

# 东吴证券晨会纪要

## 东吴证券晨会纪要 2023-08-01

### 宏观策略

2023年08月01日

#### 宏观点评 20230731: 7月PMI: 天真的要亮了吗?

市场依旧沉浸在政治局后对于地产和顺周期的乐观中,从这个角度看7月PMI的数据可能并不重要——当前“强预期”明显更加重要。不过当情绪逐步回落之后,我们还是要从经济基本面中寻找一些确定性线索。我们认为主要有三条:第一,不得不承认的是虽然制造业在筑底,但非制造业的降温比较意外,经济的“天亮”可能不会那么快;第二,民企似乎出现了明显的好转,政策密集出台、汇率此前持续贬值的效果似乎开始显现;第三,从短周期看,我们可能即将结束主动去库存,而某些行业会率先发力,这一轮主要关注中游制造行业。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。

晨会编辑 张良卫

执业证书: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

#### 宏观周报 20230731: 美欧加息的“终点站”? —海外宏观经济周报

本周海外大事不断,不仅欧美央行举行了议息会议,而且美国公布了二季度GDP的初值、PMI以及消费者信心指数;欧洲方面本周也重点出炉了PMI数据。美联储加息接近“收尾”,欧央行“还在路上”。美联储在6月“跳”过一次后7月如期加息25bp,市场表现的很“冷漠”。市场已经充分定价了本次是最后一加,却基本忽视了会议中释放的一个重点信号是年内仍有再加一次的可能性,且节奏很可能会变成“两议一加”,而这一切都取决于数据疲软的持续性如何。与之不同的是欧央行,当前欧元区面临的窘境是高通胀+弱增长,这致使欧央行在政策上的腾挪空间正在被快速挤压。针对限制性水平的表述,会上从“达到足够”转为“处于足够”,这让市场开始“鸽”派解读。但在抗通胀远未胜利之时,欧央行未来“依赖数据”,加息是继续还是暂停,下一步“迷雾重重”。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。

#### 宏观周报 20230730: 一文读懂政策性开发性金融工具

目前距离政策性开发性金融工具的开启已有一年之久。根据最新报道,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%。而随着政策性开发性金融工具政策效能释放的空间逐步变窄,准财政工具扩容的必要性也愈发明显。时隔一年,我们可以通过回顾政策性开发性金融工具,了解其对“稳定经济大盘”到底起了多大的作用。本周高频数据显示:供需两端景气表现分化。需求端汽车零售同比翻正,暑期电影票房同比高增,高温及台风影响下的人流量依旧不弱,货运继续维持恢复态势。新房销售略有回升,二手房并无明显改观。供给端建筑业生产节奏有所加快,汽车业和纺服业生产均放缓。猪价明显回升,工业品价格普涨。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。

#### 宏观点评 20230730: 地产政策最新调整的五个关键问题

自7月政治局会议定调“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势”以来,部委和多地对于房地产政策的表态“忽如一夜春风来”。

如图 1 所示，7 月 27 日住建部的适时发声给各地落实新一轮房地产政策优化调整吃下“定心丸”，尤其是四个一线城市中，北京、广州、深圳均结合住建部的表态及时跟进。这在 2017 年以来历次地产政策松绑中是十分罕见的。那么，当前这轮房地产政策放松究竟何去何从？我们列出了与之相关的五个关键问题。风险提示：海外货币政策收紧下外需回落，海外经济提前进入显著衰退，严重拖累我国出口。地产政策出台速度不及预期。

### 宏观深度报告 20230730：一文读懂工业企业去库周期

积极的信号似乎在不断出现：7 月政治局会议的论调无疑是积极的，政策对于稳增长的诉求在上升，除此之外 6 月 PPI 可能阶段性见底、工业企业利润的同比跌幅明显收窄，我们可能正在接近困扰今年经济的主动去库存的尾声，那么经济和市场会如何向下一阶段切换呢？本文梳理了 2000 年以来历次库存周期中主动去库向被动去库转变过程的经济背景，作为本轮库存周期的借鉴。我们发现在多轮周期中，需求端或供给端刺激政策的推出可促进主动去库向被动去库的过渡。历史上主动去库周期平均维持时间约为 11 个月，而现在所处的主动去库已长达 13 个月，内外需偏弱的情况下或许总量政策的适量、适时推出才能加快此轮库存周期中向被动去库的过渡。风险提示：政策推进不及预期，工业企业复苏不及预期，疫情二次冲击风险对出口造成拖累。

### 固收金工

#### 固收点评 20230731：PMI 回升，经济延续弱恢复态势

制造业景气度小幅修复，需求端疲软态势有所缓解，价格指数低位回升。非制造业整体扩张有所放缓，建筑业受冲击大于服务业。制造业 PMI 小幅回暖但仍位于收缩区间，非制造业 PMI 维持在扩张区间但复苏斜率有所放缓。整体来看，7 月需求恢复动能仍不足，非制造业虽然韧性较强但下行压力依然存在。随着经济复苏进入常态化和稳增长政策出台，内需不足的问题有所改善，但在外需拖累加大的情况下，内生动能仍有待巩固增强。我们认为 2023 年宏观政策整体预计将以稳增长为导向，延续相对宽松的基调，利率波动或将加大，但暂没有超预期上行风险。

#### 固收周报 20230731：反脆弱：近期活跃转债分析

本周（7 月 24 日-7 月 28 日）权益市场整体上涨，全指数收涨；中证转债指数上涨 1.35%。

#### 固收周报 20230730：如何看待 2023 年 8 月的流动性情况？

2023 年 8 月流动性是否存在压力：从实体经济角度而言，超额准备金是真正意义上的“高能货币”。 $\Delta$ 超额准备金 =  $\Delta$ 基础货币 -  $\Delta$ 货币发行 -  $\Delta$ 法定存款准备金 =  $\Delta$ 外汇占款 +  $\Delta$ 对其他存款性公司债权 -  $\Delta$ 财政存款 -  $\Delta$ MO -  $\Delta$ 法定存款准备金。影响超储率的因素有五个：外汇占款、对其他存款性公司债权（主要关注央行公开市场操作）、财政存款、货币发行和法定存款准备金变动。下文将从五因素模型着手，对 2023 年 7 月流动性情况进行预测。（1）2023 年 8 月外汇占款环比减少约 28 亿元，对流动性略有负面影响。（2）7 月以来，资金面较为宽松，截止 2023 年 7 月 28 日，DR001 和 DR007 中枢分别为 1.46%、1.82%，低于政策利率。从公开市场操作来看，6 月央行投放力度超过历史同期，进入 7 月，流动性操作回归常态，截止 2023 年 7 月 29 日，央行净回笼 7650 亿元。（3）考虑到公共财政的季节性以及政府减税降费的操作，我们预计 2023 年 8 月份财政

存款净减少约 200 亿元，对流动性有一定的正面影响。(4) 2023 年 8 月 M0 环比增加 500 亿元左右。(5) 2023 年 8 月法定存款准备金约增加 5000 亿元。考虑财政存款、现金走款和银行缴准因素后，2023 年 8 月存在约 5300 亿元的流动性缺口，可通过公开市场投放充分补充。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，这一表述在后续的二季度货币政策例会、2023 年上半年金融统计数据发布会以及 2023 年 7 月政治局会议中被重复提及，为货币政策进一步发力打开空间，流动性压力总体可控。风险提示：变种病毒超预期传播、宏观经济增速不及预期、全球“再通胀”超预期、地缘风险超预期。

**固收点评 20230729：二级资本债周度数据跟踪（20230724-20230728）**

本周（20230724-20230728）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 2 只，发行规模为 7.00 亿元，较上周减少 1.00 亿元。二级资本债周成交量合计约 1711 亿元，较上周增加 497 亿元。

**固收点评 20230729：绿色债券数据周度跟踪（20230724-20230728）**

本周（20230724-20230728）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 21 只，合计发行规模约 129.22 亿元，较上周增加 25.01 亿元。绿色债券周成交额合计 489 亿元，较上周减少 128 亿元。

**固收点评 20230728：金铜转债：铜加工行业龙头企业**

我们预计金铜转债上市首日价格在 118.69~132.23 元之间，我们预计中签率为 0.0050%。

**行业**

**推荐个股及其他点评**

**宋城演艺（300144）：主题公园进入平台化阶段，文化演艺龙头迎来复苏**  
 盈利预测与投资评级：公司作为中国旅游演艺龙头公司，以“主题公园+文化演艺”模式不断扩张，定位独特形成优秀项目模型，运营迭代保持领先，随着旅游演艺行业重回轨道，公司有望在疫后快速恢复盈利能力。考虑到宋城演艺商业模式较为独特，少有可比公司，疫情前宋城演艺的 PE-Forward 在 20-35 倍区间，我们预测宋城演艺 2023-2025 年归母净利润分别 9.26/13.31/16.24 亿元，对应 PE 估值为 37/26/21 倍，2024 年对应估值相比疫情前估值区间为合理偏低，维持“增持”评级。风险提示：在建项目建设进度不及预期，新项目业绩爬坡不及预期，行业竞争加剧等。

**恩华药业（002262）：2023 年中报点评：业绩稳健增长，新产品持续兑现**  
 我们预计，公司基本维持 2023-24 年归母净利润 11.1/13.8，将 2025 年归母净利润由 17.6 亿元下调至 16.9 亿元，当前市值对应 PE 为 22/18/15 倍。由于：1) 新品上市，驱动业绩加速；2) 镇痛药物矩阵初成，创新药即将进入后期；3) 高壁垒赛道稀缺标的；4) 集采利空出清，长逻辑通顺，维持“买入”评级。

**东华能源（002221）：PDH 行业景气回升，副产氢能利用再起航**

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4.2/10.2/15.2 亿元，按 2023 年 7 月 28 日收盘价计算，对应 PE 为 33.6/14.0/9.3 倍。PDH 产业链景气回升，茂名项目有序推进，看好公司氢能转型背景下的发展机遇，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：项目审批受阻或投产进度推迟，需求复苏弱于预期，丙烷价格大幅上涨，PDH 扩产导致竞争加剧。

**传音控股 (688036): 二季度业绩同比大增, 多元化布局奠定长期成长基础**

事件: 公司发布 2023 年半年度业绩预增公告 Q2 单季业绩创历史新高, 盈利能力持续提升: 公司初步测算 2023 上半年营收 250.3 亿元左右, 同比增长 8.3%左右, 归母净利润 21.0 亿元左右, 同比增长 27.1%左右, 扣非归母净利润 17.7 亿元左右, 同比增长 23.5%左右; 其中二季度单季营收 157.6 亿元左右, 同比增长 30.7%左右, 归母净利润 15.8 亿元左右, 同比增长 83.9%左右, 扣非归母净利润 14.7 亿元左右, 同比大增 102.5%左右。23Q2 单季营收与净利润创历史新高, 且归母净利润近六个季度以来首次恢复同比正增长, 主要原因在于新兴市场国家整体经济环境略有改善, 公司持续开拓新兴市场及推进产品升级, 总体出货量有所增长(根据 Canalys 数据, 23Q2 传音手机出货量 2270 万部, 同比增长 22%, 跃居全球前五), 同时产品结构持续升级以及成本优化带来盈利能力的持续提升。盈利预测与投资评级: 我们基于公司二季度手机出货量超预期, 以及产品结构持续升级带来盈利能力的提升等因素, 上修 23-25 年盈利预测分别为 44/55/67 亿元(前值为 41/52/64 亿元), 对应 PE 分别为 25/20/17 倍, 上调至“买入”评级。

**海底捞 (06862.HK): 2023H1 业绩超预期, 哪些方面值得关注?**

事件: 公司发布正面盈利预告, 2023H1 持续经营收入不低于 188 亿元 (YoY+23.7%, 收入符合我们预期), 持续经营业务净利润不低于 22 亿元 (超预期)。收入端: 客流量增加, 翻台率提升。1) 新冠疫情管控措施取消后购物中心客流自然复苏, 叠加公司上半年屡推新品引流、上线抖音团购套餐、大学生客流提升等因素, 翻台率提升明显。(我们预计 2023H1 翻台率达到 3.3~3.4 次/天)。2) 硬骨头计划下部分先前关停门店重开后, 餐厅数量增加亦对公司收入产生正向影响, 我们预计 2023H1 净开店约 20 家左右 (含新开及硬骨头计划复开门店)。业绩端: 高经营杠杆之下翻台率提升叠加降本增效持续。1) 餐饮高经营杠杆属性使得上半年翻台率提升带来利润率提升。2) 人力成本: 公司灵活用工比例提升至 30%, 节省了社保及员工住宿费用, 并可以根据业务周期和用餐高峰期灵活地调整员工数量。同时公司并采取岗位打通、一人多岗; 调整薪酬结构, 即店长底薪降低但分红比例大幅提升, 以期将店长利益跟门店经营更紧密绑定, 降本成效显著。3) 去年下半年以来启用物美价廉的外部食材供应链及今年原材料成本降低带来毛利率提升; 4) 我们预计业绩中包含非经常部分主要为汇兑收益、减值冲回, 合计约 3 亿元, 剔除后经营性净利润 19 亿, 对应经营利润率约 10.1%, 超越疫前水平。未来展望: 1) 2023H2: 火锅旺季来临叠加 7 月推出夜宵服务, 翻台率有望进一步上行, 同时运用大量暑期工有望进一步节省人力成本。2) 2024 年: 伴随复苏持续翻台率有望进一步提升并重回开店通道, 叠加翻台率提升, 收入增速或将快于今年, 利润率或因员工激励增强同比略有下降, 预计仍将维持在 10%上下。盈利预测与投资评级: 基于 2023H1 翻台率&业绩复苏超预期, 我们调整 2023-2025 年归母净利至 47/60/72 亿元 (前值为 38/55/71 亿元), 同比增长 187.1%/27.7%/20.0%, 当前收盘价对应 3 年动态 PE 为 21/17/14 倍。继续看好公司业绩弹性与较强确定性, 维持“买入”评级。

**同花顺 (300033): 2023 年中报点评: 期待市场活跃度回升及 AI 产品持续落地**

公司主业有望随资本市场活跃度提升迎来增长；AI 技术赋能主业，有望基于大模型结合应用推动业绩提升。考虑到上半年投资者增速放缓，市场活跃度同比下降，且公司持续加大 AI 等投入，我们将 23-25 年归母净利润从 22/25/29 亿元调整为 20/25/29 亿元，同比变动 17%/25%/17%，对应当前股价 PE 分别为 52/42/35 倍，维持“买入”评级。

**新澳股份 (603889): 弱 β 强 α 的低估值毛纺龙头，份额提升成长可期**

盈利预测与投资评级: 公司为国内毛精纺纱生产龙头，虽然所处赛道为小众细分领域、成长性有限，但行业格局相对清晰，公司羊毛和羊绒业务分别位于全球第二、第三地位。在公司自身战略变革下，羊毛业务以产促销、羊绒业务产能释放，同时在品牌重塑、产品多元化、客户拓展等方面积极进取，业绩有望保持持续稳健增长、市场份额有望进一步提升。上游原材料价格波动对公司毛利率影响较大，目前羊毛价格处相对低位、羊绒价格近年波动较小，在二者均不出现大幅下滑前提下，我们预计 23-25 年公司归母净利润分别为 4.64/5.54/6.58 亿元、分别同比 +18.9%/+19.5%/+18.7%、对应 PE 为 13/11/9X。我们认为公司 α 逻辑清晰，应在传统周期性纺织企业估值基础上给予溢价，当前估值偏低，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示: 市场需求波动、原材料价格大幅波动、产能扩张不及预期。

**中集车辆 (301039): 2023H1 业绩预告点评: Q2 利润增速超预期，北美业务持续靓丽**

考虑公司 Q2 出售子公司股权受益以及北美业务表现持续靓丽，我们上调公司 2023~2025 年盈利预测，归母净利润由 16.98/22.92/31.18 亿元上调为 26.71/23.63/32.73 亿元，分别同比 +139%/-12%/+38%，对应 EPS 分别为 13.32/1.17/1.62 元，对应 PE 估值分别为 10/12/8 倍，维持“买入”评级。风险提示: 国内物流行业复苏不及预期；海外经济波动超预期等。

**微软 (MSFT): FY2023Q4 业绩点评: 生成式 AI 最佳卡位公司，保持耐心及恒心**

盈利预测与投资评级: 微软至今已发布包括 Microsoft 365 Copilot, Dynamics365 Copilot, GitHub Copilot, Teams Premium, Azure OpenAI Services, Viva Sales 等在内的 AI 产品和服务，我们看好微软完善的软件生态和其在生成式 AI 领域的领先地位，保持耐心和坚定。我们将公司 FY2024-FY2025 年收入由 2449 亿/2852 亿美元调整至 2325/2617 亿美元，引入 FY2026 年收入预测 2999 亿美元，对应 FY2024-FY2026 净利润为 797/906/1050 亿美元，对应 FY2024 年 PE 为 31 倍，维持“买入”评级。风险提示: 市场竞争风险，AI 技术不及预期风险，IT 支出不及预期风险，反垄断监管风险，汇率变动风险。

**容百科技 (688005): 2023 年中报点评: Q2 盈利承压，业绩低于预期**

盈利预测与投资评级: 由于二季度业绩不及预期，我们下修公司 2023-2025 年归母净利润至 11.05/16.68/25.04 亿元(原预期 17.09/22.36/30.04 亿元)，同比 -18%/+51%/+50%，对应 PE 为 20x/13x/9x，考虑公司作为三元正极龙头，销量持续提升，海外布局优势明显，给予 2023 年 30xPE，目标价 73.5 元，维持“买入”评级。风险提示: 电动车销量不及预期，上游原材料价格大幅波动。

**威胜信息 (688100): 2023 半年报点评: 汇率因素和交付节奏影响 Q2 业绩释放，全年不改业绩高增长预期**

我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.12、1.46、1.88 元，PE 分别为

24、18、14 倍，公司业务布局和战略规划完全顺从于十四五期间电网产业发展趋势和方向——信息化智能化、市场化、外部化（从网内客户走向网外客户、从国内客户走向国外客户），坚定看好、维持“买入”评级。风险提示：行业需求下降、竞争加剧造成产品价格和毛利率持续下降等

**海油发展（600968）：海上油服领军企业，业务多元谋发展**

海油发展是拥有多元化业务的海上油服公司：公司具备综合性强、风险抵御能力强的双重业务竞争优势。首先，公司已形成三大核心业务板块：能源技术服务、能源物流服务、低碳环保与数字化业务，覆盖油气生产全环节；其次，得益于公司与中海油较高比例的关联销售和位处偏后端的油气生产环节，其主要业务毛利率对油价敏感性较弱。公司持续推动提质降本增效工作。以技术创新、数字转型、精益管理为抓手，多措并举顺利完成年度降本增效各项指标，保证公司生产经营再创佳绩。国际油价中高位运行+增储上产行动方案，奠定国内海洋油气及油服行业长期向好局面：1) 国际原油供需缺口偏紧，我们预计原油价格持续中高位运行，油气公司将继续推进油气生产，带动油服企业工作量提升。2) 2022 年我国原油进口依赖度高达 72%，我国持续推进能源安全战略，出台加大能源勘探力度的相关政策，未来国内油气市场有望扩容。3) 中海油“七年行动计划”继续落实，在母公司有明确的增储上产目标的背景下，公司工作量较为饱满，预计将带来可观的业绩增量。中海油资本开支稳定增长，助力公司业绩持续上升：2023 年中海油预计有 9 个新项目投产，其中：中国海域 5 个，中国陆上 1 个，海外 3 个，将支持公司油气产量和工作量的增长，带动公司业绩上升。海外方面，公司将跟随中海油资产布局走向海外，扩大海外影响力和知名度。国内方面，中海油加大南海开发，深水领域需要 FPSO 支持。目前公司服役中的 FPSO 共有 12 艘，且“智能化、数字化”FPSO“海洋石油 123”即将服役于陆丰 12-3 油田，为公司营收和利润率创造提升的空间。盈利预测与投资评级：我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别 28、29、35 亿元，同比增速分别 14%、6%、19%，按 2023 年 7 月 27 日收盘价计算，对应 PE 为 11、11、9 倍。考虑到公司受益于中海油高资本开支的投入，且公司业务多元谋发展，能够有效抵御油价波动的影响，我们看好公司发展前景，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：宏观经济波动风险；原油价格波动风险；市场竞争及经营风险。

**海吉亚医疗（06078.HK）：收购西安优质标的，下半年有望增长加速**

盈利预测与投资评级：考虑公司于 2023 年并购宜兴医院和长安医院，带来的业绩增厚及财务费用影响，我们预计 2023-2025 年公司收入为 43.68/63.35/79.76 亿元，2023-2024 年经调整净利润由 8.15/10.35 亿元调整至 8.01/10.66 亿元，预估 2025 年经调整净利润为 13.32 亿元，对应当前市值的 PE 估值分别为 36/27/22 倍。维持“买入”评级”。风险提示：医院扩张进度或不及预期；医院盈利提升或不及预期；政策的不确定性风险等。

## 宏观策略

### 宏观点评 20230731： 7月 PMI：天真的要亮了吗？

市场依旧沉浸在政治局后对于地产和顺周期的乐观中，从这个角度看7月 PMI 的数据可能并不重要——当前“强预期”明显更加重要。不过当情绪逐步回落之后，我们还是要从经济基本面中寻找一些确定性线索。我们认为主要有三条：第一，不得不承认的是虽然制造业在筑底，但非制造业的降温比较意外，经济的“天亮”可能不会那么快；第二，民企似乎出现了明显的好转，政策密集出台、汇率此前持续贬值的效果似乎开始显现；第三，从短周期看，我们可能即将结束主动去库存，而某些行业会率先发力，这一轮主要关注中游制造行业。7月 PMI 数据“何忧何喜”？在经济下行压力较大的情况下很难做到“面面俱到”，7月 PMI 数据显示经济仿佛陷入了“顾此失彼”的困境中。“喜”的是7月制造业 PMI 终于打破了“历史新低”的魔咒，不再延续前两个月刷新历史同期新低的现象。“忧”的是制造业稍有好转，但非制造业又“陷入泥潭”——7月建筑业 PMI 和服务业 PMI 各自刷新了历史同期新低。内需的激活使需求不足这一“症结”略有缓解。7月 PMI 延续了上月的边际上行态势，录得49.3%（环比+0.3pct），需求不足这一“症结”对制造业企业的影响有所缓解，但依然不够强。通过细项数据来看，内需的修复程度大于外需：7月代表内需的新订单指数为49.5%（环比+0.9pct），虽明显上升但仍低于荣枯线；代表外需的新出口订单指数为46.3%（环比-0.1pct），仍在荣枯线之下保持下降态势。需求端的修复迹象带动生产商采购意愿的增强。市场需求的回升巩固了企业生产意愿，7月 PMI 生产指数为50.2%，环比小幅下降0.1pct 但仍在景气区间。更明显的是7月 PMI 采购量较上月上升0.6pct，为近5个月以来首次出现环比正增长。结合生产端高频数据来看，7月高炉开工率处于历史同期较高位、同时电厂负荷率明显高于历史同期水平，均表明工业生产端并不弱。整体而言，制造业生产端的表现仍强于需求端。需求的好转带动价格的回升。7月 PMI 两大价格指数均明显上升：PMI 主要原材料购进价格指数为52.4%（环比+7.4pct）、出厂价格指数为48.6%（环比+4.7pct）。正如我们之前的报告所说，伴随着需求端的好转，价格对制造业企业的拖累将要收尾，企业利润有望进一步修复。主动去库或已接近尾声。历史上主动去库周期平均维持时间约为11个月，而现在所处的主动去库已长达13个月。根据库存周期轮动规律，以及7月政治局会议上对“活跃资本市场、提振投资者信心”的政策定调，我们判断本轮库存周期即将进入被动去库阶段。目前 PMI 新订单指数上行“苗头”初现，为“主动去库已近尾声”再添力证。制造业“感冒”还未痊愈，非制造业却又被“传染”。制造业 PMI 打破了“历史新低”的魔咒，可建筑业和服务业却又“陷入泥潭”。7月建筑业 PMI 和服务业 PMI 分别刷新了历史同期新低：建筑业 PMI 录得51.2%（环比-4.5pct）、服务业 PMI 录得51.5%（环比-1.3pct）。我们认为建筑业 PMI 下降幅度如此之大一定程度上是受到高温影响：在厄尔尼诺现象之下，我国气温也伴随着全球“发烧”。7月我国重点城市平均最高气温的“创新高”带来了7月建筑业 PMI 的“创新低”。不过除去气温影响，7月建筑业表现依旧低迷。随着建筑业和服务业的同步转弱，曾经非制造业是总量政策保持定力的理由，但现在也可能是政策不再“淡定”的信号。民营企业运行趋稳。7月继续延续了前两个月“大型企业 PMI 处于荣枯线之上，中小型企业 PMI 处于荣枯线之下”的态势，不过好消息是以民

营经济为主的中小企业有所好转：7 月中型企业 PMI 为 49%（环比+0.1pct）、小型企业 PMI 为 47.4%（环比+1.0pct）。目前小型企业供需两端均有好转，7 月政治局对“提振投资者信心”的提及、此前汇率的贬值以及支持民企政策的陆续出台有望为小型企业的平稳运行“保驾护航”。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 20230731：美欧加息的“终点站”？—海外宏观经济周报

本周海外大事不断，不仅欧美央行举行了议息会议，而且美国公布了二季度 GDP 的初值、PMI 以及消费者信心指数；欧洲方面本周也重点出炉了 PMI 数据。美联储加息接近“收尾”，欧央行“还在路上”。美联储在 6 月“跳”过一次后 7 月如期加息 25bp，市场表现的很“冷漠”。市场已经充分定价了本次是最后一加，却基本忽视了会议中释放的一个重点信号是年内仍有再加一次的可能性，且节奏很可能会变成“两议一加”，而这一切都取决于数据疲软的持续性如何。与之不同的是欧央行，当前欧元区面临的窘境是高通胀+弱增长，这致使欧央行在政策上的腾挪空间正在被快速挤压。针对限制性水平的表述，会上从“达到足够”转为“处于足够”，这让市场开始“鸽”派解读。但在抗通胀远未胜利之时，欧央行未来“依赖数据”，加息是继续还是暂停，下一步“迷雾重重”。“史诗级”加息难抑美国经济韧性，投资也开始发力。美国软硬数据均指向美国离衰退越来越远。首先是本周公布的二季度 GDP 初值大超预期 0.6%，录得 2.4%，消费仍是拉动 GDP 的一大主力，但可能更值得注意的是，二季度投资在房地产与制造业不同程度的企稳回暖的带领下，贡献由负转正，成为给 GDP 做贡献的另一大主力。地产投资+制造业投资共同带领美国经济走出衰退。首先虽然地产投资对固定资产投资的环比拉动在二季度尚未转正，但根据我们此前报告中所提出的，本次地产反弹主因在“弱供给”而非“强需求”。6 月营建许可及新屋开工数据均环比走弱。但其实通过季调后的数据来看，无论是发放的新屋许可证数量还是开工量，季环比在二季度是去年以来首次转正。由此这意味着往后看房地产的反弹是整体向好的。不仅如此，新屋销售季调后同比增长 23.8%，表明高利率对于住房需求的影响暂时并没有预期的那么大。在供给仍旧较弱下，房产开发商对未来房地产投资的乐观也预示着往后看房产投资可持续。当前美国各大城市的房价已经开始企稳，成屋价格稳步抬升：6 月成屋价格中位数 41.02 万美元，为有记录以来的第二高。制造业投资改善明显。美国制造业建造支出在 2021 年便开始上涨。随着 2022 年得益于《芯片法案》及《通胀减少法案》的出台，制造业投资支出开始迅猛上升。目前来看，制造业投资主要在电子电器、计算机的拉动下快速提升，政策的支持反映出政府有意愿让制造业持续回流，未来美国制造业建筑投资有望在此基础上进一步快速上升。消费、制造双信心。从软数据来看，本周公布的谘商会消费者信心大增。与密歇根消费者信心指数不同的是，谘商会是针对更短期内的预期：其调查的是消费者对于未来 6 个月的预期，而密歇根大学的调查是对未来 1 至 5 年的预期。因此这意味着至少年内美国消费有底气，未来将进一步支撑美国经济的韧性。同时，制造业与服务业 PMI 本月开始有“殊途同归”的趋势。随着美国制造业投资的加大，制造业 PMI 在新订单的上涨中开始回升。具体来看，制造业的输入价格分项指数初值升至 50.6，创 4 月份以来新高，并逆转之前的萎缩态势。新出口订单分项指数初值升至 2022 年 5 月份以来新高。相较而言，欧元区的情况不容乐观。7 月份欧洲综合 PMI 从 6 月份的 49.9 降至八个月以来



的最低点 48.9。不仅一直提振欧洲经济的服务业继续放缓，制造业更是“惨不忍睹”。欧元区整体需求环境恶化、动荡的外部环境加速产业链外移，导致生产面临持续下行的风险。与此同时，德国经济在此阶段也在继续“失灵”：7 月份制造业 PMI 降至 38.8，预期为 41.0。德国经济已经处在“崩溃”的边缘，“去工业化”成为其最大的代价。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：**美国经济活动平稳回升。截至 7 月 23 日当周美国纽约联储 WEI 指数初值录得 1.17。7 月以来美国经济活动整体处于回升通道，在年内高位运行，显示经济韧性较强，叠加二季度经济数据的亮眼表现，美国后续衰退概率大大降低。欧洲方面，截止至 7 月 23 日当周德国经济活动指数上升至 0.53，主要受消费和服务业的支撑，但制造业颓势明显加剧，德国经济难有起色。

**需求：**高利率下韧性较强。本期美国出行活动好转，执行航班数量和美国纽约交通拥堵指数均边际回升。而消费有所回落，截至 7 月 22 日当周美国红皮书零售销售同比录得-0.4%，但主要受去年高基数影响，2022 年同期为年内次高值，鉴于当前美国经济韧性强，消费者信心十足，后续其小幅负增长对经济拖累依旧有限。

**地产方面，**本周抵押贷款利率上涨，申请抵押贷款人数同比持平上期。申请抵押贷款人数在抵押贷款利率上涨下尚未被严重打击，我们认为当前该项的改善或并非是“强需求”所刺激，更多的或是二手房供给偏低情况下的“无奈之举”。

**就业：**劳动力市场热度不减。截止至 7 月 22 日当周，美国首次申请失业救济人数继续下降到 22.1 万人，低于预期 23.5 万人，为 5 月份以来的最低水平。续请失业救济人数，截止至 7 月 15 日当周，大幅降至 169 万人，低于预期值 175 万人。作为衡量劳动力市场冷热与否的先行指标，该数据预示着就业市场依然火热，或将进一步强化美联储 9 月加息预期。

**流动性：**美元流动性收紧。本周美国净流动性（美联储总资产-TGA-逆回购）回落，美联储缩表进程在不断边际收紧。同时，监测美元流动性的核心指标 Libor-OIS 和企业债利差在小幅下降。截止至 7 月 26 日，美联储资产负债表规模较 7 月 19 日下降 312.08 亿美元，在主要工具中，国债和 MBS 分别减少 20.55 亿美元与 205 亿美元。欧美主要银行的 CDS 指数在本周普遍下降，债券违约风险有所减小。

**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）

### 宏观周报 20230730：一文读懂政策性开发性金融工具

目前距离政策性开发性金融工具的开启已有一年之久。根据最新报道，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%。而随着政策性开发性金融工具政策效能释放的空间逐步变窄，准财政工具扩容的必要性也愈发明显。时隔一年，我们可以通过回顾政策性开发性金融工具，了解其对“稳定经济大盘”到底起了多大的作用。什么是政策性开发性金融工具？政策性开发性金融工具主要用于保障基建重点项目融资，通过两种方式促进基建实物工作量的落地：一是通过股权投资等方式参与项目，以补充基建重大项目资本金（但不得超过资本金的 50%）；二是为专项债项目资本金搭桥，这样可以有效避免基建资金断档。

**政策性开发性金融工具发行流程：**政策性开发性金融工具是由国家发展改革委牵头，财政部、央行、自然资源部、生态环境部、银保监会、开发性银行等作为成员单位共同参与，以保障重大项目建设的高效推进。

**政策性开发性金融工具落**

地速度：回顾来看，政策性开发性金融工具的落地速度比较快。首批 3000 亿元的政策性开发性金融工具从国常会提出发行到完成发行仅仅用了两个月的时间，第二批金融工具也仅花了不到三个月的时间完成所有资金的投放。这从一定程度上也体现了当时“稳经济”、“稳基建”的迫切性。 政策性开发性金融工具投向领域：以金融工具投放领域来看，资金大部分流入基建项目。以进出口银行为例，其超一半的资金投向了交通基础设施领域。以金融工具投放省份来看，经济大省获得的额度更多。其中，广东、浙江、山东、四川、江苏五大省份获得的政策性开发性金融工具额度最多。 政策性开发性金融工具与专项债有何异同之处？专项债与政策性开发性金融工具之间相辅相成，不过相比于专项债，政策性开发性金融工具有两大独特之处：其一，不同于专项债由政府兜底偿还，政策性开发性金融工具是由三家政策性银行按市场化原则，根据项目质量自主决策、自负盈亏、自担风险。这就意味着将风险转移到市场，可减轻财政还款压力、降低地方政府杠杆率。其二，经我们测算，政策性开发性金融工具对投资的撬动倍数高于专项债。可见政策性开发性金融工具为当时稳住经济大盘及基建投资提供了莫大帮助。 政策性开发性金融工具对基建影响几何？2022 年下半年基建的持续发力与政策性开发性金融工具的推出紧密相连。专项债的靠前发力是稳定 2022 年下半年基建发展的一大原因，另一大原因源于政策性开发性金融工具的鼎力相助。除了为基建投资增速的稳步上行“保驾护航”以外，还有基建类贷款需求指数的上行、基建类开工率的升高为金融工具的发力“留痕”。可见金融工具为实物工作量的落地以及基建融资需求的攀升提供了莫大帮助。 本周高频数据显示：供需两端景气表现分化。需求端汽车零售同比转正，暑期电影票房同比高增，高温及台风影响下的人流量依旧不弱，货运继续维持恢复态势。新房销售略有回升，二手房并无明显改观。供给端建筑业生产节奏有所加快，汽车业和纺服业生产均放缓。猪价明显回升，工业品价格普涨。 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）

### 宏观点评 20230730：地产政策最新调整的五个关键问题

自 7 月政治局会议定调“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势”以来，部委和多地对于房地产政策的表态“忽如一夜春风来”。如图 1 所示，7 月 27 日住建部的适时发声给各地落实新一轮房地产政策优化调整吃下“定心丸”，尤其是四个一线城市中，北京、广州、深圳均结合住建部的表态及时跟进。这在 2017 年以来历次地产政策松绑中是十分罕见的。那么，当前这轮房地产政策放松究竟何去何从？我们列出了与之相关的五个关键问题。 问题一：如何看待这轮地产政策调整在下半稳经济中的作用？我们早在 5 月底的报告中就指出，为应对年中经济的下行压力，稳地产将成为下半年托经济的主要抓手。今年以来我们一直强调，在中美科技竞争从“快战”转为“慢战”的背景下，中国在刺激经济、财政可持续和科技竞争上存在着一个“不可能”三角（图 2），因此短期对于财政纪律的强调，意味着无论是中央还是地方都不会大幅加杠杆。因此，下半年在政策组合拳上不会出现所谓的中央政府发消费券或特别国债，这也意味着全年为确保 5% 左右目标的实现，房地产政策的优化调整在逻辑上是必然的结果。 问题二：房地产政策的定调发生重大转变了吗？是的，也许还有人质疑政治局会议不提“房住不炒”是权宜之计，须要看到，声明是用“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势”替

代了“房住不炒”，什么是新形势？即“眼下市场低迷，市场上已经没有投机性炒房者，连刚需都不敢入市”。可见在这一新形势下，当务之急是通过政策调整让刚需和改善性需求入市，尤其是一线城市，由于过热阶段陆续出台的政策一直存在，这两大需求迟迟未能释放。因此，我们认为放松一线城市是这轮地产政策优化调整的题中之义，这与“房住不炒”并不矛盾，什么时候刚需和改善性需求都入市了，投机性炒房客又回来了，再提“房住不炒”也不迟。问题三：一线城市的政策调整是“挤牙膏”还是“一步到位”？我们认为“挤牙膏”式的调整已是缓不济急，虽然房地产调整的事权在地方，但鉴于住建部已经要求“大力支持刚性和改善性住房需求”，如果一线城市仅采取“挤牙膏”式地调整，很可能会促使上面出台新一轮的指导意见。当然，在“因城施策”下，指望四个一线城市“一步到位”式地全部放开也是不现实的。我们认为更可能的情况是，为有效释放刚需和改善性需求，各地在取消“认房又认贷”、调整“非普通住宅认定标准”、降低“二套房首付比例”等方面会选择性地出台一揽子措施，并且很可能与试点“一区一策”相结合。问题四：需要担心一线城市房价再度上涨吗？房地产市场历来“买涨不买跌”，既然当务之急是加快刚需和改善性需求的释放实现房地产市场的良性循环，我们认为在这一轮房地产政策的优化调整中，高层对于房价的上涨的容忍度是提升的，尤其是前期二手房价跌幅较大的一线和热点二线城市。如果一线城市房价回暖能够对此前低迷的二线城市和三线城市销售有示范效应，应该也是高层乐见其成的。当然存在另一种情况，即一旦一二线城市房价的上涨导致周边三四线城市的需求向其转移，产生所谓的虹吸效应，我们认为这也是在这轮房地产政策优化调整中高层会密切关注的。问题五：数据越差，政策力度会越大吗？很可能是的。从整体上看，“我国房地产市场供求关系发生重大变化”集中表现在地产销售的量价齐跌，这说明当前地产需求的疲软要更甚于行业去杠杆带来的供给收缩：下半年以来，地产需求端延续低迷，30城口径商品房成交面积是近五年以来的最低同期水平，其中二、三线城市拖累较大；而作为经济信心重要“温度计”的房价则继续边际转弱，6月70城新房房价环比整体转负，其中一线城市也降温至0%。一线城市无疑将是本轮地产政策变化的“风向标”，政策力度排序可能是广深>北京>上海。我们认为本轮政策的改变将会受到数据表现的影响——数据越差，力度越大的可能性越高。从地产销售的量价来看，广州和深圳的压力无疑更大，而如果剔除2022年数据的特殊性，上海地产的韧性相对更高，这可能也是上海市在地产政策上表态相对滞后的重要原因。风险提示：海外货币政策收紧下外需回落，海外经济提前进入显著衰退，严重拖累我国出口。地产政策出台速度不及预期。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

### 宏观深度报告 20230730：一文读懂工业企业去库周期

积极的信号似乎在不断出现：7月政治局会议的论调无疑是积极的，政策对于稳增长的诉求在上升，除此之外6月PPI可能阶段性见底、工业企业利润的同比跌幅明显收窄，我们可能正在接近困扰今年经济的主动去库存的尾声，那么经济和市场会如何向下一阶段切换呢？本文梳理了2000年以来历次库存周期中主动去库向被动去库转变过程的经济背景，作为本轮库存周期的借鉴。我们发现在多轮周期中，需求端或供给端刺激政策的推出可促进主动去库向被动去库的过渡。历史上主动去库周期平均维持时间约为11个月，而现在所处的主动去库已长达13个月，内外需偏弱的环境下或许总量政策的适量、适时推出才能加快此轮库存周期中向被动去库的过渡。去库周期的转

化与多项经济指标息息相关。在几轮库存周期中，金融危机时期和疫情时期推出的总量政策体量较大，这也使这两轮周期不仅工业企业利润增速的回升幅度大、去库速度较快、PPI 步入企稳回升通道以及新增人民币贷款规模扩大，而且宏观经济景气、消费者和企业信心的恢复更加“强势”。总体而言，宏观经济景气指数随库存周期转变较为明显，由主动去库向被动去库转变时，宏观经济景气指数通常呈上升趋势。同时 PPI 同比步入筑底阶段，而消费者信心与企业景气指数的反弹往往略滞后于库存周期切换的时点。为了助力制造业更好地渡过主动去库周期，信贷投放力度在主动去库时期也会更强。出口金额的上升也有利于库存周期逆转，但出口的企稳略显“波折”。库存周期在一定程度上代表了经济景气度，也与资产价格的走势息息相关。通过对历史的复盘，我们发现当库存周期从主动去库过渡到被动去库后，股市涨势会更加显著、10 年期国债收益率逐渐步入企稳、商品价格上行趋势显现。此外，结合历史平均趋势来看，股市、债市、大宗商品市场拐点出现的先后顺序为：股票>大宗>债券。不过大类资产的走势并不仅仅和库存周期相关，还受长周期、政策、极端情况下的市场情绪波动等因素影响，所以在部分去库周期阶段资产价格变化与此趋势存在背离。纵观历次去库周期，上游原料加工以及中游装备制造业往往引领着工业盈利的复苏。通过复盘 2000 年以来历史上的六轮库存周期，我们发现上游的非金属矿物制品，中游的通用设备制造业、专用设备制造业、电子制造业、水生产，下游的汽车制造业、造纸业营收增速率先触底反弹的可能性更高。不过工业企业利润结构走向更多由政策驱动，比如 2016 年的供给侧结构性改革使煤炭、黑色金属等上游行业的营收跌幅明显收窄。这一轮有何不同？今年以来工业企业利润复苏情况为“中游>下游>上游”，这样的复苏格局带动中游利润占比的不断攀升。受房地产低迷以及商品价格下跌的影响，上游是本轮工业利润缩水的主要领域。相比之下，中游行业的表现更加“亮眼”：其中中游装备制造业的复苏与国家对科技创新领域的支持息息相关；公用事业板块（尤其是电热生产）的复苏主要得益于重新开放后工业的复工复产带动能源需求的提升，同时还和煤价下跌、气温上升相关。风险提示：政策推进不及预期，工业企业复苏不及预期，疫情二次冲击风险对出口造成拖累。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

## 固收金工

### 固收点评 20230731：PMI 回升，经济延续弱恢复态势

事件 数据公布：2023 年 7 月 31 日，统计局公布 7 月（以下月份均指 2023 年）官方制造业 PMI 收于 49.3%，较 6 月上升 0.3 个百分点；7 月非制造业 PMI 收于 51.5%，较 6 月下降 1.7 个百分点。观点 制造业景气度小幅修复，需求端疲软态势有所缓解，价格指数低位回升。总体来看，7 月 PMI 内需修复提速，生产端有所收缩。具体来看：（1）生产指数位于荣枯线附近，内需有所反弹，外需持续走弱。7 月生产指数为 50.2%，较 6 月下降 0.1 个百分点，收缩态势不明显。7 月新订单指数提升 0.9 个百分点至 49.5%，内需有一定修复。新出口订单 4-7 月连续 4 个月位于荣枯线以下，未来出口增速存在一定下行压力。制造业企业原材料及产成品库存均有所回升。7 月产成品库存指数和原材料库存指数分别为 46.3%和 48.2%，分别较 6 月上升 0.2 和 0.8 个百分点，由于工业企业利润累计同比仍在负值区间，尚难言进入主动补库存阶段。（2）价格指数提升明显，企业盈利空间缩小。7 月原材料

价格指数大幅回升 7.4 个百分点至 52.4%，重回扩张区间。出厂价格指数低位反弹，7 月出厂价格指数环比反弹 4.7 个百分点至 48.6%，3-7 月连续第 5 个月位于临界点以下。7 月 PMI 出厂价格与原材料差值升至 3.8 个百分点，企业成本压力有所上升。(3) 企业景气度结构延续分化，小企业信心增强最为明显。分行业规模来看，7 月大型企业景气水平维持不变，生产指数和新订单指数分别连续 7 个月和 3 个月位于扩张区间，对制造业总体支撑作用显著。7 月中、小型企业 PMI 分别比 6 月提升 0.1 和 1 个百分点至 49%和 47.4%，景气水平有所改善但仍位于临界点以下，显示出当前中小企业同大型企业相比，生产经营仍面临较大压力。非制造业整体扩张有所放缓，建筑业受冲击大于服务业。分行业看，7 月建筑业商务活动指数为 51.2%，较 6 月回落 4.5 个百分点，7 月服务业商务活动指数为 51.5%，较 6 月回落 1.3 个百分点。7 月非制造业仍高于荣枯线，但在前期连续高基数上已 4-7 月连续回落四个月。具体来看，(1) 建筑业整体扩张速度持续放缓，景气度创年内新低。受到高温多雨等不利因素影响，近期建筑业施工进度有所放缓。分项来看，7 月从业人员指数和新订单指数较 6 月分别下降 2/2.4 个百分点至 45.2%/46.3%，继续位于收缩区间；7 月业务活动预期指数为 60.5%，比 6 月上升 0.2 个百分点，表明虽然建筑业景气水平有所回落，但多数企业仍对建筑业发展保持乐观。(2) 服务业景气小幅回落，整体延续恢复发展态势。服务业新订单指数 5-7 月连续三个月位于收缩区间，较 6 月滑落 1.2 个百分点，商务活动存在下行压力，修复动能或放缓。分行业来看，在暑期消费带动下，居民休闲消费和旅游出行有所增加，铁路运输、住宿、餐饮等接触型聚集型行业 7 月商务活动指数均位于 55.0%以上较高景气区间，对服务业需求形成一定支撑。债市观点：制造业 PMI 小幅回暖但仍位于收缩区间，非制造业 PMI 维持在扩张区间但复苏斜率有所放缓。整体来看，7 月需求恢复动能仍不足，非制造业虽然韧性较强但下行压力依然存在。随着经济复苏进入常态化和稳增长政策出台，内需不足的问题有所改善，但在外需拖累加大的情况下，内生动能仍有待巩固增强。我们认为 2023 年宏观政策整体预计将以稳增长为导向，延续相对宽松的基调，利率波动或将加大，但暂没有超预期上行风险。风险提示：变种病毒超预期传播；宏观经济增速不及预期。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐沐阳)

#### 固收周报 20230731：反脆弱：近期活跃转债分析

本周（7 月 24 日-7 月 28 日）权益市场整体上涨，全指数收涨。两市日均成交额较上周放量约 711.67 亿元至 8295.47 亿元，周度环比回升 9.38%，北上资金全周净流入 345.06 亿元。本周（7 月 24 日-7 月 28 日）31 申万一级行业中 26 个行业收涨，其中 15 个行业涨幅超 2%；非银金融、房地产、钢铁、建筑材料、银行涨幅居前，分别上涨 11.44%、9.78%、7.27%、6.73%、6.28%；传媒、电子、通信、公用事业、农林牧渔跌幅居前，跌幅分别达-3.08%、-0.88%、-0.68%、-0.43%、-0.40%。本周（7 月 24 日-7 月 28 日）中证转债指数上涨 1.35%。29 个申万一级行业中 25 个行业收涨，其中行业涨幅超过 2%的行业共 4 个。非银金融、钢铁、建筑装饰、轻工制造、汽车涨幅居前，分别上涨 5.05%、3.16%、2.33%、2.05%、1.97%；社会服务、通信、电子、计算机跌幅居前，分别下跌-0.71%、-0.40%、-0.36%、-0.22%。本周转债市场日均成交额缩量 5.02 亿元，环比变化-0.91%；成交额前十转债分别为测绘转债、文灿转债、纽泰转债、新致转债、瑞鹤转债、溢利转债、海泰转债、中银转债、飞鹿转债、金埔转债；周度前十转债成交额均值达 99.49 亿元，成交额首位达 185.74 亿元。从转债个券周度涨跌幅角

度来看，约 76.05% 的个券上涨，约 54.02% 的个券涨幅在 0-1% 区间，22.03% 的个券涨幅超 2%。转股溢价率与平价：转股溢价率方面，本周（7 月 24 日-7 月 28 日）全市场转股溢价率回落，日均转股溢价率达 45.17%，较上周下降 0.96pcts；从各行业溢价率变化来看，本周 12 个行业转股溢价率走阔，其中 5 个行业走阔幅度超 2pcts。转股平价方面，本周 18 个行业平价有所走高，其中 9 个行业走阔幅度超 2%。股债市场情绪对比：本周（7 月 24 日-7 月 28 日）转债、正股市场周度加权平均涨跌幅、中位数为正，且相对于转债，正股周度涨幅更大。从成交额来看，本周转债市场成交额环比下降 0.91%，并位于 2022 年以来 29.40% 的分位数水平；对应正股市场成交额环比增加 6.62%，位于 2022 年以来 16.60% 的分位数水平。从股债涨跌数量占比来看，本周约 76.71% 的转债收涨，约 65.18% 的正股收涨；约 43.53% 的转债涨跌幅高于正股；相对于转债，正股个券能够实现的收益更高。综上所述，本周正股市场的交易情绪更优。核心观点：6 月以来，可转债市场出现较明显变化：（1）转债供给端发行节奏一改 5 月“熄火”状态，中小盘转债发行逐渐增多，市场对次新债的关注可能由此锚向新债；（2）随着搜特转债退市，转债市场信用风险事件冲击逐渐消弭，低评级转债溢价率向上修复；另一方面，以正邦转债为例的低评级标的以积极下修、释放积极信号“自救”，转债价格实现大幅修复；（3）主题方面，我们回归政策面和业绩逻辑，锚向“新”海外出口、“一带一路”和估值低位板块。同时，我们需要关注市场对信用风险的关注，高评级底仓类品种未必迎来溢价抬升，但市场对低资质、低评级标的的警惕情绪或致相关标的溢价端面临“下杀”风险。新债组合推荐：冠盛转债、天 23 转债、睿创转债、精锻转债、精测转 2 近期关注题材转债推荐：晶瑞转 2、立昂转债、赛轮转债、永 22 转债、风语转债、华兴转债、莱克转债、精测转 2、奥飞转债、花园转债、博杰转债 风险提示：（1）流动性收紧；（2）权益市场大幅调整；（3）地缘政治危机影响。（4）行业政策调控超预期。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭）

### 固收周报 20230730：如何看待 2023 年 8 月的流动性情况？

观点 2023 年 8 月流动性是否存在压力：从实体经济角度而言，超额准备金是真正意义上的“高能货币”。 $\Delta$ 超额准备金=  $\Delta$ 基础货币- $\Delta$ 货币发行- $\Delta$ 法定存款准备金=  $\Delta$ 外汇占款+ $\Delta$ 对其他存款性公司债权- $\Delta$ 财政存款- $\Delta$ M0- $\Delta$ 法定存款准备金。影响超储率的因素有五个：外汇占款、对其他存款性公司债权（主要关注央行公开市场操作）、财政存款、货币发行和法定存款准备金变动。下文将从五因素模型着手，对 2023 年 8 月流动性情况进行预测。（1）2023 年 8 月外汇占款环比减少约 28 亿元，对流动性略有负面影响。（2）7 月以来，资金面较为宽松，截至 2023 年 7 月 28 日，DR001 和 DR007 中枢分别为 1.46%、1.82%，低于政策利率。从公开市场操作来看，6 月央行投放力度超过历史同期，进入 7 月，流动性操作回归常态，截至 2023 年 7 月 29 日，央行净回笼 7650 亿元。（3）考虑到公共财政的季节性以及政府减税降费的操作，我们预计 2023 年 8 月份财政存款净减少约 200 亿元，对流动性有一定的正面影响。（4）2023 年 8 月 M0 环比增加 500 亿元左右。（5）2023 年 8 月法定存款准备金约增加 5000 亿元。考虑财政存款、现金走款和银行缴准因素后，2023 年 8 月存在约 5300 亿元的流动性缺口，可通过公开市场投放充分补充。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，这一表述在后续的二季度货币政策例会、2023 年上半年金融统计数据发布会以及 2023 年 7 月政治局会议中被重复提及，为货币政策进一步发力打开空间，流动性

压力总体可控。 风险提示：变种病毒超预期传播、宏观经济增速不及预期、全球“再通胀”超预期、地缘风险超预期。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭 证券分析师：徐沐阳  
研究助理：徐津晶)

#### 固收点评 20230729：二级资本债周度数据跟踪 (20230724-20230728)

**观点** 一级市场发行与存量情况： 本周(20230724-20230728)银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 2 只，发行规模为 7.00 亿元，较上周减少 1.00 亿元，发行年限为 10Y，发行人性质为地方国有企业和其他企业，主体评级为 AA-和 AA，发行人地域为浙江省。截至 2023 年 7 月 28 日，二级资本债存量余额达 37,123.45 亿元，较上周末(20230721)增加 5 亿元。 二级市场成交情况： 本周(20230724-20230728)二级资本债周成交量合计约 1711 亿元，较上周增加 497 亿元，成交量前三个券分别为 23 进出口行二级资本债 01(130.20 亿元)、21 建设银行二级 01 (93.60 亿元)和 22 工行二级资本债 04A (52.32 亿元)。 分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和福建省，分别约为 1183 亿元、158 亿元和 105 亿元。 从到期收益率角度来看，截至 7 月 28 日，5Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：7.22 BP、9.15 BP、4.16 BP；7Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：1.23 BP、3.44 BP、-1.56 BP；10Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：1.19 BP、3.19 BP、-1.81 BP。 估值偏离%前三十位个券情况： 本周(20230724-20230728)二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交比例及幅度均小于溢价成交。 折价个券方面，折价率前二的个券为 22 华融湘江二级资本债 01 (-0.83%)和 20 承德银行二级 01 (-0.59%)，其余折价率均在 -0.55%以内。中债隐含评级以 AAA- 评级为主，地域分布以北京市、广东省和安徽省居多。 溢价个券方面，溢价率前二的个券为 23 吴兴农商行二级资本债 01(1.80%)和 22 威海商行二级资本债 01(0.80%)，其余溢价率均在 0.6%以内。中债隐含评级以 AAA-评级为主，地域分布以北京市、浙江省和上海市居多。 风险提示： Choice、Wind 信息更新延迟；数据披露不全。

(证券分析师：李勇 研究助理：徐津晶)

#### 固收点评 20230729：绿色债券数据周度跟踪 (20230724-20230728)

**观点** 一级市场发行情况： 本周(20230724-20230728)银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 21 只，合计发行规模约 129.22 亿元，较上周增加 25.01 亿元。发行年限以 5 年及以下中短期为主；发行人性质为地方国有企业、其他企业、央企子公司和大型民营企业；主体评级以 AAA 级和 AA 级为主。发行人地域为广东省、山东省、浙江省、江苏省、河南省、天津市、北京市、四川省、湖南省、云南省和上海市。发行债券种类为资产支持票据、公司债、券商专项资产管理和中期票据。 二级市场成交情况： 本周(20230724-20230728)绿色债券周成交额合计 489 亿元，较上周减少 128 亿元。分债券种类来看，成交量前三为非金公司信用债、金融机构债和资产支持证券，分别为 205 亿元、188 亿元和 48 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 82.60%，市场热度持续；分发行主体行业来看，成交量前三的行业为金融、公用事业和交运设备，分别为 221 亿元、136 亿元和 18 亿元；分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、福建省和湖北省，分别为 188 亿元、60 亿元和 46 亿元。 估值偏离%前三十位个券情况： 本周(20230724-20230728)绿色债券周成交均价估值偏离幅度不大，折价成交比例及幅度均低于溢价成交。 折价

个券方面，折价率前三的个券为 G19 青州 (-4.26%)、G17 龙湖 3 (-3.05%) 和 G17 龙湖 2 (-2.31%)，其余折价率均在 -1.50% 以内，主体行业以金融和建筑为主，中债隐含评级以 AA+ 评级为主，地域分布以北京市和湖北省居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 G22 富源 1 (11.48%)、G22 大足 1 (3.86%) 和 20 德源绿色债 02 (0.74%)，其余溢价率均在 0.70% 以内。主体行业以金融和能源为主，中债隐含评级以 AAA- 评级为主，地域分布以广东省和山东省居多。风险提示：Choice 信息更新延迟；数据披露不全。

(证券分析师：李勇 研究助理：徐津晶)

### 固收点评 20230728：金铜转债：铜加工行业龙头企业

事件 金铜转债 (113068.SH) 于 2023 年 7 月 28 日开始网上申购：总发行规模为 14.50 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于年产 4 万吨新能源汽车用电磁扁线项目、年产 8 万吨小直径薄壁高效散热铜管项目、年产 7 万吨精密铜合金棒材项目。当前债底估值为 91.78 元，YTM 为 2.01%。金铜转债存续期为 6 年，上海新世纪资信评估投资服务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：0.20%、0.40%、0.60%、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 3.50% (2023-07-27) 计算，纯债价值为 91.78 元，纯债对应的 YTM 为 2.01%，债底保护较好。当前转换平价为 100.3 元，平价溢价率为 -0.30%。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 03 日至 2029 年 07 月 27 日。初始转股价 6.75 元/股，正股金田股份 7 月 27 日的收盘价为 6.77 元，对应的转换平价为 100.30 元，平价溢价率为 -0.30%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 12.68%。下修条款为“15/30，80%”，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 6.75 元计算，转债发行 14.50 亿元对总股本稀释率为 12.68%，对流通盘的稀释率为 12.78%，对股本有一定的摊薄压力。观点 我们预计金铜转债上市首日价格在 118.69~132.23 元之间，我们预计中签率为 0.0050%。综合可比标的以及实证结果，考虑到金铜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 25% 左右，对应的上市价格在 118.69~132.23 元之间。我们预计网上中签率为 0.0050%，建议积极申购。金田铜业公司专注于铜加工行业，是国内集再生铜冶炼、铜加工、铜深加工于一体的产业链最完整的企业之一。公司铜加工产品品种丰富，是国内少数几家能够满足客户对棒、管、板带和线材等多个类别的铜加工产品一站式采购需求的企业之一。2018 年以来公司营收稳步增长，2018-2022 年复合增速为 25.61%。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 25.61%。2022 年，公司实现主营业务收入 922.68 亿元，同比增加 24.68%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2018-2022 年复合增速为 -0.10%。2022 年实现归母净利润 4.2 亿元，同比减少 43.30%。公司的主要营收构成变动较大，公司核心业务为铜加工产品，其他主营业务包括铜管-铜及铜合金管件、永磁材料、稀土永磁。公司主营业务收入为铜产品和烧结钕铁硼永磁材料的销售收入。公司销售净利率和毛利率维稳，销售费用率下降，财务费用率维稳，管理费用率下降。2018-2022 年，公司销售净利率分别为 1.03%、1.21%、1.07%、0.91% 和 0.42%，销售毛利率分别为 3.56%、4.12%、4.08%、3.20% 和 1.96%。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

### 推荐个股及其他点评

#### 宋城演艺(300144): 主题公园进入平台化阶段, 文化演艺龙头迎来复苏

**投资要点** 中国演艺第一股, 疫后迎来发展新起点。宋城演艺成立于1994年, 是国内演艺行业龙头。公司独创“主题公园+文化演艺”的经营模式, 以杭州宋城为起点, 目前共有8个重资产和3个轻资产项目在营。公司通过轻重结合的模式进行项目扩张, 重资产项目投运后快速爬坡超越盈亏线, 轻资产项目收入前高后稳, 低风险实现异地扩张。公司现场演艺业务疫情前稳步扩张, 营收2012-2019年从5.86亿元增长至22.28亿元, 疫后公司盈利能力有望逐步回升。

**旅游演艺行业:** 伴随中国旅游行业黄金十年, 内容差异化+产品多元化拓宽未来空间。1) 旅游演艺伴随中国旅游行业黄金十年蓬勃发展, 疫后发展重回轨道。2010-2019年我国旅游行业迎来黄金十年, 国内旅游人数及收入逐年提高, 旅游演艺市场规模逐年扩张至2019年的52.30亿元, 疫后旅游演艺行业逐步恢复, 有望重回发展轨道。2) 内容差异化+产品多元化拓展旅游演艺行业发展空间。注重内容差异树立品牌; 推动产品多元化扩大客群覆盖, 抬高市场天花板; “宋城”和“千古情”系列主题公园模式在两大方向上优化空间大, 持续迭代形成长久生命力。

**公司核心看点:** 竞争优势仍在, 疫后复苏可期。1) 定位独特形成优秀项目模型。演艺内容形成景区文化名片, 获得政府支持形成建设合力; 人造园区及剧场演出规避特殊天气, 抬升单项目天花板; 新项目一般开业首年可实现盈亏平衡、3年有望到成熟状态, 大额转固后ROE可提升至40-60%的超高水平。2) 运营迭代保持领先, 占据旅游演艺市场心智。公司运用先进技术手段带来震撼视觉效果; 设立自有主题公园进行多产品组合, 灵活迭代适应市场需求; 通过独特宣传标语打造品牌印记。3) 三重动力助疫后营收超越疫情前。重点项目有望随全国跨省游自然恢复; 九寨、张家界、西安、上海等次新项目继续爬坡; 疫情期间产能扩张支持单项目营收天花板上移, 产品及运营创新有望带动量价齐升。

**盈利预测与投资评级:** 公司作为中国旅游演艺龙头公司, 以“主题公园+文化演艺”模式不断扩张, 定位独特形成优秀项目模型, 运营迭代保持领先, 随着旅游演艺行业重回轨道, 公司有望在疫后快速恢复盈利能力。考虑到宋城演艺商业模式较为独特, 少有可比公司, 疫情前宋城演艺的PE-Forward在20-35倍区间, 我们预测宋城演艺2023-2025年归母净利润分别9.26/13.31/16.24亿元, 对应PE估值为37/26/21倍, 2024年对应估值相比疫情前估值区间为合理偏低, 维持“增持”评级。

**风险提示:** 在建项目建设进度不及预期, 新项目业绩爬坡不及预期, 行业竞争加剧等。

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：汤军 证券分析师：石旂瑄)

#### 恩华药业(002262): 2023年中报点评: 业绩稳健增长, 新产品持续兑现

**投资要点** 业绩稳健增长, 麻药产品表现亮眼: 1H23公司实现营收24.0亿元(同增20.0%, 下同), 归母净利润5.4亿元(+21.7%)。2Q23收入12.2亿元(+21.1%), 归母净利润3.2亿元(+22.6%)。预计1-

3Q23 归母净利润 8.2-9.6 亿元 (+10-30%)。拆分：1H23，麻醉类药品 12.7 亿元 (+29.7%)，依托咪酯、咪达唑仑和“羟瑞舒阿”等品种放量为主要驱动因素。商业板块 2.9 亿元 (+27.3%)，精神类药品 5.5 亿元 (+2.0%)，神经类药品 0.7 亿元 (-12.4%)。关键比率：2Q23，毛利率 74.2%，净利率 26.1%，销售费用率 29.6%，研发费用率 10.5%，管理费用率 3.6%。研发持续推进，多品种将进入后期：公司目前共有 25 个在研创新药项目，II 期临床研究项目 1 个(NH600001 乳状注射液)，开展 I 期临床研究项目 6 个(NH112、NH102、NH130、Protollin 鼻喷剂、NHL35700、YH1910-Z02)，预计 2023 年下半年递交新药临床申请的项目 3 个。在重点仿制药产品研发及一致性评价方面，富马酸奥赛利定注射液及依托咪酯中/长链脂肪乳注射液(10ml:20mg) 获批上市；在研仿制药项目 43 个，其中仿制药申报生产在审评项目 6 个(盐酸阿芬太尼注射液(5ml:2.5mg)、地佐辛及注射液、普瑞巴林胶囊、氯硝西洋注射液、盐酸咪达唑仑口服溶液(5ml:10mg、10ml:20mg)、拉考沙胺注射液)。增长逻辑通顺，估值仍有上行空间：1) 公司 2023-25 年增长中枢有望达 20-25%，新产品上市驱动业绩加速，业绩增长确定性、持续性较强；2) 高毛品种驱动增长，原依托咪酯、咪达唑仑价格较低，镇痛新药价格较高，品类拓展+定价提高+销售人均单产提高=盈利能力提升，利润增速有望高于收入；3) 公司目前估值仍为近 10 年估值中枢偏下的位置，随着业绩持续释放、奥赛利定放量，以及创新药 NH600001 (2 期)+35700 (1 期完成) 进入后期，经营质量提升+科技属性体现+高壁垒赛道稀缺性体现，驱动估值上行。盈利预测与投资评级：我们维持对公司 2023-24 年归母净利润的预测，为 11.1/13.8 亿元。基于对麻醉类新产品放量的测算，将 2025 年归母净利润由 17.6 亿元下调至 16.9 亿元，当前市值对应 PE 为 22/18/15 倍。由于：1) 新品上市，驱动业绩加速；2) 镇痛药物矩阵初成，创新药即将进入后期；3) 高壁垒赛道稀缺标的；4) 集采利空出清，长逻辑通顺，维持“买入”评级。风险提示：新药放量不及预期，带量采购风险，竞争恶化风险

(证券分析师：朱国广)

### 东华能源 (002221)：PDH 行业景气回升，副产氢能利用再起航

投资要点 PDH 领跑者，布局氢能利用再起航。公司以 LPG 贸易业务起家，依托轻烃资源优势向下游延伸布局 PDH 产业链，随着张家港、宁波项目的先后投产，公司一举成为国内最大的 PDH 生产商。2022 年 9 月，公司与中核集团签署《战略合作协议》，共同打造氢能示范产业链。未来公司将依托自身 PDH 副产氢气的高值利用，打造零碳化工园区，逐步转型成为全球领先的氢能综合服务供应商。C3 业务优势突出，新材料布局未来可期。1) 技术优势：公司 PDH 装置采用 Oleflex 工艺，生产效率高、环保属性强，下游聚丙烯产品种类齐全，PP-R 等高端牌号占比持续提升。2) 区位优势：三大基地集中布局“长三角+珠三角”，辐射国内聚丙烯 70%以上消费市场。3) 原料优势：公司拥有船运、码头、储罐、洞库等全链条优质资产，储运能力业内领先，并且随着贸易业务剥离，富余的仓储能力还将为公司带来额外的租赁收入。4) 新材料延伸：公司依托茂名项目拓展“PDH-丙烯腈”产业链，加快 ABS、碳纤维等产业布局，有望进一步提升 C3 业务竞争力。成本需求边际改善，PDH 装置景气回升。1) 成本端：年初以来，丙烷价格明显回落，PDH 装置盈利改善。根据我们测算，从 3 月下旬开始，PDH 装置已基本实现扭亏、并进入微利状态。2) 需求端：聚丙烯下游主要包括日用品包装、家电、汽车和房地产四大领域，其中日用品和汽车消费率先复苏，拉动包装和车用塑料需求增

长,同时地产竣工面积持续高增,预计将对后周期家电需求形成支撑。我们预计随着终端需求的改善,PDH-聚丙烯行业开工率有望继续提升。氢能利用全面深化,开启碳中和转型序幕。1)工业副产氢兼具减排和成本优势,挖潜空间巨大,公司作为国内最大的PDH生产商,副产氢规模约9万吨/年,远期规划总产能达30万吨/年;2)氢气的高值化利用是PDH企业提升盈利的关键,公司通过园区内部氢气输送、布局充装站和加氢站、配套合成氨装置等方式,持续提升氢气消纳能力;3)中长期看,公司携手中国核电成立中核东华茂名绿能有限公司,依托高温气冷堆技术探索大规模核能制氢,有望为公司打开远期成长空间。盈利预测与投资评级:我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为4.2/10.2/15.2亿元,按2023年7月28日收盘价计算,对应PE为33.6/14.0/9.3倍。PDH产业链景气回升,茂名项目有序推进,看好公司氢能转型背景下的发展机遇,首次覆盖给予“买入”评级。风险提示:项目审批受阻或投产进度推迟,需求复苏弱于预期,丙烷价格大幅上涨,PDH扩产导致竞争加剧。

(证券分析师:陈淑娴 证券分析师:袁理 证券分析师:陈李 证券分析师:郭晶晶 证券分析师:陈孜文 研究助理:何亦桢)

### 传音控股(688036):二季度业绩同比大增,多元化布局奠定长期成长基础

事件:公司发布2023年半年度业绩预增公告 Q2单季业绩创历史新高,盈利能力持续提升:公司初步测算2023上半年营收250.3亿元左右,同比增长8.3%左右,归母净利润21.0亿元左右,同比增长27.1%左右,扣非归母净利润17.7亿元左右,同比增长23.5%左右;其中二季度单季营收157.6亿元左右,同比增长30.7%左右,归母净利润15.8亿元左右,同比增长83.9%左右,扣非归母净利润14.7亿元左右,同比大增102.5%左右。23Q2单季营收与净利润创历史新高,且归母净利润近六个季度以来首次恢复同比正增长,主要原因在于新兴市场国家整体经济环境略有改善,公司持续开拓新兴市场及推进产品升级,总体出货量有所增长(根据Canalys数据,23Q2传音手机出货量2270万部,同比增长22%,跃居全球前五),同时产品结构持续升级以及成本优化带来盈利能力的持续提升。手机主业持续推动全球化布局,新兴市场业务空间明确:1)非洲:非洲手机市场基本盘稳固,渗透率与ASP双重驱动公司业务发展;2)东南亚:印度5G替换4G趋势明确,疫情退去孟加拉国对外贸易恢复,手机市场增长因素明晰;3)拉丁美洲:LG退出巴西市场,传音替代部分份额,跻身前五大手机厂商;4)中东:通胀压力及供给问题得到缓解,公司份额逆转节点浮现;5)俄罗斯:受外部环境影响韩国、美国手机品牌份额下降,中国厂商填补空白。通过多元化战略布局与本地化运营策略,手机业务基本盘有望通过量价齐升实现成长动能。“AI+”赋能智能终端,传音生态迎来新机遇:1)移动互联业务:OS系统迎来广阔市场空间,与此同时第三方APP的MAU大幅提高,部分APP开始变现;AI助手终极入口再中心化,新产品实现ChatGPT文字交互,未来有望带来营收增量;2)扩品类业务:复刻手机差异化策略经验,多品牌共同发展,开展立体化多维度业务;3)智能领域创新:传音数字人落地,智能语音助手开启本地化AI内容服务生态,新老业务持续创新,赋能“AI+公司产品”新融合。未来在OS系统营收大幅增长背景下,第三方APP有望快速变现,同时“AI+”赋能智能终端,软硬结合构建传音生态,带来广阔的盈利成长空间。盈利预测与投资评级:我们基于公司二季度手机出货量超预期,以及产品结构持续升级带来盈利能力的提升

等因素,上修 23-25 年盈利预测分别为 44/55/67 亿元(前值为 41/52/64 亿元),对应 PE 分别为 25/20/17 倍,上调至“买入”评级。风险提示:汇率风险、政策波动风险、市场竞争激烈

(证券分析师:马天翼 证券分析师:金晶)

### 海底捞 (06862.HK): 2023H1 业绩超预期,哪些方面值得关注?

**投资要点** 事件:公司发布正面盈利预告,2023H1 持续经营收入不低于 188 亿元(YoY+23.7%,收入符合我们预期),持续经营业务净利润不低于 22 亿元(超预期)。收入端:客流量增加,翻台率提升。1) 新冠疫情管控措施取消后购物中心客流自然复苏,叠加公司上半年屡推新品引流、上线抖音团购套餐、大学生客流提升等因素,翻台率提升明显。(我们预计 2023H1 翻台率达到 3.3~3.4 次/天)。2) 硬骨头计划下部分先前关停门店重开后,餐厅数量增加亦对公司收入产生正向影响,我们预计 2023H1 净开店约 20 家左右(含新开及硬骨头计划复开门店)。业绩端:高经营杠杆之下翻台率提升叠加降本增效持续。1) 餐饮高经营杠杆属性使得上半年翻台率提升带来利润率提升。2) 人力成本:公司灵活用工比例提升至 30%,节省了社保及员工住宿费用,并可以根据业务周期和用餐高峰期灵活地调整员工数量。同时公司并采取岗位打通、一人多岗;调整薪酬结构,即店长底薪降低但分红比例大幅提升,以期将店长利益跟门店经营更紧密绑定,降本成效显著。3) 去年下半年以来启用物美价廉的外部食材供应链及今年原材料成本降低带来毛利率提升;4) 我们预计业绩中包含非经常部分主要为汇兑收益、减值冲回,合计约 3 亿元,剔除后经营性净利润 19 亿,对应经营利润率约 10.1%,超越疫前水平。未来展望:1) 2023H2: 火锅旺季来临叠加 7 月推出夜宵服务,翻台率有望进一步上行,同时运用大量暑期工有望进一步节省人力成本。2) 2024 年:伴随复苏持续翻台率有望进一步提升并重回开店通道,叠加翻台率提升,收入增速或将快于今年,利润率或因员工激励增强同比略有下降,预计仍将维持在 10%上下。盈利预测与投资评级:基于 2023H1 翻台率&业绩复苏超预期,我们调整 2023-2025 年归母净利至 47/60/72 亿元(前值为 38/55/71 亿元),同比增长 187.1%/27.7%/20.0%,当前收盘价对应 3 年动态 PE 为 21/17/14 倍。继续看好公司业绩弹性与较强确定性,维持“买入”评级。风险提示:宏观经济波动,市场竞争加剧,食品安全风险,经营及门店扩张不及市场预期。

(证券分析师:汤军 证券分析师:李昱哲)

### 同花顺 (300033): 2023 年中报点评:期待市场活跃度回升及 AI 产品持续落地

**投资要点** 事件:2023H1,公司实现营业收入 14.7 亿元,同比增长 5.83%;实现归母净利润 4.6 亿元,同比下降 5.29%;销售商品、提供劳务获得的现金 16.91 亿元,同比增长 10.03%。单季度来看,23Q2,公司营收达 8.6 亿元,同比下滑 1.58%;归母净利润达 3.4 亿元,同比下滑 9.65%。广告业务同比略降,下半年市场活跃度提升有望推动业绩增长:2023H1,公司广告及互联网推广业务营收实现 3.2 亿元,同比下降 0.99%;自 2019 年以来,同期首次同比下滑,主因市场活跃度下降:1) 根据 Wind,23H1 A 股成交金额达 111.2 万亿,同比下降 2.6%。2) 截至 2023 年 6 月底,证券投资者数达到 2.2 亿户,同比增长 6.43%,较 22 年底投资者同比增速下滑。下半年市场环境有望改善,我们认为公司主业随资本市场活跃度提升将迎来增长。成本费用端投入力度增大,净利率同比下降:2023H1,公司归母净利率 31.23%,同比下降 3.67pct,主因与大模型有关的信息数据采集费用和人员加大投入。2023H1,公司营销力度及人员费用增加,管理费用率

6.87%，同比提高 1.0pct；销售费用率 15.15%，同比上升 3.3pct。继续加大 AI 技术研发，期待 AI 产品持续落地：23H1，公司继续加大人工智能技术应用研发，研发费用率达 38.31%，同比提升 0.9pct。公司产品陆续落地，同花顺 AI 开放平台目前已可面向客户提供短视频生成、文章生成、数字虚拟人、智能金融问答、智能语音、智能客服机器人、智能质检机器人、会议转写系统、智慧政务平台、智能医疗辅助系统等多项 AI 产品及服务。当前，公司大模型仍处于研发测试阶段，后续有望在大模型基础上，结合落地应用，提升用户体验，推动业绩提升。盈利预测与投资评级：公司主业有望随资本市场活跃度提升迎来增长；AI 技术赋能主业，有望基于大模型结合应用推动业绩提升。考虑到上半年投资者增速放缓，市场活跃度同比下降，且公司持续加大 AI 等投入，我们将 23-25 年归母净利润从 22/25/29 亿元调整为 20/25/29 亿元，同比变动 17%/25%/17%，对应当前股价 PE 分别为 52/42/35 倍，维持“买入”评级。风险提示：业务发展不及预期，AI 技术及应用发展不及预期

(证券分析师：张良卫 证券分析师：胡翔 研究助理：晋晨曦)

**新澳股份 (603889): 弱 β 强 α 的低估值毛纺龙头，份额提升成长可期**  
**投资要点** 三十年毛纺龙头，拓展羊绒业务。公司深耕毛纺行业 30 年，主营毛精纺纱线及羊毛毛条，19-20 年先后设立宁夏新澳羊绒及收购英国邓肯、拓展羊绒纱线业务，22 年毛精纺纱线/羊毛毛条/羊绒纱线收入占比 57%/15%/27%、分别拥有 1.5 万吨/1.2 万吨/3030 吨产能。以国内市场为主，22 年国内/海外收入占比 66%/34%，客户较为分散，穿透至终端海外客户占比 55%-60%。公司历史业绩表现稳健，21 年管理层换新，在宽带战略和以产促销新战略带动下，羊毛+羊绒业务实现双轮驱动、21 年以来业绩增长提速。弱 β：毛纺行业整体规模呈现收缩，新澳为细分领域龙头。1) 羊毛：国内羊毛 60% 多依赖进口、主要来自羊毛第一大产国澳大利亚。受供需两方面影响，近 20 年全球羊毛产量和消费量均呈下滑趋势，带动新澳所处毛精纺纱线细分领域 16-20 年国内产量亦从 41.2 万吨下降至 18.5 万吨。毛精纺纱格局分散，新澳销量规模为全国第一（市占率 12.46%）、全球第二（市占率 3.99%，第一为德国南方毛业）。2) 羊绒：有“软黄金”之称，产量较少，中国为第一生产大国、约占全球 60%。全球山羊绒经过 40 年扩产、近 5 年增长乏力，17 年以来中国羊绒产量亦下滑。由于资金+原材料+工艺壁垒，羊绒纺纱格局较集中，产能口径国内前三大龙头（康赛妮、宁夏新澳、M.oro）2022 年市占率合计达 70% 以上、占全球近 50%，其中宁夏新澳粗梳羊绒纱线销量全国第二（市占率 11.47%）、全球第三（市占率 4.65%）。强 α：羊毛以产促销拓市场，羊绒释放产能增盈利。1) 羊毛：在以产促销战略下，①供给端：积极进行国内+越南扩产建设，其中国内浙江桐乡正在推进 6 万锭精纺纱项目二期（3 万锭）、海外越南正在推进 5 万锭项目一期（2.2 万锭），规划中产能全部投产后（预计 2025 年后）公司毛精纺纱线产能将从现有的 13 万锭增至 21 万锭、增幅 62%。②需求端：在宽带战略下拓宽产品和客户类型，全面参与市场竞争，依托竞争优势向上、向下抢占市场份额，力争实现销量同步提升。2) 羊绒：①宁夏新澳：目前产能利用率仅 60%，依托原有毛纺纱客户资源+羊绒原产地+灵活服务优势，我们预计未来 5 年内有望实现已有产能的完全释放，产能利用率的爬坡将驱动量利双升，预计满产后营收/净利润较 22 年提升空间分别为 130%/270%。②英国邓肯：在奢侈品领域具影响力，有望与宁夏羊绒形成协同、改善盈利。盈利预测与投资评级：公司为国内毛精纺纱

生产龙头，虽然所处赛道为小众细分领域、成长性有限，但行业格局相对清晰，公司羊毛和羊绒业务分别位于全球第二、第三地位。在公司自身战略变革下，羊毛业务以产促销、羊绒业务产能释放，同时在品牌重塑、产品多元化、客户拓展等方面积极进取，业绩有望保持持续稳健增长、市场份额有望进一步提升。上游原材料价格波动对公司毛利率影响较大，目前羊毛价格处相对低位、羊绒价格近年波动较小，在二者均不出现大幅下滑前提下，我们预计 23-25 年公司归母净利润分别为 4.64/5.54/6.58 亿元、分别同比+18.9%/+19.5%/+18.7%、对应 PE 为 13/11/9X。我们认为公司  $\alpha$  逻辑清晰，应在传统周期性纺织企业估值基础上给予溢价，当前估值偏低，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：市场需求波动、原材料价格大幅波动、产能扩张不及预期。

(证券分析师：李婕 证券分析师：赵艺原)

### 中集车辆 (301039): 2023H1 业绩预告点评: Q2 利润增速超预期, 北美业务持续靓丽

**投资要点** 公告要点: 公司披露 2023 半年报业绩预告, 2023H1 实现归母净利润 18.15~20.06 亿元, 同比增长 396%~448%; 扣非后归母净利润 9.29~11.20 亿元, 同比增长 166%~221%; 2023Q2 实现归母净利润 13.35~15.26 亿元, 业绩中值同环比分别+493%/+198%, 扣非后归母净利润 4.50~6.41 亿元, 中值同环比分别+123%/+14%, Q2 业绩表现超我们预期。 Q2 业绩表现超预期, 北美市场半挂业务依然靓丽, 新兴市场/国内市场进展顺利。 Q2 归母净利润同环比大幅增长, 主要系本公司控股股东中集集团拟整合其在深圳地区相关产业资源以及提高资源效益, 本公司向中集集团转让所持深圳中集专用车有限公司合计 100% 股权产生股权处置收益, 扣除所得税影响后, 产生非经约 8.77 亿元。 Q2 经营性利润表现同样超我们预期, 主要系北美市场通胀持续以及供应链短缺依然存在, 公司当地半挂车业务量价保持良好发展趋势; 另外, Q2 国内重卡批发销量 24.7 万辆, 同环比分别+69.5%/+0.8%, 环比逆势增长, 大超市场预期, 其中半挂车销量 13.1 万辆, 占比 53.2%, 环比+2.5pct, 物流车终端需求依然旺盛, 中集国内市场下游需求依然良好; 最后, 随 Q2 重卡出口持续爆发, 实现 7.35 万辆, 同环比分别+13%/+100%, 中集配套海外市场半挂车以及专用车上装销量持续提升, 新兴市场拓展顺利, 份额持续提升。展望 2023H2, 公司北美/国内/欧洲及其他海外市场预计保持当前发展趋势, 整体经营持续向好, 稳居全球半挂龙头。 全球半挂龙头主业持续发力, 新能源转型提速。半挂主业量价齐升, 国内物流需求增加带动半挂车行业总量回升; 中集车辆作为半挂龙头, 未来有望充分受益车队集成规模化采购红利, 份额持续提升。专用车行业受益于国内经济复苏, 基建/物流回暖, 总量提升可期; 公司专用车业务品类丰富强冠集团/太字节业务集团覆盖多用途车型上装, 有望率先受益行业上行红利。中长期维度, 公司乘新能源东风, 积极布局电动半挂/专用车, 份额提升可期。 **盈利预测与投资评级:** 考虑公司 Q2 出售子公司股权收益以及北美业务表现持续靓丽, 我们上调公司 2023~2025 年盈利预测, 归母净利润由 16.98/22.92/31.18 亿元上调为 26.71/23.63/32.73 亿元, 分别同比+139%/-12%/+38%, 对应 EPS 分别为 1.32/1.17/1.62 元, 对应 PE 估值分别为 10/12/8 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 国内物流行业复苏不及预期; 海外经济波动超预期等。

(证券分析师：黄细里 证券分析师：杨惠冰)

### 微软 (MSFT): FY2023Q4 业绩点评: 生成式 AI 最佳卡位公司, 保持耐心及恒心

**投资要点** 业绩概览: 收入和 EPS 超预期, 下季度指引略不及预期,

市场对 AI 业绩贡献期待太高导致财报后下跌。FY2023Q4 公司收入 562 亿美元，YoY+8%/固定汇率 YoY+10%，超过市场预期 1.3%；毛利率 70.1%，市场预期 69.4%；经营利润率 43.2%，市场预期 42%；EPS 为 2.69 美元，市场一致预期 2.55 美元。FY2024Q1 收入指引中值 543 亿美元，市场预期 550 亿美元；下季度指引中，生产力与商业流程业务符合预期，智能云和个人计算业务略不及预期；FY2024 财年暂未给指引。本季度 AI 对 Azure 的增长贡献约 1%，符合管理层此前指引，但市场对此有更高预期，导致财报后股价 FY2023Q4 生产力与商业流程、个人计算业务超预期：生产力与商业流程：收入 183 亿美元，YoY+10%/固定汇率 YoY+12%，市场预期 181 亿美元，主要来自于 O365 超预期，O365 订阅数同比增长 11%。智能云：收入 240 亿美元，YoY+15%/固定汇率 YoY+17%，基本符合市场预期，主要由 Azure 带动。个人计算：收入 139 亿美元，YoY-3%/固定汇率 YoY-3%，市场预期 127 亿美元，主要由 Windows 业务带动。云计算收入放缓，符合此前管理层预期，长期空间广阔。FY2023Q4 智能云业务收入 240 亿美元，YoY+15%/固定汇率 YoY+17%，其中 Azure 收入 YoY+26%/固定汇率 YoY+27%，落在此前指引上沿，管理层预计 FY2024Q1 Azure 固定汇率 YoY+26%~27%。在优化周期并未结束背景下，我们认为 Azure 增长依然稳健，且符合此前管理层对 Azure 的预期：FY2023Q3 降速约 7%，FY2023Q4 降速 4-5%，FY2024Q1 降速 1-2%。根据 Satya，Azure 仍然具备广阔空间：1) 企业数字化支出将在 AI 的催化下，从占 GDP 5%提升至 10%；2) cloud migration 仍处于早期阶段。生成式 AI 已开始贡献收入，虽市场有较高预期，但仍需耐心。FY2023Q4 AI 相关业务对 Azure 贡献约 1%增速，主要来自于 consumption services，符合上个季度管理层指引，预计 FY2024Q1 将为 Azure 贡献 2%增速，包括所有 Azure AI 服务，例如 Azure 基础设施、AI APIs、Copilots 等。AI 相关业务进展良好：1) 超过 1.1 万客户机构使用 Azure OpenAI Service，本季度每天注册客户超过 100 家；2) 超过 2.7 万客户机构使用 GitHub Copilot，环比增长 2 倍；3) 超过 6.3 万客户使用 Power Platform 中 AI 功能，环比增长 75%。AI 相关业务收入有一定的传导链条：投入（资本开支增加）-新产品上线-定价-可大规模使用，公司预计 AI 相关业务收入的影响将在 FY2024H2 体现。进入资本开支扩张周期。为支持 Azure 及 AI 相关业务增长，公司宣布将加快云基础设施建设，预计 FY2024 资本开支将逐渐增加。我们认为公司此举表明了未来对 AI 业务及其客户需求的强烈信心。历史上来看，微软的资本开支扩张对 Azure 增速具备一定带动作用（图 1，CAPEX 扩张可让 Azure 增速斜率一定程度放缓），我们看好 Azure 及 AI 相关业务的长期增长。盈利预测与投资评级：微软至今已发布包括 Microsoft 365 Copilot, Dynamics365 Copilot, GitHub Copilot, Teams Premium, Azure OpenAI Services, Viva Sales 等在内的 AI 产品和服务，我们看好微软完善的软件生态和其在生成式 AI 领域的领先地位，保持耐心和坚定。我们将公司 FY2024-FY2025 年收入由 2449 亿/2852 亿美元调整至 2325/2617 亿美元，引入 FY2026 年收入预测 2999 亿美元，对应 FY2024-FY2026 净利润为 797/906/1050 亿美元，对应 FY2024 年 PE 为 31 倍，维持“买入”评级。风险提示：市场竞争风险，AI 技术不及预期风险，IT 支出不及预期风险，反垄断监管风险，汇率变动风险。

（证券分析师：张良卫 研究助理：何逊玥）

**容百科技 (688005): 2023 年中报点评: Q2 盈利承压, 业绩低于预期**  
投资要点 2023 年 H1 公司实现归母净利润 3.79 亿元, 同比下降

48.46%，业绩低于市场预期。2023年H1公司营收128.94亿元，同比增长11.61%；归母净利润3.79亿元，同比下降48.46%；扣非净利润3.25亿元，同比下降55.06%。2023年Q2公司实现营收45.26亿元，同比下降29.11%，环比下降45.91%；归母净利润0.68亿元，同比下降84.58%，环比下降78.01%，扣非归母净利润0.27亿元，同比下降93.55%，环比下降90.75%。Q2出货1.9万吨以上，同比增长6%，Q3预计恢复高增长。公司上半年销量预计4.5万吨，同比增长30%以上，其中Q2出货超1.9万吨，同比增长6%，环比下降25%以上，主要系原材料价格出现大幅波动，下游持观望态度，随着碳酸锂企稳，需求进一步恢复，我们预计Q3出货环比增长50%以上，2023年总出货有望达11万吨左右，同比增长25%。产能方面，公司全球化布局加速，现有产能25万吨，其中韩国工厂一期2万吨正极Q2全部投产，与日韩欧美主流客户合作，2023年预计达到数千吨的出货，且海外客户也开展锰铁锂、钠电相关合作，此外韩国工厂规划扩建8万吨正极和8万吨前驱体项目，后续欧洲工厂布局规划中。Q2单吨净利近0.4万元，6月起盈利水平恢复正常。盈利方面，公司Q2单吨净利近0.4万元，环比下降70%左右，主要系碳酸锂跌价影响，若加回，单吨净利1.2万元左右，此外产能利用率下降也导致单位成本及费用提升；公司6月单吨净利已恢复正常，我们预计23年下半年单位盈利有望维持稳定，全年单吨利润达1-1.1万左右。锰铁锂和钠电正极进展顺利，有望贡献增量。23上半年公司锰铁锂出货近千吨，在四轮动力端实现百吨级出货，我们预计年底实现动力电池装车；推出新品M6P（高镍三元和LMFP掺混），实现低成本优势。上半年层状氧化物钠电正极实现近百吨级出货，我们预计下半年实现装车，此外聚阴离子等路线也已吨级出货，后续推动钠电正极大规模量产。盈利预测与投资评级：由于二季度业绩不及预期，我们下修公司2023-2025年归母净利润至11.05/16.68/25.04亿元（原预期17.09/22.36/30.04亿元），同比-18%/+51%/+50%，对应PE为20x/13x/9x，考虑公司作为三元正极龙头，销量持续提升，海外布局优势明显，给予2023年30xPE，目标价73.5元，维持“买入”评级。风险提示：电动车销量不及预期，上游原材料价格大幅波动。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕  
证券分析师：岳斯瑶）

#### 威胜信息（688100）：2023半年报点评：汇率因素和交付节奏影响Q2业绩释放，全年不改业绩高增长预期

投资要点 事件：公司公告2023年半年报，上半年实现收入10.12亿元、同比增长6.75%；归母净利润2.15亿元、同比增长12.91%；扣非后同比增长20.31%。扰动：Q2海外业务受到美元加息影响，国内业务受制于新品交付节奏。根据公司半年报内容，Q2单季度实现收入5.89亿元、同比增长3.11%；归母净利润1.24亿元、同比增长-1.22%；扣非后为1.40亿元、同比增长9.52%。盈利能力方面，Q2单季度毛利率为42.12%，同比提升2.24个百分点、环比提升3.29个百分点；扣非后净利率为23.77%，同比提升1.39个百分点、环比提升2.97个百分点，盈利能力的提升来自于双模替代速度加快、新产品推向市场和美元升值影响。Q2业绩低于预期，核心原因有2个：1) 汇率因素。公司海外收入很大一部分来自于埃及和孟加拉，之前结算方式是以美元结算为主，今年上半年美元加息背景下，由于部分海外国家的外汇储备较为紧张，控制外汇流出；同时美元汇率波动加大使得当地政府调整项目预算，造成公司海外业务进展不达预期；2) 交付节奏。上半年国内双模替代单模速度加快、同时部分新产品逐步推向市场，由于



新产品验收前要交送各省网公司验收试点，因此交付节奏问题也是制约公司 Q2 业绩释放的一个主要因素。应对：中东和西非、北非有望贡献订单，国内业务下半年厚积薄发。为了应对汇率扰动，1) 公司重点投入沙特(沙特有足够的美元和人民币)，结合沙特的 2030 规划，力求在电网、电力、水务、燃气等领域实现合作；2) 沙特之外，公司与尼日利亚(非洲人口、经济体量最大国家)、科特迪瓦、加纳等国家积极合作，力求将汇率扰动降至最低。结合国内的情况来看，根据公司调研信息，Q3、Q4 在手待发货订单金额分别为 7、9 亿元以上，订单饱满、下半年厚积薄发，静待公司业绩释放。类比安防领域的摄像头，通信模块和通信网关就是电力电网信息化智能化的入口和基础设施，公司作为行业龙头率先获益。为了更容易理解能源数字化和智能化，我们以大家喜闻乐见的安防领域作为对比：对于安防领域来说，本质上要解决的问题是“在茫茫人海中找到一个人(或者一个线索)”，那么要想实现这个目标，第一步是布设足够数量的摄像头、第二步是采集到足够多的影像资料、第三步是分析这些海量的影像资料、第四步是应用。同样，能源数字化智能化在电力领域，最终目标是电网通过采集和分析到足够多的电力信息后，实现电源的调度和终端用户的负荷管理，那么第一步是布设足够多的电力信息采集点、第二步是采集到足够多的信息、第三步是分析信息、第四步是信息的应用。通信模块和通信网关在电力信息化领域的作用，就像摄像头在安防领域的作用，是最重要、也是最首要的基础设施和入口，在能源数字化智能化的发展趋势和方向中，将作为首要爆发的一环，迎来价量齐升的局面，公司作为国内电网领域通信模块和通信网关的龙头，将率先获益。

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.12、1.46、1.88 元，PE 分别为 24、18、14 倍，公司业务布局和战略规划完全顺从于十四五期间电网产业发展趋势和方向——信息化智能化、市场化、外部化(从网内客户走向网外客户、从国内客户走向国外客户)，坚定看好、维持“买入”评级。风险提示：行业需求下降、竞争加剧造成产品价格和毛利率持续下降等

(证券分析师：刘博 证券分析师：唐亚辉 研究助理：米宇)

### 海油发展(600968)：海上油服领军企业，业务多元谋发展

投资要点 海油发展是拥有多元化业务的海上油服公司：公司具备综合性强、风险抵御能力强的双重业务竞争优势。首先，公司已形成三大核心业务板块：能源技术服务、能源物流服务、低碳环保与数字化业务，覆盖油气生产全环节；其次，得益于公司与中海油较高比例的关联销售和位处偏后端的油气生产环节，其主要业务毛利率对油价敏感性较弱。公司持续推动提质降本增效工作。以技术创新、数字转型、精益管理为抓手，多措并举顺利完成年度降本增效各项指标，保证公司生产经营再创佳绩。国际油价中高位运行+增储上产行动方案，奠定国内海洋油气及油服行业长期向好局面：1) 国际原油供需缺口偏紧，我们预计原油价格持续中高位运行，油气公司将继续推进油气生产，带动油服企业工作量提升。2) 2022 年我国原油进口依赖度高达 72%，我国持续推进能源安全战略，出台加大能源勘探力度的相关政策，未来国内油气市场有望扩容。3) 中海油“七年行动计划”继续落实，在母公司有明确的增储上产目标的背景下，公司工作量较为饱满，预计将带来可观的业绩增量。中海油资本开支稳定增长，助力公司业绩持续上升：2023 年中海油预计有 9 个新项目投产，其中：中国海域 5 个，中国陆上 1 个，海外 3 个，将支持公司油气产量和工作量的增长，带动公司业绩上升。海外方面，公司将跟随中海油资产布局走

向海外，扩大海外影响力和知名度。国内方面，中海油加大南海开发，深水领域需要 FPSO 支持。目前公司服役中的 FPSO 共有 12 艘，且“智能化、数字化” FPSO “海洋石油 123”即将服役于陆丰 12-3 油田，为公司营收和利润率创造提升的空间。盈利预测与投资评级：我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别 28、29、35 亿元，同比增速分别 14%、6%、19%，按 2023 年 7 月 27 日收盘价计算，对应 PE 为 11、11、9 倍。考虑到公司受益于中海油高资本开支的投入，且公司业务多元谋发展，能够有效抵御油价波动的影响，我们看好公司发展前景，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：宏观经济波动风险；原油价格波动风险；市场竞争及经营风险。

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

**海吉亚医疗 (06078.HK)：收购西安优质标的，下半年有望增长加速**  
**投资要点** 事件：2023 年 7 月 25 日，公司发布公告，于当日收购西安长安医院 100% 股权，合计代价人民币 16.6 亿元，其中 11.62 亿元用于收购大唐香港（持有长安医院 70% 股权）全部股份，4.98 亿元用于直接收购长安医院 30% 股权。收购稀缺优质标的，布局西北市场，三级诊疗网络持续完善。长安医院地处西安未央区，是西安市政府驻地和丝绸之路的起点，人口密集。医院运营超过二十年，注册床位 1000 张，是当地极具影响力的三级甲等综合医院，过去三年门诊及住院人次合计平均为 63 万人，2021-2022 年营收分别为 7.32 亿元、6.92 亿元；税后净利润分别为 1 亿元、0.93 亿元，此次收购 PS 约 2.4 倍、PE 约 17.8 倍，并购估值合理。医院肿瘤学科优势突出，肿瘤科室是全院收入贡献最大的科室，此次收购与集团发展战略高度契合，强化肿瘤业务布局的同时，填补了集团在西北地区的空白，持续推进三级诊疗网络的布局。大体量并购超预期加快落地，多项在建项目顺利推进。公司目前多项在建项目持续推进，根据公司 2022 年报，今年部分项目有望落地：1) 单县海吉亚二期项目完工，今年 5 月肿瘤康复楼已投入使用，二期计划扩增床位数 500 张，预计未来可开放床位数达 1500 张。2) 德州海吉亚一期规划床位数 600-800 张，有望年内开业。此外，预计 2024-2025 年无锡海吉亚（计划床位 800-1000 张）、常熟海吉亚（计划床位 800-1200 张）有望交付使用。我们认为，下半年内生增速更快，随着大体量标的并购加快落地，下半年有望显著加快增长。展望未来两年业绩稳定快速增长可期，且当前估值性价比高。盈利预测与投资评级：考虑公司于 2023 年并购宜兴医院和长安医院，带来的业绩增厚及财务费用影响，我们预计 2023-2025 年公司收入为 43.68/63.35/79.76 亿元，2023-2024 年经调整净利润由 8.15/10.35 亿元调整至 8.01/10.66 亿元，预估 2025 年经调整净利润为 13.32 亿元，对应当前市值的 PE 估值分别为 36/27/22 倍。维持“买入”评级。风险提示：医院扩张进度或不及预期；医院盈利提升或不及预期；政策的不确定性风险等。

(证券分析师：朱国广 证券分析师：冉胜男)

## 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>