

## 东吴证券晨会纪要

## 东吴证券晨会纪要 2023-06-21

## 宏观策略

2023年06月21日

## 宏观周报 20230619: 5月财政: 紧跟经济步“乏”

5月多项经济数据都表明“疤痕效应”仍在, 财政数据同样不能“幸免”。而充当“经济晴雨表”的税收收入也反映了相似的问题: 消费税增速再次转负、企业所得税降幅走阔、地产相关税的走弱、出口货物退税仍为负增, 经济的多维度放缓这也为总量政策的推出做好铺垫。

晨会编辑 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

## 固收金工

## 固收深度报告 20230620: 城投挖之掘金江苏系列(一): 江苏全域, 哪里还有收益挖掘空间?

AAA级重点关注: 张家港、昆山、宜兴、启东、如皋、高邮、靖江、盐城、淮安、新沂、邳州; AA+级重点关注: 张家港、丹阳、扬中、泰州、徐州、新沂; AA级重点关注: 溧阳、泰兴、宿迁。

## 固收周报 20230620: 反脆弱: 大股东减持转债动机分析

大股东减持转债动机分析; 本周(6月12日-6月16日)权益市场整体上涨, 多指数收涨; 本周(6月12日-6月16日)中证转债指数上涨0.78%, 29个申万一级行业中23个行业收涨; 股债市场情绪对比: 本周正股市场的交易情绪更优。

## 固收点评 20230619: 李子转债: 甜味含乳饮料细分领域优势企业

我们预计李子转债上市首日价格在117.47~130.82元之间, 预计中签率为0.0018%。

## 行业

## 推荐个股及其他点评

## 小商品城(600415): 拟发行可转债, 支持全球数贸中心市场及国际数字物流市场建设

事件: 6月19日公司公告向不特定对象发行可转债预案。公司本次拟发行的可转债总额不超过40亿元, 期限为6年。初始转股价不低于募集说明书公告前20个交易日和前1个交易日的交易均价。本次发行的可转债包含有条件赎回和回售条款; 票面利率未来根据具体情况而定。

## 宏观策略

### 宏观周报 20230619: 5月财政: 紧跟经济步“乏”

5月多项经济数据都表明“疤痕效应”仍在，财政数据同样不能“幸免”。而充当“经济晴雨表”的税收收入也反映了相似的问题：消费税增速再次转负、企业所得税降幅走阔、地产相关税的走弱、出口货物退税仍为负增，经济的多维度放缓这也为总量政策的推出做好铺垫。我们认为，今年财政的主线逐步明晰：一手抓民生、科技，一手稳基建投资。前者可能主要依靠一般公共预算内资金的调度和倾斜，后者则需要依赖更加广义的财政工具，例如政策性金融工具等。

一般公共预算收入：“光鲜”数据背后隐藏着疲软迹象。在低基数影响之下，5月一般公共预算收入同比增速录得32.7%，完成全年序时进度的45.9%。但经我们测算，扣除留抵退税因素后一般公共预算收入增速为-4.7%，为近10个月以来的最低值。其中，充当“经济晴雨表”的税收收入同比增速为41.9%（扣除留抵退税因素后为-4.4%），经济放缓再添力证。

一般公共预算支出：“加力”仍在续，“提效”在拐弯。在去年高基数的情况之下，5月一般公共预算支出同比增速为1.5%，完成年度预算的38.1%，依旧保持近4年以来的最快进度。但细项来看，5月不再延续之前支出端“卫生健康基建”的过渡：5月财政端的基建类支出同比下降10.7%，而民生类支出中的教育、就业支出却实现大幅正增长。

政府性基金收支：专项债仍在积极发力，但弱于去年同期。5月政府性基金收入规模略低于去年同期，地产低迷情况下地方政府土地出让收入仍未见好转，其同比增速录得-13.0%。而由于地方专项债仍处于历史同期较快进度，支持政府性基金支出保持刚性。不过5月专项债49.9%的累计发行进度慢于去年同期，后续财政端如何为基建发力值得关注。

上周高频数据显示，需求端景气分化，供给端佳讯传来。需求端基数压力下汽车零售趋缓，货运量仍不乐观，节假日前夕再迎“出行潮”，地产销售仍为二手房表现更佳，三线城市新房销售好于一二线。供给端建筑业生产仍不乐观，汽车业和纺服业生产再度变缓，但工业品价格受政策落地普涨。

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 20230620: 城投挖之掘金江苏系列（一）：江苏全域，哪里还有收益挖掘空间？

观点 江苏省经济财政债务概览：1) 经济总量水平较高，产业结构持续优化。2022年GDP位居全国第2，第二产业增速较快，工业转型升级明显。2) 综合财政实力强劲，财政收支平衡性较高。2022年财政收入、财政自给率均居全国前列。3) 举债规模较大但债务率仍可控。苏北及苏中地区因过去举债激进及资产投资效益一般而债务负担较重，苏南地区负担较轻，区域城投利差水平由苏南向苏北递增，呈现“南强北弱”格局。

苏南三市信用利差表现：1) 苏州市：中低评级平台或因市场倾向资质下沉而导致利差均已处于历史偏低位置，收窄幅度较快，继续压缩空间有限，需关注弱主体流动性溢价补偿；张家港市、昆山市AAA主体及张家港市AA+主体利差空间相对较厚，或可择时挖掘投资潜力。2) 无锡市：利差水平总体已行至中

低位区间，长期视角下下行趋势或有放缓，“资产荒”背景下江苏优质区域的下沉市场拥挤度过高，存在调整风险，其中宜兴市 AAA 级平台利差水平出现等级倒挂，稍有偏高，建议予以关注。3) 常州市：城投利差整体较薄，利差进一步压降空间有限，横盘震荡态势隐现，其中溧阳市 AA 级城投平台或仍具备一定下沉价值。苏中五市信用利差表现：1) 镇江市：大市范围内 AAA 级机会均有限，收益大多已被挖掘；丹阳市、扬中市 AA+ 级利差水平处于历史高位，择券时可优选其中营运稳健、现金流充沛、储备项目丰富、短期偿债能力较强的主体，捕捉估值错杀机会。2) 南京市：各评级城投债利差进一步下行空间不多，等级利差明显收窄，资质下沉性价比一般，预计中短期内维持利差低位震荡态势。3) 南通市：机会基本集中于高等级主体，其中启东市、如皋市 AAA 级利差下行空间较显著，收益风险比较高，而 AA+ 级则需谨防估值调整风险。4) 扬州市：除高邮市 AAA 级城投利差下行空间较大但由于尚未出现利差走势下拐势头故仍需配置投资者耐心关注外，其余大市范围内各区域各品种利差均已经过大幅压降故而挤压参与价值。5) 泰州市：大市范围内城投配置性价比存在等级分化，其中靖江市 AAA 级品种利差处于历史中位区间，相对适宜配置盘和交易盘采取波段策略以辅助主仓位、把握利差收窄过程中的 alpha 收益，此外亦可对泰州本市 AA+ 级平台及泰兴市 AA 级平台予以关注。苏北五市信用利差表现：1) 盐城市：整体配置性价比一般，其中盐城本市 AAA 级城投品种相对中位偏高的利差位置及偏慢的收窄速度或提示该类主体存量债券仍具备博弈机会，配置投资者或可以票息收益为主。2) 淮安市：AA+ 及 AA 级城投利差处于历史偏低位置，而 AAA 级品种仍具备一定利差下行空间，此外由于历史利差压缩势能较同属苏北地区的盐城市更强，故淮安市高等级品种利差进一步下行可能性或高于盐城本市同等级品种，在票息收益外额外增加资本利得收益机会。3) 宿迁市：高等级城投利差下行空间不多，而中低评级利差走势于 2023 年 5 月末显现与高评级背离的迹象，或系近期城投板块负面舆情增多导致流动性溢价分化所致，等级利差走扩且利差尚未收敛至 2022 年末扰动前水平，故适度下沉至 AA 级主体性价比增加。4) 徐州市：机会主要集中于高评级主体，其中 AA+ 级可重点关注徐州本市和新沂市，AAA 级可重点关注新沂市和邳州市，控制风险同时增厚收益，挖掘利差进一步下行可能性，博取流动性溢价。5) 连云港市：各评级城投利差均下行至历史偏低位置，建议静待回调时机，择时采取波段策略应对短期震荡。推荐关注总结：AAA 级重点关注：张家港、昆山、宜兴、启东、如皋、高邮、靖江、盐城、淮安、新沂、邳州；AA+ 级重点关注：张家港、丹阳、扬中、泰州、徐州、新沂；AA 级重点关注：溧阳、泰兴、宿迁。风险提示：城投相关政策超预期收紧；数据统计存在偏差。

(证券分析师：李勇 研究助理：徐津晶)

### 固收周报 20230620：反脆弱：大股东减持转债动机分析

大股东减持转债动机分析。近期发生多家转债发行人大股东大幅减持转债事项，如法本转债、拓普转债、小熊转债等。与股票减持不同，大股东减持转债无需提前发布公告。整体来看，大股东减持转债与缓解资金压力及套现止盈相关性较高。本周专题主要就公募二级债基中的“可转债风格基金”业绩表现及转债持仓进行研究分析。本周（6月12日-6月16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 1152.41 亿元至 10133.44 亿元，周度环比回升 12.83%，北上资金全周净流入 143.91 亿元。行业方面，本周（6月12日-6月16日）31 申万一级行业中 27 个行业收涨；食品饮料、通信、机械设

备、计算机、电力设备涨幅居前，分别上涨 7.49%、7.00%、6.51%、6.06%、5.95%；公用事业、银行、石油石化、环保跌幅居前，跌幅分别达-2.58%、-2.21%、-0.33%、-0.05%。本周（6月12日-6月16日）中证转债指数上涨 0.78%，29 个申万一级行业中 23 个行业收涨，其中行业涨幅超过 2% 的行业共 6 个。社会服务和通信涨幅居前，分别上涨 6.54%、4.54%；煤炭、公共事业、银行、交通运输、纺织服饰跌幅居前，分别下跌-1.61%、-0.78%、-0.75%、-0.38%、-0.12%。本周转债市场日均成交额小幅放量 59.21 亿元，环比变化 10.92%；成交额前十转债分别为亚康转债、永鼎转债、超达转债、小康转债、新致转债、横河转债、智能转债、游族转债、测绘转债、文灿转债；周度前十转债成交额均值达 162.72 亿元，成交额首位达 337.78 亿元。从转债个券周度涨跌幅角度来看，约 76.40% 的个券上涨，约 45.00% 的个券涨幅在 0-1% 区间，31.40% 的个券涨幅超 2%。股债市场情绪对比：本周（6月12日-6月16日）转债、正股市场周度加权平均涨跌幅、中位数均为正数，且相对于转债，正股周度涨幅更大。从成交额来看，本周转债市场成交额环比上升 25.23%，并位于 2022 年以来 68.00% 的分位数水平，对应正股市场成交额环比增加 18.05%，位于 2022 年以来 44.40% 的分位数水平，正股、转债成交额均大幅放量，转债相对于正股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 35.58% 的转债收涨，约 66.67% 的正股收涨；约 30.85% 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：6 月以来，可转债市场出现较明显变化：（1）转债供给端发行节奏一改 5 月“熄火”状态，中小盘转债发行逐渐增多，市场对次新债的关注可能由此锚向新债；（2）随着搜特转债退市，转债市场信用风险事件冲击逐渐消弭，低评级转债溢价率向上修复；另一方面，以正邦转债为例的低评级标的以积极下修、释放积极信号“自救”，转债价格实现大幅修复；（3）从市场情绪来看，北向资金开始回流，上周市场交易量逐日攀高，周五交易量直逼 900 亿元；（4）主题方面，上周汽车赛道和 AI/光模块赛道景气度回升，高景气有望延续。新债推荐：冠盛转债、天 23 转债、睿创转债、精锻转债、精测转 2。近期关注题材转债推荐：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 20230619：李子转债：甜味含乳饮料细分领域优势企业

事件 李子转债（111014.SH）于 2023 年 6 月 20 日开始网上申购：总发行规模为 6.00 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于年产 15 万吨含乳饮料生产线扩产及技术改造项目，并补充流动资金。当前债底估值为 93.31 元，YTM 为 2.71%。李子转债存续期为 6 年，东方金诚国际信用评估有限公司资信评级为 AA/AA，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%、1.8%、2.0%，公司到期赎回价格为票面面值的 112.00%（含最后一期利息），以 6 年 AA 中债企业债到期收益率 3.93%（2023-6-19）计算，纯债价值为 93.31 元，纯债对应的 YTM 为 2.71%，债底保护较好。当前转换平价为 98.46 元，平价溢价率为 1.56%。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 28 日至 2029 年 06 月 19 日。初始转股价 19.47 元/股，正股李子园 6 月 19 日的收盘价为 19.17 元，对应的转换平价为 98.46 元，平价溢价率

为 1.56%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 7.25%。下修条款为“15/30, 80%”，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 19.47 元计算，转债发行 6.00 亿元对总股本稀释率为 7.25%，对流通盘的稀释率为 16.64%，对股本摊薄压力较小。观点 我们预计李子转债上市首日价格在 117.47~130.82 元之间，预计中签率为 0.0018%。综合可比标的以及实证结果，考虑到李子转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力尚佳，我们预计上市首日转股溢价率在 26% 左右，对应的上市价格在 117.47~130.82 元之间。我们预计网上中签率为 0.0018%，建议积极申购。浙江李子园食品股份有限公司为乳饮料行业优势企业，主营业务为甜牛奶乳饮料系列等含乳饮料和其他饮料的研发、生产与销售。公司主要产品包括配制型含乳饮料、发酵型含乳饮料、复合蛋白饮料、乳味风味饮料等。公司成立于 1994 年，二十余年一直致力于乳饮料的研发、生产与销售，经典产品甜牛奶具有丰富的口味体系、适中的产品定价，畅销二十余年。2018 年以来公司营收总体增长，2018-2022 年复合增速为 15.56%。2022 年，公司实现营业收入 14.04 亿元（同比-4.50%），实现归母净利润 2.21 亿元（同比-15.80%），主要系公司产销量未有增加。2023Q1，随着疫情管控放开，消费场景及人流量逐渐恢复，公司实现营业收入 3.45 亿元（同比+1.11%），实现归母净利润 0.59 亿元（同比+44.97%）。公司主要营收构成稳定，含乳饮料为其主要营收来源。与主要竞争对手生产多种食品饮料产品及经营多个品牌的策略不同，公司将主要精力投向于甜味含乳饮料细分领域，集中力量打造“李子园”含乳饮料品牌。公司销售净利率和毛利率有所波动，销售费用率和财务费用率波动下行，管理费用率有所上升。2018-2022 年，公司销售净利率分别为 15.81%、18.64%、19.73%、17.86% 和 15.75%，销售毛利率分别为 37.45%、40.90%、37.18%、35.88% 和 32.47%。2022 年度，受大包粉、白砂糖以及包材 PET 瓶的采购成本上涨压力影响，公司销售净利率、毛利率双降。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

#### 小商品城（600415）：拟发行可转债，支持全球数贸中心市场及国际数字物流市场建设

**投资要点** 事件：6 月 19 日公司公告向不特定对象发行可转债预案。公司本次拟发行的可转债总额不超过 40 亿元，期限为 6 年。初始转股价不高于募集说明书公告前 20 个交易日和前 1 个交易日的交易均价。本次发行的可转债包含有条件赎回和回售条款；票面利率未来根据具体情况而定。本次发行所获资金拟用于数贸中心&数字物流市场建设：①拟投入 25 亿元用于全球数贸中心一期工程；②拟投入 5 亿元用于义乌国际数字物流市场一期工程；③拟将 10 亿元用于偿还银行贷款及补充流动资金。全球数贸中心项目是未来公司市场经营主业的重要增长点：根据数贸中心可行性报告，数贸中心项目总投资约为 83 亿元，总建筑面积约为 123 万 $m^2$ ，相当于公司现有市场体量（640 万 $m^2$ ）的 19%。数贸中心项目包含商品展馆、写字楼、活力商务中心、

公寓建筑等业态，落成后有望增厚主业经营范围，贡献可观的增量业绩。数字物流市场项目有望完善公司在小商品城供应链服务上的布局：据公司公告，数字物流中心总投资约 11.4 亿元，建筑面积为 38 万 $m^2$ ，包含仓库用房、仓库办公、司机之家、生活配套等功能。落成后将以国际物流为基本功能，服务跨境电商、物流仓储、供应链服务商等各类企业。小商品城未来的发展方向是从市场经营切入小商品供应链的运营，数字物流项目可帮助公司构建国际物流生态圈，赋能小商品产业链升级。小商品城是我国“一带一路”出口的核心标的，未来发展空间广阔：公司管理着全球最大的小商品集散市场——义乌国际商贸城，在我国小商品出口产业链中位于枢纽地位，是“一带一路”小商品出口领域的核心标的。据公司一季报，2023 年 1~2 月义乌市对“一带一路”沿线国家合计进出口 330 亿元，同比+8.2%，对沙特、巴西出口额增长 47.3%/ 25.8%。“一带一路”国家出口的繁荣有望提振小商品产业链的景气度，并帮助公司进一步实现业务扩张。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023~2025 年归母净利润为 27.0/ 23.7/ 29.5 亿元，同比+145%/ -12%/ +24%，6 月 19 日收盘价对应 19/ 21/ 17 倍 P/E，维持“买入”评级。风险提示：可转债发行进度不及预期，新市场建设进度不及预期等

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：阳靖)

## 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>

