

# 东吴证券晨会纪要

## 东吴证券晨会纪要 2023-07-21

### 宏观策略

2023年07月21日

#### 宏观点评 20230720: 财政半年报: “优”还是“忧”?

在“道阻且长”的经济复苏之路上, 财政收支压力依旧突出。财政收入的疲软致使财政支出的进一步“加力提效”受限。税收“晴雨表”显示我国经济仍受“疤痕效应”的影响: 负增态势依旧明显的企业所得税、继续走弱的地产相关税、仍为负增的出口货物退税、正逐步走弱的车辆购置税, 都再证经济复苏仍“长路漫漫”。

晨会编辑 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

### 固收金工

#### 固收点评 20230720: 开能转债: 国内全屋净水龙头企业

我们预计开能转债上市首日价格在 118.49~132.28 元之间, 我们预计中签率为 0.0009%。

#### 固收点评 20230719: 存量房贷利率会否下调? 一利率走势逻辑分析系列四

综上所述, 我们认为相较于提前还贷, 企业贷款和住房贷款利率的“反转”令经营贷有违规流入房地产市场的风险是造成央行提出下调存量房贷利率的原因, 而鉴于政策一旦实施, 存在潜在的“贷款搬家”风险, 在不同的情景推演下, 对大行和小行的经营存在程度各异的负面影响, 因此政策转为强制性的可能性较低。对债券市场而言, 存量房贷利率下调带来的政策预期仅会带来短时扰动, 不改变下行趋势。

### 行业

#### 环保行业点评报告:《浙江省城镇污水管网提升改造行动方案(2023-2027年)(征求意见稿)》发布

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: 特斯拉 2Q23 季报: 短期降价盈利承压, 看好未来 FSD 高增长

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)。

**纺织服饰行业月报: 行业跟踪: 品牌中报预增亮眼, 制造订单拐点渐近**  
6月高基数致流水增速放缓, 但相较21年数据显示修复态势持续, 预计中报表现亮眼。服装社零、线上数据以及我们跟踪的重点公司流水, 6月同比增速均环比有所放缓, 市场对服饰品牌6月进入高基数期后复苏存忧, 但弱复苏消费环境下数据波动在所难免, 且剔除基数因素、与21年同期相比、6月增速仍环比提升, 我们判断修复仍在继续。近期不少品牌公司中报预增, 显示复苏的确定性和韧性仍较强, 预计中报总体较为亮眼。展望下半年, Q3随去年基数走高、流水恢复预计有所放缓, 但Q4又将呈现较强的修复弹性, 考虑到下半年加盟商信心恢复对业绩的贡献, 板块下半年业绩有望好于上半年, 仍看好品牌服饰23年业绩修复确定性。当前时点继续重点推荐流水复苏早且复苏力度大的男装品牌如比音勒芬、海澜之家、报喜鸟, 运动品牌龙头估值已调整到历史较低水平、长周期价值凸显, “困境反转”型品牌流水恢复较慢、但正经营杠杆/逆势开店有望促利润弹性较大。

**环保行业月报: 2023M1-6 环卫新能源销量同增 22%, 渗透率同比提升 1.49pct 至 6.10%**

投资建议: 我们预计伴随着政策采购力度加强、环卫电动装备经济性改善, 环卫装备行业将迎来需求放量及盈利能力的提升。【宇通重工】环卫新能源龙头弹性最大&产品力领先, 我们预计2023-2025年归母净利润复增22%, 扣非归母净利润复增25%, 对应2023年PE 15倍, 凭借底盘及产品力优势, 期待拐点。【盈峰环境】环卫装备龙头新能源领跑, 根据wind一致预期, 2023-2025年归母净利润复增18%, 对应2023年PE 18倍。【福龙马】我们预计2023-2025年归母净利润复增17%, 对应2023年PE 15倍。(估值日期: 2023/7/19) 风险提示: 新能源渗透率不及预期, 环服市场化率不及预期, 竞争加剧。

### 推荐个股及其他点评

**华发股份 (600325): 积极布局核心区域, 立足千亿未来可期**

公司国资股东禀赋优势, 优质土储扎根一、二线城市, 持续布局高能级城市, 紧随国家新区战略发展规划脚步, 近年销售表现领先, 未来业绩确定性较强。预测其2023/2024/2025年归母净利润为29.0/32.2/35.3亿元, 对应的EPS分别为1.37/1.52/1.67元/股。我们选取业内具备国央企背景、全国化布局的6家代表性房企作为可比公司进行估值, 根据可比公司的估值情况, 我们给予公司2023年9.1X的PE估值, 对应每股价格为12.5元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。

**特步国际 (01368.HK): 23Q2 流水点评: 流水波动增长, 利润率改善**

公司为国内领先运动服饰品牌, 23Q2主品牌流水波动中增长、折扣改善、库存保持健康水平。我们预计23H1主品牌店效恢复至近19万元/月、店铺净增120家左右, 营收同比增长有望超出此前指引的5%-10%、利润增长有望快于收入(折扣改善+功能性产品占比提升推升利润率)。上半年

新品牌索康尼实现上千万盈利、好于预期，盖世威&帕拉丁受海外业务拖累略低于预期，全年四个新品牌维持合计亏损不超过 1.5 亿元目标。管理层维持 23 年主品牌流水同比增长 20%、收入同比增长双位数、净利润率回升指引。我们维持 23-25 年归母净利润 11.2/14.1/17.2 亿元的预测，对应 PE 为 17/13/11X，维持“买入”评级。风险提示：疫情反复，终端消费恢复不及预期，库存消化不及预期。

## 宏观策略

### 宏观点评 20230720: 财政半年报: “优” 还是 “忧” ?

在“道阻且长”的经济复苏之路上，财政收支压力依旧突出。财政收入的疲软致使财政支出的进一步“加力提效”受限。税收“晴雨表”显示我国经济仍受“疤痕效应”的影响：负增态势依旧明显的企业所得税、继续走弱的地产相关税、仍为负增的出口货物退税、正逐步走弱的车辆购置税，都再证经济复苏仍“长路漫漫”。一般公共财政收入：高增光环不再，疲软之迹仍存。受去年4、5月超低基数效应正逐步褪去的影响，6月一般公共预算收入同比增速录得5.6%（扣除留底退税因素后为-10.2%），相较于前两个月而言增速明显回落。其中，充当“经济晴雨表”的税收收入同比增速为13.6%（扣除留抵退税因素后为-9.0%），经济下行压力依然突出；非税收入同比增速为-14.0%，降幅进一步走阔，年初非税收入对财政收入的提振作用已完全褪去。税收“晴雨表”再现经济疲软。四大税种中，消费税和个人所得税表现“略胜一筹”，同比增速分别录得0.7%、0.4%，对应着消费的“弱复苏”以及工资薪金的“稳定”，但消费税和个人所得税离明显改善仍有距离。此外，另外两大税种的负增再次凸显了当前制约经济增长“症结”：6月增值税和企业所得税同比增速分别为-7.3%（扣除留抵退税因素）、-8.4%，表明市场主体状况的进一步好转还需“静待花开”。除四大税种之外，外贸相关税方面，进口端，受进口关税减免政策及内需疲软的影响，进口货物增值税和消费税以及关税依旧表现为负增，6月同比增速分别为-3.6%、-9.2%。出口端，6月出口货物退税同比增速为-20.6%，虽然降幅进一步收窄，但在外需减弱背景之下我国外贸如何“解压”仍是提振经济的重心之一。地产相关税方面，6月所有地产相关税均表现为负增，再现我国房地产市场的不景气。目前地产新开工面积和销售面积双双走弱，地产相关税继续承压。其他税种方面，逐步走弱的车辆购置税值得关注：6月车辆购置税同比增速为19.7%（前值21.7%），年初车企“价格战”带来的销量上升对该税种的利好正逐步散去，目前汽车销售动能正在减弱。6月延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策的推出或可以为汽车销量“保驾护航”。一般公共财政支出：收入端的疲弱致使支出端“加力提效”受限。受去年高基数的影响，6月一般公共财政支出同比增速为-2.5%，不过依旧保持近4年以来的最快进度，财政支出仍具一定韧性。但透过财政支出结构来看，可发现财政收支压力正制约着支出端的“提效”：6月财政端的基建类支出同比增速为-7.9%，其中城乡社区事务支出下滑态势最为明显，其同比增速录得-20.1%（前值5.5%）。不过教育、就业、科技相关支出的转弱更显“意外”。整体来看，在财政收入表现不佳的情况下，财政支出的进一步“加力提效”表现略显吃力。政府性基金收入：地产低迷下难以“卷土重来”。6月政府性基金收入同比增速录得-19.5%，其中政府性基金收入端的“主力军”——地方政府土地出让收入6月同比增速为-24.3%，降幅再度走阔且已连续16个月负增长，地方政府卖地收入的持续低迷制约政府性基金收入上行空间。预计土地出让收入的实际复苏时点可能要延迟到第四季度，目前地方政府还本付息仍有压力。政府性基金支出：收入端的表现不佳+专项债进度弱于去年=历史最低增速。6月政府性基金支出同比增速录得-42.7%，为有数据以来的最低增速。除政府性基金收入下降影响外，更多受到6月专项债发行节奏较上年明显偏慢的影响：6月专项债累计发行进度为60.6%，明显慢于去年同期。在专项债发行进度不

如去年以及无政策性开发性金融工具搭桥的背景下，准财政工具的扩容仍具必要性。风险提示：政策推进不及预期；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)

## 固收金工

### 固收点评 20230720：开能转债：国内全屋净水龙头企业

事件 开能转债(123206.SZ)于2023年7月20日开始网上申购：总发行规模为2.50亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于健康净水装备生产线数智化升级及扩建项目。当前债底估值为74.11元，YTM为3.30%。开能转债存续期为6年，中诚信国际信用评级有限责任公司资信评级为A+/A+，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%、1.80%、2.50%、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A+中债企业债到期收益率8.70%（2023-07-19）计算，纯债价值为74.11元，纯债对应的YTM为3.30%，债底保护一般。当前转换平价为104.4元，平价溢价率为-4.22%。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26日至2029年07月19日。初始转股价5.67元/股，正股开能健康7月19日的收盘价为5.92元，对应的转换平价为104.41元，平价溢价率为-4.22%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为7.10%。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5.67元计算，转债发行2.50亿元对总股本稀释率为7.10%，对流通盘的稀释率为9.69%，对股本摊薄压力较小。

观点 我们预计开能转债上市首日价格在118.49~132.28元之间，我们预计中签率为0.0009%。综合可比标的以及实证结果，考虑到开能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20%左右，对应的上市价格在118.49~132.28元之间。我们预计网上中签率为0.0009%，建议积极申购。开能健康科技股份有限公司是全屋净水龙头，是人居水处理综合解决方案及产品和服务的提供商。公司产品主要涵盖全屋净水机、全屋软水机、商用净化饮水机、RO膜反渗透净水机、多路控制阀、复合材料压力容器、膜元件等人居水处理产品。公司多年以来深耕水处理产品领域，产品技术在行业内处于领先地位。2018年以来公司营收快速增长，2018-2022年复合增速为16.52%。与此同时，归母净利润增速呈“W”型波动，2018-2022年复合增速为-28.15%。2022年，公司实现营业收入16.61亿元（同比+9.87%），实现归母净利润0.93亿元（同比-11.57%）；2023Q1，公司盈利情况边际改善，实现营业收入3.72亿元（同比+10.79%），实现归母净利润0.17亿元（同比+4.28%）。公司主要营收构成稳定，终端业务及服务及智能制造及核心部件为其主要营收来源。2018-2022年，公司终端业务及服务占营业收入的比例分别为45.79%、60.11%、60.16%、56.88%和59.56%，智能制造及核心部件占营业收入的比例分别为50.73%、37.24%、36.64%、40.19%和38.11%。公司销售净利率和毛利率近年波动下行，销售和管理费用率总体波动下行，财务费用率呈“W”型波动。2018-2022年，公司销售净利率分别为38.77%、11.44%、4.28%、7.75%和5.99%，销售毛利率分别为38.93%、44.16%、43.67%、33.44%和33.95%。2023Q1公司毛利率边际改善，达37.46%，同比增加2.37pcts。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 20230719: 存量房贷利率会否下调? —利率走势逻辑分析系列四

事件 2023年7月14日,在2023年上半年金融统计数据情况新闻发布会中,央行货币政策司司长邹澜提及“支持和鼓励商业银行与借款人自主协商变更(房贷)合同约定(利率),或者是新发放贷款置换原来的存量贷款”。这一表述缘起于何?如何评估这一操作的风险?

观点 套利机会的“反转”引发存量房贷利率下调的提议:个人住房贷款加权平均利率自2008年末以来,经历了“升-降-平-降”的变化,截至2023Q1为4.14%。若从个人住房贷款利率单一指标来看,存量房贷利率高于新发房贷利率,加之存款和理财产品等收益率下降,居民提前还款对银行经营的影响触发存量房贷利率下调建议。但引入企业贷款利率比较观察后,我们认为个人住房贷款和企业贷款利率“反转”而带来的套利机会改变,才是央行支持和鼓励存量房贷利率下调的根本原因。如图1所示,一般贷款包含非金融企业和其他部门的贷款(除去票据融资、融资租赁、垫款、委托和信托贷款),其利率可以视作企业和居民部门的“类平均值”,即一般贷款利率图线应当处于企业贷款利率和个人贷款利率之间。2020Q1,一般贷款利率和个人住房贷款利率图线出现了交叉,侧面表明企业贷款利率和个人住房贷款利率之间出现了“反转”。此前企业贷款利率高于住房贷款利率时,企业可贷款买房,再通过抵押房产的方式获取抵押贷款,一定程度上降低融资成本。而在LPR改革后,企业贷款利率逐步下行,截至2023Q1已经降至3.95%的历史低位,个人住房贷款利率虽然从2022年初起也出现了下滑的趋势,但仍然高于企业贷款利率,因此出现了与此前情况相反的“套利”机会,经营贷违规流入房地产。自2022年起,经营性贷款和个人购房贷款余额同比走势出现了明显的分化,2023Q1经营性贷款和个人购房贷款余额同比分别为16%和0.3%。个人购房贷款同比的下行或确实与房地产市场的低迷相关,但在整体经济依然弱势修复的过程中,两类贷款余额同比的一上一下或暗示仅可用于生产经营需求的经营贷款有挪用于购房的可能性,而我们认为这一举动隐含的监管风险是引发央行提出存量房贷利率下调的原因。存量房贷利率下调隐藏的大小行“贷款搬家”问题,令政策态度仅为鼓励而非强制:2022年年报显示,国有大型银行、股份制银行、城商行和农商行的个人定期存款平均成本率分别为2.77%、3.09%、3.42%和3.04%,以个人贷款利息收入/个人贷款余额近似衡量的贷款利率分别为4.7%、5.8%、5.35%和5.42%,住房贷款占个人贷款的比例分别为71%、41%、45%和37%,净息差分别为1.88%、2.1%、1.92%和2.11%。在2008年10月,央行曾发布《关于扩大商业性个人住房贷款利率下浮幅度等有关问题的通知》,将商业性个人住房贷款利率的下限扩大为贷款基准利率的0.7倍,各行推出“七折优惠”的时间点不同,导致出现跨行“转按揭”以争夺存量客户的现象。如果此次大行依靠较低的存款成本,下调存量房贷利率,则小行的优质住房贷款存在流失的风险;反之,如果小行因为净息差优势而下调存量房贷利率,大行跟随下调将令净息差承压,均会出现因“贷款搬家”而引发的问题。总结:综上所述,我们认为相较于提前还贷,企业贷款和住房贷款利率的“反转”令经营贷有违规流入房地产市场的风险是造成央行提出下调存量房贷利率的原因,而鉴于政策一旦实施,存在潜在的“贷款搬家”风险,在不同的情景推演下,对大行和小行的经营存在程度各异

的负面影响，因此政策转为强制性的可能性较低。对债券市场而言，存量房贷利率下调带来的政策预期仅会带来短时扰动，不改变下行趋势。风险提示：宏观经济增速不及预期，政策出台力度超预期

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐沐阳)

## 行业

### 环保行业点评报告：《浙江省城镇污水管网提升改造行动方案（2023-2027年）（征求意见稿）》发布

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，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：特斯拉 2Q23 季报：短期降价盈利承压，看好未来 FSD 高增长

**投资要点** 2023Q2 单车 ASP/单车净利环比回落，毛利率同环比下滑，主要系公司“以价换量”市场策略奏效。1) 营收方面，2023Q2 特斯拉实现营业总收入 249.27 亿美元，同环比分别为+47.20%/+6.85%；其中汽车销售总额 212.68 亿美元，同环比分别为+45.65%/+6.54%，汽车销售业务收入 207.01 亿美元，同环比分别为+47.72%/+6.71%，汽车租赁业务收入 5.67 亿美元，同环比分别为-3.57%/+0.53%。2023Q2 能源收入 15.09 亿美元，同环比分别为+74.25%/-1.31%；服务及其他收入 21.50 亿美元，同环比+46.66%/+17.04%。2023 年上半年特斯拉合计实现营业收入 482.56 亿美元，同比+35.21%。2) 利润方面，2023Q2 公司实现归母净利润 27.03 亿美元，同环比分别为+19.65%/+7.56%，归母净利率 10.84%，同环比-2.50pct/+0.07pct。2023 年上半年特斯拉合计实现利润 52.16 亿美元，同比-6.47%，归母净利率 10.81%。单季度交付再创新高，价格下调后单车净利小幅下滑。2023Q2 特斯拉全球交付 46.61 万辆，同环比分别为+83.02%/+10.23%；2023Q2 公司整体毛利率 18.19%，同环比分别为-6.82/-1.15pct；其中汽车销售/租赁毛利率分别为 18.65%/40.39%，同比分别为-8.9/+2.97pct，环比分别为-1.85/-0.57pct；毛利率同比降低主要系汽车销售业务压力较大，能源/汽车租赁等业务毛利率同环比提升，表现较好；汽车销售业务毛利率下滑主要系全球市场竞争加剧背景下，公司为保证终端需求降低价格，单车 ASP 降低。费用率略有波动，交付规模同比提升后费用进一步摊销，Q2 研发费用率 3.78%，同环比-0.16/+0.48pct；销售、行政和一般费用率 4.78%，同环比分别为-0.9/+0.17pct。我们预计，2023 年全年国内新能源汽车批发口径销量有望达到 922 万辆，对应渗透率 37.2%。特斯拉以“电车销量持续高增，智驾领跑全球”领跑全球电动车行业，2023 年 1 月起持续进行价格下探，进入容量更大的细分市场，有助于提升国内中低价格带消费群体对新能源汽车的接受程度，国内新能源汽车市场渗透率提升有望进一步提速。我们预计，2023 年国内乘用车整体产批量有望达到 2480 万辆，分别同比+5.7%/+7.2%，其中新能源汽车批发销量为 922 万辆，同比+42.3%，批发口径新能源汽车渗透率为 37.2%；交强险零售销量 2050 万辆，同比+3.7%，其中新能源汽车零售销量 760 万辆，同比+44.4%，零售口径渗透率达到 37.1%。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: 芯片短缺影响超预期; 乘用车价格战超出预期。

(证券分析师: 黄细里 证券分析师: 杨惠冰)

### 纺织服饰行业月报: 行业跟踪: 品牌中报预增亮眼, 制造订单拐点渐近

**投资要点** 近期行情回顾: 本月纺服板块涨幅跑赢大盘。本月以来(2023/06/16-2023/07/17, 下同)上证综指/深证成指/沪深300涨跌幅分别+2.43%/-1.95%/-2.62%, 纺织服装板块上涨1.45%, 涨跌幅在31个申万一级行业中位列第11位。纺服个股中, 本月至今佐丹奴国际(+25%)、新野纺织(+22%)、慕尚集团(+20%)涨幅靠前, \*ST中潜(-88%)、ST柏龙(-25%)、中胤时尚(-22%)跌幅靠前。品牌零售数据跟踪: 高基数致6月服装消费同比增速环比放缓, 但较21年增速仍环比提升, 线上环比5月增速放缓, 高端女装、男装表现较好。1) 整体: 6月高基数下社零整体保持增长, 增速有所放缓, 同比+3.1%(23年5月同+12.7%)。6月服装鞋帽针纺织品类零售额同+6.9%(23年5月同+17.6%), 增速超过社零整体, 但环比5月亦呈放缓, 剔除基数原因, 21-23年6月同期2年CAGR为+4.0%、较5月同期的-0.7%明显好转, 整体仍处于恢复进程中。2) 线上: 6月同比+6.5%(5月同+15.8%), 环比5月增速回落, 其中高端女装增速较好, 男装增速转正, 运动服饰增速放缓, 休闲服饰降幅缩窄, 家纺回落程度加深, 户外高基数下回落。纺织制造数据跟踪: 6月纺织服装出口增速降幅加深, 但汇率贬值形成利好。1) 出口: 6月国内整体出口同比-12.40%、降幅加深(5月同-7.5%), 结构上看, “一带一路”国家相较更稳定, 欧美地区下滑幅度加深。纺织服装6月出口增速降幅加深, 纺织制品及服装出口金额分别同比-14.34%/-14.50%(5月分别同-14.30%/-12.51%)。2023年5月以来, 人民币加速贬值, 美元兑人民币从6.91低点升至7.22高位, 创2022年11月以来新低, 随人民币汇率贬值, 出口型纺织企业有望通过收入增长、汇兑损益增厚业绩。2) 原材料价格: 国内棉价回升、内外棉价差环比5月回落。截至2023/7/17, 国内328级棉现货17,884元/吨(06/16-07/14涨跌幅+2.0%)、内外棉价差1,155元/吨(06/16-07/13涨跌幅-24.8%)。5月纱线、坯布库存天数同比-15天、-2天至21天、38天。品牌服饰观点: 6月高基数致流水增速放缓, 但相较21年数据显示修复态势持续, 预计中报表现亮眼。服装社零、线上数据以及我们跟踪的重点公司流水, 6月同比增速均环比有所放缓, 市场对服饰品牌6月进入高基数期后复苏存忧, 但弱复苏消费环境下数据波动在所难免, 且剔除基数因素、与21年同期相比, 6月增速仍环比提升, 我们判断修复仍在继续。近期不少品牌公司中报预增, 显示复苏的确定性和韧性仍较强, 预计中报总体较为亮眼。展望下半年, Q3随去年基数走高、流水恢复预计有所放缓, 但Q4又将呈现较强的修复弹性, 考虑到下半年加盟商信心恢复对业绩的贡献, 板块下半年业绩有望好于上半年, 仍看好品牌服饰23年业绩修复确定性。当前时点继续重点推荐流水复苏早且复苏力度大的男装品牌如比音勒芬、海澜之家、报喜鸟, 运动品牌龙头估值已调整到历史较低水平、长周期价值凸显, “困境反转”型品牌流水恢复较慢, 但正经营杠杆/逆势开店有望促利润弹性较大。纺织制造观点: 6月出口压力仍存、拐点渐近, 人民币贬值利好出口企业。纺服6月出口降幅扩大、欧美地区压力仍较大, 从中报预告来看, 由于外需疲

软、下游品牌处于去库周期，多数纺织制造企业上半年业绩仍承压，但趋势上看订单逐季改善、下滑呈环比收窄。同时5月以来人民币加速贬值，利好出口型企业收入增长及汇兑收益，有望增厚业绩。下半年随国际品牌去库周期持续推进、库存将逐渐恢复健康，当前时点建议紧密跟踪后期订单拐点的出现，其中：①出口型：23年上半年压力仍存，但期间汇率贬值或增厚业绩，预计下半年有望迎订单向上拐点，关注布局运动赛道上游的制造龙头申洲国际、华利集团订单拐点的出现。②内销型：Q2受益国内品牌复苏、订单呈逐季边际改善，下半年海外品牌去库完成后订单或进一步回暖，关注大国崛起背景及逻辑下的受益公司，如伟星股份（国产替代）、台华新材（技术突破）等。风险提示：疫情反复、消费疲软、原材料价格波动、人民币汇率波动等。

（证券分析师：李婕 证券分析师：赵艺原 研究助理：郝越）

### 环保行业月报：2023M1-6 环卫新能源销量同增 22%，渗透率同比提升 1.49pct 至 6.10%

**投资要点** 环卫新能源销量同增 22%，渗透率同比提升 1.49pct 至 6.10%。2023M1-6，环卫车销量 40499 辆，同比变动-7.80%。新能源环卫车销售 2470 辆，同比变动+22.10%，新能源渗透率 6.10%，同比变动+1.49pct。2023M6 新能源环卫车单月销量 407 辆，同比变动+2.78%，环比变动+13.06%，新能源渗透率 5.52%，同比变动+0.62pct。按首批纳入 20-30 个大中城市试点，仅考虑试点预计 2022-2025 年环卫新能源销量复增 44%~65%。公共领域车辆全面电动化试点启动，新增渗透率目标 80%，试点期为 2023-2025 年，首批试点申报截至 2023Q1。按中大型城市数假设首批纳入 20-30 个，全国 36 个大中城市 2022 年环卫装备平均销量 910 辆，2025 年 80%渗透率对应新能源销量为 1.5~2.2 万辆，2022 年全国环卫新能源销量 4867 辆，仅考虑试点 2022-2025 年销量复增 44%~65%，较 2022 年 23%显著提速。新能源环卫装备集中度同比下滑，盈峰、宇通市占率维持前列。2023M1-6，环卫车 CR3/CR6 分别为 36.55%/46.47%，同比变动-2.46pct/-2.33pct。新能源 CR3/CR6 分别为 60.69%/69.39%，同比变动-6.34pct/-8.86pct。环卫新能源集中度同比下降，其中：盈峰环境：新能源销量同增 47.98%，市占率第一。2023M1-6，环卫车销售 5993 辆，同比变动-14.76%。新能源环卫车销售 916 辆，同比变动+47.98%。新能源市占率 37.09%，较 2022 年+7.81pct，行业第一。宇通重工：环卫装备市占率第五，新能源市占率第二。2023M1-6，环卫车销售 1269 辆，同比变动-31.77%；新能源环卫车销售 400 辆，同比变动-32.77%。新能源市占率 16.19%，较 2022 年-12.57pct，行业第二。福龙马：新能源环卫车销量同增 53%，市占率第三。2023 M1-6，环卫车销售 1602 辆，同比变动-6.70%；新能源环卫车销售 183 辆，同比变动+52.50%。新能源市占率 7.41%，较 2022 年+0.24pct，行业第三。上海新能源销量大增，上海新能源渗透率高达 41%。2023M1-6，新能源环卫车，1) 销量前五的省份分别为四川（450 辆，占 18%）、广东（419 辆，占 17%）、江苏（314 辆，占 13%）、上海（180 辆，占 7%）、河南（169 辆，占 7%）；2) 销量增量前五的省份分别为上海（+176 辆，+4400%）、江苏（+141 辆，+82%）、四川（+127 辆，+39%）、安徽（+78 辆，+780%）、云南（+67 辆，去年同期无销量）；3) 新能源渗透率前五的省份分别为上海（40.8%）、四川（18.7%）、江苏（15.7%）、广东（13.7%）、河南（13.2%）。投资建议：我们预计伴随着政策采购力度加强、环卫电动装备经济性改善，环卫装备行业将迎来需求放量及盈利能力的提升。【宇通重工】环卫新能源龙头弹性最大&产品力领先，我们

预计 2023-2025 年归母净利润复增 22%，扣非归母净利润复增 25%，对应 2023 年 PE 15 倍，凭借底盘及产品力优势，期待拐点。【盈峰环境】环卫装备龙头新能源领跑，根据 wind 一致预期，2023-2025 归母净利润复增 18%，对应 2023 年 PE 18 倍。【福龙马】我们预计 2023-2025 年归母净利润复增 17%，对应 2023 年 PE 15 倍。（估值日期：2023/7/19）风险提示：新能源渗透率不及预期，环服市场化率不及预期，竞争加剧。

（证券分析师：袁理 研究助理：陈孜文）

## 推荐个股及其他点评

### 华发股份（600325）：积极布局核心区域，立足千亿未来可期

国资股东禀赋优势，“立足珠海，面向全国”。公司第一大股东华发集团由珠海市国资委控股，华发集团持股比例始终保持稳定，并在公司财务经营、股权融资和业务经营等方面提供大力支持。2013 年以来公司坚持房地产开发业务为核心业务，连续保持 10 年业绩正增长。2012 年开始，公司围绕“立足珠海，面向全国”战略加速全国布局。销售破千亿大关，优质土储扎根一、二线城市，持续布局高能级城市。2020-2022 年，公司在房地产市场下行压力下连续三年实现销售额突破 1200 亿元。公司持续布局高能级地区，其中华东地区 2022 年销售额达 779 亿元，同比增长 40.4%。公司积极拿地，土储结构聚焦高能级城市，一、二线城市占比近九成，华东、华南占比超八成。紧随湾区战略发展脚步，琴澳深度合作区开发项目高度覆盖。公司肩负横琴粤澳深度合作区开发使命，其中十字门 CBD 湾仔片区的“华发琴澳新城”将打造成总占地面积 60 万方，总建筑面积 240 万方的中央商务区。股权激励计划效果显著，优化销管费率降本增效可期。公司于 2017 年实施的限制性股权激励计划四个阶段均已达成，激励效果显著，业绩较激励措施实施前有显著增长。以 2015 年为基准，2022 年净利润增长率为 332.43%，资产收益率为 16.18%。2020 年以来公司稳定销管费率为 6% 左右，横向对比行业前三十企业，公司位居前列，后续有望进一步对该费率进行控制。国资背景，财务优势突出，三道红线持续绿档。2021 年公司“三道红线”由橙转绿。2022 年公司剔除预收账款的资产率为 66.0%，净负债率为 84.7%，现金短债比为 2.01 倍。截至 2022 年末，公司有息负债总额 1456 亿元，一年以上有息负债占比八成以上，短期还款压力小。另外，2022 年公司平均融资成本同比下降 0.7 个百分点至 5.76%。盈利预测与投资评级：公司国资股东禀赋优势，优质土储扎根一、二线城市，持续布局高能级城市，紧随国家新区战略发展规划脚步，近年销售表现领先，未来业绩确定性较强。预测其 2023/2024/2025 年归母净利润为 29.0/32.2/35.3 亿元，对应的 EPS 分别为 1.37/1.52/1.67 元/股。我们选取业内具备国央企背景、全国化布局的 6 家代表性房企作为可比公司进行估值，根据可比公司的估值情况，我们给予公司 2023 年 9.1X 的 PE 估值，对应每股价格为 12.5 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：行业下行压力超预期；疫情反复、发展超预期；宏观政策放松不及预期，收紧超预期。

（证券分析师：房诚琦 证券分析师：白学松  
证券分析师：肖畅）

**特步国际（01368.HK）：23Q2 流水点评：流水波动增长，利润率改善**  
投资要点 公司公布 2023Q2 经营数据：23Q2 特步主品牌全渠道零售

流水同比增长高双位数，零售折扣 7.5 折，存货周转少于 5 个月。折扣环比改善，流水同比较 Q1 有所放缓。23Q2 主品牌流水波动增长，线下好于线上、儿童好于成人。1) 分月度看，4 月-五一期间消费延续 Q1 强劲势头、流水同比增长 35%，对比 21 年同期增长 25%；5 月基数转正叠加 5 月下旬消费放慢，5 月整体流水同比增长中双位数；消费放慢情况延续至 6 月上半月，6 月下旬消费改善、流水回到双位数增长水平，6 月整体流水同比增长 10%+；7 月至今延续 6 月表现，同比增长 10%+。2) 从结构上看，Q2 延续 Q1 线下好于线上、儿童好于成人趋势：①疫情三年线上表现好于线下、基数相对较高，放开后线下快速恢复增长、对线上形成影响，23Q2 线上流水同比基本持平（其中新兴平台如抖音快手增长强劲、表现好于传统电商），预计明年开始线上线下增长差异将缩小；②23Q2 童装流水同比增长近 30%。23Q3 主品牌折扣继续环比改善，库存保持健康水平。1) 折扣：23Q2 零售折扣约 7.5 折，环比 23Q1 的 7-7.5 折进一步改善。其中儿童折扣 7 折左右、成人折扣 7.5-7.8 折。2) 库存：23Q2 主品牌渠道库存周转保持 5 个月以下，进入下半年秋冬季将进一步处理库存，预计今年年底库销比有望降至 4 个月以下的健康水平。索康尼实现盈利好于预期，新品牌维持全年目标。1) 索康尼&迈乐：23H1 流水均同比增长超过 100%，其中索康尼经历 3 年发展、23H1 已开始盈利、预计上半年净利超千万元、对集团业绩形成贡献，基于消费环境波动，公司保持审慎态度推进下半年发展，预计全年流水不低于此前计划的 70%同比增长。2) 盖世威&帕拉丁：23H1 盖世威&帕拉丁国内市场表现较好，帕拉丁品牌国内业务若不考虑后台费用基本实现盈亏平衡，但海外业务受大环境影响表现较弱，整体流水增长略低于此前预期。毛利率好于预期、23H1 进一步恢复至 40%以上，全年看相较规模增长、更关注利润率指标。3) 新品牌维持全年目标：维持 23 年四个新品牌合计不超过 1.5 亿元亏损的预期。往后看，盖世威和帕拉丁有单独上市计划，未来可能引进新股东分担品牌的培育和投入。盈利预测与投资评级：公司为国内领先运动服饰品牌，23Q2 主品牌流水波动中增长、折扣改善、库存保持健康水平。我们预计 23H1 主品牌店效恢复至近 19 万元/月、店铺净增 120 家左右，营收同比增长有望超出此前指引的 5%-10%、利润增长有望快于收入（折扣改善+功能性产品占比提升推升利润率）。上半年新品牌索康尼实现上千万盈利、好于预期，盖世威&帕拉丁受海外业务拖累略低于预期，全年四个新品牌维持合计亏损不超过 1.5 亿元目标。管理层维持 23 年主品牌流水同比增长 20%、收入同比增长双位数、净利润率回升指引。我们维持 23-25 年归母净利润 11.2/14.1/17.2 亿元的预测，对应 PE 为 17/13/11X，维持“买入”评级。风险提示：疫情反复，终端消费恢复不及预期，库存消化不及预期。

（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>