

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-06-26

宏观策略

2023年06月26日

宏观点评 20230621: 预期降温, 节后市场如何演绎?

最近这两周市场预期的转变有点快, 从政策“急迫”+中美“转暖”到政策“不急”+中美“紧张”的180°转弯只用了一个周末。直接的结果是近期股汇等风险资产压力比较大, 本周三个交易日港股跌超4%, 沪深300跌2.5%, 而今天人民币汇率一度跌破7.20, 后续怎么看?

晨会编辑 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@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

高测股份(688556): 实控人定增落地, 硅片价格企稳看好长期切片代工逻辑持续兑现

我们维持公司2023-2025年的归母净利润为13.5/17.8/21.6亿元, 对应PE为12/9/7倍, 维持“买入”评级。

宏观策略

宏观点评 20230621: 预期降温, 节后市场如何演绎?

最近这两周市场预期的转变有点快, 从政策“急迫”+中美“转暖”到政策“不急”+中美“紧张”的 180° 转弯只用了一个周末。直接的结果是近期股汇等风险资产压力比较大, 本周三个交易日港股跌超 4%, 沪深 300 跌 2.5%, 而今天人民币汇率一度跌破 7.20, 后续怎么看? 对于人民币, 在当前的背景下稳地产才能稳汇率, 我们认为短期内人民币贬值的行情尚未结束, 拐点可能在第三季度出现(稳经济政策+美联储加息临近结束), 低点在 7.25 至 7.3 之间; 对于股市, 短期的调整受情绪化因素影响更大, 因此主题板块会率先企稳, 而指数行情和风格切换还需等待政策的进一步确认, 今年左侧抢跑的风险确实较大。人民币虽然跌破 7.2, 但是汇率市场似乎并不慌。人民币汇率年内第一次跌破 7.2。我们的框架中人民币两大定价因子: 地产和中美关系的边际恶化是推动这波汇率破 7.2 的重要因素。地产端, 上周国常会的“淡定”和本周二 LPR 对称降息 10bp 的“从容”, 反而让市场在稳经济预期方面慌了; 中美方面, 布林肯访华后以及拜登在今日的不当言论, 则让市场对于中美关系的走向再起疑虑。但是汇率市场并未恐慌, 和之前人民币贬值不同的是, 人民币汇率的期权隐含波动率保持平稳、风险逆转期权反而大跌(说明看涨人民币的交易更贵, 或者市场认为人民币贬值并不可持续)。汇率没慌, 股市倒是慌了——这一次股市受情绪的冲击更大。这种冲击来自宏观和微观两个层面: 除了上述政策和中美原因外, 前期提前下注+部分 AI 风口公司股东减持等负面舆情, 导致顺周期(尤其是地产链)和 TMT 板块均出现明显调整(图 3)。我们认为稳地产政策会“虽迟但到”, 不过等待的时间十分关键: 拖得越久, 汇率和股市的压力会更大。而对于中美关系, 不当的时间点+不当言论让市场放大了悲观的情绪, 我们认为当前断定中美关系急速转变过于草率, 具体而言: 地产依旧是当前稳住经济和市场信心的关键。10bp 的降息远远不够, 我们依旧认为地产政策仍会加码, 稳增长的一揽子政策仍会陆续推出。从国常会的措辞看, 如图 4, 上周五(6月16日)“研究提出”+“及时出台”的政策效率虽然不如“部署”, 但是未来一个月内可能是政策密集出台的窗口期, 可以参考 2022 年 4 月, 在月初国常会提出“抓紧研究、及时出台”之后, 降准、稳增长一揽子政策接踵而至(因为有疫情封控的原因, 一揽子政策出台的时间有所滞后)。中美关系虽不乐观但并未急速改变。拜登的不当言论是在针对捐赠人的偏私人场合(私人庄园里)发表的, 主要目的是为了争取明年大选的政治资本和支持, 并不能代表美国政府对华政策发生急速的改变。我们认为保持沟通已经成为两国的共识, 9 月印度举办的 G20 会议以及 11 月在美国举办的 APEC 会议, 两国元首的会面依旧值得期待。综合基本面和情绪面的判断, 我们认为人民币调整行情尚未结束, 而股市的韧性可能会预期更强。政策不急+市场不慌=汇率未见底。10bp 的降息不够, 而政策出台越缓, 很可能意味着后续降准、降息的压力和幅度会越大, 汇率潜在调整的压力也会越大, 除此之外, 恐慌情绪的释放往往也是汇率见底的重要标志。因此我们认为人民币汇率的拐点可能在第三季度出现(稳经济政策+美联储加息临近结束), 低点在 7.25 至 7.3 之间, 大概率不会跌破去年的低点。政策不急+情绪调整过度=至少还有主题投资。毕竟在今年大部分时间里, 股市都是在没有总量政策和预期的环境下交易的, 仍有部分板块跑出了牛市的感觉, 何况当前央行刚降息, 往

后看可能还有进一步宽松的空间。除此之外，我们认为当前股市的调整受情绪化因素影响更大，很可能短期内出现超调。主题板块会率先企稳，而指数行情和风格切换还需等待政策的进一步确认，今年左侧抢跑的风险较大。风险提示：政策定力十足，经济出现超预期放缓；中美关系出现超预期紧张，资金避险情绪大幅上升。

（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+ 级利差水平均处于历史高位，择券时可优选其中运营稳健、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盘投资者耐心关注外，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，配置盘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%；成交额前十位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

高测股份(688556): 实控人定增落地, 硅片价格企稳看好长期切片代工逻辑持续兑现

事件: 公司向实控人张项定增募资 9.2 亿元用于补充流动资金或偿还贷款顺利落地。 投资要点 实控人现金认购此次定增, 彰显发展信心: 高测股份向实控人张项定增募资 9.2 亿元全部用于补充流动资金或偿还贷款, 张项将以现金方式认购本次发行的股份, 因公司实施了 2022 年度权益分派方案, 以截至 2023 年 5 月 11 日总股本为基数, 向全体股东每 10 股派发现金红利 3.5 元 (含税), 以资本公积向全体股东每 10 股转增 4 股, 故本次发行价格由 70.72 元/股调整至 50.27 元/股, 自发行结束之日起 18 个月内不得转让。 切片代工模式加速渗透, 硅片价格企稳保障净利润水平: 公司切片代工总产能规划 102GW, 不排除后续继续上调产能规划的可能性。按照当前规划, 我们预计公司 2022-2024 年底总产能分别达到 21GW、45GW、77GW, 考虑到产能爬坡, 我们预计 2022-2024 年出货量分别为 10GW、28GW、60GW。随着硅料报价 6-8 万逐步见底, 硅片价格企稳, 我们认为高测的切片代工净利润有望维持在 1000-1500 万/GW。 N 型电池片推动薄片化加速, 薄片化时代将进一步印证高测切片优势: 技术角度, 高测的切片设备+金刚线均处于行业领先, 形成设备+耗材+工艺闭环后不断强化 knowhow, 高测尤其在先进薄片切片机及细线上的研发优势明显, 目前公司已大批量导入 34 碳钢金刚线&小批量导入 32 钨丝金刚线, 正在试用 30 钨丝金刚线。我们认为 2023 年【供给端】石英坩埚紧缺导致硅棒有限+【需求端】可适配薄片的 N 型电池加速渗透, 均会推动薄片化进展加速, 届时将进一步巩固高测切片工艺的领先优势。 客户需求饱满, 看好切片代工长期逻辑: 我们认为短期高测受益于行业集中度分散, 长期受益于产业分工趋势。目前, 公司已与通威股份、美科股份、京运通、双良节能、润阳光伏、爱旭股份、英发、东方日升、华晟、华耀、亿晶等公司建立长期切片合作关系, 与隆基、晶澳等客户建立切片合作关系, 客户逐步从硅片行业新玩家延伸至行业头部玩家。 中长期看, 硅料产能释放后, 硅片行业将进入买方市场。我们认为供给紧张阶段行业倾向于走垂直一体化路线; 进入买方市场后, 企业会更加注重自己的优势环节以获得更强的研发效率, 产业分工日益明确, 高测在单一环节投入大量研发可以建立低成本技术壁垒, 后续通过规模优势提高竞争力。 盈利预测与投资评级: 随着公司切片代工及金刚线产能加速释放, 我们维持公司 2023-2025 年的归母净利润为 13.5/17.8/21.6 亿元, 对应 PE 为 12/9/7 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 新品拓展不及预期, 下游扩产不及预期。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 刘晓旭
研究助理: 李文意)

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>