

## 东吴证券晨会纪要

## 东吴证券晨会纪要 2023-08-04

## 宏观策略

2023年08月04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

## 固收点评 20230802：铭利转债：精密结构件龙头企业

我们预计铭利转债上市首日价格在 109.20~121.66 元之间，我们预计中签率为 0.0026%。

## 行业

## 推荐个股及其他点评

## credo (crdo)：领先的高速连接解决方案提供商，数据中心带来新机遇

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2024-2026 财年营业收入分别为 2.05 亿、2.95、3.60 亿美元，对应现价（8 月 1 日）PS 分别为 12 倍、9 倍、7 倍，考虑到公司所处赛道未来有较大放量空间，且公司的新业务具有较高的竞争壁垒，预计将来业务拓展成功之后，销售和管理费用会下降带来净利润的改善，首次覆盖予以“买入”评级。

## 再升科技 (603601)：2023 年中报点评：收入提速，净利率延续改善态势

Q2 收入端同比提速，主要得益于干净空气市场需求拉动。Q2 毛利率、净利率延续回升态势，主要得益于单位固定成本的下降和费用率的压缩。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，在半导体、电子、医药、新能源汽车、航空航天等领域逐步实现国产化替代。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、新能源汽车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。我们暂维持公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.05 亿元/2.61 亿元/3.36 亿元，8 月 2 日收盘价对应市盈率分别为 23/18/14 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。

## 宇通客车 (600066)：7 月产销同比继续向好，重点推荐！

盈利预测与投资评级：宇通客车是汽车行业【中特估&一带一路】的典范，将率先代表中国汽车制造业成为真正意义的全球龙头。我们维持公司

2023~2025 年营业收入为 251/294/345 亿元，同比+15%/+17%/+18%，归母净利润为 13.9/20.1/27.5 亿元，同比+84%/+44%/+37%，对应 EPS 为 0.6/0.9/1.2 元，对应 PE 为 24/17/12 倍。维持公司“买入”评级。风险提示：全球经济复苏不及预期，国内外客车需求低于预期。

**宇通客车（600066）：2023 年上半年业绩快报点评：国内国外共振，Q2 业绩量利齐升！**

盈利预测与投资评级：宇通客车是汽车行业【中特估&一带一路】的典范，将率先代表中国汽车制造业成为真正意义上的世界龙头。我们维持公司 2023~2025 年营业收入为 251/294/345 亿元，同比+15%/+17%/+18%，归母净利润为 13.9/20.1/27.5 亿元，同比+84%/+44%/+37%，对应 EPS 为 0.6/0.9/1.2 元，对应 PE 为 24/17/12 倍。维持公司“买入”评级。风险提示：全球经济复苏不及预期，国内外客车需求低于预期。

**贵州茅台（600519）：2023 年中报点评：Q2 增长双超 20%，韧性凸显**

盈利预测与投资评级：长期看茅台规划稳健，我们维持 2023-25 年归母净利润 744.74/867.44/1001.82 亿元，同比增长 19%/16%/15%，当前对应 23-25 年 PE 为 32、27、24 倍，维持“买入”评级。风险提示：动销复苏不及预期、食品安全问题。

**隆基绿能（601012）：2023 年中报业绩快报点评：硅片盈利修复，组件盈利高增**

盈利预测与投资建议：基于公司硅片组件出货高增，我们维持盈利预测不变，我们维持 2023-2025 年净利润 185/228/276 亿元，同增 25%/23%/21%。基于公司为硅片龙头，一体化布局效果显著，我们给予 2023 年 18 倍估值，对应目标价 43.96 元，维持“买入”评级。风险提示：竞争加剧，政策不及预期等。

## 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

### 固收点评 20230802：铭利转债：精密结构件龙头企业

事件 铭利转债（123215.SZ）于2023年8月3日开始网上申购：总发行规模为10.00亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于精密结构件生产基地建设项目，新能源关键零部件智能制造项目及补充流动资金。当前债底估值为85.82元，YTM为3.61%。铭利转债存续期

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%、3.00%，公司到期赎回价格为票面面值的118.00%（含最后一期利息），以6年AA-中债企业债到期收益率6.34%（2023-08-01）计算，纯债价值为85.82元，纯债对应的YTM为3.61%，债底保护一般。当前转换平价为92.28元，平价溢价率为8.37%。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09日至2029年08月02日。初始转股价37.82元/股，正股铭利达8月1日的收盘价为34.90元，对应的转换平价为92.28元，平价溢价率为8.37%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为13.46%。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37.82元计算，转债发行10.00亿元对总股本稀释率为6.20%，对流通盘的稀释率为13.46%，对股本有一定的摊薄压力。观点 我们预计铭利转债上市首日价格在109.20~121.66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，考虑到铭利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109.20~121.66元之间。我们预计网上中签率为0.0026%，建议积极申购。铭利达致力于新能源汽车、太阳能发电、大健康、安防、新型行业等核心精密零部件成型加工。公司是模具设计与制造、压铸生产、塑胶射出、精密机加工、铝型材加工、冲压钣金、表面处理等结构产品的一站式服务提供商。2018年以来公司营收稳步增长，2018-2022年复合增速为35.96%。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35.96%。2022年，公司实现营业收入32.19亿元，同比增加75.16%。与此同时，归母净利润也稳步增长，2018-2022年复合增速为62.07%。2022年实现归母净利润4.03亿元，同比增加171.93%。公司营业收入主要来源于精密压铸结构件、精密注塑结构件、型材冲压结构件，产品结构年际变化较小，各项占比基本稳定。公司销售净利率和销售毛利率维稳，销售费用率、财务费用率、管理费用率下降。2018-2022年，公司销售净利率分别为6.20%、7.05%、11.25%、8.06%和12.52%，销售毛利率分别为26.49%、23.41%、21.48%、19.13%和21.72%。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

**credo (crdo): 领先的高速连接解决方案提供商，数据中心带来新机遇**

投资要点 领先的高速连接解决方案提供商，技术优势助力业绩突破。Credo围绕SerDes和DSP两大核心技术拥有众多专利，为数据中心数据传输提供最前沿的解决方案。2023财年，公司实现营收1.8亿美元，同比+73%；归母净利润1700万美元，同比+25%。享受AIGC高算力需求红利，数通市场打开放量空间。云计算、5G无线部署以及人工智能相关应用的迅速发展，使得全世界数据量正在经历跃升式的

增长，对于数据中心建设提出了更高要求，机架数量要更多，带宽要更大，传输距离要更长，费用要更低。引领新兴细分赛道发展方向，AEC 业务前景广阔。由 Credo 发起创立 HiWire AEC 全球产业联盟，致力于建立和持续开发 AEC 标准，业内具有较高影响力。各数据中心短距离高速连接方案中，AEC 方案综合性价比最高，优势突出，未来 AEC 替代 DAC/AOC 连接方案是大势所趋，公司相关业务预计将迅速增长。长期来看光模块市场稳步增长，光 DSP 前景广阔打开公司新成长曲线。数据中心长距离连接和 5G 加快部署形成对光模块的大量需求，根据 LightCounting 数据，长期全球光模块市场仍将保持扩张态势，2028 年预计超过 220 亿美元。光 DSP 是目前光模块技术方案中最重要、技术难度最高的芯片，公司不断完善 DSP 产品布局，新的业务方向有望实现大幅业绩增长。盈利预测与投资评级：我们预计公司 2024-2026 财年营业收入分别为 2.05 亿、2.95、3.60 亿美元，对应现价（8 月 3 日）PS 分别为 12 倍、9 倍、7 倍，考虑到公司所处赛道未来有较大放量空间，且公司的新业务具有较高的竞争壁垒，预计将来业务拓展成功之后，销售和管理费用会下降带来净利润的改善，首次覆盖予以“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧风险、新业务拓展失败风险

（证券分析师：张良卫 证券分析师：卞学清）

### 再升科技（603601）：2023 年中报点评：收入提速，净利率延续改善态势

**投资要点** 事件：公司披露 2023 年中报，上半年实现营业总收入 8.22 亿元，同比+4.0%，实现归母净利润 8127 万元，同比-26.1%。Q2 单季度实现营业总收入 4.44 亿元，同比+5.3%，实现归母净利润 4800 万元，同比-5.3%，基本符合预期。Q2 收入端同比提速，主要得益于干净空气市场需求拉动。公司 Q2 单季收入同比增长 5.3%，较 Q1 加快 2.8pct，单季收入环比 Q1 增长 17.8%。分产品来看，干净空气板块收入端表现优于高效节能板块，预计主要受益于半导体洁净室领域需求逐步释放，上半年干净空气和高效节能板块分别实现收入 5.35 亿元/2.69 亿元，同比+10.7%/-5.0%，其中 Q2 干净空气产品收入环比增长 28.5%，其中净化设备收入环比增长 37.4%，空气过滤纸收入环比增长 18.4%。高效节能产品收入同比增速受到保温板转口贸易量下降的影响，但随着玻璃棉产能爬坡，在 Q2 高效节能产品整体环比 Q1 增长 2.6%的背景下，Q2 微玻纤棉产品收入环比 Q1 增长 11.9%。Q2 毛利率、净利率延续回升态势，主要得益于单位固定成本的下降和费用率的压缩。（1）公司 Q2 单季毛利率 25.2%，同比下降 1.1pct，主要是大宗原材料成本仍未回落至历史水平，加之新产线产能尚未完全释放导致单位固定成本上升，此外产品结构波动也带来一定影响；但 Q2 毛利率已经环比 Q1 回升 2.4pct，反映产能爬坡推动公司单位成本压缩。（2）公司 Q2 期间费用率为 13.4%，同比压缩 1.9pct，其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别同比+0.0pct/-0.1pct/-2.6pct/+0.7pct，管理费用率下降主要得益于股权激励费用减少，研发费用率下降主要得益于部分研发费用进入开发阶段而减少。Q2 净利率为 11.9%，环比 Q1 回升 2.5pct。单季经营性现金流有所改善，负债率保持稳定。公司 Q2 经营活动产生的现金流量净额为 5175 万元，同比+4321 万元，主要得益于单季度收现比的提升和库存的下降。Q2 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 1661 万元，同比-4.9%，主要是前期建设产能部分投产进入爬坡期。公司二季度末资产负债率为 30.1%，较一季度末下降 2.3pct。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，在半导体、电子、医药、新能源汽车、航空航天等领域逐步实现国产化替代。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、新能源汽车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。我们暂维持公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.05 亿元/2.61 亿元/3.36 亿元，8 月 2 日收盘价对应市盈率分别为 23/18/14 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)

### 宇通客车 (600066): 7 月产销同比继续向好, 重点推荐!

**投资要点** 公司公告: 宇通客车 2023 年 7 月销量为 3675 辆, 同环比分别+80%/-22%; 产量为 3778 辆, 同环比分别+87%/-8%。大中客占比同比高增。分车辆长度看, 2023 年 7 月大中轻客销量为 2084/1188/403 辆, 同比分别+240%/+49%/-17%, 环比分别-4%/-18%/+10%。大中客销量占比 89%, 同环比+20pct/+0pct。公司整体加库。2023 年 7 月公司整体加库 103 辆, 大中轻客库存变化为-55/+98/+60 辆, 2023 年累计加库 733 辆。一带一路出口加速, 交付国内公交大单。独联体是我国客车出口的重点增长地区, 7 月 4 日公司 50 辆客车交付哈萨克斯坦, 其中包括 20 辆 18 米纯电动客车, 客车企业在一带一路地区的出口持续加速。2023 年下半年全国公交车招标呈现复苏态势, 公司向临沂交付 300 辆新能源公交大单, 国内公交景气度逐步提升。盈利预测与投资评级: 宇通客车是汽车行业【中特估&一带一路】的典范, 将率先代表中国汽车制造业成为真正意义的全球龙头。我们维持公司 2023~2025 年营业收入为 251/294/345 亿元, 同比+15%/+17%/+18%, 归母净利润为 13.9/20.1/27.5 亿元, 同比+84%/+44%/+37%, 对应 EPS 为 0.6/0.9/1.2 元, 对应 PE 为 24/17/12 倍。维持公司“买入”评级。风险提示: 全球经济复苏不及预期, 国内外客车需求低于预期。

(证券分析师: 黄细里)

### 宇通客车 (600066): 2023 年上半年业绩快报点评: 国内国外共振, Q2 业绩量利齐升!

**投资要点** 公司公告: 公司公布 2023 年中报业绩快报, 公司 2023 年 H1 收入 111.1 亿元, 同环比+34.6%/-17.92%; 归母净利润 4.7 亿元, 同比扭亏, 环比-43%; 扣非归母净利润 3.3 亿元, 同比扭亏, 环比-46%。2023Q2 公司营业收入为 75.4 亿元, 同环比+59.3%/+110.8%; 归母净利润 3.5 亿元, 同环比+594%/+190%; 扣非归母净利润为 2.83 亿元, 同比扭亏, 环比+493%, 业绩符合我们预期。Q2 销量同环比高增, 单车净利持续提升。2023 年 Q2 公司客车总销量 10695 辆, 同环比+62%/+141%, 其中大中轻客销量为 5593/3898/1204 辆, 同比分别+143%/+45%/-28%, 环比分别+166%/+186%/+23%, 大中客占比为 89%, 同环比分别+13pct/+11pct。受益于公司产销结构优化(大中客占比提升)及高毛利出口销量提升, 2023 年 Q2 公司单车净利为 3.27 万元, 同环比+330%/+20%。国内+出口需求共振, 大中客龙头率先受益。根据交强险数据, 2023 年上半年公司国内大中客销量 7933 辆, 同比+18%, 其中国内公交车销量 746 辆, 同比-64%, 国内座位客车销量 6417 辆, 同比+78%, 受 2022 年底补贴退坡透支及公交车招标节奏

影响公交车需求较疲软，疫情后旅游市场需求激增驱动国内座位客车销量同比高增。2023年出口大中客（公司披露销量-交强险销量）销量6537辆，同比+37%，海外市场高需求延续公司作为大中客龙头率先受益。汇兑收益叠加政府补助增厚归母净利润。2023年上半年人民币兑美元汇率整体处于贬值通道，公司海外业务收入占比较多，预测公司将获得部分汇兑收益，叠加递延的政府补助费用，2023年上半年公司预计产生1.4亿元非经常性损益，其中Q2发生0.66亿元。盈利预测与投资评级：宇通客车是汽车行业【中特估&一带一路】的典范，将率先代表中国汽车制造业成为真正意义的全球龙头。我们维持公司2023~2025年营业收入为251/294/345亿元，同比+15%/+17%/+18%，归母净利润为13.9/20.1/27.5亿元，同比+84%/+44%/+37%，对应EPS为0.6/0.9/1.2元，对应PE为24/17/12倍。维持公司“买入”评级。风险提示：全球经济复苏不及预期，国内外客车需求低于预期。

（证券分析师：黄细里）

**贵州茅台（600519）：2023年中报点评：Q2增长双超20%，韧性凸显**  
**投资要点** 事件：23H1实现营业总收入709.87亿元，同比+19.42%；实现归母净利润359.80亿元，同比+20.76%；23Q2实现营业总收入316.08亿元，同比+20.38%；实现归母净利润151.86亿元，同比+21.01%，略超此前披露的主要经营数据公告。茅台酒维持双位数增长，直销占比持续提升。23Q2茅台酒收入256亿元左右，同比+21%，1）i茅台Q2公司销售44.35亿元（不含税），同比+0.43%，表现符合预期。2）24节气自3月起投放（巽风年初上线以来，截至612用户数370w，累计贡献21亿营收）以及经销商Q2加大精品等非标的投放，贡献主要增长；3）Q2直销收入136.13亿元，同比+35.29%，占营收比重为44%，同比提升4pct。系列酒Q2实现50.6亿元，同比+21.3%，上半年销售超过100亿，完成“时间过半任务过半”，为全年200亿目标的达成提供了坚实的保障。截至报告期末，公司合同负债73.34亿元，环比23Q1减少9.96亿元，销售收现333.09亿元，同比+12%。税金率正常，净利率小幅提升。单Q2归母净利率48.04%，同比+0.25pct。其中毛利率90.80%，同比-0.98pct，销售费用/管理费用率分别为3.26%/5.91%，同比-0.46pct/+0.04pct，销售费率有所下降，综合来看我们预计毛利率的下降或与Q2品鉴较多有关系。税金及附加率16.26%，同比-0.4pct，表现正常。加快基础设施建设，长期稳健经营可期。23H1茅台酒基酒产量4.46万吨，同比+5%，系列酒基酒产量2.40万吨，同比+41%，公司加快推进茅台酒“十四五”技改、3万吨酱香系列酒技改、习水同民坝一期等项目建设，不断做足酒产业发展支撑。长期看茅台规划稳健，推动公司量价齐升的多种排列组合未变，强品牌力是最好背书，公司全年目标即营业总收入同比增长15%左右，完成无忧。盈利预测与投资评级：长期看茅台规划稳健，我们维持2023-25年归母净利润744.74/867.44/1001.82亿元，同比增长19%/16%/15%，当前对应23-25年PE为32、27、24倍，维持“买入”评级。风险提示：动销复苏不及预期、食品安全问题。

（证券分析师：汤军 证券分析师：王颖洁）

**隆基绿能（601012）：2023年中报业绩快报点评：硅片盈利修复，组件盈利高增**

**投资要点** 事件：公司发布2023年中报业绩快报，2023H1实现营业收入646.6亿元，同增28%，实现归属于母公司净利润91.8亿元，同增42%，实现扣除非经常性损益后净利润90.6亿元，同增41%。2023Q2实现归属于母公司净利润55.4亿元，同增45%，环增52%，扣除非经

常性损益后净利润 54.7 亿元，同增 46%，环增 52%，业绩超市场预期。硅片盈利修复，组件盈利高增。2023Q2 公司硅片出货约 28GW，同增 33%，环增 18%，其中外销约 12.6GW，同增 49%，环增 20%；我们测算单瓦净利约 1 毛，环比提升 5 分，硅片盈利大幅修复。2023Q2 电池组件出货约 17GW，同增 171%，环增 38%，我们测算单瓦净利约 2 毛 6，环增约 8 分，受益于：1) 2023Q2 质保金计提方式调整，销售费用下降；2) 2023Q2 人民币贬值享汇兑收益。展望 2023Q3，硅料价格见底企稳刺激下游需求逐步释放，我们预计公司 2023Q3 硅片出货 30-32GW，组件出货 18-20GW，持续高增！产能持续扩张，新技术双轮驱动。公司 HPBC 已布局西咸 29GW+泰州 4GW 产能，针对高端分布式市场，享受盈利溢价；经过 2023Q1 技术磨合，目前产能爬坡加快，近三个月排产呈快速增加趋势。鄂尔多斯 30GW TOPCon 针对地面电站市场，已于 2023 年 5 月底设备进场，我们预计 2023Q3 开始投产，到 2023 年底超 20GW 产能。同时，公司在西咸投建年产 100GW 切片及 50GW 电池项目，我们预计将于 2024Q3 首线投产，2025 年底达产。我们预计 2023 年底硅片-电池-组件产能将达 190GW-110GW-130GW，产能持续扩张，规模优势将持续显现。盈利预测与投资建议：基于公司硅片组件出货高增，我们维持盈利预测不变，我们维持 2023-2025 年净利润 185/228/276 亿元，同增 25%/23%/21%。基于公司为硅片龙头，一体化布局效果显著，我们给予 2023 年 18 倍估值，对应目标价 43.96 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)



## 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>