

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-07-27

宏观策略

2023年07月27日

宏观点评 20230726: 又加息了! 重启还是收尾?

7月以来一系列经济数据均有所疲软,但各项依旧偏紧的数字还是让美股、美债充分定价了7月加息的25bp。美联储大概率在7月议息会议上重新打开加息的大门,也验证了我们在此前报告中提出的“5月歇手并不意味着就此收手”这一观点。那么既然如此,现在的关键是未来怎么变?通过本次会议,我们认为要点主要有三个:一是通胀放缓有进步,未来持续存担忧。本次会议将承认通胀有所放缓,但对于保留“通胀依旧高企”的表述也传达出美联储对未来通胀风险难言解除的担忧。因此本次会议对此措辞格外谨慎,避免过早地表露出停止加息的意愿与释放任何“鸽派”信号。

晨会编辑 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

固收金工

固收深度报告 20230726: 城投挖之掘金江苏系列(四): 走进溧阳存续 AA 级城投债发行主体

针对溧阳市存续 AA 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,推荐投资者关注江苏天目湖(集团)有限公司。

固收深度报告 20230726: “金债捞”系列报告——2023 年上半年可转债市场复盘

金债组合表现: 除 3 月十大金债表现承压外, 4、5、6 月金债组合表现较优, 均较中证转债指数实现超额收益。其中 5 月金债组合表现最优, 截至 2023/06/30 累计涨幅为 5.50%。

固收点评 20230726: 转债追踪系列: 2023Q2 基金持仓及表现

公募基金持仓可转债市值规模刷新历史: 2023Q2 公募基金持仓转债市值超 3000 亿元, 2023Q2 持仓市值环比增长 7.01%, 同比增长 14.04%。不同风格基金结构分化, 一级债基、二级债基和转债基金增量配置转债; 二级债基持仓转债市值规模与转债仓位齐升, 主要类型基金转债仓位下降; 行业配置方面: 电力设备、汽车、银行、基础化工、电子获增配, 交通运输、非银金融遭减持。

固收点评 20230726: 利空利多信号齐发, 利率后续走势如何? —利率走势逻辑分析系列五

本次政治局会议释放了较强的稳增长信号, 其中地产政策表述转向明显, 超出市场预期。但另一方面, 宽松货币政策延续, 后续债市走向取决于政策落地后经济修复的力度与强度, 长期来看利率走熊概率不高。

行业

双碳环保日报: 生态环境部就《关于进一步优化环境影响评价工作的通知》征求意见

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。

通用设备行业点评报告：稳增长预期&内外需改善背景下，建议关注通用自动化板块性机会

稳增长预期&内外需改善背景下，建议关注通用自动化板块性机会

双碳环保日报：国家发改委等部门支持适宜地区环卫、园林等公共领域新增或更新车辆采购新能源汽车

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。

推荐个股及其他点评

联创光电 (600363)：2023 年中报点评：激光业务稳定增长，超导业务多领域布局打开长期成长空间

投资收益增速放缓，主业盈利坚挺保障 23H1 业绩符合市场预期：2023 年上半年公司实现营收 16.6 亿元，同比下降 25%，实现归母净利润 2.1 亿元，同比增长 20%；Q2 单季实现营收 8.7 亿元，同比下降 12%，环比增长 10%，实现归母净利润 1.2 亿元，同比增长 4%，环比增长 28%。23H1 公司核心利润来源参股子公司宏发电声归母净利润增速放缓，23H1 利润同比增速下降 15 个百分点至 10%；23H1 公司核心主业业绩实现稳定增长：1) 激光系列产品营收 1.2 亿元，同比增长 14%，净利润 3170 万元，同比增长 34%。2) 智能控制器业务实现营收 10.0 亿元，同比微降 3%，归母净利润 0.6 亿元，同比减少 10%，主要系公司调整智能控制器产品结构同时计提新厂房折旧所致。3) 高温超导感应加热设备当前在手订单超 60 台，报告期内已经交付 6 台。高温超导磁体技术全球领先，多领域布局打开长期成长空间：高温超导产业是公司未来重点聚焦发展方向，当前超导业务布局已经从感应加热设备拓展至晶硅生长炉等领域。高温超导感应加热设备目前已经实现市场 0-1 突破，当前公司在手订单超 60 台，报告期内已经交付 6 台，1-N 市场拓展逐现成效；新领域布局方面，公司持续开拓高温超导磁体新应用场景，当前已经与硅单晶生长炉设备厂商合作，加速研发光伏及半导体级磁控硅单晶生长炉用高温超导磁体，有望进一步打开数百亿级市场空间，构筑公司业绩新增长极。激光产业盈利增长稳健，智能控制器业务持续优化产品结构：公司持续加大更高性能产品研发，成功研发出更轻巧、更高电光效率和亮度的器件产品，已批量生产贡献营收。当前公司泵浦源、激光器等产品订单饱满，产能处于满负荷生产状态，同时正有序扩充产能，助力营收稳健增长；智能控制器产品重点布局汽车电子与工控领域，同时不断提升高端光耦产品生产能力，产品结构优化初见成效，23H1 毛利率同比提升 3.2 个百分点至 19%。盈利预测与投资评级：我们下调对公司的盈利预测，预计公司 23-25 年归母净利润分别为 4.5/6.2/7.7 亿元（23/24 前次预测值为 4.78/6.75/8.81 亿元），对应 23-25 年 PE 分别为 35/27/21 倍，维持“买入”评级。风险提示：高温超导业务产能扩产不及预期；高温超导业务在新领域应用超导磁体产品研发不及预期；背光源及线缆业务剥离不及预期

芒果超媒 (300413): 事件点评: 收购金鹰卡通全部股权, 布局青少儿内容与 IP

事件: 芒果超媒拟 8.35 亿元现金收购公司控股股东芒果传媒持有的金鹰卡通公司 100% 股权。交易完成后, 金鹰卡通公司将成为芒果超媒全资子公司, 纳入合并报表范围。芒果传媒承诺, 金鹰卡通公司 2023-2025 年净利润分别不低于 4,625.38 万元、5,414.25 万元、5,969.47 万元。投资建议: 考虑到业务整合和商业化拓展仍需时间, 我们预计此次收购对财报的影响将在中长期维度逐步体现, 我们将公司 2023-2025 年 EPS 从 1.25/1.43/1.62 元调整至 1.29/1.56/1.76 元, 当前股价对应 2023-2025 年 PE 为 27/22/20 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 政策风险, 疫情影响超预期, 节目上线不及预期。

华住集团-S (01179.HK): RevPar 恢复超预期, 业绩有望进一步提升

盈利预测与投资评级: 华住集团作为酒店行业龙头, 品牌、流量、技术打造竞争壁垒, 管理文化赋能业务发展, 在疫情期间逆势扩张, 市场格局显著向好。由于公司 Q2 国内 RevPar 恢复程度超预期, 且国内暑期旺季有望带动公司 Q3 进一步兑现业绩, 上调华住集团盈利预测, 2023-2025 年归母净利润分别为 35.1/39.0/46.0 亿元 (前值为 33.3/38.0/45.7 亿元), 对应 PE 估值为 32/29/24 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 行业竞争加剧, 门店增长不及预期等

再升科技 (603601): 强强联合, 加速滤材跨行业布局 and 全球化拓展

公司是我国过滤材料细分领域龙头, 深耕玻纤过滤材料等核心产品, 形成干净空气和高效节能两大业务板块。中期来看, 公司经营底部向上, 干净空气材料受益于半导体洁净室需求拉动, 建筑保温等新产品逐步进入放量期。虽然出售悠远股权后, 公司过滤设备收入体量受影响, 但与曼胡默尔集团达成战略合作有望加速核心材料向新能源汽车等领域延伸和放量, 以及中长期跨行业 and 全球化布局的进程, 公司有望开启新一轮快速成长期。基于 2022 年实际经营情况的影响, 暂假设交易于 2023 年末完成交割, 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.05 亿元/2.61 亿元/3.36 亿元, 7 月 25 日收盘价对应市盈率分别为 22/17/14 倍, 维持“增持”评级。风险提示: 交易进展不及预期、新产品新领域拓展不及预期、洁净室需求增长不及预期的风险。

美团-W (03690.HK): 23Q2 业绩前瞻: 到店竞争策略显效, 利润预计好于预期

本季度公司在到店酒旅业务正式展开攻势, 份额有所修复, 我们预计 Q2 本地核心商业实现收入 504 亿元 (yoy+37%), 贡献运营利润 101 亿元 (yoy+23%), 新业务实现收入 168 亿元 (yoy+19%), 运营亏损 52 亿元 (同比收窄 24%)。我们预计总收入实现 672 亿元 (yoy+32%), 运营利润实现 44 亿元, 好于彭博一致预期。公司在本地生活领域表现好于预期, 但考虑到竞争在下半年仍有不确定性, 我们维持公司 23-25 年经调整 EPS 为 3.8/7.6/11.9 元的预测, 对应 PE 31/16/12 倍, 维持“买入”评级

宁德时代 (300750): 2023 年中报点评: 海外份额提升出货量略超预期, 盈利逆势坚挺

盈利预测与投资评级: 考虑到公司海外市占率持续提升, 我们上调公司 23-25 年归母净利润预测 469/632/857 亿元 (原预测: 464/632/855 亿元), 同增 52.5%/34.9%/35.5%, 对应 21x/16x/12x, 基于公司全球电池龙头地位, 给予 23 年 35x, 目标价 373.1 元, 维持“买入”评级。风险提示:

电动车销量不及预期、原材料价格波动、竞争加剧超预期。

天合光能 (688599): 2023 年中报业绩预告点评: 23Q2 组件出货稳增长, 盈利坚挺

盈利预测与投资建议: 基于光伏需求旺盛, 我们维持 2023-2025 年盈利预测, 我们维持 2023 年归属于母公司净利润为 75/95/116 亿元, 同增 103%/28%/22%, 基于公司光伏组件龙头地位, 我们给予公司 2023 年 16 倍 PE, 对应目标价 54.9 元, 维持“买入”评级。 风险提示: 竞争加剧, 政策不及预期等。

东威科技 (688700): 2023 年半年报点评: 费用前置影响业绩表现, 看好后续复合铜箔设备放量

公司作为龙头设备商有望受益于复合铜箔产业化, 考虑到设备验收进度, 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.0 (原值 3.9, 下调 23%) /5.0 (原值 5.7, 下调 12%) /7.5 亿元, 当前股价对应动态 PE 为 54/33/22 倍, 维持“增持”评级。

宏观策略

宏观点评 20230726: 又加息了! 重启还是收尾?

7月以来一系列经济数据均有所疲软,但各项依旧偏紧的数字还是让美股、美债充分定价了7月加息的25bp。美联储大概率在7月议息会议上重新打开加息的大门,也验证了我们在此前报告中提出的“5月歇手并不意味着就此收手”这一观点。那么既然如此,现在的关键是未来怎么变?通过本次会议,我们认为要点主要有三个:一是通胀放缓有进步,未来持续存担忧。本次会议将承认通胀有所放缓,但对于保留“通胀依旧高企”的表述也传达出美联储对未来通胀风险难言解除的担忧。因此本次会议对此措辞格外谨慎,避免过早地表露出停止加息的意愿与释放任何“鸽派”信号。二是对年内再加一次的可能性仍留有余地。虽然市场定价本次或是美联储的最后一加,但对于美联储来说一方面考虑到通胀及就业的放缓确实是让抗通胀的压力有所减弱,但另一方面美国房产回暖及消费者信心的大幅回升又加大经济的企稳的概率(图1)。倘若下次会议前没有幅度更大、范围更广的疲软数据,那么进一步加息将成为可能。三是即便再加,节奏也将放缓。随着货币紧缩的效应开始显现,部分经济数据已经开始疲软。会议上鲍威尔将表示有“耐心”用持续走软的数据换回美联储的“信心”,未来在应对上则可以变得更加“从容”。接下来可能切换到每次一“跳”,一次25bp的节奏上来。由此可见,与历史上美联储恢复加息的情况来看,本次与其说是“重启”不如说是“收尾”(图2)。那么既然7月有可能是“最后一加”也有可能“再来一次”,主要资产对于“收尾”将会是如何定价的呢?美元:“最后的狂欢”。通过复盘历史3次倒数第二次加息的情况,美元都出现了不同程度的上涨。加息仍未结束,稳定偏强的基本面是支撑美元上涨的重要理由。而真的到了最后一次加息,美元都进入了明显的下行通道。随着市场认为美联储政策将不再调整、下半年中国经济稳增长的呼之欲出、以及未来欧美加息进程的分化,接下来留给美元的“快乐时光”或已基本结束,未来将阶段性走弱。美股:熬过艰难时刻。历史上来看,倒数两次加息中间的时间对美股相对难熬,而当最后一次加息落地后,美股终于在美联储加息最终曲后出现小幅脉冲式上涨。当前美股在FAANG+(7大科技股)的带领下,相较于历史表现规律并不痛苦。虽然二、三季度在美联储金融流动性支持有所减弱下,美股表现“弱”于前期,但值得期待的是,宽松预期兑现后的美股将在此基础上再次反弹。美债:还要“静静”的等待。美债在加息终点和经济衰退之间不断进行博弈带来美债市场的震荡。纵观历史三次加息周期,在美联储“仍有一加”的可能性下,美债收益率也显得更加犹豫不决,经济衰退和进一步加息的反复博弈使得美债收益率走势“扑朔迷离”。而“最后一加”则在市场对降息升温和经济衰退的风险较为“确认”下,助推美债收益率的“顺利”下行。但往后看,本次由于短期内增长仍有韧性,降息预期也难在年内打开,能否顺利打开下行通道还要静待时日。风险提示:全球通胀超预期上行,美国经济提前进入显著衰退,俄乌冲突局势失控造成大宗商品价格的剧烈波动,美国银行危机再起金融风险暴露。

(证券分析师:陶川 证券分析师:邵翔)

固收金工

固收深度报告 20230726：城投挖之掘金江苏系列（四）：走进溧阳存续 AA 级城投债发行主体

观点 溧阳市概况：1) 溧阳市第一产业比重逐年降低，第三产业占比由于近三年疫情影响有所下滑，同时第二产业占比呈增加趋势，产业结构较“十三五”期间小幅变化。全市积极打造“2+2+X”现代产业集群体系，产业政策对溧阳市提升工业产值起到了极大的促进作用。2) 经济财政：2022 年溧阳市 GDP 为 1,416.22 亿元，在常州大市范围各区县中排名第三；一般公共预算收入 81.1 亿元，财政自给率为 63.52%。受留抵退税政策的影响，2022 年财政收入小幅下滑，且与财政支出刚性增长的矛盾仍存，溧阳市财政自给能力下降。3) 债务负担：2022 年溧阳市地方债务率为 291%，整体债务率在苏南地区属于中等偏高水平，且逐年上升趋势明显，与 2021 年相比债务率增加 32pct，主要系政府债务余额与城投债规模同时增加所致，债务负担有所加重。4) 溧阳市城投主体共 5 家，整体信用资质尚可，与苏南地区其余县级市城投资质水平基本一致。平台发债格局以中短期为主，公司债规模远超其他券种；城投债发行成本略低于全省平均水平，表明城投平台融资能力在全省范围内尚可，但与苏南地区其余县级市相比稍弱；存量债结构显示债务结构分布较为合理，债务负担以中短期为主，短期偿债压力尚可。5) 2020 年 7 月期间，溧阳市 AA+级城投债利差水平高于 AA 级利差水平约 30BP，此后随着永煤事件引发市场信心调整，投资者或对中低评级风险担忧加剧，故 AA 级利差修复速度明显落后于 AA+级，即等级利差在 2021-2022 年期间一度走扩，等级倒挂现象未再现；AAA 及 AA+级城投利差水平当前处于相对低位，而 AA 级城投债信用利差处于偏中位区间且呈横盘震荡态势，较高评级债券更为充裕的利差下行空间提示投资者加以关注。 溧阳存续 AA 级城投债发债主体：天目湖集团：近年来公司营业收入总体呈稳健增势，整体而言公司基础设施及安置房代建业务经营状况稳定，业务可持续性较强；2022 年实现营收 10.57 亿元，销售毛利率 19.67%，旅游景区开发与管理收入是公司主要的收入来源，公司具备一定造血能力，对地方财政依赖程度不高；现金短债比由 2021 年的 0.88 倍迅速下降至 2022 年的 0.25 倍，主要系短期应付债券大幅增加所致，短期偿债压力较大，流动性承压；2023 Q1 资产负债率 39.70%，杠杆水平较低，整体偿债能力稳定，负债端仍具备扩充空间；存量债券剩余期限以短期为主，短端偿债风险因增长较快且兑付期限临近而大于长端偿债风险，对公司的融资能力与现金周转能力提出一定要求；截至 2023 年 7 月 5 日，公司存续私募债、公司债和超短期融资券信用利差分别处于历史 53.92%、20.84%和 21.48%分位数水平，品种利差显著，当前私募债较其余公募债券种具备更充裕的利差压缩空间，适宜采取强资质地区适度下沉区县级城投这一择券策略且风险偏好较高的投资者关注。 总结回顾和建议关注：针对溧阳市存续 AA 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，推荐投资者关注江苏天目湖(集团)有限公司。该平台主体评级为 AA 级，系溧阳市内有机持仓的城投主体中唯一的 AA 级平台，目前存量债券规模为 27.90 亿元，存续债券余额体量不大且多数为私募债，一方面较高的票面利率意味着个券可作为票息策略可选标的，另一方面部分存续私募债估值偏低意味着存在资本利得博弈可能；公司总债务规模保持稳健扩张态势，短期内兑付压力稍大且再融资需求增加，但长期偿债能力较强，杠杆率不高，财务风险总体可控；公司营业收入保持稳健增势且主营业务经营具备韧性，占比持续扩大，表明业务板块在相关供需环境再平衡

中逐步优化，主营业务基础得以进一步夯实，预计主体的信用资质水平有望保持，在中低评级、区县级城投平台中继续维持竞争力，提供增厚组合收益价值。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)

固收深度报告 20230726：“金债撈”系列报告——2023 年上半年可转债市场复盘

观点 中证转债指数复盘：2023 年上半年，可转债市场大体划分为 5 个阶段：复苏预期支撑期（01.03-02.02）、预期分歧期（02.03-03.16）、交易旺盛期（3.17-4.18）、遇冷回调期（4.19-5.31）、政策博弈期（6.1-6.30）。转债市场风格切换：2023 年上半年，中证转债指数走势与上证综指相关性跃居首位，转债市场风格较 2022 年的偏大盘、小盘成长发生切换。低价债受冲击，高价债边际抬升：2023H1，受信用事件冲击，转债市场 5 分位数、25 分位数所处 2018 年以来估值位置均较 2023Q1 大幅下调，90 分位数所处估值位置反而边际抬升。需求情况边际好转，增量资金仍有压力：增量资金方面，2023H1 新发基金以一级债基为主，对转债的增量配置贡献有限；边际需求方面，2023Q2，公募基金配置转债市值首次突破 3000 亿元；经历长达 2 个月的净流出后，6 月北向资金实现净流入。上半年供给偏紧，后续供给侧有望纾困：2023H1，可转债市场发行节奏偏紧、上市贡献量有限，叠加银行底仓类品种光大转债到期赎回、TMT 转债相继强赎，整体供给偏紧；但目前可转债市场待发行转债只数较多，后续供给侧有望纾困。主题回顾：上半年可转债市场未形成一贯连续主线，月际行业轮动较快，主题表现主要可概括为 3 月 TMT、4 月中特估、5 月机器人、6 月汽车。金债组合表现：除 3 月十大金债表现承压外，4、5、6 月金债组合表现较优，均较中证转债指数实现超额收益。其中 5 月金债组合表现最优，截至 2023/06/30 累计涨幅为 5.50%。风险提示：强赎风险，正股波动风险，发行人违约风险，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 20230726：转债追踪系列：2023Q2 基金持仓及表现

事件 公募基金持仓数据披露：2023 年 7 月 21 日，公募基金悉数披露 2023 年二季度持仓数据。**观点** 公募基金持仓可转债市值规模刷新历史：2023Q2 公募基金持仓转债市值超 3000 亿元，2023Q2 持仓市值环比增长 7.01%，同比增长 14.04%。不同风格基金结构分化，一级债基、二级债基和转债基金增量配置转债：2023Q2，一级债基、二级债基、转债基金持仓转债市值分别环比增加 40.13 亿元、134.64 亿元、103.30 亿元，而混合类基金（含偏债、偏股、平衡混合及灵活配置类基金）所持转债市值均环比减少，合计减少 75.95 亿元。二级债基持仓转债市值规模与转债仓位齐升，主要类型基金转债仓位下降：二级债基增持转债，规模达 134.64 亿元，同时二级债基的转债仓位环比上调 0.32 pct 至 15.21%；偏债/偏股/平衡/灵活配置基金转债仓位及所持转债规模环比均“双杀”，其仓位分别环比下降 0.15 pct/0.001 pct/0.90 pct/0.08 pct；而转债基金和一级债基则呈“加仓，降仓位”的趋势，仓位分别环比下调 0.46 pct、0.60 pct。基于更高频的数据指引，我们发现 2023Q2 各类投资者配置转债情绪出现分化，投资市场结构亦有分化：6 月深交所基金配置转债规模环比大幅减少（-8.15%），而同期上交所基金配置转债规模环比增加 4.25%，这或与 6 月份基金增配汽车板块标的有关（拓普、赛轮、爱迪、豪能、伯特转债均上市地在上交所）。行业配置方面：电力设备、汽车、银行、基础化工、电子获增配，交通运输、非银金融遭减持。题材轮动加速，

类权益仓位较高的转债基金承压：2023Q2，以平衡混合、偏股混合、灵活配置、转债基金为代表的偏权益类基金收益表现恶化，2023Q2 偏股混合基金和转债基金收益率中位数分别仅-3.93%、-1.12%，环比下降 6.11 pct、5.12 pct。规模居前转债基金延续净申购、降杠杆趋势：净值规模居前 10 的转债基金中仅有 1 只环比减少（-1.76 亿元），其余转债基金均迎来净申购。持有市值居前的转债列表稳定，浦发转债继续蝉联基金持仓市值第一：底仓类转债依然吸引大量配置资金停留或流入，银行、非银金融、交通运输、农林牧渔底仓类品种持续为公募基金青睐。风险提示：信用事件冲击，基金转债持仓数据披露不完全，市场流动性冲击，行业轮动加速，强赎风险。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭）

固收点评 20230726：利空利多信号齐发，利率后续走势如何？—利率走势逻辑分析系列五

事件 2023 年 7 月 24 日，中共中央政治局召开会议，会议释放了什么信号，对债市影响如何？观点 政治局会议释放明确稳增长信号，债市利率随之上行：会议指出，当前经济运行面临新的困难挑战，主要表现为国内需求不足、一些企业经营困难、重点领域风险隐患较多以及外部环境复杂严峻，但我国经济发展韧性和潜力巨大，长期向好的基本面没有改变。相较于今年 4 月，此次会议对经济形势的表述更显严峻，在此背景下，提出了一揽子的稳增长政策：强调加强宏观经济政策的逆周期调节、着力扩大内需同时稳住外贸外资基本盘、持续深化改革开放、大力推动现代化产业体系建设以及加大民生保障力度等。此外，会议精准回应市场关切，就地产和地方政府隐性债务风险给出了明确、积极的表态。会议落地后，市场信心有所提振，处于低位的债市利率上行调整。地产表述超出市场预期，实际拉动效果有待检验：2019 年以来 4 月和 7 月的政治局会议都坚持房住不炒的定位，而此次会议有关地产政策的表述发生较大转向，要求“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，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设”，与 7 月 21 日国务院常务会议审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》相呼应。但本轮城中村改造与 2015-2017 年的棚改不同。第一，改造范围精细化，区别于棚改的广覆盖，此次改造落地的城市仅限于“超大特大城市”，根据住房和城乡建设部公布的《2021 年城市建设统计年鉴》，超大特大城市包括上海、北京、深圳、重庆等共计 19 个城市。第二，改造模式具有针对性，新时期的城中村改造不是大拆大建，而是以保留利用为主，最终达到提升居民生活环境的目标。第三，补偿方式以安置房屋为主，货币补偿不再是主流。2014 年 4 月，央行创设抵押补充贷款工具（PSL）作为棚改货币化的主要资金来源，在 2015-2017 年间保持了较高的投放规模，成为房价上涨的主要支撑。但此次城中村改造，则要求“多渠道筹措改造资金，高效综合利用土地资源，统筹处理各方面利益诉求，并把城中村改造与保障性住房建设结合好”，预计不会推出货币政策带来增量资金，而是更多地采用房票安置模式。此外，在我国人口增长速度逐渐放缓，老龄化程度日益严峻的背景下，购房需求承压。总结来看，此次房地产政策或对投资有一定的拉动作用，但受作用范围、改造程度、增量资金以及人口结构的限制，短期内对房企销售刺激有限，中长期政策效果有待检验。对货币政策表述积极，“加强逆周期调节”为进一步发力打开空间：自 2023 年 6 月前央行行长易纲在上海调研重提“逆周期调节”后，这一表述在重要会议中被重复提及。此次政治局会议再次强调“要用好政策空间、加强逆周期调节和政策储备，发挥总量

和结构性货币政策工具作用”。系列表态释放了宽货币政策延续的信号。2023年7月14日，央行表态支持存贷存量房贷利率调整，商业银行净息差修复面临较大挑战，在此背景下，可以期待下半年降准政策的落地。债市短期存在调整的可能性，但长期来看走熊概率不高：本次政治局会议释放了较强的稳增长信号，其中地产政策表述转向明显，超出市场预期。但另一方面，宽松货币政策延续，后续债市走向取决于政策落地后经济修复的力度与强度，长期来看利率走熊概率不高。风险提示：宏观经济不及预期，货币政策调整高于预期
(证券分析师：李勇 证券分析师：徐沐阳)

行业

双碳环保日报：生态环境部就《关于进一步优化环境影响评价工作的通知》征求意见

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）

通用设备行业点评报告：稳增长预期&内外需改善背景下，建议关注通用自动化板块性机会

投资要点 政策层面：政治局会议明确加大宏观调控力度，利好顺周期行业： 中共中央政治局 7 月 24 日召开会议，在肯定上半年“国民经济持续恢复、总体回升向好”的同时，明确调国内总需求不足以及当前恢复趋势增速尚未达到合意增速。通稿中“加大宏观政策调控力度，着力扩大内需、提振信心、防范风险”的表述体现了决策层下半年稳增长诉求和宏观政策优先级的上升。通用自动化行业周期约为 3-4 年，受疫情反复、美联储加息以及国际局势动荡的影响，行业已经历较长下行周期（距上一轮行情高点已过两年半），从自身周期角度看目前处于下一轮增长起点。我们判断若未来宏观政策逐步落地，工业制造业有望与整体经济同步迎来复苏，利好具有顺周期属性的通用自动化行业。 宏观层面（内需）：库存周期筑底，信贷数据持续改善：库存周期的产生是由于企业供给相对于市场需求存在滞后性，一般来说主动补库存代表着制造业周期上行，固定资产投资往往发生于此阶段。本轮库存周期的起点为 2019 年 12 月，期间疫情拉长了库存上行的周期（图 1），目前处于主动去库存的下行筑底阶段（图 2）。5 月制造业产成品存货同比增速仅为 3.0%，同比降幅超出市场预期，我们预计本轮库存周期有望于下半年迎来向上拐点。 此外，新增企业中长期贷款自 2022Q3 后持续高增，而通过复盘我们发现新增贷款向企业投资端传导往往存在 1 年的滞后期（图 3），则制造业企业资本支出将有望于今年下半年加速增长。 宏观层面（外需）：美国 7 月 PMI 超预期，欧美衰退趋势缓和： 美国 7 月 Markit 制造业 PMI 初值 49.0，大幅优于预期值 46.4，前值为 46.3，PMI 的超预期改善表明美国制造业正在回暖。此外美国通胀大幅降温，6 月 CPI 同比录得 3%，创 2021 年 3 月以来新低，加息周期有望进入尾声。6 月美国零售额环比增长 0.2%，连续三个月正增长，消费者信心回升，通胀软着陆的可能性增加。此外，随着布林肯访华之后，中美摩擦有望趋于缓和，出口链得到边际修复，外需预期向好。 微观层面：6 月以来制造业开工率回升，看好通用自动化上行拐点： 刀具作为工业牙齿，其行业需求与制造业开工率息息相关，根据我们草根调研，6 月下旬以来刀具企业订单排产周期已有延长，反映制造业开工率逐步回升。此外根据国家统计局，工业机器人与金属切削机床产量同比增速逐步转正（图 4 和图 5），其中 5 和 6 月金属切削机床产量同比增速分别为 1.9%和 0%，5 月工业机器人产量同比增速为 3.8%。 我们判断随着国家宏观调控力度加大，内需和外需同时回暖，下半年通用自动化行业有望迎来上

行拐点，建议关注板块性复苏机会。投资建议：工业自动化推荐【国茂股份】【埃斯顿】【怡合达】；刀具推荐【欧科亿】【华锐精密】【新锐股份】；机床行业推荐【科德数控】【海天精工】【纽威数控】【国盛智科】【秦川机床】；注塑机行业推荐【伊之密】；叉车行业推荐【杭叉集团】，建议关注【安徽合力】 风险提示：政策出台不及市场预期，国内需求&出口改善不及预期。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：罗悦)

双碳环保日报：国家发改委等部门支持适宜地区环卫、园林等公共领域新增或更新车辆采购新能源汽车

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）

推荐个股及其他点评

联创光电（600363）：2023 年中报点评：激光业务稳定增长，超导业务多领域布局打开长期成长空间

事件：公司发布 2023 年半年报 投资收益增速放缓，主业盈利坚挺保障 23H1 业绩符合市场预期：2023 年上半年公司实现营收 16.6 亿元，同比下降 25%，实现归母净利润 2.1 亿元，同比增长 20%；Q2 单季实现营收 8.7 亿元，同比下降 12%，环比增长 10%，实现归母净利润 1.2 亿元，同比增长 4%，环比增长 28%。23H1 公司核心利润来源参股子公司宏发电声归母净利润增速放缓，23H1 利润同比增速下降 15 个百分点至 10%；23H1 公司核心主业业绩实现稳定增长：1）激光系列产品营收 1.2 亿元，同比增长 14%，净利润 3170 万元，同比增长 34%。2）智能控制器业务实现营收 10.0 亿元，同比微降 3%，归母净利润 0.6 亿元，同比减少 10%，主要系公司调整智能控制器产品结构同时计提新厂房折旧所致。3）高温超导感应加热设备当前在手订单超 60 台，报告期内已经交付 6 台。高温超导磁体技术全球领先，多领域布局打开长期成长空间：高温超导产业是公司未来重点聚焦发展方向，当前超导业务布局已经从感应加热设备拓展至晶硅生长炉等领域。高温超导感应加热设备目前已经实现市场 0-1 突破，当前公司在手订单超 60 台，报告期内已经交付 6 台，1-N 市场拓展逐现成效；新领域布局方面，公司持续开拓高温超导磁体新应用场景，当前已经与硅单晶生长炉设备厂商合作，加速研发光伏及半导体级磁控硅单晶生长炉用高温超导磁体，有望进一步打开数百亿级市场空间，构筑公司业务新增增长极。激光产业盈利增长稳健，智能控制器业务持续优化产品结构：激光产业板块：公司持续加大更高性能产品研发，成功研发出更轻巧、更高电光效率和亮度的器件产品，已批量生产贡献营收。当前公司泵浦源、激光器等产品订单饱满，产能处于满负荷生产状态，同时正有序扩充产能，助力营收稳健增长；智能控制器业务持续优化产品结构，智能控制器产品重点布局汽车电子与工控领域，同时不断提升高端光耦产品生产能力，产品结构优化初见成效，23H1 毛利率同比提升 3.2 个百分点至 19%。盈利预测与投资评级：公司聚焦激光、超导与智能控制器主业，产品加速放量，但公司股权投资收益核心来源于子公司宏发电声利润增速放缓，基于此，我们下调对公司的盈利预测，预计公司 23-25 年归母净利润分别为 4.5/6.2/7.7 亿元（23/24 前次预测值为 4.78/6.75/8.81 亿元），对应 23-25 年 PE 分别为 35/27/21 倍，维持“买入”评级。风险提示：高温超导业务产能扩产不及预期；高温超导业务在新领域应用超导磁体产品研发不及预期；背光源及线缆业务剥离不及预期

（证券分析师：马天翼 研究助理：王润芝）

芒果超媒（300413）：事件点评：收购金鹰卡通全部股权，布局青少儿

内容与 IP

投资要点 事件: 芒果超媒拟 8.35 亿元现金收购公司控股股东芒果传媒持有的金鹰卡通公司 100% 股权。交易完成后, 金鹰卡通公司将成为芒果超媒全资子公司, 纳入合并报表范围。芒果传媒承诺, 金鹰卡通公司 2023-2025 年净利润分别不低于 4,625.38 万元、5,414.25 万元、5,969.47 万元。金鹰卡通擅长青少儿内容制作, 收视率份额领先。金鹰卡通公司成立于 2004 年, 是湖南广电旗下的青少儿内容制作公司, 凭借优秀的内容创作能力和深厚的优质 IP 积累, 金鹰卡通业务延伸至向线下活动与乐园运营、衍生品开发与销售。金鹰卡通 2021 年营收 4.52 亿元, 净利润 6091.95 万元, 净利率为 13.48%; 2022 年营收 2.73 亿元, 净利润 4,699.05 万元, 净利率为 17.22%。金鹰卡通擅长制作动画片、综艺、大型晚会等青少儿节目, 代表作品包括《麦咭和他的朋友们》《中国新声代》《23 号牛乃唐》《玩名堂》等。2022 年, 金鹰卡通全国网全年全天 7-24 时平均收视率为 0.16%, 市场份额为 1.73%; 4-14 岁观众平均收视率为 0.47%, 市场份额为 4.75%; 25 岁以上家庭观众平均收视率为 0.3%, 市场份额为 3.47%。在线下活动与乐园运营方面, 金鹰卡通公司凭借广受欢迎的 IP 资源与长期、丰富的活动组织经验, 成功举办了一系列线下主题活动; 并通过运营经验输出的轻资产模式, 与多个乐园达成合作, 构建了稳定的乐园运营业务模式。在衍生品开发与销售方面, 金鹰卡通公司将牛乃唐、麦咭等自有 IP 与箱包、文创产品等多个 SKU 相融合, 打造了丰富的产品矩阵。我们看好金鹰卡通与公司现有业务的协同效应。一方面, 金鹰卡通拥有优质卡通 IP 资源和良好的青少儿内容制作能力, 有助于丰富芒果超媒的内容矩阵, 并拓展在青少儿群体的影响力; 另一方面, 芒果超媒的视频平台“芒果 TV”和广告营销渠道可以帮助金鹰卡通快速获取网络用户流量、打开商业化变现空间。盈利预测与投资评级: 考虑到业务整合和商业化拓展仍需时间, 我们预计此次收购对财报的影响将在中长期维度逐步体现, 我们将公司 2023-2025 年 EPS 从 1.25/1.43/1.62 元调整至 1.29/1.56/1.76 元, 当前股价对应 2023-2025 年 PE 为 27/22/20 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 政策风险, 疫情影响超预期, 节目上线不及预期。

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 周良玖
研究助理: 张文雨)

华住集团-S (01179.HK): RevPar 恢复超预期, 业绩有望进一步提升
投资要点 事件: 2023 年 7 月 25 日晚, 公司发布 2023 年第二季度酒店经营初步业绩公告, 披露了公司 2023Q2 的经营数据等。RevPar 全面超越疫情前水平, 恢复程度超预期。2023Q2 华住本部酒店 RevPar 恢复至 2019 年同期的 121%, 其中 4/5/6 月分别恢复至疫情前的 127%/115%/123%。拆分到量价, ADR 恢复至疫情前的 129% (Q1 为 125%), OCC 恢复至疫情前的 94% (Q1 为 94%), 房价上涨带动 RevPar 持续修复 (Q1 恢复 118%)。2023Q2 境外酒店 DH 的 RevPar 恢复至 2019 年同期的 111%, 环比提升 17 个百分点, 主要系房价上涨驱动。RevPar 全面超越疫情前水平, 恢复程度超此前预期。2023Q2 净开店数有所回升, 新签约店突破 1000 家。2023Q2 华住本部新开店 374 家, 其中加盟 372 家, 直营 2 家; 关店 216 家, 其中加盟 210 家, 直营 6 家; 净开店 158 家, 环比较 Q1 的 53 家有所回升, 其中经济型/中高端分别净开-24/182 家。2023Q2 新签约酒店进一步回升, 突破 1000 家, 有望支持全年开店目标。截至 2023 年 6 月 30 日, 公司境内外待开业酒店合计达 2845 家, 经济型/中高端分别为 1092/1753 家, 环比 Q1 末新增 176/330 家, 中高端酒店占比有望进一步提高, 品牌结构不

断向好。暑期出行旺季将带动公司 Q3 业绩进一步提升。2023 年 6 月铁路/民航持续恢复至 2019 年同期的 106%/99%，2023 年 7/8 月迎来国内暑期出行旺季，酒店景气度维持高位。根据酒店 str 数据，2023 年 7 月以来，经济型/中高端/奢华型酒店 ADR 和 OCC 持续上行，带动 RevPar 显著提高，中高端酒店 RevPar 创年度新高，Q3 公司营收利润有望进一步提升。盈利预测与投资评级：华住集团作为酒店行业龙头，品牌、流量、技术打造竞争壁垒，管理文化赋能业务发展，在疫情期间逆势扩张，市场格局显著向好。由于公司 Q2 国内 RevPar 恢复程度超预期，且国内暑期旺季有望带动公司 Q3 进一步兑现业绩，上调华住集团盈利预测，2023-2025 年归母净利润分别为 35.1/39.0/46.0 亿元（前值为 33.3/38.0/45.7 亿元），对应 PE 估值为 32/29/24 倍，维持“买入”评级。风险提示：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：石旻璜）

再升科技（603601）：强强联合，加速滤材跨行业布局 and 全球化拓展

投资要点 事件：公司发布公告，为加快拓展公司主营材料类产品在新能源汽车等领域的发展，拟将其持有的全资子公司苏州悠远环境科技有限公司 70% 的股权转让给曼胡默尔新加坡控股，并授予买方悠远环境剩余 30% 股权的购买期权。转让悠远环境 70% 股权预估价格为 3.17 亿元，悠远环境不再纳入公司合并报表范围。（1）悠远环境交易作价（100% 股权，基于无现金及无负债的假设）为 5.04 亿元人民币（悠远环境合并口径 2022 年末净资产为 1.99 亿元，商誉账面价值为 2.42 亿元），本次转让悠远环境 70% 的股权预估价格为人民币 3.17 亿元。（2）交易尚需取得反垄断主管部门的经营者集中批准，交易完成后，公司继续持有悠远环境 30% 股权，但不再纳入合并报表范围。（3）公司同意授予曼胡默尔新加坡控股一项购买期权，在购买期权期间（自 2026 年 1 月 1 日起至 2029 年 1 月 2 日或《购买期权协议》终止日），曼胡默尔新加坡控股有权自行或指定一家实体购买公司持有的悠远环境剩余 30% 股权。强强联合，有望加快公司过滤业务跨行业延伸和全球化布局。曼胡默尔集团是全球领先的过滤技术解决方案提供商，拥有交通和生命科学与环境两个事业部，主要产品包括用于发动机和工业产品的燃油、机油和空气过滤器、用于新能源和燃料电池汽车的过滤解决方案、用于市政和工业的净水和废水处理解决方案等，集中在再升过滤材料产品下游的设备环节，2022 年总营收达到 48 亿欧元，主要集中在欧美市场。通过此次交易，双方有望达成多方面战略合作关系。中期来看，公司以向曼胡默尔集团批量提供高品质过滤材料服务为起点，有利于拓展公司在新能源汽车领域的布局；同时双方将致力拓展悠远环境的应用领域，进一步扩大悠远环境的规模和提升技术实力。长期来看，公司在曼胡默尔集团深耕的汽车过滤市场的产品体系和收入体量仍较小，双方有望在全球范围内实现相关过滤材料及设备的共同开发、测试及业务拓展，加快公司干净空气业务跨行业延伸和全球化拓展，打开中长期成长空间。盈利预测与投资评级：公司是我国过滤材料细分领域龙头，深耕玻纤过滤材料等核心产品，形成干净空气和高效节能两大业务板块。中期来看，公司经营底部向上，干净空气材料受益于半导体洁净室需求拉动，建筑保温等新产品逐步进入放量期。虽然出售悠远股权后，公司过滤设备收入体量受影响，但与曼胡默尔集团达成战略合作有望加速核心材料向新能源汽车等领域延伸和放量，以及中长期跨行业和全球化布局的进程，公司有望开启新一轮快速成长期。基于 2022 年实际经营情况的影响，暂假设交易于 2023 年末完成交割，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.05 亿元（下调 22%）/2.61 亿元（下调 23%）/3.36 亿元（新增），

7月25日收盘价对应市盈率分别为22/17/14倍，维持“增持”评级。
风险提示：交易进展不及预期、新产品新领域拓展不及预期、洁净室需求增长不及预期的风险。

(证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊
证券分析师：石峰源)

美团-W (03690.HK): 23Q2 业绩前瞻：到店竞争策略显效，利润预计好于预期

投资要点 本季度公司在到店酒旅业务正式展开攻势，份额有所修复，我们预计Q2本地核心商业实现收入504亿元(yoy+37%)，贡献运营利润101亿元(yoy+23%)，新业务实现收入168亿元(yoy+19%)，运营亏损52亿元(同比收窄24%)。我们预计总收入实现672亿元(yoy+32%)，运营利润实现44亿元，好于彭博一致预期。到店酒旅业务：Q2全面进攻，份额有望回升。23年以来，线下消费供需开始恢复，特别是中小商户呈现逐季修复态势。美团6月27日发布的数据显示，过去12个月中小微餐饮商家经营活力正在复苏；内地54座城市线上餐饮本地订单量同比增长近15%。Q2美团正式以主动进攻的姿态应对抖音的竞争，包括加大补贴、降佣返佣等，平台优势有望进一步凸显，实现份额稳步回升。我们预计公司Q2到店酒旅业务收入同比增长59%至114亿元，由于补贴和营销投入增加，运营利润率环比下降至34%，贡献运营利润39亿元。即时配送业务：基数效应下，预计Q2单量与收入保持同步增长。(1)餐饮外卖：我们预计Q2单量、收入同比增速分别为30%/31%，UE同比持平。我们预计公司Q2总订单量48亿单(yoy+30%)，收入351亿元(yoy+31%)，我们预计客单价同比有所下降(22Q2高基数)，但被广告货币化率提升所抵消，补贴率提升被骑手成本下降所抵消，单均盈利有望同比持平为1.36元，对应运营利润66亿元。(2)闪购：我们预计公司Q2总订单量5.7亿单(yoy+45%)，日均单量624万单。我们预计Q2闪购收入达41亿元(yoy+46%)；单均亏损7分钱，对应运营亏损4100万元。我们继续看好即时零售业务为公司打开长期想象空间。新业务：季节性亏损扩大，期待长期发展。22Q2高基数、23年需求回归线下，使得公司23Q2线上零售业务收入增长承压，夏季补贴加大叠加业务策略调整带来的一次性支出使得亏损或环比扩大。我们预计Q2新业务收入168亿元(yoy+19%)，运营亏损率31%(22Q2为48%)，运营亏损52亿元。随着社区团购竞对业务重心转移及业务运营效率提高，我们认为新业务全年仍有望逐步缩窄亏损。盈利预测与投资评级：公司在本地生活领域表现好于预期，但考虑到竞争在下半年仍有不确定性，我们维持公司23-25年经调整EPS为3.8/7.6/11.9元的预测，对应PE32/16/10倍，维持“买入”评级(人民币兑港元汇率取2023/7/25数据1港币=0.9139人民币) 风险提示：消费恢复不及预期，竞争格局恶化，新业务亏损风险

(证券分析师：张良卫 研究助理：郭若娜)

宁德时代(300750): 2023年中报点评：海外份额提升出货量略超预期，盈利逆势坚挺

投资要点 Q2扣非利润略超市场预期、毛利率环比提升。公司23年H1营收1892亿元，同增68%，归母净利润207亿元，同增154%，其中Q2营收1002亿元，同环比+56%/13%，归母净利润109亿元，同环比+63%/+11%，扣非净利97.5亿元，同环比+61%/+25%，毛利率22%，环增0.7pct，净利率11%，环比微增，扣非净利率9.7%，环比+0.97pct。业绩略超预期来自于电池去库销量略好预期，且盈利水平逆势微增。Q2去库出货超预期、海外份额提升明显。公司23年H1产量154gwh，

预计出货 170gwh, 同增 59%, Q3-Q4 逐季环增 20%, 预计全年出货量近 420gwh, 同增 45%。其中 Q2 产量近 85gwh, 出货量近 93gwh, 同环增 60%/20%。23 年 Q2 动力出货 77gwh 左右, 同环比+63%/22%, 全年预期 340gwh, 同增 40%; 23 年 Q2 储能 Q2 出货预计 16gwh 左右, 同环比+61%/15%, 全年预计储能销量 80gwh, 同比+70%。此外, 23 年 H1 公司海外收入占比提升至 35%, 1-5 月公司动力海外市占率提升至 27%, 其中欧洲市占率 34.5%, 美国市占率第二, 后续海外仍有提升空间。 Q2 盈利水平环比微增、下半年预计维持稳定。动力 Q2 预计均价 1.08 元/Wh, 环减 8%, 毛利率预计 21%, 环比微增, 单位净利达 0.1 元/Wh, 主要受益于财务收入, 若扣除, 单 wh 利润维持 0.085-0.09 元/Wh。储能 Q2 预计均价 1 元/Wh, 环降 10%, 毛利率 21.3%, 单位毛利 0.19 元/Wh, 单位净利 0.09 元/Wh, 环比微升。合计 Q2 动储电池贡献 90 亿+净利 (含财务收入)。公司上半年产能利用率 60%, 7 月起已回升至 80%左右, 随着公司产能利用率回升, 且超级拉线投产、一体化布局逐步完善, Q3-4 毛利率有望稳中有升, 全年电池业务净利率可维持 0.08 元/Wh+。 其他业务毛利占比下降、碳酸锂预计下半年贡献利润。公司 23 年 H1 其他业务收入预计 63 亿, 同降 15%, 预计毛利率 65%, 同减 10pct, 贡献 30 亿元净利, 其中 Q2 贡献 16 亿元左右净利, 占比下滑至 15%; 此外锂电材料及回收业务收入 126.8 亿元, 同增 6%, 毛利率 17%, 毛利率同减 4pct, 贡献 8 亿元左右利润, 其中 Q2 预计贡献接近 4 亿元; 电池矿产资源业务收入 28.5 亿元, 同增 63%, 毛利率 12%, 基本盈亏平衡, 预计主要由镍铁业务贡献, 公司宜春碳酸锂下半年开始贡献利润。 Q2 汇兑贡献正向收益、对冲投资收益影响、存货进一步下降。23 年 Q2 公司期间费用 89.5 亿元, 环比微降, 期间费用率 8.9%, 环降 1pct, 其中 Q2 财务费用-27 亿元, 较 Q1 的-5 亿元大幅下降, 主要系汇兑收益 11 亿元及利润收入增加所致, 管理费率及销售费率环增 0.5/0.6pct, 研发费率维持高位 5.2%; 23 年 Q2 公司投资收益-1 亿元, 较 Q1 的 15 亿元也明显下降; 其他收益 16 亿元, 环+20%。23 年 Q2 公司计提 8 亿元资产减值损失, 环-26%; Q2 末公司存货 489 亿元, 较 Q1 末减少 151 亿元, 其中库存商品降至极低水平。23 年 Q2 公司经营活动净现金流净额 161 亿, 同环比+39%/-23%, 在手现金 2196 亿元, 较 Q1 略增。 盈利预测与投资评级: 考虑到公司海外市占率持续提升, 我们上修公司 23-25 年归母净利润预测 469/632/857 亿元 (原预测: 464/632/855 亿元), 同增 52.5%/34.9%/35.5%, 对应 21x/16x/12x, 基于公司全球电池龙头地位, 给予 23 年 35x, 目标价 373.1 元, 维持“买入”评级。 风险提示: 电动车销量不及预期、原材料价格波动、竞争加剧超预期。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 阮巧燕

证券分析师: 岳斯瑶)

天合光能 (688599): 2023 年中报业绩预告点评: 23Q2 组件出货稳增, 盈利坚挺

投资要点 事件: 公司发布 2023 年半年报业绩预告, 2023H1 实现归属于母公司净利润 33.3~37.5 亿元, 同增 162%~196%; 实现扣除非经常性损益净利润 35.0~39.3 亿元, 同增 204%~241%。2023Q2 实现归属于母公司净利润 15.6~19.8 亿元, 同增 115%~173%, 环比-12%~+12%; 实现扣除非经常性损益净利润 17.7~22.0 亿元, 同增 169%~233%, 环增 2%~27%, 投资收益与资产减值基本对冲, 存货减值与汇兑正向贡献基本对冲, 业绩符合预期。 2023Q2 出货稳步增长, 盈利坚挺。公司 2023H1 出货 27GW+(含 4GW+分布式系统), 其中 2023Q2 出货约 14GW+, 确认收入口径约 12GW, 环增 15%, 单瓦净利环比持平约 1.1-

1.2 毛，盈利坚挺，我们预计贡献业绩 13-15 亿元；美国 2023H1 出货约 2GW，其中 2023Q2 约 1GW+，环增 10%+，单瓦净利 5 毛+。展望 2023 全年，我们预计组件出货 65GW，其中美国出货 4-5GW，N 型出货 20GW。分布式+支架贡献业绩增量，储能逐步趋向盈亏平衡。2023H1 公司分布式出货 4GW+，其中 2023Q2 出货约 2GW，环比略降，受益硅价及组件下行，分布式盈利进一步提升至单瓦盈利 0.16+ 元，环增 3 分左右，贡献业绩 3-3.5 亿元；我们预计 2023 全年开发 10-12GW（权益 7.4-8.8GW），同增 60%+；支架 2023H1 出货 3GW+，其中 2023Q2 出货约 2GW，环增 40%+，贡献正向业绩，单瓦盈利约 1.5 分+，贡献业绩超 0.3 亿元，我们预计 2023 全年出货约 8-9GW，同比翻倍增长，跟踪支架占比 50%+，目标全球前三。储能 2023H1 出货 400-500MWh，其中 2023Q2 出货 300+MWh，环比约翻倍增长，2023Q2 微亏，我们预计 2023 全年出货 3.5-4GWh，海外占比 30-40%，可实现盈利贡献，24 年出货有望翻番，公司逐步自制电芯，目标 100% 自制，毛利率进一步提升，储能市占率目标全球 10%。一体化加速建设，N 型产能不断释放，2023H2 成本持平 PERC。硅片端公司青海+东南亚产能逐步投产，我们预计 2023 全年自供硅片 13GW+，2024 年自供超 40GW，一体化配套率提升增厚公司盈利，我们预计 2023 年底硅片/电池/组件产能达 50/75/95GW。N 型产能不断加速释放，宿迁 8GW+ 泰国 2.5GW 电池已满产，淮安及青海各 5GW 分别于 6、7 月点火投产逐步爬坡自供，我们预计 2023 年 N 型电池超 40GW，电池自配率达 70-80%，增强核心竞争力。技术上 TOPCON 目前量产效率达 25.5%（良率 97-98%），年底目标效率 25.8%，我们预计 2023H2 成本持平 PERC！盈利预测与投资建议：基于光伏需求旺盛，我们维持 2023-2025 年盈利预测，我们预计 2023-2025 年归属于母公司净利润为 75/95/116 亿元，同增 103%/28%/22%，基于公司光伏组件龙头地位，我们给予公司 2023 年 16 倍 PE，对应目标价 54.9 元，维持“买入”评级。风险提示：竞争加剧，政策不及预期等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：陈瑶）

东威科技（688700）：2023 年半年报点评：费用前置影响业绩表现，看好后续复合铜箔设备放量

投资要点 受费用前置影响，公司 2023H1 业绩承压：2023 上半年公司实现营收 4.99 亿元，同比+21%，归母净利润 1.02 亿元，同比+10%；Q2 单季实现营收 2.65 亿元，同比+22%，环比+13%，归母净利润 0.52 亿元，同比-4%，环比基本持平。我们判断主要系 2022 下半年以来公司新设子公司增加了较多投入费用，同时 2022 上半年疫情影响下人员差旅费用支出较少，2023 上半年设备交付、调试等费用增长，叠加部分复合铜箔设备的下游客户调整产线、验收节点延后所致，后续随着复合铜箔设备确认收入、费用影响逐步减弱有望迎来业绩高增。盈利能力保持稳定，看好后续复合铜箔设备放量的规模效应：2023 上半年公司毛利率为 43.3%，同比-0.3pct，净利率为 20.5%，同比-2.1pct，期间费用率为 19.1%，同比+0.1pct，其中销售费用率为 7.3%，同比+0.3pct，管理费用率（含研发）为 13.1%，同比+1.1pct，财务费用率为-1.3%，同比-1.2pct；Q2 单季毛利率约 42%，同比-2pct，环比-3pct，净利率约 20%，同比-5pct，环比-2pct，后续随着复合铜箔设备逐步验收，盈利能力有望企稳回升。合同负债&存货略有下滑，经营活动净现金流有所改善：截至 2023Q2 末公司合同负债为 2.5 亿元，同比+13%，存货为 3.9 亿元，同比-6%，我们预计公司在手订单&框架合同近 30 亿元，保障未来业绩增长；2023 上半年公司经营活动净现金流为 0.03 亿元，相较于 2022 上半年的-0.4 亿元明显改善。复合铜

箔设备&光伏电镀铜设备有望带来新增长点：（1）复合铜箔设备：公司水电镀设备客户涵盖新能源汽车制造企业、电池（动力电池、储能电池、消费类电池）制造企业、原铜箔材料生产企业、膜材生产企业等，目前供货客户已超过 20 家，持续接单并量产 12 靶真空磁控设备，24 靶磁控设备已处于调试阶段。（2）光伏电镀铜设备：第一、二代设备开始量产中，第三代光伏电镀铜设备基本制作完成，已处于调试阶段，场内调试完成后将发货至客户处。 盈利预测与投资评级：公司作为龙头设备商有望受益于复合铜箔产业化，考虑到设备验收进度，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.0（原值 3.9，下调 23%）/5.0（原值 5.7，下调 12%）/7.5 亿元，当前股价对应动态 PE 为 54/33/22 倍，维持“增持”评级。 风险提示：下游扩产不及预期，新品拓展不及预期。

（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>