

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-07-19

宏观策略

2023 年 07 月 19 日

宏观点评 20230717: 5.5%: 下半年增长和政策如何角力?

二季度 GDP 增速 6.3%产生于这样一种背景: 增长比预期有压力, 但政策比预期有耐心。我们预计这种经济和政策的角力将贯穿下半年。一方面, 在“5%左右”的目标下, 上半年 GDP 增速 5.5%意味着下半年增速需要达到 4.6%, 这一门槛并不算高, 但在当前内需下行+外需收缩的背景下, 仍需要政策端的发力来对冲。另一方面, 在高质量发展的要求下, 不搞“大块干上”、“贪大求洋”已成为政策的内在约束。

宏观周报 20230717: 厄尔尼诺现象下的工业“烤”验

1980 年以来, 全球平均气温共有 12 次“创新高”的纪录, 其中伴随着厄尔尼诺发生的概率约为 83%。世界气象组织预测, 厄尔尼诺现象在 2023 年下半年持续的可能性高达 90%, 且此次厄尔尼诺现象出现早、发展空间大, 这也意味着全球气温的提升即将“迎面而来”。而我国气温也伴随着全球“发烧”: 中国气象局新闻发布会上, 有关负责人称 6 月全国平均气温已创下 1961 年以来历史同期第二高。在厄尔尼诺现象之下, 我国原本趋稳的工业生产是否会再次受阻?

宏观周报 20230716: 美国 6 月通胀: “漂亮”的背后掩盖了什么? —海外宏观经济周报

美国 6 月通胀很“争气”。本周海外宏观最受瞩目的便是美国 6 月通胀了, 受到去年油价高基数以及房租滞后的影响开始显现, 6 月通胀第十二连降, 同比从 4%大幅下降至 3%。虽然通胀离 2%的目标越来越近了, 但核心通胀当前仍在较高的位置 (6 月为 4.8%), 且越往后通胀的下降将变得越来越难, 不仅如此, 还有重新提速上升的风险。

固收金工

固收深度报告 20230718: 城投挖之掘金江苏系列 (三): 走进宜兴存续 AAA 级城投债发行主体

针对宜兴市存续 AAA 级城投债的发债主体进行深入分析和梳理, 并结合该市全部城投平台截至 2023 年 6 月 30 日的机构持仓情况排序结果来看, 重点推荐投资者对江苏宜兴环保科技工业园发展集团有限公司 (宜兴环科) 予以关注。

固收点评 20230718: 岱美转债: 全球汽车内饰件领先企业

我们预计岱美转债上市首日价格在 124.72~138.79 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

汽车行业月报: 零部件 7 月月报: 汽车智能化进程加速!

汽车零部件板块今年核心三大主线, 1、智能化+AI, 大模型加持+相关法规有望落地+车企新产品周期助推, 有望加速 AI 创新在汽车端的应用。

晨会编辑 朱国广
执业证书: S0600520070004
zhugg@dwzq.com.cn

1) 高算力域控制器, 推荐【德赛西威】【经纬恒润】, 关注【均胜电子】【科博达】; 2) 底盘执行单元, 推荐【伯特利】【拓普集团】【亚太股份】, 线控转向有望加速落地, 推荐【耐世特】, 关注【浙江世宝】; 3) AI 算法环节, 推荐【中科创达】, 关注【光庭信息】; 智能化检测, 推荐【中国汽研】。2、出海战略, 紧跟特斯拉实现在中国制造的全球扩散, 结合成长空间+确定性因素首选特斯拉墨西哥产业链标的, 推荐【嵘泰股份】【爱柯迪】【岱美股份】【旭升集团】【新泉股份】。3、整车 α 的供应链弹性, 重点关注奇瑞(整车出海)+理想汽车供应链相关标的, 有望充分受益两大车企产/销量快速提升, 推荐【瑞鹄模具】, 关注【博俊科技】。

科技金融及券商行业 2023 年中期策略: 业绩修复确定性较强, 垂类模型引领行业变革

1. 科技金融 投资建议: 1) 推荐【东方财富】、【同花顺】、【恒生电子】、【海德股份】, 建议关注【顶点软件】等金融科技相关标的。风险提示: 1) 金融监管影响创新进度; 2) 对外开放海外竞争加剧; 3) 中美贸易摩擦加剧。 2. 证券 投资建议: 1) 首推最具成长性的零售券商龙头【东方财富】; 2) 全面注册制落地背景下, 建议关注投行业务突出的【国金证券】; 3) 市场交投活跃度提升背景下, 具有财富管理特色的标的有望脱颖而出, 推荐【广发证券】、【国联证券】, 建议关注【东方证券】、【华林证券】; 4) 行业集中度提升背景下, 持续推荐头部券商【中信证券】和【中金公司(H)】。

环保行业点评报告: 国家发改委发布《产业结构调整指导目录(2023 年本, 征求意见稿)》

2023M5 天然气表观消费量同增 12.4%, 消费回暖&价差修复有望迎价值重估。2023 年 5 月, 全国天然气表观消费量 334.4 亿立方米, 同增 12.4%。1-5 月, 全国天然气表观消费量 1627 亿立方米, 同增 5.7%。天然气消费回暖, 叠加顺价机制完善利润修复, 有望迎来价值重估。 能耗双控逐步转向碳排放双控, 促进清洁能源替代&绿电比例提升。2023 年 7 月 11 日, 中央深改委会议审议通过《关于推动能耗双控逐步转向碳排放双控的意见》。能耗双控没有区分各种能源的碳排放特性, 限制了可再生能源的发展。而碳排放双控以控碳为导向, 可以打破对可再生能源的约束, 促进清洁能源发展, 提高绿电比例, 释放用能空间。

汽车行业点评报告: 乘用车终端跟踪: 7 月上旬价格企稳, 新能源渗透率有望持续提升

这个数表观上看增速没有好到要上修销量预期, 是原来市场有些预期很低, 因为油车同比是高基数的, 市场预期比全年平均-15%的降幅还要大, 今天看来-14% yoy, 算略超预期了(弱预期, 强现实)。 电车就不用说, 主要还是有新车型的交付。 总的盘子还不错, 目前市场两种观点, 1) 今年购车主力是 15-17 年的换购需求, 而 15-17 年正好是国内汽车市场增速最快的几年, 托举住了需求, 觉得 7 月前两周淡季不淡; 2) 6 月底促销的油车订单逐渐在 1-2 周内交付, 系 6 月底冲量的体现, 认为 7 月第三周数据就开始走弱。从终端调研来看, 合资油车普遍反馈 7 月折扣回收以平衡亏损, 订单量环比 6 月下降 10~20%, 研究员目前更倾向于第 2) 种观点, 本周去宁波参加华创策略会, 跟终端专家交流后再更新。 另外 7 月以来, 除了没有电车的订单环比 6 月也是走弱的(BYD、特斯拉), 但 7 月交付的是 6 月的新车订单, 包括小鹏、蔚来、长安等。

汽车行业月报: 新能源 6 月月报: 6 月新能源渗透率达 34%

投资建议：聚焦且坚定拥抱汽车【AI 智能化+出海】两条主线！3 月我们明确提出：2023 是汽车切换之年，破旧立新；6 月我们明确聚焦：AI 智能化+出海两条主线。站在汽车全覆盖比较视角下，我们认为今年汽车行情值得重视的点：电动化逻辑的权重在降低，Q1 行情提升了出海逻辑的权重，Q2 行情正提升了智能化逻辑的权重。主线一【拥抱 AI+汽车智能化】：整车优选智能化先发优势者（特斯拉+小鹏汽车+华为合作伙伴（赛力斯+江淮等）），智能化加速跟进（理想汽车+比亚迪+长安汽车等）。零部件优选域控制器（德赛西威+经纬恒润）+冗余执行（伯特利+拓普集团）+软件算法/检测等。主线二【拥抱汽车出海大时代】：优选技术输出的客车板块（宇通客车+金龙汽车），其次高性价比的重卡板块（中集车辆+中国重汽）+两轮车（雅迪控股/爱玛科技/春风动力）。风险提示：价格战持续时间和幅度超出预期；新能源渗透率提升低于预期；地缘政治不确定性超出预期等。

6 月重卡批发环比+11.7%，销量超预期

投资建议：板块周期复苏确定性较强，2023~2025 年国内工程/消费复苏向上+国四强制淘汰贡献增量+出口市场爆发三重因素共振驱动板块总量向上，总量预计分别 88/116/146 万辆。重卡板块聚焦强 α +业绩兑现高确定性品种进行布局，优选【中集车辆+中国重汽 A/H】，其次【潍柴动力】。1) 中集车辆：半挂龙头海内外全球份额提升加速，长期关注新能源转型增量。2) 中国重汽 A/H：重卡出口持续爆发，长期空间有望翻倍，重汽销量/业绩有望再破前高。3) 潍柴动力 A/H：全产业链布局，垂直整合保障业绩高确定性。国内市场发动机份额稳升，大缸径发动机提升盈利；凯傲随全球消费复苏，物流运输有望回暖，稳步提升弱化重卡周期属性。

客车六月月报：6 月产批零出口同比高增

【宇通客车】是“三好学生典范”。我们预计 2023~2025 年归母净利润为 13.9/20.1/27.5 亿元，同比+84%/+44%/+37%。维持“买入”评级。nn【金龙汽车】或是“进步最快学生”。我们预计 2023-2025 年归母净利润为 1.44/3.05/6.28 亿元，2024~2025 年同比+112%/+106%。维持“买入”评级

推荐个股及其他点评

中炬高新（600872）：2023 年半年度业绩预告点评：调味品业务稳健发展，主业业绩略超预期

考虑到公司 23Q2 调味品主业稳健发展，且未决诉讼仍有和解可能，我们维持公司 23-25 年收入预期 57/63/70 亿元，同比+8%/10%/12%，维持 23-25 年归母净利润预期 6.82/8.3/10 亿元，同比+215%/+22%/+21%，对应 23-25 年 PE 分别为 40/33/27x，维持“增持”评级。

纳芯微（688052）：国产替代与新能源双轮驱动，助力隔离龙头持续领跑信号感知产品起家，产品矩阵完善+客户扩张助力高速增长。公司立足信号链技术，自传感器信号调理 ASIC 芯片起家，持续丰富产品矩阵，陆续推出集成式传感器芯片、隔离与接口芯片以及驱动与采样芯片，产品料号超 1,200 款，产品广泛应用于信息通讯、工业控制、汽车电子和消费电子等领域，客户涵盖中兴、宁德、比亚迪等国际一线厂商。公司核心团队成员均有在 ADI、TI 等国际模拟芯片龙头厂商的工作经验，叠加国产替代机遇与公司产品品类和技术优势，未来有望持续驱动公司保持高速增长。据 2022 年年报，公司实现营收 16.70 亿元，同比+93.76%；实现归母净利润 2.51 亿元，同比+12.00%。

科德教育 (300192): 2023H1 业绩恢复强劲, 教育板块招生持续复苏, AI+教育未来前景广阔

盈利预测与投资评级: 科德教育传统教育板块业务增长稳定, 现金流较好, AI+教育板块发展前景广阔, 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.3/1.7/2.1 亿元, 最新收盘价对应 2023-2025 年 PE 分别为 29/23/18, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

千禾味业 (603027): 2023 年半年度业绩预告点评: 零添加产品高增, 业绩符合预期

23Q2 业绩符合预期, 考虑到公司零添加产品占比快速提升, 我们上调 23-25 年收入预期至 32/39/44 亿元, 同比+33%/20%/14% (此前 23-25 年预期为 32/38/43 亿元), 上调归母净利润预期至 5.2/6.7/7.9 亿元 (此前 23-25 年预期为 4.96/6.4/7.47 亿元), 同比+51%/29%/18%, 对应 PE 分别为 40/31/26x, 维持“增持”评级。

沪光股份 (605333): 2023 年半年报业绩预告点评: 亏损幅度收窄, H2 有望实现扭亏!

基于核心客户 23H1 产量不及预期, 公司业绩短期承压, 我们下调公司 2023-2025 年营收预测为 33.09/50.65/67.20 亿元, 同比分别+1%/+53%/+33%; 下调 2023-2025 年归母净利润预测为 0.15/1.47/2.45 亿元, 同比分别-63%/+867%/+67%, 对应 PE 分别为 503/52/31 倍。鉴于后续客户新车型及新项目逐步落地, 公司经营业绩有望实现扭亏为盈, 我们维持“买入”评级。

361 度 (01361.HK): 23Q2 流水点评: 全渠道流水保持稳健增长, 全年增长目标不变

公司为国内领先运动服品牌, 主要定位三线城市及以下市场, 疫情期间受影响较小, 21 年以来各季度终端流水基本保持正增长状态。23Q2 全渠道流水在同期正增长基数下保持稳健较快增长, 其中线上好于线下、童装好于成人装, 折扣同比改善、库存保持良性水平。结合目前终端流水和补单情况, 公司维持 23 年收入同比增长目标 15%-20% 不变, 预计 23 年国内市场成人装/童装门店数分别净增 100 家、目前开店进度超过管理层预期。我们将 23-25 年归母净利润从 8.85/10.36/12.0 亿元上调至 9.14/10.80/12.62 亿元, 对应 PE 为 8/7/6X, 估值较低, 维持“买入”评级。

卫星化学 (002648): 2023 年半年报点评: Q2 净利环比高增, α 属性持续凸显

盈利预测与投资评级: 新材料产能有序投放, C2/C3 景气持续回升, 我们维持公司 2023-2025 年归母净利润 44、62 和 75 亿元, 按 2023 年 7 月 17 日收盘价计算, 对应 PE 分别 12.1、8.7 和 7.2 倍。公司依托低价轻烃原料, 全面进军高端聚烯烃领域, α 属性强化, 维持“买入”评级。风险提示: 项目审批不及预期, 需求复苏迟缓, 原材料价格大幅上涨

宏观策略

宏观点评 20230717：5.5%：下半年增长和政策如何角力？

二季度 GDP 增速 6.3% 产生于这样一种背景：增长比预期有压力，但政策比预期有耐心。我们预计这种经济和政策的角力将贯穿下半年。一方面，在“5%左右”的目标下，上半年 GDP 增速 5.5% 意味着下半年增速需要达到 4.6%，这一门槛并不算高，但在当前内需下行+外需收缩的背景下，仍需要政策端的发力来对冲。另一方面，在高质量发展的要求下，不搞“大干快上”、“贪大求洋”已成为政策的内在约束（图 1）。因此，在上述角力下，我们预计 7 月政治局会议仍将保持宽松基调，但不会有重大刺激政策出台，下半年在政策端仍将偏重科技和产业安全，这从领导人最近的调研可见一斑（图 2）。回头来看，我们认为二季度经济数据的走势印证了今年高层在经济工作上的底线思维：比如今年全年的 GDP 增速目标，可能就是“5%左右”，而非市场年初预期的 5.5% 以上甚至接近 6%，因此不需要多大的政策刺激。比如就业问题，只要整体失业率回到疫情前水平，青年人失业率的走高在短期是可以接受的，况且从各国的经验来看缺乏有效解决手段（图 4）。比如扩大内需，虽然服务业的复苏动能有所放缓，但从结构上来看，服务业对经济增长的拉动正持续提升，并且上半年居民实际可支配收入增速（5.8%）超过 GDP 增速（5.5%）也是构成利好。当然，作为内需不足的掣肘，当前民营企业信心不足，房地产市场再度疲软确实亟待解决。我们预计 7 月政治局会议前后在提振民营企业和楼市信心上会有更多支持性的政策出台。从具体数据上看：工业生产：继续成为经济的拖累。6 月工业增加值同比增长 4.4%，上半年同比增长 3.8%，明显低于同期 GDP 增速（5.5%），基本符合本轮复苏“服务强、工业弱”的特点。从第二季度来看，除了 4 月环比增速偏冷外，5、6 月环比增长基本处于历史同期均值水平，往后看由于外需和内需整体依旧偏弱，第三季度工业增速的反弹之路依旧充满不确定，工业增速低于 GDP 增速的情况可能要到第四季度才会扭转。从行业构成上看，第二季度汽车和电气机械依旧是工业增加值最大的拉动力，不过 6 月化学原料和制品行业“异军突起”、突然加速，在没有明显低基数的情况下，同比增速较 5 月上升 6%，这可能和下游长丝等纺织行业开工率持续改善，以及化工产品出口量的韧性有关：一方面可能对应着国内年初地产销售反弹之后的家装需求上升，以及相关行业库存的下降；另一方面，出口端，如化肥之类的化工产品剔除价格因素后依然保持着不错的实际增速。制造业投资：民企开始扩大投资了？今年上半年和 6 月当月制造业投资同比均增长 6%，暂时止住了年初以来单月同比增速持续下滑的态势。我们在之前的报告中说过，后疫情时代，制造业投资由顺周期经济项变成了逆周期调节的“工具”，不过边际上可能出现了改善——民企开始加大投资了。我们看到固定资产投资里民企投资相对于整体投资的增速在 6 月出现了触底反弹，如果剔除继续降温的地产投资，这至少证明民间制造业投资的表现会更好。从具体产业上看，电气机械、汽车、有色和化工是主要的支撑力量，而从边际上看，汽车和医药可能是民企投资扩张的主要方向。基建：夯实经济增长“压舱石”。2023 年以来基建发力明显，6 月广义基建投资同比增速录得 12.3%（5 月为 10.8%），基建投资为稳增长提供强劲动力。分细项来看，6 月基建投资加速的“引擎”是交通仓储和公用事业，尤其是交通基建投资同比涨幅明显，这主要源于铁路投资的提速。6 月起沥青去库态势显著，也从侧面印证了交通基

建的加速。在经济复苏道路上稳定基建增速的逻辑至关重要，目前看来至少上半年基建算是“稳住”了。不过6月专项债发行节奏较上年偏慢，同时还没有去年同期政策性开发性金融工具的“保驾护航”。后续政策端将如何为基建投资加“弹药”是一大关注点，根据国新办新闻发布会的信息，6月末7399亿元政策性开发性金融工具的资金支付使用比例已超过70%，准财政工具的扩容仍具必要性。消费：高基数下的稳健回暖。与4、5月的高同比、弱复苏形成鲜明对比的是，6月社零虽然同比读数显著回落，但环比边际改善，两年复合同比走阔至3.1%（4、5月分别为2.6%、2.5%）。收入修复是重要因素，上半年全国居民人均可支配收入实际同比回升至5.8%，基本回归至长期趋势水平，二季度居民消费倾向同比已有大幅好转。分项来看，“618”活动的拉动作用下，耐用品消费复苏进一步加快：大额商品如金银珠宝与通讯器材维持高增速，化妆品、服装受电商促销影响复合同比转正。最大的边际变化来自于家电项（从5月复合同比-5.4%修复至6月复合同比3.8%），一方面来自于高温天气催生的购置需求，另一方面来自于春季地产销售回暖对后周期产品的拉动，而家具、建筑本月复合同比跌幅也均有收窄。出行方面，6月汽车、石油及制品项同比为负，主要受高基数与油价回落影响。往后看，促汽车消费政策的落地与暑期出游的换车需求对相关消费均有支撑，叠加二季度城镇调查支出增加意愿中旅游项的边际增长，三季度消费有望在出行相关项的拉动下保持复苏。地产：目前还在寻找企稳的支点。房地产各项指标的继续回落仍“不出意外”，6月具体数据方面：开发投资同比下降10.3%与5月基本持平；新开工与竣工面积继续分化，不过增速差有所收敛，销售面积在去年高基数压力下同比跌幅走阔至-18%，与其相对应的是房企重新转弱，6月克而瑞口径百强房企业绩同比下降27%。风险提示：欧美经济韧性超预期，资金大幅流向海外；出口超预期萎缩；信贷投放量超预期。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

宏观周报 20230717：厄尔尼诺现象下的工业“烤”验

1980年以来，全球平均气温共有12次“创新高”的纪录，其中伴随着厄尔尼诺发生的概率约为83%。世界气象组织预测，厄尔尼诺现象在2023年下半年持续的可能性高达90%，且此次厄尔尼诺现象出现早、发展空间大，这也意味着全球气温的提升即将“迎面而来”。而我国气温也伴随着全球“发烧”：中国气象局新闻发布会上，有关负责人称6月全国平均气温已创下1961年以来历史同期第二高。在厄尔尼诺现象之下，我国原本趋稳的工业生产是否会再次受阻？高温地区工业生产易受阻。根据去年7-8月各省气温，我们将省级行政区划分为三大类：（1）“高温组”；（2）“中温组”；（3）“低温组”。结合同期工业增加值来看，“低温组”生产情况略优于“高温组”。对比来看，酷暑之下“低温组”整体的工业生产更快，其中吉林、青海、西藏、宁夏的工业增加值同比增速在全国名列前茅。而“高温组”工业生产进度偏缓，尤其是川渝地区工业增加值同比增速负增明显。经我们测算，2022年7-8月“低温组”工业增加值同比增速比“高温组”高4.2个百分点，气温对工业生产的影响确在。而“中温组”工业增加值同比增速主要受北京拖累：北京在2022年7-8月工业生产大幅下降，不过主要是受疫情以及新冠疫苗生产高基数影响，如剔除疫苗生产因素其工业生产表现依然稳健。“高温假”及“让电于民”对高温地区生产进度施压。以川渝地区为例，两地在去年7-8月均有“高温假”以及“让电于民”的相关规定。除高温因素以外，大规模“拉闸限电”的情况再度给工业企业生产施压。根据《中国电力行业年度发展报告

2023》，2023 年全国电力供需总体紧平衡，预计全年全社会用电量增速在 6%左右。在居民用电先于工业用电的情况下，今年夏季工业生产仍存在不确定性。“热浪”席卷众多工业行业。根据历年 8 月气温排序，我们将 8 月气温相对偏高的 2013、2016、2018、2019、2020 和 2022 年定义为“较高温年份”，气温相对偏低的 2011、2012、2014、2015、2017 和 2021 年则定义为“较低温年份”。再分别计算不同工业行业在“较高温年份”和“较低温年份”时 8 月工业增加值同比增速与 6 月增速之间的差值。我们发现有两点亮点：一是大多数工业行业在 8 月生产进度会季节性减慢，尤其是上游行业 8 月的生产表现均弱于 6 月。二是超一半的工业行业在气温更高的年份存在生产受阻的现象，不过汽车制造业、电热生产、水生产等行业在酷暑之年反而“迎难而上”：这些行业在较高温年份的工业增加值强于较低温年份。全球高温利好家电出口、带动相关生产。在厄尔尼诺现象下，全球气温不断攀升，这将利好空调等家用电器的出口，从而带动相关产品的生产。6 月出口数据中家用电器成为了为数不多的亮眼项，这一定程度上反映了天气炎热带来的家电需求上升。这也为空调等产品的产量打开上行通道。厄尔尼诺现象下，部分地区工业生产再度承压，而气温相对较低的地区生产表现依旧稳健。根据历史数据来看，大多数工业行业难免受到高温波及，但高温之下利好公用事业、空调等家电、汽车等板块。上周高频数据显示：供需两端景气均表现分化。需求端汽车零售月初放缓，居民出行热度仍在，货运量显著抬升。新房销售再度走低，二手房销售有所回升。供给端生产节奏整体趋稳，基建和汽车业生产加速、而纺服业生产稳定。食品价格续降，大宗商品涨跌互现。风险提示：政策定力超预期；欧美经济韧性超预期，资金大幅流向海外；出口超预期萎缩；信贷投放量超预期。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

宏观周报 20230716：美国 6 月通胀：“漂亮”的背后掩盖了什么？——海外宏观经济周报

美国 6 月通胀很“争气”。本周海外宏观最受瞩目的便是美国 6 月通胀了，受到去年油价高基数以及房租滞后的影响开始显现，通胀第十二连降，同比从 5 月的 4%大幅下降至 6 月的 3%。虽然通胀离 2%的目标越来越近了，但核心通胀当前仍在较高的位置（6 月为 4.8%），且越往后通胀的下降将变得越来越难，不仅如此，还有重新提速上升的风险。薪资、二手车及楼市均是下半年或明年通胀提速的风险点。首先是当前薪资同比增速已经赶超通胀增速，未来倘若薪资增速不进一步大幅下降，工资通胀螺旋的压力将开始上升，给美联储降核心 CPI 带来较大的挑战。其次是二手车价格传导至通胀的持续性。二手车价格作为 CPI 二手车分项的领先指标，且在核心商品中占比不低（截止到 7 月约为 13%），该项的大幅回落对 CPI 的降温作用好。6 月二手车价格继续大幅下降，环比下降 4.2%。同比下降 10.3%，价格的下降对本月核心通胀形成不小的拖拽。但是未来倘若下降幅度减小、或者价格出现反弹，这些都将是通胀再次上扬的风险。最后一个风险点则是美国的房市。正如我们之前的报告中所指出的，房产软着陆的可能性给远端通胀再添“坏消息”。由于住房租金 CPI 滞后于房价 12-15 个月，房租及房价从去年年底开始跳跌的价格终于开始反应在 CPI 房租分项上。但近期地产意外地回暖，带动房屋价格上涨，给年末至明年年初的房租通胀再次带来上涨压力。欧洲方面，“火热”的天气 VS “降温”的经济。Cerberus 热浪席卷南欧，与之形成对比的却是越来越“冷”的经济。上周我们提到欧洲 PMI 全线下滑，各个分项数据也不断下探；而本周欧洲的工业产出给经济普遍的放缓再添力证。往后

看,“热”度不减的气温意味着欧洲工业和建筑业受限,这则会对生产及投资均产生负面的影响,从而给经济“雪上加霜”。短期内,欧洲经济不好过。重点数据速览后,我们不妨围绕着高频数据一览海外经济全貌。根据跟踪的高频数据,我们将它们主要分为四大部分:经济活动、需求、就业以及金融。

经济活动: 美国经济活动保持强势。7月9日当周美国纽约联储 WEI 指数录得 1.37,继前值修正为 1.12 后,本周继续强势上行,显示美国当前经济活动依然强劲,下半年经济衰退概率降低。此外,本周德国经济活动在服务和消费的余温下小幅上涨,但 7 月以来该指数的增速持续回落。随着加息影响不断深化,生产和投资的不景气将制约经济活动的上升空间。

需求: 出行消费涨跌分化,地产持续回暖。本周美国出行活动边际好转,而欧洲国家则有所放缓。形成鲜明对比的是,上期表现强势的消费本期大幅回落、同比转负。红皮书零售销售一般仅在衰退期间坠入负增长区间,但当前程度尚浅。倘若未来持续下降,则对美国经济衰退有一定的指示作用。同时 Open Table 入座订餐同比相对上周也边际回落,需要密切关注美国消费的动向对核心 CPI 的支撑。

地产方面, 即将再次破 7% 的抵押贷款利率,也难以阻挡购房者的“热情”,申请抵押贷款的人数周同比继续改善。虽然当前地产需求对高利率的反应有所钝化,但地产能否顶住高利率的压力,持续回暖的空间和时间都有待进一步观察。

就业: 劳动力市场韧性不减。虽然 6 月新增就业人数超预期下滑,但劳动力市场仍具韧性:一方面,薪资水平“热”度不减,工资通胀螺旋压力加大;另一方面,进入 7 月以来(截止至 7 月 9 日),首次申请失业救济人数再次回落,录得 23.7 万人,低于预期 25 万人,续请失业救济人数,截止至 7 月 2 日,虽小幅升至 172.9 万人,但与 6 月相比总体呈下降趋势。作为就业的冷热的先行指标,该数据显示出就业市场仍具韧性。美联储需看到全面的劳动力市场降温的信号,否则当前尚不满足让美联储转向的标准。

流动性: 整体表现平稳。美国净流动性(美联储总资产-TGA-逆回购)连续五周下降,总资产规模小幅下降,但是对于美股的影响相对有限。监测美元流动性的核心指标 Libor-OIS 和企业债利差在本周继续边际下降。美元流动性在不断改善,目前表现整体较为平稳。

风险提示: 欧美通胀韧性大超预期,美联储及欧央行货币政策紧缩大超预期,欧美陷入衰退概率大幅增加,美国中小银行再现挤兑风波,各国金融风险大超预期。

(证券分析师:陶川 证券分析师:邵翔)

固收金工

固收深度报告 20230718:城投挖之掘金江苏系列(三):走进宜兴存续 AAA 级城投债发行主体

观点 宜兴市概况: 1) 宜兴市谋划“2+3+N”的新产业布局,全力打造现代产业新高地,产业结构以规模以上工业、建筑业为主的第二产业居多,第三产业保持稳步增长。2) 经济财政: 2022 年宜兴市 GDP 为 2236.72 亿元,同比增长 3.2%,一般公共预算收入 131.72 亿元,财政自给率 69.74%。3) 债务负担: 2022 年宜兴市地方债务率为 367%,同比增加 64 pct,主要系一般公共预算收入与政府性基金预算收入减少的同时债务负担趋于严重所致,鉴于宜兴市财政收入对于土地市场有一定依赖性,因此地产行情修复进度预计将影响宜兴市债务压力是否得以缓释。4) 宜兴市城投主体共 7 家,整体信用资质尚可,平台发债格局偏中长期,发债募资期限与项目期限错配风险降低,利息与本

金兑付保障及项目各期资金来源均相对稳定；存量债结构显示偿债负担集中于中长期，提示短期内偿债压力较小。5) 在当前经济复苏形势存在预期差、债市观望态度为主的环境下，各评级城投利差短期内或以横盘震荡为主；自 2023 年 5 月后，各评级城投利差下行趋势放缓并转为小幅抬升，目前高评级城投利差处于历史中位水平，中低评级利差则处于相对历史低位，提示宜兴市存量城投债利差回调走势或催生择时机会，其中发行高等级城投债的主体由于后续利差下行空间相对充裕，值得投资者予以关注。 宜兴存续 AAA 级城投债发债主体：1) 宜兴环科：近年公司营业收入较平稳，2022 年实现营收 5.28 亿元，销售毛利率为 8.59%，工程建设板块收入逐年增加并对安置房板块形成替代；现金短债比由 2021 年的 2.23 倍下滑至 2022 年的 0.73 倍，提示公司或面临一定的流动性压力，2023Q1 资产负债率 57.95%，债务结构仍以中长期为主，长期偿债能力未见显著变动；公司存续中期票据、私募债、超短融信用利差分别处于历史 32.16%、28.25%、30.26% 分位数水平，均处于历史低位，企业债信用利差目前处于历史 51.20% 分位数水平，叠加 2023 年新发企业债个券隐含估值偏低机会，建议重点关注其估值走势。2) 陶都城投：近年来公司营业收入呈波动上升趋势，2022 年实现营收 11.68 亿元，销售毛利率 12.99%，工程施工收入是主要收入来源，而土地整理业务不确定性较高，易受当地土地市场情绪变动影响，导致 2022 年营收下滑；2022 年现金短债比 0.52 倍，2022 年末资产负债率 60.62%，短期偿债压力有所抬升，反观长期债务占比较高且存续债券剩余期限偏中长期，短期内债务滚续融资压力不大；公司存续私募债、企业债、定向工具信用利差分别处于历史 9.59%、29.10%、14.18% 分位数水平，均处于历史较低位，其中定向工具信用利差近期波动增大并小幅走扩，企业债信用利差自 2023 年 5 月起逐渐走扩且走扩幅度大于定向工具，而私募债则仍呈震荡收窄态势，考虑公司存续债券估值总体偏高且私募债为主的存量结构意味着更高的隐含信用风险，故建议观察后续估值走势并等待调整机会。 总结回顾和建议关注：针对宜兴市存续 AAA 级城投债的发债主体进行深入分析和梳理，并结合该市全部城投平台截至 2023 年 6 月 30 日的机构持仓情况排序结果来看，重点推荐投资者对江苏宜兴环科科技工业园发展集团有限公司（宜兴环科）予以关注。该平台主体为 AA 级，目前存量债券规模为 50.24 亿元，有息债务规模逐年稳步扩张但整体规模可控，短期偿债压力有所加大但集中偿付压力尚可，短期内再融资需求尚可，备用流动性充裕且资产受限率极低。此外，环科园作为宜兴市环保产业的核心区域，其建设发展亦获得宜兴市政府的持续关注，叠加公司工程建设业务营收显著增长并弥补安置房业务营收下滑，外部支持结合内生动力的双重因素共同支撑公司的盈利能力及偿债能力，预计公司信用资质将延续平稳。当前该平台市场关注度较高，近期新发高评级企业债尚处相对估值洼地，安全边际凸显，建议积极把握配置机会。 风险提示：城投政策超预期收紧；数据统计偏差；信用风险发酵超预期。

（证券分析师：李勇 研究助理：徐津晶）

固收点评 20230718：岱美转债：全球汽车内饰件领先企业

事件 岱美转债（113673.SH）于 2023 年 7 月 18 日开始网上申购：总发行规模为 9.08 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于墨西哥汽车内饰件产业基地建设项目、年产 70 万套顶棚产品建设项目以及补充流动资金项目。 当前债底估值为 93.53 元，YTM 为 2.71%。岱美转债存续期为 6 年，中证鹏元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：0.30%、

0.50%、1.00%、1.50%、1.80%、2.00%，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 3.88%（2023-07-17）计算，纯债价值为 93.53 元，纯债对应的 YTM 为 2.71%，债底保护较好。当前转换平价为 102.8 元，平价溢价率为 -2.78%。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 24 日至 2029 年 07 月 17 日。初始转股价 15.72 元/股，正股岱美股份 7 月 17 日的收盘价为 16.17 元，对应的转换平价为 102.86 元，平价溢价率为 -2.78%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 4.35%。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 15.72 元计算，转债发行 9.08 亿元对总股本稀释率为 4.35%，对流通盘的稀释率为 4.35%，对股本摊薄压力较小。观点我们预计岱美转债上市首日价格在 124.72~138.79 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，考虑到岱美转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 28% 左右，对应的上市价格在 124.72~138.79 元之间。我们预计网上中签率为 0.0024%，建议积极申购。岱美股份公司主要从事乘用车零部件的研发、生产、销售及售后服务。目前公司主导产品包括顶棚中央控制器、头枕、遮阳板等。2018-2022 年公司营收先降后升，复合增速为 4.75%。2018 年以来公司营收有所起伏，2020 年因疫情爆发、停工停产出现营收下滑，其余年份均有所增长，整体复合增速为 4.75%。2022 年，公司实现营业收入 51.46 亿元，同比增加 22.27%。与此同时，归母净利润近年同样先降后升，2018-2022 年复合增速为 0.52%。2022 年实现归母净利润 5.70 亿元，同比增加 36.95%。公司的主要营收构成变动较小。近三年公司专注汽车内饰件产品制作，核心产品为遮阳板、头枕及顶棚中央控制系统。2022 年，公司主营业务收入占比 98.26%，其中遮阳板业务为公司主要收入来源，2020 年以来贡献营业收入保持在 70% 以上。公司销售净利率和毛利率有所上升，销售费用率和管理费用率保持平稳，财务费用率起伏较大。2018-2022 年，公司销售净利率分别为 13.05%、13.01%、9.95%、9.89% 和 11.07%，销售毛利率分别为 28.72%、30.43%、25.80%、24.83% 和 23.05%。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

汽车行业月报：零部件 7 月月报：汽车智能化进程加速！

投资要点 2023 年 6 月智能电动汽车需求跟踪：6 月产批零表现较佳，行业整体企业库存去库，渠道库存补库。重点关注车企中，特斯拉/蔚来/理想/小鹏/比亚迪/吉利/长安/长城/上汽/广汽 2023 年 6 月市占率分别为 3.7%/0.5%/1.5%/0.3%/11.5%/6.2%/6.6%/4.3%/14.9%/10.4%。乘用车行业智能化跟踪：1) 智能座舱及灯光配置中：2023 年 6 月 HUD/自适应远近光灯/ADB/天幕玻璃/DMS/全液晶仪表渗透率分别为 13.8%/47.0%/7.4%/10.5%/35.2%/57.7%。2) 智能硬件配置中：激光雷达/线控制动/空气弹簧/主动减震/热泵空调渗透率分别为 1.7%/26.9%/1.8%/8.0%/11.6%。3) 自动驾驶功能配置：L1 级别自动驾驶主动刹车/车道保持/并线辅助/自适应巡航渗透率分别为 58.1%/50.2%/34.1%/49.8%。4) 重点关注车型为比亚迪腾势 N7，能实

现 L2+级别自动驾驶，配置 2 个激光雷达与一颗英伟达 Orin-X 芯片，高速 NOA 预计于 2023 年底正式交付，城市 NOA 预计于 24Q1 实现交付。 重点关注零部件板块跟踪：1) 制动行业跟踪：工信部 372 批次中新配套车型数量前三名的制动供应商为博世、伯特利、瑞立科密，市占率分别为 35%/19%/10%。2) 空气悬挂行业跟踪：6 月新势力车企及传统车企空气悬挂渗透率分别为 16.3%/0.2%。3) 轻量化行业跟踪：本月铝价格-0.28%，钢价格+4.94%。 行业动态跟踪：1) 工信部：支持 L3 级及更高级别的自动驾驶功能商业化应用；2) 财政部、税务总局、工业和信息化部：《关于延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策的公告》；3) 商务部办公厅：《关于组织开展汽车促消费活动的通知》。 重点推荐零部件公司近期动态更新：1) 旭升集团 6 月 6 日获得国内某新能源汽车客户铝挤包、铝门槛等 3 个定点；2) 伯特利投资 1.65 亿美元在墨西哥建设年产 550 万件铸铝转向节、170 万件控制臂/副车架、100 万件电子驻车制动钳（EPB）、100 万件前制动钳等产品项目；3) 嵘泰股份 6 月 6 日公告拟增资 9367.35 万元控股绍兴嘉善逸航 51% 股权，溢价率 129%；5) 均胜电子旗下均联智行发布首款智能驾驶域控制器 nDriveH；6) 业绩预告：拓普集团（超预期）、爱柯迪（超预期）、新泉股份（超预期）、瑞鹄模具（符合预期）、均胜电子（符合预期）、保隆科技（符合预期）、继峰股份（符合预期）、文灿股份（低于预期）。 投资建议：汽车零部件板块今年核心三大主线，1、智能化+AI，大模型加持+相关法规有望落地+车企新产品周期助推，有望加速 AI 创新在汽车端的应用。 1) 高算力域控制器，推荐【德赛西威】【经纬恒润】，关注【均胜电子】【科博达】；2) 底盘执行单元，推荐【伯特利】【拓普集团】【亚太股份】，线控转向有望加速落地，推荐【耐世特】，关注【浙江世宝】；3) AI 算法环节，推荐【中科创达】，关注【光庭信息】；智能化检测，推荐【中国汽研】。2、出海战略，紧跟特斯拉实现在中国制造的全球扩散，结合成长空间+确定性因素首选特斯拉墨西哥产业链标的，推荐【嵘泰股份】【爱柯迪】【岱美股份】【旭升集团】【新泉股份】。3、整车 α 的供应链弹性，重点关注奇瑞（整车出海）+理想汽车供应链相关标的，有望充分受益两大车企产/销量快速提升，推荐【瑞鹄模具】，关注【博俊科技】。 风险提示：L3 级别自动驾驶政策推出节奏不及预期；乘用车价格战幅度超出预期；下游乘用车复苏不及预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：谭行悦）

科技金融及券商行业 2023 年中期策略：业绩修复确定性较强，垂类模型引领行业变革

Ø 科技金融：政策与技术共振，垂类模型打开想象空间。1) 平台整改暂告段落，互联网金融进入常态化监管期。蚂蚁集团自 2020 年暂缓上市以来，多项整改措施取得实质性进展；蚂蚁消金于 2022 年 11 月 14 日公布拟增资 105 亿元，释放金融科技暖风渐近信号；2023 年 7 月 7 日，金融管理部门公布对蚂蚁集团等平台企业的处罚结果，平台企业金融业务集中整改工作暂告段落，大型平台企业将正式进入常态化监管阶段。2) 数字经济建设进程加速，科技金融市场规模扩大。数字经济蓬勃发展，在国民经济中的“稳定器”和“加速器”特征日益凸显；信息安全政策发力，国产化替代进程加速，金融信创直接受益；银行/券商信息技术投入持续提升，其快速增长的 IT 投资需求为科技金融公司提供广阔发展空间；全面注册制落地，金融 IT 行业直接受益；财富管理黄金时代已至，智能投顾所代表的财富管理产品科技化趋势也为金融科技行业的成长提供了温床。3) AI+金融落地场景丰富，垂类模型值得期待。近年来，监管主体集中发布一系列文件，AI+金融的促

进政策正逐步完善；金融机构数字化转型需求不断提升，在多个业务场景中释放出大量对智能化转型产品的需求，金融科技核心技术不断迭代，为解决金融实际场景中的问题提供完备的技术手段；金融领域专用模型纷纷面世，为行业大模型应用提供新范式，推动行业垂类模型的加速落地。投资建议：1) 推荐【东方财富】、【同花顺】、【恒生电子】、【海德股份】，建议关注【顶点软件】等金融科技相关标的。风险提示：1) 金融监管影响创新进度；2) 对外开放海外竞争加剧；3) 中美贸易摩擦加剧。

Ø 证券：行业景气度回升，估值修复可期。1) 资本市场持续深化改革，券商展业环境不断优化。全面注册制正式落地，推动资本市场健康发展，利好券商投行业务链（投行、研究、投资、做市等）；公募基金降费，财富管理行业迎来全面高质量发展机遇；股权再融资迅速降温，券商杠杆有望实现扩容；行业马太效应叠加国央企剥离非主业趋势，券业或迎来并购风潮。2) 行业景气度处于向上通道，预计 2023H1 业绩稳增。2023Q1 市场行情回暖，自营驱动行业业绩回升，营业收入同比+37%，归母净利润同比+78%。随着利好政策不断落地以及市场交投活跃度升温，我们预计证券行业 2023H1 将实现归母净利润 842 亿元（同比+10%），其中自营和投行业务贡献主要增量，资管业务稳中有进，经纪、两融业务逐步实现边际改善。3) 估值底部区间，静待估值修复行情。当前券商估值逼近板块二十年的底部（截至 2023 年 7 月 17 日，证券板块 PB 估值为 1.16x，处于历史分位数 1.86%），下行空间有限；预计随着行业景气度回升以及资本市场改革持续深化，证券板块将迎来估值修复。投资建议：1) 首推最具成长性的零售券商龙头【东方财富】；2) 全面注册制落地背景下，建议关注投行业务突出的【国金证券】；3) 市场交投活跃度提升背景下，具有财富管理特色的标的有望脱颖而出，推荐【广发证券】、【国联证券】，建议关注【东方证券】、【华林证券】；4) 行业集中度提升背景下，持续推荐头部券商【中信证券】和【中金公司（H）】。风险提示：1) 宏观经济不及预期；2) 市场交投活跃度下降；3) 证券行业创新政策不及预期。

（证券分析师：胡翔 证券分析师：朱洁羽 证券分析师：葛玉翔）

环保行业点评报告：国家发改委发布《产业结构调整指导目录（2023 年本，征求意见稿）》

投资要点 重点推荐：新奥股份，景津装备，美埃科技，盛剑环境，仕净科技，ST 龙净，洪城环境，光大环境，瀚蓝环境，凯美特气，华特气体，国林科技，金科环境，三联虹普，赛恩斯，天壕环境，英科再生，高能环境，九丰能源，宇通重工。建议关注：蓝天燃气，重庆水务，兴蓉环境，鹏鹞环保，三峰环境，再升科技，卓越新能。2023M5 天然气表观消费量同增 12.4%，消费回暖&价差修复有望迎价值重估。2023 年 5 月，全国天然气表观消费量 334.4 亿立方米，同增 12.4%。1-5 月，全国天然气表观消费量 1627 亿立方米，同增 5.7%。天然气消费回暖，叠加顺价机制完善利润修复，有望迎来价值重估。能耗双控逐步转向碳排放双控，促进清洁能源替代&绿电比例提升。2023 年 7 月 11 日，中央深改委会议审议通过《关于推动能耗双控逐步转向碳排放双控的意见》。能耗双控没有区分各种能源的碳排放特性，限制了可再生能源的发展。而碳排放双控以控碳为导向，可以打破对可再生能源的约束，促进清洁能源发展，提高绿电比例，释放用能空间。关注泛半导体治理+中特估水&天然气+压缩机投资机会。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，优质资产价值重估。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）5.56%（截至 2023/7/16）。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）0.40 倍，2023 年 PE 4 倍（截至 2023/7/16），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 PE 12 倍（截至 2023/7/16）。建议关注【三峰环境】国补加速+设备出海。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：高能环境：积极落地绑定核心员工，考核目标稳健打造多品类再生利用龙头。高能环境 2023 年半年度业绩预告点评：归母预增 6%-17%，期待资源化利用板块持续成长。行业点评：CCER 管理办法公开征求意见，明确项目范畴&强化供给侧约束。风险提示：政策推广不及预期，财政支出低于预期，行业竞争加剧。

（证券分析师：袁理 研究助理：朱自尧）

汽车行业点评报告：乘用车终端跟踪：7月上旬价格企稳，新能源渗透率有望持续提升

投资要点 订单方面：6月全月表现好于市场预期，7月新车交付有望持续提振新能源车订单表现。根据多家终端门店调研反馈6月整体表现较佳，1）油车：6月订单实际表现好于市场预期，核心原因为6月下旬部分品牌折扣放大+观望情绪持续消退。国六b非RDE车型延期政策持续改善消费者观望情绪，同时季度末冲量任务下6月下旬多数品牌折扣小幅放大，促进成交效果显著。7月传统淡季+部分折扣回收，影响部分样本门店订单表现。2）新能源车：多款重点新车型上市使得6月终端客流表现及订单表现较佳。展望后续新车逐步交付，有望持续提升提振订单表现。终端折扣方面：6月下旬多数油车品牌放大折扣，7月普遍进行回收，新能源车6/7月折扣维持稳中小幅放大趋势。1）油车：6月下旬油车品牌普遍放折扣冲量（6月上旬折扣无一致性变化），7月经销商普遍回收折扣平衡盈利。2）新能源车：6月16日特斯拉为在6月底前购买Model 3后轮驱动版现车并完成交付的用户提供8000元保险补贴和优惠利率贷款方案。7月7日特斯拉升级对Model 3/Y的引荐奖励，购车人可享受3500元引荐奖励，抵扣车辆尾款，并

享受 90 天增强版自动辅助驾驶功能免费试用。零跑于 7 月 10 日新增服务包赠送等权益赠送，其中 C11 增程最高可享 8000 元金融贴息。除特斯拉和零跑外，其余品牌车型指导价仍保持稳定，终端层面部分品牌通过加折扣去库老款车型或以礼包等方式温和小幅放折扣。重点新车方面：已上市新车整体表现符合预期，其中 ET5-touring/小鹏 G6 等车型表现好于样本门店预期。包括小鹏 G6 在内的多款重磅车型前期进店咨询意向较高，整体表现符合预期，后续有望持续贡献重要销量增量，提升新能源车渗透率水平。渠道方面：新能源门店扩张稳步进行。1) 新能源车：部分品牌新能源门店布局持续布局，拓店进度基本符合规划目标。2) 油车：经销商经营信心核心跟踪指标为库存水平&单车盈利情况，根据 7 月多家终端门店调研反馈，部分品牌油车经销商新车销售端盈利能力连续多月表现一般，持续亏损下部分门店存在退网预期，但售后服务仍贡献较多盈利，同时退网会造成一次性大额损失，目前仍处持续博弈阶段。投资建议：聚焦且坚定拥抱汽车【AI 智能化+出海】两条主线！3 月我们明确提出：2023 是汽车切换之年，破旧立新；6 月我们明确聚焦：AI 智能化+出海两条主线。站在汽车全覆盖比较视角下，我们认为今年汽车行情值得重视的点：电动化逻辑的权重在降低，Q1 行情提升了出海逻辑的权重，Q2 行情正提升了智能化逻辑的权重。主线一【拥抱 AI+汽车智能化】：整车优选智能化先发优势者（特斯拉+小鹏汽车+华为合作伙伴（赛力斯+江淮等）），智能化加速跟进（理想汽车+比亚迪+长安汽车等）。零部件优选域控制器（德赛西威+经纬恒润）+冗余执行（伯特利+拓普集团）+软件算法/检测等。主线二【拥抱汽车出海大时代】：优选技术输出的客车板块（宇通客车+金龙汽车），其次高性价比的重卡板块（中集车辆+中国重汽）+两轮车（雅迪控股/爱玛科技/春风动力）。风险提示：全球经济复苏力度低于预期，L3-L4 智能化技术创新低于预期，全球新能源渗透率低于预期，地缘政治不确定性风险增大。

（证券分析师：黄细里 研究助理：杨惠冰 研究助理：孟璐）

汽车行业月报：新能源 6 月月报：6 月新能源渗透率达 34%

投资要点 行业景气度跟踪：6 月产批零均提升。乘联会口径：6 月狭义乘用车产量实现 219.5 万辆（同比-0.5%，环比+10.3%），批发销量实现 223.6 万辆（同比+2.1%，环比+11.7%）。交强险口径：6 月行业交强险口径销量为 191.3 万辆，同环比分别+2.6%/+12.4%。中汽协口径：6 月乘用车总产销分别实现 256.1/262.2 万辆，同比分别+2.5%/+4.8%，环比分别+9.8%/10.1%。6 月下旬以来促销总体处于高位，核心来自季度末主机厂冲量给予较多优惠政策，同时部分地方政府配合排放标准切换/刺激消费也进行补贴，新能源下乡、各地车展及消费券发放成效良好。此外排放标准延期稳定消费者价格预期，观望客户转化较多，市场需求恢复良好。出口方面：6 月中汽协口径乘用车出口 31.2 万辆，同环比分别为+57.7%/-4.1%。展望 2023 年 7 月：汽车消费淡季影响下我们预计 7 月行业产量为 208.2 万辆，同环比分别-3.5%/-5.1%；批发为 206.2 万辆，同环比分别-3.4%/-7.8%。交强险零售预计 172.2 万辆，同环比分别+0.1%/-10.0%。新能源批发预计 81.7 万辆，同环比分别+44.9%/+7.4%。新能源跟踪：6 月新能源汽车批发渗透率 34.03%，环比+0.33pct。乘联会口径，6 月新能源汽车产量 73.6 万辆（同比+30.3%，环比+9.3%），批发销量实现 76.1 万辆（同比+33.4%，环比+12.1%）。交强险口径，6 月新能源零售 65.5 万辆（同比+29.6%，环比+16.1%）。分地区来看，6 月非限购地区新能源销量占比下降。6 月非限购地区新能源车销量占比为 78.40%，环比-2.52pct。

分价格带来看，6月0-5万元、10-15万元、15-20万元价格带占比下滑，环比分别-1.25/-2.11/-0.54pct。分价格带来看新能源车渗透率，6月10-15万元/15-20万元价格带新能源车渗透率下滑，渗透率绝对值分别为29.58%/36.11%，环比分别-1.42/-0.46pct。自主崛起跟踪：整体自主批发市占率环比下滑。分车辆类型：6月乘用车整体/轿车/SUV市场自主品牌市占率分别为54.15%/47.4%/59.2%，分别环比-1.4pct/-1.9pct/-1.3pct；分技术路线：6月BEV/PHEV市场自主品牌市占率为73.16%/88.10%，分别环比-6.25pct/+0.25pct。投资建议：聚焦且坚定拥抱汽车【AI智能化+出海】两条主线！3月我们明确提出：2023是汽车切换之年，破旧立新；6月我们明确聚焦：AI智能化+出海两条主线。站在汽车全覆盖比较视角下，我们认为今年汽车行情值得重视的点：电动化逻辑的权重在降低，Q1行情提升了出海逻辑的权重，Q2行情正提升了智能化逻辑的权重。主线一【拥抱AI+汽车智能化】：整车优选智能化先发优势者（特斯拉+小鹏汽车+华为合作伙伴（赛力斯+江淮等）），智能化加速跟进（理想汽车+比亚迪+长安汽车等）。零部件优选域控制器（德赛西威+经纬恒润）+冗余执行（伯特利+拓普集团）+软件算法/检测等。主线二【拥抱汽车出海大时代】：优选技术输出的客车板块（宇通客车+金龙汽车），其次高性价比的重卡板块（中集车辆+中国重汽）+两轮车（雅迪控股/爱玛科技/春风动力）。风险提示：价格战持续时间和幅度超出预期；新能源渗透率提升低于预期；地缘政治不确定性超出预期等。

（证券分析师：黄细里 研究助理：杨惠冰 研究助理：孟璐）

6月重卡批发环比+11.7%，销量超预期

投资建议：板块周期复苏确定性较强，2023~2025年国内工程/消费复苏向上+国四强制淘汰贡献增量+出口市场爆发三重因素共振驱动板块总量向上，总量预计分别88/116/146万辆。重卡板块聚焦强α+业绩兑现高确定性品种进行布局，优选【中集车辆+中国重汽A/H】，其次【潍柴动力】。1）中集车辆：半挂龙头海内外全球份额提升加速，长期关注新能源转型增量。2）中国重汽A/H：重卡出口持续爆发，长期空间有望翻倍，重汽销量/业绩有望再破前高。3）潍柴动力A/H：全产业链布局，垂直整合保障业绩高确定性。国内市场发动机份额稳升，大缸径发动机提升盈利；凯傲随全球消费复苏，物流运输有望回暖，稳步提升弱化重卡周期属性。风险提示：国内重卡行业复苏不及预期，中卡新能源转型进度低于预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：杨惠冰）

客车六月月报：6月产批零出口同比高增

n【宇通客车】是“三好学生典范”。我们预计2023~2025年归母净利润为13.9/20.1/27.5亿元，同比+84%/+44%/+37%。维持“买入”评级。nn【金龙汽车】或是“进步最快学生”。我们预计2023-2025年归母净利润为1.44/3.05/6.28亿元，2024~2025年同比+112%/+106%。维持“买入”评级 nn风险提示：全球地缘政治波动超预期，国内经济复苏节奏进度低于预期。

（证券分析师：黄细里）

推荐个股及其他点评

中炬高新（600872）：2023年半年度业绩预告点评：调味品业务稳健发展，主业业绩略超预期

投资要点 公司发布 23H1 业绩预告：2023H1 公司实现归母净亏损 13.92-14.92 亿元，同比下降 544.73%至 576.68%；剔除未决诉讼计提预计负债影响，公司 2023H1 归母净利润 3.05 亿元，同比下降 2.6%，扣非归母净利润 2.99 亿元，同比下降 0.84%。23Q2 公司预计归母净亏损 15.42-16.42 亿元，扣非归母净利润 1.55 亿元，同比+5.8%，业绩略超预期。调味品主业稳健发展，利润略超预期：根据公司公告，23H1 美味鲜公司归母净利润 3.16 亿元，同比上升 10.41%，23Q2 美味鲜归母净利润 1.63 亿元，同比增长 8.5%。2023H1 公司经营平稳有序，调味品业务营业收入取得增长，我们预计 23Q2 公司收入同比增长中低个位数，其中 6 月同比增速相较 4-5 月有所加速。23Q2 公司主要原材料豆粕现货价环比 23Q1 下降 6.8%，同比下降 4.9%，成本边际改善下，我们预计公司 23Q2 毛利率有望环比 23Q1 提升。未决诉讼预计负债影响当期业绩，事件进展仍待观察：公司 2023 年 6 月 19 日收到关于中山火炬工业联合有限公司土地合同纠纷案件的一审判决书，公司基于审慎原则，拟计提未决诉讼预计负债 19.39 亿元，扣除 2022 年年报中已计提的本案预计负债 1.92 亿元，预计减少公司 23H1 归母净利润 17.47 亿元。此纠纷涉及土地和公司经营业务无关，且工业联合和公司股东中山火炬同为中山火炬管委会控股企业，后续随着公司治理问题的持续推进，该纠纷仍有和解可能。董事会选举在即，公司治理有望加速改善：根据公司公告，2023 年 7 月 24 日公司将举行临时股东大会，针对重新选举董事进行股东投票，董事会重新改选、公司控制权变更有望加速推进，公司治理有望改善。盈利预测与投资评级：考虑到公司 23Q2 调味品主业稳健发展，且未决诉讼仍有和解可能，我们维持公司 23-25 年收入预期 57/63/70 亿元，同比+8%/10%/12%，维持 23-25 年归母净利润预期 6.82/8.3/10 亿元，同比+215%/+22%/+21%，对应 23-25 年 PE 分别为 40/33/27x，维持“增持”评级。风险提示：原材料价格大幅上涨；行业竞争格局恶化超预期；食品安全问题；经济恢复情况不及预期；公司治理改善不及预期

(证券分析师：汤军 证券分析师：王颖洁 证券分析师：李昱哲)

纳芯微(688052)：国产替代与新能源双轮驱动，助力隔离龙头持续领跑

投资要点 信号感知产品起家，产品矩阵完善+客户扩张助力高速增长。公司立足信号链技术，自传感器信号调理 ASIC 芯片起家，持续丰富产品矩阵，陆续推出集成式传感器芯片、隔离与接口芯片以及驱动与采样芯片，产品料号超 1,200 款，产品广泛应用于信息通讯、工业控制、汽车电子和消费电子等领域，客户涵盖中兴、宁德、比亚迪等国际一线厂商。公司核心团队成员均有在 ADI、TI 等国际模拟芯片龙头厂商的工作经验，叠加国产替代机遇与公司产品品类和技术优势，未来有望持续驱动公司保持高速增长。据 2022 年年报，公司实现营收 16.70 亿元，同比+93.76%；实现归母净利润 2.51 亿元，同比+12.00%。国内为主要需求市场，国产替代空间大。据 WSTS 统计，2021 年全球模拟芯片行业市场规模约 741 亿美元，中国市场规模占比超过 50%，增速高于全球模拟芯片市场整体增速。全球前十大模拟芯片公司基本由欧美国家主导，国内是最大的模拟芯片需求市场，但是当前本土模拟芯片自给率不足 20%，行业具有广阔的国产替代提升空间。纳芯微持续突破产品线发展的技术瓶颈，不断完善产品布局，有望打造多品类模拟电路平台，成为模拟芯片国产化的领军者。通过泛能源和汽车等关键领域逐步打造多品类模拟平台。公司现已形成信号感知、系统互联与功率驱动的产品布局，持续在泛能源和汽车等

关键领域加大研发投入，如电源管理领域的车灯 LED 驱动、车载 LDO、功率路径保护相关的产品，以及信号链中的磁传感器产品，包括磁电流传感器和磁角度传感器等，同时公司也在不断加大对非隔离接口、马达驱动等非隔离类产品的研发投入。2022 年公司推出了磁角度传感器、集成式电流传感器，以及车规线性磁传感器并已经进入试量产阶段；磁开关、磁轮速传感器研发进展顺利；同时又推出了单片集成数字输出温湿度传感器以及表压、差压系列压力传感器等多款新品。信号链方面推出高精度、低功耗串联型电压基准，以及首款车规嵌入式电机智能执行器。电源管理方面公司已经布局了丰富的栅极驱动产品，并新推出的电机驱动产品系列，成功应用于工业自动化，汽车车身电子、热管理及汽车区域控制等应用场景，公司产品料号不断拓宽，逐步打造多品类模拟平台。盈利预测与投资评级：纳芯微受益于泛能源业务周期向上，其隔离类产品成长性较高，有望继续带动公司收入与盈利向上。我们预计公司 23-25 年归母净利润分别为 2.8/4.4/6.1 亿元，对应 PE 为 85/53/38 倍，对应 EPS 分别为 1.9/3.1/4.3 元，首次覆盖，给予“买入”评级 风险提示：技术创新不及预期、市场竞争与国际贸易摩擦加剧、下游需求不及预期等。

（证券分析师：马天翼 证券分析师：周高鼎）

科德教育(300192): 2023H1 业绩恢复强劲, 教育板块招生持续复苏, AI+教育未来前景广阔

投资要点 2023H1 归母净利润 5200~6700 万元，教育板块业务恢复明显。科德教育以传统环保胶印油墨业务起家，2017 年跨界收购龙门教育进军教育行业，目前教育已成为公司核心业务。2023H1 公司实现归母净利润 5200~6700 万元，同比增长 96%~152%，实现扣非归母净利润 5280~6780 万元，同比增长 97%~153%。业绩高增主要得益于教育板块的持续发力，在校生学生人数同比增长，运营效率提升。职教及复读板块景气，新校区投用将提升空间。1) 中等职业教育方面，公司现有西安培英育才学校、天津旅外职高两所学校，其中，天津旅外后期将有新校区投用。公司中等职业教育以“职教高考”为核心，政策鼓励下具备成长空间。2) 全日制复读学校方面，旗下龙门教育 2022 年实现净利润 8726 万元，鹤壁毛坦中学实现净利润 613 万元，2022 年以来复读招生情况较为乐观，未来亦将有新校区投用。教育信息化顺利推进，落地转化可期。2022 年公司成立智链嘉嘉，通过合作麒麟软件为国企输出培训课程，并与高校合作进行专业共建、产教融合。公司于 2022 年 11 月投资设立信创启赋，旨在通过新媒体方式开展灵活就业职业教育服务，打造“导师+达人推广+知识付费+落地指导”的全新教育模式，预计 2023 年将贡献收入。投资中昊芯英，布局 AI+职业教育。2023 年 4 月公司投资中昊芯英，原因在于看好 AI+职教的结合，帮助学生提高学习效率和体验，优化实训、教材等流程。合作方式上，未来将由中昊芯英给予技术支持，负责培训内容研发、修订与开发接口端的应用供用户使用，科德负责培训策划、教学落地和营销推广等。根据协议对赌条款，中昊芯英 2023 年销售收入不得低于 2.08 亿元，2023-2024 年合计收入不得低于 7.6 亿元。2023 年油墨业务恢复中。2022 年疫情扰动叠加出口运费、原材料价格上涨因素影响，公司油墨业务亏损。2023 年 Q1，不利因素影响减弱，原材料价格回落明显，公司油墨业务实现净利润扭亏。盈利预测与投资评级：科德教育传统教育板块业务增长稳定，现金流较好，AI+教育板块发展前景广阔，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.3/1.7/2.1 亿元，最新收盘价对应 2023-2025 年 PE 分别为 29/23/18，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：招生不及预期，异地扩

张不及预期等

(证券分析师: 吴劲草)

千禾味业 (603027): 2023 年半年度业绩预告点评: 零添加产品高增, 业绩符合预期

投资要点 公司发布 23H1 业绩预告: 23H1 公司实现归母净利润 2.44-2.67 亿元, 同比增长 105%-125%, 扣非归母净利润 2.44-2.67 亿元, 同比增长 113%-133%。23Q2 公司实现归母净利润 0.98-1.22 亿元, 同比增长 55%-92%, 扣非归母净利润 1-1.23 亿元, 同比增长 64%-101%。业绩符合预期。 零添加产品快速推进, 渠道扩张有望推动收入高增: 23H1 公司强化产品品质、积极开拓市场、优化营销渠道, 市场竞争力提升, 销售规模扩大。淘数据显示, 23Q2 千禾品牌淘系销售额同比增长 23%; 渠道调研反馈, 公司持续推进零添加产品布局, 23Q2 公司商超渠道稳健发展, 流通渠道快速扩张; 我们预计 23Q2 公司整体收入有望同比增长 35-40%, 收入持续高增。 产品结构升级叠加成本改善, 公司盈利能力有望提升: 渠道调研反馈, 23Q2 公司线下渠道中零添加产品占比已超过 50%, 主因高性价比零添加在流通渠道中快速铺货。公司零添加产品毛利率高于其他产品, 叠加包装材料采购价格同比下降、产品运杂费率降低, 我们预计 23Q2 公司毛利率有望同比提升。考虑到流通渠道渠道费用率低于公司传统的 KA 渠道, 流通渠道快速扩张下公司销售费用投入产出比提高, 销售费用率有望收缩, 进一步推动公司盈利能力改善。 以零添加为核心, 中长期发展路径清晰: 2022 年 10 月以来公司乘零添加东风快速发展, 我们认为未来公司将以做强零添加、做大总规模为目标持续发力, 23 年年内有望完成一线城市的流通开商布局, 通过成立独立团队来发展餐饮板块, 中长期发展规划清晰。 盈利预测与投资评级: 23Q2 业绩符合预期, 考虑到公司零添加产品占比快速提升, 我们上调 23-25 年收入预期至 32/39/44 亿元, 同比+33%/20%/14% (此前 23-25 年预期为 32/38/43 亿元), 上调归母净利润预期至 5.2/6.7/7.9 亿元 (此前 23-25 年预期为 4.96/6.4/7.47 亿元), 同比+51%/29%/18%, 对应 PE 分别为 40/31/26x, 维持“增持”评级。 风险提示: 原材料价格大幅上涨、行业竞争加剧、消费复苏不及预期, 食品安全问题

(证券分析师: 汤军 证券分析师: 王颖洁 证券分析师: 李昱哲)

沪光股份 (605333): 2023 年半年报业绩预告点评: 亏损幅度收窄, H2 有望实现扭亏!

投资要点 公告要点: 公司发布 2023 年半年度业绩预告, 2023 年上半年公司预计实现归母净利润-0.46~-0.39 亿元, 去年同期为-0.03 亿元, 22H2 为 0.44 亿元, 实现扣非归母净利润-0.52~-0.44 亿元, 去年同期为-0.07 亿元, 22H2 为 0.39 亿元。其中, 2023 年 Q2 预计实现归母净利润-0.17~-0.14 亿元, 去年同期为-0.10 亿元, 23Q1 为-0.25 亿元, 实现扣非归母净利润-0.24~-0.16 亿元, 去年同期为-0.12 亿元, 23Q1 为-0.28 亿元。 部分订单客户不及预期, 新增产能亏损扩大。一季度汽车终端市场疲软导致部分客户订单不及预期且需求波动较大, 核心客户上汽大众 23H1 产量为 49.46 万辆, 同比 22H1 下滑 14.73%, 环比 22H2 下滑 34.91%; 公司重要全资子公司重庆沪光亏损扩大, 系主要客户赛力斯产量不及预期, 23Q1 和 Q2 产量分别为 1.25/1.17 万辆, 23H1 产量为 2.42 万辆, 环比 2022H2 下滑 60%。 新项目+新技术研发投入增加, 新客户产品量产有望促进业绩逐渐扭亏。报告期内公司加大了新项目、新技术的研发投入, 持续加码新能源高压线束, 持续推进装配自动化生产落地, 因此期间费用同比增长较快。随着理想

W01、W02 及 T 客户相关车型逐步落地量产，公司经营业绩有望实现扭亏。盈利预测与投资评级：基于核心客户 23H1 产量不及预期，公司业绩短期承压，我们下调公司 2023-2025 年营收预测为 33.09/50.65/67.20 亿元（原预测值为 38.9/53.4/68.1 亿元），同比分别 +1%/+53%/+33%；下调 2023-2025 年归母净利润预测为 0.15/1.47/2.45 亿元（原预测值为 1.1/2.0/2.8 亿元），同比分别 -63%/+871%/+67%，对应 PE 分别为 503/52/31 倍。鉴于后续客户新车型及新项目逐步落地，公司经营业绩有望实现扭亏为盈，我们维持“买入”评级。风险提示：下游乘用车需求复苏不及预期，汽车安全业务修复不及预期，乘用车价格战超出预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：谭行悦）

361 度 (01361.HK): 23Q2 流水点评: 全渠道流水保持稳健增长, 全年增长目标不变

投资要点 公司发布 2023Q2 经营数据：1) 流水：23Q2 主品牌线下/童装线下/电商流水分别同比增长低双位数/20-25%/约 30%。2) 折扣：23Q2 约为 7.0-7.1 折。3) 库存：23Q2 库销比 5 左右。23Q2 流水保持稳健增长，线上好于线下、童装好于成人装。1) 线下：23Q2 主品牌和童装线下流水同比增速环比 Q1 基本持平，其中：①童装线下保持稳健较快增长，22Q2 童装线下流水在外部疫情冲击下仍延续 22Q1 的 20-25% 的同比正增长，可见童装线下表现一如既往稳健，23Q1/Q2 继续保持该增速；②主品牌线下同比增速与 Q1 持平、均为低双位数增长，若考虑基数因素 Q2 与 Q1 相比有所转弱（22 年：Q2 主品牌线下增长低双位数，虽得益于市场下沉、在服装行业保持难得正增长，但不及 Q1 的高双位数），我们推测主因行业竞争加剧、主品牌线下 6 月增速有所放缓。2) 电商：增长持续快于线下，体现电商作为公司全新独立渠道（主要销售线上专供货品），充分受益于公司旗下多款尖货爆款产品矩阵，如代言人龚俊同款轨迹 4.0、NBA 球星阿隆·戈登比赛时穿着的禅 5 系列&个人签名鞋 AG 系列、NBA 球星斯宾瑟·丁威迪专属签名鞋 DVD1 等。折扣同比改善、但尚未完全恢复，库销比维持健康水平。1) 折扣：23Q2 线下折扣约为 7.0-7.1 折，与 22Q2 的 6.5-7.0 折相比明显改善，但与疫情前平均折扣 7.5 折仍有恢复空间；线上折扣保持 4-5 折水平基本不变。2) 库存：23Q2 库销比 5 左右，上半年还有少量补单，库存在同行中处于较好水平。盈利预测与投资评级：公司为国内领先运动服品牌，主要定位三线城市及以下市场，疫情期间受影响较小、21 年以来各季度终端流水基本保持正增长状态。23Q2 全渠道流水在同期正增长基数下保持稳健较快增长，其中线上好于线下、童装好于成人装，折扣同比改善、库存保持良性水平。结合目前终端流水和补单情况，公司维持 23 年收入同比增长目标 15%-20% 不变，预计 23 年国内市场成人装/童装门店数分别净增 100 家、目前开店进度超过管理层预期。我们将 23-25 年归母净利润从 8.85/10.36/12.0 亿元上调至 9.14/10.80/12.62 亿元，对应 PE 为 8/7/6X，估值较低，维持“买入”评级。风险提示：国内消费复苏不及预期，终端库存风险。

（证券分析师：李婕 证券分析师：赵艺原）

卫星化学 (002648): 2023 年半年报点评: Q2 净利环比高增, α 属性持续凸显

投资要点 事件 1: 公司发布 23H1 业绩，实现营业收入 200 亿元，同比上涨 6%；实现归母净利润 18.4 亿元，同比下降 34%；实现扣非净利润 19.5 亿，同比下降 28%。其中 23Q2 单季度，实现归母净利润 11.4 亿元，同比下降 10%、环比上涨 61%，实现扣非净利润 11.7 亿，同比

上涨 1%、环比上涨 51%。公司业绩已连续两个季度实现环比改善，其中 Q2 单季度扣非净利润同比、环比增速双双回正。事件 2：公司拟与 SINOGAS 或其关联方签订 6 艘船舶租赁协议，用以满足 α -烯烃综合利用高端新材料产业园项目原材料运输需求，确保项目顺利投产。乙烷重回低价时代，乙烷裂解成本优势扩大：1) 随着欧洲能源危机结束，乙烷价格趋势性回落，其中 22Q4/23Q1/23Q2 美国 MB 乙烷均价分别为 289/184/153 美元/吨，以 23Q2 均价测算，乙烷裂解装置盈利约 825 元/吨，较石脑油路线的成本优势扩大至 925 元/吨。2) 进入 7 月份以后，乙烷价格小幅回升，其中最新价为 228 美元/吨（7 月 14 日），主要系美国天然气涨价驱动。目前海外天然气库存已处于历史高位，乙烷/天然气比价也来到近十年 95% 分位，高溢价背景下乙烷价格仍有下降空间。3) 中长期看，美国天然气产量高增带动乙烷供应增长，而需求端同时面临内需不足+出口受限，原料供应过剩背景下，乙烷路线有望长期享受成本红利。丙烷价格高位回落，PDH 装置扭亏为盈：受天然气跌价和季节性因素影响，2 月以来丙烷价格大幅回落，其中 23Q1/23Q2 丙烷均价分别为 693/540 美元/吨，截至 7 月 14 日，丙烷/布伦特比价已降至近十年 7% 分位。随着丙烷价格的大幅回落，PDH 装置盈利显著改善，根据我们测算，3 月中旬以来 PDH 装置已基本实现扭亏，其中 23Q2 行业平均盈利约 124 元/吨。下游扩产进行中，大量项目落地贡献业绩：其中连云港基地绿色化学新材料产业园项目各生产装置均已完成中交或接近建成；平湖基地 80 万吨丁辛醇项目计划于 23 年底中交；嘉兴基地 26 万吨高分子乳液项目加速推进，有望进一步拓宽丙烯酸酯下游向高端涂料乳液、电池粘合剂、涂覆剂等化学新材料发展；年产 4 万吨 EAA 装置顺利开工，并新增二期项目规划，有望率先实现 EAA 国产化替代。 α -烯烃技术突破，高端聚烯烃布局未来可期：1) 公司是国内 α -烯烃领域第一梯队。目前公司自主研发的 1000 吨 α -烯烃中试装置已经全面投产运行，催化剂、产品收率和质量都已达到预期目标，10 万吨级的 α -烯烃和 POE 工业化装置将于 23H2 开工建设，预计于 24 年底建成。2) 公司依托 α -烯烃技术突破，进一步布局 250 万吨/年 α -烯烃综合利用项目，向下游 mPE、POE、PAO、UHMWPE 等高端聚烯烃材料延伸。目前我国高端聚烯烃年消费量超过 1200 万吨，下游光伏、汽车、电子等领域需求快速增长，但供应端仍高度依赖进口，其中 POE、EAA 等产品尚未实现产业化突破，mPE、PAO 等产品进口依存度接近 90%，公司通过布局 α -烯烃一体化基地，有望成为国内领先的高端聚烯烃产品供应商。3) 船舶租赁协议有序推进，进一步锁定项目进展。公司拟与 SINOGAS 或其关联方签订 6 艘原料运输船舶租赁协议，由其提供原材料物流运输服务，租期 15 年、租金总额约 17 亿美元。船舶资源的落实有利于原材料的准时供应，也为 α 烯烃项目的推进提供了保障。盈利预测与投资评级：新材料产能有序投放，C2/C3 景气持续回升，我们维持公司 2023-2025 年归母净利润 44、62 和 75 亿元，按 2023 年 7 月 17 日收盘价计算，对应 PE 分别 12.1、8.7 和 7.2 倍。公司依托低价轻烃原料，全面进军高端聚烯烃领域， α 属性强化，维持“买入”评级。风险提示：项目审批不及预期，需求复苏迟缓，原材料价格大幅上涨

（证券分析师：陈淑娴 证券分析师：曾朵红
 证券分析师：陈李 证券分析师：郭晶晶 证券分析师：陈瑶 研究助理：何亦桢）

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>