

# 东吴证券晨会纪要

## 东吴证券晨会纪要 2023-07-26

### 宏观策略

2023年07月26日

#### 宏观点评 20230724: 消失的“它” VS 初见的“它”: 7月政治局会议有何深意?

今年7月政治局会议召开的比往年要早了一些,而可能更重要的是会议的措辞确实出现了明显的变化。有的是首次出现,例如“提振投资者信心”;有的说法是时隔很久再次出现,比如“加强逆周期调节”;有的则是罕见地没有出现,比较突出的是“房住不炒”,我们认为在这“说”与“不说”之间,政策对于下半年稳经济、稳市场、稳信心的诉求较此前是明显加强了。

#### 宏观周报 20230723: “研究提出一批政策”陆续落地,有何侧重与线索?

6月16日国常会“研究提出”的“一批政策”终于在7月政治局会议召开前夕开始加速落地,多部门已陆续出台超二十条涵盖各领域的宏观政策,我们认为其中的侧重点——消费、民企,隐含着即将召开政治局会议与下半年总体政策基调线索。风险提示:政策统计不完全;政策定力或刺激程度超预期;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。

#### 宏观点评 20230723: 美国房地产: 软着陆到底是不是伪命题?

这周美国地产的部分数据似乎有点“熄火”,市场不禁要问地产回暖到底是真还是假?5月美国楼市一系列指标的回暖似乎让美国经济“软着陆”有迹可循。然而本月新屋开工数及营建许可的不及预期(6月新屋开工环比下降8%、营建许可下跌4%),似乎再次给美国地产是否真的企稳、今年美国衰退的警报是否解除画上问号。我们在之前的报告中提出,如果住宅投资在加息周期尚未结束时提前转正,美国陷入衰退则会变得“不容易”。我们依旧认为这将成为今年年内的基准情形,但是特殊之处在于本轮美国楼市的反弹主因在“弱供给”而非“强需求”。其实从季度的角度来看,二季度数据并不差。对于单月不及预期的数据不必过于担忧。纵向看经过2022年的大幅调整,2023年第二季度,无论是发放的新屋许可证数量还是开工量(经过季调后的数据)均为去年以来首次转正(图2)。这意味着房地产市场的反弹整体向好。

### 固收金工

#### 固收深度报告 20230724: 转债行业图谱系列(十二)——食品饮料行业可转债梳理(下)

伊力转债——“股性”特征明显的“暮年”标的:转债价格在上市一年内相对平稳,后受益于股价上涨而波动上升。截至2023年7月20日,转股溢价率为26.70%,纯债溢价率为85.68%,为“偏股性”标的。展望2023年,行业韧性十足,公司基本面向好,排除疫情扰动,有望实现低基数反弹,实现稳健增长。华统转债——业绩承压的“股性”标的:转债价格前期相对平稳,2022年出现大幅上涨,在2022H1回落,随后迅速攀升至近300元的最高点,在年末回落后进入小幅波动状态。截至2023年7月20日,转股溢价率为6.67%,纯债溢价率为111.25%,为“偏股性”标的。

晨会编辑 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

展望 2023 年，公司生殖板块在量价上维持在行业前列，但今年以来生猪价格低迷，高出栏量导致公司业绩承压。龙大转债一由养殖屠宰逐步向预制菜发力标的：转债价格上市初期波动较大，两年后开始平稳下滑。截至 2023 年 7 月 20 日，转股溢价率为 35.20%，纯债溢价率为 11.10%，为“偏债性”标的。展望 2023 年，预制菜高增可期，但是猪肉价格低迷，而公司屠宰和养殖业务占比达到 80%左右，短期内基本面修复的难度较大。转股溢价率不高，转债价格和股价关联度较大，上行空间有限。百润转债一预调酒赛道的龙头标的：转债价格上市前期呈下降趋势，在 2022.5 后进入平稳阶段。截至 2023 年 7 月 20 日，转股溢价率为 66.18%，纯债溢价率为 22.90%，为“偏债性”标的。展望 2023 年，强爽热度延续，带动微醺清爽发力。转股溢价率保持在 60%以上的水平，正股上行或难以带动转债价格相应提升，若关注预调酒赛道推荐购买正股。后市展望：伊力转债和百润转债表现或占优。从属性来看，伊力和华统转债为“偏股型”，龙大和百润转债为“偏债型”。条款博弈方面，伊力和华统转债持续达到强赎要求，但均连续发布不提前强赎公告。伊力转债倾向于自然转股。华统转债 2023Q2 业绩承压，贸然强赎会增加资金压力。两家强赎风险可控。龙大转债近日公布不下修公告，可等待正股回升。百润转债价格在下修线以下，但更倾向于正股带动上涨。同时两家财务压力小。对于景气度排序，华统股份和龙大美食均可能因猪肉价格下降而周期性承压，伊力转债>百润转债。公司主营业务的前景方面，百润产品策略延续，烈酒有望成为第二增长曲线；伊力特有望享受新疆经济发展和文旅消费的红利。从机构持仓占比来看，龙大转债≈华统转债≈伊力转债>百润转债。

## 行业

### 房地产行业点评报告：重视边际表述变化，调控政策有望迎优化

投资建议：当前地产板块处于三重底部——估值底部、市场信心底部、机构配置底部，同时行业基本面仍处于持续探底过程。我们认为，此次政治局的相关表述将有效提振行业信心，信心的修复将带动行业经历一轮显著的估值修复，行业首先有望迎来一轮普涨行情，而后的分化行情中在本轮调整中城市布局更优、投资更为积极、销售逆势增长的公司将获得进一步的上涨空间，我们推荐：保利发展、招商蛇口、越秀地产、华发股份、滨江集团，建议关注中国海外发展、保利置业集团。风险提示：房地产调控政策放宽不及预期；行业下行持续，销售不及预期；行业信用风险持续蔓延，流动性恶化超预期。

### 建筑材料行业深度报告：居住产业链 2023Q2 获公募基金减仓，建材板块减仓幅度较大

行业持仓：我们选取了股票型基金中的普通股票型基金（剔除被动指数型基金和指数增强型基金）、混合型基金中的偏股混合型、平衡混合型和灵活配置型基金作为样本基金。（1）居住产业链减仓，超配比例略低于历史中枢：本季度全部 A 股中居住产业链（申万新分类下地产、建筑、建材行业）基金重仓持股市值占 A 股比为 3.02%（近 10 年百分比排位 5%），环比上一季度-0.36pct，超配比例-2.06%（近 10 年百分比排位 49%），环比上一季度-0.15pct。（2）建材行业减仓幅度较大，超配比例低于历史中枢：申万新分类下地产、建筑、建材行业本季度基金重仓持股市值占 A 股比分别为 1.47%、0.86%、0.70%（近 10 年百分比排位分别为 3%、49%、18%），环比上一季度分别-0.14pct、-0.01pct、-0.19pct；地产、建筑

和建材行业超配比例分别为-0.46%、-1.38%、-0.22%（近10年百分比排位分别为51%、69%、28%），环比上一季度分别持平、-0.05pct、-0.10pct，建筑、建材行业低配比例均有所扩大。（3）自主划分的二级行业中，装修、装修建材、水泥加仓幅度最大，房地产开发减仓较多，基建房建、专业工程、装修重仓持股市值占流通盘比位于历史较高水平，玻璃玻纤、设计咨询、装修建材位于历史较低水平；基金重仓持股市值占流通盘比环比上一季度增加最多的三个子行业分别为装修（+1.44pct）、装修建材（+0.12pct）、水泥（+0.06pct），减少最多的三个子板块分别为其他材料（-3.86pct）、房地产服务（-0.72pct）、房地产开发（-0.41pct）；基金重仓持股市值占流通盘比近10年百分比排位最高的三个子板块分别为基建房建（82%）、专业工程（79%）、装修（76.9%），近10年百分比排位最低的两个子板块分别为玻璃玻纤（15.3%）、设计咨询（26%）、装修建材（26%）。  
**电力设备行业点评报告：2023Q2 基金持仓深度：电新重仓 Q2 总体下降，电动车&锂电中游上升，光伏、工控、电网均下降，风电和储能小降——基于 10758 支基金 2023 年二季报的前十大持仓的定量分析**

我们基于全市场 10758 支基金的 2023Q2 的前十大持仓数据进行了定量分析，对于包含股票型、债券型、混合型和被动指数型基金等，主要统计基金的前十大重仓股在电新行业中的占比变化，从电新板块、电新子行业和个股三个维度进行了统计分析。其中，电新板块的统计股票数量 431 支，超过申万（282）和中信（287）的一级板块股票池的数量。市场对于基金的披露规则是一季报和季报是只有前十大重仓的披露，半年报和年报是在一个月内披露前十大重仓，三个月内披露全部持仓，所以我们尽量选取同口径的数据给投资者展现趋势。

### 推荐个股及其他点评

#### 达达集团 (DADA): 23Q2 业绩前瞻: 预计业绩符合预期, 全年仍有望盈亏平衡

我们预计 23Q2 公司实现总营收 28 亿，同比增长 22%，其中达达快送、京东到家营收分别实现 9.7 亿 (yoy+19%)、18.2 亿 (yoy+24%)；经调净利润口径实现扭亏为盈，同比环比明显改善。公司整体盈亏平衡目标依然有望实现，但考虑到 Q3 增长承压，我们将公司 23-25 年经调整归母净利润从 1.03/8.32/9.75 亿元下调至 0.21/7.72/9.26 亿元，对应 PE 480/13/11 倍，维持“买入”评级。风险提示：消费恢复不及预期，盈利不及预期，用户增长不及预期。

#### 焦点科技 (002315): 2023Q2 业绩快报点评: 营收受副业收缩拖累增速, 2023Q2 利润大超预期

盈利预测与投资评级: 我们维持此前的预测，预计公司 2023-2025 年营收分别为 17.90/21.63/25.97 亿元，归母净利润分别为 3.91/5.01/6.35 亿元，现价对应 PE 为 28.38/22.15/17.46 倍。我们认为公司是被低估的数字经济平台龙头，有望受益于“科技赋能+SaaS 模式+政策利好”三大优势，迎来加速增长，维持“买入”评级。风险提示：海外出口需求不及预期，新技术接入效果不及预期。

## 宏观策略

### 宏观点评 20230724: 消失的“它” VS 初见的“它”: 7月政治局会议有何深意?

今年7月政治局会议召开的比往年要早了一些,而可能更重要的是会议的措辞确实出现了明显的变化。有的是首次出现,例如“提振投资者信心”;有的说法是时隔很久再次出现,比如“加强逆周期调节”;有的则是罕见地没有出现,比较突出的是“房住不炒”,我们认为在这“说”与“不说”之间,政策对于下半年稳经济、稳市场、稳信心的诉求较此前是明显加强了。“活跃资本市场,提振投资者信心”的说法在政治局会议通稿中是首次出现。资本市场是经济和信心的重要“晴雨表”,我们认为这背后有两两层含义,一方面通过扭转交易的萎缩、稳定股市等资本市场,提高民间投资的活跃度、改善其融资环境;另一方面则是通过政策“定心丸”,稳住外资投资中国的基本盘。“加强逆周期调节”时隔三年半再次出现。尽管在央行等部委机构的表述中并不少见,但是上一次在政治局会议通稿中出现“逆周期调节”的说法还要追溯到2019年12月。结合“加大宏观政策调控力度,着力扩大内需、提振信心、防范风险”的表述以及通稿中把宏观政策部分再次放到产业政策之前的调整,我们认为这是稳增长诉求和宏观政策优先级上升的重要体现。“房住不炒”少见地在年中政治局会议上没有被提及。自从2018年以来,在年中(4、7月)的政治会议通稿上“房住不炒”几乎从不缺席,即使是2020年疫情冲击下也不例外。我们认为这是地产政策的重要信号:在供需条件发生重大变化、投机需求被压制的情况下,以往在地产过热时期推出的行政性、限制性政策将逐步退出,尤其是部分高能级城市的限购等需求政策。财政政策:政策基调不变背后的重点。本次政治局会议再续积极财政政策的基调,延续优化减税降费政策的取向也未改变。不过地方债方面有两条政策主线予以支撑:一是“加快地方政府专项债券发行和使用”。在专项债发行进度明显不如去年以及无政策性开发性金融工具搭桥的背景下,专项债发行提速是当前积极财政政策发力的不二选择。二是“有效防范化解地方债务风险”。基于近几年土地出让收入大幅下滑的现状,地方债和城投债到期偿还压力却有增不减,地方政府对债务风险的化解是今年的一大重点。货币政策在“逆周期调节”的基调下,市场对下半年降准预期较强,关键在于时间点:从必要性上来看,三季度MLF到期量增多(特别是9-11月),且届时自3月降准以来新累积的准备金也有一定规模,维护流动性与降成本两方面均有降准诉求;从政策表态上来看,历史上通常国常会与总理讲话提及后2-3天内央行即宣布降准,我们认为国常会及央行的表态可作为下一次降准具体时间的锚点。地产表述“一减一增”,定调变化显著。“一减”是2018年7月以来经济主题的政治局中以来首次在房地产政策表述中未提及“房住不炒”(考虑到12月召开的政治局会议定调较为简略,我们不纳入统计);“一增”是首提“优化房地产政策”,如果结合近期央行发布会中“市场过热阶段出台的政策存在优化空间”来看,或表明限购限售等地产调控政策近期有总体上松绑的可能性。城中村改造≠“棚改2.0”?我们认为本轮城中村改造与2016年棚改从规划性质和体量上均有较大的不同,主要体现为:①仅在超大特大型城市开展;②实施周期长(或需5年以上);③部分城以“留、改”为主,不大拆大建;④土地交易或不参与其中,且货币安置比例可能不高。综上特点可能反映城中村改造的推进对现今房地产的刺激程度有限。

产业政策：平台经济重要性凸显。不同于4月政治局会议，此次会议将产业政策的相关表述后置，但“科技”的含量依然很高：“数字经济”、“先进制造业”、“人工智能”等方面均与今年领导人的调研方向不谋而合。而“平台企业”的相关表述又与本次政治局会议活跃资本市场、提振投资者信心的议题相吻合。不过值得注意的是本次会议特别强调了人工智能的“安全”发展，这可能意味着之后对于AI面临的监管会有所加强。外贸政策方面，稳住存量，提高增量。我们在此前的报告强调过这一观点，今年外贸是稳经济不可或缺的支撑力量，而稳住外贸背后的主线有两条：一是稳住对于欧美等发达经济体的出口，二是继续开拓“一带一路”国家的空间，保障中欧班列稳定畅通，办好第三届“一带一路”国际合作高峰论坛均是重要的举措。风险提示：政策统计不完全；政策定力或刺激程度超预期；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 20230723：“研究提出一批政策”陆续落地，有何侧重与线索？

6月16日国常会“研究提出”的“一批政策”终于在7月政治局会议召开前夕开始加速落地，多部门已陆续出台超二十条涵盖各领域的宏观政策，我们认为其中的侧重点——消费、民企，隐含着即将召开政治局会议与下半年总体政策基调线索。促居民消费、稳民企信心是本轮政策侧重点。我们统计了6月16日国常会至今（7月21日）出台的重要的22条政策，其中近一半落地在消费与民营经济方面，呼应了届时国常会围绕的重点——“着力扩大有效需求、做强做优实体经济”。科技政策的主线逐渐清晰。从年初科技领域机构的顶层设计改革，到近期政策表态多次提及的经济转型，科技企业身上“高质量发展”以及“产业转型”的标签更加突出，预计下半年科技政策将是结合制造业与民企的重要发力点。货币政策偏重精准。近期央行增加定向再贷款额度以及发改委建立投贷联动合作机制明显针对解决上半年信贷发力前置以及潜在的流动性淤积问题，更关注向实体经济的传导效率。地产政策重在预期。考虑到今年以来地产数据的持续回落，相比之下本轮地产政策上刺激谈不上多。其中金融支持地产政策的延期更多的或是体现防风险的诉求；周五国常会进一步落实城中村改造，我们认为从规模和体量上来看难以和2016年棚改相提并论。但市场对地产需求端刺激的预期不断走强，特别是7月14日央行发布会提及“存量房贷利率自主协商”“市场过热阶段陆续出台的政策存在边际优化空间”之后，地产方面的表态或是7月政治局会议的关注点。相比去年两次的政策集中出台，本轮一揽子政策重点更关注民营企业，这也是恢复民间生产力和重振青年就业的关键。值得一提的是，民间投资相对增速的底部企稳往往预示着经济的底部可能不久之后就会出现。在此背景下，我们认为7月政治局会议将延续适度宽松基调，扩大内需、民企信心以及科技企业推动的经济转型或是后续一段时间的政策主线。本周高频数据显示，地产销售整体仍疲软，三线城市有回暖迹象；汽车销量月中强劲；工业生产节奏基本保持平稳；建筑业生产节奏稳中有升；食品价格继续走弱，国内工业品价格回升。风险提示：政策统计不完全；政策定力或刺激程度超预期；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）

### 宏观点评 20230723：美国房地产：软着陆到底是不是伪命题？

这周美国地产的部分数据似乎有点“熄火”，市场不禁要问地产回暖到

底是真还是假？5月美国楼市一系列指标的回暖似乎让美国经济“软着陆”有迹可循。然而本月新屋开工数及营建许可的不及预期（6月新屋开工环比下降8%、营建许可下跌4%），似乎再次给美国地产是否真的企稳、今年美国衰退的警报是否解除画上问号。我们在之前的报告中提出，如果住宅投资在加息周期尚未结束时提前转正，美国陷入衰退则会变得“不容易”。我们依旧认为这将成为今年年内的基准情形，但是特殊之处在于本轮美国楼市的反弹主因在“弱供给”而非“强需求”。其实从季度的角度来看，二季度数据并不差。对于单月不及预期的数据不必过于担忧。纵向看经过2022年的大幅调整，2023年第二季度，无论是发放的新屋许可证数量还是开工量（经过季调后的数据）均为去年以来首次转正（图2）。这意味着房地产市场的反弹整体向好。从供给端看，低库存和供应链改善是开发商乐观的主要源头。根据之前的报告，我们提出“弱供给”是当前房产乐观的主要理由。因为从历史上看，4次房价崩溃的相似之处都是加息周期中累积了过量的库存（图3-4）。而当前处于历史低位的地产库存，让地产商对于未来销售的信心明显反弹：NAHB开发商乐观指数反弹已持续7个月，连续2个月回到50上方（图5-6），此外供应链持续改善、建材大幅价格下降，也让地产商有更多的腾挪空间（图7）。不过从需求端看，房价及利率的“双高”抑制美国居民购房需求。“史诗级”加息后，由图8-9可以看出，居民对“房价高”、“利率高”的抱怨是过去4次衰退前的最高水平。这反映出的结果是负担能力难以与之匹配，申请抵押贷款的人数接近10年以来的最低点（图10-11）。有房者“安于现状”导致现房供给“稀缺”。已经锁定了低抵押贷款利率（3-4%）的美国居民，在当前7%的更高利率水平下，除非迫不得已，不然极不可能出售现房转而购买新房。所以在当前环境下，现房业主并不乐于换房，致使房屋空置率处于历史最低水平。因此市场呈现出，待售二手房库存稀缺、销售低迷的情况（图12-13）。新屋销售向好，但整体房屋销售仅是企稳，尚未出现明显反弹。在二手房库存短缺的情况下，刚需性购房者不得不购买新房。因此4-5月新屋销售同涨12.2%，实则是购房者无奈之举的结果（图14）。综合而言，供给不足是美国地产当前的主要矛盾。集中体现为美国主要城市的房价开始企稳，成屋价格稳步抬升（图15-16），从历史规律来看，这意味着今年底或者明年年初房租可能再次成为CPI持续下行的重要阻碍。政策含义：不影响今年加息，但影响明年转向。一方面，地产相关需求的反弹受高利率的限制依旧明显；另一方面，在6月整体通胀显著下台阶后，倘若楼市供不应求的现状持续，房价的后续上涨无疑会增加通胀压力。在此基础上，美联储或将强化“higher for longer”的必要性——这也许不会改变今年年内的加息节奏，但是会让明年美联储降息的节奏和预期更加纠结。风险提示：地产超预期反弹导致美联储紧缩程度高于市场预期；美联储超预期紧缩导致美国金融体系再次出现危机。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

## 固收金工

### 固收深度报告 20230724：转债行业图谱系列（十二）—食品饮料行业可转债梳理（下）

观点 伊力转债—“股性”特征明显的“暮年”标的：伊力转债的转债价格在上市一年内相对平稳，后受益于股价上涨而波动上升。截至2023年7月20日，伊力转债的转股溢价率为26.70%，纯债溢价率为

85.68%，为“偏股性”标的，转债价格与正股关联性强。展望2023年，白酒行业韧性十足，公司基本面持续向好，同时排除疫情的短期扰动因素，公司有望实现2023年低基数反弹，实现稳健增长。华统转债—业绩承压的“股性”标的：华统转债的价格前期相对平稳，2022年开始出现大幅上涨，在2022H1回落，随后迅速攀升至最高点，转债价格近300元，在年末回落至200元左右后进入小幅波动状态。截至2023年7月20日，华统转债的转股溢价率为6.67%，纯债溢价率为111.25%，为“偏股性”标的。展望2023年，华统股份生殖板块在量和价上都维持在行业前列，但是今年以来生猪价格低迷，高出栏量导致公司业绩承压，等待后续修复。龙大转债—由养殖屠宰逐步向预制菜发力标的：龙大转债的价格上市初期波动较大，两年后开始平稳下滑。截至2023年7月20日，龙大转债的转股溢价率为35.20%，纯债溢价率为11.10%，为“偏债性”标的。展望2023年，预制菜高增可期，但是猪肉价格低迷，而且公司屠宰和养殖业务占比达到80%左右，短期内基本面修复的难度较大。龙大转债转股溢价率不高，转债价格和股价关联度较大，因此上行空间有限。百润转债—预调酒赛道的龙头标的：百润转债的价格上市前期呈下降趋势，在2022年5月后进入平稳阶段，在108-120元之间波动。截至2023年7月20日，百润转债的转股溢价率为66.18%，纯债溢价率为22.90%，为“偏债性”标的。展望2023年，大单品强爽热度延续，并带动微醺清爽发力，公司业绩有望得到进一步提升。转股溢价率虽处于历史低点，但仍保持在60%以上的水平，正股上行或难以带动转债价格相应提升，若关注预调酒赛道，推荐购买正股。后市展望：伊力转债和百润转债表现或占优。从属性来看，伊力转债和华统转债为“偏股型”，龙大转债和百润转债为“偏债型”。伊力转债和龙大转债有望受益于正股价格上涨，华统转债弹性最大。条款博弈方面，伊力转债和华统转债持续达到强赎要求，但均连续发布不提前强赎公告，目前处于递延强赎期间。我们认为锁定期后，两家公司仍会维持递延强赎。伊力转债已进入回售期，72.21%已转股，公司倾向于等待投资者自然转股。华统转债2023Q2业绩承压，贸然强赎会增加资金压力。因此两家公司强赎风险可控。龙大转债于2023年7月6日公布不下修公告，且暂无回售压力，可等待正股回升。百润转债虽在下修线以下运行，我们认为公司更倾向于正股带动转债价格上涨。同时公司财务压力小，公司财务费用率以及转债目前计息周期内的票面利率均不高。对于景气度排序，华统股份和龙大美食均可能因猪肉价格下降而周期性承压，伊力转债>百润转债，从业绩方面我们可以看出，百润股份在2023Q1扭亏为盈，实现了大幅增长，伊力特同样扭亏为盈，但增幅小于百润。公司主营业务的前景方面，百润产品策略延续，强爽大单品销量爆发，拉动清爽、微醺增长。同时烈酒有望成为第二增长曲线；伊力特作为新疆龙头白酒品牌，有望享受新疆经济发展和文旅消费的红利，内部多方面改革发展，疆内疆外布局新市场。从机构持仓占比来看，龙大转债≈华统转债≈伊力转债>百润转债。从持仓变化来看，伊力转债和华统转债关注度增加，尤其是伊力转债，较去年四季度环比上升100.83%。龙大转债和百润转债略有下降。风险提示：强赎风险，正股波动风险，转股溢价率主动压缩风险。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐沐阳)

## 行业

房地产行业点评报告：重视边际表述变化，调控政策有望迎优化

**投资要点** 事件：7月24日，中共中央政治局召开会议，其中涉及房地产行业的相关表述为：要切实防范化解重点领域风险，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产。要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。要加强金融监管，稳步推动高风险中小金融机构改革化险。“房住不炒”取得阶段性成果，供求关系发生重大变化。本次会议对房地产的相关表述中并未出现“房住不炒”，是自2018年来年中政治局会议首次出现这种情况，此外首次出现了“房地产市场供求关系发生重大变化”的表述。有别于市场观点，我们认为这并非是放弃“房住不炒”总方针，而是经过多年调控，“房住不炒”已取得阶段性成果——即“房地产市场供求关系发生重大变化”。因此，此次会议中的两处重大表述变化，既是对当前市场格局的清醒认识，也是对过去调控成果的肯定，具有非常重要的信号意义，值得重视。适应变化新形势，政策存调整优化空间。会议中明确提出“适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱”，这与7月14日央行官员的相关表述是一脉相承的。我们认为相关表述释放了非常明确、积极的信号，基于当前各城市的政策现状，我们判断三季度核心一二线城市有望迎来新一轮政策优化调整，具体方向可能包括：限购的取消、房贷利率的进一步调降、首付比例的进一步下调、认房认贷标准的调整、公积金政策进一步放松等。短期防范化解风险，长期向发展新模式转变。会议文件提到，当前需要防范化解债务风险。我们认为，地方债务风险化解离不开房地产市场的企稳，抓紧落实“金融十六条”等前期政策的落地有助于市场主体的恢复，并带动行业回到良性发展轨道。另外，会议文件再次强调“加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造”，是从长期维度上给行业发展指明方向，着眼于民生托底的保障性住房和城中村改造未来将获更多政策支持。

**投资建议：**当前地产板块处于三重底部——估值底部、市场信心底部、机构配置底部，同时行业基本面仍处于持续探底过程。我们认为，此次政治局的相关表述将有效提振行业信心，信心的修复将带动行业经历一轮显著的估值修复，行业首先有望迎来一轮普涨行情，而后的分化行情中在本轮调整中城市布局更优、投资更为积极、销售逆势增长的公司将获得进一步的上涨空间，我们推荐：保利发展、招商蛇口、越秀地产、华发股份、滨江集团，建议关注中国海外发展、保利置业集团。

**风险提示：**房地产调控政策放宽不及预期；行业下行持续，销售不及预期；行业信用风险持续蔓延，流动性恶化超预期。

（证券分析师：房诚琦 证券分析师：肖畅 证券分析师：白学松）

### **建筑材料行业深度报告：居住产业链2023Q2获公募基金减仓，建材板块减仓幅度较大**

**投资要点** 我们筛选了170支居住产业链A股（其中地产行业55支、建筑行业59支、建材行业56支）作为样本标的，并将其进一步细分为3大类10个二级行业（基建地产前周期：房地产开发、设计咨询、基建房建、水泥；基建地产后周期：玻璃玻纤、装修、装修建材、房地产服务；其他：其他材料、专业工程），进行2022年四季度产业链行情回顾和公募基金重仓持股分析。在进行二级行业分析、个股持仓分析时，我们同时加入了家居子行业（19支）与厨电子行业（11支）进行对比。产业链行情回顾：2023Q2建筑板块收益率跑赢市场：本



季度（2023年二季度，下同）居住产业链收益率略跑输市场，其中建材板块表现最弱，建筑板块均跑赢市场。本季度居住产业链全部样本流通股本加权平均涨跌幅为-5.95%，相对全部A股的超额收益为-2.41%。其中房地产、建筑、建材流通市值加权平均涨跌幅分别为-4.71%、-0.93%、-10.67%，相对全部A股的超额收益分别为-1.17%、+2.61%、-7.12%。2023年7月1日-7月21日，居住产业链收益率跑赢市场，其中房地产、建筑、建材板块跑赢市场，房地产板块表现最优。

**行业持仓：**我们选取了股票型基金中的普通股票型基金（剔除被动指数型基金和指数增强型基金）、混合型基金中的偏股混合型、平衡混合型和灵活配置型基金作为样本基金。

（1）居住产业链减仓，超配比例略低于历史中枢：本季度全部A股中居住产业链（申万新分类下地产、建筑、建材行业）基金重仓持股市值占A股比为3.02%（近10年百分比排位5%），环比上一季度-0.36pct，超配比例-2.06%（近10年百分比排位49%），环比上一季度-0.15pct。

（2）建材行业减仓幅度较大，超配比例低于历史中枢：申万新分类下地产、建筑、建材行业本季度基金重仓持股市值占A股比分别为1.47%、0.86%、0.70%（近10年百分比排位分别为3%、49%、18%），环比上一季度分别-0.14pct、-0.01pct、-0.19pct；地产、建筑和建材行业超配比例分别为-0.46%、-1.38%、-0.22%（近10年百分比排位分别为51%、69%、28%），环比上一季度分别持平、-0.05pct、-0.10pct，建筑、建材行业低配比例均有所扩大。

（3）自主划分的二级行业中，装修、装修建材、水泥加仓幅度最大，房地产开发减仓较多，基建房建、专业工程、装修重仓持股市值占流通盘比位于历史较高水平，玻璃玻纤、设计咨询、装修建材位于历史较低水平：基金重仓持股市值占流通盘比环比上一季度增加最多的三个子行业分别为装修（+1.44pct）、装修建材（+0.12pct）、水泥（+0.06pct），减少最多的三个子板块分别为其他材料（-3.86pct）、房地产服务（-0.72pct）、房地产开发（-0.41pct）；基金重仓持股市值占流通盘比近10年百分比排位最高的三个子板块分别为基建房建（82%）、专业工程（79%）、装修（76.9%），近10年百分比排位最低的三个子板块分别为玻璃玻纤（15.3%）、设计咨询（26%）、装修建材（26%）。

（4）进一步在二级子板块的分析中加入家居、厨电板块：家居板块本季度基金重仓持股市值占流通盘比为2.41%，环比上一季度-0.55pct；厨电板块本季度基金重仓持股市值占流通盘比为1.32%，环比上一季度+0.19pct。家居、厨电板块本季度重仓持股市值占流通盘比位于近10年的百分比排名分别为15%、10%，家居、厨电板块位于较低位置，且相对于居住产业链其他子行业也处于较低水平。

**个股持仓：**（1）个股持仓市值：本季度居住产业链公募基金重仓持仓总市值前五的股票依次是保利发展（132.8亿元）、招商蛇口（66.6亿元）、中国建筑（52.8亿元）、东方雨虹（50.0亿元）和万科A（31.6亿元）。房地产行业前五的股票分别为保利发展（132.8亿元）、招商蛇口（66.6亿元）、万科A（31.6亿元）、华发股份（19.9亿元）和滨江集团（16.1亿元），建筑行业前五的股票分别为中国建筑（52.8亿元）、鸿路钢构（25.3亿元）、中国中铁（19.3亿元）、森特股份（6.8亿元）和中国铁建（5.9亿元），建材行业前五的股票分别为东方雨虹（50.0亿元）、海螺水泥（16.9亿元）、伟星新材（14.7亿元）、坚朗五金（12.1亿元）和三棵树（12.1亿元）。进一步加入家居、厨电板块的重点个股进行对比，家居重点个股中，基金重仓持仓总市值前五的股票分别为欧派家居（18.8亿元）、顾家家居（14.1亿元）、志邦家居（14.1亿元）、索菲亚（2.8亿元）和金牌厨柜（1.9亿元），厨电重点个股中，基金重仓持仓总市值前五的股票分别为苏泊尔（8.2亿

元)、华帝股份(3.6亿元)、老板电器(2.6亿元)、新宝股份(1.4亿元)和小熊电器(1.3亿元)。(2)个股持仓变动:按基金重仓持股占流通盘比计算,环比上一季度加仓幅度前五名依次为坚朗五金(+3.41pct)、瑞尔特(+1.54pct)、城建发展(+1.40pct)、祁连山(+1.18pct)和苏文电能(+1.10pct);减仓幅度前五名依次为志特新材(-11.40pct)、震安科技(-6.52pct)、鲁阳节能(-6.45pct)、新大正(-2.98pct)和华发股份(-1.81pct)。进一步加入家居、厨电板块的重点个股进行对比,家居重点个股中,环比上一季度加仓幅度前三名依次为索菲亚(+0.27pct)、奥普家居(+0.20pct)、好太太(+0.14pct),厨电重点个股中,环比上一季度加仓幅度前三名依次为华帝股份(+3.40pct)、新宝股份(+0.80pct)、苏泊尔(+0.24pct)。风险提示:地产信用风险失控、政策定力超预期、数据统计存在允许范围内偏差的可能。

(证券分析师:黄诗涛 证券分析师:房大磊

证券分析师:石峰源 证券分析师:任婕 研究助理:杨晓曦)

**电力设备行业点评报告:2023Q2基金持仓深度:电新重仓 Q2 总体下降,电动车&锂电中游上升,光伏、工控、电网均下降,风电和储能小降——基于 10758 支基金 2023 年二季报的前十大持仓的定量分析**

**投资要点** 新能源汽车:2023Q2 总体持仓环比上升,上游锂矿小幅下降,中游明显上升,整车&核心零部件小幅上升 新能源汽车板块总体 Q2 持仓占总市值比重为 5.89%,环比上升 0.44pct。2022Q1-2023Q2 持仓比例分别为 8.60%、8.28%、6.62%、6.26%、5.45%、5.89%。1) 上游锂矿 Q2 整体持仓环比下降至 4.47%; 2) 中游板块持仓环比整体上升至 8.48%,电池、隔膜、电解液、铜箔、铝箔、结构件、负极持仓略微上升,正极、添加剂持仓略微下降; 3) 整车、核心零部件 Q2 环比小幅上升,充电桩环比小幅下降; 4) 新技术板块 Q2 环比下降至 1.63%,钠离子电池持仓环比下降,复合集流体略微上升,固态电池持平。 新能源:光伏、风电、核电均下降 光伏板块 Q2 持仓占总市值比重下降至 6.12% (环比-0.64pct), 2022Q2-2023Q2 持仓比例分别 9.73%/7.91%/7.29%/6.76%/6.12%。电池新技术、逆变器持仓有所上升,硅片、硅料、一体化组件、辅材持仓有所下降。1)硅片环节环降 3.05pct; 2)硅料环节环降 0.31pct; 3)电池新技术标的环升 2.13pct; 4)一体化组件环降 1.99pct; 5)逆变器环节环升 0.43pct; 6)辅材环节:玻璃、支架、金刚线、银浆持仓有所上升,胶膜、EPC、设备、石英坩埚持仓有所下降。其中胶膜环节环降 1.14pct; 玻璃环节环升 0.95pct; 支架环节环升 0.92pct; EPC 环节环降 0.30pct; 设备环节环降 0.16pct; 金刚线环节环升 1.07pct; 银浆环节环升 0.55pct; 石英坩埚环节环降 0.54pct; 7)其他辅材环升 2.84pct。 风电板块 Q2 持仓占总市值比重下降至 2.53% (环比-0.02pct), 2022Q2-2023Q2 分别 3.97%、6.35%、3.80%、2.55%、2.53%。1)整机环节环比上升 0.21pct; 2)塔筒&海桩环节环比下降 0.46pct; 3)海缆环节环比下降 0.13pct; 4)铸锻件环节环比下降 0.56pct; 5)轴承、滚子环节环比上升 0.50pct; 6)叶片及材料环比下降 0.28pct; 7)其他环节环比上升 0.86pct。 核电板块 Q2 持仓占比下降至 1.82% (-0.25pct), 2022Q2-2023Q2 持仓比例分别为 1.83%、2.13%、2.49%、2.07%、1.82%。 工控&电力设备:除二次设备外,其他环节均下降 工控&电力电子板块 Q2 持仓占总市值比重为 5.98%,下降 0.50pct。2022Q2-2023Q2 持仓比例分别为 3.75%、5.37%、6.64%、6.47%、5.98%。 电力设备板块 Q2 持仓占总市值比重为 1.67%,下降 0.65pct。2022Q2-2023Q2 持仓比例分别为 2.59%、2.75%、2.04%、2.32%、1.67%。 储能:2023Q2 除储能电池和 PCS

环节外，其他环节均小幅下降 储能板块总体 Q2 持仓占总市值比重为 8.16%，环降 0.03pct。2022Q2-2023Q2 持仓比例分别为 11.64%、9.56%、9.50%、8.19%、8.16%。1) 储能电池环升至 8.44%，PCS 环升至 11.94%；3) 温控/消防环降至 0.18%；4) 集成/EPC/运营环降至 6.32%；5) 新型储能、便携式储能环比小幅下降。风险提示：股市波动风险，宏观经济波动风险，政策变动风险。本报告仅对基金二季报客观数据分析点评，所涉及股票、行业不构成投资建议。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕  
证券分析师：陈瑶)

## 推荐个股及其他点评

### 达达集团 (DADA): 23Q2 业绩前瞻：预计业绩符合预期，全年仍有望盈亏平衡

**投资要点** 我们预计 23Q2 公司实现总营收 28 亿，同比增长 22%，其中达达快送、京东到家营收分别实现 9.7 亿 (yoy+19%)、18.2 亿 (yoy+24%)；经调净利润口径实现扭亏为盈，同比环比明显改善。京东到家：618 大促表现亮眼，Q2 高基数效应下预计仍保持较快增长。在 618 大促期间，京东到家联合线下超 38 万家实体门店为消费者带来即时零售体验，合作门店数同比增长 80%，家电、电脑、美妆、运动户外、酒等多品类 GMV 均有三位数以上增长，即时零售平台展现较强的增长趋势。根据“达达集团黑板报”6月30日数据，京东到家已合作超 38 万家全品类实体门店，23 年新增上线门店已超 13 万家，其中 Q2 与专业内衣品牌都市丽人、潮玩零售商 TOPTOY、区域连锁超市丹尼斯、家居家纺零售品牌富安娜等多个品牌达成合作。我们预计京东到家在 22Q2 高基数效应下仍能保持较快增长，23Q2GMV 同比增长 23%，收入同比增长 24%至 18 亿元，货币化率略微提升；直接利润率环比提升 50bps 至 1.8%，主要受益于规模扩大、补贴率以及骑手成本占比下降。达达快送：收入预计符合预期，盈利能力提升。受益于即时零售行业红利，达达快送同城配业务有望继续保持较快增长。618 期间达达快送配送总单量突破 1.5 亿，其中连锁商家/商超/茶饮配送单量同比增长 53%/42%/104%。考虑到 23Q2 最后一公里业务同比明显修复，同城配业务保持较快增长、以及骑手招工环境有利，我们预计 23Q2 达达快送业务实现收入 9.7 亿元 (yoy+19%)，单均毛利环比同比均有所改善。Q3 增长/盈利略微承压，但不改全年盈亏平衡节奏。考虑到上半年品牌主整体广告投放略低预期，加上暑假线下消费更加旺盛，我们预计 23Q3 京东到家 GMV 和收入增长略微承压，或继续维持 Q2 微利状态，Q4 进入真正的利润释放阶段。但随着用户客单价提升（扩品类驱动）以及补贴率逐步收窄，公司全年扭亏为盈目标仍有望实现。盈利预测与投资评级：公司整体盈亏平衡目标依然有望实现，但考虑到 Q3 增长承压，我们将公司 23-25 年经调整归母净利润从 1.03/8.32/9.75 亿元下调至 0.21/7.72/9.26 亿元，对应 PE 480/13/11 倍，维持“买入”评级（人民币兑美元汇率取 2023/7/24 数据 1 美元=7.1875 人民币）风险提示：消费恢复不及预期，盈利不及预期，用户增长不及预期

(证券分析师：张良卫 研究助理：郭若娜)

### 焦点科技 (002315): 2023Q2 业绩快报点评：营收受副业收缩拖累增速，2023Q2 利润大超预期

**投资要点** 公司 2023Q2 实现营收 3.93 亿元，同比增长 3.55%，环比增长 13.58%；实现归母净利润 1.41 亿元，同比增长 38.26%，环比增

长 190.50%；实现扣非归母净利润 1.40 亿元，同比增长 40.00%，环比增长 201.45%。 Q2 增速环比开始向上增长，副业收缩拖累整体营收增速：公司营收主要受益于中国制造网的收入增速所驱动，我们预计中国制造网业务上半年保持接近两位数增长。保险和跨境业务则拖累了整体业绩的表现，1) 公司过往为了提升保险业务收入质量，主动剔除了保险方面的渠道业务，实现了完全自营，在调整过程中的业务收缩产生了一定的拖累。2) 跨境业务中美国市场跨境业务处于持续去库存状态，收入端体现为收入下滑。预计今年两项业务业绩亏损将收缩，对利润端起到有效改善。我们建议更加关注后期二季报披露的现金收入增速，更具备参考性，营收增速有一定的滞后效应。 未来卖家侧的收费 arpu 天花板可达十几万，卖家付费商户数上还有广阔的提升空间：一方面是帮助用户节省人员，从节省的成本中扣除一部分作为收费；第二是业务的延伸，比如智能营销拓客、AI 培训、数智大脑等，卖家侧产品收费的上限是帮客户节省的人员成本和帮助它营销等这两块加起来的和；此外 AI 产品将成为公司对外营销的拳头产品，对许多内贸转外贸的企业而言具备很大的吸引力，公司目前付费商户数未来有较大的提升空间。 未来买家侧的产品将陆续发布，将成为新的商业模式突破：今年的一个战略方向就是对买方的付费模式探索。买方的付费增值服务，如购买报告、数据服务、验货服务等，考虑小额付费订阅成为会员，类似于河马生鲜、山姆的小额年费制，能增加用户与平台的粘性，提高用户的回访和再访可能性。 盈利预测与投资评级：我们维持此前的预测，预计公司 2023-2025 年营收分别为 17.90/21.63/25.97 亿元，归母净利润分别为 3.91/5.01/6.35 亿元，现价对应 PE 为 28.38/22.15/17.46 倍。我们认为公司是被低估的数字经济平台龙头，有望受益于“科技赋能+SaaS 模式+政策利好”三大优势，迎来加速增长，维持“买入”评级。 风险提示：海外出口需求不及预期，新技术接入效果不及预期。

(证券分析师：张良卫 证券分析师：张家琦  
研究助理：王世杰)

## 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>