 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：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：朱自尧)

推荐个股及其他点评

周大福 (01929.HK)：FY2023 年报点评：门店扩张进度超预期，黄金新品表现亮眼

投资要点 公司 FY2023 经营利润同比下滑 5.6%：周大福 FY2023 收入 946.8 亿港元，同比下降 4.3%，主要经营利润 94.4 亿港元，同比下滑 5.6%，归母净利润 53.8 亿港元，同比下滑 19.8%，归母净利润相较于收入端有较大下滑主要因为金价波动对于黄金借贷的损益影响以及人民币汇率的波动对汇兑损失的影响。2023 年 Q1 内地经营持续恢复中：FY2023 中国内地收入 816.2 亿港元，同比下滑 6.1%，内地同店销售额同比下滑 13.1%，同店销量下滑 18.1%。分季度看直营同店销售额在 2022 年 Q4 跌幅 33.1%，2023 年 Q1 跌幅收窄至 5.6%。中国港澳地区收入恢复强劲，FY2023 同比实现正增长：FY2023 中国港澳地区收入 130.6 亿港元，同比+8.8%，港澳地区复苏强劲，同店销售额增速达到 18.3%，分季度来看 2023 年 Q1 店铺日均客流增幅约为 40%。公司盈利能力基本保持稳定：FY2023 公司经调整毛利率 23.7%，同比上升 30bps，主要经营净利率 10%，同比基本持平。黄金产品行业销售景气度高，分品类来看 FY2023 黄金类产品收入同比持平，镶嵌类产品收入同比下滑 16.1%，分区域和同店来看，FY2023 内地区域黄金/镶嵌类产品销售额同店分别下滑 10.9%/19.2%，黄金/镶嵌类销量分别下滑 15.2%/26.6%，周大福传承系列占大陆地区黄金零售额的占比约为 40%，公司的人生四美系列自 2022 年 7 月以来销售需求持续增长。FY2023 内地门店净增 1631 家，渠道扩张超预期：截至 2023 年 3 月末，公司在大陆地区有 7269 家周大福品牌门店，同比净增 1631 家，其中周大福加盟门店有 5560 家，净增 1462 家；港澳地区周大福门店 85 家，同比净减少 7 家，其他市场周大福门店 50 家。盈利预测与投资评级：周大福是我国黄金珠宝的头部品牌，品牌认知度高，产品力强，考虑到终端需求的恢复仍需要时间，我们下调 FY2024-25 归母净利润从 86/103 亿港元至 78/93 亿港元，预计 FY2026 归母净利润 110 亿港元，最新收盘价对应 2024-26 财年 PE 为 18/15/13 倍，维持“买入”评级。风险提示：同店销售恢复不及预期，消费力走弱等

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 谭志千)

上汽集团 (600104): 5月批发环比+7%, 出口持续亮眼

投资要点 公告要点: 上汽集团 2023 年 5 月产量为 393,566 辆, 同环比分别 +9.28%/+13.48%, 销量为 400,799 辆, 同环比分别 +10.23%/+7.18%。其中: 上汽乘用车 5 月产销量分别为 79,183/73,687 辆, 同比分别为 +11.15%/+4.52%, 环比分别为 +6.94%/+7.96%; 上汽大众 5 月产销量分别为 91,905/92,803 辆, 同比分别 +3.52%/+6.18%, 环比分别 +23.38%/+5.07%; 上汽通用 5 月产销量分别为 93,129/92,000 辆, 同比分别 +12.17%/10.79%, 环比分别 +23.28%/+15.00%; 上汽通用五菱 5 月产销量分别为 97,641/110,300 辆, 同比分别 +4.83%/+10.30%, 环比分别 +9.48%/+4.75%。5 月集团整体环比持续改善, 出口保持较高水平。5 月狭义乘用车产量实现 198.5 万辆 (同比 +18.7%, 环比 +14.8%), 批发销量实现 199.7 万辆 (同比 +25.4%, 环比 +12.4%), 上汽集团整体产批环比表现略差于行业整体。1) 分品牌来看, 5 月上汽乘用车产批环比均改善, 批发环比表现优于集团整体, 其中智己 5 月销量 2009 辆, 与上月销量持平。新车方面, 飞凡汽车加快用户交付, 飞凡 F7 交付量首次超过 2000 辆。上汽通用五菱批发同环比正增长; 上汽大众/通用 5 月环比均正增长, 其中通用产批同环比表现均好于集团整体。2) 分能源类型来看, 新能源批发渗透率环比有所改善。新能源车 5 月产批分别为 8.23/7.59 万辆, 同比分别 +11.81%/+5.94%, 环比分别 +25.21%/+11.27%。新能源批发渗透率达 18.94%, 同环比分别 -0.78/+0.70pct。3) 分国内外市场来看, 出口保持较高水平。上汽集团 5 月出口 9.18 万辆, 同环比分别 +6.60%/+2.36%。5 月 MG 品牌在欧洲单月销售达 2.1 万辆, 同比 +170%, 稳居英国、德国、法国、意大利、西班牙、瑞典等国新车销量排行榜前列。5 月上汽集团整体去库。5 月上汽集团企业当月库存 -7233 辆 (较 4 月), 上汽大众、上汽通用、上汽乘用车、上汽通用五菱当月库存分别 -898、+1129、+5496、-12659 辆 (较 4 月)。盈利预测与投资评级: 核心技术新能源三电系统+智能化软硬件全栈布局, 飞凡+智己推动自主品牌高端化, 合资电动智能变革起步, 有望实现销量攀升。我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预期为 134.17/166.17/ 227.09 亿元, 对应 EPS 为 1.15/1.42/1.94 元, 对应 PE 为 12/10/7 倍, 维持公司“买入”评级。风险提示: 乘用车需求复苏低于预期; 行业价格战超预期。

(证券分析师: 黄细里 研究助理: 杨惠冰)

广汽集团 (601238): 集团整体 5 月批发环比+18%, 埃安再创新高

投资要点 公司公告: 广汽集团 5 月乘用车产量为 224,407 辆, 同环比分别 +16.63%/+26.74%; 销量为 209,587 辆, 同环比分别 +14.55%/+18.28%。其中, 1) 广汽本田 5 月产量为 70,427 辆, 同环比分别为 +43.61%/+114.89%; 销量为 54,408 辆, 同环比分别为 +15.46%/+114.05%。2) 广汽丰田 5 月产量为 79,233 辆, 同环比分别为 -8.85%/+4.61%; 销量为 73,600 辆, 同环比分别为 -12.17%/+2.22%。3) 广汽传祺 5 月产量为 29,945 辆, 同环比分别为 -10.83%/+20.91%; 销量为 34,093 辆, 同环比分别为 +16.16%/+16.62%。4) 广汽埃安 5 月产量 43,214 辆, 同环比分别为 +95.19%/+5.76%; 销量为 44,875 辆, 同环比分别为 +113.12%/+9.42%。集团产批环比显著改善, 埃安批发再创历史新高。5 月行业狭义乘用车产量实现 198.5 万辆 (同比 +18.7%, 环比 +14.8%), 批发销量实现 199.7 万辆 (同比 +25.4%, 环比 +12.4%), 广汽集团环比表现好于行业整体。1) 分品牌来看, 广本 5 月产批环比上涨幅度较大, 主要原因为 4 月调整产批节奏基数较低, 重点车型雅阁 5 月销量 11715 辆, 同环比分别 +0.07%/+81.32%。广丰 5 月产批

同比下滑,环比增速低于集团整体,重点车型中凯美瑞5月销量18925辆,同环比分别-15.61%/+47.72%;锋兰达5月销量13686辆,同环比分别+102.70%/+17.44%。传祺5月产批表现略差于集团整体,新车方面,传祺E9于5月正式上市,售价区间为32.98-38.98万元。埃安连续三个月销量突破4万台,5月批发创历史新高,其中埃安S5月销量25233辆,同环比分别为+140.25%/+28.94%;埃安Y月销量19178辆,同环比分别为+131.37%/-8.96%。2)分车辆类型来看,轿车5月产量为102,529辆,同环比分别+19.82%/+25.35%;销量为87,933辆,同环比分别+6.63%/+27.61%。SUV5月产量为98,649辆,同环比分别+11.57%/+26.13%;销量为97,502辆,同环比分别+15.59%/+11.02%。MPV5月产量为23,229辆,同环比分别+26.11%/+36.22%;销量为24,152辆,同环比分别+49.59%/+17.96%。5月集团整体补库。根据我们自建库存体系显示,5月广汽集团整体补库,企业当月库存+14820辆(较2023年4月),广本/广丰/传祺/埃安5月企业端库存分别+6,000/+6,650/+7,232/+9,275辆(较2023年4月)。盈利预测与投资评级:自主能源生态产业链实现闭环布局,合资品牌电动转型加速。我们维持2023-2025年广汽集团归母净利润预期分别为88.5/100.32/120.31亿元,对应PE为12/11/9倍。维持“买入”评级。风险提示:乘用车终端价格战超出预期;需求复苏低于预期

(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>