

万联晨会

2023年08月04日 星期五

概览

核心观点

【市场回顾】

周四 A 股三大股指小幅上涨，上证指数上涨 0.58%，报 3280.46 点；深证成指上涨 0.53%，报 11163.42 点；创业板指上涨 1.06%，报 2241.98 点。A 股两市全天成交额 8327.33 亿元人民币，北向资金净流入 5.43 亿元人民币，其中，沪股通净流入 5.34 亿元人民币，深股通净流入 0.09 亿元人民币；南向资金净买入 34.21 亿港元。A 股两市个股跌多涨少，超 2800 只个股下跌。申万行业方面，非银金融、房地产领涨，通信、汽车领跌；概念板块方面，CRO、芬太尼概念指数涨幅居前，超导概念、金属锌概念指数跌幅居前。港股方面，恒生指数收跌 0.49%，恒生科技指数收涨 0.4%；海外方面，美国三大股指小幅下跌，道指收跌 0.19%，报 35215.89 点，标普 500 指数收跌 0.25%，报 4501.89 点，纳指收跌 0.10%，报 13959.71 点。欧洲股市和亚太股市主要股指多数下跌。

【重要新闻】

【发改委：做好可再生能源绿色电力证书全覆盖工作 促进可再生能源电力消费】

国家发展改革委、财政部、国家能源局联合印发《关于做好可再生能源绿色电力证书全覆盖工作 促进可再生能源电力消费的通知》可再生绿色电力证书，即绿证，是可再生绿色电量环境属性的唯一证明，1 个绿证单位对应 1000 度可再生绿色电量。以绿证认定可再生绿色电力的绿色属性，鼓励用户购买绿证体现绿电消费是国际通行做法。国务院《2030 年前碳达峰行动方案》（国发〔2021〕23 号）要求，加快实现生产生活方式绿色变革，健全完善绿色低碳循环发展政策体系。

【财政部：进一步支持重点群体创业就业有关税收政策】

自 2023 年 1 月 1 日至 2027 年 12 月 31 日，脱贫人口（含防止返贫监测对象，下同）、持《就业创业证》的人员，从事个体经营的，自办理个体工商户登记当月起，在 3 年（36 个月，下同）内按每户每年 20000 元为限额依次扣减其当年实际应缴纳的增值税、城市维护建设税、教育费附加、地方教育附加和个人所得税。

研报精选

读懂转债的基本要素

2023H1 业绩超预期，全年业绩有望提速

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,280.46	0.58%
深证成指	11,163.42	0.53%
沪深 300	4,004.98	0.88%
科创 50	970.37	0.20%
创业板指	2,241.98	1.06%
上证 50	2,645.15	0.93%
上证 180	8,520.55	0.94%
上证基金	6,713.70	0.67%
国债指数	203.59	0.04%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	35,215.89	-0.19%
S&P500	4,501.89	-0.25%
纳斯达克	13,959.71	-0.10%
日经 225	32,159.28	-1.68%
恒生指数	19,420.87	-0.49%
美元指数	102.54	-0.05%

主持人：夏振荣

Email: xiazr@wlzq.com.cn

核心观点

【市场回顾】

周四 A 股三大股指小幅上涨，上证指数上涨 0.58%，报 3280.46 点；深证成指上涨 0.53%，报 11163.42 点；创业板指上涨 1.06%，报 2241.98 点。A 股两市全天成交额 8327.33 亿元人民币，北向资金净流入 5.43 亿元人民币，其中，沪股通净流入 5.34 亿元人民币，深股通净流入 0.09 亿元人民币；南向资金净买入 34.21 亿港元。A 股两市个股跌多涨少，超 2800 只个股下跌。申万行业方面，非银金融、房地产领涨，通信、汽车领跌；概念板块方面，CR0、芬太尼概念指数涨幅居前，超导概念、金属锌概念指数跌幅居前。港股方面，恒生指数收跌 0.49%，恒生科技指数收涨 0.4%；海外方面，美国三大股指小幅下跌，道指收跌 0.19%，报 35215.89 点，标普 500 指数收跌 0.25%，报 4501.89 点，纳指收跌 0.10%，报 13959.71 点。欧洲股市和亚太股市主要股指多数下跌。

【重要新闻】

【发改委：做好可再生能源绿色电力证书全覆盖工作促进可再生能源电力消费】

国家发展改革委、财政部、国家能源局联合印发《关于做好可再生能源绿色电力证书全覆盖工作促进可再生能源电力消费的通知》可再生能源绿色电力证书，即绿证，是可再生能源电量环境属性的唯一证明，1 个绿证单位对应 1000 度可再生能源电量。以绿证认定可再生能源的绿色属性，鼓励用户购买绿证体现绿电消费是国际通行做法。国务院《2030 年前碳达峰行动方案》（国发〔2021〕23 号）要求，加快实现生产生活方式绿色变革，健全完善绿色低碳循环发展政策体系。

【财政部：进一步支持重点群体创业就业有关税收政策】

自 2023 年 1 月 1 日至 2027 年 12 月 31 日，脱贫人口（含防止返贫监测对象，下同）、持《就业创业证》的人员，从事个体经营的，自办理个体工商户登记当月起，在 3 年（36 个月，下同）内按每户每年 20000 元为限额依次扣减其当年实际应缴纳的增值税、城市维护建设税、教育费附加、地方教育附加和个人所得税。

分析师 夏振荣 执业证书编号 S0270520090002

研报精选

读懂转债的基本要素

——可转债专题报告

投资要点：

1 转债的定义及特征：可转换公司债券（简称“转债”或“可转债”）是指上市公司依法发行、在一定期间内依据约定的条件可以转换成股份的公司债券。转债兼具“股性”和“债性”，通常被看作“普通债券+美式看涨期权”的组合。

1 转债的基础条款和附加条款：（1）纯债条款：转债具有普通债券的基本属性，债券属性决定纯债价值，对转债价格具有较强支撑。转债发行期限多为 6 年，利率设定具有“低利率”、“累进利率”和“到期补偿”三大特点，有利于发行人降低付息成本、达成转股意愿。转债主体评级和债项评级大多相同，少数转债债项评级较高。（2）转股条款：转债发行上市时会确定初始转股价、转股期间和转股价调整方式等。转债转换而来的股份是公司新发行股份，对公司股本具有稀释作用。转股权是投资者的权利而非义务。当转债触发强赎、到期赎回或转股溢价率为负时，更容易促成转股。（3）赎回条款：赎回分为有条件赎回和到期赎回，赎回条款是发行人价格保护条款。当触发强赎条

件时，公司股价通常已出现较大幅度的上涨，平价较赎回价具有明显优势，因此转股往往能给投资者带来更高收益，从而达成发行人促进转股的意愿。（4）回售条款：回售分为有条件回售和附加回售，回售条款是投资者价格保护条款。回售是投资者的权利而非义务，由于回售会增加还本付息的压力，发行人通常不希望触发回售，多数情况下会通过下修转股价以规避回售的发生。（5）下修条款：下修条款是发行人价格保护条款，触发下修后是否选择下修取决于发行人的主观意愿。发行人提出下修的主要原因包括避免触发回售、促成投资者转股等。即使发行人具有下修意愿，下修方案也可能因股东大会决议未通过而以失败告终。

1 转债价格的分析指标：（1）债性指标：纯债价值、纯债 YTM 和纯债溢价率反映了转债的“债性”。纯债价值为转债价格提供债底保护。纯债 YTM 是投资者按市价买入转债并持有到期所获取的年化收益率。纯债溢价率主要来源于转债转股权和附加条款的期权价值。纯债溢价率越高，转债债性越弱，转债价格下行空间越大，债底保护越弱。

（2）股性指标：转股价值和转股溢价率用于衡量转债的“股性”。转股价值是转股后所得的价值，转股溢价率反映了转债股性的强弱，且通常为正值。转股溢价率越小，转债价格与正股价格相关性越高，转债股性越强。转股溢价率体现了市场对于正股价格上涨空间的预期，溢价率越高意味着市场预计未来正股股价上涨空间越大。随着正股价格的走高，市场预期逐步消化，转债溢价率逐渐收缩，当正股价格触发强赎条件时，溢价率降至 0。（3）基于溢价率的转债价格分析：市场上通常根据转股价格与纯债价值的比值大小将转债分为“偏股型”、“平衡型”和“偏债型”。偏股型转债：转股溢价率处于较低水平，正股价格对转债价格具有较强的驱动力。转债价格往往随正股价格同步变动。偏债型转债：纯债价值对转债价格提供较强支撑，而偏债型转债价格的大幅上行通常随着转债由偏债型向偏股型迁移而发生。

1 风险因素：转债监管规则变化超预期、信用风险超预期、流动性风险超预期

分析师 刘馨阳 执业证书编号 S0270523050001

2023H1 业绩超预期，全年业绩有望提速

——贵州茅台（600519）点评报告

报告关键要素：

8 月 2 日，公司发布 2023 年半年度报告。报告显示，公司 2023H1 实现营业收入 695.76 亿元（YoY+20.76%），实现归母净利润 359.80 亿元（YoY+20.76%）。其中，2023Q2 实现营业收入 308.2 亿元（YoY+21.72%），实现归母净利润 151.85 亿元（YoY+21.01%），公司业绩略超此前发布的经营数据。

投资要点：

23H1 业绩保持稳健增长，预计全年营收目标可顺利完成。2023H1 营收同比增长 20.76%，超出全年 15% 的增速目标，为达成全年目标奠定坚实基础，预计完成全年目标无虞。此前公司发布 2023 年上半年主要经营数据，预计 23 年上半年营业总收入同比增长 18.8% 左右，归母净利润同比增长 19.5% 左右，公司业绩略超预告。

毛利率维持高位，销售费用率有所下降。2023H1/2023Q2 公司毛利率分别为 91.8%/90.8%，同比-0.31/-0.98pcts；2023H1/2023Q2 公司净利率分别为 53.66%/51.29%，同比-0.33/-0.66pcts，主要系报告期内生产成本增加及产品结构变化。2023H1 公司销售费用率/管理费用率分别为 2.52%/5.40%，同比-0.02pcts/-0.71pcts，研发费用率保持 0.1% 不变。2023Q2 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 3.26%/5.75%/0.16%，同比+0.04pcts/+0.01pcts。

系列酒增速放缓，直销收入占比提升。分产品看，2023H1 茅台酒实现收入 592.79 亿元，同比+18.64%，收入占比下降 1.33pcts 至 85.47%；系列酒实现收入 100.74 亿

元，同比+32.58%，收入占比提升 1.33pcts 至 14.53%。其中，2023Q2 茅台酒实现收入 255.57 亿元，同比+21.09%，主要系生肖/精品/年份酒等非标产品投放增加；系列酒实现收入 50.60 亿元，同比+21.32%。系列酒中的茅台 1935 已成为千元产品价格带的茅台明星产品，2023 年向百亿级大单品进击。2023H1 公司完成茅台酒基酒产量 4.46 万吨，系列酒基酒产量 2.40 万吨，为茅台酒/系列酒后续发展提供了保障。分渠道看，2023H1 直销渠道实现收入 314.20 亿元，同比+49.98%，收入占比提升 8.91pcts 至 45.30%；批发渠道实现收入 379.33 亿元，同比+3.60%，收入占比下降 8.91pcts 至 54.70%。其中，2023Q2 直销渠道实现收入 136.13 亿元，同比+35.29%；批发渠道实现收入 170.04 亿元，同比+11.77%。

“i 茅台”持续发力，创收能力不断提高。2023H1 “i 茅台”贡献营收 93.39 亿元，其中 2023Q2 “i 茅台”贡献营收 44.36 亿元，占公司营收的 14.39%。截止 2023 年 6 月底，“i 茅台”累计注册用户已突破 4200 万，公司直销渠道建设不断完善。

盈利预测与投资建议：公司 2023Q2 表现依旧亮眼，维持稳健增长，彰显公司强劲的实力，极深的护城河是公司增长确定性的强大支撑，下半年迎来升学酒宴+中秋国庆双节销售旺季，公司作为白酒龙头有望享受行业红利。公司 23 年营收指引目标为同比增长 15%左右，我们判断公司能超额完成预定目标，根据最新数据调升盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 745.24/889.26/1,061.21 亿元（更新前 2023-2025 年归母净利润为 731.44/844.94/983.89 亿元），同比增长 18.83%/19.33%/19.34%，对应 EPS 为 59.32/70.79/84.48 元/股，8 月 3 日股价对应 PE 为 32/27/22 倍，维持“增持”评级。

风险因素：宏观经济下行风险，直销推进不及预期风险，政策风险。

分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本晨会纪要仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本晨会纪要是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本晨会纪要所载资料、意见及推测不一致的研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本晨会纪要中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本晨会纪要所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本晨会纪要中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本晨会纪要中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本晨会纪要主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为万联证券股份有限公司研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经我方许可而引用、刊发或转载本报告的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心

广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场