

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-08-03

宏观策略

2023年08月03日

宏观点评 20230801: 地产放松“鸣哨”，哪些城市可能“领跑”？

房地产新一轮放松已是“箭在弦上”，不过政策以怎样的形式落地仍有悬念。通过观察政治局定调后各部委及地方响应中的表述，我们认为本轮地产放松主要聚焦三个方向：①降低首房利率；②存量房贷下调；③“认房又认贷”解绑；那么在政策出台以“因城施策”为主的背景下，哪些城市的地产调控空间更大？风险提示：政策定力十足，地产政策出台不及预期。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。政策及数据统计不完全。

晨会编辑 张良卫

执业证书：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

固收金工

固收深度报告 20230802: 城投挖之掘金江苏系列(五): 走进张家港存续AAA及AA+级城投债发行主体(上篇)

投资建议：针对张家港市有存续AAA及AA+级城投债的发债主体（本篇包含主体评级AAA及AA）进行深入分析和梳理，结合该市全部城投平台机构持仓情况排序结果来看，重点推荐投资者对张家港国投予以关注。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。

行业

推荐个股及其他点评

和黄医药(00013.HK): 收入符合预期, 呋喹替尼出海在即

盈利预测与投资评级：我们预计2023~2025年公司肿瘤/免疫业务收入为34.4、36.4和47.8亿元人民币。公司催化剂不断兑现，海外市场打开，成长确定性较高，当前市值有较大增长空间，维持“买入”评级。风险提示：产品注册审批进度不及预期；竞争格局加剧；商业化不及预期。

正海生物(300653): 2023年半年报点评: 业绩短期承压, 看好全年恢复增长

事件：2023年中报实现收入2.25亿元(-2.99%，同比增速，下同)，归母净利润1.10亿元(+5.53%)，扣非净利润1.09亿元(+6.04%)；23Q2收入1.15亿元(+1.51%)，归母净利润0.56亿元(+15.04%)，扣非净利润0.56亿元(+15.90%)。口腔修复膜占主要收入来源，预计下半年有望恢复增长：上半年口腔修复膜产品实现销售收入1.06亿元(-3.57%)，占比47.24%；可吸收硬脑(脊)膜补片产品实现销售收入0.91亿元(+6.13%)，占比40.50%。其他业务收入0.28亿元，占比12.26%。公司通过6月促销口腔修复膜已同比实现较快增长，预计趋势下半年有望维持。集采稳步推进，公司进一步扩大营销版图：截止上半年，公司产品在全国31省挂网(其中活性生物骨10省、硬脑(脊)膜补片6省、外科用填塞海绵17省)，各省级产品挂网超过2,600个品次，相较于2022年末增加了约270个品次；日益壮大的销售网络为未来销售的稳健增长

打下了坚实的基础。持续加大研发创新，新产品收获颇丰：截止上半年，公司产品磷酸酸蚀剂、光固化复合树脂注册申请获得受理，生物修复膜产品首次提交注册资料，其在已上市产品口腔修复膜（国械注准20153170386）工艺基础上研发，将更好满足临床需求。钙硅生物陶瓷骨修复材料临床试验顺利完成全国入组工作，取得关键性进展。宫腔修复膜完成第一例受试者随机入组，正式进入临床试验。盈利预测与投资评级：考虑到上半年主营业务恢复不及预期，看好下半年稳步恢复，我们将2023-2025年归母净利润由2.36/3.11/4.04亿元调整为2.11/2.71/3.44亿元，当前市值对应2023-2025年PE分别为29/23/18倍，看好公司全年恢复性增长，维持“买入”评级。风险提示：集采降幅超预期，种植牙手术恢复不及预期等。

同程旅行 (00780.HK): OTA 行业领先者，绑定微信下沉扩张

盈利预测与投资评级：同程旅行独享微信流量红利实现加速成长，疫后营收、利润大幅超过疫情前同期水平。我们预测2023-2025年同程旅行归母净利润分别为11.03/15.69/19.69亿元，对应年PE估值为39/27/22倍，首次覆盖给予“增持”评级。风险提示：出行消费恢复不及预期，疫后出行消费习惯变化，行业竞争加剧等。

吉利汽车 (00175.HK): 银河 L7 交付次月破万，新能源销量创年内新高
我们维持吉利汽车2023~2025年营业收入预期为1783/2353/3009亿元，分别同比+20%/+32%/+28%；归母净利润为50/80/121亿元，分别同比-2%/+60%/+50%；对应PE分别为17/10/7倍，维持吉利汽车“买入”评级。

华新水泥 (600801): 2023 年半年度业绩快报点评：非水泥拓展+海外布局亮点频现，水泥盈利有望底部修复

骨料和混凝土业务逆势高增长，Q2 盈利略超预期。(1) 水泥量增利稳，公司上半年水泥和熟料销售2995万吨，同比+2%，一方面国内市场基本平稳，国内市场对外销量同比-0.8%，考虑产业链一体化产能增加带来的内部消耗增加，预计国内实际销量表现与全国市场需求基本一致，另一方面海外水泥销量增长拉动明显。此外得益于3月沿江水泥价格反弹奠定高基础和煤炭成本的下降，预计Q2吨盈利基本稳定。(2) 骨料和混凝土业务高速增长，上半年公司骨料、混凝土销量分别达到5051万吨/1095万方，同比分别+103%/+82%，预计主要得益于骨料产能的释放爬坡和商混社会化扩张产能的落地。2022年骨料在总毛利中的占比已经达到21.2%，预计上半年骨料高速增长对盈利有可观贡献。公司海外布局和国内非水泥延伸继续推进，有望持续贡献增量。宏观强化逆周期调节，行业景气底部逐步确认，下半年旺季水泥业务盈利有望企稳改善，非水泥+海外布局持续贡献新的增长点。基于上半年水泥需求低于预期，我们下调2023-2025年归母净利润至31.2亿元(下调9%)、35.9亿元(下调10%)、38.8亿元(下调14%)，8月1日收盘价对应市盈率分别为9.3/8.1/7.5倍，维持“增持”评级。风险提示：政策定力超预期、地产信用风险失控、行业竞合态势恶化。

理想汽车-W (02015.HK): 7 月交付同比+228%，供需正循环加速突破
考虑公司L系列多款车型持续超预期放量，23Q4重磅发布首款纯电产品，我们维持理想汽车2023~2025年归母净利润，为55/102/204亿元，对应PE分别为47/25/13倍。看好纯电+智能战略双重发力，对比行业龙头特斯拉PS，给予2023年5倍的目标PS，对应目标价253港币，当前股

价 169.9 港币。维持理想汽车“买入”评级。

东土科技 (300353): 定增落地, 产业资本助力国产嵌入式 OS 龙头腾飞
 盈利预测与投资评级: 公司嵌入式实时 OS 产品技术国内领先, 自主可控, 有望引领国产化浪潮。同时, 公司工业通信业务技术国际领先, 能够与软件相辅相成。此次定增过后, 公司获得产业资本加持, 有望迎来加速发展。基于此, 我们维持 2023-2024 年归母净利润预测为 1.08/1.76 亿元, 给予 2025 年归母净利润预测为 2.59 亿元, 维持“买入”评级。风险提示: 政策推进不及预期; 生态建设不及预期; 技术研发不及预期。

小鹏汽车-W (09868.HK): 7 月重新迈入万辆交付新里程, G6 爆款逐步兑现

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, 我们维持公司 23-25 年营收 261.4/540.0/770.0 亿元, 归母净利润-70.3/-32.5/2.8 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 169.35 港币, 当前股价 82.7 港币 (2023 年 8 月 1 日), 维持“买入”评级。

比亚迪 (002594): 7 月销量再创新高, 出口表现亮眼

盈利预测与投资评级: 考虑公司销量持续高增, 我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预测为 296/420/525 亿元, 同增 78%/42%/25%, 对应 PE26x/19x/15x, 给予 2023 年 35 倍 PE, 目标价 355.6 元, 维持“买入”评级。

宏观策略

宏观点评 20230801: 地产放松“鸣哨”，哪些城市可能“领跑”？

房地产新一轮放松已是“箭在弦上”，不过政策以怎样的形式落地仍有悬念。通过观察政治局定调后各部委及地方响应中的表述，我们认为本轮地产放松主要聚焦三个方向：①降低首房利率；②存量房贷下调；③“认房又认贷”解绑；那么在政策出台以“因城施策”为主的背景下，哪些城市的地产调控空间更大？本轮地产放松的可能走向：7月14日央行发布会表态“地产过热阶段出台政策有调控空间”结合7月27日住建部的响应、8月1日央行再提“调整存量房贷”，勾勒出本轮调控重点：降首套利率、减存量利率、与松绑二套房认定；而月底的国常会再提“不同需求、不同城市”也基本坐实政策主要集中在地方层面出台。降低首套房贷利率，哪些城市或率先行动？我们认为各地主要根据央行首套房贷利率动态调整机制来决定下调房贷利率的必要性，二线城市中的沈阳、贵阳、福州及厦门，一线城市中的广州、深圳在6月房价均明显回落。（城市能级根据国家统计局70大中城市名单分类，下同）另外，房价持续疲软指向需求转弱，或使财政依赖土地出让及地产交易程度更高的城市政策调控压力加大。以此为线索，我们认为二线城市中的贵阳、厦门，一线城市中的广州在下半年进一步下调首套房贷利率的可能性较大。存量按揭利率下调，哪些城市最易松动？存量房贷降息自二季度初的“提前还贷潮”时已有预期，8月1日召开的央行下半年工作会议中进一步明确了“指导商业银行调整存量个人住房贷款利率”，我们认为各银行即将根据不同城市情况着手存量房贷降息。如何确定“存量”的时间区间？2018-2021年房贷的利率与新增规模维持高位，而2020年3月开始央行降存量贷款利率定价转为浮动，则将2018-2019年房贷利率作为“存量利率”更加合适。考虑到存量房贷降息的下限最多是最新的首套房贷利率，由此我们判断2018-2019年与目前房贷利率加点的“势能差”越大，存量房贷下调的压力越大。二线城市存量与新发房贷加点利差普遍较高，其中南宁、武汉、郑州逼近160bp，这些城市近期的存量房贷调整动态值得关注。“认房又认贷”解绑，哪些城市还有空间？作为最具代表性的“地产过热阶段出台”的限购措施，“认房又认贷”已在多地地产下行时期放松或取消，而目前15个仍继续施行该政策的城市（11个二线、4个一线）优化空间较大，我们认为其中除一线城市核心地带以外的地区均有限购解绑可能，以释放刚需与改善型需求，其中二线城市中的西安、南宁、厦门，一线城市中的广州、深圳受二套房认定放松带来的利率与首付比例下降受益最大。风险提示：政策定力十足，地产政策出台不及预期。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。政策及数据统计不完全。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

固收金工

固收深度报告 20230802: 城投挖之掘金江苏系列（五）: 走进张家港 存续AAA及AA+级城投债发行主体（上篇）

观点 张家港市概况：1) 张家港市呈现工业经济占据主导的同时商业、服务业持续发展的产业格局。2) 经济财政：2022年张家港市GDP 3,302.39亿元，经济体量在江苏省居于前列，稳定的经济增长和合理

的产业结构为该市财政实力提供有力支撑。3) 债务负担: 2022 年张家港市地方债务率 218%, 同比增加 56pct, 主要系地方财政收入规模萎缩而债务规模扩大所致, 但在江苏省境内处于中下游水平。4) 张家港市城投主体共 9 家, 信用资质整体良好, 发债格局以中期为主, 集中于公司债和中期票据, 发行期限与项目期限匹配度尚可, 融资能力在江苏省及苏州大市范围内均位于前列; 存量债结构显示偿债负担集中于中短期, 短期内再融资需求相应增加。5) 张家港市城投利差预计短期内仍将维持横盘震荡, AA 级利差点位偏低, 故建议针对张家港市高评级城投债予以关注。 张家港 AAA 及 AA+ 城投债发债主体:

1) 张家港国投: 近年来营收规模有所波动, 2022 年实现营收 51.83 亿元, 业务收入以公用事业为主, 安置房建设及房屋销售业务波动幅度较大; 2023Q1 现金短债比 0.46 倍, 流动性存在一定风险, 资产负债率小幅降至 65.68%, 杠杆水平较高; 存量债券以中短期内到期为主, 当前再融资需求抬升; 存续私募债自 2023 年开始持续收窄, 目前位于历史较低位置, 估值偏高, 后续下行空间有限, 而公司债、中票则因利差自 2023 年 4 月末开始持续走扩, 目前已攀升至历史 66.40%、80.70% 分位数的相对中高位区间, 表明公司公募债券种整体下行空间更充裕。

2) 冶金园资: 近年来营收规模波动较大, 2022 年实现营收 16.55 亿元, 销售毛利率为 14.39%, 主营业务基础设施开发及房产销售板块经营情况受宏观经济及政策影响较大, 抗风险能力一般, 易受城投板块舆情风险波及; 2022 年债务规模激增, 现金短债比快速压降至 0.57 倍, 短期偿债压力极速增加, 流动性减弱, 资产负债率为 51.62%, 长期偿债能力尚可但杠杆率仍有上行可能; 存续私募债、企业债和 PPN 利差自 2023 年 5 月起均呈现不同幅度的走扩, 其中企业债走扩幅度更大, 目前利差均处于历史中高位区间, 表明此轮信用板块调整或扩大利差压缩空间, 债券配置性价比提高, 鉴于私募债风险错配概率较大, 建议仍主要关注公司存续公募债。

3) 东城投资: 2022 年公司实现营业收入 3.35 亿元, 销售毛利率 19.05%, 主要收入来源安置房业务受宏观环境及地产景气度影响较大, 且对政府补助依赖程度较高; 2022 年现金短债比降至 0.73 倍, 资金流动性或存缺口, 资产负债率降至 65.71%, 资本结构稳步优化; 存续私募债利差位于 85.40% 的历史分位数, 利差下行空间显著, 采取适度拉长久期策略的投资者可关注近期发行且剩余期限稍长的个券, 捕捉估值偏低所隐含的资本利得机会。

总结回顾和建议关注: 针对张家港市有存续 AAA 及 AA+ 级城投债的发债主体 (本篇包含主体评级 AAA 及 AA) 进行深入分析和梳理, 结合该市全部城投平台机构持仓情况排序结果来看, 重点推荐投资者对张家港国投予以关注。该平台为张家港市内唯一主体评级为 AAA 级的城投平台, 总资产规模达 982.61 亿元, 存量债券规模为 139.85 亿元, 存续债券数量较多, 发行成本较低, 在区域内头部地位显著, 融资能力较强; 近年来盈利能力虽受投资收益波动及房地产市场扰动影响而有所下滑, 但主营业务区域垄断性较强, 业务持续性和稳定性较优, 自身兼具造血能力及财政支持, 经营风险总体可控; 偿债压力集中于未来 3 年内, 有息债务规模增速放缓, 流动性风险小幅缓释, 财务风险尚可; 公司存续私募债与公募债之间品种利差显著, 二者利差点位明显分层, 公募债券种公司债及中期票据利差均处于历史相对中高位区间, 表明存续公司债及中期票据的价值挖掘空间较估值偏高的私募债更为可观, 建议择时配置其中估值偏离度较高的个券, 在宏观利率下行预期中增厚组合收益。 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)

行业

推荐个股及其他点评

和黄医药 (00013.HK): 收入符合预期, 呋喹替尼出海在即

投资要点 事件: 公司 2023 年 H1 总收入为 5.33 亿美元 (同比+173%), 肿瘤/免疫综合收入为 3.59 亿美元 (同比+294%)。收入增长较快源于武田首付款确认了 2.59 亿美金以及产品销售收入同比增长 25% 至 1.01 亿美金; 2023H1 呋喹替尼销售额为 0.56 亿美元 (同比+20%, 符合预期), 索凡替尼销售额为 0.23 亿美元 (同比+79%, 符合预期), 赛沃替尼销售额为 0.22 亿美元 (同比+2%, 低于预期, 主要系医保 3 月执行, 一季度销售不好, 二季度同比增速 87%)。研发服务收入 0.2 亿美元, 其他业务收入 1.74 亿美元。在手现金及等价物 8.56 亿美金 (包括武田的部分首付款)。预计能完成 2023 年肿瘤/免疫业务综合收入指引的 4.5-5.5 亿美元, 预计 2025 年实现自给自足。呋喹替尼出海在即, 多个适应症有望开启第 2 增长曲线。呋喹替尼针对 3L CRC 的上市申请获得美国 FDA 授予的优先审评资格, 已于 6 月获得 EMA 的上市申请受理, 预计 2023 年 Q4 完成日本的上市申请。呋喹替尼联合化疗针对 2L 胃癌的上市申请已获 CDE 受理, 有望 2024Q1 国内上市; 联用信迪利单抗今年 7 月国内完成了针对 2L 子宫内膜癌的 II 期注册临床的患者入组并获得了突破性疗法, 预计 2024H1 递交上市; 联用信迪利单抗针对 2L 肾透明细胞癌的国内 II/III 期临床预计今年年底完成患者入组。赛沃替尼医保放量元年, 全球开发脚步有序迈进。针对 MET14 跳变 NSCLC 已于 2021 年附条件获批, 针对 1L 和后线 IIIb 期确证性试验今年上半年完成了患者招募; 国内 2L 治疗 MET 扩增的 EGFR TKI 难治性 NSCLC (SACHI 研究) 预计 2024 年年中完成患者招募; MET 扩增的胃癌 2L 治疗的国内注册 II 期临床今年 3 月完成首例患者入组。血液瘤产品进度顺利, 2025 年有望贡献收入: 索乐匹尼布 (Syk) 针对 2L 温抗体型自身免疫性溶血性贫血 (wAIHA) 国内 II 期完成患者招募, 2023 年年底公布针对 2L 免疫性血小板减少症 (ITP) 的国内 III 期临床顶线数据。安迪利塞 (PI3K δ) 23 年年底公布 3L FL 的中国 II 期注册临床顶线结果。他泽司他 (EZH2) 2023H2 完成 3L FL 中国桥接临床的患者招募, 争取国内附条件获批。盈利预测与投资评级: 我们维持 2023~2024 年营业总收入预测 7.99/8.28 亿美元, 预计 2025 年总收入为 9.92 亿美元。公司催化剂不断兑现, 海外市场打开, 成长确定性较高, 当前市值有较大增长空间, 维持“买入”评级。风险提示: 产品注册审批进度不及预期; 竞争格局加剧; 商业化不及预期。

(证券分析师: 朱国广)

正海生物 (300653): 2023 年半年报点评: 业绩短期承压, 看好全年恢复增长

投资要点 事件: 2023 年中报实现收入 2.25 亿元 (-2.99%, 同比增速, 下同), 归母净利润 1.10 亿元 (+5.53%), 扣非净利润 1.09 亿元 (+6.04%); 23Q2 收入 1.15 亿元 (+1.51%), 归母净利润 0.56 亿元 (+15.04%), 扣非净利润 0.56 亿元 (+15.90%)。口腔修复膜占主要收入来源, 预计下半年有望恢复增长: 上半年口腔修复膜产品实现销售收入 1.06 亿元 (-3.57%), 占比 47.24%; 可吸收硬脑(脊)膜补片产品实现销售收入 0.91 亿元 (+6.13%), 占比 40.50%。其他业务收入

0.28 亿元，占比 12.26%。公司通过 6 月促销口腔修复膜已同比实现较快增长，预计趋势下半年有望维持。集采稳步推进，公司进一步扩大营销版图：截止上半年，公司产品在全国 31 省挂网（其中活性生物骨 10 省、硬脑（脊）膜补片 6 省、外科用填塞海绵 17 省），各省级产品挂网超过 2,600 个品次，相较于 2022 年末增加了约 270 个品次；日益壮大的销售网络为未来销售的稳健增长打下了坚实的基础。持续加大研发创新，新产品收获颇丰：截止上半年，公司产品磷酸酸蚀剂、光固化复合树脂注册申请获得受理，生物修复膜产品首次提交注册资料，其在已上市产品口腔修复膜（国械注准 20153170386）工艺基础上研发，将更好满足临床需求。钙硅生物陶瓷骨修复材料临床试验顺利完成全国入组工作，取得关键性进展。口腔修复膜完成第一例受试者随机入组，正式进入临床试验。盈利预测与投资评级：考虑到上半年主营业务恢复不及预期，看好下半年稳步恢复，我们将 2023-2025 年归母净利润由 2.36/3.11/4.04 亿元调整为 2.11/2.71/3.44 亿元，当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 29/22/18 倍，看好公司全年恢复性增长，维持“买入”评级。风险提示：集采降幅超预期，种植牙手术恢复不及预期等。

（证券分析师：朱国广）

同程旅行 (00780.HK): OTA 行业领先者，绑定微信下沉扩张

投资要点 同程旅行是中国 OTA 行业领先者。同程网络由早期 B2B 旅游交易平台启程，2018 年与艺龙旅行网合并，同年登陆港交所，公司持续深化与腾讯的合作，致力于打造在线旅行一站式平台，公司在 OTA 行业市场份额位列前三。公司通过微信引流方式深耕下沉市场，新增微信用户中三线及以下占比超过 60%，MAU/MPU 逐年新高。两大业务住宿预订和交通票务业务发展态势良好，2023Q1 营收分别恢复至 2019 年同期的 171%/110%，公司营收利润创新高。绑定微信流量，持续下沉扩张。1) 行业竞争格局：在线旅游市场格局稳定，巨头各守城池。在线旅游行业高度集中，CR3/CR5 分别为 71.7%/92.9%，三大巨头且各有其重点市场领域。2) 公司看点：同程旅行借助微信平台引流，发展下沉市场。同程旅行在住宿预订市场利用品牌效应提高 OTA 平台市占率，利用微信独家合作商流量开拓下沉市场；配合航司开发低线市场交通票务产品，开拓汽车票务销售市场寻找下沉市场增量。2019-2022&2023Q1，公司平均月活用微信小程序占比保持 80% 水平，推动营收快速增长。3) 疫后修复：出行意愿恢复，高景气度下量价齐升有望增强盈利能力。居民出行意愿快速反弹，跨境旅游逐渐恢复，带动行业景气度回升。量价齐升有望增强企业盈利能力，住宿预订业务同业差距缩小。盈利预测与投资评级：同程旅行独享微信流量红利实现加速成长，疫后营收、利润大幅超过疫情前同期水平。我们预测 2023-2025 年同程旅行归母净利润分别为 11.03/15.69/19.69 亿元，对应年 PE 估值为 39/27/22 倍，首次覆盖给予“增持”评级。风险提示：出行消费恢复不及预期，疫后出行消费习惯变化，行业竞争加剧等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：石旻瑄）

吉利汽车 (00175.HK): 银河 L7 交付次月破万，新能源销量创年内新高

投资要点 公告要点：吉利汽车 7 月批发销量 138,135 辆，同环比 +12.64%/+0.17%。分品牌来看，吉利品牌销量 104,480 辆，同环比 +7.51%/-2.07%，其中银河销量 10,058 辆；领克品牌 17,201 辆，同环比 +14.62%/+5.04%；极氪品牌销量 12,039 辆，同环比 +139.73%/+13.46%；睿蓝品牌销量 4,415 辆，同环比 -18.51%/+4.84%。

7月销量13.8万辆，同比+12.64%，极氪交付量上市次月继续破万，出口2.0万辆，全球化出海加速。1)销量：公司7月批发销量138,135辆，同环比+12.64%/+0.17%，连续6个月同环比双增长，2023年1~7月累计销售832,180辆，同比+13.00%。2)燃料类型：公司7月新能源汽车销量合计41,014辆，同环比+28.05%/+6.33%，新能源产品渗透率为30%，同环比-0.14/+1.72pct，环比略微提升；其中BEV车型销量28,145辆，同环比+26.96%/+4.75%，PHEV车型销量12,869辆，同环比+30.49%/+9.97%。3)品牌：7月吉利品牌销量104,480辆，同环比+7.51%/-2.07%，其中银河L7上市第二个月突破“万辆大关”；领克品牌销量持续爬坡，7月销量17,201辆，同环比+14.62%/+5.04%；极氪品牌销量连续两个月破万，7月销量12,039辆，同环比+139.73%/+13.36%；睿蓝品牌销量4,415辆，同环比-18.51%/+4.84%；2023年7月宝腾销量13,044辆，同比+2%，1-7月宝腾销量93,550辆，同比+28%。4)海外：公司7月出口20,482辆，同环比+55.56%/-9.48%，出口占集团销量比例为14.83%，公司连续5个月出口破2万辆，吉利进军全球化品牌步伐加速。银河L7上市即爆款，7月销量突破“万辆大关”，银河L6将于9月上市，双子星助力销量提升。银河L7上市33天达成第10000台量产车下线，银河L6将于9月上市，此外，公司将于下半年正式发布“汽车行业首个全栈自研的全场景AI大模型”，助力公司智能化转型。2023年公司坚定发力新能源领域，多品牌全价位布局助力新车周期。随着智能化新车持续推出，吉利智能化与电动化升级将迈入新台阶。盈利预测与投资评级：我们维持吉利汽车2023~2025年营业收入预期为1783/2353/3009亿元，分别同比+20%/+32%/+28%；归母净利润为50/80/121亿元，分别同比-2%/+60%/+50%；对应PE分别为17/10/7倍，维持吉利汽车“买入”评级。风险提示：乘用车下游需求复苏低于预期；价格战超预期。

(证券分析师：黄细里 证券分析师：杨惠冰)

华新水泥(600801): 2023年半年度业绩快报点评: 非水泥拓展+海外布局亮点频现, 水泥盈利有望底部修复

投资要点 事件: 公司披露2023年半年度业绩快报, 上半年公司实现营业收入158.32亿元, 同比增长10.0%, 实现归母净利润11.93亿元, 同比下降24.9%; 其中Q2单季实现营业收入92.03亿元, 同比增长17.1%, 实现归母净利润9.45亿元, 同比增长3.2%。骨料和混凝土业务逆势高增长, Q2盈利略超预期。(1)水泥量增利稳, 公司上半年水泥和熟料销售2995万吨, 同比+2%, 一方面国内市场基本平稳, 国内市场对外销量同比-0.8%, 考虑产业链一体化产能增加带来的内部消耗增加, 预计国内实际销量表现与全国市场需求基本一致, 另一方面海外水泥销量增长拉动明显。此外得益于3月沿江水泥价格反弹奠定的高基础和煤炭成本的下降, 预计Q2吨盈利基本稳定。(2)骨料和混凝土业务高速增长, 上半年公司骨料、混凝土销量分别达到5051万吨/1095万方, 同比分别+103%/+82%, 预计主要得益于骨料产能的释放爬坡和商混社会化扩张产能的落地。2022年骨料在总毛利中的占比已经达到21.2%, 预计上半年骨料高速增长对盈利有可观贡献。公司海外布局和国内非水泥延伸继续推进, 有望持续贡献增量。(1)公司今年先后公告收购阿曼Oman Cement Company(熟料年产能261万吨, 水泥年产能360万吨)和南非、莫桑比克Natal Portland Cement Company(南非板块水泥年产能180万吨, 莫桑比克板块水泥年产能330万吨), 合计将新增水泥产能870万吨, 相当于公司2022年末水泥产能的7%。(2)公司2022年末骨料年产能已经达到2.1亿吨, 武穴年产3000万吨机制砂项目有望释放产能; 混凝土积极通过拓展委

托代加工、租赁、收购等方式扩大市场范围,2022年末年产能达到6875万吨,公司2023年经营计划中骨料销量约1.3亿吨(同比+98%),混凝土销量2500万方(同比+53%),有望继续贡献业绩增量。行业景气底部逐步确认,下半年有望企稳反弹。水泥价格经历前期连续下调后,部分区域价格已处弱势企业现金成本线附近,因此短期行业供给主动收缩的力度在加强,价格也有望确认阶段性底部。中期来看,随着政治局会议强化逆周期调节力度,基建增量政策有望落地,支撑实物需求和下半年旺季水泥价格反弹,公司水泥业务盈利有望企稳修复。盈利预测与投资评级:宏观强化逆周期调节,行业景气底部逐步确认,下半年旺季水泥业务盈利有望企稳改善,非水泥+海外布局持续贡献新的增长点。基于上半年水泥需求低于预期,我们下调2023-2025年归母净利润至31.2亿元(下调9%)、35.9亿元(下调10%)、38.8亿元(下调14%),8月1日收盘价对应市盈率分别为9.3/8.1/7.5倍,维持“增持”评级。风险提示:政策定力超预期、地产信用风险失控、行业竞争态势恶化。

(证券分析师:黄诗涛 证券分析师:房大磊
证券分析师:石峰源)

理想汽车-W (02015.HK): 7月交付同比+228%, 供需正循环加速突破

投资要点 公告要点:2023年7月,理想汽车共计交付新车34134辆,月度交付量连续两个月突破3万,同比+227.5%,环比+4.79%。至此,理想汽车2023年累计交付量达到173251辆,同比增长144.6%。7月交付同环比高增,车型稳定供给交付与终端订单持续增长形成完美正循环。公司于7月完成第40万辆用户交付,成为国内首家取得该成绩的新势力车企,月交付量连续两个月突破3万。具体车型来看,家庭五座旗舰SUV理想L7上市5个月内总交付量顺利突破5万辆;理想L8和L9的交付量提升至2万辆,强大的产品力进一步转化成为销量红利。理想L系列三款车型自去年6月相继发布以来,累计交付已经超过20万辆,持续领跑中国豪华汽车品牌的市场表现。截止2023年7月31日,理想汽车累计交付量超40万辆,成为国内首家取得40万交付量的新势力车企;2023年累计交付17.33万辆,同比+144.6%,全年业绩表现值得期待。截止7月31日,理想汽车已在全国拥有337家零售中心,环比6月+6家,共覆盖128个城市;售后维修中心及授权钣喷中心323家,覆盖222个城市,渠道网络布局加速完善;7月理想零售中心单店效能为101辆/家,环比+2.3%,终端效率持续提升。后续来看,理想L9 Pro版本登陆工信部新车目录,预计于H2开始批量交付,促进公司整体交付水平提升。无图模式城市NOA持续推进,智能化加码强化新车周期。理想MEGA将于Q4发布,产品周期依然强势。通过AI大模型技术的率先落地应用,理想于6月开启国内首个不依赖高精地图的城市NOA试驾,并预计在下半年向用户交付通勤NOA功能,年底实现多城批量覆盖。产品方面,理想汽车旗下首款搭载800V超充的纯电旗舰车型——理想MEGA将于四季度发布,有望成为理想50万以上的爆品车型,产品周期依然强势。盈利预测与投资评级:考虑公司L系列多款车型持续超预期放量,23Q4重磅发布首款纯电产品,我们维持理想汽车2023~2025年归母净利润,为55/102/204亿元,对应PE分别为47/25/13倍。看好纯电+智能战略双重发力,对比行业龙头特斯拉PS,给予2023年5倍的目标PS,对应目标价253港币,当前股价169.9港币。维持理想汽车“买入”评级。风险提示:新能源汽车行业发展增速低于预期;软件OTA升级政策加严;新平台车型推进不及预期。

(证券分析师: 黄细里 证券分析师: 杨惠冰)

东土科技(300353): 定增落地, 产业资本助力国产嵌入式 OS 龙头腾飞

事件: 2023年8月2日, 东土科技发布向特定对象发行股票并在创业板上市发行情况报告书。投资要点 定增引入中国南方工业集团, 获得产业资本加持: 本次定增募集金额为8.75亿元, 发行价格为10.70元/股。本次发行对象最终确定为8家, 其中南方工业资产管理有限责任公司获配0.87亿元。南方工业资产管理有限责任公司成立于2001年, 隶属于中国兵器装备集团公司, 是以实业投资为主, 以资产管理、资金运作和咨询业务为支撑的综合性投资管理公司。获得专用领域产业资本加持, 东土有望加快在专用领域的产品推广和业务渗透。科技自立自强是根本, 嵌入式实时操作系统是核心“卡脖子”环节: 8月1日, 《求是》发表习近平总书记的重要文章《加强基础研究实现高水平科技自立自强》, 提出打好科技仪器设备、操作系统和基础软件国产化攻坚战。嵌入式实时 OS 常用于军工装备、半导体设备、机器人等核心工业设备中, 是保障设备正常运行的“灵魂”。中国的嵌入式实时 OS 市场被 VxWorks、QNX 等海外公司产品垄断, 国产化需求迫切。东土科技嵌入式实时 OS 性能、自主性和市场拓展全面领先: 公司“道”操作系统由“两弹一星功勋奖章”获得者朱光亚之子研发, 在功能、性能上可以替代 VxWorks 操作系统。公司产品通过了工信部电子五所测试, 内核及部分关键代码自主率 100%。公司产品在专用领域、民用领域客户覆盖率国内领先。工业通信业务与软件相互协同: 公司工业边缘控制器是基于 PC 的控制器, 兼具数据处理和逻辑控制, 技术国内领先。2022年10月, 公司 AUTOBUS 总线国标准正式发布, 这是目前全球首个基于 TSN 和 IPv6 技术的两线制宽带总线国际标准, 是我国自 2008 年以来唯一在 IEC 61158 工业通信网络标准体系中成功立项并发布的国际标准。公司硬件与软件相互协同, 为客户提供自主可控的工业互联网体系。盈利预测与投资评级: 公司嵌入式实时 OS 产品技术国内领先, 自主可控, 有望引领国产化浪潮。同时, 公司工业通信业务技术国际领先, 能够与软件相辅相成。此次定增过后, 公司获得产业资本加持, 有望迎来加速发展。基于此, 我们维持 2023-2024 年归母净利润预测为 1.08/1.76 亿元, 给予 2025 年归母净利润预测为 2.59 亿元, 维持“买入”评级。风险提示: 政策推进不及预期; 生态建设不及预期; 技术研发不及预期。

(证券分析师: 王紫敬 研究助理: 王世杰)

小鹏汽车-W(09868.HK): 7月重新迈入万辆交付新里程, G6爆款逐步兑现

投资要点 公告要点: 2023年7月, 小鹏汽车共计交付新车 11008 辆, 同比-4.5%, 环比+28%, 环比连续六个月实现正增长, 重新迈入万辆交付新里程。至此, 小鹏汽车 2023 年累计交付量达到 52443 辆。G6 带动 7 月交付量环比高增, 公司积极爬升产能进一步促进业绩提升。小鹏 G6 于 7 月 19 日开启交付, 到 7 月底已在全国 110 座城市启动规模交付, 累计交付量超 3900 台。G6 热销带动客流量激增, 助力交付量提升, 目前, 公司正积极爬升 G6 的供应产能, 预计产能提升后将进一步提振公司业绩。7 月 26 日, 小鹏汽车官宣与大众汽车集团达成长期战略合作伙伴关系, 双方将基于各自核心竞争力和小鹏汽车的 G9 车型平台、智能座舱以及高阶辅助驾驶系统软件, 共同开发两款 B 级电动汽车车型, 以大众汽车品牌在中国市场销售; 此外, 双方还将在多个领域探索其他潜在的战略合作, 包括未来电动车平台、软件技术和供应链方面的合作。智能化进程持续推进, “AI 代驾”模式实现

安全、有效的 XNGP 功能。小鹏汽车于 7 月在北京开启了城市 NGP 试驾，交出了“总里程达 16914 公里，用户渗透率、里程渗透率、时长渗透率高达 99%，千公里被动接管仅 3.3 次”的成绩，此后城市 NGP 正式登陆佛山。XNGP 高阶智能辅助驾驶功能随小鹏 G6 Max 交付即上线，并且随着 G6 的上市，小鹏计划发布“AI 代驾”模式，并于 2023Q4 向所有 Max 版用户推送，“AI 代驾”模式下，用户能够实现安全、有效率地使用 XNGP。新车方面，小鹏 X9 预计于 2023Q4 上市，搭载英伟达 Orin-X 芯片，配备激光雷达，支持 XNGP 全场景领航辅助驾驶功能，有望助力销量提升。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技术关系，软件持续创收，我们维持公司 23-25 年营收 261.4/540.0/770.0 亿元，归母净利润-70.3/-32.5/2.8 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 169.24 港币，当前股价 82.7 港币（2023 年 8 月 2 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）

比亚迪（002594）：7 月销量再创新高，出口表现亮眼

投资要点 7 月比亚迪新能源汽车销量环增 4%，出口表现亮眼。根据公司产销快报，比亚迪 7 月新能源汽车销量为 26.22 万辆，同环比 +61%/+4%，其中新能源乘用车出口 18169 辆，环比 +72.4%，1-7 月累计销量为 151.78 万辆，同比增长 89%，1-7 月累计出口约 9.2 万辆。7 月产量为 27.2 万辆，同比 +67%，环比 +2.6%，1-7 月累计产量为 154.80 万辆，同比增长 91%。纯电份额环比微增，腾势销量持续增长，托举品牌高端化发展。7 月比亚迪插混乘用车销量为 12.63 万辆，同环比 +56%/+2%，占比 48%，同比 -2pct，环比 -1pct，1-7 月累计销量 75.77 万辆，累计同比增长 91%；纯电乘用车销量为 13.48 万辆，同环比 +66%/+5%，占比 52%，同比 +2pct，环比 +1pct，1-7 月累计销量 75.16 万辆，累计同比增长 86%。王朝、海洋车型 7 月销 25.00 万辆，同比增长 54.1%；腾势品牌 7 月销 11146 辆，环比增长 0.8%，品牌趋于高端化，利于单车盈利提升。新车型上市叠加出口贡献增量，预计 23 年销量同增 60%+。公司产品矩阵完备，23H1 国内市占率 35.2%，较 22 年提升 6.6pct，23H2 多款新车型推出，包括宋 L、仰望、腾势 N8、海豹 DMI 等。此外，公司积极推进海外市场布局，比亚迪正式进入日本、墨西哥乘用车市场，同时纯电动大巴已正式进入印尼、毛里求斯等国，海外市场放量助力销量增长，我们预计 2023 年比亚迪新能源车销量超 300 万辆，同增 60%+，其中出口约 20 万辆。24-25 年为产品大年，预计销量分别为 400/500 万辆，同增 33%/25%。电池装机量同比高增，23 年出货预计翻番以上增长，储能贡献显著增量。根据比亚迪产销快报，2023 年 7 月动力和储能电池装机 12.41GWh，同环比 +70%/+5%，1-7 月累计装机 72.7GWh，同比增长 76%；受益于欧洲户储及全球大电站项目，预计 23 年公司电池产量超 200gwh，同比翻倍以上增长，其中储能电池出货 30-40gwh，同增 150%+，贡献明显增量。盈利预测与投资评级：考虑公司销量持续高增，我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预测为 296/420/525 亿元，同增 78%/42%/25%，对应 PE26x/19x/15x，给予 2023 年 35 倍 PE，目标价 355.6 元，维持“买入”评级。风险提示：电动车销量不及预期、原材料价格波动等。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 黄细里
证券分析师: 刘晓恬)

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>