

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-08-09

宏观策略

2023年08月09日

宏观点评 20230808：7月出口：数据罕见调整，该如何解读？

7月出口的关注点可能并不在同比跌幅有多大，而在于我们怎么看待出口数据的大幅调整。由于高基数的原因，市场或多或少对于7月出口的表现有心理准备，-14.5%的同比跌幅确实不佳，但若非将去年同期的出口下调了27.15亿美元，7月同比增速将跌至-15.2%，成为2008年金融危机后单月同比最差表现（剔除1月和2月）。而值得注意的是本次通过对过往数据的下修，2022年美元计价的出口增速由此前的7%左右跌至6.3%。面临这样的数据变化，我们要客观的评判当前的出口形势是比较困难的，不过至少海外还是出现了一些积极的因素能让我们对接下来出口的表现抱有期待，比如全球制造业可能要触底了。风险提示：美国地产超预期反弹导致美联储紧缩程度高于市场预期；东盟、俄罗斯及其他新兴经济体经济增长不及预期，对外需拉动不足；疫情二次冲击风险对出口造成拖累。

晨会编辑 陈李

执业证书：S0600518120001

021-60197988

yjs_chenl@dwzq.com.cn

宏观周报 20230808：年中稳地产政策能否使下半年地产投资“软着陆”？

7月31日国家发改委在“恢复和扩大消费二十条”中明确了支持刚性和改善性住房需求的四点举措，其中除了“保交楼”外，我们觉得其余三点的增量在今年值得关注：①稳步推进老旧小区改造；②在超大特大城市积极稳步推进城中村改造；③继续实施农村危房改造。“三管齐下”的地产改造计划能否使今年房地产投资实现“软着陆”？据我们测算，三项地产改造举措预计能在今年实现约3600~6700亿元的固定资产投资，占2022年房地产投资的2.9%~5.4%（调整至可比口径），可支撑今年房地产投资同比降幅收窄1.3~3.9个百分点。风险提示：政策推进不及预期；地产改造进度不及预期；工业企业复苏不及预期；疫情反复导致居民出行和消费意愿下滑。

宏观周报 20230808：美国 VS 欧洲：悲喜并不相通？—海外宏观经济周报

本周美国方面重点关注就业以及主权遭评级下调事件，欧洲方面主要公布的数据有GDP及通胀情况。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。

固收金工

固收点评 20230808：双良转债：节能与光伏双轮驱动

我们预计双良转债上市首日价格在112.29~125.10元之间，我们预计中签率为0.0090%。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。

行业

环保行业点评报告：东北“三省一区”签订危废联防联控联治合作协议
可再生能源绿证实现核发全覆盖，助力CCER分流支撑碳价。2023年8

月3日，国家发改委、财政部、国家能源局发布《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》。1) 核发全覆盖：从陆上风电和集中式光伏发电项目扩展到风电(含分散式风电和海上风电)、太阳能发电(含分布式光伏发电和光热发电)、常规水电、生物质发电、地热能发电、海洋能发电等已建档立卡的可再生能源发电项目所生产的全部电量。2) 政策驱动下需求增长：2022年，全年核发绿证2060万个，对应电量206亿千瓦时，同比增长135%；交易数量达到969万个，对应电量96.9亿千瓦时，同比增长15.8倍。截至2022年底，全国累计核发绿证约5954万个，累计交易数量1031万个。3) 助力CCER分流支撑碳价：政策明确“绿证对应电量不得重复申领电力领域其他同属性凭证”，绿证交易与CCER错位竞争，有利于控制CCER供给量，维持合理碳价。4) 推进碳市场衔接&国际互认：《通知》明确研究推进绿证与全国碳排放权交易、CCER的衔接协调，为后续推动将绿证纳入碳市场相关核算体系创造条件；积极推动国际组织的绿色消费、碳减排体系与国内绿证衔接，提高绿证的国际认可度和影响力。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。

汽车新3年大周期的框架！——基于未来3年AI智能化+技术出海共振视角

投资建议：战略看好智能化+出海共振下未来3年零部件板块培养出一批优质成长股标的！零部件板块投资节奏预判(基于目前的认知)：第一阶段：2023H2-2024H1(或延迟至2024H2) 阶段特征：1) 核心矛盾是确认L3智能化产业趋势。2) 国内整车格局仍较为分散。3) 特斯拉新一轮周期或开启！4) 零部件各个细分赛道的国内格局或初定。主线一L3智能化受益的核心赛道(渗透率+大客户绑定)：1) 大算力域控制器(德赛西威+华阳集团+经纬恒润+均胜电子+科博达等)；2) 线控底盘(耐世特+伯特利+拓普集团+浙江世宝等)；3) 智能化检测(中国汽研等)；4) 软件算法(中科创达+光庭信息等)。主线二电动化核心硬件赛道(大客户绑定+跟T出海)：1) 综合tier0.5(拓普集团)；2) 轻量化/一体化压铸赛道(旭升集团+爱柯迪+文灿股份+瑞鹤模具+嵘泰股份+广东鸿图等)；3) 内外饰赛道(新泉股份+岱美股份等)；4) 单一品类座椅/车灯/玻璃赛道(继峰股份+星宇股份+福耀玻璃等)；5) 热管理赛道(银轮股份等)；6) 其他(保隆科技+中鼎股份等) 风险提示：全球地缘政治波动超预期，国内经济复苏节奏进度低于预期，政策以及产品落地进度低于预期，国内电动化价格战进展超出预期。

人形机器人行业深度报告：人形机器人行业风起，优质汽零有望延伸受益

投资建议：随着特斯拉人形机器人量产的脚步越来越近，此前经历过汽车行业大规模标准化生产交付训练的零部件企业有望延伸至人形机器人供应链，推荐优质汽车零部件企业【拓普集团】、【三花智控】、【银轮股份】，关注【双环传动】。风险提示：人形机器人核心技术发展不及预期；人形机器人产业化落地进程不及预期；人形机器人零部件行业竞争加剧；人形机器人技术路线变更。

推荐个股及其他点评

Unity (U)：2023Q2 业绩点评：广告市场回暖带来短期业绩弹性，AI 和 MR 重塑长期逻辑

盈利预测与投资评级：我们认为公司 23H2 仍有多种潜在催化因素：1) AI 相关新产品/功能发布；2) 苹果 Vision Pro；3) 广告市场回暖。我们将公司 2023-2024 年收入由 16.6/20.8 亿美元调整至 21.7/26.2 亿美元，引入 2025 年收入预测 30.4 亿元，对应 2023-2025 年经调整 EBITDA 为 3.2/4.3/4.9 亿美元，对应 2024 年 PS 为 6 倍，维持“买入”评级。风险提示：AI 技术发展不及预期风险，美国广告市场恢复不及预期风险，并购业务不能顺利整合风险。

谱尼测试 (300887)：2023 年中报点评：业绩符合预期，剔除医学感染类业务高速增长

盈利预测与投资评级：考虑到去年医学感染基数较高，出于谨慎性考虑，我们调整公司 2023-2025 年归母净利润 3.6 (原值 4.0) /4.9/6.4 亿元，当前股价对应动态 PE 为 31/23/18 倍，维持“增持”评级。风险提示：宏观经济及政策变动；实验室投产不及预期；

阳光电源 (300274)：出货环比高增，毛利率提升及业绩大超预期

投资建议：考虑公司逆变器及储能出货与盈利持续超预期，我们上调公司盈利预测，我们预计公司 2023-2025 年实现利润 92.0/120.0/150.1 亿元 (2023-2025 年前值为 71.6/98.4/128.6 亿元)，同增 156%/30%/25%，考虑公司为光储龙头，储能出货翻倍增长，给予 2023 年 30 倍 PE，对应目标价 186 元，给予“买入”评级。风险提示：竞争加剧，政策不及预期。

高测股份 (688556)：2023 年半年报点评：业绩偏预告上限，享切割闭环优势

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 12/9/8 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。

明月镜片 (301101)：2023 年中报点评：归母净利润同比+53%，离焦镜销售势头较好

盈利预测与投资评级：明月镜片 2023 年 Q2 业绩超出市场预期，零售和医疗渠道布局均有明显突破，暑假旺季来临，我们预计 Q3 或有进一步催化，我们上调公司 2023-2025 年归母净利润从 1.72 亿元/2.14 亿元/2.69 亿元至 1.8 亿元/2.2 亿元/2.7 亿元，最新收盘价对于 2023 年-2025 年 PE 为 47/39/32 倍，维持“买入”评级。风险提示：离焦镜推广不及预期，离焦镜市场竞争加剧等

宏观策略

宏观点评 20230808：7月出口：数据罕见调整，该如何解读？

7月出口的关注点可能并不在于同比跌幅有多大，而在于我们怎么看待出口数据的大幅调整。由于高基数的原因，市场或多或少对于7月出口的表现有心理准备，-14.5%的同比跌幅确实不佳，但若非将去年同期的出口下调了27.15亿美元，7月同比增速将跌至-15.2%，成为2008年金融危机后单月同比最差表现（剔除1月和2月）。而值得注意的是本次通过对过往数据的下修，2022年美元计价的出口增速由此前的7%左右跌至6.3%。面临这样的数据变化，我们要客观的评判当前的出口形势是比较困难的，不过至少海外还是出现了一些积极的因素能让我们对接下来出口的表现抱有期待，比如全球制造业可能要触底了。出口数据出现少见的下修幅度，对今年3月出口的下调创历史之最。一般而言每个月海关公布数据都会对此前的版本进行小幅的修正，但是本轮数据的修改幅度比较少见，如图1所示，3月出口较官方公布值下调了105.52亿美元，刷新有记录以来的历史。而图2则显示在公布今年7月数据时，海关调整往期出口读数的力度最大（对比图1和2可以看出，自2022年第二季度到2023年4月的出口下修大部分是在本次数据公布时完成），例如2022年7月的出口一共被下调了34.19亿美元，其中的27.15亿美元就是在当前公布今年7月数据时完成的。而这一系列操作的结果是2022年出口总额由3.59万亿美元缩减至3.57万亿美元，同比增速跌至6.3%，巧合的是今年上半年的出口规模则由1.97万亿美元下调至1.95万亿美元。尽管7月数据波动较大，但“好消息”是之后“调数据”的幅度应该会重归常态，而且7月之后出口同比的基数进一步下调，如图3所示，这主要集中在8、11和12月，根据我们的计算，将分别拉动相应月份出口同比增速0.8、0.7和1.6个百分点。对于全年出口增速的拉动约为0.6%。7月分析的困难主要来自于无论从产品还是国别看，不同口径的数据透露的信息可能是截然不同的。我们以主要出口产品的数据为例，如图4，机电产品是我国出口权重最大的产品大类，是外贸的风向标。但是从当月和累计值推当月两个口径来看，不同产品在7月和6月的同比增速差值（7月同比增速-6月同比增速）却出现了“南辕北辙”的情况——前者口径显示继续下跌，而后者则显示同比上在好转，类似的情况在服装、家具上也有出现。尽管对于7月出口是否好转不好妄下结论，但是从海外的一些迹象看，我们对于年内余下时间出口的表现仍有一定期待：美国今年不衰退。在消费和投资的拉动下，美国上半年经济大超预期。预计下半年这一情况仍将持续：超额储蓄将于明年二季度消耗完毕，在此之前消费都不会太差；制造业库存周期进入底部，PMI新订单指数企稳上升，进一步拉动制造业投资（图5）。除此之外，地产趋于企稳，下半年住宅投资或将转正（图6），助力美国经济复苏。美国经济的企稳将带动全球经济和贸易增速的向上重估，并拉动中国出口。全球制造业下行周期接近底部。当前全球制造业的下行周期可能已接近尾声，瑞典制造业PMI（领先全球制造业PMI）新订单与库存指数比率连续3个月上升（图7），韩国7月制造业PMI新出口订单指数也上升至50.2%，自2022年2月以来首次进入扩张区间，制造业回暖或将意味着出口拐点的出现。发达国家尤其是欧盟对中国“去风险”速度将放缓。我们在之前的报告中提到，在外交的努力下，今年欧美尤其是欧盟进口中，中国份额的下降速度可能会放缓，对出口形成一定支持。但更深层的“底气”

来源于欧盟对中国产品进口的依赖。虽然 2020 年以来欧盟进口中中国份额开始下滑，但速度远不如美国、日本等国家（图 8），且细分产品结构来看，2020-2022 年欧盟对中国主要进口产品的依赖度反而呈现上升趋势，包括机电、汽车、贱金属、家具玩具等（图 9），中欧贸易粘性较强使得“脱钩断链”的叙事难以得到事实的支撑。风险提示：美国地产超预期反弹导致美联储紧缩程度高于市场预期；东盟、俄罗斯及其他新兴经济体经济增长不及预期，对外需拉动不足；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）

宏观周报 20230808：年中稳地产政策能否使下半年地产投资“软着陆”？

7月31日国家发改委在“恢复和扩大消费二十条”中明确了支持刚性和改善性住房需求的四点举措，其中除了“保交楼”外，我们觉得其余三点的增量在今年值得关注：①稳步推进老旧小区改造；②在超大特大城市积极稳步推进城中村改造；③继续实施农村危房改造。“三管齐下”的地产改造计划能否使今年房地产投资实现“软着陆”？据我们测算，三项地产改造举措预计能在今年实现约3600~6700亿元的固定资产投资，占2022年房地产投资的2.9%~5.4%（调整至可比口径），可支撑今年房地产投资同比降幅收窄1.3~3.9个百分点。

一、老旧小区改造：预计2023年投资1990亿元，考虑到现存体量以及工程进度，明后两年的投资体量可能连续下降。老旧小区改造最早于2017年在15个城市开展试点。2020年《政府工作报告》明确计划改造城镇老旧小区3.9万个，中央预算内投资安排543亿元，并进一步明确改造范围为2000年底前建成的城镇住宅小区，自此老旧小区改造进入高峰期。如何估算今年的投资规模？住建部已经公布了今年的老旧小区改造体量：“新开工改造城镇老旧小区5.3万个、涉及居民865万户”。我们根据住建部曾经透露的改造投资规模（2019年至2022年，全国累计新开工改造城镇老旧小区16.7万个，惠及居民2900多万户，完成投资6600多亿元）可估算出老旧小区每户投资约2.3万元，对应今年投资约1989.5亿元，略低于去年的约2015亿元。未来两年的规模可能有限。2021年3月经济日报刊文称老旧小区现存规模约为22万个，结合国办2020年发布的指导意见：“到‘十四五’期末力争基本完成城镇老旧小区改造任务”，意味着2024及2025年剩余的未改造老旧小区规模可能不到7万个、1200万户，对应年均投资降至不足1400亿元。还需注意的是，拆除重建的老旧小区会纳入房地产开发投资统计范畴，而只涉及改造的老旧小区将仅统计入固定资产投资范畴（参考八、投资及房地产统计（19）-国家统计局（stats.gov.cn））。

二：城中村改造：总投资规模或接近1.5万亿元；靠前发力的情境下（三年内完成，对应每年投资额=总投资额14240亿元÷3），2023年投资4746亿元。7月28日召开的“超大特大城市城中村改造工作会议”中提到：以新思路新方式破解城中村改造中账怎么算、钱怎么用、地怎么征、人和产业怎么安置等难题。由此可见城中村改造的整体细节规划仍在研究，不过部分城市（如上海、深圳、广州、青岛）已经公布了今年大致的城中村改造规模，其中城中村数量与投资金额都相差较多，以统一标准估算可能误差较大。那么如何估算城中村改造投资规模？计算方法上，投资规模=涉及目标人口×人均住房面积×建安投资；并在计算中假设每户人数相同、部分缺失数据的城市指标用省份代替。1.首先确定超大特大城市的名单及涉及人口，我们根据国家统计局2021年划分的21个超大特大城市作为标准，参考广州市城市更新专项规划中的表述“改造涉及区域以中心城区内城中

村为主”，我们选取各城市城区人口乘以各城市自建住房比例当作城中村改造所囊括的目标居民人口，总计约 2.1 亿人。 2.将各城市目标人口乘以各城市人均住房面积得到城中村改造可能的住宅面积。 3.将各城市涉及的住宅面积乘以各城市住宅建安工程投资金额，得到城中村改造的总规模超过 1.4 万亿元，其中深圳、广州规模居前，各接近 2000 亿元。 我们通过已公布改造计划的城市的的数据验证估算方法的合理性。今年 4 月上海市政府公布该市城中村现有规模点位 700 余个，涉及 11 万户。根据上海 2021 年 568 万的城镇户数，可算出城中村改造比例约为 1.94%，接近上海自建房屋 2.0%的比例，可见估算方法比较合理。 改造的时间跨度多大？目前全国层面尚无统一的时间规划，城市层面公布时间跨度不一：青岛推动旧城旧村改造“三年攻坚”行动，今年计划完成投资 175 亿元（约为我们估算青岛总投资规模的三分之一）；合肥要求城中村改造三年内基本完成；而上海则明确“城中村”改造项目到 2032 年底全面完成，跨度长达十年。我们以三年与十年作为城中村改造推进的“靠前发力”与“稳步推进”前景，对应每年投资额可达 1582 亿元~4746 亿元，高于老旧小区改造的投资规模。 三、农村危房改造：总投资规模可能为百亿级，或不被统计在固定资产投资项中。农村危房改造作为中央脱贫攻坚顶层设计中的具体落实项目，2018-2020 年的推行力度与规模较大，随着 2021 年“全面小康”目标的实现，农村危房改造可能进入收尾期，投资规模局限性较大。 各省市公布的规划中明确农村危房改造资金以农户自筹为主、政府补助为辅。根据地方公共财政支出数据，我们假设农村危房改造的政府财政支持比例不少于老旧小区改造（约 50%），则意味着近年农村危房改造涉及的投资规模或仅为百亿规模。另外，根据全社会固定资产投资的统计定义，农村危房改造投资额被纳入农村住户固定资产投资项的可能性更大，并不涉及房地产投资项目。 上周为政策密集部署期，地产、消费、民企均有重磅政策出台落地。高频数据方面，居民消费偏稳，7 月汽车销量同比小幅下降，暑期观影热度不减，居民出行意愿边际回落，地产销售仍低迷。生产端建筑业、汽车开工偏弱。食品价格月初略降，但猪肉回升明显；工业品价格涨跌互现，其中国际油价续涨。 风险提示：政策推进不及预期；地产改造进度不及预期；工业企业复苏不及预期；疫情反复导致居民出行和消费意愿下滑。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

宏观周报 20230808：美国 VS 欧洲：悲喜并不相通？——海外宏观经济周报

本周美国方面重点关注就业以及主权遭评级下调事件，欧洲方面主要公布的数据有 GDP 及通胀情况，那么具体来看： 美国 7 月非农再次释放矛盾信号：7 月季调后非农就业人口增加 18.7 万人，不及预期的预期增 20 万人。这是自 2020 年 12 月以来最小的一次上涨。而失业率却再次走低回落至 3.5%。新增非农就业人数的减少主要是政府就业在拖累，医疗就业仍是增长主力。而再次回落的失业率则是主要受到亚裔就业的影响。7 月份亚裔的失业率大幅下降 0.9%至 2.3%。除此之外，“少数群体”中的只有西班牙裔、拉丁美洲裔的失业率在上涨。“少数群体”可以最先感知到就业市场是否降温，7 月他们再次下降的失业率可能预示着就业依旧偏紧。 薪资压力不减，通胀压力难言减弱。工资作为受到密切关注的指标，本月无论是同比还是环比，增速均没有任何缓和：同比增加 4.4%，环比增加 0.4%，均与 6 月持平。当前薪资增速已经赶超通胀水平，实际工资在上涨，这将给未来推升物价上行带来压力，未来通胀或有再起的担忧。 除此之外，美国评

级遭下调引发美债抛售，10年及30年美债收益率站上4%。惠誉下调评级的主要原因有二：一是因为美国债务上限危机的两党之争，对美国政府治理能力有效性及稳定性的担忧。二是美国当前债务高垒，美国面临的赤字及财政压力。本次AAA下调到AA+并没有任何额外的催化原因，且下调的时间点更是有些奇怪。因此我们认为本次评级下调对美元信用的危害性较小，但需要关注的是美债收益率大幅上涨后是否会引发类似硅谷银行等风险事件。欧洲方面，当前正面临“双高”压力。高利率+高通胀环境下，欧元区需求及投资陷入疲软。虽然二季度欧洲经济勉强没有陷入衰退，GDP增速超预期上涨0.3%，但20国经济增速参差不齐，其中德国受去工业化及俄乌冲突的持续影响，二季度为0增长。而法国经济受到邮轮业的复苏，出口有所增长，二季度相较于一季度增长0.5%。虽然7月欧元区的通胀有所缓解，但核心通胀依旧在5.5%的高位。这也让欧央行陷入两难：一方面经济基本陷入停滞，但另一方面当前物价水平仍旧有较大压力。由此往后看，欧洲经济存在较高不确定性，未来走势蒙阴。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：美国经济持续向好。截止至7月30日当周美国纽约联储WEI指数初值录得1.75，再次刷新高值，美国经济表现依然强劲。当前在消费与制造业投资持续拉动经济，叠加下半年地产回暖有望带领住宅投资企稳转正的情况下，美国未来经济增长前景可观，年内衰退概率较低。欧洲方面，截止至7月30日当周德国经济活动指数为0.45，前值被大幅下调为0.41，在制造业的持续拖累下，德国经济堪忧。

需求：消费表现亮眼。本期美国出行活动边际下滑，但整体仍处于高位。消费表现则更令人惊喜，截止7月30日当周美国红皮书零售销售同比录得0.1%，结束了连续三周的负增长，我们先前提到如果该指标持续为负可能意味着经济的衰退，当前负增的结束更加说明了美国消费具有韧性，进一步带动经济上行。

地产方面，本周抵押贷款利率继续上升，即将触及7%的高位，受到高利率影响本周抵押贷款申请人数也有所回落。今年以来地产需求有所改善，但整体仍偏弱，供给紧张仍是地产回暖的最主要因素。

就业：劳动力市场仍然强劲。截止至7月29日当周，美国首次申请失业救济人数小幅上升6000人至22.7万人，符合预期。截至7月22日当周，续请失业救济人数，回升至170万人，低于预期值。作为衡量劳动力市场冷热与否的先行指标，尽管该数据略有上升，但依旧处于较低水平，这表明就业市场仍然强劲。预计9月美联储暂停加息，但年内是否加息仍然需要进一步数据支持，关注美国7月CPI数据。

流动性：美元流动性或将重新收紧。美国将迎来“发债潮”，由于三季度美国发债压力超预期上涨，且主要集中在长久期债券，这让未来的流动性“压力山大”。本周美国净流动性（美联储总资产-TGA-逆回购）小幅回升，监测美元流动性的核心指标Libor-OIS和企业债利差在小幅上升。截至8月2日，美联储资产负债表规模较7月26日下降365.8亿美元，其中国债减少329.56亿美元。此外，受到美国主权信用评级的下调的影响，欧美主要银行的CDS指数在本周普遍有所上升。但1年期及5年期CDS均处于低位，表明市场对此担忧并不严重。

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。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

固收金工

固收点评 20230808：双良转债：节能与光伏双轮驱动

事件 双良转债（110095.SH）于2023年8月8日开始网上申购：总发行规模为26.00亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于40GW单晶硅二期项目（20GW）和补充流动资金。当前债底估值为91.67元，YTM为2.40%。双良转债存续期为6年，联合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：0.2%、0.5%、1.0%、1.5%、1.8%、2.0%，公司到期赎回价格为票面面值的110.00%（含最后一期利息），以6年AA中债企业债到期收益率3.92%（2023-08-04）计算，纯债价值为91.67元，纯债对应的YTM为2.40%，债底保护较好。当前转换平价为94.89元，平价溢价率为5.39%。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14日至2029年08月07日。初始转股价12.13元/股，正股双良节能8月4日的收盘价为11.51元，对应的转换平价为94.89元，平价溢价率为5.39%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为10.28%。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12.13元计算，转债发行26.00亿元对总股本稀释率为10.28%，对流通盘的稀释率为10.28%，对股本有一定的摊薄压力。

观点 我们预计双良转债上市首日价格在112.29~125.10元之间，我们预计中签率为0.0090%。综合可比标的以及实证结果，考虑到双良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112.29~125.10元之间。我们预计网上中签率为0.0090%，建议积极申购。双良节能是中国最大的溴化锂制冷机、热泵和空冷器生产商和集成商，具有国际领先的产品技术和制造能力，产品之间能够相互结合形成综合技术方案。公司的多晶硅还原炉的市场份额稳居国内第一，第二代40对棒还原炉是目前国内的主导炉型。2018年以来公司营收稳步增长，2018-2022年复合增速为55.05%。自2018年以来，公司营业收入总体呈现先降后升态势，同比增长率“V型”波动，2018-2022年复合增速为55.05%。2022年，公司实现营业收入144.76亿元，同比增加277.99%。与此同时，归母净利润也先降后升，2018-2022年复合增速为39.59%。2022年实现归母净利润9.56亿元，同比增加208.27%。公司主营业务主要分节能节水、光伏新能源两个行业，节能节水产品包括溴冷机、换热器、空冷器，光伏产品包括单晶硅、多晶硅还原炉。公司销售净利率小幅波动，销售毛利率下降，销售费用率和管理费用率下降，财务费用率上升。2018-2022年，公司销售净利率分别为10.23%、8.49%、6.55%、8.87%和7.23%，销售毛利率分别为29.15%、28.85%、29.49%、27.84%和16.51%。

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

环保行业点评报告：东北“三省一区”签订危废联防联控联治合作协议

投资要点 重点推荐：蓝天燃气，新奥股份，洪城环境，景津装备，

美埃科技，盛剑环境，仕净科技，高能环境，龙净环保，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，天壕能源，英科再生，九丰能源，宇通重工。建议关注：重庆水务，兴蓉环境，鹏鹞环保，三峰环境，再升科技，卓越新能。可再生能源绿证实现核发全覆盖，助力 CCER 分流支撑碳价。2023 年 8 月 3 日，国家发改委、财政部、国家能源局发布《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》。1) 核发全覆盖：从陆上风电和集中式光伏发电项目扩展到风电（含分散式风电和海上风电）、太阳能发电（含分布式光伏发电和光热发电）、常规水电、生物质发电、地热能发电、海洋能发电等已建档立卡的可再生能源发电项目所生产的全部电量。2) 政策驱动下需求增长：2022 年，全年核发绿证 2060 万个，对应电量 206 亿千瓦时，同比增长 135%；交易数量达到 969 万个，对应电量 96.9 亿千瓦时，同比增长 15.8 倍。截至 2022 年底，全国累计核发绿证约 5954 万个，累计交易数量 1031 万个。3) 助力 CCER 分流支撑碳价：政策明确“绿证对应电量不得重复申领电力领域其他同属性凭证”，绿证交易与 CCER 错位竞争，有利于控制 CCER 供给量，维持合理碳价。4) 推进碳市场衔接&国际互认：《通知》明确研究推进绿证与全国碳排放权交易、CCER 的衔接协调，为后续推动将绿证纳入碳市场相关核算体系创造条件；积极推动国际组织的绿色消费、碳减排体系与国内绿证衔接，提高绿证的国际认可度和影响力。环保 3.0 时代！模式改善+优质技术，助力国家高质量发展。行业经历粗放 1.0 时代（资金+政策驱动）、2.0 时代（杠杆驱动），进入高质量发展 3.0 时代（真实现金流+优质技术驱动），估值体系重塑！1、优质资产价值重估：环保需求刚性稳定。进入运营期后资产负债表优化，现金流改善+定价&支付模式理顺。a、水：自由现金流改善提分红，价格改革 c 端付费接轨海外成熟市场估值存翻倍空间。【洪城环境】稳健增长，承诺 2021-2023 年分红率 50%+，股息率 ttm 5.3%，2023 年 PE 9X（估值日 2023/8/6）。b、天然气：气量回暖，顺价机制理顺，估值底部反弹。【蓝天燃气】省输盈利稳定；2022 年分红超 80%，股息率 ttm 7.2%（估值日 2023/8/6），2022 年加权 ROE 18%。【新奥股份】龙头城燃，2023 年 PE 9X（估值日 2023/8/6），拥有低价海气长协。2、高质量发展中的环保独角兽：各产业高质量发展，配套环保需求进阶，产品壁垒铸就龙头地位和持续增长！a、压滤机：【景津装备】沙漠之花。显著护城河压滤机龙头。设备一体化+出海贡献新增长，2023 年 PE 17X，PEG 0.6（估值日 2023/8/6），2022 年加权 ROE 23%，现金流优。b、半导体治理：刚需高壁垒，国产化率提升+突破高端制程。【美埃科技】洁净室过滤器，高端制程突破+耗材占比提升。【盛剑环境】废气在线处理，2021 年国产化率 10%+。3、双碳加速推进：CCER 重启在即，新政强化供给约束，长期碳市场向非电扩容。【仕净科技】最经济的水泥碳减排；【高能环境】再生资源；【龙净环保】紫金绿电+储能；【瑞晨环保】节能设备。最新研究：路德环境点评：酒糟资源化量利双增，新增金沙项目爬坡可期。东华能源深度：PDH 行业景气回升，副产氢能利用再起航。行业月报：关注半导体行业回升动能正积蓄，电子特气国产替代方兴未艾。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 研究助理：朱自尧）

汽车新 3 年大周期的框架！——基于未来 3 年 AI 智能化+技术出海共振视角

本报告核心解决三个问题：1) 为了适应【AI 智能化+出海共振】汽车新 3 年大周期框架如何调整？2) 新 3 年大周期：产业趋势+整车格局

重塑+零部件重塑+估值重塑。3) 整车和零部件投资节奏和标的筛选思路。

汽车新框架核心思想：摆脱路径依赖，快速迭代，剩者为王！整车格局重塑：快速迭代，剩者为王。2023-2025年是下半场智能化重要时间窗口，摩尔定律在汽车行业影响强化，大模型或导致车企的智能化【路线收敛+软件为先+硬件为上】，这场淘汰赛我们预计精髓是：快速迭代，剩者为王。展望国内电动智能车格局：我们预计2025-2028年前6家车企份额或达80%（电动化仅有60%），尾部车企或淘汰，或产生专注第三方整车制造的企业。展望2025-2030年中国汽车品牌份额：国内市场自主品牌份额或挑战80%，全球份额或挑战30%。零部件格局重塑：大客户绑定能力是核心矛盾。过去3年电动化时代硬件是做加法逻辑，而未来3年智能化时代硬件或适当减法逻辑。智能化/电动化零部件能否成为细分领域龙头核心看【快速反应+成本下降能力去绑定大客户】。我们预计到2025-2028年将培养出一批各个细分赛道的优质全球龙头零部件标的。估值重塑：周期变超级成长！上半场电动化+下半场智能化推动全球车企估值体系重塑：将从【品类渗透率】-【提升爆款成功概率】-【改变车企商业模式】，改变油车时代车企【强周期性】，走向【真成长性】。对于中国自主品牌，【全球崛起】是改变估值体系的加分项。2023-2025年是全球L3智能化技术创新加速期，也是车企格局重塑和商业模式变化重要节点。特斯拉大概率依然是全球车企的估值锚。随着软件收费能力增强+全球销量高增长，特斯拉PS估值有望重归历史中高位。国内车企（尤其是本轮智能化创新领先者）跟随特斯拉估值向上修复。零部件核心跟随全球新能源渗透率+全球市占率提升，PE估值中枢或稳定25-30倍。投资建议：战略看好智能化技术创新驱动下未来3-5年全球车企格局重塑（先中国再海外）的整车投资机会！第一阶段行情预计：2023H2-2024H1（或延迟至2024H2）确立产业趋势的过程：消费者是否愿意为L3智能化买单+车企的软件收费商业模式可行性。全球车企或迎扩散行情：估值驱动为主，销量验证为辅。以美股特斯拉为领先，港股新势力紧跟，A股其他车企跟随。第一梯队车企：智能化具备先发优势。特斯拉/小鹏/华为为合作伙伴（赛力斯/江淮）第二梯队车企：电动化取得成果且智能化加速追赶。理想/蔚来/比亚迪。第三梯队车企：估值便宜的国有车企努力困境反转。长安/上汽/广汽。第四梯队车企：电动化&智能化均持续追赶。吉利/长城/零跑等。投资建议：战略看好智能化+出海共振下未来3年零部件板块培养出一批优质成长股标的！零部件板块投资节奏预判（基于目前的认知）：第一阶段：2023H2-2024H1（或延迟至2024H2）阶段特征：1) 核心矛盾是确认L3智能化产业趋势。2) 国内整车格局仍较为分散。3) 特斯拉新一轮周期或开启！4) 零部件各个细分赛道的国内格局或初定。主线一L3智能化受益的核心赛道（渗透率+大客户绑定）：1) 大算力域控制器（德赛西威+华阳集团+经纬恒润+均胜电子+科博达等）；2) 线控底盘（耐世特+伯特利+拓普集团+浙江世宝等）；3) 智能化检测（中国汽研等）；4) 软件算法（中科创达+光庭信息等）。主线二电动化核心硬件赛道（大客户绑定+跟T出海）：1) 综合tier0.5（拓普集团）；2) 轻量化/一体化压铸赛道（旭升集团+爱柯迪+文灿股份+瑞鹤模具+嵘泰股份+广东鸿图）；3) 内外饰赛道（新泉股份+岱美股份等）；4) 单一品类座椅/车灯/玻璃赛道（继峰股份+星宇股份+福耀玻璃等）；5) 热管理赛道（银轮股份等）；6) 其他（保隆科技+中鼎股份等）。风险提示：全球地缘政治波动超预期，国内经济复苏节奏进度低于预期，政策以及产品落地进度低于预期，国内电动化价格战进展超出预期。

（证券分析师：黄细里）

人形机器人行业深度报告：人形机器人行业风起，优质汽车零部件有望延伸受益

人形机器人风起，潜在市场空间广阔。人形机器人是指具有与人类类似的身体结构和运动方式的智能机器人。人形机器人既需要极强的运动控制能力，也需要具备非常强的感知计算能力。人形机器人能适应于各类现实生活场景，使得机器人能从专用转向通用，增大规模效应降低成本。人形机器人也被视为是实现具身智能的最佳物理形态之一。全球玩家正加速布局人形机器人赛道，下游应用场景有望打开，潜在市场空间十分广阔。特斯拉入局，加速人形机器人产业化落地。虽然此前技术水平和制造成本等问题使得人形机器人发展较慢，但随着特斯拉的入局，将加速人形机器人的产业化落地进程。特斯拉的系统性降本能力+车端工具的复用能力赋能其人形机器人实现加速落地。结构拆分来看，特斯拉人形机器人主要包括躯干、四肢和手部等结构：其中躯干中集成了电池包模组，机器人的“大脑”同样位于躯干中；四肢部分主要为28个执行器，分为直线和旋转两类；手部则是采用六个执行器，拥有11个自由度（单手）。优质汽车零部件有望切入人形机器人执行器总成、电机、减速器及热管理等赛道。进一步拆分各执行器方案，其中旋转执行器主要由电机+谐波减速器+双编码器（位置传感器）+扭矩传感器+轴承组成；直线执行器主要由电机+行星滚柱丝杠+编码器（位置传感器）+力传感器+轴承组成；而灵巧手则主要包括空心杯电机+蜗轮蜗杆机构。从汽车零部件与人形机器人部件的共性来看，优质汽车零部件有望切入的赛道主要包括：执行器总成、电机、减速器、动力电池和热管理系统等。长期看人形机器人赛道将为汽车零部件提供广阔的第二成长空间。投资建议：随着特斯拉人形机器人量产的脚步越来越近，此前经历过汽车行业大规模标准化生产交付训练的零部件企业有望延伸至人形机器人供应链，推荐优质汽车零部件企业【拓普集团】、【三花智控】、【银轮股份】，关注【双环传动】。风险提示：人形机器人核心技术发展不及预期；人形机器人产业化落地进程不及预期；人形机器人零部件行业竞争加剧；人形机器人技术路线变更。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇）

推荐个股及其他点评

Unity (U)：2023Q2 业绩点评：广告市场回暖带来短期业绩弹性，AI 和 MR 重塑长期逻辑

投资要点 业绩概览：收入和经调整 EBITDA 超预期，再次上调全年指引。2023Q2 公司收入 5.33 亿美元，YoY+11%（剔除并购效应后的增速，下同），超过此前 5.1-5.2 亿美元的收入指引，主要由于 Grow 业务超预期。经调整 EBITDA 为 0.99 亿美元，此前指引为 0.5-0.6 亿美元。管理层预计 2023Q3 收入 5.4-5.5 亿美元，YoY+7%-9%；经调整 EBITDA 为 0.9-1 亿美元。预计 2023 全年收入 21.2-22 亿美元，YoY+5-9%，较此前指引提升 4000 万美元；经调整 EBITDA 为 3.2-3.4 亿美元，此前指引为 2.5-3 亿美元，维持 2024 年达到经调整 EBITDA 年化 10 亿美元的目标不变。收入超预期主要来自于 Grow 业务，公司本季度实现市场份额提升。2023Q2 公司 Grow 业务收入 3.4 亿美元，YoY+7%（2023Q1 YoY-9%），QoQ+9%，市场预期 3.2 亿美元。管理层认为 2023Q2 广告市场平稳，ECPM 价格并未提升，且以往的暑期投放效应今年也未体现，Unity 的增速表明了其在广告市场份额的提升。Grow 业务增长原因包括：1) 整合 Unity 和 IronSource 的广告技

术, 使得其广告算法更为精准, 广告主 ROI 提升; 2) 包括世嘉、Supercell 等大客户转向 LevelPlay 平台。随着 Unity 和 IronSource 的进一步整合, 预计公司未来广告业务效率将进一步提升; 此外, 广告业务经营杠杆较高, 在公司份额上升的前提下, 若美国广告市场进一步回暖, 将为公司收入和利润带来弹性。 Create 业务略不及预期, 转向更重视利润的增长。2023Q2 公司 Create 业务收入 1.93 亿美元, YoY+17%, 市场预期 1.95 亿美元。 Create 业务不及预期原因包括: 1) 中国地区收入疲软, 不包含中国地区, Create 业务 YoY+22%; 2) Professional Service 业务收缩。未来, 公司将更加注重 Create 业务利润率的提升, 此前 Professional Service 业务多偏定制化, 难以形成规模效应, 增收不增利, 因此进行规模缩减。公司未来将借助合作伙伴例如 Capgemini 和 Booz 来扩大规模并提供标准化服务, 以提升毛利。本季度, Create 业务中非游戏领域收入占比为 30%, 与 2022Q4 持平。 AI 和 MR 将为公司提供长期增长动能。从商业模式的角度来说, 游戏引擎是一门较难盈利的生意: 1) 游戏行业始终处于技术前沿, “卖铲子”的公司的研发费用一直高企 (图 1); 2) 移动游戏已发展十年, 行业规模增长已放缓, 下游游戏厂商数量有限, 且部分游戏大厂偏好自研引擎; 3) 非游戏领域市场规模虽大, 但多为项目制, 标准化程度低, 即为我们上文中的 Professional Service 业务, 增收不增利。 AI 融入游戏引擎后: 1) 就算没有 AI, 游戏引擎类公司也需要投入大量研发费用, 研发 AI 功能并不会让研发费用率大幅提升; 2) AI 功能可以带来席位增长, 包括曾经不付费的低端开发者, 以及因为使用门槛高而放弃的“小白”用户; AI 功能也能让产品提价。对比同样拥有引擎业务的两个上市公司, 我们认为 Unity+AI 将优于 Roblox+AI, Roblox 最有价值的点来自于其社区, 且其独特的社区本身就有优秀的盈利能力, AI 带来的边际改善将不如 Unity。此外, MR 时代的到来将意味着游戏硬件的切换, 而每次游戏行业硬件的切换都将带来市场规模的提升, Unity 在 VR 游戏和内容的制作上具备先发优势, 跟苹果合作有望抢占先机。 AI/MR 相关产品和功能持续推进。 1) Unity PolySpatial: 最初于 WWDC2023 发布, 针对 Vision Pro 使用, 可以帮助开发者将现有游戏/内容迁移到 visionOS 系统; 2) Unity Cloud: 集成所有 Unity 产品和服务的云平台, 未来可能按使用量收费而非订阅, 已推出封闭测试版, 预计今年迟些时候将全面推向市场; 3) Muse& Sentis: 客户试用反馈良好, 未来采用订阅或者 consumption 付费, 预计明年实现规模化。 经调整 EBITDA 率提升来自于广告业务回暖和降本增效: 广告业务利润率高, 带动本季度经调整毛利率环比上升 2.5pct; Non-GAAP 销售费用率环比下降 3.4pct, Non-GAAP 研发费用率环比下降 3.9pct, Non-GAAP 管理费用率环比下降 2.2pct。公司降本增效已持续多个季度, 措施包括: 1) 裁员, 上季度裁员约 600 人, 占公司总人数约 8%; 2) 减少管理层级, 让组织变得更加敏捷和高效; 3) 减少办公地点, 尽可能聚集员工, 让员工间合作更加高效。 盈利预测与投资评级: 我们认为公司 23H2 仍有多种潜在催化因素: 1) AI 相关新产品/功能发布; 2) 苹果 Vision Pro; 3) 广告市场回暖。我们将公司 2023-2024 年收入由 16.6/20.8 亿美元调整至 21.7/26.2 亿美元, 引入 2025 年收入预测 30.4 亿元, 对应 2023-2025 年经调整 EBITDA 为 3.2/4.3/4.9 亿美元, 对应 2024 年 PS 为 6 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: AI 技术发展不及预期风险, 美国广告市场恢复不及预期风险, 并购业务不能顺利整合风险。

(证券分析师: 张良卫 研究助理: 何逊玥)

普尼测试 (300887): 2023 年中报点评: 业绩符合预期, 剔除医学感

染类业务高速增长

事件：公司披露 2023 年半年报。2023 年上半年公司实现营业总收入 11.9 亿元，同比下降 29.5%；归母净利润 0.93 亿元，同比提升 2.9%，扣非后归母净利润 0.82 亿元，同比提升 4.4%，符合市场预期。投资要点 业绩符合市场预期，剔除医学感染类业务高速增长 2023 年上半年公司实现营业总收入 11.9 亿元，同比下降 29.5%，主要系去年同期医学感染类业务基数较高，剔除医学感染业务后，公司上半年收入同比增长 46%，其中单 Q2 同比增长 35%，我们预计上半年公司主业生命科学与健康环保、汽车及其他消费品均实现 30% 以上增长，新兴业务安全保障、电子电器等板块同比翻倍，增长势头向好。单二季度看，公司收入 6.6 亿元，同比下降 42.5%；归母净利润 8407 万元，同比下降 1.3%。2023 年上半年公司经营性净现金流为 1.5 亿元，同比提升 459.4%，主要系公司加速回款医学感染账款，回款情况好于预期。业务结构调整和降本增效，盈利能力持续改善 2023 年上半年公司毛利率为 44.4%，同比提升 9.6pct。净利率为 7.9%，同比提升 2.4pct。公司盈利能力提升主要系：（1）业务结构改善，低毛利率的医学感染业务占比下降，军工、电子电器等高毛利率新兴业务高速增长。（2）新建实验室产能爬坡，规模效应释放。（3）公司推进管理体制变革，降本增效明显。2023 年上半年公司期间费用率为 34.6%，同比提升 10.2pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 15.4%/10.8%/8.6%/-0.2%，同比分别+4.9/+3.4/+2.3/+0.7pct，主要系去年医学感染业务收入体量较大，影响费用摊薄。展望未来，公司业务结构仍在优化，上海、武汉、西安等实验室仍在产能爬坡阶段，精细化管理仍在持续推进，盈利能力有望持续提升。产能释放叠加业务结构改善，有望开启盈利中枢上移 我们看好公司业绩成长性：（1）公司业务布局完善，下游覆盖军工、电子电器等多个高景气板块，未来随着规模效应和市场拓展，业绩有望高速增长。（2）公司实验室产能持续扩张，上海、西安实验室产能有序释放，带动高端检测项目和军工业务收入增长，同时青岛、郑州基地陆续投产，保障公司业务持续发力。（3）第三方检测增速快、增长稳，穿越牛熊。2022 年我国第三方检测市场规模为 1759.2 亿元，同比提升 6%，2022 年公司份额 2.1%。当前检测行业处于洗牌期，中小机构加速出清，公司作为头部机构具有技术、客户、品牌影响力等多项护城河，市场份额有望提升。盈利预测与投资评级：考虑到去年医学感染基数较高，出于谨慎性考虑，我们调整公司 2023-2025 年归母净利润至 3.6（原值 4.0）/4.9/6.4 亿元，当前股价对应动态 PE 为 31/23/17 倍，维持“增持”评级。风险提示：宏观经济及政策变动；实验室投产不及预期；

（证券分析师：周尔双 证券分析师：袁理 证券分析师：罗悦 研究助理：韦译捷）

阳光电源（300274）：出货环比高增，毛利率提升及业绩大超预期

投资要点 事件：公司发布 2023H1 业绩预告，预计 2023H1 实现归母净利润 40.0-45.0 亿元，同增 344%-400%；扣非归母净利润 39.0-44.0 亿元，同增 390%-453%；其中 2023Q2 归母净利润 24.92-29.92 亿元，同增 410%-512%，环增 65%-98%，扣非归母净利润 24.41-29.41 亿元，同增 476%-594%，环增 67%-102%，业绩大超市场预期。2023Q2 逆变器出货环增 40%+、毛利率超预期提升。公司 2023H1 逆变器出货约 50GW，同增 60%+，其中 2023Q2 出货约 29GW，环增 40%+，其中我们预计海外占比约 60-70%，环比持平，量上主要系 2022 年供货紧张，2023 年货源缓解，公司品牌力强，市场渠道深厚，我们预计今年海外市占率有明显提升；利上今年价格端较为稳定，地面供货较为紧

张，受益规模效应+海运费等成本下行+汇率因素，毛利率持续提升超预期，我们预计环比提升 3-5pct，全年我们预期出货 120-140GW，同增 60%+。储能 2023Q2 出货环比翻倍、毛利率超预期提升。公司 2023H1 储能出货约 5GWh，同增 150%，其中 2023Q2 出货约 3.5GWh，发货我们预计环比翻倍增长，确认收入预计环增 50%+，我们预计海外出货占比 60-70%，主要系美国大储需求持续旺盛，阳光在美国市场深耕多年品牌获得认可，储能电池系统和 PCS 份额稳步提升，户储产品渠道逐步打开增长也很显著，而盈利能力方面，因为价格端稳定+成本下行+规模效应叠加汇率影响，毛利率在一季度大幅改善基础上进一步提升，全年储能我们预期出货 16-20GWh，同比翻倍以上增长，其中户储我们预计出货 20-30 万套。汇兑贡献正向收益、其他业务符合预期稳步增长。公司出口占比超过 50%，人民币贬值使得外币应收账款明显升值，我们预计 2023H1 收益 3-4 亿元，其中二季度预计明显好于一季度；风电、电站 EPC 等业务平稳增长，全年我们预计电站开发 6GW 左右，同增 50%+。投资建议：考虑公司逆变器及储能出货与盈利持续超预期，我们上调公司盈利预测，我们预计公司 2023-2025 年实现利润 92.0/120.0/150.1 亿元（2023-2025 年前值为 71.6/98.4/128.6 亿元），同增 156%/30%/25%，考虑公司为光储龙头，储能出货翻倍增长，给予 2023 年 30 倍 PE，对应目标价 186 元，给予“买入”评级。风险提示：竞争加剧，政策不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：陈瑶 证券分析师：郭亚男）

高测股份（688556）：2023 年半年报点评：业绩偏预告上限，享切割闭环优势

投资要点 公司产品竞争力持续领先，业绩实现高速增长：2023 上半年公司实现营收 25.2 亿元，同比+89%，归母净利润 7.1 亿元，同比+201%，扣非后净利润 6.9 亿元，同比+197%。Q2 单季度来看，实现营收 12.6 亿元，同比+62%，环比持平；归母净利润 3.8 亿元，同比+171%，环比+13%。其中分产品看，2023H1 光伏切割设备收入 8.1 亿元，同比+44%，占比 32%，金刚线业务收入 6.9 亿元，同比+112%，占比 27%，切片代工业务收入 8.4 亿元，同比+170%，占比 33%，创新业务收入 1.1 亿元，同比+41%，占比 4%，其他业务 0.8 亿元。盈利能力表现优异，毛利率&净利率再创新高：2023 上半年公司毛利率为 46.8%，同比+8.1pct，净利率为 28.3%，同比+10.6pct，期间费用率为 15.1%，同比-1.6pct，其中销售费用率为 2.0%，同比-1.0pct，管理费用率（含研发）为 12.4%，同比-1.1pct，财务费用率为 0.6%，同比+0.4pct。其中 Q2 单季度毛利率为 50.4%，同比+11.0pct，环比+7.3pct，净利率 30.1%，同比+12.1pct，环比+3.5pct。合同负债&存货高增，在手订单充足保障业绩确定性：截至 2023Q2 末，公司合同负债为 6.6 亿元，同比+80%，存货为 15.7 亿元，同比+113%。截至 2022 年 6 月 30 日，公司光伏切割设备在手订单 27.7 亿元（含税），同比+136%；创新业务在手订单 1.51 亿元（含税），同比+504%。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 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。目前来看，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，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。HJT推动N型薄片化加速，进一步印证高测一体化切片优势：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，并已推出30线，2023年底金刚线产能可达9000万公里+。目前高测与市场绝大部分HJT电池片厂商均有切片代工合作，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12/9/8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)

明月镜片(301101)：2023年中报点评：归母净利润同比+53%，离焦镜销售势头较好

投资要点 2023年Q2公司实现归母净利润4507万元，同比+50%超出市场预期，2023年8月7日晚，公司披露2023年半年报，2023H1公司收入3.66亿元，同比+27.8%，实现归母净利润8012万元，同比+53.4%，实现扣非归母净利润7048万元，同比+81.6%。单拆Q2，公司实现收入1.94亿元，同比+29%，实现归母净利润4507万元，同比+50%。镜片业务实现较快增长，原料业务毛利率提升明显：2023H1公司整体毛利率56.68%，同比+3.23pct，分产品拆来看，镜片业务实现收入2.85亿元，同比+34%，毛利率61.3%，同比提升了1.89pct，扣除离焦镜产品后的传统镜片收入同样也有不错的增长，原料业务收入4918.5万元，同比+5.09%，毛利率26.58%，同比提升4.95pct。离焦镜Q2延续较好的销售，产品渠道布局全面：近视防控产品快速增长，2023年H1“轻松控”系列产品销售额为5481万元，同比+76%，其中Q2销售达到2724万元，产品方面，“轻松控”系列产品目前零售渠道一代有4款SKU，二代有6款SKU，医疗渠道有8款SKU，全部产品线合计共有18款SKU，覆盖1.60、1.67、1.71三个折射率。渠道方面，公司合作客户中超过八成客户已经开始销售“轻松控”系列产品。轻松控Pro 12个月的临床数据显示有效率达到60%。2023年5月，明月镜片在北京举办了轻松控临床报告发布暨研讨会。华西医院教授公布的报告表明：最近一季度，轻松控Pro延缓近视加深有效率达82%，戴镜12个月，轻松控Pro延缓近视加深有效率为60%，97%受试者能在1天内适应镜片。盈利预测与投资评级：明月镜片2023年Q2业绩超出市场预期，零售和医疗渠道布局均有明显突破，暑假旺季来临，我们预计Q3或有进一步催化，我们上调公司2023-2025年归母净利润从1.72亿元/2.14亿元/2.69亿元至1.8亿元/2.2亿元/2.7亿元，最新收盘价对于2023年-2025年PE为47/39/32倍，维持“买入”评级。风险提示：离焦镜推广不及预期，离焦镜市场竞争加剧等

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：谭志千)

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>