

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-06-19

宏观策略

2023年06月19日

宏观点评 20230615: 刺激来了, 5月经济最后一跌?

5月经济数据持续疲软意味着二季度GDP增速可能跌破7%。根据我们的估算, 由于工业的放缓和地产投资拖累, 二季度GDP有可能环比零增长, 同比6.7%对应两年复合增速仅为3.5%。因此, 我们将2023年GDP增速预测由此前的5.6%下调至5.2%。随着复苏动能的衰减, 一些结构性的矛盾也被放大, 尤其是5月民间投资增速的转负和青年人失业率继续攀升, 这些都影响了当前市场信心的恢复。

晨会编辑 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

固收金工

固收点评 20230614: 星帅转2: 家电零部件优质企业

我们预计星帅转2上市首日价格在113.32~126.50元之间, 我们预计中签率为0.0017%。

行业

推荐个股及其他点评

昆仑万维 (300418): 高效收购奇点智源, 全球领先AGI平台启航

盈利预测与投资评级: 公司核心业务积极向好, 我们维持此前盈利预测, 预计2023-2025年EPS分别为1.23/1.50/1.70元, 对应当前股价PE分别为45/37/33X。公司兼具大模型能力与应用能力, 前瞻布局AGI与AIGC, 积蓄长期增长潜力, 我们看好AI游戏、AI音乐、元宇宙等布局落地有望形成第二增长曲线, 坚定看好公司长期成长潜力, 维持“买入”评级。

宏观策略

宏观点评 20230615: 刺激来了, 5 月经济最后一跌?

5 月经济数据持续疲软意味着二季度 GDP 增速可能跌破 7%。根据我们的估算, 由于工业的放缓和地产投资拖累, 二季度 GDP 有可能环比零增长, 同比 6.7% 对应两年复合增速仅为 3.5%。因此, 我们将 2023 年 GDP 增速预测由此前的 5.6% 下调至 5.2%。随着复苏动能的衰减, 一些结构性的矛盾也被放大, 尤其是 5 月民间投资增速的转负和青年人失业率继续攀升, 这些都影响了当前市场信心的恢复。因此需要有政策端的持续和协同发力, 才能有效对冲经济下行和通缩的双重风险。好的消息是 6 月央行已率先降息, 并且以地产和基建为抓手的一揽子宽松措施也有望近期出台。我们认为这仅是一个开始, 因为经济的下行仍需要更多扩需求的政策形成合力, 这也是为什么我们预期未来的政策宽松有两轮, 即 7 月政治局会议会有进一步的政策加码。这也意味着从环比增长来看, 二季度有望成为全年经济的底部。从 5 月具体数据来看: 工业生产: 第二季度开局偏弱。由于基数的原因, 5 月工业增加值同比增速放缓在市场预期之内, 0.63% 的环比增速也不低 (至少符合疫情前的同期平均水平), 但是考虑到 4 月环比增速 -0.34% 创下同期历史最低, 0.63% 要大打折扣, 我们用 4、5 月环比平均增速来衡量第二季度以来工业的动能, 2023 年可能是近年来第二季度动能放缓最明显的年份。从行业来看, 汽车和电气机械无论从单月同比还是两年复合同比增速来看都是名列前茅, 这与相关行业出口的稳健、以及政策的支持相对应。而计算机电子和食品制造等行业则主要是 2022 年保供下稳健增长带来的高基数, 加上 2023 年需求上的不足, 导致单月同比增速明显下滑, 凸显出当前部分行业去库存的压力仍然较大。制造业投资: 拐点已至, 内生动力不足是主要问题。2021 年至 2022 年制造业成为稳经济的重要支撑, 但 2023 年以来制造业投资增速持续放缓, 5 月 5.1% 的同比增速意味着制造业的拐点已来临。从结构上来看, 大多行业存在生产动能不足、投资意愿较弱的情况, 包括此前一直是“压舱石”的电气机械行业, 其 5 月投资增速放缓十分明显。而且值得注意的是, 截至 5 月民间固定资产投资完成额累计增速由正转负, 这说明在财政政策相对不那么积极的情况下, 市场内生的投资需求依旧是偏弱的, 这是当前解决就业、收入等重要问题的重要难点。基建: 增速的“加快”但结构分化的“加剧”。2023 年以来基建发力明显, 5 月广义基建投资同比增速录得 10.3% (4 月为 7.9%), 基建投资势头仍保持强劲。分细项来看, 5 月基建投资加速的“主力军”是电热水供应, 而交通运输和公共设施投资对基建的发力并不显著。稳定基建的增速对于稳住经济复苏的逻辑至关重要。目前地方政府新增专项债发行放量虽不如 2022 年, 但发行进度较历史同期仍然偏快。不过随着下半年专项债发行空间变窄, 后续政策端将如何为基建投资加“弹药”是一大关注点, 我们预计届时会有政策性开发性金融工具或者特别国债 (或长期建设国债) 来加以辅助。地产投资分化已至“临界值”? 竣工与开工的增速差走阔至历史高位, 投资可能难以稳定; 一是参考 2015 年的竣工-开工高度分化后, 货币双降+棚改+下调首付比“接踵而至”, 地产投资才企稳反弹; 二是向竣工的倾斜对投资复苏意义不大, “保交楼”推动的或更多是已售期房的完工, 今年地产开发资金中的预付款及按揭较去年略增, 其中更多可能是来源于一季度销售端的需求释放。地产销售“爬坡”动力略显不足, 内部差异也值得注意。根据 30 城商品房销售面积口径,

以积压刚需为代表的三线城市地产销售面积增长在一季度“昙花一现”，而二季度后以一线城市为主的地产销售的相对稳健背后反映的可能不是经济复苏的逻辑。随着6月高基数压力到来，地产需求的提振压力有所上升。从分项数据看，5月主要地产指标未见回暖，当月地产投资同比下探至-10.5%，地产新开工依旧未见起色，同比萎缩27.4%，竣工同比增幅收窄至24.4%；销售回落趋势明显，同比转负；房企到位资金不稳。消费方面，线下消费受节日因素影响持续活跃，通讯、娱乐及燃油消费复合增速居前；4月的噪音消退后，汽车两年复合增速提升了。不过地产链消费继续拖累，建筑装潢增速与竣工相比并不理想。往后看，消费的“潜力”存在一定的不确定性。从整体上看，与疫情放开后的发达经济体相比，我国居民消费占经济比重偏低、居民信心和消费倾向不足；从重要组成部分看，以汽车为主促消费政策已有部分落地，但其中大宗消费下乡需关注财政后续支持情况，新能源购置税减免延期对于短期稳增长的影响存在不确定性，有可能带来观望效应。下半年汽车消费好于2022年的难度不小，保守估计若按照2019-2021年同期（6至12月）汽车销售的均值计算，则汽车端可能会拖累全年社零增速0.8个百分点。降息和金融数据之后，市场对于5月偏弱的经济数据已有较为充分的心理准备。我们预计1至2月内，以基建和地产为抓手的稳增长的一揽子政策会陆续出台，根据以往的经验，经济在之后往往会呈现脉冲式的反弹，因此第二季度会是今年经济同比的高点和环比的低点。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 20230614：星帅转2：家电零部件优质企业

事件 星帅转2（127087.SZ）于2023年6月14日开始网上申购：总发行规模为4.63亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于年产2GW高效太阳能光伏组件建设项目和补充流动资金。当前债底估值为73.7元，YTM为3.26%。星帅转2存续期为6年，上海新世纪资信评估投资服务有限公司资信评级为A+/A+，票面面值为100元，票面利率第一年至第六年分别为：0.3%、0.5%、1.0%、1.5%、2.5%、3.0%，公司到期赎回价格为票面面值的115.00%（含最后一期利息），以6年A+中债企业债到期收益率8.75%（2023-06-12）计算，纯债价值为73.70元，纯债对应的YTM为3.26%，债底保护一般。当前转换平价为99.85元，平价溢价率为0.15%。转股期为自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日至转债到期日止，即2023年12月20日至2029年06月13日。初始转股价13.35元/股，正股星帅尔6月12日的收盘价为13.33元，对应的转换平价为99.85元，平价溢价率为0.15%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为10.16%。下修条款为“15/30，85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。按初始转股价13.35元计算，转债发行4.63亿元对总股本稀释率为10.16%，对流通盘的稀释率为13.77%，对股本有一定的摊薄压力。观点 我们预计星帅转2上市首日价格在113.32~126.50元之间，我们预计中签率为0.0017%。综合可比标的以及实证结果，考虑到星帅转2的债底保护性一般，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在20%左右，对应的上市价格在

113.32~126.50 元之间。我们预计网上中签率为 0.0017%，建议积极申购。星帅尔公司是国内电动机热保护器、起动机行业的著名企业之一，是国内冰箱与冷柜压缩机热保护器、起动机和密封接线柱的骨干生产企业。公司的主要产品为各种类型的热保护器、起动机和密封接线柱，主要应用于冰箱、冷柜、空调、制冷饮水机等领域的制冷压缩机以及洗衣机烘干机上。2018 年以来公司营收稳步增长，2018-2022 年复合增速为 47.74%。自 2018 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“W 型”波动，2018-2022 年复合增速为 47.74%。2022 年，公司实现营业收入 19.49 亿元，同比增加 42.43%。与此同时，归母净利润不断浮动，2020、2022 年均出现负增长，2018-2022 年复合增速为 5.70%。2022 年实现归母净利润 1.19 亿元，同比减少 17.21%。公司的主要营收构成变动较大，近两年光伏组件取代家电零部件贡献主要营收。公司于 2021 年收购了富乐新能源，主营业务中新增光伏组件产品，2021、2022 年度，公司光伏组件销售及代工收入占主营业务收入的比例分别为 19.47% 和 58.48%。公司销售净利率与毛利率整体下降；销售费用率趋稳、财务费用率波动、管理费用率下降。2018-2022 年，公司销售净利率分别为 24.71%、27.34%、11.90%、11.07% 和 6.33%，销售毛利率分别为 39.68%、31.21%、26.15%、21.53% 和 14.94%。。风险提示：申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭)

行业

推荐个股及其他点评

昆仑万维 (300418)：高效收购奇点智源，全球领先 AGI 平台启航

投资要点 事件：2023 年 6 月 14 日，公司发布公告，控股子公司 Star Group 拟发股收购 Singularity AI 全部股权，Singularity AI 通过《控股协议书》已取得奇点智源 100% 控制权（其与昆仑万维联合开发双千亿级大语言模型“天工”3.5）。本次交易后 Singularity AI 的股东或其指定关联方将获得 Star Group 25% 股权，以及公司全资子公司昆仑集团有限公司计划增资 Star Group 40,000 万美元，全力打造全球领先的 AGI 平台。积极推动奇点智源并表，节奏较快有望上半年实现并表。通过子公司拟发股收购 Singularity AI，交易并不构成《上市公司重大资产重组管理办法》规定的重大资产重组，不需要经过有关部门批准，公司将于 2023 年 6 月 30 日举行 2023 年第三次临时股东大会，会上将审议本交易事项。值得注意的是，本次交易中 Singularity AI 全部股权整体作价 1.6 亿美元，低于资产评估基准日的股东全部权益价值 17.14 亿元（市场法，按照 2023 年 3 月 31 日公布的汇率中间价：1 美元对人民币 6.8717 元，约为 2.49 亿美元）、24.60 亿元（收益法，约为 3.58 亿美元）。Singularity AI 致力于实现通用人工智能，相关经验积累深厚。Singularity AI 已于在 2020 年 10 月便已启动中文类 GPT-3 模型研发，并在 2021 年 3 月完成 140 亿参数中文类 GPT-3 模型训练，2021 年 6 月对外发布 140 亿参数中文类 GPT-3 API。2023 年 4 月 17 日，Singularity AI 与昆仑万维联合推出的对标 ChatGPT 的双千亿级大语言模型“天工”3.5，已开启邀请测试。根据测试情况，我们认为“天工”3.5 已展现出自主学习和智能涌现能力，知识覆盖面广且记忆能力强，可应对智能问答、聊天互动、文本生成等多种应用场景。我

们看好 Singularity AI 并表完善、加速公司 AGI 与 AIGC 布局。公司已将 StarX 和 ArkGames 合并升级为 StarArk，全力聚焦 AGI 与 AIGC 板块。当前 Singularity AI 并表，公司将形成 AI 大模型、AI 搜索、AI 游戏、AI 音乐、AI 动漫、AI 社交的全方位业务矩阵，AGI 与 AIGC 板块布局持续深化。同时，补齐 AI 大模型布局，有望加速“天工”3.5 大模型的迭代升级，助力 AI 音乐、AI 游戏产品的研发及商业化加速落地。 盈利预测与投资评级：公司核心业务积极向好，我们维持此前盈利预测，预计 2023-2025 年 EPS 分别为 1.23/1.50/1.70 元，对应当前股价 PE 分别为 45/37/33X。公司兼具大模型能力与应用能力，前瞻布局 AGI 与 AIGC，积蓄长期增长潜力，我们看好 AI 游戏、AI 音乐、元宇宙等布局落地有望形成第二增长曲线，坚定看好公司长期成长潜力，维持“买入”评级。 风险提示：大模型进展不及预期，市场竞争加剧风险，国际政治形势变动风险。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖 研究助理：陈欣）

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>

