

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-06-14

宏观策略

2023年06月14日

宏观点评 20230613: 6月降息拉开年中稳经济序幕

观点: 今天央行的降息来得有点快。当市场的一致性预期正转向 6 月 15 日下调 MLF 利率时 (也是出经济数据当天), 央行在今天率先下调了 7 天 OMO 利率。我们认为这一举动非同寻常, 此前央行一般都是同日下午下调 MLF 和 OMO 利率, 而上一次 OMO 利率提前于 MLF 利率下调还是在 2020 年疫情刚爆发时, 凸显了政策快速出手应对经济下行的迫切性, 并且在央行快速出手后, 以地产和基建为代表的一揽子稳经济措施随之出台。“稳地产+扩基建”有望成为下半年托住经济的主要抓手, 尤其是地产端, 需要有政策松绑以释放一二线城市的改善性需求。基建上相对于特别国债, 我们更看好政策性开放性金融工具的加码以发挥杠杆效应。另外在消费和制造业领域, 以稳汽车消费和针对性的税收优惠出台也是值得期待的。风险提示: 出口不及预期; 疫情二次冲击风险; 政策不及预期; 欧美经济韧性超预期, 资金大幅回流欧美市场。

晨会编辑 陈李

执业证书: S0600518120001

021-60197988

yjs_chenl@dwzq.com.cn

宏观周报 20230612: 稳增长的政策牌还有哪些?

观点: 参照历史, 数据低于预期的背后往往是政策预期的升温, 结合本轮基本面特点, 有哪些“政策牌”能助经济越过二季度的动能坎? 货币政策方面, 今年首次“降息”要来了? 两个边际变化释放着宽松临近信号: 其一是融资需求转弱, 一季度信贷冲量后票据利率迅速回落, 居民部门举债意愿低迷, 企业中长期贷款独自支撑, 整体呈现“对公需求”占主导的局面; 其二是表述上的微妙转变, 从易纲行长今年 3 月提出“实际利率水平合适”, 到上周五重提“加强逆周期调节”, 我们认为背后的政策加码意愿正在上升, 最早或在本月 MLF 操作上就能看到行动。政策性金融工具或是破局点。促消费政策正在逐步落地, 但地产预计仍以局部调整为主。产业方面, 领导调研持续起到“稳信心”的作用。风险提示: 出口不及预期; 疫情二次冲击风险; 政策不及预期; 欧美经济韧性超预期, 资金大幅回流欧美市场。

固收金工

固收深度报告 20230613: 转债行业图谱系列 (九): 传媒行业之娱乐游戏赛道可转债梳理 (正股与转债分析推荐篇)

观点: 五大维度推荐转债标的: 1) 正股基本面维度: 风语转债 > 游族转债。2) 等平价溢价率测试维度: 风语转债 ≈ 游族转债。3) 股性强弱维度: 游族转债 > 风语转债。4) 转债价格弹性维度: 游族转债 > 风语转债。5) 机构持仓维度: 风语转债 > 游族转债。我们推荐投资风格相对稳健、追求收益风险比最大化、风险厌恶型投资者对正股基本面表现向好、转债属性系“攻守兼备”、市场关注度较高的风语转债予以关注。风险提示: 宏观经济不及预期; 正股表现不及预期; 发行人违约风险。

固收深度报告 20230613: 转债行业图谱系列 (九): 传媒行业之电视广播赛道可转债梳理 (正股与转债分析推荐篇)

观点: 五大维度推荐转债标的: 1) 正股基本面: 贵广转债 > 广电转债 >

湖广转债 \approx 吉视转债。2) 等平价溢价率测试: 广电转债 $>$ 吉视转债 $>$ 贵广转债 $>$ 湖广转债。3) 股性强弱: 贵广转债 $>$ 吉视转债 $>$ 湖广转债 $>$ 广电转债。4) 转债价格弹性: 广电转债 $>$ 贵广转债 $>$ 湖广转债 $>$ 吉视转债。5) 机构持仓: 吉视转债 $>$ 贵广转债 \approx 湖广转债 $>$ 广电转债。我们推荐投资风格略有激进、追求收益风险比最大化、风险承受能力较强的投资者对贵广转债予以关注。风险提示: 行业衰退风险; 正股表现不及预期; 发行人违约风险。

固收深度报告 20230613: 转债行业图谱系列(九): 传媒行业可转债梳理(行业分析篇)

赛道推荐: 1) 看好传媒行业长期修复能力: 短期来看, 随 2023 年来疫情影响消退, 居民消费需求复苏, 传媒行业景气度将逐渐回温; 长期来看, 伴随“融媒体”发展和数字技术持续赋能, 传媒行业发展前景广阔。2) 重点推荐游戏赛道: 政策端转向推动市场风向转暖, 为游戏赛道带来新机遇; 研发端 AI 技术深度赋能, 从降本增效和创新模式两个角度引领供给侧改革; 需求端的短期挑战不改游戏赛道长期前景广阔。风险提示: 宏观经济不及预期; 政策支持力度不及预期; 技术更迭超预期。

固收点评 20230613: 降息的三方面考虑, 利率下行未尽

观点: 降息后由“宽货币”向“宽信用”的传导效果值得关注, 下半年宽松货币政策有延续可能性, 利率下行之路未尽: 我们在 2022 年 4 月 6 日的外发报告《“宽货币”周期中利差曲线形态如何演绎?》中曾指出“货币—信用—经济”的传导链条。从当前实体经济的举债意愿来看, “宽货币”能否顺利向“宽信用”传导存疑, 无论是从政策利率对实体经济融资成本的约束、贬值对维稳外需的助益, 还是流动性合理充裕对缓释风险的重要性来看, 宽松的货币政策均有望延续, 因此 10 年期国债收益率有充分的下行至 2.5% 的空间。风险提示: 宏观经济不及预期, 货币政策调整超预期。

固收周报 20230613: 反脆弱: “行业-正股-转债”弹性分析之银轮、爱迪、麒麟转债

观点: “行业-正股-转债”弹性分析之银轮、爱迪、麒麟转债: 总结来说, 在本周案例中, 由于各标的“行业-正股”侧弹性系数总体大于“正股-转债”侧弹性系数, 因此在择券时更应重视转债的正股侧, 其中正股的 α 属性较抗跌能力而言相对更为重要。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(6月5日-6月9日)权益市场整体下跌, 多指数收跌, 中证转债指数下跌 0.11%。6 月金债组合推荐: 泰福转债、冠盛转债、合力转债、柳工转 2、国泰转债、松霖转债、小熊转债、柳药转债、漱玉转债、水羊转债 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。

行业

电力设备行业点评报告: 国内电动车销量点评: 5 月销量略超预期, 插混份额环比提升

事件: 5 月新能源汽车销量 71.7 万辆, 环增 13%, 略超市场预期。中汽协口径, 5 月新能源汽车销量 71.7 万辆, 同环比+60%/+13%, 渗透率 30%, 同环比+6.1/0.6pct。2023 年 1-5 月累计销量 293.9 万辆, 同比增长 47.3%, 累计渗透率为 27.7%; 5 月电动车产量为 71.3 万辆, 同环比+53%/+11%,

2023年1-5月累计产量为300.5万辆，同比+45.1%。投资建议：5月新能源车批发销量71.7万辆，同增60%，环增13%，略超市场预期，5-6月新车上市后订单逐步恢复，2H为旺季，预计全年仍可实现27-30%增长至870-900万辆。目前电动车仍为估值、预期最低点，而行业需求已开始逐步好转，主流公司Q2-Q3盈利可基本见底，锂电板块酝酿反转，首推盈利确定的电池环节（宁德时代、亿纬锂能、比亚迪）、受益于国产替代及新技术的细分环节龙头（曼恩斯特、骄成超声），以及盈利趋势稳健的结构件（科达利）、负极（璞泰来、尚太科技）&电解液（天赐材料、新宙邦）、隔膜（恩捷股份、星源材质）及正极（华友钴业、容百科技、德方纳米、湖南裕能）等。风险提示：电动车销量不及预期、车企竞争加剧。

环保行业跟踪周报：《国务院2023年度立法工作计划》制定生态保护补偿条例、预备制定碳排放权交易管理暂行条例，全面推荐优质环保资产
事件：生态保护补偿条例等17件行政法规草案列入国务院本年度立法计划。6月7日，国务院办公厅发布了关于印发国务院2023年度立法工作计划的通知。通知指出，在推动绿色发展、促进人与自然和谐共生方面，提请全国人大常委会审议矿产资源法修订草案、能源法草案。制定生态保护补偿条例、节约用水条例。预备提请全国人大常委会审议进出境动植物检疫法修正草案、国家公园法草案。预备制定碳排放权交易管理暂行条例，预备修订消耗臭氧层物质管理条例。加强中国生态文明建设的总体要求，将生态保护补偿各项政策纳入法治化轨道。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。

房地产行业跟踪周报：新房二手房销售转弱，政策预期持续加强

周观点：上周新房和二手房销售环比均有所回落，我们认为6月中下旬随着房企冲刺业绩、推货供应增加，新房销售将迎来季节性复苏。但考虑到去年6月高基数影响，新房销售同比预计将承压。我们认为地产政策放松的预期正在逐步加强，供给侧政策加码的概率较需求端更大。此时点对地产股不必太过悲观，推荐关注土储充裕、布局聚焦核心城市、信用资质良好的房企，未来有望率先受益于市场复苏和政策放松；同时建议关注物业和代建行业的投资机会。推荐标的：1) 开发商：保利发展、招商蛇口、滨江集团，建议关注华发股份、中国海外发展、越秀地产、保利置业集团；2) 物业公司：华润万象生活、雅生活服务，建议关注保利物业、越秀服务；3) 代建公司：绿城管理控股。风险提示：房地产调控政策放宽不及预期；行业下行持续，销售不及预期；行业信用风险持续蔓延，流动性恶化超预期；疫情反复、发展超预期。

双碳环保日报：《关于进一步加强危险废物规范化环境管理有关工作的通知（征求意见稿）》发布

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。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

达仁堂（600329）：百年品牌底蕴，混改落地焕发新生

核心逻辑：1) 公司拥有百年历史传承，底蕴深厚，2022年5月更名为“津药达仁堂”，回归老字号；2) 公司借助混改契机，已完成组织结构优化以及营销体系、营销资源整合；3) 公司“三核九翼”战略持续推进，速效救心丸、清咽滴丸、京万红软膏等各产线单品有望在营销改革背景下多点开花，助力公司完成“十四五”工业板块营收每年18%增长等目标。盈利预测与投资评级：考虑到公司拥有百年传承，底蕴深厚，混改落地+营销改革背景下，公司“三核九翼”战略持续推进，各产品线有望多点开花，我们预计公司2023-2025E归母净利润分别为11.14/13.90/17.38亿元，对应当前股价PE分别为33/26/21倍。首次覆盖，给与“买入”评级。风险提示：营销体系改革进展不及预期，市场竞争加剧，原材料涨价等风险。

宏观策略

宏观点评 20230613: 6月降息拉开年中稳经济序幕

今天央行的降息来得有点快。当市场的一致性预期正转向 6 月 15 日下调 MLF 利率时（也是出经济数据当天），央行在今天率先下调了 7 天 OMO 利率。我们认为这一举动非同寻常，如图 1 所示，此前央行一般都是同日下午下调 MLF 和 OMO 利率，而上一次 OMO 利率提前于 MLF 利率下调还是在 2020 年疫情刚爆发时，凸显了政策快速出手应对经济下行的迫切性，并且在央行快速出手后，以地产和基建为代表的一揽子稳经济措施随之出台。我们认为央行的这次快速出手也不例外。正如我们此前的报告所述，历史经验来看，一旦 PMI 连续跌破 50，且出口同比增速降至-5%以下，政策往往会快速出手应对，这不仅仅是货币政策的降息和降准，还伴随着地产调控的松绑和基建投资的加码。本次降息之前，易纲行长已经在上周的上海调研中强调央行下一步将“加强逆周期调节，全力支持实体经济”。可见在货币开始“全力”支持实体经济的同时，其他总量政策也需要协同配合才能形成“合力”。我们预计 6 月 MLF 利率将跟随 OMO 利率下调，但 LPR 存在超预期调降的可能性。尤其是二季度以来地产端压力加大：一是居民购房意愿迅速萎缩，按揭早偿率居高不下；二是进入 5 月以来地产销售环比持续回落，房价重回下行通道；叠加今年新开工深陷萎缩区间，因此不排除 6 月 LPR 调降幅度超过 10bp，以及时遏止房地产重现去年下半年螺旋下跌的局面。在此次降息后，随着 5 月经济数据的公布，稳经济的政策组合拳有望早于 7 月政治局会议出台。鉴于当前经济复苏的内外需动能均明显走弱，我们认为一揽子稳经济措施早于年中政治局会议前出台是有必要的，图 7 列举了我们预期的这些措施可能包含的领域和出台的概率，“稳地产+扩基建”有望成为下半年托住经济的主要抓手，尤其是地产端，需要有政策松绑以释放一二线城市的改善性需求。基建上相对于特别国债，我们更看好政策性开放性金融工具的加码以发挥杠杆效应。另外在消费和制造业领域，以稳汽车消费和针对性的税收优惠出台也是值得期待的。风险提示：出口不及预期；疫情二次冲击风险；政策不及预期；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）

宏观周报 20230612: 稳增长的政策牌还有哪些？

进入 6 月后数据再度反映经济动能整体放缓。具体来看，PMI 数据显示制造业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；出口大幅转冷，回到外需萎缩的“弱现实”；CPI 连续环比连续 4 月萎缩，PPI 继续下探。不过参照历史，数据低于预期的背后往往是政策预期的升温，结合本轮基本面特点，有哪些“政策牌”能助经济越过二季度的动能坎？货币政策方面，今年首次“降息”要来了？两个边际变化释放着宽松临近信号：其一是融资需求转弱，一季度信贷冲量后票据利率迅速回落，居民部门举债意愿低迷，企业中长期贷款独自支撑，整体呈现“对公需求”占主导的局面；其二是表述上的微妙转变，从易纲行长今年 3 月提出“实际利率水平合适”，到上周五重提“加强逆周期调节”，我们认为背后的政策加码意愿正在上升，最早或在本月 MLF 操作上就能看到行动。政策性金融工具或是破局点。今年以来地方债务压力加大、地产下滑导致财政缺口走阔、基建增速放缓的背景下，出台政策性金融工具可以在地方支出不大幅承压的情况下有效拉动基建投资，在年中时点出台可缓解资金“断档”

的风险。促消费政策正在逐步落地，但地产预计仍以局部调整为主。居民部门扩内需的重点正从“房”向“车”切换：5月初国常会提出新能源车下乡，近期商务部宣布开展汽车促消费与家电下乡活动，目前来看大宗消费可开拓的空间较大，但具体的财政支持政策仍未落地；一线城市仍偏稳的房价可能限制了地产政策的“大动作”，短期预计仍以中小城市的宽松以及保交楼为主，不过值得注意的是近期地产销售回落至去年同期水平，且去年同期稳经济一揽子政策落地导致基数较高，今年6月同比压力较大或迫使宽松政策提前出台。产业方面，领导调研持续起到“稳信心”的作用。4月政治局会议后“调查研究之风”热度不减，国务院总理5月在山东调研后紧接在隔天的国常会上提出“落实建设全国统一大市场”，结合总理上周又赴辽宁，我们认为今后“调研+会议”释放的产业信号会是企业层面恢复动能的关注点。上周高频数据显示，需求景气走弱，供给有向好信号。需求端汽车销量5月末回补，零售同比增长较快，但6月预计因高基数压力走弱，地产销售转冷，回落至去年同期水平。供给端建筑业开工仍不乐观，但工业品价格受政策预期提振。风险提示：出口不及预期；疫情二次冲击风险；政策不及预期；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）

固收金工

固收深度报告 20230613：转债行业图谱系列（九）：传媒行业之娱乐游戏赛道可转债梳理（正股与转债分析推荐篇）

观点 2022年正股普遍承压，2023Q1业绩复苏情况分化：1) 风语转债：中国数字科技应用领域龙头企业，公司业务集中于华东区域并辐射全国，已从单一的城市馆业务拓展为城市数字化体验空间业务、文化及品牌数字化体验空间业务“并驾齐驱”的格局，业务客户及行业知名度覆盖全国。虽然在疫情反复背景下公司开拓市场、开展业务节奏减缓因而导致2022年度业绩承压，但是公司较为充沛的在手订单预示公司业绩将有望于2023年迅速恢复，且2023Q1业绩同比扭亏已印证公司将于2023年开启复苏行情，预计伴随AI影响在传媒行业娱乐游戏赛道中提供更多催化，行业基本面β修复态势清晰，后续基本面改善趋势明确，在市场调整企稳后公司估值增长空间有望进一步打开。此外，数字文旅试点、城市更新、杭州亚运会等重大政策机遇，叠加AIGC应用降本增效成效渐显，公司未来驱动因素较强；2023/5/17 PE (TTM) 为 63.92 倍，处于上市以来 86.8% 分位，估值位置偏高，需谨慎把握配置时机。2) 游族转债：集全球化研发运营于一体的游戏公司，产品分为移动游戏和网页游戏两类，业务收入主要来源于海外市场，故由于2022年欧美亚游戏市场出现萎缩，叠加供应链困难等全球宏观经济因素影响，公司各业务板块收入均随行业整体下滑，2022年与2023Q1业绩均处于阶段性承压。当前公司基于“全球化卡牌+”战略方向，持续提升研发投入并执行精细化运营策略筑建“创新+工业化”护城河，积极储备优质产品及IP优势以有序打造产品矩阵；2023/5/17 PE (TTM) 为负，随着储备产品的陆续上线，公司运营层面驱动力不减，业绩或可得到恢复。转债行情分析与复盘：1) 风语转债：平衡型标的，具有一定向上弹性空间，兼备随正股价格上涨的“进攻性”和债底安全边际的“防守性”，但溢价率略高，故股性不显著。当前转债价格处于相对高位，但一方面风语转债价格主要由平价驱动，另一方面风语转债系传媒行业可乘AI之风起舞的重要

标的，故转债估值或尚未偏贵，仍具备投资吸引力。近期平价呈现向下修线靠拢趋势，但结合转债处于“青年期”，预计下修条款博弈价值有限，强赎风险较低。转债市场热度高涨，结合公司在手订单逐渐变现，业绩开启修复，性价比高于游族转债。

2) 游族转债：平衡偏股型标的，转债价格与股价涨跌相关性较强，叠加其转股溢价率较低，弹性空间好于风语转债。当前转债价格处于高位，价格变动总体由平价驱动，上市以来历经数次拉升及回落，溢价部分一度走阔，价格与平价走势波动明显，呈现显著的不确定性；市场交投情绪有所分化。

五大维度推荐转债标的：1) 正股基本面维度：风语转债 > 游族转债。风语转债虽 2022 年业绩承压，但其 2023Q1 业绩回升迅速，叠加正股内外驱动因素均较强劲，故其正股基本面表现较好；游族转债 2022 年业绩同样承压，且 2023Q1 仍未出现拐点，但考虑其内部驱动因素有望发力，因此建议短期内静待其业绩修复信号显现。2) 等平价溢价率测试维度：风语转债 ≈ 游族转债。尽管 2 只标的估值均略有偏高，但风语转债溢价率更接近模型预测值区间上限，表明当前估值更为合理；但高平价区间下，游族转债出现套利机会概率增速略高。3) 股性强弱维度：游族转债 > 风语转债。2 只标的均属“平衡型”，其中游族转债因溢价率更低而呈现股性更强的特点。4) 转债价格弹性维度：游族转债 > 风语转债。平衡偏股型游族转债弹性空间略大，与股性强弱维度结论一致。5) 机构持仓维度：风语转债 > 游族转债。风语转债机构增持幅度大于游族转债且几乎全部机构选择增持，而部分持仓游族转债机构选择维持或减持，表明市场对风语转债更为关注。6) 综上，我们推荐投资风格相对稳健、追求收益风险比最大化、风险厌恶型投资者对正股基本面表现向好、转债属性系“攻守兼备”、市场关注度较高的风语转债予以关注。风险提示：宏观经济不及预期；正股表现不及预期；发行人违约风险。

(证券分析师：李勇 研究助理：徐津晶)

固收深度报告 20230613：转债行业图谱系列（九）：传媒行业之电视广播赛道可转债梳理（正股与转债分析推荐篇）

观点 正股业绩修复明显分化，估值吸引力较弱：1) 贵广转债：贵州省内唯一广播电视运营商；传统广播电视行业因受新兴视频冲击叠加疫情因素影响而较为低迷，公司在逆境下仍实现 2022 年营收净利双增长；受国家对行业的转型政策支持，公司以 5G 为新引擎，大力发展固移融合业务并已拓展至较大用户规模，推动智慧广电垂直行业应用补充业绩，承建多个与国家“东数西算”重大工程相关项目，未来驱动因素较强；2023/5/17 PE (TTM) 为 1274.53 倍，处于上市以来 95.2%分位。2) 湖广转债：垄断湖北省的有线电视业务运营商；公司面临新兴媒体和通信运营商在电视业务、宽带业务的双重竞争压力，2022 年及 2023Q1 业绩承压；公司跟随政策指引积极布局 5G 业务，未来随着应用场景逐渐拓展，或可依靠其先行用户规模和全面渠道优势扭转现状，此外中国广电骨干网建设完成将助力公司提高网络运行效率，静待业绩复苏；2023/5/17 PE (TTM) 为负。3) 广电转债：陕西省唯一合法有线电视网络运营商；公司转型升级业务收入增量不及传统电视业务收入缩减，2022 年营收净利双重下滑；除积极推动 5G 业务外，随公司“秦岭云”融合项目建设完成，预计“电视+宽带+应用”融合业务的增量将带动业绩复苏；2023/5/17 PE (TTM) 为 150.38 倍，处于历史 99.5%分位。4) 吉视转债：吉林省内有线电视运营主体；由于疫情反复、电视业务客户减少、期间费用率过高等因素，公司 2022 年及 2023Q1 基本面表现承压；考虑光纤入户、政府等集团客户数据专网业务的强大支撑、公司跟进国家 5G 项目，建议观望业

绩复苏情况；2023/5/17 PE (TTM) 为负。 转债行情复盘与分析：1) 贵广转债：平衡偏股型标的，债底保护尚可，转股溢价率较低，向上弹性较好，价格走势多与平价一致；市场热度有所上升，结合其基本面较好，溢价率有望低位波动，建议关注强赎风险。2) 湖广转债：平衡型标的，流通盘规模尚可和 AA+评级说明其投资安全性较优，在具备债底保护的同时不乏一定向上弹性，价格走势总体由平价驱动，呈阶梯上行态势，但溢价率波动剧烈；当前转换价值介于强赎线和下修线之间，预计条款博弈价值有限。3) 广电转债：平衡偏债型标的，转股溢价率较高，债底保护亦较弱，存在较大估值风险，价格经历完全平价驱动阶段到完全脱离平价阶段的走势变化，价格偏高，背离态势凸显；平价在下修线附近徘徊，但溢价较厚且未转股比例低，下修或对转债价格影响较小，且公司偿债压力较轻，故下修条款博弈价值不高。4) 吉视转债：平衡偏债型标的，转股溢价率和纯债溢价率均低于广电转债，故性价比优于广电转债；下修空间较小，估值上升概率一般。 五大维度推荐转债标的：1) 正股基本面：贵广转债 > 广电转债 > 湖广转债 ≈ 吉视转债。贵广转债业绩表现优异，驱动因素强劲；广电转债业绩仍然保持盈利，短期偿债能力较强；湖广、吉视转债业绩承压，有待恢复。2) 等平价溢价率测试：广电转债 > 吉视转债 > 贵广转债 > 湖广转债。除广电转债估值相对合理外其余标的估值均略有偏高；吉视转债投资成本较低；随平价上升，贵广转债出现套利机会的概率增速较湖广转债高。3) 股性强弱：贵广转债 > 吉视转债 > 湖广转债 > 广电转债。贵广转债因溢价率较低而股性较强，属平衡偏股标的；湖广转债属平衡标的；广电、吉视转债属平衡偏债标的。4) 转债价格弹性：广电转债 > 贵广转债 > 湖广转债 > 吉视转债。与股性强弱维度结论一致，除广电转债作为平衡偏债标的，其弹性高于平衡偏股标的，表明其估值对正股价格变动更为敏感。5) 机构持仓：吉视转债 > 贵广转债 ≈ 湖广转债 > 广电转债。市场对吉视转债关注度持续上升，贵广、湖广转债增持幅度较小，广电转债维持机构低关注。6) 综上，我们推荐投资风格略有激进、追求收益风险比最大化、风险承受能力较强的投资者对贵广转债予以关注。 风险提示：行业衰退风险；正股表现不及预期；发行人违约风险。

(证券分析师：李勇 研究助理：徐津晶)

固收深度报告 20230613：转债行业图谱系列（九）：传媒行业可转债梳理（行业分析篇）

观点 数字科技领航，传媒行业迎来重塑与变革：1) 行业概述：中国传媒行业稳步发展，随着疫情影响消退，传媒行业产业规模进入恢复性增长。传媒行业可以分为游戏、影视院线、出版、数字媒体、广告营销和电视广播六个二级子行业，细分市场发展逐渐呈现分化趋势。2) 市场发展：a) 电视广播市场：从需求端看，需求总量存在有限增长空间，消费结构向品质化、多元化和智能化转变。从供给端看，政策与技术共同发力：政策方面，从“全省一张网”到“全国一张网”，有线网络整合再上新台阶；技术方面，夯实底层技术，聚焦数字赋能，锚定融合发展，构建视听发展新格局。b) 游戏市场：需求端，我国游戏市场需求总量整体增速放缓，需求结构上移动游戏仍占主导地位，客户端游戏短期增长，网页游戏持续萎缩。供给端，从监管趋严到政策转向，游戏市场在规范中寻求新机遇。海外市场成为兵家必争，短期挑战不改前景广阔。 传媒行业产业链：1) 传媒行业产业链主要由上游内容创作、研发商，中游运营、渠道分销商以及下游终端用户组成。上游内容分散，IP 产业价值持续释放；中游作为运营分销重要环节，市场集中度较高，拥有较高话语权。2) 电视广播产业链：主

要由上游内容提供商，中游运营商以及下游终端用户组成。广电运营商作为核心环节，处于产业链的中游。3) 游戏产业链：主要由上游游戏研发、发行商，中游渠道分销商以及下游终端用户组成。上游研发、发行一体化趋势明显，界限逐渐模糊；中游渠道分销商在产业链中拥有较高的议价能力，主要可分为线上、线下、运营商三种渠道；下游主要为零售客户和企业客户。

传媒行业竞争格局：1) 总体而言，传媒行业竞争日益加剧，头部企业份额受到挤压，整合发展或将成为行业重要趋势。2) 细分市场看，a) 电视广播市场内忧外患，随着三网融合的推进，电信运营商和互联网企业进入广电网络行业，与广电网络运营商展开竞争，爱奇艺等网络视频平台以及抖音等短视频平台的崛起对电视广播市场同样造成挤压。b) 游戏市场逐渐成熟，差异化、高质化成为竞争重点。上游研发商不断提高研发实力，在产品差异化中树立自主品牌。中游平台商注重对优质游戏产品的挖掘与争夺，优质游戏产品流向拥有丰富资源的运营平台。

传媒行业核心竞争力：1) 电视广播市场：a) 政策壁垒：广播电视本身担负舆论导向、促进社会精神文明建设等多种社会公共职能，其性质的特殊性决定了行业具有较高的政策壁垒。b) 资本壁垒：电视广播市场的基础设施建设、改造以及行业竞争格局，要求广电网络运营商具有极强的资金实力。c) 技术和人才壁垒：电视广播市场的数字科技应用要求广电运营商具有强大的技术水平和研发能力，有线电视网络的公用事业性质要求广电运营商具备完备的经营团队。2) 游戏市场：a) 政策壁垒：游戏市场作为传媒行业子行业之一，受到相关政府部门监督管理及行业协会自律监管，具有较高的市场准入壁垒。b) 资本壁垒：游戏行业属于资本密集型行业，在开发和运营阶段均需要大量资金投入，要求游戏公司具有极强的资金实力。c) 技术和人才壁垒：游戏产业是技术密集型产业，高质量人才技术储备是游戏公司的重要竞争力。

赛道推荐：1) 看好传媒行业长期修复能力：短期来看，随2023年来疫情影响消退，居民消费需求复苏，传媒行业景气度将逐渐回温；长期来看，伴随“融媒体”发展和数字技术持续赋能，传媒行业发展前景广阔。2) 重点推荐游戏赛道：政策端转向推动市场风向转暖，为游戏赛道带来新机遇；研发端 AI 技术深度赋能，从降本增效和创新模式两个角度引领供给侧改革；需求端的短期挑战不改游戏赛道长期前景广阔。

风险提示：宏观经济不及预期；政策支持力度不及预期；技术更迭超预期。

(证券分析师：李勇 研究助理：徐津晶)

固收点评 20230613：降息的三方面考虑，利率下行未尽

事件 2023年6月13日，人民银行以利率招标方式开展了20亿元逆回购操作，中标利率为1.9%，前值为2%，降息10bp。

观点 经济修复动力减弱，通过调降逆回购利率方式实现降息超预期：自2022年底“金融十六条”和疫情防控政策调整后，经济即进入了“强预期”的状态，在阳性病例快速达峰过后，更是切换到了“强现实”，2023年1-3月的制造业PMI均位于荣枯线之上，分别为50.1、52.6和51.9，2023年Q1的GDP当季同比增速达到4.5%。但这一“强现实”更多依靠的是报复性增长，需求不足带来的房地产投资和消费下滑隐忧依然存在，同样以制造业PMI为例，4月和5月便分别回落至49.2和48.8。在经济修复动力减弱的情况下，通过降息来维持流动性充裕的迫切程度提升。2019年至今，降息多通过调降月度操作的MLF利率实现，而日度操作的7天期逆回购利率为跟随下调。例外存在于2020年新冠疫情爆发之初，2020年2月3日7天期逆回购利率先从2.5%下调至2.4%，随即2月17日MLF利率由3.25%降至3.15%；同样，

3月30日7天期逆回购利率先从2.4%下调20bp降至2.2%，随后MLF利率也于4月15日下调20bp至2.95%。由此可见，逆回购利率先于MLF利率下调暗含经济急需助力，预计后续MLF利率和LPR将随之下调，助推实体经济融资成本下行。助力外需稳定和防风险或为本次降息的另两点考虑：除了降低实体经济融资成本外，我们认为助力外需稳定和防风险或是本次降息的另两点考虑。一方面，出口是2020年新冠疫情爆发以来，在拉动GDP增长的三驾马车中最稳定且有增长亮点的分项。2020-2022年对GDP增长的拉动率分别为0.57%、1.84%和0.51%。相比之下，资本形成总额缺乏增长，2020-2022年的拉动率分别为1.82%、1.66%和1.5%，逐年下降，而最终消费支出的波动过大，2020-2022年的拉动率分别为-0.15%、4.9%和0.98%。我们在2023年5月25日的外发报告《利率能否下行突破去年低点？》中，曾指出在内需未稳的情况下，维持外需稳定的必要性。在今日降息过后，人民币汇率短期内或将延续贬值，但这造就了我国出口的优势。另一方面，房地产和地方债务风险仍未完全解除，房企资金到位情况反映出房企流动性问题并未明显改善，为了控制地产行业风险，有必要维持流动性宽松、改善融资环境。1-4月房地产开发企业到位资金45155亿元，同比下降6.4%，其中国内贷款累计同比下降10%，自筹资金累计同比下降19.4%，其他资金中的定金及预收款累计同比增长4%，个人按揭贷款累计同比增长2.5%。由于地产销售逐步修复，占房地产开发资金来源50%以上的其他资金有所恢复，房企资金压力一定程度上得到缓解，但自筹资金紧张依然制约地产投资。降息后由“宽货币”向“宽信用”的传导效果值得关注，下半年宽松货币政策有延续可能性，利率下行之路未尽：我们在2022年4月6日的外发报告《“宽货币”周期中利差曲线形态如何演绎？》中曾指出“货币—信用—经济”的传导链条。从当前实体经济的举债意愿来看，“宽货币”能否顺利向“宽信用”传导存疑，无论是从政策利率对实体经济融资成本的约束、贬值对维稳外需的助益，还是流动性合理充裕对缓释风险的重要性来看，宽松的货币政策均有望延续，因此10年期国债收益率有充分的下行至2.5%的空间。风险提示：宏观经济不及预期，货币政策调整超预期。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐沐阳）

固收周报 20230613：反脆弱：“行业-正股-转债”弹性分析之银轮、爱迪、麒麟转债

“行业-正股-转债”弹性分析之银轮、爱迪、麒麟转债：总结来说，在本周案例中，由于各标的“行业-正股”侧弹性系数总体大于“正股-转债”侧弹性系数，因此在择券时更应重视转债的正股侧，其中正股的 α 属性较抗跌能力而言相对更为重要。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（6月5日-6月9日）权益市场整体下跌，多指数收跌。两市日均成交额较上周缩量约486.38亿元至8981.04亿元，周度环比下降5.14%，北上资金全周净流入17.29亿元。行业方面，本周（6月5日-6月9日）31申万一级行业中11个行业收涨，其中4个行业涨幅超2%；通信、传媒、银行、家用电器、社会服务涨幅居前，分别上涨2.95%、2.82%、2.66%、2.45%、1.71%；电力设备、美容护理、国防军工、基础化工、医药生物跌幅居前，跌幅分别达-4.34%、-3.89%、-3.69%、-2.67%、-2.63%。本周（6月5日-6月9日）中证转债指数下跌0.11%，29个申万一级行业中10个行业收涨。公用事业、交通运输、建筑装饰、社会服务、农林牧渔涨幅居前，分别上涨1.39%、0.88%、0.81%、0.77%、0.69%；国防军工、传媒、家用电器、电子、电力设备跌幅居前，分

别下跌-2.35%、-1.35%、-1.20%、-1.17%、-1.12%。本周转债市场日均成交额大幅放量 112.43 亿元，环比变化 22.50%；成交额前十位转债分别为亚康转债、新致转债、城市转债、新港转债、恒锋转债、智尚转债、测绘转债、声迅转债、华锋转债、永鼎转债；周度前十转债成交额均值达 130.63 亿元，成交额首位达 305.42 亿元。从转债个券周度涨跌幅角度来看，约 37.65% 个券上涨，约 30.08% 的个券涨幅在 0-1% 区间，7.57% 的个券涨幅超 2%。股债市场情绪对比：本周（6 月 5 日-6 月 9 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上升 22.50%，并位于 2022 年以来 40.80% 的分位数水平；对应正股市场成交额环比减少 4.70%，位于 2022 年以来 16.90% 的分位数水平；正股、转债成交额分别缩量、放量，相对于正股，转债成交额涨幅更大且所处分位数水平更高。从股债涨跌数量占比来看，本周约 26.13% 的转债收涨，约 29.22% 的正股收涨；约 45.48% 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，本周转债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。一方面，需求端资金流入速度放缓，存量博弈特征明显，转债市场内部结构分化，体现在行业方面即板块轮动加速，“β”交易为主；体现在估值方面则不同平价标的溢价率走向分化，并且缺乏增量资金指向转债市场估值承压；另一方面，供给端 5 月转债发行/上市节奏放缓，同时伴有若干热门标的强赎退出，市场寻“优质标的”的难度增大，配置热情减弱；更有部分存续标的受正股影响积聚局部信用风险，以蓝盾、搜特转债跟随正股退市为例，“两纸违约”凿穿可转债市场三十年来无违约的历史，随着搜特转债濒临跌破 20 元价格，低价债的配置“安全垫”不复存在，低价配置逻辑亦受到冲击。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，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面临“下杀”风险。6 月金债组合推荐：泰福转债、冠盛转债、合力转债、柳工转 2、国泰转债、松霖转债、小熊转债、柳药转债、漱玉转债、水羊转债 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）

行业

电力设备行业点评报告：国内电动车销量点评：5 月销量略超预期，插混份额环比提升

投资要点 5 月新能源汽车销量 71.7 万辆，环增 13%，略超市场预期。中汽协口径，5 月新能源汽车销量 71.7 万辆，同环比+60%/+13%，渗透率 30%，同环比+6.1/0.6pct。2023 年 1-5 月累计销量 293.9 万辆，同比增长 47.3%，累计渗透率为 27.7%；5 月电动车产量为 71.3 万辆，同环比+53%/+11%，2023 年 1-5 月累计产量为 300.5 万辆，同比+45.1%。插混份额环比提升，A00 级占比环比向上。5 月新能源乘用车批发销量 67.3 万辆，同环比+59%/+12%，渗透率 34%，1-5 月累计销量 278.1 万辆，同增 47%。纯电乘用车 5 月销量 47.89 万辆，同环比+48%/+9.6%，占比 71%，环比-1pct；其中 A00 级销 7.30 万辆，同环比-31%/+30%，占比 15%，环比+2pct；A0 级销 15.51 万辆，同环比+208%/+1%，占

比 32%，环比-3pct；A 级销 9.57 万辆，同环比+12%/+132%，占比 20%，环比+1pct；B/C 级销 15.52 万辆，环比增加 9%，占比 32%，环比-1.1pct。插电混动乘用车 5 月销 19.39 万辆，同环比+99%/+14%，占比 29%，环+1pct。豪华车企销量环比下滑，合资环比增长显著。5 月自主车企销 47.26 万辆，同比增长 57%，市占率 70%，环比上升 0.9pct，批发电动化率 50%，1-5 月累计市占率 68%；5 月特斯拉销 7.7 万辆，同环比+60%/+ 11%，市占率 12%，环比降低 1.0pct，1-5 月累计市占率 14%；5 月新势力销 7.8 万辆，同环比+37%/+ 13%，市占率 12%，环比增加 0.3pct，1-5 月累计市占率 11%；合资车企 5 月销 3.1 万辆，同环比+26%/-16%，市占率为 5%，环比增加 0.2pct，批发电动化率为 4%，1-5 月累计市占率 4%；豪华车企 5 月销 1.35 万辆，同环比+90%/-10%，市占率 2%，批发电动化率 34%，1-5 月累计市占率 3%。5 月新能源乘用车出口 9.2 万辆，环增 1%，新势力出口逐步启动。5 月新能源乘用车出口 9.2 万辆，同环比+136%/1%。分车企来看，5 月特斯拉出口 35187 辆，上汽乘用车出口 23693 辆，东风易捷特出口 10203 辆，比亚迪出口 10432 辆，长城汽车出口 2980 辆，哪吒汽车出口 2042 辆，江淮汽车出口 2003 辆，吉利汽车出口 1241 辆，上汽通用五菱出口 1092 辆。投资建议：5 月新能源车批发销量 71.7 万辆，同增 60%，环增 13%，略超市场预期，5-6 月新车上市后订单逐步恢复，2H 为旺季，预计全年仍可实现 27-30% 增长至 870-900 万辆。目前电动车仍为估值、预期最低点，而行业需求已开始逐步好转，主流公司 Q2-Q3 盈利可基本见底，锂电板块酝酿反转，首推盈利确定的电池环节（宁德时代、亿纬锂能、比亚迪）、受益于国产替代及新技术的细分环节龙头（曼恩斯特、骄成超声），以及盈利趋势稳健的结构件（科达利）、负极（璞泰来、尚太科技）& 电解液（天赐材料、新宙邦）、隔膜（恩捷股份、星源材质）及正极（华友钴业、容百科技、德方纳米、湖南裕能）等。风险提示：电动车销量不及预期、车企竞争加剧。

（证券分析师：曾朵红 研究助理：刘晓恬）

环保行业跟踪周报：《国务院 2023 年度立法工作计划》制定生态保护补偿条例、预备制定碳排放权交易管理暂行条例，全面推荐优质环保资产

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。生态保护补偿条例等 17 件行政法规草案列入国务院本年度立法计划。6 月 7 日，国务院办公厅发布了关于印发国务院 2023 年度立法工作计划的通知。通知指出，在推动绿色发展、促进人与自然和谐共生方面，提请全国人大常委会审议矿产资源法修订草案、能源法草案。制定生态保护补偿条例、节约用水条例。预备提请全国人大常委会审议进出境动植物检疫法修正草案、国家公园法草案。预备制定碳排放权交易管理暂行条例，预备修订消耗臭氧层物质管理条例。加强中国生态文明建设的总体要求，将生态保护补偿各项政策纳入法治化轨道。关注泛半导体治理+中特估水+压滤机投资机会。1、细分设备龙头：半导体：制程中的废弃物处理乃刚需、高壁垒。a、耗材突破高端制程：【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【华特气体】突破电子特气新品类、制程升级；【凯美特气】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】制程废气处理；【国林科技】臭氧发生器介入半导体清洗，国产化从0到1。光伏配套重点推荐【仕净科技】董事长9倍购买晶科新疆拉晶厂，期待深度合作。非电池片对应24年PE15倍，电池片18gw基本未估值，弹性最大。长期优势：非硅成本+核心客户深绑定。压滤设备：【景津装备】压滤机龙头，成套设备+出海贡献新增长。PEG0.5。景津装备市占率40%+，加权平均ROE自2016年10%提至2022年23%，成套设备+出海打开成长空间。【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。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】。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、中特估驱动，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。a、水务：低估/高分红/价格改革。自由现金流连续2年大幅改善。供水提价+污水顺价接轨成熟市场估值翻倍空间。【洪城环境】分红水平50~60%，股息率5.8%。建议关注【重庆水务】【兴蓉环境】【首创环保】【中山公用】等。b、垃圾焚烧：现金流改善+行业整合+设备出海。【光大环境】截至2023/6/13，PB0.41倍，2023年PE3.7倍，2022年分红比例近30%，资本开支大幅下降+国补回笼。【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PE12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PE10倍。（估值日期：2023/6/12）C、天然气顺价改革+海气资源：【九丰能源】【新奥股份】【天壕环境】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）

房地产行业跟踪周报：新房二手房销售转弱，政策预期持续加强

投资要点 上周（2023.6.3-2023.6.9，下同）：上周房地产板块（SW）涨跌幅+1.4%，同期沪深300、万得全A指数涨跌幅分别-0.7%、-0.9%，超额收益分别为+2.1%、+2.3%。29个中信行业板块中房地产位列第5。房地产基本面与高频数据：（1）新房市场：上周38城新房成交面积282.2万方，环比-31.1%，同比-17.7%；2023年6月1日至6月9日累计成交373.8万方，同比-3.1%。今年截至6月9日累计成交7995.5万方，同比+13.6%。（2）二手房市场：上周17城二手房成交面积158.9万方，环比-1.6%，同比+17.7%；2023年6月1日至6月9日累计成交213.0万方，同比+39.5%。今年截至6月9日累计成交3931.5万方，同比+62.3%。（3）库存及去化：14城新房累计库存9422.9万方，环比+0.1%，同比-1.9%；14城新房去化周期为14.6个月，环比变动0.0个月，同比变动-2.5个月。一线、新一线、二线、三四线城市去化周期为11.4个月、8.8个月、15.6个月、39.3个月，环比分别变动-0.1个月、-0.1个月、+0.5个月、-0.3个月。（4）土地市场：2023年6月5日-2023年6月11日百城供应土地数量为1宗，环比-99.3%，同比-99.9%。百城土地成交建筑面积887.9万方，环比-66.7%，同比-66.9%；成交楼面价1291元/平，环比-51.6%、同比-37.2%；土地溢价率1.9%，环比-3.4pct，同比-3.7pct。重点数据与政策：全国层面：6月8日起，多家国有大行活期存款挂牌利率下调5个基点至0.2%。国务院2023年度立法工作计划公开，个人所得税法修订和房

地产税立法均未涉及。地方层面：深圳住建局表示今年计划通过城中村规模化品质化改造提升，筹集保障性住房 5.2 万套。广西获得预售许可之前房企不得开展商品房销售活动，不得订立与拟销售商品房有关的意向合同条款，商品房预售所得款项，应当全部存入预售资金监管专用账户。南通通州购买首套或改善性二套新房最高可补贴房款总额的 1.5%。北京 6 月 5 日起实施提高无发票租房公积金提取额度至 2000 元。周观点：上周新房和二手房销售环比均有所回落，我们认为 6 月中下旬随着房企冲刺业绩、推货供应增加，新房销售将迎来季节性复苏。但考虑到去年 6 月高基数影响，新房销售同比预计将承压。我们认为地产政策放松的预期正在逐步加强，供给侧政策加码的概率较需求端更大。此时点对地产股不必太过悲观，推荐关注土储充裕、布局聚焦核心城市、信用资质良好的房企，未来有望率先受益于市场复苏和政策放松；同时建议关注物业和代建行业的投资机会。推荐标的：1) 开发商：保利发展、招商蛇口、滨江集团，建议关注华发股份、中国海外发展、越秀地产、保利置业集团；2) 物业公司：华润万象生活、雅生活服务，建议关注保利物业、越秀服务；3) 代建公司：绿城管理控股。风险提示：房地产调控政策放宽不及预期；行业下行持续，销售不及预期；行业信用风险持续蔓延，流动性恶化超预期；疫情反复、发展超预期。

(证券分析师：房诚琦 证券分析师：肖畅 证券分析师：白学松)

双碳环保日报：《关于进一步加强危险废物规范化环境管理有关工作的通知（征求意见稿）》发布

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)

推荐个股及其他点评

达仁堂 (600329)：百年品牌底蕴，混改落地焕发新生

投资要点 核心逻辑：1) 公司拥有百年历史传承，底蕴深厚，2022年5月更名为“津药达仁堂”，回归老字号；2) 公司借助混改契机，已完成组织结构优化以及营销体系、营销资源整合；3) 公司“三核九翼”战略持续推进，速效救心丸、清咽滴丸、京万红软膏等各产线单品有望在营销改革背景下多点开花，助力公司完成“十四五”工业板块营收每年18%增长等目标。百年传承底蕴深厚，混改落地开启新征程。公司与乐氏家族一脉相承，拥有隆顺榕、达仁堂、乐仁堂、京万红等中华老字号企业，百年历史传承，底蕴深厚。截至2022年报，公司拥有22种剂型，599个药品批准文号，1个国家机密品种(速效救心丸)，1个国家秘密品种(京万红软膏)，5个中药保护品种，114个独家生产品种，以及223个国家医保品种。公司2021年完成混改，引入民资，不仅使公司依托于国企背景维系运营的稳健发展，同时融入新血液，利于整合资源、激发企业活力、提升营销效率。2022年5月，公司更名为“津药达仁堂集团股份有限公司”，正式回归老字号品牌，开启发展新时代。“十四五”规划明确，“三核九翼”产品布局实现多点开花。公司“十四五”经营目标为以2021年为基数，2023-2025年工业板块营收每年增长率不低于18%。公司中成药聚能核心主品，由大单品速效救心丸、京万红软膏、安宫牛黄丸等以点带面，推动“三核九翼”系列产品线快速增长。具体到产品线：25年“三核”中的心脑血管产品线销售收入达到41亿元，精品国药系列达到7亿元，创面修复达到2亿元，“九翼”呼吸、消化、风湿骨痛领域分别达到9亿元、7亿元、5亿元。具体到品种：速效救心丸起效快，性价比高仍有提价空间，打造成超过20亿元销售规模；通

脉养心丸主推日常服、清咽滴丸独家基药品种优势明显打造成为 5-10 亿元规模的产品；胃肠安丸、癯清片、痹祺胶囊打造成 3-5 亿元产品；清肺消炎丸和治咳川贝枇杷滴丸每年不低于 20% 的增长。组织管理优化、营销策略改革和产业链条重塑，助力业绩新增长。管理层更替：任命前太极集团副总经理张铭芮女士为公司董事长，营销管理经验丰富，郭珉先生为董事、王磊女士为总经理；营销平台整合：通过津药科技分公司统筹，产销分离，设置津欣、津乐、津达、津美四大平台以及国际部、电商部等事业部门，销售考核标准化，经营管理中心化，利于未来资源调配；市场销售多面增效：全力推进医疗和零售分线管理，实现医疗带动零售，双轮驱动发展。2022 年医疗端开发医院数千户，开展学术会议数百场，零售端精品国药开发中医馆百余家，速效对连锁及单店进行精准动销。速效救心丸全年增长 2.3 亿元，销售规模达 15.3 亿元。盈利预测与投资评级：考虑到公司拥有百年传承，底蕴深厚，混改落地+营销改革背景下，公司“三核九翼”战略持续推进，各产品线有望多点开花，我们预计公司 2023-2025E 归母净利润分别为 11.14/13.90/17.38 亿元，对应当前股价 PE 分别为 33/26/21 倍。首次覆盖，给与“买入”评级。风险提示：营销体系改革进展不及预期，市场竞争加剧，原材料涨价等风险。

（证券分析师：朱国广）

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>