

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-07-17

宏观策略

2023年07月17日

宏观点评 20230713: 6月出口: 意外的数据偏差, 有何深意?

6、7月可能是今年出口数据“最难熬”的时间窗口, 如果剔除每年1、2月的春节噪音, 上一次出现更大的幅度(6月同比-12.4%)的同比跌幅还得追溯到2015年3月(-15%)。但是可能更令人疑惑的是数据出现了少见的偏差。为什么说这个差值“意味深长”? 200亿美元的偏差虽然不算突出(2022年出口规模为3.6万亿美元), 但可能带来完全不同的结果。

晨会编辑 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

固收金工

固收点评 20230712: 金丹转债: 乳酸行业龙头企业

我们预计金丹转债上市首日价格在123.60~137.70元之间, 我们预计中签率为0.0024%。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。

行业

商贸零售行业点评报告: 海关总署公布2023H1出口数据, 一带一路国家进出口高景气, 推荐小商品城等

投资建议: 关注“一带一路”出口高景气, 推荐小商品城等。小商品城管理着义乌国际商贸城, 是我国小商品出口产业链的枢纽。公司受益于一带一路国家小商品出口高增趋势, 据义乌海关, 2023年1~5月义乌对“一带一路”国家进出口808.7亿元, 同比+16.0%, 其中对沙特、巴西出口额增长48.8%、44.5%。一带一路国家出口的高景气促进小商品市场繁荣, 有利于公司进一步扩张市场, 并延伸服务范围。小商品城预计2023H1归母净利润为19.6~20.2亿元, 同比+60%~65%。风险提示: 地缘政治, 汇率, 宏观经济, 小商品城新项目落地进度等

环保行业点评报告: 国家发改委: 5月天然气消费快速增长, 同比增长12.4%, 1-5月同比增长5.7%

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, 利率超预期上升, 财政支出低于预期。

推荐个股及其他点评

首旅酒店(600258): 2023年半年度业绩预盈公告点评: RevPar超疫情前, 旺季利润有望进一步修复

盈利预测与投资评级: 首旅酒店作为中国第三大酒店连锁集团, 背靠首旅集团协同整合资源, 在新冠疫情酒店行业整体承压的背景下, 龙头逆势扩张, 市场格局显著向好。虽然revpar恢复程度符合预期, 但考虑公司2023Q2利润兑现不及预期, 下调首旅酒店盈利预期, 2023-2025年归母

净利润分别为 8.91/11.50/13.36 亿元（前值为 10.21/12.04/13.68 亿元），对应 2023-2025 年 PE 估值为 26/20/17 倍，2023 年随着酒店行业进入暑期旺季，有望持续兑现业绩逐季向好，维持“买入”评级。风险提示：居民消费意愿恢复不及预期、门店扩张不及预期等。

锦江酒店（600754）：2023 年半年度业绩预告点评：预告利润中值超疫情前，经营数据向好

盈利预测与投资评级：锦江酒店作为中国第一大酒店连锁集团，品牌、运营和管理持续赋能网络扩张。背靠锦江国际协同整合资源，在疫情期间作为龙头逆势扩张，市场格局显著向好，旅游市场复苏带动公司盈利能力快速恢复。考虑人员薪酬上涨，调整锦江酒店 2023-2025 年盈利预期，归母净利润分别为 15.12/21.65/29.47 亿元（前值为 16.99/21.26/27.20 亿元），对应 PE 估值为 33/23/17 倍，维持“买入”评级。风险提示：需求恢复不及预期，行业竞争加剧，门店增长不及预期等

道森股份（603800）：2023 年半年报业绩预告点评：子公司洪田科技业绩大幅增长，传统+复合铜箔设备驱动

暂不考虑收购洪田科技剩余 49% 股权&复合铜箔设备业绩贡献，仅考虑传统铜箔设备业务，我们维持 2023-2025 年归母净利润为 2.1/3.2/4.2 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 30/19/15 倍，维持“增持”评级。

中国太保（601601）：中江举帆正长航，击楫勇进逐二期——中国太保 2023 年资本市场开放日见闻与思考

中江举帆正长航，击楫勇进逐二期。2021 年太保寿险推出“长航行动”并启动深化转型，既是公司面对寿险业从高速发展向高质量发展转变阶段提出的“做寿险业长期主义者”愿景，亦是集团转型 2.0 的延续与深化。公司上下一心，统一思想，以价值为底绘就高质量发展新画卷，不要低估集团和寿险领导对于转型的决心。二期工程将从塑型到成型，由外勤到内勤，实现“赋能型总部、经营型机构”。盈利预测与投资评级：公司通过引入外脑、苦练内功、有序推动一期工程落地，2023 年以来公司逐步收获转型成效，基本面优于同业，看好太保作为本轮寿险业负债端复苏领头羊，圆满达成长航初心。我们预计公司 2023 年至 2025 年归母净利润分别为 290.6、340.32 和 379.53 亿元，同比增速分别为 18.1%、17.1%和 11.5%，NBV 同比增速分别为 17.5%、11.0%和 11.0%。我们给予目标价为 39.44 元/股，维持“买入”评级。风险提示：1) 芯基本法实施成效不持续；2) 集团和寿险公司董事长年近退休对集团“五航”转型成效影响；3) 长端利率及权益市场下行

春风动力（603129）：2023 年半年报业绩预告点评：两轮+四轮齐驱，Q2 业绩超预期

盈利预测与投资评级：摩托车业务依托出色的产品力+品牌力成功把握国内消费升级新趋势，借全地形车经验及渠道，出海重启；研发+产品+渠道三轮驱动全地形车全球市占率逐年攀升。我们预计公司 2023-2025 年营业总收入 135/170/213 亿元，归属母公司净利润 10/13/20 亿元，同比 +41%/+36%/+52%，对应 PE 为 24/18/12 倍。鉴于公司摩托车业务布局完善+品牌力强劲，全地形车业务研发+渠道优势赋能产品，我们维持“买入”评级。风险提示：全球贸易环境不稳定风险；新车型上量不及预期风险；运价/汇率等波动风险等。

迈为股份（300751）：拟投资 30 亿元建设泛半导体装备项目，为 HJT 产业化储备产能

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 39/26/17 倍，维持“买入”评级。

贵州茅台（600519）：23H1 主要经营数据点评：收入略超预期，龙头稳军心

公司稳健经营，业绩确定性和成长性兼具，23Q2 收入略超预期，我们上调 2023-2025 年归母净利润为 744.74/867.44/1001.82 亿元（前值为 730.5/844.8/970.5 亿元），同比增长 19%/16%/15%（前值为 +16%/+16%/+15%），当前对应 23-25 年 PE 为 29、25、22 倍，维持“买入”评级。

报喜鸟（002154）：23H1 业绩预告点评：Q2 业绩亮丽高增，继续领跑行业

公司为国内中高端男装多品牌运营公司，23 年上半年在国内消费弱复苏环境下，流水恢复较高增长，在毛利率回升、费用率下降的经营杠杆带动下净利增长幅度高于流水、总体表现领跑行业。考虑政府补贴对上半年业绩的增厚，我们维持 23-25 年归母净利润 6.2/7.6/9.3 亿元的预测，分别同比+35%/+23%/+22%，对应 PE 分别为 14/11/9X，维持“买入”评级。

宏观策略

宏观点评 20230713: 6月出口: 意外的数据偏差, 有何深意?

6、7月可能是今年出口数据“最难熬”的时间窗口, 如果剔除每年1、2月的春节噪音, 上一次出现更大的幅度(6月同比-12.4%)的同比跌幅还得追溯到2015年3月(-15%)。但是可能更令人疑惑的是数据出现了少见的偏差, 如图1所示, 官方公布与累计值推算的当月出口规模出现了超过200亿美元差值(2853亿美元 VS 2630亿美元), 而这在今年前5个月都未出现过(我们也暂时无法确定偏差的原因何在)。为什么说这个差值“意味深长”? 200亿美元的偏差虽然不算突出(2022年出口规模为3.6万亿美元), 但可能带来完全不同的结果。如果官方公布的更贴近实际, 6月出口虽弱于季节性、但至少环比上出现了企稳改善; 如果是后者(2630亿美元), 那么出口还要继续寻底。我们可以做一个极端情形的测算来看看这个差异: 我们假设一种极端的情形, 出口往后不出现季节性上涨(一般下半年的出口规模会明显高于上半年)、接下来每个月的出口规模和6月一致, 如果6月规模是2853亿美元, 那么对应2023年出口增速约为-5.4%, 如果是后者, 对应的2023年出口增速则低至-9.7%。当然实际的情况会好于以上假设的情形, 主要基于两方面的考虑: 今年美国衰退的概率已经大大降低, 基数会成为决定出口节奏的重要因素。我们在之前的报告《房地产软着陆后, 美国经济衰退还有戏吗?》中指出由于美国地产的企稳和稳健的就业, 美国今年衰退的概率已经很小了, 在这一核心外部扰动要素减弱的情况下, 2022年的基数将成为影响2023年出口同比增速的主要“内因”——6、7月将是同比低点。PPI、全球制造业的拐点已经临近。中国出口上一次出现更大的同比跌幅出现在2015年3月(剔除1、2月的扰动), 共同的特征是制造业处于主动去库存的阶段、PPI都出现了明显负增长, 而随着PPI跌幅的收窄, 以及全球制造业去库存逐步进入尾声, 我们认为出口同比增速的拐点并不远(图3、4)。我们在之前的报告《今年出口还有什么“顺风”可以依赖?》已经分析过, 2023年出口额外的改善动力来自于三个方面: 美国地产企稳带来全球贸易的向上重估; 在外交的努力下, 欧美尤其是欧洲进口中中国份额的下降速度可能会放缓; 一带一路10周年下, 中国在其中主要经济体中的进口份额可能会加速上升。我们测算, 这可能使得2023年出口增速修复1.6至2.9个百分点(图5)。而能不能把2023年的出口跌幅压缩到-5%以内、甚至-3%以内, 6月的这个“偏差”有重要的意义。除此之外, 具体数据方面: 国别方面, 欧美拖累加大, “一带一路”相对而言仍具韧性。6月我国对欧盟、美国出口增速继续下滑, 为出口增速主要拖累。但“一带一路”国家更为稳定, 东盟基本持平上期, 对俄罗斯出口增速虽然回落, 但仍处于90%以上的高位, “一带一路”在我国出口中的份额预计仍在上升(图6、7)。产品方面, 汽车独挑大梁, 船舶超预期下滑。本月在产品出口普遍低迷的情形下, 汽车出口继续维持高增速, 量价齐升, 由于海外新能源车的渗透率相对更低、空间更大, 以及中国品牌在新能源车行业的竞争优势明显, 后续汽车及其零配件的出口的持续性和空间值得期待。除此之外, 液晶平板显示模组也成为少见的量价齐升的种类, 在消费电子整体低迷的行情中确实难能可贵。与此相反的是船舶出口增速大跌, 在今年以来船舶出口持续保持高增速的情形下, 6月的颓势似乎有些超预期, 更可能反映的是全球航运的景气程度, 需关注后续这一现象是否持续。此外, 玩具、陶瓷等劳动密集型产品以及手机、自动

数据处理设备、集成电路等电子半导体行业则延续低迷（图 8，9）。地产类产品出口未来可能受美国地产回暖的外溢效应影响。值得关注的是，家用电器本月成为少数几个出口正增长的产品，主要受出口数量带动，或许一定程度上反映了天气炎热带来的家电需求上升。此外，我们在此前的报告中提到美国地产回暖对我国地产类产品进口具有领先作用，且具有较高的进口依赖度，后续可关注美国地产回暖的持续性以及对我国出口的外溢效应——这对于建筑建材、通用机械以及家电家具出口都有一定的提振效果（图 10，11）。风险提示：美国地产超预期反弹导致美联储紧缩程度高于市场预期；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。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

固收金工

固收点评 20230712：金丹转债：乳酸行业龙头企业

事件 金丹转债（123204.SZ）于 2023 年 7 月 13 日开始网上申购：总发行规模为 7.00 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于年产 7.5 万吨聚乳酸生物降解新材料项目和补充流动资金。当前债底估值为 83.59 元，YTM 为 3.12%。金丹转债存续期为 6 年，中诚信国际信用评级有限责任公司资信评级为 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%、0.40%、0.80%、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 6.29%（2023-07-11）计算，纯债价值为 83.59 元，纯债对应的 YTM 为 3.12%，债底保护一般。当前转换平价为 104.4 元，平价溢价率为-4.25%。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 19 日至 2029 年 07 月 12 日。初始转股价 20.94 元/股，正股金丹科技 7 月 11 日的收盘价为 21.87 元，对应的转换平价为 104.44 元，平价溢价率为-4.25%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 15.61%。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 20.94 元计算，转债发行 7.00 亿元对总股本稀释率为 15.61%，对流通盘的稀释率为 22.24%，对股本有一定的摊薄压力。观点 我们预计金丹转债上市首日价格在 123.60~137.70 元之间，我们预计中签率为 0.0024%。综合可比标的以及实证结果，考虑到金丹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 123.60~137.70 元之间。我们预计网上中签率为 0.0024%，建议积极申购。金丹科技是一家运用现代生物技术大规模工业化生产 L-乳酸及其衍生产品的高新技术企业。金丹科技经过数十年的发展，已经成为国内乳酸行业的龙头企业，公司目前主要产品包括冬类乳酸、乳酸盐和乳酸酯，产品广泛应用于食品、饲料、生物降解材料、工业、医药等领域。2018 年以来公司营收稳步增长，2018-2022 年复合增速为 17.61%。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 17.61%。2022 年，公司实现营业收入 15.35 亿元，同比增加 6.41%。与此同时，归母净利润稳定增长，2018-2022 年复合增速为 12.18%。公司主要产品包括乳酸和乳酸盐，副产品主要为玉米副产品，其他产品主要为淀粉、石膏粉和蒸汽等。2020 年以来，金丹科技乳酸盐、副产品和其他产品收入逐年增长，2020-2022 年副产品收入占主营业务收入比重

分别为 8.30%/12.79%/12.52%。公司销售净利率维稳，销售毛利率和销售费用率下降，财务费用率和管理费用率下降。2018-2022 年，公司销售净利率分别为 10.37%、12.85%、11.50%、9.06%和 8.08%，销售毛利率分别为 30.69%、34.20%、27.42%、19.44%和 20.87%。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

商贸零售行业点评报告：海关总署公布 2023H1 出口数据，一带一路国家进出口高景气，推荐小商品城等

投资要点 事件：海关总署 7 月 13 日公布 2023 年上半年进出口数据。2023H1，我国货物贸易进出口总值达 20.1 万亿元人民币，同比+2.1%。出口表现好于进口：上半年我国货物贸易出口总值为 11.46 万亿元，同比+3.7%；进口总值为 8.64 万亿元，同比-0.1%。“一带一路”沿线国家进出口增速明显高于整体。2023H1，我国对“一带一路”沿线国家进出口总额达 6.89 万亿元，同比+9.8%，高出整体增速 7.7pct；“一带一路”沿线国家占进出口总额的 34.3%，同比+2.4pct。我国对东盟、拉美、非洲等地区出口额增速较快。2023H1，我国对东盟的出口总额达 1.81 万亿元，同比+8.60%；对拉丁美洲出口总额达 0.82 万亿元，同比+6.00%；对非洲出口总额达 0.61 万亿元，同比+23.70%。
投资建议：关注“一带一路”出口高景气，推荐小商品城等。小商品城管理着义乌国际商贸城，是我国小商品出口产业链的枢纽。公司受益于一带一路国家小商品出口高增趋势，据义乌海关，2023 年 1~5 月义乌对“一带一路”国家进出口 808.7 亿元，同比+16.0%，其中对沙特、巴西出口额增长 48.8%、44.5%。一带一路国家出口的高景气促进小商品市场繁荣，有利于公司进一步扩张市场，并延伸服务范围。小商品城预计 2023H1 归母净利润为 19.6~20.2 亿元，同比+60%~65%。
风险提示：地缘政治，汇率，宏观经济，小商品城新项目落地进度等
(证券分析师：吴劲草)

环保行业点评报告：国家发改委：5 月天然气消费快速增长，同比增长 12.4%，1-5 月同比增长 5.7%

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 管理办法公开征求意见，明确项目范畴&强化供给侧约束。2023/7/7，生态环境部就《温室气体自愿减排交易管理办法（试行）》公开征求社会意见。1)《管理办法》明确项目范围，新增节能增效&设置时间限制。2)优化管理模式，方法学由申请备案变为统一征集遴选，动态更新&择优发布。CCER 重启渐近，关注可再生能源/林业碳汇/甲烷减排/节能增效等领域；碳市场预计扩容，驱动固碳需求释放&碳价值兑现。重点推荐水泥固碳【仕净科技】；建议关注分布式光伏【ST 龙净】，林业碳汇【岳阳林纸】，甲烷利用【百川畅银】，节能设备【瑞晨环保】。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、耗材进入高端制程：【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。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，加权平均ROE自2016年10%提至2022年23%，配套设备+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】2020-2022年分红水平50~60%，股息率(TTM)5.69%（截至2023/7/3）。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】PB(MRQ)0.39倍，2023年PE4倍（截至2023/7/7），历史分红近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年归母净利润复增15%，2023年PE10.8倍（截至2023/7/7）。建议关注【三峰环境】国补加速，设备发力海外市场，2023年PE10倍（截至2023/7/7）。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：水务行业深度：低估值+高分红+水价改革，关注优质运营资产价值重估。天然气行业深度：消费复苏&价差修复&板块低估值，关注天然气板块投资机会。环保行业月报：CCER重启在即，生环部拟实施焦化行业和水泥行业的超排排放，关注清洁能源&碳价值长期增长。风险提示：政策推广不及预期，利率超预期上升，财政支出低于预期。

（证券分析师：袁理 研究助理：陈孜文）

推荐个股及其他点评

首旅酒店（600258）：2023年半年度业绩预盈公告点评：RevPar 超疫情前，旺季利润有望进一步修复

投资要点 事件：2023年7月14日下午，公司发布2023年半年度业绩预盈公告，2023H1公司实现归母净利润为2.6-3.0亿元，同比增长168%-178%；扣非归母净利润为2.2-2.6亿元，同比增长151-160%。净利润恢复至疫情前的7成水平，略低于预期。根据预盈公告及一季度数据测算，2023Q2公司归母净利润为1.8-2.3亿元，恢复至2019年同期的62%-76%，扣非归母净利润为1.7-2.1亿元，恢复至2019年同期的61%-76%。净利润略低于预期，或由于部分项目处于培育阶段拖累业绩。2023年以来，国内商务出行及休闲旅游需求持续恢复，公司紧抓酒店市场稳步复苏机遇，业绩持续修复。RevPar持续修复，估算2023Q2恢复疫情前水平。2023年H1首旅酒店全部酒店RevPar为147元，同比+66%，不含轻管理酒店的全部酒店RevPAR为163元，同比+72%。2022Q1-Q4和2023Q1公司整体RevPar恢复至2019年的

63%/56%/66%/63%/96%，我们估算 2023Q2 全部酒店 RevPar 恢复至 2019 年同期的 101-102%，恢复疫情前水平，居民出行意愿修复带动 RevPar 持续修复。暑期旺季到来有望释放酒店业务业绩弹性。跨省交通在 7/8 月达到周期性峰值，暑期旺季长途出行恢复程度有望进一步提升。2019 年跨省交通客运量存在两个峰值时间段，即 1-2 月春运期间和 7-8 月的暑期旺季，且 7-8 月长途出行特征更为突出。2023 年 5 月铁路/民航持续恢复至 2019 年同期的 106%/95%。我们预计 2023 年 7/8 月将迎来暑期旺季，长途出行恢复程度有望进一步提升，公司酒店业务有望进一步释放业绩弹性。盈利预测与投资评级：首旅酒店作为中国第三大酒店连锁集团，背靠首旅集团协同整合资源，在新冠疫情酒店行业整体承压的背景下，龙头逆势扩张，市场格局显著向好。虽然 revpar 恢复程度符合预期，但考虑公司 2023Q2 利润兑现不及预期，下调首旅酒店盈利预期，2023-2025 年归母净利润分别为 8.91/11.50/13.36 亿元(前值为 10.21/12.04/13.68 亿元)，对应 2023-2025 年 PE 估值为 26/20/17 倍，2023 年随着酒店行业进入暑期旺季，有望持续兑现业绩逐季向好，维持“买入”评级。风险提示：居民消费意愿恢复不及预期、门店扩张不及预期等。

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：石旂瑄)

锦江酒店 (600754)：2023 年半年度业绩预告点评：预告利润中值超疫情前，经营数据向好

投资要点 事件：2023 年 7 月 14 日下午，公司发布 2023 年半年度业绩预告，2023H1 公司预计实现归母净利润为 5.0-5.5 亿元，扣非归母净利润为 3.7-4.2 亿元，同比均实现扭亏为盈。业绩基本符合预期。根据预告及一季度数据测算，2023Q2 公司预计实现归母净利润 3.7-4.2 亿元，同比增长 80%-105%，恢复至 2019 年同期的 136%-152%；2023Q2 扣非归母净利润为 2.8-3.3 亿元，同比扭亏为盈，恢复至 2019 年同期的 97%-115%。净利润超越疫情前水平，基本符合预期，国内休闲游及商务差旅消费需求明显释放，带动公司境内酒店经营显著复苏。RevPar 持续修复，已超越疫情前水平。2023 年 Q1 锦江酒店境内酒店整体 OCC/ADR/RevPar 分别为 61.7%/239 元/148 元，为 2019 年同期的 87%/117%/103%。2023 年一季度/4 月/5 月/6 月（预计）境内酒店整体 RevPar 恢复至 2019 年的 103%/116%/104%/108%，境外酒店整体 RevPar 恢复至 2019 年的 110%/107%/115%/114%。2023 年以来，居民出行意愿修复带动 RevPar 迅速修复，RevPar 已全面超越疫情前水平。暑期旺季到来有望释放业绩弹性。跨省交通在 7/8 月达到周期性峰值，暑期旺季长途出行恢复程度有望进一步提升。2019 年跨省交通客运量存在两个峰值时间段，即 1-2 月春运期间和 7-8 月的暑期旺季，且 7-8 月长途出行特征更为突出。2023 年 5 月铁路/民航持续恢复至 2019 年同期的 106%/95%。我们预计 2023 年 7/8 月将迎来暑期旺季，长途出行恢复程度有望进一步提升，公司有望进一步释放业绩弹性。盈利预测与投资评级：锦江酒店作为中国第一大酒店连锁集团，品牌、运营和管理持续赋能网络扩张。背靠锦江国际协同整合资源，在疫情期间作为龙头逆势扩张，市场格局显著向好，旅游市场复苏带动公司盈利能力快速恢复。考虑人员薪酬上涨，调整锦江酒店 2023-2025 年盈利预期，归母净利润分别为 15.12/21.65/29.47 亿元（前值为 16.99/21.26/27.20 亿元），对应 PE 估值为 33/23/17 倍，维持“买入”评级。风险提示：需求恢复不及预期，行业竞争加剧，门店增长不及预期等

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：石旂瑄)

道森股份（603800）：2023 年半年报业绩预告点评：子公司洪田科技业绩大幅增长，传统+复合铜箔设备驱动

投资要点 子公司洪田科技业绩超预期，2023H1 利润大幅增长：2023H1 道森归母净利润 0.44-0.53 亿元，同比+231%-299%；扣非净利润 0.32 亿元-0.39 亿元，同比+178%-239%。2023Q2 归母净利润 0.26-0.35 亿元，同比-24%+2%，环比+44%-94%；扣非净利润 0.30-0.37 亿元，同比-9%+12%，环比+1147%-1441%。我们判断 2023 上半年道森归母净利润主要由子公司洪田科技 51%股权贡献，我们预计洪田科技 2023H1 净利润约 0.86-1.0 亿元，相较于 2022H1 的 0.18 亿元增长明显，主要系传统铜箔设备产能提升、出货大幅增加。传统铜箔设备订单旺盛，夯实业绩基本盘：目前洪田科技订单饱满，已排至 2024 年；我们预计阴极辊在 2023 年达到 600 台产能；生箔机产能 800-1000 台套，出货量为产能的 80%左右；阳极板产能 2000 台套，出货量 1000 台套。铜箔行业仍处于高速增长期，2022 年铜箔新扩 40 万吨左右，我们预计 2023 年新增扩产约 30-50 万吨；目前市场主流厚度是 6 微米，道森的设备已能稳定生产 3.5 微米铜箔，后续依托产能扩张&铜箔减薄趋势下的技术领先，道森的市场份额进一步提升。推出复合铜箔一体机，受益产业 0-1 发展：（1）已售出首台设备：2023 年 4 月发布真空磁控溅射一体机，首台套客户为汉崧新材，目前正在积极验证当中。（2）积极扩充产能：拟投资 10 亿扩充产能，建设年产真空磁控溅射设备 100 套、真空蒸镀设备 100 套、复合铜箔一体机成套设备 100 套。（3）合作方诺德扩产复合集流体：公司与诺德为战略合作关系，2023 年 7 月诺德拟不超 7000 万元设立控股子公司，将专注于复合集流体研发生产，道森有望充分受益。盈利预测与投资评级：暂不考虑收购洪田科技剩余 49%股权&复合铜箔设备业绩贡献，仅考虑传统铜箔设备业务，我们维持 2023-2025 年归母净利润为 2.1/3.2/4.2 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 30/19/15 倍，维持“增持”评级。风险提示：下游扩产不及预期，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）

中国太保（601601）：中江举帆正长航，击楫勇进逐二期——中国太保 2023 年资本市场开放日见闻与思考

投资要点 中江举帆正长航，击楫勇进逐二期。2021 年太保寿险推出“长航行动”并启动深化转型，既是公司面对寿险业从高速发展向高质量发展转变阶段提出的“做寿险业长期主义者”愿景，亦是集团转型 2.0 的延续与深化。公司上下一心，统一思想，以价值为底绘就高质量发展新画卷，不要低估集团和寿险领导对于转型的决心。二期工程将从塑型到成型，由外勤到内勤，实现“赋能型总部、经营型机构”。职业营销：“三化五最”建设初见成效，业务量质双丰收。太保寿险新业务价值增速自 3Q22 以来连续四个季度转正且领跑同业，预计 1H23 增速为 25%，领跑 A 股上市险企，主要得益于通过职业化、专业化、数字化建设，推动队伍质态和业务品质改善。公司主动求变，改变队伍经营的底层逻辑，探索职业营销芯模式，由以往“人力驱动、短期激励、产品炒作”转变为“职业营销、长期牵引、客户经营”。在芯基本法牵引下，建议积极关注队伍产能、核心人力数量、新人留存率及产能，保单继续率以及体现销售能力的价值率等指标持续改善力度。价值银保：芯银保新定位，价值创造可期。公司升级银保深度战略合作，在核心区域深度共建网点，丰富产品与服务满足分层客户的差异化需求，并建立高素质队伍。2023 年银保队伍数量超过 3,000 人，其中近七成是代理制，已超过十年前 1.6 万银保队伍的价值创造能力，

看好银保渠道价值贡献逐年提升。产服体系：金三角构建双闭环流程，太保家园赋能养老保障。公司围绕健康、财富和养老三大核心需求，构建全新的“产品+服务”金三角体系。聚焦在两个客户视角的维度：全生命周期&支付能力差异分层。2022年以来，公司抓住“低利率+低风险偏好”外部环境，积极推出多版本的长相伴增额终身寿险产品，2023年以来受预定利率下调预期，该产品市场需求进一步被激活。盈利预测与投资评级：公司通过引入外脑、苦练内功、有序推动一期工程落地，2023年以来公司逐步收获转型成效，基本面优于同业，看好太保作为本轮寿险业负债端复苏领头羊，圆满达成成长航初心。我们预计公司2023年至2025年归母净利润分别为290.6、340.32和379.53亿元，同比增速分别为18.1%、17.1%和11.5%，NBV同比增速分别为17.5%、11.0%和11.0%。我们给予目标价为39.44元/股，维持“买入”评级。风险提示：1) 芯基本法实施成效不持续；2) 集团和寿险公司董事长年近退休对集团“五航”转型成效影响；3) 长端利率及权益市场下行

(证券分析师：胡翔 证券分析师：葛玉翔 证券分析师：朱洁羽)

春风动力(603129): 2023年半年报业绩预告点评: 两轮+四轮齐驱, Q2业绩超预期

投资要点 公告要点: 公司发布2023年半年度业绩预增公告, 公司预计2023H1归母净利润为5.1-5.9亿元, 同比+66.79%至92.95%; 扣非归母净利润为4.8-5.6亿元, 同比+43.03%至66.93%。2023Q2归母净利润预计为3~3.8亿元, 同比+49.5%~89.5%, 环比+42.5%~80.5%; 23Q2扣非归母净利润预计为2.8~3.6亿元, 同比+13.5%~45.6%, 环比+44.0%~84.8%。规模效应增强, 产品结构改善, 成本/费用双重利好。营收端: 四轮业务方面公司持续优化产品结构, 高附加值产品销售占比提高; 两轮业务方面公司在各排量段均积极推新, XO狒狒赛车手、800NK等车型陆续上市, 完善公司产品矩阵, 推动两轮销量稳步增长。费用&成本端: 公司在成本端强化管理, 降本增效成果显著。此外公司外销占比较高且产品以美元结算为主, Q2以来美元兑人民币汇率整体处于升值趋势, 升值幅度约为5.02%(按照季度末和季度初的汇率进行计算); 同时国际海运费较上年同期回落明显, 中国货代运价指数(中国-北美)Q2约回落15.2%。双重利好因素驱动下公司利润持续释放。未来核心看点: 产品谱系进一步完善+ASP提升+出口布局深化。1) 摩托车: 消费型大排量摩托车国内及出口双增行业大背景下, 公司积极在各排量发布新品, 补齐产品谱系, 迎合消费者新需求, 销量及ASP齐升; 公司摩托车出口业务重新启动, 依托在全地形车外销方面积累的渠道优势及相关经验, 有望在较短时间内贡献新增量; 2) 全地形车: U/Z系列高附加值产品占比提升, 带动ASP增长; 自主研发及渠道布局的优势显现, 高性价比且精简完善的产品矩阵赋能增长, 市占率逐步提升。盈利预测与投资评级: 摩托车业务依托出色的产品力+品牌力成功把握国内消费升级新趋势, 借全地形车经验及渠道, 出海重启; 研发+产品+渠道三轮驱动全地形车全球市占率逐年攀升。我们维持公司业绩预期, 预计公司2023-2025年营业总收入135/170/213亿元, 归属母公司净利润10/13/20亿元, 同比+41%/+36%/+52%, 对应PE为24/18/12倍。鉴于公司摩托车业务布局完善+品牌力强劲, 全地形车业务研发+渠道优势赋能产品, 我们维持“买入”评级。风险提示: 全球贸易环境不稳定风险; 新车型上量不及预期风险; 运价/汇率等波动风险等。

(证券分析师: 黄细里 研究助理: 孟璐)

迈为股份 (300751): 拟投资 30 亿元建设泛半导体装备项目, 为 HJT 产业化储备产能

投资要点 事件: 公司拟与吴江经济技术开发区管理委员会签署《投资协议书》, 拟投资建设“迈为泛半导体装备”项目, 自主研发、制造泛半导体领域高端装备, 计划投资总额 30 亿元, 计划用地约 259 亩。项目主要为 HJT 提供配套设备, 提前布局产能。 (1) 2021 年公司定增 28 亿元扩产 HJT 设备, 可实现年产 40 条 HJT 设备整线项目, 按照 600MW 一条线, 对应产能至少为 24GW, 当然产能具备一定弹性, 公司现有的产能能够满足 2023 年的市场需求, 但考虑到未来 HJT 产业化加速即将迎来爆发, 公司仍需要进一步扩充产能、满足下游交付需求; (2) 项目建设在吴江经济技术开发区, 由于吴江区土地略紧, 用地流程需要花费一定时间, 故公司提前签订投资协议书, 储备 HJT 设备产能用地, 为 HJT 产业化做好充足准备。 HJT 降本增效持续推进, 建议重视 Q3HJT 行业降本进展。 我们预计 2023Q3HJT 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, 华晟已全面导入正背面银包铜, 0BB 中试效果理想, 即将规模导入量产, 未来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: 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 39/26/17 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)

贵州茅台 (600519): 23H1 主要经营数据点评: 收入略超预期, 龙头稳军心

投资要点 事件: 2023H1 预计实现总营收 706 亿元左右, yoy+18.8% 左右; 归母净利润 356 亿元左右, yoy+19.5% 左右。23Q2 预计总营收 312.21 亿元, yoy+18.91%, 归母净利润 148.05 亿元, yoy+17.98%, 业绩略超我们此前预期。 收入略超预期, 弹性贡献点仍丰富。Q2 茅台酒营收 254 亿元左右, 同比+20%, 增速环比 Q1 提升, 1) i 茅台 23Q2 公司预约申购的线上收入 43.6 亿元 (含税), 同比基本持平, 此外云购品类增加, 预计小幅增长; 2) 主要增长贡献来自于 24 节气自 3 月起投放 (巽风年初上线以来, 截至 612 用户数 370w, 累计贡献 21 亿营收) 以及经销商 23Q2 加大精品等非标的投放。此外 23Q2 系列酒收入约 49 亿元, 同比+17%, 增速稳健, 23Q2 经销商持续在做线下 1935 的品鉴活动。从基本面看, 茅台价格近期保持平稳, 当前散飞/原箱批

价 2750 元/2900 元，库存良性，时间过半进程均过半，保持稳健。业绩增速稳健，长期投资价值凸显。当前看 23Q2 归母净利润增长率略低于营收表现，我们预计或主要系季度间税金率波动、销售费用低基数所致。长期看茅台规划稳健，推动公司量价齐升的多种排列组合未变，23 年营业总收入较上年度增长 15%，预计全年超额完成目标概率大，当前公司不到 30 倍左右，长期投资价值凸显。盈利预测与投资评级：公司稳健经营，业绩确定性和成长性兼具，23Q2 收入略超预期，我们上调 2023-2025 年归母净利润为 744.74/867.44/1001.82 亿元（前值为 730.5/844.8/970.5 亿元），同比增长 19%/16%/15%（前值为 +16%/+16%/+15%），当前对应 23-25 年 PE 为 29、25、22 倍，维持“买入”评级。风险提示：经济复苏不及预期、动销复苏不及预期、食品安全问题。

（证券分析师：汤军 证券分析师：王颖洁）

报喜鸟 (002154): 23H1 业绩预告点评: Q2 业绩亮丽高增, 继续领跑行业

投资要点 公司公布 2023 年半年度业绩预告: 1) 预计 23H1 归母净利润 3.7-4.1 亿元/同比增 40%-55%/较 21H1 增 41%-57%，对应 23Q2 归母净利润 1.14-1.54 亿元/同比增 93%-161%/较 21Q2 增 41%-90%，实现亮丽高增。2) 预计 23H1 扣非归母净利润 3.1-3.5 亿元/同比增 52%-71%/较 21H1 增 37%-54%，对应 23Q2 扣非归母净利润 8730 万元-1.27 亿元/同比增 144%-255%/较 21Q2 增 26%-83%。归母净利润较扣非高出约 6000 万元，我们判断主要来自政府补贴贡献（23Q1 收到政府补贴 4686 万元）。剔除基数因素，23Q2 业绩增长较 Q1 环比改善。23Q1 归母净利润 2.56 亿元/yoy+24.2%/较 21Q1 增 41.3%。Q2 在低基数下同比实现高增长，剔除基数来看，较 21Q1 增长幅度仍达到较高水平、且在 Q1 基础上环比提速，主要得益于：1) 终端需求强劲、成熟品牌报喜鸟、哈吉斯、宝鸟及成长品牌乐飞叶、恺米切均实现良好增长；2) 直营和团购业务快速增长；3) 随市场回暖控制折扣，毛利率提升；4) 费用率下降。Q2 行业流水总体有所波动，但恢复趋势仍在持续。4-6 月品牌服饰总体延续复苏态势，但受短期因素影响有所波动，尤其是 22 年 4-6 月基数逐月改善，导致同比数据受基数扰动较大。剔除基数来看：5 月品牌服饰流水对比 21 年同期增幅较 4 月有所放缓，我们判断主要受短期因素扰动，如①放开后五一“报复性”出行刺激 4 月服装消费需求、5 月消费前置，②今年五一假期有两天落在 4 月，导致销售错位等；进入 6 月，品牌服饰流水复苏趋势环比 5 月恢复好转。我们认为全年来看板块下半年业绩仍有望好于上半年，主要原因在于加盟商信心恢复传递到上市公司报表存在滞后、以及随品牌库存压力减轻盈利能力有望逐步恢复。报喜鸟主品牌和哈吉斯流水表现均领跑行业。1) 报喜鸟主品牌：23Q2 流水同比+25-35%、较 21 年同期增长个位数，其中 4/5/6 月流水分别同比+70-80%/增高双位数/持平、较 21 年同期分别+10-20%/持平/增个位数；2) 哈吉斯：23Q2 流水同比+25-35%、较 21 年同期增长高双位数，4/5/6 月流水分别同比+70-80%/+30-40%/增个位数、较 21 年同期分别+20-30%/+10-20%/增双位数。报喜鸟主品牌和哈吉斯终端流水表现均已超过 21 年同期，其中哈吉斯增幅较高，领跑行业（行业中部分女装品牌、家纺、休闲服饰品牌流水尚未回到 21 年同期水平）。盈利预测与投资评级：公司为国内中高端男装多品牌运营公司，23 年上半年在国内消费弱复苏环境下，流水恢复较高增长，在毛利率回升、费用率下降的经营杠杆带动下净利增长幅度高于流水、总体表现领跑行业。考虑政府补贴对上半年业绩的增厚，我们维持 23-25 年归母净利润 6.2/7.6/9.3 亿元

的预测，分别同比+35%/+23%/+22%，对应 PE 分别为 14/11/9X，维持“买入”评级。风险提示：国内疫情反复，经济疲软，小品牌培育期较长等。

（证券分析师：李婕 证券分析师：赵艺原）

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>