

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-08-11

宏观策略

2023年08月11日

宏观点评 20230810：一文读懂拜登投资限制禁令及影响

拜登政府今天发布了酝酿已久的限制对华投资行政令，该行政令首次赋予美国政府新的广泛监管权力，以国家安全为由禁止美国投资流向中国的一些敏感技术领域。尽管不时有风声传出，不过我们认为该行政令较最初的设想明显“打折扣”。风险提示：中美地缘风险升级，美联储持续货币紧缩，海外经济衰退。

晨会编辑 陈李

执业证书：S0600518120001

021-60197988

yjs_chenl@dwzq.com.cn

固收金工

固收深度报告 20230810：如何识别城农商行二级资本债的风险高低？

投资建议：1) 资产规模萎缩、资本充足率低于 10.5% 监管红线、拨备覆盖率低于 150% 的银行主体较易发生二级资本债不赎回风险，且达标项越多风险越高。2) 不良贷款率高于 2% 监管预警线水平、前十大客户贷款集中度超 60% 的银行主体较易发生二级资本债不赎回风险，且达标项越多风险越高。3) 同业负债占比高、存款占比同比降幅超 2.0pct 的农商行、超 5.5pct 的城商行较易因负债端成本上升导致经营状况恶化进而增加二级资本债不赎回风险，且达标项越多风险越高。风险提示：信息更新延迟；监管政策超预期；数据统计口径误差。

固收点评 20230810：宏昌转债：技术创新引领智能制造

我们预计宏昌转债上市首日价格在 119.60~133.40 元之间，我们预计中签率为 0.0011%。综合可比标的以及实证结果，考虑到宏昌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 22% 左右，对应的上市价格在 119.60~133.40 元之间。我们预计网上中签率为 0.0011%，建议积极申购。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

乘“电改”东风，虚拟电厂迎发展机遇期

虚拟电厂：聚合优化“源网荷储”，商业模式因地制宜。虚拟电厂（VPP）是聚合优化“源网荷储”清洁发展的新一代智能控制技术和互动商业模式，分为需求侧/供给侧/混合资源型三种，发展三阶段为邀约型/交易型/自治型。海外 VPP：辅助市场驱动盈利，可再生能源星辰大海。国外 VPP 起步较早，辅助市场发展成熟，电力以可再生能源为主。1) 德国：电力市场竞争开放，VPP 主体较多，Next Kraftwerke 为龙头，“发电侧+需求侧”双侧盈利；2) 美国：碳交易市场成熟，峰谷调节需求广阔，呈现特斯拉为 VPP 龙头的一超三强格局，发电/政府/用户侧多点盈利；3) 澳大利亚：电力市场高频定价，龙头 EnergyLocals 与特斯拉合作，RECs 助力辅助市场盈利；4) 英国：电力市场去中心化，VPP 市场分散度较高，老牌厂商 Centric 业务增长较快，差额合约（政府补贴）保证盈利稳定。p 国内 VPP：“电力改革+新能源建设”加速发展，“政策加码+政府补贴+市场收益”协同激励。我国 VPP 应用目前处于试点阶段，项目集中在中东

部地区且多为需求侧负荷型。电改助力市场机制和监管的完善，市场化交易占比持续提升，光、储、充的广泛接入推动能源结构转型，促进 VPP 发展。支持政策引导 VPP 参与现货市场、辅助服务和需求侧响应等多类市场，但商业模式尚未理顺，市场盈利难度尚存。行业持续边际向好，看好“电改”带动电力市场和 VPP 迎来发展的质变。市场空间：预计到 25 年 VPP 中游设备端/下游运营端市场空间约为 699/112 亿元。设备端投资包括通讯网关、规约转换、计量终端和虚拟电厂运营平台系统等硬件和软件设备；下游运营主体以发电集团、电网公司、售电公司以及第三方运营服务商为主，我们测算 25 年中游/下游市场空间约为 699/112 亿元。投资建议：系统解决方案方面，重点推荐：安科瑞、国能日新（计算机组覆盖）、南网科技、国电南瑞，建议关注：东方电子、恒实科技、朗新科技、国网信通等；下游运营服务商方面，重点推荐：南网能源（公用事业组覆盖），建议关注：苏文电能、涪陵电力、芯能科技、特锐德等。风险提示：电力市场改革不及预期、新能源建设不及预期、政策支持不及预期等。

燃气 II 行业点评报告：欧洲气价迎阶段性高峰，关注国外转口、国内消费量&价差修复

投资建议：2023 年欧洲气价仍会有高峰出现，具备国外转口能力的公司受益；国内消费复苏&价差理顺，国内城燃板块受益。重点推荐：【新奥股份】国内龙头城燃，直销气稳步发展；【蓝天燃气】河南省区域城燃中下游龙头，受益省内顺价政策&气价上涨，股息率 ttm7.2%（估值日 2023/8/9）；【九丰能源】具备 LNG 码头+船运资产，气源灵活气量增长；【天壕环境】具备跨省长输核心资产，受益气价上涨。风险提示：极端天气，国际局势变化，消费复苏不及预期

工程机械行业点评报告：7 月挖机销量同比-30%，出口阶段性承压

投资建议：推荐【三一重工】中国最具全球竞争力的高端制造龙头之一，看好国际化及电动化进程中重塑全球格局机会。【徐工机械】产品线最全的工程机械龙头，业绩阿尔法属性明显，估值修复具备高弹性。【中联重科】起重机、混凝土机械龙头，高机、挖机等新兴板块贡献新增长极，有望迎价值重估。【恒立液压】上游高端液压零部件龙头，受益工程机械及通用制造业复苏。风险提示：基建及地产项目落地不及预期；行业周期波动；国际贸易争端加剧。

推荐个股及其他点评

超威半导体（AMD）：算力龙头产品矩阵完善，数据中心助推成长

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2023-2025 年 NON-GAAP 净利润分别为 48.7 亿、78.2 亿、92.3 亿美元，对应现价（8 月 9 日）PE 分别为 37 倍、23 倍、19 倍，考虑到 Instinct MI 300X 加速器和消费级显卡重新带动增长预期，首次覆盖予以“买入”评级。风险提示：AMD 软件团队规模不足、业务和份额受到英特尔挑战、计算卡集群技术瓶颈、数据中心市场发展受阻

卓胜微（300782）：PA 模组全栈自主可控，新品放量在即

L-PAMiD 是新趋势，国产化率低，自主产线增强产品迭代能力。射频前端指位于射频收发器及天线之间的中间模块，其功能为无线电磁波信号的发送和接收，而射频前端模组是两种或两种以上的分立器件结合的模组，有限的 PCB 板面积与日益复杂的功能性使得集成度高的射频模组应运而生，5G 射频前端主流架构主要分为 hase5N 和 Phase7 系列两种，差

别在 Sub-3GHz 频段，在模组化的趋势下，Phase7 方案和集成度更高的 L-PAMiD 更具潜力，L-PAMiD 将成为中高端手机的标配。Yole 预计 2025 年全球移动终端 PA 模组市场规模将达到 89.31 亿美元，6 年 CAGR 增速达到 8.83%。当前射频前端国产化率低，而公司产品线目前已经基本包括了所有分立器件，Fab-Lite 的商业模式将使得公司实现产品的自主研发迭代，减少对于代工厂的依赖。 风险提示：下游需求不及预期，研发进度不及预期

东方雨虹 (002271): 2023 年半年报点评: 零售渠道快速发展, 涂料、砂粉类产品毛利率修复显著

盈利预测与投资评级: 公司作为防水行业龙头, 积极通过组织架构调整来覆盖空白市场, 拓展非房地产项目, 优化经营质量。同时公司积极培育新业务板块, 有望通过内部资源整合和协同快速发展。随着防水新规落地需求改善, 公司防水主业市占率持续提升, 非房板块和非防业务有望进一步打开成长空间。考虑到下游逐步需求恢复及成本下行, 我们维持 2023-2025 年归母净利润为 36.92/46.69/58.25 亿元, 对应 PE 分别为 20X/16X/13X, 维持“买入”评级。 风险提示: 下游房地产行业波动的风险; 原材料价格剧烈波动的风险; 行业竞争加剧风险; 应收账款风险。

宏观策略

宏观点评 20230810：一文读懂拜登投资限制禁令及影响

拜登政府今天发布了酝酿已久的限制对华投资行政令，该行政令首次赋予美国政府新的广泛监管权力，以国家安全为由禁止美国投资流向中国的一些敏感技术领域。尽管不时有风声传出，不过我们认为该行政令较最初的设想明显“打折扣”。说酝酿已久，是早在2022年2月，拜登政府就考虑对美国在5个产业（半导体芯片、人工智能、量子计算、生物技术和清洁能源）的对华投资进行审查。但由于拜登政府希望与盟国建立联合审查机制（否则中国可以通过欧洲的实体绕过美国的限制），这一审查原计划在5月日本广岛的G7会议后启动，但由于盟国未能在国家安全关切和对经济活动不利影响的辩论上达成一致，所以一直拖延至今。说“打折扣”，与2022年2月所提出的完全禁止对中国一些高科技行业的直接投资不同，新的行政令在禁止的内容和形式上都被大大削弱了。首先，该行政令在内容上只包括直接投资（如合资企业、私募股权、并购、绿地投资），但不包括被动式的证券投资。并且仅涵盖人工智能、半导体与微电子、量子计算这三个行业（剔除了生物技术和清洁能源）。这些行业被禁止的投资可能包括那些“敏感技术”，但这些“敏感技术”已经包括在对中国公司和机构的现有出口管制中。其次，该行政令采取了狭义的投资限制与广泛披露要求相结合的形式。被禁止的投资范围虽然很窄，但美国投资者须向财政部通报其他可能涉及国家安全的交易，作为涉及国家安全的对外投资收集额外信息的一种方式。这种形式也更符合拜登政府与中国“去风险”（相对于与中国脱钩）的战略，即采用“小院高墙”的方式在科技领域实施精准打击。另外，该行政令不会立刻生效。美国财政部将就限制的适当范围征求公众意见，在45天内接受讨论，随后提出正式的规则提案。鉴于此前美国财政部部长耶伦访华时，已经表示拟议的对华投资限制“针对特定范围，不会对两国的投资环境产生严重影响”，我们认为该行政令短期对中国经济和资本市场的影响有限。从经济来看，虽然该禁令将抑制美国对华的直接投资，但根据荣鼎咨询（Rhodium Group）的数据，过去5年来，美国对华无论是外国直接投资还是风险投资均持续下滑（图2）。从当前中国吸引FDI的国别来看，美国的占比已不足1.5%。因此该行政令在短期内对中国资本形成和技术发展的影响是完全可控的。从资本市场来看，由于被动式的证券投资（比如指数投资）并不在该禁令范围之内，因此不会发生强制平仓。并且从时间上来看，由于市场对于此行政令的出台早有预期，比如在4月21日首次传出该行政令将颁布的消息时，恒生科技指数回调了3.1%。我们认为在该行政令一再延期后，市场对此的反应已趋于钝化。但从中长期来看，随着美国与中国相关的经济活动受到越来越多的审查，投资者在做出配置决策时，不仅要考虑现有的监管规定，还要考虑这样一个背景，即与中国相关的活动会越来越受到更严格的政治审查，这就有可能迫使西方的机构投资者重新考虑在中国的投资。根据高盛的统计，2023年上半年全球主动型基金在中国的配置比基准权重低了390个基点；对冲基金在中国股票上的净敞口（相对于其全球股票持仓）仍比今年1月份低了460个基点，而拜登政府行政令的长期实施可能会增加这些压力。风险提示：中美地缘风险升级，美联储持续货币紧缩，海外经济衰退。

（证券分析师：陶川）

固收金工

固收深度报告 20230810: 如何识别城农商行二级资本债的风险高低?

观点 未如期赎回的二级资本债结构解析: 目前共有 54 只二级资本债发行人未行使赎回权, 累计不赎回金额约 335 亿元。分评级看, 未赎回的二级资本债主体评级集中在 AA 级及以下中低评级农商行; 分地域看, 山东省与辽宁省区域内的银行主体发生二级资本债不赎回事件的频率更高。未如期赎回二级资本债的城农商行整体呈现盈利能力较差、资本充足率较低、资质较弱的特点: 1) 盈利能力: 营收增速及净利润增速指标提示城农商行发生不赎回风险的预警程度有所差异, 营收增速下滑或系农商行出现不赎回风险的前瞻信号之一, 而城商行出现不赎回风险的前瞻信号为净利润增速下滑。2) 资本充足率: 赎回期前, 发生不赎回的银行主体的整体资本充足率中位数为 12.04%, 勉强满足 10.5% 监管要求, 而赎回期后选择不赎回的农、城商行资本充足率中位数分别降至 11.83%、11.93%, 故避免资本充足率进一步下降至监管要求临界点甚至低于监管要求或系农、城商行选择不执行二级资本债赎回权的重要原因。从经营表现细化分析不同主体隐含风险: 1) 资产规模: 样本主体中共有 5 家农商行、2 家城商行出现缩表, 农商行中河南新郑农商行、九江农商行资产规模分别同比下降 14.17%、7.49%; 城商行中四川天府银行、辽沈银行分别下降 0.91% 和 0.03%, 农商行出现缩表情况的比例及幅度均高于城商行, 佐证其更高的隐含风险。2) 资本充足率: 农商行资本充足率主要分布在 13%-15%, 其中资本充足率最低的三家均发生过不赎回事件, 或可说明资本充足率低下是农商行不行使二级资本债赎回权的重要原因; 城商行资本充足率主要分布在 10.5%-13%, 仅 1 家资本充足率低于监管要求的主体曾发生过不赎回事件, 表明尽管城商行资本充足率区间低于农商行, 但高于监管要求的主体比例更高, 佐证其隐含风险较农商行更为可控。3) 拨备覆盖率: 样本数据显示拨备覆盖率低于 150% 的 16 家农商行中有 7 家发生过不赎回事件, 或佐证拨备覆盖率较低的银行选择不行使赎回权的概率更高。4) 总体而言, 资产规模萎缩、资本充足率低于 10.5% 监管红线、拨备覆盖率低于 150% 的银行主体较易发生二级资本债不赎回风险, 且达标项越多风险越高。从信用表现细化分析不同主体隐含风险: 1) 不良贷款率: 未行使赎回权的农、城商行在赎回期前一年的不良率分别为 3.08%、2.27%, 表明不良贷款率超 2.0% 警戒线的银行主体具有较高的不赎回风险。此外, 农商行整体不良率明显高于城商行, 且 2022 年同比升高幅度较城商行显著, 而 2022 年同比降低幅度与城商行接近, 佐证农商行隐含风险较城商行更高, 且风险的加剧与缓释呈现不对称性。2) 贷款集中度: 样本显示农商行存在单一最大客户贷款集中度 > 10% 监管要求及前十大客户贷款集中度突破 50% 监管红线的现象, 结合 2022 年客户贷款比例最高的 10 家农商行中有 3 家曾有不赎回记录, 或表明因农商行客户结构较城商行更集中, 故更易因大客户信用风险变化导致流动性受到影响。3) 总体而言, 不良贷款率高于 2% 监管预警线水平、前十大客户贷款集中度超 60% 的银行主体较易发生二级资本债不赎回风险, 且达标项越多风险越高。从负债表现细化分析不同主体隐含风险: 1) 存款占比: 发生不赎回事件的银行中农、城商行均有过半数量的主体在赎回期前存款占比下滑, 表明该指标或系银行出现不赎回风险的另一重要前瞻指标, 且当农、城商行存款占比同比下滑幅度超 2.0pct 和 5.5pct 时, 风险概率显著抬升。2) 同业负债占比: 全部披露数据的农、城商行该

指标目前均符合监管要求，表明该指标与银行是否出现不赎回风险的相关性一般，其风险前瞻性较其余指标弱。3) 总体而言，同业负债占比高、存款占比同比降幅超 2.0pct 的农商行、超 5.5pct 的城商行较易因负债端成本上升导致经营状况恶化进而增加二级资本债不赎回风险，且达标项越多风险越高。风险提示：信息更新延迟；监管政策超预期；数据统计口径误差。

(证券分析师：李勇 研究助理：徐津晶)

固收点评 20230810：宏昌转债：技术创新引领智能制造

事件 宏昌转债(123218.SZ)于2023年8月10日开始网上申购：总发行规模为3.80亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于电子水泵及注塑件产业化项目以及补充流动资金。当前债底估值为73.94元，YTM为3.30%。宏昌转债存续期为6年，中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为A+/A+，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%、1.80%、2.50%、3.00%，公司到期赎回价格为票面面值的115.00%（含最后一期利息），以6年A+中债企业债到期收益率8.75%（2023-08-08）计算，纯债价值为73.94元，纯债对应的YTM为3.30%，债底保护一般。当前转换平价为103.6元，平价溢价率为-3.49%。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16日至2029年08月09日。初始转股价29.62元/股，正股宏昌科技8月8日的收盘价为30.69元，对应的转换平价为103.61元，平价溢价率为-3.49%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为13.82%。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29.62元计算，转债发行3.80亿元对总股本稀释率为13.82%，对流通盘的稀释率为34.24%，对股本有一定的摊薄压力。观点 我们预计宏昌转债上市首日价格在119.60~133.40元之间，我们预计中签率为0.0011%。综合可比标的以及实证结果，考虑到宏昌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22%左右，对应的上市价格在119.60~133.40元之间。我们预计网上中签率为0.0011%，建议积极申购。深耕行业二十余年，致力于为全球客户提供优质的电子电器配件。公司近30年致力于制造流体电磁阀、水位传感器、模块化组件等，在行业内具有较大影响。2018年以来公司营收快速增长，2018-2022年复合增速为21.03%。归母净利润增速下降，2018-2022年复合增速为27.91%。2022年，公司主营业务收入利润实现双增长，实现营业收入8.26亿元（同比+7.63%），实现归母净利润0.67亿元（同比-1.14%）。公司主要营收构成稳定，智能家电组件为其主要营收来源。2020-2022年，公司智能家电组件占营业收入的比例分别为98.96%，99.21%和99.74%。公司销售净利率和毛利率近年波动下行，销售费用率总体波动下行，财务与管理费用率上升。2022年公司销售费用较上年同期下降1.08%，管理费用较上年同期上升0.88%，财务费用较上年同期下降36.45%，主要系人民币增值，汇兑收益增加。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

乘“电改”东风，虚拟电厂迎发展机遇期

虚拟电厂：聚合优化“源网荷储”，商业模式因地制宜。虚拟电厂(VPP)

是聚合优化“源网荷储”清洁发展的新一代智能控制技术和互动商业模式，分为需求侧/供给侧/混合资源型三种，发展三阶段为邀约型/交易型/自治型。海外 VPP：辅助市场驱动盈利，可再生能源星辰大海。国外 VPP 起步较早，辅助市场发展成熟，电力以可再生能源为主。1) 德国：电力市场竞争开放，VPP 主体较多，Next Kraftwerke 为龙头，“发电侧+需求侧”双侧盈利；2) 美国：碳交易市场成熟，峰谷调节需求广阔，呈现特斯拉为 VPP 龙头的一超三强格局，发电/政府/用户侧多点盈利；3) 澳大利亚：电力市场高频定价，龙头 EnergyLocals 与特斯拉合作，RECs 助力辅助市场盈利；4) 英国：电力市场去中心化，VPP 市场分散度较高，老牌厂商 Centric 业务增长较快，差额合约（政府补贴）保证盈利稳定。国内 VPP：“电力改革+新能源建设”加速发展，“政策加码+政府补贴+市场收益”协同激励。我国 VPP 应用目前处于试点阶段，项目集中在中东部地区且多为需求侧负荷型。电改助力市场机制和监管的完善，市场化交易占比持续提升，光、储、充的广泛接入推动能源结构转型，促进 VPP 发展。支持政策引导 VPP 参与现货市场、辅助服务和需求侧响应等多类市场，但商业模式尚未理顺，市场盈利难度尚存。行业持续边际向好，看好“电改”带动电力市场和 VPP 迎来发展的质变。市场空间：预计到 25 年 VPP 中游设备端/下游运营端市场空间约为 699/112 亿元。设备端投资包括通讯网关、规约转换、计量终端和虚拟电厂运营平台系统等硬件和软件设备；下游运营主体以发电集团、电网公司、售电公司以及第三方运营服务商为主，我们测算 25 年中游/下游市场空间约为 699/112 亿元。投资建议：系统解决方案方面，重点推荐：安科瑞、国能日新（计算机组覆盖）、南网科技、国电南瑞，建议关注：东方电子、恒实科技、朗新科技、国网信通等；下游运营服务商方面，重点推荐：南网能源（公用事业组覆盖），建议关注：苏文电能、涪陵电力、芯能科技、特锐德等。风险提示：电力市场改革不及预期、新能源建设不及预期、政策支持不及预期等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：谢哲栋）

燃气 II 行业点评报告：欧洲气价迎阶段性高峰，关注国外转口、国内消费量&价差修复

投资要点 事件：据财联社消息，当地时间周三（8月9日），欧洲天然气价格一度上涨 40%，创下 2022 年 3 月以来最大涨幅，随后当日涨幅回落至 28%。突发事件&欧洲储库期导致天然气价格跳涨，国外转口业务受益。欧洲天然气价格跳涨原因为：1) 雪佛龙和伍德赛德能源集团在澳大利亚工厂的工人投票决定罢工，罢工可能会影响澳大利亚 LNG 的出口，涉及产能 4140 万吨/年（600 亿方/年），加剧全球对 LNG 的争夺。2021 年澳大利亚共出口 1081 亿方 LNG，几乎均到亚太地区，其中 40%（436 亿方）出口到中国大陆，仅有 1 亿方出口到欧洲西班牙。2) 8 月欧洲仍处于储库期，天然气价格面临一定压力。2023 年欧洲天然气消费虽较为低迷（2023M1-4 同比-11%），但 2023M6 欧洲最大的天然气出口国挪威的一些工厂季节性维护长于预期，叠加罢工事件 LNG 供应短缺风险增加。截至 2023/8/7，欧洲天然气库存 993.13TWh（960 亿方），同增 186 亿方，库容率 87.71%，同比+15.7pct；2023 年欧洲补库进度提前，但达到 95%库容率仍需补库 80 亿方，带来阶段性价格高峰。截至 2023/8/9，HH/JKM/TTF/NBP/中国到岸/中国出厂价月内变动分别为+15.6%/+1.4%/+43.9%/+45.4%/-2.3%/-3.4%，欧洲 TTF 和英国 NBP 气价领涨。消费复苏&价差修复，国内城燃盈利能力改善。1) 2023 年我国天然气需求回暖，H1 消费量同比增长 12.5%。2022 年受海气价格高涨&疫情停工停产影响，整体用气量下

滑，其中城市燃气/工业燃料/天然气发电/化工用气量同比+1.44%/-2.85%/-4.48%/-1.68%达到 1198/1533/640/292 亿方。2023 H1 我国天然气表观消费量达 1914 亿方，同增 12.5%（2022 H1 同减 8.1%）。2023 年，随我国经济复苏，天然气消费量有望回归增长。2）多地出台价格理顺政策，顺价能力改善城燃公司价差修复。我们梳理了全国地级以上城市的气价政策，发现多数地区的调价相对滞后。截至 2023 年 7 月，84%/82%左右城市居民用气/工商业用气尚未进行本年度调价，价格理顺亟待进行。2023 年以来，内蒙古、湖南、河北石家庄等省市发布了天然气顺价政策、逐步完成调价；调价政策强调居民和工商业的顺价幅度、及时性、以及与现货价格的挂钩。①内蒙古按中石油涨幅联动顺价，居民用气价格与门站价同幅度（15%）调整。②河北石家庄居民气价在采购价上调 0.4 元/方的情况下上调 0.37 元/方。③湖南：门站价、管输费、配气费调整时，调价不受频次限制；调价幅度完全按照气源采购平均成本与基准门站价格差额确定。投资建议：2023 年欧洲气价仍会有高峰出现，具备国外转口能力的公司受益；国内消费复苏&价差理顺，国内城燃板块受益。重点推荐：【新奥股份】国内龙头城燃，直销气稳步发展；【蓝天燃气】河南省区域城燃中下游龙头，受益省内顺价政策&气价上涨，股息率 ttm7.2%（估值日 2023/8/9）；【九丰能源】具备 LNG 码头+船运资产，气源灵活气量增长；【天壕环境】具备跨省长输核心资产，受益气价上涨。风险提示：极端天气，国际局势变化，消费复苏不及预期

（证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩）

工程机械行业点评报告：7 月挖机销量同比-30%，出口阶段性承压
投资要点 7 月挖机销量同比-30%，出口阶段性承压 2023 年 7 月挖机行业销量 12606 台，同比下降 30%。其中，国内销量 5112 台，同比下降 45%；出口 7494 台，同比下降 14%。2023 年 1-7 月挖机累计销量 121424 台，同比下降 25%；其中国内 56143 台，同比下降 44%；出口 65281 台，同比增长 8%。受下游项目资金面紧张影响，7 月工程机械内销下滑幅度仍较大。从地产、基建数据看，2023 年 6 月房屋新开工面积同比下滑 30%，地产投资完成额同比下滑 21%，地产施工热度未回暖。6 月基建投资完成额 3 万亿元，同比增长 12%，维持较高增速。海外工程机械市场整体处于上行周期，海外增长逻辑持续我们认为海外工程机械整体处于上行周期，在行业出口高基数、海外供应链恢复背景下，行业出口数据增速阶段性承压，但不改海外增长趋势。23Q2 海外龙头卡特彼勒实现营收 173 亿美元，同比增长 22%，净利润 29 亿美金，同比增长 75%，创下历史新高，海外工程机械市场整体处于上行周期。根据 2022 年全球工程机械制造商 50 强排行榜（《2022 Yellow Table》），卡特彼勒/徐工集团/三一重工/中联重科收入分别 321/181/160/104 亿美金，全球份额分别 13.8%、7.8%、6.9%、4.5%，我们测算国内龙头海外份额不足 5%，海外份额空间大、趋势持续。业绩有望率先行业复苏，有望逐步开启业绩启航 受钢材、海运费价格高企及规模效应下降等影响，2022 年工程机械企业利润率大幅下滑，2023 年上述因素压力减弱，预计利润率开启修复过程。2022 年国内主要企业净利率仅 5%左右，基于当前钢材价格水平，我们预计 2023 年主要企业有望提升约 3 个点，带来利润端 50%以上增长弹性。今年起重机、混凝土机械等其他机种表现好于挖机，国内龙头中大挖销售结构改善，出口利润率高于国内，钢材等原材料价格明显回落背景下，我们判断工程机械龙头利润增速>收入增速>销量增速。此外，按照工程机械更新周期，2024-2025 年内销市场有望迎新一轮更新周期，龙头今年有望逐步开启业绩启航。投资建议 推荐【三一

重工】中国最具全球竞争力的高端制造龙头之一，看好国际化及电动化进程中重塑全球格局机会。**【徐工机械】**产品线最全的工程机械龙头，业绩阿尔法属性明显，估值修复具备高弹性。**【中联重科】**起重机、混凝土机械龙头，高机、挖机等新兴板块贡献新增长极，有望迎价值重估。**【恒立液压】**上游高端液压零部件龙头，受益工程机械及通用制造业复苏。风险提示：基建及地产项目落地不及预期；行业周期波动；国际贸易争端加剧。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：罗悦 研究助理：韦译捷）

推荐个股及其他点评

超威半导体（AMD）：算力龙头产品矩阵完善，数据中心助推成长

投资要点 数据中心潜力大，AMD 拥有丰富产品组合。云计算和人工智能推动数据中心发展，云计算 2017 年到 2022 年年均复合增长率为 22%，增长迅速；AI 相关产业 2022 年到 2026 年年均复合增长率将达到 27%。两者都对数据中心和算力有着海量需求，AMD 提前布局，有着最丰富完善的数据中心产品组合，形成了“CPU+GPU+FPGA+DPU”的产品矩阵，迎接 AI、数据中心浪潮。Instinct MI 300X 为大模型而生，AI 生态有望改善，AMD2024 年业绩将迎来爆发。Instinct MI 300X 集成了 192GB 的 HBM3，5.2TB/s 存储带宽，内存密度是 NVIDIA H100 的 2.4 倍，内存带宽是 H100 的 1.6 倍，一张 MI300X 就能进行有着 400 亿参数的大语言模型的推理。AMD 对应的 ROCm 开放平台也在微软、Meta、Hugging Face 等厂商扶持下不断完善，AMD 也将 ROCm 平台逐渐开放给消费级显卡完善生态，此外，AMD 还收购了 Pensando，获得了 DPU 技术来解决集群问题。所以硬件领先和软件生态的不断完善下，AMD 业绩有望因为 AI 加速显卡迎来爆发。消费级显卡和客户端业务营收随着 PC 市场回暖复苏，消费级显卡或因 AI 生态改善获益。AMD 消费级业务在 2022 年第二季度后营收大幅下降，受到了因为疫情后 PC 市场库存高位的影响。现今 PC 市场库存问题在 2023 年第三季度后明显好转，AMD 消费级业务营收将恢复。同时，随着 AMD 开放 ROCm 平台至消费级显卡，消费级显卡生产力将逐渐提高，消费级显卡市场占有率将逐渐提高。盈利预测与投资评级：我们预计公司 2023-2025 年 NON-GAAP 净利润分别为 48.7 亿、78.2 亿、92.3 亿美元，对应现价（8 月 9 日）PE 分别为 37 倍、23 倍、19 倍，考虑到 Instinct MI 300X 加速器和消费级显卡重新带动增长预期，首次覆盖予以“买入”评级。风险提示：AMD 软件团队规模不足、业务和份额受到英特尔挑战、计算卡集群技术瓶颈、数据中心市场发展受阻

（证券分析师：张良卫 证券分析师：卞学清）

卓胜微（300782）：PA 模组全栈自主可控，新品放量在即

投资要点 公司已布局射频前端全产品线：卓胜微专注于射频前端产品研发，主要产品分为分立器件和射频模组两大类，分立器件主要有射频开关 Switch/低噪声放大器 LNA/功率放大器 PA/滤波器等，射频模组主要有 DiFEM/LDiFEM/LFEM/LNABANK/L-PAMiF 等，以及 Wi-Fi6FEM 和 BTFEM，广泛应用于智能手机、通讯基站、无人机、汽车电子等领域。公司目前已具备用于移动通信的射频器件与模组的生产能力，6 寸滤波器晶圆产线的投产与生产，目前已经形成 Feb-Lite 商业模式，一体化布局可有效保证公司技术迭代的自主性。主要受下游手机换机周期加长影响，2022 年公司收入 36.77 亿（同比-21%），净

利润 10.78 亿元（同比-50%）。L-PAMiD 是新趋势，国产化率低，自主产线增强产品迭代能力。射频前端指位于射频收发器及天线之间的中间模块，其功能为无线电波信号的发送和接收，而射频前端模组是两种或两种以上的分立器件结合的模组，有限的 PCB 板面积与日益复杂的功能性使得集成度高的射频模组应运而生，5G 射频前端主流架构主要分为 hase5N 和 Phase7 系列两种，差别在 Sub-3GHz 频段，在模组化的趋势下，Phase7 方案和集成度更高的 L-PAMiD 更具潜力，L-PAMiD 将成为中高端手机的标配。Yole 预计 2025 年全球移动终端 PA 模组市场规模将达到 89.31 亿美元，6 年 CAGR 增速达到 8.83%。当前射频前端国产化率低，而公司产品线目前已经基本包括了所有分立器件，Fab-Lite 的商业模式将使得公司实现产品的自主研发迭代，减少对于代工厂的依赖。分立器件仍有一席之地，国产化推进，卓胜微率先受益。5G 频段的增加推动射频前端器件需求数量的增加根据 YoleDevelopment 的预测，从 2019 年到 2025 年，分立射频开关的市场规模将从 11 亿美元增长至 21 亿美元。模组化已是新趋势，虽然分立器件的市场份额会相对减少，但仍有一席之地。2022 年，国内厂商在射频开关领域的市场份额达到 20%，在 LNA 和 PA 领域的市场份额均达到 10% 以上。卓胜微已经是国内分离器件龙头，全球排名第五，同时拥有自主产线，在分立器件国产化率逐步提高后，卓胜微有望率先受益。盈利预测与投资评级：我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 41/49/57 亿元，归母净利 11/14/17 亿元，我们认为卓胜微是国内首家实现射频产业链自主可控的公司，L-PAMiD 放量后有望给公司带来营收新增长点，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期，研发进度不及预期

（证券分析师：马天翼 证券分析师：周高鼎）

东方雨虹 (002271)：2023 年半年报点评：零售渠道快速发展，涂料、砂粉类产品毛利率修复显著

投资要点 事件：公司发布 2023 年半年报。2023H1 公司实现营业总收入 168.52 亿元，同比+10.10%；归母净利 13.34 亿元，同比+38.07%；其中，23Q2 公司实现营收 93.57 亿元，同比+3.99%；归母净利 9.49 亿元，同比+46.15%。渠道及产品结构优化，零售及工程业务快速增长。分季度看，23Q1-Q2 营业收入分别同比变动+18.80%/+3.99%。分业务看，23H1 防水卷材实现营收 71.84 亿元，同比+1.13%；涂料 51.85 亿元，同比+22.46%；砂浆粉料 19.05 亿元，同比+42.99%。分渠道看，公司零售/工程/直销业务占比分别为 29.98%/36.45%/31.08%，同比分别变动+5.02pct/+4.78pct/-8.37pct，零售及工程渠道增速较快。2023 年上半年公司零售业务实现营业收入 50.51 亿元，同比增长 32.21%；民建集团实现营业收入 43.84 亿元，同比增长 34.69%。原材料价格回落，涂料、砂粉产品毛利率大幅改善。分季度看，23Q1-Q2 毛利率分别为 28.66%、29.10%，同比分别变动+0.38pct、+3.16pct。分产品看，23H1 防水卷材毛利率 27.44%，同比变动+0.15pct；涂料毛利率 37.56%，同比变动+5.17pct；砂浆粉料毛利率 28.23%，同比变动+5.22pct。期间费用率方面，23H1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比变动+0.59/-0.42/-0.14/+0.07pct，其中销售费用增加主要系促销费、广告宣传费用等增加所致。经营性现金流同比改善，收现比提升、付现比下降。23H1 公司经营性现金流量净额为-39.43 亿元，同比增加 43.51%，主要系 23H1 公司销售商品、提供劳务收到的现金增加所致。1) 收现比情况：23H1 公司收现比 94.07%，同比变动+9.1pct；2) 付现比情况：23H1 公司付现比 106.79%，同比变动-12.73pct。2023H1 末公司应收账款及应收票据余额 141.44 亿元，同比下降 4.10%，其他应收款余额

34.29 亿元，同比增长 39.76%。 盈利预测与投资评级：公司作为防水行业龙头，积极通过组织架构调整来覆盖空白市场，拓展非房地产项目，优化经营质量。同时公司积极培育新业务板块，有望通过内部资源整合和协同快速发展。随着防水新规落地需求改善，公司防水主业市占率持续提升，非房板块和非防业务有望进一步打开成长空间。考虑到下游逐步需求恢复及成本下行，我们维持 2023-2025 年归母净利润为 36.92/46.69/58.25 亿元，对应 PE 分别为 20X/16X/13X，维持“买入”评级。 风险提示：下游房地产行业波动的风险；原材料价格剧烈波动的风险；行业竞争加剧风险；应收账款风险。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊
证券分析师：任婕）

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>