

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-07-28

宏观策略

2023年07月28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

固收点评 20230727: 立中转债: 多业务板块布局, 实现细分引领

我们预计立中转债上市首日价格在119.49~133.28元之间,我们预计中签率为0.0026%。

固收点评 20230727: 信服转债: 网络安全龙头企业

我们预计信服转债上市首日价格在118.37~131.88元之间,我们预计中签率为0.0040%。

固收点评 20230727: 阳谷转债: 橡胶助剂龙头企业

我们预计阳谷转债上市首日价格在120.49~134.23元之间,我们预计中签率为0.0024%。

固收点评 20230727: 聚隆转债: 改性材料重要企业

我们预计聚隆转债上市首日价格在118.15~131.89元之间,我们预计中签率为0.0008%。

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

百度集团-SW (09888.HK): 2023Q2 业绩前瞻：广告业务持续复苏，云业务短暂承压

盈利预测与投资评级：我们看好宏观环境恢复对公司核心广告业务的促进，也看好公司在生成式 AI 的投入和先发优势。我们将公司 Non-GAAP 净利润由 245/280/310 亿元调整至 247/271/300 亿元，对应 2023 年 Non-GAAP PE 为 14 倍，维持“买入”评级。 风险提示：政策风险，技术发展不及预期风险，自动驾驶技术风险，市场竞争风险。

国际医学 (000516): 综合医院稀缺标的，特色专科未来可期

投资逻辑：(1) 营利性三甲综合医院属于极具稀缺性的标的，壁垒高且具有刚性需求；(2) 核心综合医院软硬件优势显著，高投入后进入爬坡收获阶段，下半年有望迎来单月盈亏平衡拐点；(3) 长期来看，聚焦“综合+特色专科”，万张床位带来翻倍以上收入空间，特色专科有望带来第二增长曲线。 盈利预测与投资评级：我们预计 2023-2025 年归母净利润为-1.17/2.25/4.82 亿元，2024/2025 年对应当前市值的 PE 为 90/42X。公司作为民营综合医院稀缺标的，核心医院进入爬坡收获阶段，首次覆盖，给予“买入”评级。 风险提示：市场竞争加剧下床位爬坡不及预期风险，政策风险等。

顶点软件 (603383): 金融信创拐点机遇，以点带面弯道超车

盈利预测与投资评级：考虑到金融信创的带动以及证券 IT 行业的快速发展，我们预测公司 2023-2025 年收入 7.9/10.2/13.0 亿元；归母净利润 2.3/3.1/4.0 亿元，yoy+39.7%/+33.6%/28.2%。分别对应 EPS 1.36/1.81/2.32 元，对应 41/31/24 倍 PE。首次覆盖，给予“买入”评级。

宏发股份 (600885): 2023 年半年报点评：扣非利润略超预期，新能源领域高增持续

2023H1 营收同比+14%，归母净利润同比+14%、扣非归母同比+25%，归母净利润符合市场预期，扣非利润略超市场预期。公司 2023H1 实现营业收入 66.72 亿元，同比增长 13.68%；实现归母净利润 7.06 亿元，同比增长 13.75%。其中 2023Q2 实现营业收入 33.92 亿元，同比增长 13.29%，环比增长 3.43%；实现归母净利润 3.81 亿元，同比增长 11.61%；实现扣非归母净利润 4.48 亿元，同比增长 33.14%，扣非利润略超市场预期。

小鹏汽车-W (09868.HK): 小鹏+大众开启合作新模式，打开长期空间

鉴于公司智能化技术先发优势+组织架构革新+G6 为代表的新一轮新车陆续上市，与大众建立长期战略技术关系，软件持续创收，我们上调公司 2024-2025 年业绩预期，我们预计公司 2023-2025 年营业总收入 261/540/770 亿元(原为 261.4/512.2/746.0 亿元)，归属母公司净利润-70.3/-32.5/2.8 亿元(原为-70.3/-52.0/-16.4 亿元)，对应 PS 为 3.7/1.8/1.3 倍。考虑智驾算法能力领先以及长期软件供应持续收费，我们认为公司应该享受更高估值，对比行业领先企业特斯拉 PS，给予小鹏汽车 2024 年 5X 目标 PS，对应目标价 170.25 港币，当前股价 60.5 港币(2023 年 7 月 27 日)，维持“买入”评级。

高测股份 (688556): 2023 年半年报业绩预告点评：业绩预告超预期，设

备&金刚线&代工业务三轮驱动夯实业绩

我们维持公司 2023-2025 年的归母净利润为 13.5/17.8/21.6 亿元，对应 PE 为 12/9/7 倍，维持“买入”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

固收点评 20230727：立中转债：多业务板块布局，实现细分引领

事件 立中转债（123212.SZ）于2023年7月27日开始网上申购：总发行规模为9.00亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于墨西哥立中年产360万只超轻量化铝合金车轮项目、免热处理、高导热、高导电材料研发中心项目和补充流动资金。当前债底估值为82.33元，YTM为2.89%。立中转债存续期为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%、2.00%、2.50%，公司到期赎回价格为票面面值的113.00%（含最后一期利息），以6年AA-中债企业债到期收益率6.34%（2023-07-26）计算，纯债价值为82.33元，纯债对应的YTM为2.89%，债底保护一般。当前转换平价为103.5元，平价溢价率为-3.40%。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02月02日至2029年07月26日。初始转股价23.57元/股，正股立中集团7月26日的收盘价为24.40元，对应的转换平价为103.52元，平价溢价率为-3.40%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为5.76%。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23.57元计算，转债发行9.00亿元对总股本稀释率为5.76%，对流通盘的稀释率为6.73%，对股本摊薄压力较小。观点 我们预计立中转债上市首日价格在119.49~133.28元之间，我们预计中签率为0.0026%。综合可比标的以及实证结果，考虑到立中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22%左右，对应的上市价格在119.49~133.28元之间。我们预计网上中签率为0.0026%，建议积极申购。立中四通轻量化合金集团股份有限公司是国家级专精特新“小巨人”企业，已实现了功能合金新材料、再生铸造铝合金、铝合金车轮三大细分行业的引领。公司作为近四十年致力于汽车轻量化铸造铝合金材料和铝合金车轮的配套制造商，始终以行业发展的前瞻趋势开展现实研究。2018年以来公司营收快速增长，2018-2022年复合增速为33.77%。归母净利润增速呈“M”型波动，2018-2022年复合增速为5.98%。2022年，公司主营业务收入利润实现双增长，实现营业收入213.71亿元（同比+14.69%），实现归母净利润4.92亿元（同比+9.41%）。公司主要营收构成稳定，再生铸造铝合金材料、铝合金车轮产品和中间合金新材料为其主要营收来源。2020-2022年，公司再生铸造铝合金材料占营收的比例为57.96%、59.02%和54.30%，铝合金车轮产品占营收的比例为30.84%、27.62%和33.25%，中间合金新材料占营收的比例为6.95%、7.79%和9.03%。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。2022年度，公司销售费用较上年同期增长20.27%，主要系销售规模扩大，仓储费及海外佣金增加；管理费用较上年同期增长44.68%，主要系公司限制性股票股权激励产生的股份支付费用增加；财务费用较上年同期下降32.20%，主要系人民币贬值，汇兑收益增加。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 20230727：信服转债：网络安全龙头企业

事件 信服转债（123210.SZ）于2023年7月27日开始网上申购：总发行规模为12.15亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于深信服长沙网络安全与云计算研发基地建设项目和软件定义IT基础架构项目。当前债底估值为89.91元，YTM为2.06%。信服转债存续期为

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%、0.40%、0.80%、1.50%、1.80%、2.00%,公司到期赎回价格为票面面值的 108.00% (含最后一期利息),以 6 年 AA 中债企业债到期收益率 3.92% (2023-07-25) 计算,纯债价值为 89.91 元,纯债对应的 YTM 为 2.06%,债底保护一般。当前转换平价为 100.03 元,平价溢价率为-0.03%。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 02 月 02 日至 2029 年 07 月 26 日。初始转股价 111.74 元/股,正股深信服 7 月 25 日的收盘价为 111.77 元,对应的转换平价为 100.03 元,平价溢价率为-0.03%。转债条款中规中矩,总股本稀释率为 2.54%。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 111.74 元计算,转债发行 12.15 亿元对总股本稀释率为 2.54%,对流通盘的稀释率为 3.83%,对股本的摊薄压力较小。观点 我们预计信服转债上市首日价格在 118.37~131.88 元之间,我们预计中签率为 0.0040%。综合可比标的以及实证结果,考虑到信服转债的债底保护性一般,评级和规模吸引力一般,我们预计上市首日转股溢价率在 25% 左右,对应的上市价格在 118.37~131.88 元之间。我们预计网上中签率为 0.0040%,建议积极申购。深信服专注于软件和信息技术服务行业,致力于让政府部门、事业单位和各类企业等在内的企业级用户的 IT 更简单、更安全、更有价值。公司从 2012 年开始布局云计算业务,目前已完成企业级云、专属云、桌面云三朵云的业务布局。2018 年以来公司营收稳步增长,2018-2022 年复合增速为 23.14%。自 2018 年以来,公司营业收入总体呈现稳步增长态势,同比增长率有所下降,2018-2022 年复合增速为 23.14%。2022 年,公司实现营业收入 74.13 亿元,同比增加 8.93%。与此同时,归母净利润先增后减,2018-2022 年复合增速为-24.68%。2022 年实现归母净利润 1.94 亿元,同比减少 28.84%。公司营业收入全部来源于主营业务,公司聚焦网络安全、云计算和物联网三大类业务,主营业务突出。公司销售净利率出现下滑,毛利率相对稳定,销售费用率和管理费用率有所上升,财务费用率下降。2018-2023Q1,公司销售净利率分别为 18.71%、16.53%、14.83%、4.01%、2.62%和-33.97%,销售毛利率分别为 73.32%、72.19%、69.98%、65.49%、63.82%和 62.11%。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 20230727: 阳谷转债: 橡胶助剂龙头企业

事件 阳谷转债(123211.SZ)于 2023 年 7 月 27 日开始网上申购:总发行规模为 6.50 亿元,扣除发行费用后的募集资金净额用于年产 65,000 吨高性能橡胶助剂及副产资源化项目。当前债底估值为 83.79 元, YTM 为 3.18%。阳谷转债存续期为 6 年,东方金诚国际信用评估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%、2.00%、2.50%,公司到期赎回价格为票面面值的 115.00% (含最后一期利息),以 6 年 AA-中债企业债到期收益率 6.33% (2023-07-25) 计算,纯债价值为 83.79 元,纯债对应的 YTM 为 3.18%,债底保护一般。当前转换平价为 101.8 元,平价溢价率为-1.78%。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 02 月 02 日至 2029 年 07 月 26 日。初始转股价 9.91 元/股,正股阳谷华泰 7 月 25 日的收盘价为 10.09 元,对应的转换平价为 101.82 元,平价溢价率为-1.78%。

转债条款中规中矩，总股本稀释率为 13.94%。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 9.91 元计算，转债发行 6.50 亿元对总股本稀释率为 13.94%，对流通盘的稀释率为 14.39%，对股本有一定的摊薄压力。观点 我们预计阳谷转债上市首日价格在 120.49~134.23 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，考虑到阳谷转债的债底保护性一般，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 25%左右，对应的上市价格在 120.49~134.23 元之间。我们预计网上中签率为 0.0024%，建议积极申购。山东阳谷华泰化工股份有限公司是中国橡胶助剂行业骨干企业、中国橡胶工业协会橡胶助剂专业委员会副理事长单位、国家橡胶助剂工程技术研究中心依托单位、国家高新技术企业。公司主要产品为广泛应用于橡胶、轮胎、胶管、胶带等行业的防焦剂、促进剂、加工助剂、预分散体化学品等种类齐全的橡胶助剂产品。公司曾获“全国民营化工优秀企业”、“省级星火示范企业”等荣誉称号。2018 年以来公司营收稳步增长，2018-2022 年复合增速为 14.01%。自 2018 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“V 型”波动，2018-2022 年复合增速为 14.01%，主要由硫化助剂体系、加工助剂体系和防护蜡体系产品销售收入增加所致。公司主要产品为硫化助剂体系、加工助剂体系、胶母粒体系、防护蜡体系，公司其他产品主要包括研发产品、贸易品及副产品等。2020-2022 年硫化助剂体系和加工助剂体系实现的销售收入合计占当期主营业务收入的比例均在 80%左右，为公司主营业务收入的主要来源。公司销售净利率和毛利率维稳，销售费用率下降，财务费用率和管理费用率维稳。2018-2022 年，公司销售净利率分别为 17.64%、9.15%、6.47%、10.50%和 14.65%，销售毛利率分别为 32.54%、24.13%、19.46%、22.84%和 27.67%。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 20230727：聚隆转债：改性材料重要企业

事件 聚隆转债(123209.SZ)于 2023 年 7 月 26 日开始网上申购：总发行规模为 2.19 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于年产 5 万吨特种工程塑料及改性材料生产线建设项目、年产 30 吨碳纤维复合材料生产线建设项目。当前债底估值为 72.48 元，YTM 为 2.97%。聚隆转债存续期为 6 年，中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为 A+/A+，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.3%、0.5%、1.0%、1.5%、2.5%、3.0%，公司到期赎回价格为票面面值的 113.00% (含最后一期利息)，以 6 年 A+ 中债企业债到期收益率 8.76% (2023-07-25) 计算，纯债价值为 72.48 元，纯债对应的 YTM 为 2.97%，债底保护一般。当前转换平价为 104.1 元，平价溢价率为 -3.94%。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 02 月 01 日至 2029 年 07 月 25 日。初始转股价 18.27 元/股，正股南京聚隆 7 月 25 日的收盘价为 19.02 元，对应的转换平价为 104.11 元，平价溢价率为 -3.94%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 9.99%。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 18.27 元计算，转债发行 2.19 亿元对总股本稀释率为 9.99%，对流通盘的稀释率为 12.28%，对股本摊薄压力较小。观点 我们预计聚隆转债上市首日价格在 118.15~131.89 元之间，我们预计中签率为 0.0008%。综合可比标的以及实证结果，考虑到聚隆转债的债底保护性

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 118.15~131.89 元之间。我们预计网上中签率为 0.0008%，建议积极申购。南京聚隆科技股份有限公司是中国高铁及轨道交通尼龙改性材料的主要供应商，是中国汽车用尼龙、聚丙烯、塑料合金改性材料的重要供应商。公司拥有高性能改性尼龙、高性能工程化聚丙烯、长玻纤增强复合材料、高性能塑料合金和塑木环境工程材料等产品系列群，另有热塑性弹性体、功能性母粒、碳纤维复合材料等新产品。公司产品广泛应用于汽车、高铁及轨道交通、电子电器、仪器仪表、机械、体育休闲等领域。2018 年以来公司营收整体呈上升趋势，2018-2022 年复合增速为 13.80%。2022 年，公司实现营业收入 17.08 亿元，同比增加 2.90%。与此同时，公司归母净利润波动较大，2018-2022 年复合增速为 24.55%。2022 年公司实现归母净利润 5540.40 万元，同比增长 74.32%。公司的主要营收构成变动较小，公司核心产品为高性能改性尼龙以及高性能工程化聚丙烯，其他主营产品包括塑木环境工程材料、材料贸易与高性能合金及其他材料。2020-2022 年，高性能改性尼龙和高性能工程化聚丙烯两项产品收入之和占营业收入的比重各年均均在 80% 左右，其中高性能改性尼龙占比逐年增加，高性能工程化聚丙烯的占比有所减少。公司销售净利率和毛利率、管理费用率波动较大，销售费用率整体下降，财务费用率保持稳定。2018-2022 年，公司销售净利率分别为 2.21%、3.06%、5.38%、1.83% 和 3.15%，销售毛利率分别为 13.04%、15.93%、18.36%、11.55% 和 13.10%。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

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PE4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PE12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

百度集团-SW（09888.HK）：2023Q2 业绩前瞻：广告业务持续复苏，云业务短暂承压

投资要点 业绩前瞻：我们预计公司 2023Q2 收入 330 亿元，同比增长 11.4%；其中，百度核心收入 255 亿元，同比增长 10%；爱奇艺收入 77.81 亿元，同比增长 16.9%。预计公司 Non-GAAP 经营利润 63.7 亿元，其中百度核心 Non-GAAP 经营利润 57.8 亿元，百度核心 Non-GAAP 经营利润率 22.7%。预计公司 Non-GAAP 净利润 59.6 亿元；其中百度核心 Non-GAAP 净利润 55.3 亿元，百度核心 Non-GAAP 净利率 21.7%。百度核心收入略不及此前预期，主要由于云业务短期承压：预计 2023Q3 百度核心收入 255 亿元，同比增长 10%，主要受益于旅游、医疗等线下行业的恢复；其中云计算业务由于受到智能交通项目预算收紧及回款问题等影响，预计同比增长在低个位数；预计 2023H2 云计算业务将实现双位数增长。长期来看，AI 技术的发展和应用将提升云业务使用量；同时，标准化解决方案的推行将有助于提升云计算业务利润率。AI 政策面积极，文心大模型稳健发展，预计 2023 年对公司营收贡献较小。2023 年 7 月网信办等七部门联合发布《生成式人工智能服务管理暂行办法》，总体定调鼓励，强调安全、包容审慎和分类分级监管。根据 IDC 最新发布的《AI 大模型技术能力评估报告，2023》，百度 AI 大模型整体竞争力位于领先水平，在模型能力、工具平台、生态布局以及行业覆盖上优势明显，并已提前进入商业化落地探索阶段。且在 2023 年 WAIC 大会上，百度被授予国家人工智能标准化总体组大模型专题组联合组长单位，将积极参与和推动人工智能大模型标准化的顶层设计和规则研制，牵引提升我国大模

型产业高质量发展。盈利预测与投资评级：我们看好宏观环境恢复对公司核心广告业务的促进，也看好公司在生成式 AI 的投入和先发优势。我们将公司 Non-GAAP 净利润由 245/280/310 亿元调整至 247/271/300 亿元，对应 2023 年 Non-GAAP PE 为 15 倍，维持“买入”评级。风险提示：政策风险，技术发展不及预期风险，自动驾驶技术风险，市场竞争风险。

（证券分析师：张良卫 研究助理：何逊玥）

国际医学（000516）：综合医院稀缺标的，特色专科未来可期

投资要点 投资逻辑：（1）营利性三甲综合医院属于极具稀缺性的标的，壁垒高且具有刚性需求；（2）核心综合医院软硬件优势显著，高投入后进入爬坡收获阶段，下半年有望迎来单月盈亏平衡拐点；（3）长期来看，聚焦“综合+特色专科”，万张床位带来翻倍以上收入空间，特色专科有望带来第二增长曲线。高水平医疗资源供不应求，公司立足陕西西安，进一步辐射中西部地区。我国三级医院病床长期处于接近饱和或超负荷状态，2021 年末，三级医院数量仅为医院总数的 8.96%，却承担了 57.47% 的诊疗和 55.81% 的住院需求。西安是西北地区人口中心，医疗服务市场需求大，但人均医疗资源供给不足。此外，西安国际医学城所在地西安市高新核心片区的快速建设，带来对医疗机构等配套设施的强烈需求。同时，西安对省内及周边患者吸引力强，具有一定辐射作用。2023 年以来，公司外地患者占比提升至 30%，高于疫情前水平。医疗资源的供需状况为公司进一步区域发展提供巨大机遇，公司有望逐步发展成为面向中国中西部地区的优质医疗服务中心。公司核心综合医院软硬件优势显著，高投入后进入爬坡收获阶段。公司旗下高新医院和中心医院硬件齐备精良、军队医院改制背景储备丰富专家资源，品牌力快速提升。高新医院是中国首家社会资本兴办三甲医院，二期启用后床位提升至 1500 张；国际医学中心医院于 2021 年 5 月以高分成绩通过 JCI 认证，规划床位充足，达 5037 张。2023 年以来两大核心医院体现出较强的品牌力和业绩韧性。此外，国际康复医学中心（国际医学中心医院北院区）已经试运营，3600 张床位投入后公司床位则超万张，万张床位的爬坡奠定了未来业绩增长的基础。我们假设高新医院/中心医院南、北院区的满负荷单床产出分别为 100/120/70 万元，则万张床位全部投入使用时为公司带来收入达百亿元，较 2022 年 27 亿元的收入体量具有较大增长空间。公司聚焦“综合医疗+特色专科”，特色专科有望带来第二增长曲线：公司积极布局医美、辅助生殖、康复和高端品质医疗项目等消费属性较强的医疗服务业务，牌照资源优势成为新业务落地的助推器。2022 年 10 月公司获批常规体外受精胚胎移植及卵胞浆内单精子显微注射技术业务，具备每年 4 万例 IVF 周期运行能力，有望满足日益增长的区域辅助生殖需求；肿瘤治疗方面，中心医院于 2020 年 10 月获得“质子放射治疗系统”配置许可，成为西北唯一一家获得许可的医疗机构，预计 2025 年建成，将为肿瘤患者提供精准化的医疗服务。此外，公司旗下中心医院和高新医院成为中国第二、三家妙佑医疗联盟成员医院，旗下医院业务结构有望向疑难重症、中高端项目倾斜，提高行业影响力，优化业务结构，提高盈利能力。盈利预测与投资评级：我们预计 2023-2025 年归母净利润为 -1.17/2.25/4.82 亿元，2024/2025 年对应当前市值的 PE 为 90/42X。公司作为民营综合医院稀缺标的，核心医院进入爬坡收获阶段，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：市场竞争加剧下床位爬坡不及预期风险，政策风险等。

（证券分析师：朱国广 证券分析师：冉胜男）

顶点软件（603383）：金融信创拐点机遇，以点带面弯道超车

投资要点 公司概况:国内领先的平台型金融IT服务商:公司成立于1996年,聚焦金融科技行业,主要为证券、期货、大资管、银行、信托、要素市场等提供信息化业务。公司基于自主研发的3大平台,在集中运营、CRM领域处于行业领先,近年来在交易系统等关键领域的信创方面进展也引领行业。公司近年营业收入与利润增长趋势持续,在控人控费的管理下,人均创收、人均创利显著提升,盈利能力有望进一步释放。 行业趋势:金融科技投入强化,公司成长空间显著:2023年6月中证协《证券公司网络和信息安全三年提升计划(2023-2025)》要求券商信息科技平均投入金额不少于2023年至2025年平均净利润的10%或平均营业收入的7%。据中证协,2021年证券业IT投入总金额为338.20亿元(yoy+28.7%),IT投入营收占比由2018年4.9%提升至2021年6.7%。目前IT投入规模前十名的券商只有3家IT投入/营收占比超过6%,其他基本在3%左右,头部机构IT投入提升仍有空间。未来,业务环境变化、政策机制变化有望进一步催化金融机构加强IT投入实现转型。 变革加速:金融信创进入深水区,实质性推进箭在弦上:2027年是信创全面替代的关键节点,替换比例(23年50%+IT投入信创)和替换内容(实质性核心系统替换)要求不断深化,金融信创2025年有望实现显著进展。金融信创已进入深水区,重要系统的实质替换关键在于数据库的换代升级,集中交易系统更依赖数据库的性能和高可靠数据存储。 拐点机遇:十年磨一剑,信创弯道超车:信创变局下,公司凭借先发优势和技术路线优势有望弯道超车。1)先发优势:顶点2013年开始自行研发内存数据库HyperDB,2015年联合东吴证券进行全信创的A5交易系统的研发,2020年6月全面上线至今已顺利运行3年时间;目前A5还在东海证券、华宝证券、麦高证券上线,信创案例全行业最多。2)技术路线:公司确立分布式路线较早,内存路线也已打磨14年时间,存算分离架构弱化数据库作用,交易期间的性能部分由内存数据库替代,交易结束后的查询等存储功能由国产信创数据库替代,较好地解决了数据库性能和可靠性的问题。目前顶点在核心交易系统信创领先优势显著,有望以点带面切入新客户替换,弯道超车带动全业务信创落地。 盈利预测与投资评级:考虑到金融信创的带动以及证券IT行业的快速发展,我们预测公司2023-2025年收入7.9/10.2/13.0亿元;归母净利润2.3/3.1/4.0亿元,yoy+39.7%/+33.6%/28.2%。分别对应EPS1.36/1.81/2.32元,对应41/31/24倍PE。首次覆盖,给予“买入”评级。 风险提示:下游行业压缩IT开支;市场竞争加剧;信创推进不及预期。

(证券分析师:王紫敬 证券分析师:李康桥)

宏发股份(600885):2023年半年报点评:扣非利润略超预期,新能源领域高增持续

投资要点 2023H1营收同比+14%,归母净利润同比+14%、扣非归母同比+25%,归母净利润符合市场预期,扣非利润略超市场预期。公司2023H1实现营业收入66.72亿元,同比增长13.68%;实现归母净利润7.06亿元,同比增长13.75%。其中2023Q2实现营业收入33.92亿元,同比增长13.29%,环比增长3.43%;实现归母净利润3.81亿元,同比增长11.61%;实现扣非归母净利润4.48亿元,同比增长33.14%,扣非利润略超市场预期。 毛利率明显恢复,归母净利率基本持稳。23H1毛利率为35.01%,同增2.03pct,23Q2毛利率36.06%,同增3.54pct,环增2.07pct,主要系大宗商品和海运价格回落、汇率正向影响及业务结构持续优化。2023H1归母净利率为10.58%,同增0.01pct,2023Q2归母净利率11.23%,同降0.17pct。2023H1期间费用为10.7亿元,同比+18.05%,期间费用率为16.10%,同比+0.60pct。其中,销

售/管理/研发/财务费用率分别为 3.31%/8.60%/4.23%/-0.04%，分别同比+0.23pct/+0.57pct/+0.34pct/-0.55pct，美元升值带来的汇兑损益带动财务费用率明显下降。新能源相关继电器维持高增，海外工厂进展顺利保证未来发展。1) 电动车高压直流受益国内外头部客户较好表现，海外客户业务存在波动，预计 H2 随国内外新车型发布重启快增长。2) 储能及充电桩继电器成为新增点，中高端市场逐步起量。3) 新定点众多，海外工厂进展顺利，有望进一步提升公司所占份额，贡献中长期增量。传统行业 H1 表现稳健、体现龙头 α 、H2 需求有望底部向上。1) 电力表现突出，虽然国内需求下滑但公司份额稳定，而疫情后海外智能电表投资重返高景气，海外份额明显提升，我们预计全年有望实现 20-30% 增长。2) 功率/汽车/工业/信号/低压电器表现稳健，传统行业上半年需求承压、去库仍在继续，公司凭借自身 α 抵抗经济周期：1. 拓展应用领域至新能源、智能灯控等（功率、信号、低压）；2. 拓展增量市场（汽车布局韩国、南美市场，低压电器海外与海外龙头企业取得重要合作）

盈利预测与投资评级：我们维持 2023-25 年归母净利润为 15.6/19.1/23.3 亿元，同比分别+25%、+22%、+22%。公司 23H1 高压直流和新能源继电器收入占比达到 30%+，利润占比预计更高，后续会带来利润弹性，因此给予 24 年 28 倍 PE，对应目标价 51.2 元，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济下行，原材料涨价超市场预期等

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：谢哲栋）

小鹏汽车-W (09868.HK)：小鹏+大众开启合作新模式，打开长期空间

投资要点 事件要点：大众汽车品牌与小鹏汽车签署【长期技术合作框架协议】，为快速增长的中国电动出行市场推出更多车型。具体合作细则：大众汽车集团将向小鹏汽车增资约 7 亿美元，以每 ADS(*)15 美元的价格，在交易完成后持有小鹏汽车约 4.99% 的股权。在战略技术合作方面，XPENG 和大众汽车集团将利用各自的核心能力和 Xpengs G9 平台以及 Connectivity 和 ADAS 软件，共同开发两款 B 级电池电动汽车(BEV)车型，以大众汽车品牌在中国市场销售。这些车型预计将于 2026 年开始生产（例如开始生产，SOP），补充大众品牌现有产品组合，同时在快速增长的中国电动出行市场开拓更多细分及客户群体。产业新老玩家联合开发，自主品牌技术具备全球影响力，有望开启小鹏自身技术/销量/品牌力的正循环。本次小鹏和大众战略技术合作的目标是利用彼此的互补优势，建立长期的双赢战略合作伙伴关系；此外，双方将在多个领域探索其他潜在的战略合作，包括未来电动汽车平台、软件技术和供应链方面的合作。双方合作对行业的影响：具有里程碑意义。预示着中国汽车品牌在电动智能车时代已经具备全球重大影响力。大众作为油车时代的世界龙头之一，在这轮全球汽车技术变革需要拥抱中国汽车品牌方可加快自身转型步伐。对小鹏的影响：全球影响力质的上升和自身正循环的强化。1) 得到大众的认可对小鹏全球影响力上升的验证。2) 商业模式的创新，不仅是短期财务投资，而是长期深度合作。3) 2024 年或贡献技术收入服务，后续费用或与新车型的销量相关。4) 自动驾驶/供应链进一步深度合作，打开规模效应的空间。5) 长期有望助推小鹏的全球化进程。对供应链的影响：小鹏汽车有望吸收大众供应链优势能力，带动原有大众供应链一起成长；并助力于改善自身原有供应链管理体系。盈利预测与投资评级：鉴于公司智能化技术先发优势+组织架构革新+G6 为代表的新一轮新车陆续上市，与大众建立长期战略合作关系，软件持续创收，我们上调公司 24-25 年营收及利润预期，23 年维持不变，我们预计公

司 23-25 年营收 261.4/540.0/770.0 亿元(原为 261.4/512.2/746.0 亿元), 归母净利润-70.3/-32.5/2.8 亿元(原为-70.3/-52.0/-16.4 亿元), 对应 PS 为 3.7/1.8/1.3 倍。考虑智驾算法能力领先以及长期软件供应持续收费, 我们认为公司应该享受更高估值, 对比行业领先企业特斯拉 PS, 给予小鹏汽车 2024 年 5X 目标 PS, 对应目标价 170.25 港币, 当前股价 60.5 港币(2023 年 7 月 27 日), 维持“买入”评级。风险提示: 乘用车价格战超预期; 终端需求恢复低于预期; L3 级别自动驾驶政策推出节奏不及预期等。

(证券分析师: 黄细里 证券分析师: 杨惠冰)

高测股份(688556): 2023 年半年报业绩预告点评: 业绩预告超预期, 设备&金刚线&代工业务三轮驱动夯实业绩

投资要点 公司产品竞争力持续领先, 业绩实现高速增长: 2023H1 公司归母净利润 7.0-7.2 亿元, 同比+195%-204%; 扣非净利润 6.8 亿元-7.0 亿元, 同比+192%-201%。2023Q2 实现归母净利润 3.7-3.9 亿元, 同比+161%-175%, 环比+9%-15%, 中位数为 3.8 亿元, 同比+168%, 环比+12%; 扣非净利润 3.5-3.7 亿元, 同比+160%-174%, 环比+8%-15%, 中位数为 3.6 亿元, 同比+167%, 环比+11%。我们预计 Q2 业绩预告中值 3.8 亿元主要构成为: (1) 硅片代工 6GW, 单 GW 盈利 1500 万, 贡献盈利 0.9 亿; (2) 切片设备收入 6 亿, 净利率 15%, 贡献盈利 0.9 亿; (3) 金刚线出货(自用+外销) 1600 万公里, 单公里净利 11 元, 贡献盈利 1.8 亿; (4) 创新业务收入 0.6 亿, 净利率 30%, 贡献盈利 0.2 亿。切片代工模式加速渗透, 客户需求饱满: (1) 公司切片代工总产能规划 102GW, 不排除后续继续上调产能规划的可能性。按照当前规划, 我们预计公司 2022-2024 年底总产能分别达到 21GW、38GW、77GW, 考虑到产能爬坡, 我们预计 2022-2024 年出货量分别为 10GW、28GW、60GW。随着硅料报价逐步见底, 硅片价格企稳, 我们认为高测的切片代工净利润有望维持在 1000-1500 万/GW。(2) 我们认为短期高测受益于行业集中度分散, 长期受益于产业分工趋势。目前公司客户逐步从硅片行业新玩家延伸至行业头部玩家; 中长期看, 硅料产能释放后, 硅片行业将进入买方市场。我们认为供给紧张阶段行业倾向于走垂直一体化路线; 进入买方市场后, 企业会更加注重自己的优势环节以获得更强的研发效率, 产业分工日益明确, 高测在单一环节投入大量研发可以建立低成本技术壁垒, 后续通过规模优势进一步提高竞争力。N 型电池片推动薄片化加速, 薄片化时代将进一步印证高测切片优势: 技术角度, 高测的切片设备+金刚线均处于行业领先, 形成设备+耗材+工艺闭环后不断强化 knowhow, 高测尤其在先进薄片切片机及细线上的研发优势明显, 目前公司已大批量导入 31、32 碳钢金刚线, 正在试用 30 线。我们认为 2023 年【供给端】石英坩埚紧缺导致硅棒有限+【需求端】可适配薄片的 N 型电池加速渗透, 均会推动薄片化进展加速, 届时将进一步巩固高测切片工艺的领先优势。盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2023-2025 年的归母净利润为 13.5/17.8/21.6 亿元, 对应 PE 为 12/9/7 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 下游扩产不及预期, 研发进展不及预期。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 刘晓旭
研究助理: 李文意)

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>