

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-07-05

宏观策略

2023年07月05日

宏观周报 20230703: 历次主动去库如何“换挡”?

6月PMI数据显示市场需求的持续不足仍是主动去库难以向被动去库转变的重要因素。一般在主动去库到被动去库早期期间,工业表现会比较悲观。参考历史,历次库存周期中主动去库都是如何“换挡”至被动去库?工业需求端如何在“沙漠”中开辟“绿洲”,使经济平稳迈入复苏期?我们梳理了2005年以来历次库存周期中主动去库向被动去库转变过程的经济背景,作为本轮库存周期的借鉴。

晨会编辑 张良卫

执业证书: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

固收金工

固收周报 20230703: 反脆弱: 大股东股权质押与转债关联分析

本周(6月26日-6月30日)权益市场整体上涨,多指数收涨,中证转债指数上涨0.22%。

固收点评 20230702: 赫达转债: 国内纤维素醚龙头

我们预计赫达转债上市首日价格在122.42~136.39元之间,我们预计中签率为0.0023%。

固收深度报告 20230702: 转债行业图谱系列(十): 美容护理行业可转债梳理(行业分析篇)

美容护理行业在“国产替代”“男颜经济”等新趋势下,国货品牌广聚人才提升研发实力,加快产品自主创新步伐,助力行业高质量转型,其中化妆品赛道供需两端机会显著,推荐对该赛道中的3只可转债标的科思转债、珀莱转债、水羊转债予以分析,详见报告《转债行业图谱系列(十): 美容护理行业可转债梳理(正股与转债分析及推荐篇)》。

固收周报 20230702: 货币政策委员会例会透露哪些信息?

中国人民银行货币政策委员会召开2023年第二季度例会,与第一季度例会相比有何变化?透露出怎么样的政策信息?此次的例会表露出的政策态度保持积极,整体变化不大。主要有如下变化:(1)强调了“贸易投资放缓”,同时相较于一季度例会中的“恢复的基础尚不牢固”,增加了对于内需的表述,表明“内生动力还不强,需求驱动仍不足”。由此,在政策表述上对于刺激内需的紧迫性增强。(2)增加了“要克服困难、乘势而上,加大宏观政策调控力度”表述,对政策性金融性工具的要求更加强调了“有效带动激发民间投资”,或指向民间固定资产投资不足的问题。(3)对结构性货币政策工具表明了“保持再贷款再贴现工具的稳定性”,央行加大对“三农”、小微和民营企业金融支持力度。对于债市而言,7月进入政策博弈期,利率的下行或不会如6月顺畅,但正如例会上表述的,扩大内需是促进经济良性循环的关键一步,在这一正向循环被打通前,经济基本面环境仍有利于债市,利率或将震荡下行。美国当前经济形势复杂,PCE超预期降温,美债收益率和美联储加息路径未来预计如何变化?本周10Y美债收益率一直维持在3.7-3.8%高位震荡,2Y美债收益率在GDP数据公布之后美债暴力拉伸至4.87,导致10Y-2Y美债期限利差扩大,市场对美联储下半年加息的预期有所上升。当前美国经济形势复杂,

主要通胀指标 PEC 超预期降温，又使联储加息预期有所下降。美联储的加息路径不确定性加大，我们认为原因在于：（1）通胀率降温，仍高于美联储目标水平，通胀仍有粘性。（2）GDP 罕见大幅上修强化了市场对于美国经济韧性的预期。（3）主要银行全部通过测试，显示银行业有能力抵御严重的经济衰退。（4）密歇根消费者信心指数终值高于预期，消费者对经济前景普遍持乐观态度。综合近期数据，我们认为由于当前美国经济形势复杂，美联储的货币政策会更加谨慎与灵活。强劲的经济增长意味着美联储有足够的空间继续加息，使通胀率降至 2% 的目标。市场仍预计美联储 7 月很可能加息 25 个基点的形势并未真正改变，甚至市场预计 7 月加息的概率以上升超过 85%。展望未来，美国经济的短期前景仍然不确定。短期看，通胀虽有下降但仍远高于目标水平、市场加息预期强烈，美债收益率向上突破概率犹存；中期看，美联储货币政策将会特别谨慎与灵活，中期美债十年期国债收益率或将维持筑顶格局，在 3.4-3.8% 区间震荡。

固收点评 20230702：祥源转债：聚烯烃发泡材料领跑企业

我们预计祥源转债上市首日价格在 122.62~136.61 元之间，我们预计中签率为 0.0015%。

固收点评 20230701：绿色债券周度数据跟踪（20230626-20230630）

本周（20230626-20230630）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 8 只，合计发行规模约 35.00 亿元，较上周减少 312.71 亿元。发行年限均为 5 年及以下中短期；发行人性质为中央国有企业和地方国有企业；主体评级以 AAA、AA+ 和 AA 级为主。发行人地域为江苏省、浙江省、江西省、广东省和天津市。发行债券种类为公司债、中期票据、资产支持票据和超短期融资券。

固收点评 20230701：二级资本债周度数据跟踪（20230626-20230630）

本周（20230626-20230630）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 2 只，发行规模为 11.00 亿元，较上周增加 11.00 亿元，发行年限均为 10Y，发行人性质为地方国有企业，发行人为银行，主体评级为 AA+ 和 A+，发行人地域为湖北省和贵州省。截至 2023 年 6 月 30 日，二级资本债存量余额达 37,062 亿元，较上周（20230623）增加 4 亿元。

固收深度报告 20230701：转债行业图谱系列（十）：美容护理行业可转债梳理（正股与转债分析及推荐篇）

我们推荐投资风格相对稳健、追求收益风险比最大化、风险偏好适中的投资者对正股基本面表现向好、转债属性系“攻守兼备”、市场关注度较高的珀莱转债予以关注；投资风格略有激进、追求收益最大化、风险偏好较高的投资者对正股基本面开启修复、向上弹性尚可、投资性价比占优的水羊转债予以关注。

固收点评 20230630：PMI 低位缓回升，债市环境仍偏顺风

制造业 PMI 低位回升，企业间进一步分化。非制造业 PMI 虽有所回落，整体稳步恢复。制造业 PMI 缓慢回升但依旧位于荣枯线下，非制造业 PMI 维持在扩张区间但持续走弱，内外需延续疲软表现。整体来看，6 月制造业景气度恢复动能不足，且企业的分化程度进一步加深，宏观环境对债市来说仍“顺风”，但需要注意 7 月的政策博弈，利率将震荡下行。

行业

推荐个股及其他点评

汇中股份 (300371): 战略合作新加坡安富利, 拓展高毛利海外超声波水表市场

事件: 2023 年 7 月 3 日公司公告与新加坡 Avnet Asia Pte Ltd (以下简称“安富利”)于近日签署了《战略合作协议》, 双方将针对汇中产品在全球范围内销售、定制化合作, 其中澳大利亚、新西兰为双向的独家代理。依托超声测流技术领先优势, 拓展高毛利海外市场。

奥特维 (688516): 再获通威 3.4 亿元订单, 新玩家&技术迭代拉长组件设备景气周期

我们维持公司 2023-2025 年归母净利润为 11.25/15.78/21.56 亿元, 对应当前股价 PE 为 26/19/14 倍, 维持“买入”评级。

中国重汽 (03808.HK): 2023 半年报业绩预告: 海内外共振向上, H1 业绩表现靓丽

公司作为重卡龙头, 有望充分受益国内重卡复苏叠加出口高增的行业红利。我们维持公司 2023~2025 年营业总收入为 791.79/1127.02/1417.15 亿元, 归属母公司净利润为 33.64/51.92/72.57 亿元, 对应 EPS 为 1.22/1.88/2.63 元, 对应 PE 为 10/7/5 倍。考虑公司作为重卡龙头, 率先受益行业向上红利, 份额有望进一步提升, 我们认为中国重汽 H 应该享受更高估值溢价, 维持“买入”评级。

迈为股份 (300751): 再获三五互联 0.6GW 订单, HJT 产业化持续加速

公司为 HJT 整线设备龙头受益于 HJT 电池加速扩产, 长期泛半导体领域布局打开成长空间。我们维持公司 2023-2025 年的归母净利润为 13.09/19.40/29.41 亿元, 对应当前股价 PE 为 35/23/15 倍, 维持“买入”评级。

宏观策略

宏观周报 20230703: 历次主动去库如何“换挡”？

6月PMI数据显示市场需求的持续不足仍是主动去库难以向被动去库转变的重要因素。一般在主动去库到被动去库早期期间，工业表现会比较悲观。参考历史，历次库存周期中主动去库都是如何“换挡”至被动去库？工业需求端如何在“沙漠”中开辟“绿洲”，使经济平稳迈入复苏期？我们梳理了2005年以来历次库存周期中主动去库向被动去库转变过程的经济背景，作为本轮库存周期的借鉴。

2005-2007年：“双顺差”格局的强化。本轮库存周期中，在“双顺差”的背景之下，外需走强使央行外汇占款规模扩张速度加快，从而拉高M2供给水平。市场流动性的上升带动居民消费和投资意愿的重新提振，工业企业产能过剩的现象有所好转，这也带动了企业盈利能力的提高，刺激了企业加大投资和扩大生产的意愿，从而使库存周期成功从主动去库转变为被动去库。

2008-2009年：金融危机时期刺激方案带来的提振。在2008年全球金融危机爆发时期，国家推出了相应的财政政策和货币政策以促进经济的恢复和稳定运行。财政政策方面，政府实施了“四万亿”的拉动内需计划，以提高居民投资和消费支出、带动经济增长。这四万亿元的资金主要投向基础设施、新兴战略产业、房地产等领域，也很大程度上提振了我国的制造业投资增速，尤其是钢铁及有色等上游行业产能复苏显著。同时，政府还降低证券交易税、取消利息税，大力减轻企业和个人的负担。货币政策方面，为维护流动性稳定，央行多次下调存款准备金率和利率并降低再贴现率。此外，政府在房地产方面也实行了宽松的调控政策，如首套房房贷利率七折、支持房地产开发企业的融资需求、下调最低首付比例等。受强刺激政策的影响，本轮主动去库也是历次库存周期中持续时间最短、对需求的拉升最为明显的。

2012-2013年：欧债危机下的“微刺激”。从2012年开始，我国经济增长步入“新常态”阶段，这意味着GDP增速的逐步放缓。同时在欧债危机与世界经济增速放缓的影响之下，作为“三驾马车”之一的出口增速回落明显，为经济增长再度施压，也导致了企业去库艰难的格局。鉴于此，新一届政府出台了一系列规模小但针对性强的“微刺激”政策，包括对小微企业暂免征收增值税和营业税、减少出口行政收费、支持民间资金开发铁路、加快棚户区改造、对县域农村商业银行适当降低存款准备金率等措施。这些“小而强”的措施加快了被动补库周期的过渡。

2015-2017年：供给侧结构性改革促使过剩行业加快出清。2015年11月，供给侧结构性改革被首次提出，以扩大有效供给、提高全要素生产率。在2016年3月的全国两会上，供给侧改革的号角被全面吹响。在供给侧结构性改革的五大任务中，“去产能”和“去库存”两大主线位居前列。在供给侧改革的倡导下，相关行业利润上行通道被打开，尤其是煤炭、黑色金属等行业的利润涨幅十分显著。这也为工业企业从主动去库向被动去库的过渡按下“加速键”。除供给端政策之外，货币政策依旧稳健、财政政策保持积极；房地产方面又迎来新一轮的调控政策，包括但不限于下调首套房首付比、调整房地产交易环节契税、允许商业房改租赁住房等举措。

2019-2020年：疫情冲击下的“重生”。在疫情期间，库存经历了被动积压的过程，工业去库压力较大。为稳定经济，财政政策方面，政府启动了抗疫特别国债、减税降费、提高地方专项债发行规模等措施；货币政策方面，央行实施了下调存款准备金率、对中小银行定向降准、下调再贷款和再贴现等措施，同时央行还将“支持实

体经济”作为三大确定性方向之一。同样，在强刺激政策的作用下，经济和制造业企业迅速走出了疫情的“淤泥”，也顺利完成了向被动去库周期的过渡。总量政策空间有待释放。通过对历史的复盘，我们发现两大因素可促进主动去库向被动去库的过渡：（1）外需的走强（如2005-2007年）；（2）需求端或供给端刺激政策的推出（如2008-2009年的“四万亿”拉动内需计划，以及2015-2017年的供给侧改革）。历史上主动去库周期平均维持时间约为8个月，而现在所处的主动去库已长达11个月。在欧美降低对我国进口需求的背景下，或许总量政策的适量、适时推出才能加快此轮库存周期中向被动去库的过渡。上周高频数据显示：需求端景气分化，供给端略有改善。需求端汽车零售同比强势回正，居民出行意愿仍处高位，货运量雪上加霜。一线城市引领新房销售的季节性回升，不过新房销售整体改观有限。供给端生产节奏稳中有升，建筑业和汽车业生产加速，而纺服业稍显放缓。节后食品价格继续走弱，地产链工业品依旧低迷。风险提示：政策推进不及预期；工业企业复苏不及预期；疫情反复导致居民出行和消费意愿下滑。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

固收金工

固收周报 20230703：反脆弱：大股东股权质押与转债关联分析

大股东股权质押与转债关联分析：大股东股权质押比例与可转债存在关联。从风险层面看，无论目的是补充自身流动性抑或是为发行转债提供担保，大股东股权质押比例过高时将面临一定的补仓甚至是平仓风险；从转债条款博弈层面看，为避免强赎对其质押标的物（股权）价格的冲击，大股东股权质押比例较高的发行人更倾向于不强赎。本周（6月26日-6月30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2568.04亿元至9023.82亿元，周度环比回升39.78%，北上资金全周净流出84.81亿元。行业方面，本周（6月26日-6月30日）31申万一级行业中22个行业收涨，其中9个行业涨幅超2%；纺织服饰、煤炭、电力设备、国防军工、环保涨幅居前，分别上涨4.83%、3.17%、3.15%、2.88%、2.85%；计算机、传媒、食品饮料、商贸零售、社会服务跌幅居前，跌幅分别达-7.09%、-4.79%、-3.14%、-2.60%、-1.30%。本周（6月26日-6月30日）中证转债指数上涨0.22%。29个申万一级行业中17个行业收涨。纺织服饰、公用事业、美容护理、汽车、煤炭涨幅居前，分别上涨1.11%、1.11%、1.02%、0.97%、0.88%；社会服务、传媒、计算机、家用电器、食品饮料跌幅居前，分别下跌-5.80%、-2.29%、-1.75%、-1.18%、-0.59%。本周转债市场日均成交额大幅放量11.69亿元，环比变化1.63%；成交额前十位转债分别为英联转债、新港转债、永鼎转债、联诚转债、新致转债、超达转债、亚康转债、润达转债、万顺转债、横河转债；周度前十转债成交额均值达144.39亿元，成交额首位达268.14亿元。从转债个券周度涨跌幅角度来看，约57.34%的个券上涨，约40.48%的个券涨幅在0-1%区间，16.87%的个券涨幅超2%。股债市场情绪对比：本周（6月26日-6月30日）转债市场周度加权涨跌幅中位数为负，正股市场周度加权平均涨跌幅、中位数为正，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69.38%，并位于2022年以来63.50%的分位数水平；对应正股市场成交额环比增加45.03%，位于2022年以来25.60%的分位数水平；正股、转债成交额均大幅放量，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 33.25% 的转债收涨，约 76.63% 的正股收涨；约 25.85% 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。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，我们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端面临“下杀”风险。新债组合推荐：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 20230702：赫达转债：国内纤维素醚龙头

事件 赫达转债(127088.SZ)于 2023 年 7 月 3 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淄博赫达 30000t/a 纤维素醚项目、赫尔希年产 150 亿粒植物胶囊及智能立体库提升改造项目及补充流动资金。当前债底估值为 83.71 元，YTM 为 3.17%。赫达转债存续期为 6 年，联合资信评估股份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：0.20%、0.50%、1.00%、1.50%、2.00%、3.00%，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 AA-中债企业债到期收益率 6.32% (2023-06-30) 计算，纯债价值为 83.71 元，纯债对应的 YTM 为 3.17%，债底保护一般。当前转换平价为 103.4 元，平价溢价率为 -3.33%。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 2024 年 01 月 08 日至 2029 年 07 月 02 日。初始转股价 17.4 元/股，正股山东赫达 6 月 30 日的收盘价为 18.00 元，对应的转换平价为 103.45 元，平价溢价率为 -3.33%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 9.15%。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 17.4 元计算，转债发行 6.00 亿元对总股本稀释率为 9.15%，对流通盘的稀释率为 9.83%，对股本摊薄压力较小。观点 我们预计赫达转债上市首日价格在 122.42~136.39 元之间，我们预计中签率为 0.0023%。综合可比标的以及实证结果，考虑到赫达转债的债底保护性一般，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 25% 左右，对应的上市价格在 122.42~136.39 元之间。我们预计网上中签率为 0.0023%，建议积极申购。山东赫达是国内同行中少数具备自主研发并同时大规模生产中高端型号建材级、医药级和食品级非离子型纤维素醚的企业之一。公司现有纤维素醚产能 3.4 万吨/年。同时进入植物胶囊领域，拓展业务版图，现有植物胶囊产能 277 亿粒/年。2018 年起，纤维素醚和植物胶囊新项目产品产能释放，推动公司业绩迈向新的成长阶段。2018 年以来公司营收保持增长，

2018-2022年复合增速为17.21%。2022年公司实现营业收入17.23亿元，同比增长10.4%；归母净利润3.54亿元，同比增长7.4%。2023年Q1营业收入3.75亿元，同比下降4.3%；归母净利润0.73亿元，同比下降24.43%，环比上升51.83%。公司营业收入主要来源于纤维素醚，植物胶囊有望成为第二增长曲线。2020-2022年纤维素醚业务收入占主营业务收入比重分别为68.72%/62.53%/67.07%；植物胶囊业务营收占比由2019年的9.4%，一跃提升至2021年的20.3%，2022年为16.0%。公司销售净利率和毛利率冲高维稳，销售费用率下降，财务费用率上行和管理费用率趋稳。2018-2022年，公司销售净利率分别为8.40%、14.56%、19.46%、21.12%和20.53%，销售毛利率分别为25.35%、33.49%、36.76%、36.55%和34.20%。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)

固收深度报告 20230702：转债行业图谱系列（十）：美容护理行业可转债梳理（行业分析篇）

观点 拨云见日，“颜值经济”助推美护行业发展：1) 行业概述：中国美容护理行业内外环境发生深刻变化，虽起步较晚，但增长迅速，未来将在规范中持续发展。从内部环境看，行业加快整合发展，着力提升自身竞争实力；从外部环境看，“颜值经济”点燃消费热情，政策频发利好国货品牌。根据申万行业分类标准，美容护理行业可以分为个护用品、化妆品和医疗美容三个二级子行业。截至2023年5月31日，个护用品、化妆品和医疗美容上市公司数量分别为14家、13家和3家。细分市场迅速发展，化妆品市场业绩增长稳健，个护用品市场业绩波动较大，医疗美容市场起步虽晚但增长强劲；2) 化妆品市场：a) 需求端：从需求总量看，化妆品市场受疫情影响，线下消费场景受限，短期内业绩略有承压，中长期化妆品市场仍处于快速发展的窗口期，行业需求有望持续向好。从需求结构看，用户消费需求以护肤品、彩妆和护发类产品为主。由于我国化妆品市场复购率较高，高端化妆品市场仍有较大想象空间，叠加国货品牌替代率提升，“男颜经济”有望成为化妆品市场发展的驱动力。b) 供给端：政策监管刚柔并济，化妆品市场在规范中寻求高质量发展。一方面，支持国货品牌发展成为国家顶层设计，监管政策频发，化妆品市场在“阵痛”中迈入“高端品牌”发展阶段，迎来发展新机遇，行业格局进一步优化；另一方面，线上渠道流量红利消退，研发成为品牌竞争核心实力，化妆品市场发展由渠道驱动迈入产品驱动时代。美容护理行业产业链：美容护理行业产业链主要由上游生产商，中游品牌商、医疗机构以及下游终端用户组成。上游生产商相对分散，进入门槛较低，议价能力较弱，其中化妆品市场上游主要为内容物原料生产商和包装材料生产商；中游品牌商和医疗机构为产业链核心环节，议价能力较强，发挥了承上启下的关键作用，其中化妆品市场中游品牌商掌握产业定价权，现阶段主要由国际品牌主导，国货品牌需要在竞争中实现突围；下游为终端客户，主要通过线上线下两种渠道实现销售。美容护理行业竞争格局：总体而言，我国美容护理行业竞争日益加剧。从发展趋势看，随着美容护理行业上市企业数量逐年增加，行业头部企业市场份额开始受到挤压。传统美容护理市场参与者整合意愿加强，美容护理行业开始走向集群发展，进行产业化、规模化运作，逐渐形成集原料、生产、研发、包装和销售为一体的美护产业链优势。此外，从市场结构看，国际品牌在我国美容护理行业具有先发优势，建立了稳定的客户群体，占据主要市场份额。随着国内企业资金实力提升、产业研发投入

增加以及行业营销模式转型，国货品牌在竞争中实现突围。美容护理行业核心竞争力：1) 品牌壁垒：品牌是美容护理行业的核心竞争力。品牌的建立是企业长期探索和耕耘的结果，行业的新进入者无法在短时间内实现品牌的精准定位和差异化的竞争。2) 营销渠道壁垒：获取客户资源是美容护理行业产品销售和推广的前提条件，需要企业拥有强大的营销渠道网络。企业建立线下渠道和线上渠道均需要具备经验丰富的运营和管理团队，投入大量资金并经过时间沉淀，无法在短期内一蹴而就。3) 技术和人才壁垒：研发是美容护理行业发展的重要驱动力，要求企业具有强大的技术水平和全方位的人才储备。赛道推荐：美容护理行业在“国产替代”“男颜经济”等新趋势下，国货品牌广聚人才提升研发实力，加快产品自主创新步伐，助力行业高质量转型，其中化妆品赛道供需两端机会显著，推荐对该赛道中的3只可转债标的科思转债、珀莱转债、水羊转债予以分析，详见报告《转债行业图谱系列(十)：美容护理行业可转债梳理(正股与转债分析及推荐篇)》。风险提示：宏观经济不及预期；政策力度不及预期；国货替代率不及预期。

(证券分析师：李勇 研究助理：徐津晶)

固收周报 20230702：货币政策委员会例会透露哪些信息？

中国人民银行货币政策委员会召开 2023 年第二季度例会，与第一季度例会相比有何变化？透露出怎么样的政策信息？与 2023 年第一季度例会相比，此次的例会表露出的政策态度保持积极，整体变化不大。主要有如下变化：(1) 在对经济的展望中强调了“贸易投资放缓”，同时相较于一季度例会中的“恢复的基础尚不牢固”，增加了对于内需的表述，表明“内生动力还不强，需求驱动仍不足”。由此，在政策表述上对于刺激内需的紧迫性增强，由“着力支持扩大内需”改为“切实支持扩大内需，改善消费环境，促进经济良性循环”。(2) 政策在总量层面上增加了“要克服困难、乘势而上，加大宏观政策调控力度”表述，对政策性金融工具的要求更加强调了“有效带动激发民间投资”，或指向民间固定资产投资不足的问题，2023 年 1-5 月民间固定资产投资累计同比为-0.1%，而整体的固定资产投资累计同比为 4%。

(3) 对结构性货币政策工具表明了“保持再贷款再贴现工具的稳定性”，当天央行同时增加支农支小再贷款、再贴现额度 2000 亿元，进一步加大“三农”、小微和民营企业金融支持力度。对于债市而言，7 月进入政策博弈期，利率的下行或不会如 6 月顺畅，但正如例会上表述的，扩大内需是促进经济良性循环的关键一步，在这一正向循环被打通前，经济基本面环境仍有利于债市，利率或将震荡下行。美国当前经济形势复杂，PCE 超预期降温，美债收益率和美联储加息路径未来预计如何变化？本周 10Y 美债收益率一直维持在 3.7-3.8% 高位震荡，2Y 美债收益率在 GDP 数据公布之后美债暴力拉伸至 4.87，导致 10Y-2Y 美债期限利差扩大，市场对美联储下半年加息的预期有所上升。当前美国经济形势复杂，主要通胀指标 PCE 超预期降温，又使联储加息预期有所下降。美联储的加息路径不确定性加大，我们认为其原因在于：(1) 通胀率降温，仍高于美联储目标水平，通胀仍有粘性。6 月 30 日公布的美国 5 月 PCE 物价指数同比增长放缓至 3.85%，低于前值 4.4%，两年多来首次增速低于 4%；核心 PCE 物价指数同比较 4 月略为放缓增长至 4.6%，为逾一年半最低增速。无论是 CPI 还是 PCE，虽然当前两者均处在下降区间，但仍远高于美联储 2% 的目标水平。5 月份美国消费者支出停滞不前，联储紧缩在遏制通胀的同时限制经济的影响，表明美国经济的主要引擎开始失去一些动力。个人消费支出(PCE)环比上涨 0.1%，低于预期 0.2%；个人收入环比上涨 0.4%，

好于预期和前值 0.3%。个人收入增长超出预期，但个人支出增长较少。

(2) GDP 罕见大幅上修强化了市场对于美国经济韧性的预期。美国商务部经济分析局 (BEA) 公布 2023 年一季度 GDP 环比折年率终值 2%，大幅高于此前预测的 1.3%。较此前公布的修正数据上修 0.7%，超出市场预期的 1.4%。GDP 的上修说明今年一季度经济的韧性较好。从分项，服务消费数据明显上修，对 GDP 贡献 1.4 个百分点，耐用品消费保持扩张，贡献 GDP 约 1.3 个百分点。从分项看，居民消费支出进一步上调，消费支出占美国 GDP 比例约 70%，一季度共计拉动 GDP 增长约 2.8 个百分点。第一季度实际 GDP 的增长，主要来自消费者支出，尤其是商品（以汽车和零部件为主）和服务（以医疗保健、食品服务和住宿）的增长。消费者支出增加了 4.2%，高于市场预期的 3.8%。

(3) 主要银行全部通过测试，显示银行业有能力抵御严重的经济衰退。经过压力测试的 23 家银行证明，它们不仅能够承受假设的“严重”全球经济衰退和由此带来的高额损失，也能够承受商业房地产价格下跌 40% 的风险。压力测试结果正面这、提振了市场对于美国金融体系的信心，也降低了投资者对于信用紧缩的担忧，支持美联储进一步加息。(4) 密歇根消费者信心指数终值高于预期，消费者对经济前景普遍持乐观态度。6 月 30 日，美国 6 月密歇根大学消费者信心指数终值为 64.4，预期 63.9，前值 63.9，上升了 9%。这种显著的上升反映出，本月初债务上限危机的解决，以及对通胀放缓的更积极看法，使人们的态度有所恢复。综合近期数据，我们认为由于当前美国经济形势复杂，美联储的货币政策会更加谨慎与灵活。强劲的经济增长意味着美联储有足够的空间继续加息，使通胀率降至 2% 的目标。市场仍预计美联储 7 月很可能加息 25 个基点的形势并未真正改变，甚至市场预计 7 月加息的概率已上升超过 85%。展望未来，美国经济的短期前景仍然不确定。全球贸易紧张局势、地缘政治事件和消费者情绪的波动等因素可能影响未来的 GDP 增长。虽然在第一季度，美国经济实现了温和增长，但未来依然面临潜在的逆风。综合上述分析，短期来看，通胀虽有下降但仍远高于目标水平、市场加息预期强烈，短期美债收益率向上突破概率犹存；中期来看，美联储货币政策将会特别谨慎与灵活，中期美债十年期国债收益率或将维持筑顶格局，在 3.4-3.8% 区间震荡。风险提示：变种病毒超预期传播、宏观经济增速不及预期、全球“再通胀”超预期、地缘风险超预期。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭 证券分析师：徐沐阳
研究助理：徐津晶)

固收点评 20230702：祥源转债：聚烯烃发泡材料领跑企业

事件 祥源转债 (123202.SZ) 于 2023 年 7 月 3 日开始网上申购：总发行规模为 4.60 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于新能源车用材料生产基地建设项目、智能仓储中心建设项目和补充流动资金。当前债底估值为 73.14 元，YTM 为 3.15%。祥源转债存续期为 6 年，联合资信评估股份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：0.20%、0.40%、1.00%、1.50%、2.00%、2.50%，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 8.77% (2023-06-29) 计算，纯债价值为 73.14 元，纯债对应的 YTM 为 3.15%，债底保护一般。当前转换平价为 103.6 元，平价溢价率为 -3.49%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日起至转债到期日止，即 2024 年 01 月 08 日至 2029 年 07 月 02 日。初始转股价 19.64 元/股，正股祥源新材 6 月 29 日的收盘价为 20.35 元，对应的转换平价为 103.62 元，平价溢价率为 -3.49%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 17.78%。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 19.64 元计算, 转债发行 4.60 亿元对总股本稀释率为 17.78%, 对流通盘的稀释率为 31.47%, 对股本有一定的摊薄压力。观点 我们预计祥源转债上市首日价格在 122.62~136.61 元之间, 我们预计中签率为 0.0015%。综合可比标的以及实证结果, 考虑到祥源转债的债底保护性一般, 评级和规模吸引力一般, 我们预计上市首日转股溢价率在 25%左右, 对应的上市价格在 122.62~136.61 元之间。我们预计网上中签率为 0.0015%, 建议积极申购。祥源新材专业生产聚烯烃发泡材料及聚氨酯发泡材料、有机硅橡胶等产品, 是一家集研发、生产、销售新材料于一体的高新技术企业。公司拥有先进的生产设备和生产技术工艺, 经过十余年的发展, 现已成为国内知名的聚烯烃发泡材料供应商。在消费电子产品领域, 公司是国内少数具备规模化自主生产 0.06mm 超薄 IXPE 能力的企业之一。2018 年以来公司营收稳步增长, 2018-2022 年复合增速为 14.73%。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“V 型”波动, 2018-2022 年复合增速为 14.73%。2022 年, 公司实现营业收入 3.74 亿元, 同比减少 18.32%。与此同时, 归母净利润也不断浮动, 2018-2022 年复合增速为 12.92%。公司主营业务为聚烯烃发泡材料 (IXPE、IXPP、XPE)、聚氨酯发泡材料及有机硅橡胶产品的研发、生产、销售。2020 年以来, 祥源新材 IXPP 和其他产品收入逐年增长, 2020-2022 年 IXPP 业务收入占主营业务收入比重分别为 2.85%/3.67%/5.48%。公司销售净利率维稳, 毛利率下降, 销售费用率维稳, 财务费用率下降, 管理费用率提升。2017-2021 年, 公司销售净利率分别为 16.17%、19.50%、23.66%、19.18% 和 15.17%, 销售毛利率分别为 42.56%、43.55%、45.59%、37.46% 和 31.10%。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)

固收点评 20230701: 绿色债券周度数据跟踪 (20230626-20230630)

观点 一级市场发行情况: 本周 (20230626-20230630) 银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 8 只, 合计发行规模约 35.00 亿元, 较上周减少 312.71 亿元。发行年限均为 5 年及以下中短期; 发行人性质为中央国有企业和地方国有企业; 主体评级以 AAA、AA+ 和 AA 级为主。发行人地域为江苏省、浙江省、江西省、广东省和天津市。发行债券种类为公司债、中期票据、资产支持票据和超短期融资券。二级市场成交情况: 本周 (20230626-20230630) 绿色债券周成交额合计 666 亿元, 较上周增加 288 亿元。分债券种类来看, 成交量前三为金融机构债、非金公司信用债和利率债, 分别为 308 亿元、253 亿元和 65 亿元。分发行期限来看, 3Y 以下绿色债券成交量最高, 占比约 83.42%, 市场热度持续。分发行主体行业来看, 成交量前三的行业为金融、公用事业和交运设备, 分别为 360 亿元、125 亿元和 20 亿元。分发行主体地域来看, 成交量前三为北京市、福建省和湖北省, 分别为 305 亿元、62 亿元和 50 亿元。估值偏离%前三十位个券情况: 本周 (20230626-20230630) 绿色债券周成交均价估值偏离幅度不大, 折价成交比例低于溢价成交, 成交幅度高于溢价成交。折价个券方面, 折价率前三的个券为 21 潍财 G1 (-24.92%)、22 融和融资 GN001(碳中和债)(-1.49%) 和 21 昆明轨道 MTN003(绿色)(-1.46%), 其余折价率均在 -1.4% 以内, 主体行业以金融和公用事业为主, 中债隐含评级以 AA+ 评级为主, 地域分布以北京市和重庆市居多。溢价个券方面, 溢价率前三的个券为 22 桂林银行绿色债 01 (0.66%)、G19

青州(0.51%)和 20 宜春创投绿色债(0.50%)，其余溢价率均在 0.4% 以内。主体行业以金融和公用事业为主，中债隐含评级以 AAA-评级为主，地域分布以广东省和上海市居多。风险提示：Choice 信息更新延迟；数据披露不全。

(证券分析师：李勇 研究助理：徐津晶)

固收点评 20230701：二级资本债周度数据跟踪 (20230626-20230630)

观点 一级市场发行与存量情况：本周(20230626-20230630)银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 2 只，发行规模为 11.00 亿元，较上周增加 11.00 亿元，发行年限均为 10Y，发行人性质为地方国有企业，发行人为银行，主体评级为 AA+和 A+，发行人地域为湖北省和贵州省。截至 2023 年 6 月 30 日，二级资本债存量余额达 37,062 亿元，较上周(20230623)增加 4 亿元。二级市场成交情况：本周(20230626-20230630)二级资本债周成交量合计约 1044 亿元，较上周减少 198 亿元，成交量前三个券分别为 22 工行二级资本债 04A (43.55 亿元)、20 农业银行二级 01 (40.53 亿元)和 21 邮储银行二级 01 (37.82 亿元)。分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和广东省，分别约为 713 亿元、103 亿元和 56 亿元。从到期收益率角度来看，截至 6 月 30 日，5Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-6.46 BP、-4.68 BP、1.32 BP；7Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-0.06 BP、-0.06 BP、5.94 BP；10Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：0.67 BP、0.67 BP、6.67 BP。估值偏离%前三十位个券情况：本周(20230626-20230630)二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交比例及幅度均大于溢价成交。折价个券方面，折价率前二的个券为 22 沧州银行二级资本债 01 (-0.91%)和 19 萧山农商二级 01(-0.74%)，其余折价率均在-0.73%以内。中债隐含评级以 AAA-评级为主，地域分布以北京市、上海市和浙江省居多。溢价个券方面，溢价率前二的个券为 22 厦门农商二级 01 (0.88%)和 22 汉口银行二级 01(0.54%)，其余溢价率均在 0.5%以内。中债隐含评级以 AAA-评级为主，地域分布以北京市、上海市和广东省居多。风险提示：Choice、Wind 信息更新延迟；数据披露不全。

(证券分析师：李勇 研究助理：徐津晶)

固收深度报告 20230701：转债行业图谱系列(十)：美容护理行业可转债梳理(正股与转债分析及推荐篇)

观点 正股业绩表现总体向好，估值多处于中低区间：1)科思转债：全球最主要化学防晒剂制造商，具有一体化研发、转化体系，业务结构稳定，产品已进入国际主流市场；随着化妆品原料下游市场需求复苏，2022 年公司业绩大增；通过推进在建项目投产，加大研发投入，深化营销体系建设并布局海外，未来驱动因素较强；2023/6/16 PE (TTM)为 26.93 倍，处于上市以来 3.5%分位。2)珀莱转债：国货美妆企业，旗下自有品牌已覆盖大众精致护肤、彩妆、洗护、高功效护肤等美妆领域；公司深耕境内市场，通过持续发力线上渠道，2022 年业绩增势亮眼；未来增长动能主要源于“大单品策略”丰富产品矩阵以及构筑品牌研发护城河；2023/6/16PE (TTM)为 51.57 倍，处于上市以来 35%分位。3)水羊转债：科技型新消费品美妆品牌企业，自有品牌产品已覆盖面膜、水乳膏霜、彩妆、清洁洗护等品类并积极开拓全球品牌代理业务；受自有品牌升级效益暂未充分实现及研发、人力成本上升影响，2022 年公司业绩短暂承压；基于品牌建设、技术研发两方面驱动因素，随着后续品牌升级效益及研发技术红利释放，公

司运营层面动能不减，基本面仍有望延续修复态势；2023/6/16PE (TTM) 为 48.57 倍，处于上市以来 56.5%分位。转债行情分析与复盘：1) 科思转债：纯股型标的，其股性较强但债底保护较薄弱；当前转债价格较高且处于相对高位，价格变动主要受正股驱动，转股溢价率尚可但尚未被极致压缩，投资性价比有所降低；转换价值延续抬升态势的动能较强，但鉴于转债仍处于发行早期且尚未进入转股期，强赎风险有限。2) 珀莱转债：平衡偏股型标的，具备较优的债底保护，股性虽不及科思转债但不乏向上弹性空间，兼具“攻守”属性；评级高于其余标的，信用风险较低；当前转换价值与强赎线之间仍有一定距离，短期内强赎风险尚可；市场热度持续，流通盘规模较优。3) 水羊转债：纯股型标的，股性与科思转债相近，弹性空间较大，但债底保护一般；转换价值介于强赎线和下修线之间，预计短期内强赎风险不高。五大维度推荐转债标的：1) 正股基本面维度：科思转债≈珀莱转债>水羊转债。科思、珀莱转债正股 2022 年及 2023Q1 业绩增势亮眼，正股驱动因素均较强劲，估值处于历史低位；水羊转债正股虽然 2022 年业绩承压，但 2023Q1 业绩修复迅速，估值已处于中高位，但结合其内部驱动因素有望持续发力，业绩增长信号或已显现。2) 等平价溢价率测试维度：水羊转债>珀莱转债>科思转债。尽管 3 只标的估值均有偏高，但科思、水羊转债的溢价率较珀莱转债相对更接近模型预测值区间上限，表明科思、水羊转债的当前估值较珀莱转债更为合理；高平价区间下，珀莱、水羊转债获取超额收益的概率增速较高。3) 股性强弱维度：科思转债>水羊转债>珀莱转债。科思、水羊转债股性相近，且相较珀莱转债转股溢价率更低，均属于纯股型标的，珀莱转债则属于平衡偏股型标的。4) 转债价格弹性维度：科思转债>珀莱转债>水羊转债。纯股型标的科思转债弹性空间较大，与股性强弱维度结论一致；但平衡偏股型标的珀莱转债弹性空间大于纯股型标的水羊转债，表明珀莱转债弹性更佳。5) 机构持仓维度：珀莱转债>水羊转债>科思转债。从机构持仓占比看，珀莱转债一季度机构环比增持，市场关注度较高，水羊、科思转债由于上市时间较短，故尚未披露机构持仓情况；结合十大持有人持仓信息，珀莱转债持有结构较分散，拥有相对充足的流动性，而水羊、科思转债则交易流动性风险稍高。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、风险偏好适中的投资者对正股基本面表现向好、转债属性系“攻守兼备”、市场关注度较高的珀莱转债予以关注；投资风格略有激进、追求收益最大化、风险偏好较高的投资者对正股基本面开启修复、向上弹性尚可、投资性价比占优的水羊转债予以关注。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)

固收点评 20230630：PMI 低位缓回升，债市环境仍偏顺风

事件 数据公布：2023 年 6 月 30 日，统计局公布 6 月（以下月份均指 2023 年）官方制造业 PMI 收于 49%，较 5 月上升 0.2 个百分点；6 月非制造业 PMI 收于 53.2%，较 5 月下降 1.3 个百分点。观点 制造业 PMI 低位回升，企业间进一步分化。总体来看，6 月 PMI 产需两端均较 5 月有所回升，生产指数达到扩张区间，但内需拉动有限。具体来看：(1) 生产指数均有所回升，需求表现疲软，外需拖累有所加大。6 月生产指数为 50.3%，较 5 月回升 0.7 个百分点。新出口订单环比下降 0.8 个百分点至 46.4%，整体新订单虽然仍然处于收缩区间，但是环比上升 0.3 个百分点至 48.6%。产成品库存和原材料库存自 2 月以来持续回落，企业处于主动去库存阶段，去库存速度进一步加快。产成品库存指数为 46.1%，较 5 月下滑 2.8 个百分点，连续 4 个月收

缩，原材料库存指数为 47.4%，较上月继续走低 0.2 个百分点。(2) 原材料与出厂价格低位回升。6 月主要原材料购进价格 45%，回升 4.2 个百分点；出厂价格 43.9%，回升 2.3 个百分点，均有所回升但仍位于荣枯线以下，原因或在于一方面市场需求不强，对价格的拉动有限；另一方面部分大宗商品价格继续下行，制造业市场价格总体回落。出厂价格-原材料购进价格的差值由正转负，企业销售和利润的改善预计将放缓。(3) 不同规模企业表现分化，中型企业逆势回升，小型企业在收缩区间进一步回落。延续 5 月走势，大型企业 PMI 位于扩张区间，而中型企业 PMI 和生产指数分别回升 1.3 和 2.2 个百分点，小型企业 PMI 和生产指数则分别回落 1.5 和 2.2 个百分点，持续位于荣枯线以下。非制造业 PMI 虽有所回落，整体稳步恢复。分行业看，建筑业商务活动指数为 55.7%，较 5 月回落 2.5 个百分点，服务业商务活动指数为 52.8%，较 5 月回落 1 个百分点。建筑业和服务业虽已连续回落三个月，但仍位于荣枯线以上。具体来看，(1) 受到气温升高，建筑业施工活动有所放缓的影响，建筑业景气度有所回落。从市场需求和预期来看，新订单指数较 5 月下降 0.8 个百分点至 48.7%，业务活动预期较上月回落 1.8 个百分点至 60.3%。尽管今年以来市场预期持续位于 60.0% 以上的高景气区间，但新订单指数和业务活动预期指数均低于过去三年同期水平，建筑业企业对行业发展信心有所减弱。

(2) 服务业商务活动指数延续今年的扩张态势，疫情积压需求释放渐弱，需求方面有所降温。服务业新订单指数近两个月一直处于回调状态，新订单指数较上年同期下降 4.1 个百分点。从行业情况看，生产性服务业商务活动指数继续位于扩张区间，邮政快递、电信广播电视等行业商务活动指数均位于 60.0% 及以上高位景气区间，航空运输、餐饮等接触型聚集型服务行业业务活动预期指数均高于 67.0%。债市观点：制造业 PMI 缓慢回升但依旧位于荣枯线下，非制造业 PMI 维持在扩张区间但持续走弱，内外需延续疲软表现。整体来看，6 月制造业景气度恢复动能不足，且企业的分化程度进一步加深，宏观环境对债市来说仍“顺风”，但需要注意 7 月的政策博弈，利率将震荡下行。风险提示：变种病毒超预期传播；宏观经济增速不及预期

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐沐阳)

行业

推荐个股及其他点评

汇中股份(300371): 战略合作新加坡安富利, 拓展高毛利海外超声波水表市场

事件: 2023 年 7 月 3 日公司公告与新加坡 Avnet Asia Pte Ltd (以下简称“安富利”)于近日签署了《战略合作协议》, 双方将针对汇中产品在全球范围内销售、定制化合作, 其中澳大利亚、新西兰为双向的独家代理。依托超声测流技术领先优势, 拓展高毛利海外市场: 公司积极把握超声测流行业发展机遇, 依托领先的超声测流技术优势, 拓展高毛利海外超声波水表市场。此次战略合作安富利, 其已经在海外市场形成了长期稳定的销售和认可, 有利于公司扩大出口规模, 形成新的利润增长点, 实现国内、国外市场双驱动, 对公司的长期可持续发展产生积极影响。 主业 1: 户用水表进入超声时代, 渗透率加速提升: 产业政策上, 一户一表、三供一业、定期强检轮换、阶梯水价收费和节水相关的政策有助于促进智能水表市场的发展。与节能相关的

政策有利于促进热量表市场的发展；与智慧城市及智慧水务建设相关的政策要求提高计量仪表的智能化水平，从而推动智能水表对传统机械水表的替换，带来智能水表渗透率的进一步提升。 主业 2：节能减排大背景下超声热量表需求有望打开：公司现有超声热量表因其在量程比、计量精度、压力损耗和环境适应性上的优势，成为目前市场上主流的热量表产品类型。热量表市场价格格局稳定，因此实现了超声热量表毛利率略高于超声水表。 主业 3：超声流量计方面开拓核电站等新应用场景，国产替代新机遇：公司超声流量计产品是公司立业之基，经过持续近 30 年的技术沉淀，目前在工业、水利、电力、冶金、石油化工领域均有应用，且保持较高的利润水平。公司凭借行业领先的研发能力及多年品牌积累，抓住超声测流产品在关键行业的国产化替代机遇，已成功参与、中标核电领域相关项目，为公司带来新的业绩增长点。 盈利预测与投资评级：我们维持预计 2023-2025 年实现归母净利润 1.45 亿元、1.95 亿元、2.36 亿元，同比增长 34.0%、34.2%、20.8%，对应 PE 分别为 18 倍、14 倍、11 倍。 风险提示：宏观经济下行风险；我国智能水表业务进程不及预期的风险等

(证券分析师：刘博 证券分析师：唐亚辉 研究助理：米宇)

奥特维 (688516)：再获通威 3.4 亿元订单，新玩家&技术迭代拉长组件设备景气周期

投资要点 事件：2023 年 7 月 3 日，公司公告中标通威太阳能（南通）划焊一体机的招标项目，中标金额约 3.4 亿元。 硅料价格触底刺激下游需求爆发，组件厂新玩家扩产动力强推动公司订单高增。通威系组件环节新玩家，2023 年 2 月，通威（盐城）和通威（四川）招标 30GW 组件产能，其中奥特维中标 24GW（合计 5.8 亿元，单 GW 价值量 2400 万元）。7 月奥特维再次中标通威（南通）3.4 亿元划焊一体机，我们预计此次奥特维中标份额约 80%（与上次订单单价有差别主要系产品配置不同），在大厂扩产中占据绝对份额。 受益于组件厂扩产，公司 2022 年新签订单约 73 亿元，同比+71%，2023Q1 淡季不淡新签订单创历史新高达 26 亿元，且 Q2 环比仍有提升，我们预计全年新签订单有望突破 120 亿元。 2024-2025 年 0BB 技术迭代下串焊机新签订单持续高增。 目前东方日升进展最快，2023 年上半年招标 1.5GW 量产订单，8 月量产 0BB 组件，正在中试的厂商包括通威、爱康、华晟、REC 等，隆基等组件大厂有望开启试样。我们估计 2024 年下半年大厂有望开启规模 0BB 招标，有望复制 SMBB 仅一年便大规模放量节奏，我们预计到 2025 年 0BB 串焊机新增+存量替换市场空间 140+亿元，相较于 2023 年市场空间有望翻倍，奥特维作为串焊机龙头充分受益，2024-2025 年新签订单同比增速有望维持 40-50%。 盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023-2025 年归母净利润为 11.25/15.78/21.56 亿元，对应当前股价 PE 为 26/19/14 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)

中国重汽 (03808.HK)：2023 半年报业绩预告：海内外共振向上，H1 业绩表现靓丽

投资要点 公告要点：中国重汽 H 发布 2023 年半年报正面盈利预告，公司预计 2023H1 归母净利润同比去年同期 12.83 亿元增长 80%~100%，绝对值预计为 23.09~25.66 亿元，取中值 24.38 亿元，同环比分别+90%/+36%，H1 业绩表现略超我们预期。 国内宏观经济向好，公司规模效应提升、产品结构优化叠加折扣边际回收三重因素共

振，驱动公司业绩同环比高增长。2023H1 重卡行业累计实现批发销量约 47.4 万辆（6 月重卡销量预估为 7.2 万辆），同环比分别+25%/+62%，同环比大幅增长主要系去年同期国内疫情封控导致基数较低。重汽集团角度，2023H1 整体批发销量预估约 13 万辆左右，同环比+45%/+84%，同环比表现均大幅领先行业整体，主要系重卡出口占行业整体比例持续提升，重汽为出口领域龙头，份额占比接近 50%，充分受益内外销结构变化，市占率持续提升。公司规模效应增长的同时持续优化产品结构，重卡行业终端折扣相比去年终端降价去库存而言明显回收规模效应提升、产品结构优化叠加折扣回收，均价提升同时毛利率改善，公司 2023H1 业绩同环比高速增长。国内复苏+出口爆发，海内外持续共振，重汽公司有望保持持续高增长。2023 年全年来看，我们预计重卡行业批发销量达 88 万辆，其中出口（中汽协口径）/国内分别为 27/61 万辆，同比分别+55%/+29%；重汽集团于重卡出口细分市场持续保持接近 50%的较高市占率，全年批发口径市占率有望受益出口占比提升而大幅提升，带动整体规模效应和盈利双增长。此外，公司持续推进新能源转型，布局混动/纯电/氢燃料电池等技术的研发装车，智能化转型同步加速，面向未来高质量清洁发展，保证公司长期竞争力领先海内外双轮驱动上行，轻卡/金融业务稳定向上发展。盈利预测与投资评级：公司作为重卡龙头，有望充分受益国内重卡复苏叠加出口高增的行业红利。我们维持公司 2023~2025 年营业总收入为 791.79/1127.02/1417.15 亿元，归属母公司净利润为 33.64/51.92/72.57 亿元，对应 EPS 为 1.22/1.88/2.63 元，对应 PE 为 10/7/5 倍。考虑公司作为重卡龙头，率先受益行业向上红利，份额有望进一步提升，我们认为中国重汽 H 应该享受更高估值溢价，维持“买入”评级。风险提示：海内外宏观经济波动幅度超预期；上游原材料涨价超预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：杨惠冰）

迈为股份（300751）：再获三五互联 0.6GW 订单，HJT 产业化持续加速

投资要点 事件：迈为股份与三五互联的控股孙公司眉山臻升光伏签订一条 0.6GW 的 HJT 整线设备订单。三五规划 8GW HJT 项目，迈为已获三五互联 1.8GW 订单。此前迈为股份 2 月已获三五互联 1.2GW 整线设备订单，叠加此次 0.6GW 订单，合计中标三五互联 1.8GW 订单。三五互联 2022 年 12 月 25 日公告拟与眉山市丹棱县人民政府签署项目投资协议，建设 5GW 异质结电池 5G 智慧工厂项目，后续结合市场需求及公司发展需要，2 月公告新增投资建设 3GW 产能，新增投资约 15 亿元，项目合计建设 8GW 项目，总投资约 40 亿元，规划 2024 年 6 月 30 日前完成 5GW 生产线建设并正式投产，2025 年 6 月 30 日前计划完成全部 8GW 生产线建设并实现满产。HJT 降本增效持续推进，产业化进展加速。我们预计 2023Q3 HJT 有望实现成本打平，（1）硅片端：110 μ m 已导入产线，2023 年底完成 100 μ m 量产，2024 年年中实现 90 μ m 量产；（2）降银耗：银包铜&0BB 双轨并行，银包铜浆料国产化加速，正背面有望同时导入 50%或 30%银包铜，0BB 目前多个技术路线小批量量产效果理想，可降银 35%，电镀铜能够彻底解决银耗痛点，近期罗博特科出货单体 1GW 电镀设备、太阳井 2023 年有望交付 1GWHJT 电镀铜设备、2024 年预计 8GWHJT 电镀铜设备订单；（3）设备端：设备稳定性提升，华晟三期四线从设备的安装调试到首片贯通仅耗时 20 天，日升为 12 天。技术不断迭代&设备降本有望促使大厂逐步开启规模扩产，迈为作为龙头设备商具备高订单弹性。我们预计 2023 年 HJT 扩产 50-60GW，考虑迈为

股份 80% 市占率及 HJT 整线设备价值量 3.5-4.0 亿元/GW (配置不同, 价格有差异), 预计 2023 年迈为潜在 HJT 设备订单体量约 140-190 亿元。时间节奏上, 我们认为大厂即将开始布局。HJT 作为电池片环节的革命性技术目前仍处于扩产早期, 传统厂商尚未大规模布局, 新进入者此时投资扩产可获得先发优势, 实现弯道超车, 因此 2023 年新进入者数量持续高增, 而传统大厂在 2024 年开始大规模扩产。迈为的高市占率有望保持, 我们认为迈为的设备在核心专利的布局非常完善, 且通过存量产线反馈加速技术迭代, 持续维持高市占率。盈利预测与投资评级: 公司为 HJT 整线设备龙头受益于 HJT 电池加速扩产, 长期泛半导体领域布局打开成长空间。我们维持公司 2023-2025 年的归母净利润为 13.09/19.40/29.41 亿元, 对应当前股价 PE 为 35/23/15 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 下游 HJT 扩产不及预期, 研发进展不及预期。

(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>