

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-03-20

宏观策略

2023年03月20日

宏观点评 20230318: 金融工委 2.0, 这次有何不同?

时隔 35 年, 中央金融工作委员会重现, 这意味着防范化解金融风险将进入“深水区”和攻坚阶段。这一次, 地产和出口似乎很难再扮演“救世主”的角色。从目前看来, 打造稳定的内循环、向科技求发展是新中央和新政府核心和迫切需求, 而未来的改革都会围绕这个中心去开展。风险提示: 毒株出现变异, 疫情蔓延形式超预期恶化、疫情反复出行意愿恢复不及预期、居民消费意愿下滑及海外衰退幅度超预期的风险。

宏观点评 20230318: 开年首份财政“成绩单”表现如何?

1-2 月财政收支矛盾仍旧突出。2023 年 1-2 月, 全国一般公共预算收入 45642 亿元, 同比下降 1.2%; 一般公共预算支出 40898 亿元, 同比增长 7%。1-2 月财政收支差额为 4744 亿元, 相比上年同期的收支差额 7976 亿元缩小, 财政收支不平衡压力仍存。风险提示: 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。毒株出现变异, 疫情蔓延形势超预期恶化。

固收金工

固收点评 20230316: 神马转债: 尼龙 66 产业链一体化优势凸显

事件: 神马转债 (110093.SH) 于 2023 年 3 月 16 日开始网上申购。预测: 我们预计神马转债上市首日价格在 116.98~130.22 元之间, 我们预计中签率为 0.0092%。综合可比标的以及实证结果, 考虑到神马转债的债底保护性较好, 评级和规模吸引力较好, 我们预计上市首日转股溢价率在 27% 左右, 对应的上市价格在 116.98~130.22 元之间。我们预计网上中签率为 0.0092%, 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

环保设备 II 行业深度报告: 电动环卫装备爆发关键——经济性改善进行时

概述: 环卫新能源非短周期爆发, 释放受政策与经济性驱动。我们认为当前环卫新能源面临的主要变化在于 1) 政策力度加强, 财政支付改善带来的采购需求提振; 2) 电油比下降&运维成本优势凸显带来的经济性改善。推荐: 我们预计伴随着政策采购力度加强、环卫电动装备经济性改善, 环卫装备行业将迎来需求放量及盈利能力的提升, 重点关注【宇通重工】: 环卫新能源龙头弹性最大&产品力领先, 工程机械迎修复;【盈峰环境】: 环卫装备龙头新能源领跑, 装备龙头地位复制环服订单充裕;【福龙马】: 环卫新能源市占率提升, 服务占比超装备可持续。风险提示: 政策推广不及预期, 新能源渗透率不及预期, 市场竞争加剧。

双碳环保日报: 广东省印发新污染物治理工作方案, 治理机制逐步健全, 关注危废处置板块投资机会

晨会编辑 陈李

执业证书: S0600518120001

021-60197988

yjs_chenl@dwzq.com.cn

事件：两会强调绿色转型、污染防治与节能降碳，中央与地方预算资金有力支持。2023 年政府工作报告指出推动发展方式绿色转型。深入推进环境污染防治。加强城乡环境基础设施建设，持续实施重要生态系统保护和修复重大工程。推进煤炭清洁高效利用和技术研发，加快建设新型能源体系。完善支持绿色发展的政策，发展循环经济，推进资源节约集约利用，推动重点领域节能降碳，持续打好蓝天、碧水、净土保卫战。2023 年中央和地方预算草案明确，中央财政大气污染防治资金安排 330 亿元（较 2022 年+30 亿元），重点支持北方冬季清洁取暖。中央财政水污染防治资金安排 257 亿元（较 2022 年+20 亿元），主要支持长江保护修复、黄河生态保护治理、重点海域综合治理攻坚行动，做好农村黑臭水体治理试点。重点推荐：仕净科技，景津装备，赛恩斯，美埃科技，高能环境，国林科技，英科再生，三联虹普，新奥股份，天壕环境，九丰能源，宇通重工，凯美特气，路德环境，伟明环保，瀚蓝环境，绿色动力，洪城环境，天奇股份，光大环境，中国水务，百川畅银，福龙马，中再资环。建议关注：金科环境，卓越新能，山高环能，ST 龙净。风险提示：政策推广不及预期，利率超预期上升，财政支出低于预期。

推荐个股及其他点评

361 度 (01361.HK): 2022 年业绩点评: 疫情下逆势稳增, 童装+电商表现靓丽

事件：公司公布 2022 年业绩：2022 年收入 69.6 亿元/yoy+17.3%，归母净利润 7.5 亿元/yoy+24%，略超我们此前预期。盈利预测与投资评级：公司为国内领先运动服品牌，22 年在疫情扰动下营收净利保持双增，其中童装+电商快速增长、成人装各品类量价齐升、线下门店加速扩张。23 年 1 月以来（截至 3/16）成人装/童装/电商终端流水分别同比增 10%/20%/30%、折扣 7-7.2 折（疫情前为 7.5 折）、库销比在 5 左右，我们预计 23Q2 终端表现持续向好。公司预计 23 年国内市场成人装/童装门店数分别在 5400-5600 家、2200-2400 家区间（分别对应同比-1.5%~+2.2%、-3.5%~+5.3%）。近期公司被上交所纳入沪港通标的、于 3 月 13 日生效。考虑 22 年公司业绩超预期，我们将 23-24 年归母净利润从 7.52/8.31 亿元上调至 8.85/10.36 亿元、增加 25 年预测值 12.0 亿元，对应 23-25 年 PE9X/8X/7X，业绩超预期、估值较低，上调为“买入”评级。风险提示：国内消费复苏不及预期，终端库存风险。

钧达股份 (002865): 2022 年年报点评: 新技术需求旺盛, TOPCon 持续落地

事件：公司发布 2022 年报，2022 年公司实现归母净利润 7.17 亿元，同增 501%，扣非归母净利润 4.93 亿元，同增 373%，差额主要系 2022 年 6 月剥离汽车资产收益 2.15 亿元所致。盈利预测与投资评级：我们维持 2023-2024 年归母净利润预测 25/33 亿元，预计 2025 年归母净利润 38 亿元，对应 2023-2025 年同比+249%/+32%/+16%，基于公司 TOPCon 电池龙头地位，我们给予公司 2023 年 15 倍 PE，目标价 265 元，维持“买入”评级。风险提示：政策不及预期，竞争加剧。

扬州金泉 (603307): 户外露营装备代工龙头, 绑定优质客户+产能扩张成长可期

事件：全球领先的户外用品制造商。公司深耕户外装备制造二十余年，为国内最大户外装备制造厂商之一，在国内、越南共拥有四个生产基地，于

23年2月16日A股上市。盈利预测与投资评级：全球露营等户外运动高景气度有望持续，公司作为户外露营装备制造龙头，客户资源优质、募投项目产能扩张打开成长空间，有望深度绑定头部大客户实现共同成长。预计公司2022-2024年归母净利润为2.4/2.6/3.1亿元，分别同比增长140%/+9%/+17%，对应PE17/16/13倍，首次覆盖给予“增持”评级。风险提示：大客户流失风险、消费者户外运动热情消退、募投项目进度不及预期、人民币汇率波动等。

道森股份(603800)：拟投资10亿元建设高端装备制造项目，提升复合&传统铜箔设备产能

事件：子公司洪田科技与江苏省南通港闸经济开发区管委会签订投资合作协议，拟投资10亿元建设新能源高端装备制造项目，其中自有资金2-4亿元、直接或间接融资6-8亿元。盈利预测与投资评级：我们维持道森股份2022-2024年归母净利润分别为1.1、2.1和3.2亿元，当前股价对应当前动态PE分别为54、28和18倍，维持“增持”评级。风险提示：新品拓展不及预期，下游扩产不及预期。

康普化学(834033)：2022年业绩点评：全球特种表面活性剂龙头实力强劲，业绩略超预期

事件：2022年公司实现营收3.5亿元，同比增长55.44%；归母净利1.0亿元，同比增长104.22%，扣非归母净利同比增长108.35%。盈利预测与投资评级：基于公司在金属萃取剂的细分龙头地位显著且湿法冶金替代传统火法发展前景良好，我们调整公司2023-2024EPS预测值为1.4/2.1元（前值为1.4/1.9元），新增2025年预测值EPS3.3元，对应PE分别为20/13/9倍，维持“买入”评级。风险提示：产品技术迭代风险；原材料价格波动导致毛利率波动风险；募投项目实施风险；汇率波动风险等。

福耀玻璃(600660)：2022年年报点评：Q4利润同比+49%，单车ASP持续提升

事件：2022年全年实现营收280.99亿元，同比+19.05%，归母净利润47.56亿元，同比+51.16%。盈利预测与投资评级：考虑2023年上游成本依然高位&下游价格战影响，我们小幅下调福耀2023~2024年盈利预测，由54/64亿元下调至50/60亿元，2025年为71亿元，分别同比+5%/+19%/+20%，对应PE分别为18/15/12倍，维持福耀玻璃“买入”评级。风险提示：能源价格波动超预期；海外市场生产恢复节奏低于预期。

中直股份(600038)：2022年年报点评：产品结构调整致业绩短期承压，重大资产重组促高质量发展

事件：2023年3月16日，公司发布2022年报，2022年营收194.73亿元，同比减少10.63%，归母净利润3.87亿元，同比减少57.61%。盈利预测与投资评级：基于十四五期间军工行业高景气，并考虑公司在国内直升机产业龙头地位，我们预计2023-2025年归母净利润分别为8.94/11.46/13.89亿元；对应PE分别为30/23/19倍，维持“买入”评级。风险提示：1)下游需求及订单波动；2)公司盈利不及预期；3)市场系统性风险。

中航重机(600765)：2022年年报点评：Q4扣非同增109%，看好锻造龙头一体化发展

事件：2023年3月15日，公司公布2022年年报，实现营业收入105.70亿元，同比增长20.25%；归母净利润12.02亿元，同比增长34.93%。盈

利预测与投资评级：考虑到公司在锻造领域的龙头地位，我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 16.06/20.14/25.23 亿元，对应 EPS 分别为 1.09 元、1.37 元及 1.71 元，对应 PE 分别为 23/18/15 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：1) 下游需求及订单波动；2) 公司盈利不及预期；3) 市场系统性风险。

江航装备（688586）：2022 年年报点评：业绩保持稳定，“人机环”上市平台将深度受益于集团改革增效

事件：公司于 2022 年 3 月 15 日发布了年度报告，公司 2022 年营收 11.15 亿元，同比增长 16.96%；归母净利润 2.44 亿元，同比增长 5.55%。盈利预测与投资评级：基于十四五期间军工行业高景气，并考虑公司在航空产业链的核心地位，我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 3.14/3.86/4.69 亿元；对应 PE 分别为 32/26/22 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：1) 下游需求及订单波动；2) 公司盈利不及预期；3) 市场系统性风险。

宏观策略

宏观点评 20230318: 金融工委 2.0, 这次有何不同?

时隔 35 年, 中央金融工作委员会重现, 这意味着防范化解金融风险将进入“深水区”和攻坚阶段。与此前公布的国务院机构改革方案相比, 本周印发的《党和国家机构改革方案》对于金融决策和监管体系“大刀阔斧”的改革无疑意义深远, 其中中央金融工作委员会(简称“金融工委”)的成立备受瞩目, 与 1998 至 2003 年相比, 这一次在机构设置上更加完备、管理范围更加广泛, 但不变的是两次金融工委的成立都意味着化解金融风险进入了攻坚阶段, 这也意味着中国经济增长模式的转变将变得更加迫切。无独有偶, 两次金融工委的成立都面临着相似的宏观背景——重大冲击下国家政策发力, 导致金融风险积聚。1997 年金融危机之后, 中国出口在 1998 年 0 增长, 宏观政策积极发力: 财政上加大基建投资, 计划规模相当于 1998 年 GDP 的 2.5%, 资金主要来自于特别国债(6600 亿元)+银行贷款+地方财政。货币政策加大宽松, 1998 年三次降息, 金融机构贷款增速达 20%, 商业银行不良贷款风险上升。2020 年新冠疫情爆发, 中国经济正常节奏被打断, 疫情之后中国内需方面先靠地产(2020 年至 2021 年初), 后靠基建(2022 年), 实体经济宏观杠杆率从 2019 年的 246% 大涨至 2022 年的 273%, 房地产、中小银行、地方隐性债务的风险若隐若现。在相似的宏观背景下, 2023 年版的金融工委有何不同? 首先在机构设置上, 2023 年版金融工委更加注重与顶层设计相结合。本次党中央机构改革中特地设置了中央金融委员会(简称“金融委”), 并入之前的国务院金融发展稳定委员会, 加强党对金融工作的统一领导, 负责金融稳定和发展的顶层设计、把握大政方向。在此基础上, 更加注重政策落实和监管的金融工委和金融委办公室合署办公。金融委办公室和金融工委的架构可能类似于中央纪委和国家监委(如图 2 和 3)。在同一处所办公, 同时保留各自的组织编制, 在人员上则有很大程度的重合, 这样有利于统一、精简机构效能, 更好地勾联金融政策的设计和落实, 也有利于加强各部门对金融监管工作的协调开展, 强化金融风险防控、提高金融监管效率。其次从监管对象和工作看, 2023 年版金融工委监管的范围可能会更广。1998 年初代金融工委主要管理的对象是人民银行、证监会等金融管理机构和重要银行, 而 35 年后中国金融系统的复杂性呈现指数性提高, 管理对象也势必更加广泛, 可能包括各类地方性银行、非银金融机构、金融集团甚至部分城投平台。不过, 管理工作的内容和机制可能大同小异——从党建工作入手, 管理各类金融机构党组织的政治、思想、组织和作风纪律问题。核心在于保证金融体系的垂直领导体制, 例如 1998 年的金融工委集中了主要金融机构的重要人事权, 使其能有效监督全国金融体系: 各金融机构党委书记、副书记和党员列入中央管理, 各金融机构的省级分支机构、派出机构和直属单位主要负责人的任免须征得中央金融工委的同意。由此可见, 中央对于地方金融的监管势必将加大力度。结合此前国务院机构改革中“建立以中央金融管理部门地方派出机构为主的地方金融监管体制”的内容, 压实各方责任, 防止形成区域性、系统性金融风险的工作势必会加速和加大力度。第三, 从宏观上要解决的问题上看, 与 1998 年不同, 当前金融工委的成立可能主要是加强房地产、地方隐性债务风险等问题的治理和化解, 防范宏观杠杆率大幅上涨、刺激政策逐步退潮过程中可能出现的银行不良风险。1998 年金融工委: 降低银行不良贷款, 加强金融监管, 防止地方政府

干预。1997年亚洲金融危机促使中国加快金融部门的改革，重心就是减少金融体系中的体量庞大的不良贷款（根据施华强（2005）的研究，1998至1999年国有商业银行不良贷款率一度超过40%），主要政策措施包括：（1）取消信贷指标；（2）引进以风险为基础的贷款分类体系；（3）通过发行特别国债充实国有银行的资本金；（4）加强金融监管，防止地方政府出于投资冲动、干预地方金融机构。金融工委之后，1999年4月起，信达、华融、长城、东方三家资产管理公司相继成立，着力处理银行不良信贷资产。2023年金融工委，当前的主要工作可能是协调金融系统解决好地产相关的烂尾、金融扩散问题，以及进入深水区的地产隐性债务问题，后者在2020年疫情爆发后有所加剧。而往中长期看，疫情之后中国的金融扩张的速度远快于经济增速，一旦刺激政策逐步退出，金融系统的压力和风险很可能会显现，防范于未然也将是金融工委的重要任务。这对于经济和市场这意味着什么？短期内可能有利于房地产的复苏，但未来几年投资增速可能会下降，带来经济增长中枢下移的压力。金融工委加强了全国金融系统的统一和协调，有助于从整体层面去促进地方烂尾和保交楼问题的解决，这可能会有利于地产施工和销售的复苏。但是压实地方隐性债务风险、依靠政策性金融工具的支持政策对于基建和项目投资来说并不可持续，固定资产投资的增速很可能在未来明显降温，而这对于经济增速并不是什么好消息。上一次，我们通过地产和出口走出了阶段性的增长困境，这一次靠什么？20世纪90年代下半叶，中国也面临着经济中枢不断下滑的境地，1998年住房制度改革、商业银行开办住房抵押贷款等业务开启了新一轮地产投资周期；2001年在接受苛刻条件的情况下，中国最终加入了WTO，打开了海外市场。这一次，地产和出口似乎很难再扮演“救世主”的角色。从目前看来，打造稳定的内循环、向科技求发展是新中央和新政府核心和迫切需求，而未来的改革都会围绕这个中心去开展。风险提示：毒株出现变异，疫情蔓延形式超预期恶化、疫情反复出行意愿恢复不及预期、居民消费意愿下滑及海外衰退幅度超预期的风险。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

宏观点评 20230318：开年首份财政“成绩单”表现如何？

1-2月财政收支矛盾仍旧突出。2023年1-2月，全国一般公共预算收入45642亿元，同比下降1.2%；一般公共预算支出40898亿元，同比增长7%。1-2月财政收支差额为4744亿元，相比上年同期的收支差额7976亿元缩小，财政收支不平衡压力仍存。一般公共预算收入：结构不佳，收入质量下降。从第一本账收入端来看，一般公共预算收入同比增速录得-1.2%，远低于往年同期水平，原因可能系2021年末缓税入库至2022年年初，因此基数较高。1-2月公共财政预算收入完成序时进度的21%，较往年而言进度节奏适中，财政收入靠前发力并不明显。具体来说，1-2月国家财政主要依靠非税收入增收。税收收入和非税收入当月同比增速分别达-3.4%和15.6%，前者拖累公共财政收入3个百分点；而后的快速增长主要得益于地方多渠道盘活闲置资产，不过由于非税收入占比较低，仅拉动公共财政收入增长1.8个百分点。目前看来财政收入结构不佳，财政收入质量有所下降。四大主要税种中企业税和消费税分化明显。以税种结构来说，四大主要税种中唯有企业所得税表现略佳，同比增长11.4%（上年12月为8.8%），增速略有加快，显示市场主体状况开始进一步好转。个人所得税增速虽略有改善，录得-4.0%（上年12月为-5.7%），但依旧为负增长。增值税收入增速也在放缓，1-2月增速达6.3%（上年12月为14.86%），这或与进一步放宽增值税小规模纳税人免税标准有关。四

大主要税种中表现最差的是消费税，增速从 63.5%降低至-18.4%，尽管 1-2 月社零同比数据有所改善，但消费税增速的大幅降低证明消费复苏并未出现“报复性”复苏。除四大税种以外的其他税种也同样对财政收入端施压。与四大税种表现相似，其他主要税种也在制约着财政收入的扩张，其中外贸相关税收、证券交易印花税以及车辆购置税拖累最为明显。具体来说，包括进口货物增值税和消费税、出口货物退税和关税在内的外贸相关税种共对税收收入拖累 3.1 个百分点，这与免征因滞销、退货等原因退运进境商品的进口关税以及进口环节增值税、消费税相关，其中出口退税增长 9.7%说明国家仍在有力支持外贸出口的平稳发展。1-2 月主要税种中负增长最严重的为证券交易印花税，其同比增速为-61.7%，拖累税收收入增幅 1.1 个百分点，意味着现在市场成交量大幅萎缩，市场流动性较差。此外，受新能源汽车补贴政策退坡、汽车销售下降的影响，车辆购置税增速依旧为负，录得-32.8%、拖累税收增速 0.5 个百分点。

一般公共财政支出：持续向民生倾斜，但基建也开始发力。财政支出保持较高强度，1-2 月一般公共预算支出同比增速录得 7.0%，完成年度预算的 14.9%。从支出结构来看，1-2 月公共财政支出仍主要面对民生领域，其中教育、社会保障和就业、卫生健康支出同比增速分别达 1.4%、9.8%、23.3%。不过，基建类支出也开始发力，农林水事务支出增速由负转正，从上年 12 月的-7.1%升高至 11.4%。随着疫情防控政策的优化，预计未来用于民生相关支出的强度或将适当下降，转而投向基建等拉动经济增长的领域。

政府性基金收入：卖地收入负增长使政府性基金收入低迷。1-2 月政府性基金收入同比增速录得-24.0%，低于近几年同期增速。受楼市仍旧清冷等因素的影响，1-2 月国有土地使用权出让收入降幅高达-29.0%，使第二本账收入端表现不佳。预计土地出让收入的实际复苏时点可能要延迟到 2023 年下半年，目前政府还本付息压力仍存。专项债发行进度慢于去年，但是并未影响基建端的发力。1-2 月政府性基金支出同比增速录得-11.0%，远低于 2022 年同期的 27.9%。从专项债的发行进度来看，今年前两个月地方政府新增专项债发行规模为 8269.4 亿元，为全年限额的 21.8%，慢于 2022 年的 24.0%，但是由于今年节后项目开工恢复速度较快，基建的增速并未落下。

风险提示：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。毒株出现变异，疫情蔓延形势超预期恶化。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

固收金工

固收点评 20230316：神马转债：尼龙 66 产业链一体化优势凸显

事件 神马转债（110093.SH）于 2023 年 3 月 16 日开始网上申购：总发行规模为 30.00 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于建设尼龙化工产业配套氢氨项目，年产 24 万吨双酚 A 项目和补充流动资金及偿还银行贷款。当前债底估值为 91.4 元，YTM 为 1.84%。神马转债存续期为 6 年，远东资信评估有限公司资信评级为 AA+/AAA，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.20%、0.40%、0.80%、1.20%、1.80%、2.00%，公司到期赎回价格为票面面值的 107.00%（含最后一期利息），以 6 年 AAA 中债企业债到期收益率 3.40%（2023-03-13）计算，纯债价值为 91.40 元，纯债对应的 YTM 为 1.84%，债底保护较好。当前转换平价为 97.26 元，平价溢价率为 2.82%。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 2023 年 09 月 22 日至 2029 年 03 月 15 日。初始转

股价 8.38 元/股，正股神马股份 3 月 13 日的收盘价为 8.15 元，对应的转换平价为 97.26 元，平价溢价率为 2.82%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 25.53%。下修条款为“15/30，80%”，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 8.38 元计算，转债发行 30.00 亿元对总股本稀释率为 25.53%，对流通盘的稀释率为 33.39%，对股本有一定的摊薄压力。

观点 我们预计神马转债上市首日价格在 116.98~130.22 元之间，我们预计中签率为 0.0092%。综合可比标的以及实证结果，考虑到神马转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力较好，我们预计上市首日转股溢价率在 27% 左右，对应的上市价格在 116.98~130.22 元之间。我们预计网上中签率为 0.0092%，建议积极申购。

神马实业股份有限公司主要从事尼龙 66 工业丝、帘子布、切片、己二酸等产品的生产与销售，下游主要为轮胎、汽车等行业。公司在产业结构上横跨尼龙化工、化纤两大行业，是国内尼龙 66 行业中少数具备规模化生产能力和上游原材料一体化生产能力的市场龙头企业。2017 年以来公司营收波动增长，2017-2021 年复合增速为 5.85%。自 2017 年以来，公司营业收入总体呈现波动增长态势，同比增长率 V 型波动，2017-2021 年复合增速为 5.85%。2021 年，公司实现营业收入 134.15 亿元，同比增加 50.53%。与此同时，归母净利润也浮动较大，2017-2021 年复合增速为 137.74%。2021 年实现归母净利润 21.44 亿元，同比增加 478.56%。公司开展业务较广，细分项目较多，营业构成变化较大，主营业务占比逐步升高。主营业务收入主要由尼龙 66 帘子布、工业丝、切片、精己二酸收入构成。2019 年-2021 年公司主营业务收入占总收入的比例分别为 66%、84% 和 82%。2017 年-2021 年，公司销售净利率和毛利率波动上涨，期间费用率稳定下降。2017 年-2021 年，公司销售净利率分别为 1.22%、8.64%、3.89%、4.29% 和 16.13%，销售毛利率分别为 7.94%、14.17%、8.96%、17.38% 和 29.75%。2019-2021 年公司期间费用率分别为 13.17%、12.66% 和 10.76%。

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

环保设备 II 行业深度报告：电动环卫装备爆发关键——经济性改善进行时

投资要点 环卫新能源非短周期爆发，释放受政策与经济性驱动。我们认为当前环卫新能源面临的主要变化在于 1) 政策力度加强，财政支付改善带来的采购需求提振；2) 电油比下降&运维成本优势凸显带来的经济性改善。

政策力度加强： 公共领域车辆全面电动化试点启动。目标 2023-2025 年试点城市公交、出租、环卫、邮政快递、城市物流配送领域力争达到 80%，分类制定推广目标，加大财政支持力度。

经济性改善： 电油比降至 2.1 倍左右，电动环卫车经济性缩短至 5 年平价。经测算，当前电动环卫车 LCC 为传统车的 80.50%，较 2020 年下降 9pct，电动环卫车与传统环卫车的平价节点由运行期第 7 年缩至第 5 年，关键变化在于电油比自 2.5 倍下降自 2.1 倍，且油价上行拉开电油车的能源成本。但目前电动环卫车经济性与公交车仍有差距，我们测算当前纯电动公交全生命周期现金流 3 年实现平价，新能源替代内生驱动较环卫车更强。经济性为行业爆发关键，推动降本者为王。过去两年电动环卫车的降本来自制造成本的下降及毛利率的合理

回归，我们判断 2022 年电池价格较 2020 年上涨 40% 的同时其他原材料成本保持下降趋势，整体制造成本基本持平，同时新能源环卫车毛利率自 40% 回归至 30% 左右水平，从而实现电油比的下降。未来随着锂价回归电池降本，电车经济性&渗透率提升可期。我们对电动环卫装备经济性进行敏感性分析，假设维持当前 30% 毛利率水平不变，当电动环卫装备电油比降至 1.7 时，平价节点有望缩短至运营期第 3 年，与公交车平价节点相当，电动化经济性驱动力显著增强，行业有望迎来放量节点。环卫电动渗透率仅 5.94% 开始提速，提升空间大。根据交强险数据，2022 年环卫车合计销售 81951 辆，同降 18.95%，环卫新能源逆势增长持续放量，2022 年环卫新能源车销量 4867 辆，同增 22.84%，新能源环卫装备渗透率从 2016 年的 1.25% 提升至 2022 年的 5.94%，2022 年渗透率同升 2.02pct 开始提速。当前渗透率与 80% 的渗透目标仍有较大差距，且公共领域公交车、出租车已完成较高渗透率，环卫新能源市场空间释放值得期待。环卫新能源五十倍成长，十年替代助力实现 2030 年碳达峰。我们预计十年市场分两阶段释放，2030 年渗透率达 80%：稳定渗透期（2020-2025 年）：碳减排政策加码&内生经济性提升驱动力增强，新能源渗透率 2020 年 3.31% 提升至 2025 年 15%，2025 年新能源环卫车销量 2.74 万辆，是 2020 年销量的 7 倍，2020-2025 销量 CAGR 为 48%。25 年新能源环卫市场空间 139 亿，2020-2025 年 CAGR 为 41%。快速爆发期（2025-2030 年）：经济性优势现拐点&环卫市场化全面铺开快速放量，渗透率从 2025 年 15% 迅速提至 2030 年 80%，2030 年新能源环卫车销量 19.13 万辆，是 2020 年销量的 50 倍，2025-2030 销量 CAGR 为 47%。2030 年新能源环卫市场空间 971 亿，2025-2030 年 CAGR 为 47%。环卫新能源 CR3 超 65%，盈峰环境&宇通重工双寡头。2016-2022 年环卫车 CR3/CR6 约 40%/50%；环卫新能源格局更集中，2022 年新能源 CR3/CR6 达 65.21%/77.28%，同升 10.82/7.46pct，盈峰环境&宇通重工合计份额近 60%，分别达 29.28%/28.77%。重点推荐：我们预计伴随着政策采购力度加强、环卫电动装备经济性改善，环卫装备行业将迎来需求放量及盈利能力的提升，重点关注【宇通重工】：环卫新能源龙头弹性最大&产品力领先，工程机械迎修复；【盈峰环境】：环卫装备龙头新能源领跑，装备龙头地位复制环服订单充裕；【福龙马】：环卫新能源市占率提升，服务占比超装备可持续。风险提示：政策推广不及预期，新能源渗透率不及预期，市场竞争加剧。

（证券分析师：袁理 证券分析师：赵梦妮 研究助理：陈孜文）

双碳环保日报：广东省印发新污染物治理工作方案，治理机制逐步健全，关注危废处置板块投资机会

投资要点 重点推荐：仕净科技，景津装备，赛恩斯，美埃科技，高能环境，国林科技，英科再生，三联虹普，新奥股份，天壕环境，九丰能源，宇通重工，凯美特气，路德环境，伟明环保，瀚蓝环境，绿色动力，洪城环境，天奇股份，光大环境，中国水务，百川畅银，福龙马，中再资环。建议关注：金科环境，卓越新能，山高环能，ST 龙净。全国碳市场碳排放配额（CEA）行情：2023 年 3 月 16 日，CEA 涨跌幅+0.00%；收盘价 56.00 元/吨；成交量 500 吨；成交额 28,000.00 元。两会强调绿色转型、污染防治与节能降碳，中央与地方预算资金有力支持。2023 年政府工作报告指出推动发展方式绿色转型。深入推进环境污染防治。加强城乡环境基础设施建设，持续实施重要生态系统保护和修复重大工程。推进煤炭清洁高效利用和技术研发，加快建设新型能源体系。完善支持绿色发展的政策，发展循环经

济，推进资源节约集约利用，推动重点领域节能降碳，持续打好蓝天、碧水、净土保卫战。2023年中央和地方预算草案明确，中央财政大气污染防治资金安排330亿元（较2022年+30亿元），重点支持北方冬季清洁取暖。中央财政水污染防治资金安排257亿元（较2022年+20亿元），主要支持长江保护修复、黄河生态保护治理、重点海域综合治理攻坚行动，做好农村黑臭水体治理试点。水资源稀缺价值提升，关注政府端水价市场化&企业端技术驱动水资源再生降本。联合国近50年来规格最高的涉水专题会议将于3月22日召开，聚焦清洁饮水和可持续发展。我国生活饮用水新国标将于4月1日起实施，部分指标限值提高，供水品质提升。关注政府端水价市场化，企业端技术驱动水价值提升。建议关注污废水资源化切入光伏【金科环境】，重点推荐重金属废水处理回用【赛恩斯】，净水臭氧设备【国林科技】。关注泛半导体等环保设备+再生资源+天然气+环卫电动化赛道投资机会。（1）技术驱动设备龙头：继续推荐产业链安全中的环境技术价值。①光伏配套重点推荐【仕净科技】光伏制程污染防控设备龙头，成本、技术、品牌优势奠定2021年份额超75%，单位价值量5-11倍提升成长加速；水泥固碳&光伏电池片积极拓展第二成长曲线。建议关注【金科环境】水深度处理及资源化专家，膜项目实力领先。污废水资源化与光伏龙头隆基签署合作框架协议，水指标+排污指标约束下，百亿空间释放。②半导体配套重点推荐【国林科技】臭氧设备龙头，公司自研产品已实现国产替代性能基础，样机已进入清洗设备厂商稳定性测试，交付放量可期。重点推荐【美埃科技】空气净化供应商，公司洁净室产品满足半导体级生产要求，效果对标海外龙头。洁净室规模扩大，高毛利耗材业务占比上升，发展稳定性与盈利能力提升。③压滤设备：重点推荐【景津装备】全球压滤机龙头，下游新能源、砂石骨料等新兴领域促成长，配套设备+出海贡献新增长极。（2）再生资源：欧洲碳需求驱动：①生物油疫后餐饮修复&欧洲限制UCO进口，原料供应充裕，单位盈利回升。欧盟减碳目标持续升级，碳价维持高位，驱动生柴掺混比例提升，对棕榈油等原料限制下，UCOME迎替代性成长良机。建议关注【卓越新能】。②再生塑料减碳显著，欧盟强制立法要求到2025年再生PET占比不低于25%，2030年不低于30%，重点推荐【英科再生】【三联虹普】。重金属资源化：重点推荐【赛恩斯】重金属污酸、污废水治理新技术，政策驱动下游应用打开+紫金持股。危废资源化：重点推荐【高能环境】经济复苏ToB环保迎拐点+项目放量期。（3）天然气：全球气价回落，城燃毛差修复，继续看好具备核心资产的天然气公司。重点推荐【新奥股份】【天壕环境】【九丰能源】。（4）环卫电动化：政策发力启动全面电动化试点，成本压力环节经济性改善降本促量。销量空间10年50倍，22年盈峰&宇通双寡头占近60%。重点推荐【宇通重工】【福龙马】。建议关注【盈峰环境】。风险提示：政策推广不及预期，利率超预期上升，财政支出低于预期

（证券分析师：袁理 研究助理：朱自尧）

推荐个股及其他点评

361度 (01361.HK): 2022年业绩点评: 疫情下逆势稳增, 童装+电商表现靓丽

投资要点 公司公布2022年业绩: 2022年收入69.6亿元/yoy+17.3%, 归母净利润7.5亿元/yoy+24%, 略超我们此前预期。收入端增长主要来自童装+电商快速增长拉动, 利润端增幅快于收入端主因所得税率

从 21 年的 29% 降至 23.3%。成人装各品类量价齐升, 童装增长较快。2022 年成人装/童装收入分别同比+13.7%/+30.3%, 占整体收入比重分别从 2021 年的 80.0%/18.7% 变化为 77.5%/20.7%。1) 成人装: 鞋类/服装/配饰收入分别同比+12.7%/+14.0%/+39.0% (收入占比分别为 41%/35%/1.4%), 其中销量分别同比+6.2%/+5.7%/+12.3%、ASP 分别同比+6.1%/+7.9%/+23.8%, 各品类均实现了量价齐升, 疫情反复背景下量的提升来自基于新研发平台开发高品质新产品策略受到市场认可, 价的提升来自通胀导致成本增加+新产品定价较高+ASP 较高的电商业务收入占比提升。2022 年公司首次提出“碳捕捉”概念, 基于该科技推出飞燃 II、AG3 PRO 等鞋品, 2022 年 10 月 30 日跑鞋代言人李子成携“飞鹰”打破中国半程马拉松记录。2) 童装: 增长较快、占比进一步提升, 主要得益于公司顺应国家对青少年和学校体育的鼓励政策、加大投入资源和网点布局(如新增跳绳、竞速跑鞋等专业运动品类, 加速渠道布局)。线上高增, 线下保持净开店。2022 年线上/线下收入分别同比+37.3%/+12.1%、收入占比分别为 24%/76%。1) 线上: 受益于线上产品实力和运营质量提升, 2022 年公司电商业务延续快增趋势、线上收入占比同比提升 3pct 至 24%。线上销售产品以专供品为主, 注重“高性能、高颜值、有个性”设计, 与线下商品形成差异化, 同时起到协助分销商及零售商清理库存作用。2) 线下: 截至 2022 年末共 8548 家门店及销售网点(其中中国内地 7356+国际 1192 家), 国内市场成人装/童装网点分别为 5480/2288 家、较 2021 年末分别净增 210/392 家、对应同比+4%/+21%。除保持净开店外, 公司继续推动渠道升级, 22 年末成人第九代形象店占比同比提升 20.4pct 至 48.6%、童装第四代形象店占比同比提升 26.4pct 至 71.8%。净利率稳中有升、库存周转略放缓、现金流健康。1) 毛利率略降: 2022 年毛利率同比-1.2pct 至 40.5%, 主因疫情影响下公司将部分自产订单转为外包 OEM 导致生产成本有所增加。2) 费用率略降: 2022 年广告宣传费用率/员工成本费用率/研发开支费用率分别同比+1.2pct/-1.3pct/-0.4pct 至 11.4%/9.8%/3.8%, 分销经营模式使得公司在疫情扰动下保持费用率平稳。3) 净利率略增: 2022 年净利率 10.7%/同比+0.6pct, 主因 22 年末产生由境外汇款产生的预扣税开支(21 年为 6220 万元)、促所得税率同比下降 5.7pct。4) 库存周转略放缓: 2022 年存货 11.8 亿元/yoy+32.7%, 存货周转天数同比增 4 天至 90 天。5) 现金流健康: 2021 年经营活动现金流净额 3.8 亿元/yoy+2%, 截至 22 年末货币资金 38.6 亿元。盈利预测与投资评级: 公司为国内领先运动服品牌, 22 年在疫情扰动下营收净利保持双增, 其中童装+电商快速增长、成人装各品类量价齐升、线下门店加速扩张。23 年 1 月以来(截至 3/16)成人装/童装/电商终端流水分别同比增 10%/20%/30%、折扣 7-7.2 折(疫情前为 7.5 折)、库销比在 5 左右, 我们预计 23Q2 终端表现持续向好。公司预计 23 年国内市场成人装/童装门店数分别在 5400-5600 家、2200-2400 家区间(分别对应同比-1.5%~+2.2%、-3.5%~+5.3%)。近期公司被上交所纳入沪港通标的、于 3 月 13 日生效。考虑 22 年公司业绩超预期, 我们将 23-24 年归母净利润从 7.52/8.31 亿元上调至 8.85/10.36 亿元、增加 25 年预测值 12.0 亿元, 对应 23-25 年 PE9X/8X/7X, 业绩超预期、估值较低, 上调为“买入”评级。风险提示: 国内消费复苏不及预期, 终端库存风险。

(证券分析师: 李婕 证券分析师: 赵艺原)

钧达股份(002865): 2022 年年报点评: 新技术需求旺盛, TOPCon 持续落地

投资要点 事件: 公司发布 2022 年报, 2022 年公司实现归母净利润

7.17 亿元，同增 501%，扣非归母净利润 4.93 亿元，同增 373%，差额主要系 2022 年 6 月剥离汽车资产收益 2.15 亿元所致。2022 年 Q4 公司实现归母净利润 3.07 亿元，同增 412%，环增 123%，扣非归母净利润 2.98 亿元，同增 401%，环增 119%。公司 2022 年 Q4 计提费用增加，导致表观业绩低于预期，实际经营业绩符合市场预期。新技术需求旺盛、盈利有望坚挺。2022 年公司电池出货 10.7GW，同增 88%，PERC/TOPCon 分别出货 8.85/1.87GW；2022 年 Q4 公司电池出货 3.8GW，PERC/TOPCon 分别出货 2.37/1.44GW，Q4 由于组件厂去库存导致 TOPCon 出货略低于预期；考虑计提费用回冲，我们测算公司整体盈利约 0.12 元/W，环增约 4 分，其中 PERC/TOPCon 盈利分别约 0.11/0.13 元/W，单瓦盈利持续提升。展望 2023 年 Q1，我们预计公司电池出货约 4.5-5GW，其中 P 型/N 型占比各 50%，受益于 N 型电池需求旺盛，超额盈利将逐渐拉大。我们预计 2023 年公司电池出货约 30GW，其中 TOPCon 出货约 20GW，占比达 67%，受益于①2023 年 H1 大电池供应相对较紧+②2023 年 H2 新技术加速放量，公司享新技术溢价，贡献盈利弹性！TOPCon 持续落地、降本增效持续迭代！产能上，公司 TOPCon 滁州一期 8GW 在产，二期 10GW 于 2023 年 Q1 投产调试，我们预计 Q2 达产；我们预计公司淮安一期 13GW 于 2023 年 Q2 投产 Q3 满产，后续二期 13GW 在 2023 年开工建设，后续产能推进迅速！目前公司 TOPCon 量产效率达 25%以上，我们预计 2023 年导入激光 SE 后将有 0.2-0.3%的效率提升，技术进步叠加银耗降本，未来成本有望持平 PERC，盈利能力持续坚挺！盈利预测与投资评级：我们维持 2023-2024 年归母净利润预测 25/33 亿元，预计 2025 年归母净利润 38 亿元，对应 2023-2025 年同比+249%/+32%/+16%，基于公司 TOPCon 电池龙头地位，我们给予公司 2023 年 15 倍 PE，目标价 265 元，维持“买入”评级。风险提示：政策不及预期，竞争加剧。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：陈瑶 研究助理：郭亚男）

扬州金泉（603307）：户外露营装备代工龙头，绑定优质客户+产能扩张成长可期

投资要点 公司概况：全球领先的户外用品制造商。公司深耕户外装备制造二十余年，为国内最大户外装备制造厂商之一，在国内、越南共拥有四个生产基地，于 23 年 2 月 16 日 A 股上市。公司以帐篷、睡袋起家，21 年帐篷/睡袋/户外服装/背包营收占比 40%/33%/20%/4%，出口占比 98%、主要市场为北美和欧洲，客户以全球知名户外品牌为主，包括 Coleman、The North Face 等，前 6 大客户贡献公司 80% 收入，Coleman 为第一大客户。户外用品行业：景气度较高，中国为全球主要生产基地。22 年全球户外用品市场规模 230.4 亿美元，预计 23-27 年 CAGR 为 6.26%，欧美为主要市场（占比近 40%），中国起步较晚，渗透率及人均消费增长潜力较大。受益于精致露营出现以及近年疫情催化，露营热度提升，19-21 年北美露营装备市场规模 CAGR15%，其中帐篷露营为主要露营方式，21 年全球露营帐篷规模 26.5 亿美元。从行业格局看，欧美品牌历史悠久、品牌力较强，中国为全球户外用品主要生产基地、参与者众多、部分头部生产企业绑定品牌商共同发展。经营分析：21 年以来业绩高增、领跑同业。21 年以来全球露营热潮带动帐篷、睡袋需求快速增长，拉动公司业绩高增，同时受益于高毛利产品占比提升以及期间费用率改善，盈利能力逐年提升。对比户外制造相关公司，扬州金泉收入体量与同业接近，22 年营收增速最高、受益于海外露营热潮最为明显。与业务模式、出

口产品最为相似的牧高笛外销业务对比，两者定位及出口市场不同，扬州金泉主要出口美国、客户以中高端为主，牧高笛主要出口欧洲、客户多定位大众。 公司亮点：赛道高景气、客户资源优、产能大幅增长。1) 赛道优：露营行业赛道优质，疫情短期催化消除后美国参与露营人数仍较为稳定、并未出现明显回落，高景气有望延续，预计23-27年全球露营行业 CAGR 为 9%。公司作为露营装备代工龙头，占我国帐篷/睡袋出口比重不断提升，有望深度分享露营赛道景气红利。2) 客户优：绑定优质客户资源，与国际知名户外用品品牌商已建立长期稳定合作关系、其中最大客户 Coleman 为美国销量第一品牌，第二、三大客户 REI 和 The North Face 分别为美国户外知名度第五/美国&英国知名度第一，近年公司 ODM 模式占比提升显示客户认可度提高。3) 产能增：通过 IPO 项目对产线进行技改、促自有产能大幅提升，满产后帐篷/睡袋产能较 21 年有望分别增长 82%/22%。 盈利预测与投资评级：全球露营等户外运动高景气度有望持续，公司作为户外露营装备制造龙头，客户资源优质、募投项目产能扩张打开成长空间，有望深度绑定头部大客户实现共同成长。预计公司 2022-2024 年归母净利润为 2.4/2.6/3.1 亿元，分别同比增长 140%/+9%/+17%，对应 PE 为 17/16/13 倍，首次覆盖给予“增持”评级。 风险提示：大客户流失风险、消费者户外运动热情消退、募投项目进度不及预期、人民币汇率波动等。

(证券分析师：李婕 证券分析师：赵艺原)

道森股份 (603800)：拟投资 10 亿元建设高端装备制造项目，提升复合&传统铜箔设备产能

事件：子公司洪田科技与江苏省南通港闸经济开发区管委会签订投资合作协议，拟投资 10 亿元建设新能源高端装备制造项目，其中自有资金 2-4 亿元、直接或间接融资 6-8 亿元。 投资要点 依托真空技术平台化布局，提升复合&传统铜箔设备产能：此次项目建设年产真空磁控溅射设备 100 套、真空蒸镀设备 100 套、复合铜箔一体机成套设备 100 套，其中真空磁控溅射和真空蒸镀设备下游应用广泛，公司依托真空平台化技术布局光伏、泛半导体等多领域，复合铜箔一体机有望落地后快速放量；此外传统电解铜箔设备产能进一步提升，拟扩建锂电生箔机成套设备 200 套、阳极板 6000 套、辊筒 6000 支，缓解产能瓶颈，提升公司市场占有率。 传统铜箔设备订单旺盛，夯实业绩基本盘：目前洪田科技订单饱满，已排至 2024 年；产能方面阴极辊 2022 年底约 300 台产能，阴极辊的生产设备—旋压机已到位，2023 年 3 月底试生产，2023Q2 开始产量逐步提升，预计 2023 年达到 600 台产能；预计 2023 年生箔机产能 800-1000 台套，出货量为产能的 80% 左右；阳极板产能 2000 台套，出货量 1000 台套。铜箔行业仍处于高速增长期，主要系相较于电池厂的资本开支，铜箔相对滞后，2022 年铜箔新扩 40 万吨左右，按照 1GWh 700 吨铜箔，则 1 万吨铜箔对应 14GWh，40 万吨即为 560GWh。我们预计 2023 年新增扩产约 30-50 万吨，后续道森依托产能扩张&铜箔减薄趋势下的技术领先，市场份额会进一步提升。目前市场主流厚度是 6 微米，4.5 微米已经达到 10+% 的渗透率，道森的设备已能稳定生产 3.5 微米铜箔。 复合铜箔逐步产业化，子公司洪田科技磁控溅射一体机即将发布：随着复合铜箔技术成熟，渗透率有望逐步提升，目前公司研发的复合铜箔一体机生产设备研发项目进展顺利，正在与部分意向客户沟通相关技术细节，第一台复合铜箔生产设备计划于今年一季度正式推出。 盈利预测与投资评级：我们维持道森股份 2022-2024 年归母净利润分别为 1.1、2.1 和 3.2 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 54、28 和 18 倍，维持“增

持”评级。风险提示：新品拓展不及预期，下游扩产不及预期。

(证券分析师：周尔双 研究助理：刘晓旭)

康普化学(834033): 2022年业绩点评: 全球特种表面活性剂龙头实力强劲, 业绩略超预期

投资要点 事件: 2022年公司实现营收3.5亿元, 同比增长55.44%; 归母净利1.0亿元, 同比增长104.22%, 扣非归母净利同比增长108.35%。业绩: 业绩受疫情影响、高温限电情况下稳步提升, 略超预期。公司2022年实现营收3.5亿元(yoy+55.44%), 归母净利1.0亿元(yoy+104.22%), 虽受疫情及限电影响, 公司业绩稳步提升, 公司2022年毛利率38.57%, 同比提升3.64pct。1)分产品来看, 金属萃取剂稳健增长, 酸雾抑制剂由于基数较低增速迅猛。2022年萃取剂及其它特种表面活性剂营收3.2亿元(yoy+47.9%), 酸雾抑制剂营收2753万元(yoy+302.8%)。2)分区域来看, 由于部分境外客户采用国内子公司采购境内收入显著提升。2022年境外收入1.8亿元(yoy-7.2%), 境内收入1.7亿元(yoy+454.9%)。3)量价角度来看, 公司上调部分产品价格抵消原材料上涨压力, 同时采用连续蒸馏新工艺突破产量瓶颈, 提高产量, 降低制造成本。同时公司募投项目“年产2万吨特种表面活性剂项目”已投入建设, 预计2023年Q3建成, 后续有望打开产量想象空间。费率: 整体费用率控制良好, 净利率显著大幅提升。公司费用率整体控制良好, 2022年销售费用率/管理费用率/研发费用率分别0.7%/3.4%/3.3%, 同比-0.5%/+0.2%/-0.2pct, 管理费用增加主要由于公司筹备北交所上市中介服务费增加导致, 预计后续仍有下降空间。2022年公司净利率为29.7%(yoy+7.1pct)。展望: 全球龙头实力强劲, 降本增效有望迎来亮眼表现。公司作为国际知名特种表面活性剂制造商, 铜萃取剂产品比肩国际, 市占率全球第三、中国第一, 未来中性预测下2025、2030年铜萃取剂公司市占率预计为27%及26%, 公司作为唯一供应商的酸雾萃取剂有望成为公司增长第二曲线, 同时2022年12月公司与董禾商贸签订1.5亿元重大销售合同, 具有重大战略意义, 保障公司未来订单成长性, 伴随公司拥有全球最全化学原料供应链成本优势凸显、客户合作多年业绩有望迎来亮眼表现。盈利预测与投资评级: 基于公司在金属萃取剂的细分龙头地位显著且湿法冶金替代传统火法发展前景良好, 我们调整公司2023-2024EPS预测值为1.4/2.1元(前值为1.4/1.9元), 新增2025年预测值EPS3.3元, 对应PE分别为20/13/9倍, 维持“买入”评级。风险提示: 产品技术迭代风险; 原材料价格波动导致毛利率波动风险; 募投项目实施风险; 汇率波动风险等。

(证券分析师: 刘博 证券分析师: 唐亚辉)

福耀玻璃(600660): 2022年年报点评: Q4利润同比+49%, 单车ASP持续提升

投资要点 公告要点: 2022年全年实现营收280.99亿元, 同比+19.05%, 归母净利润47.56亿元, 同比+51.16%。2022Q4公司实现营业收入76.59亿元, 同环比+18.74%/+1.62%, 归母净利润8.18亿元, 同环比+48.70%/-46.12%, 扣非后归母净利润8.51亿元, 同环比+94.59%/-43.35%。Q4业绩处于业绩预告下限, 略低于我们预期。Q4利润同比+49%, 略低于我们预期, 主要系上游成本影响毛利率表现。1)营收角度: 单车ASP提升超我们预期, 产品结构持续改善。2022Q4全球汽车产量2156万辆, 同环比分别+2.31%/-0.49%, 国内乘用车产量645万辆, 同环比分别-3.08%/-2.73%, 福耀营收表现明显好于行业整体, 市场份额以及单车ASP呈现持续快速提升趋势。2)毛利率角度, 福耀Q4毛利率环比下滑, 主要系成本因素影响所致。2022Q4能

源（天然气）成本环比依然处于高位，2022 年全年汽车玻璃能源成本同比+18.26%，同比涨价绝对值 4.15 亿元，影响毛利率同比-1.48pct；另外 2022 年纯碱成本同比涨价 1.84 亿元，影响毛利率同比-0.65pct，Q4 纯碱成本边际下滑幅度较小。3）费用率角度，公司 Q4 销售/管理/研发费用率 5.09%/7.77%/4.67%，合计环比 2022Q3 提升 0.14pct，财务费用率-0.21%，环比+7.2pct，主要系 Q4 人民币相对升值，2022Q3 人民币贬值带来大额汇兑收益。4）海外市场方面，2022 年全年美国子公司实现营收/净利润分别 45.72/3.45 亿元，净利率 7.55%，低于福耀全球平均水平 16.93%；欧洲 FYSAM 子公司持续推进客户结构优化，减亏趋势明确。展望未来，公司深耕汽车玻璃，持续推进产品量价齐升，稳健向好。长期来看，1）积极拓展“一片玻璃”边界，整合车身多产品，单车 ASP 持续提升：公司加强对玻璃智能、集成趋势的研究，持续推进铝饰件业务，提升单车价值量，2）全球份额保持提升趋势，福耀有望以高质量&高性价比抢占海外市场竞品企业更多的份额，实现全球市占率进一步提升。短期方面，2023 年海运费下行，能源成本以及纯碱价格下降可期，公司毛利率有望环比不断改善。盈利预测与投资评级：考虑 2023 年上游成本依然高位&下游价格战影响，我们小幅下调福耀 2023~2024 年盈利预测，由 54/64 亿元下调至 50/60 亿元，2025 年为 71 亿元，分别同比+5%/+19%/+20%，对应 PE 分别为 18/15/12 倍，维持福耀玻璃“买入”评级。风险提示：能源价格波动超预期；海外市场生产恢复节奏低于预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：杨惠冰）

中直股份（600038）：2022 年年报点评：产品结构调整致业绩短期承压，重大资产重组促高质量发展

事件：2023 年 3 月 16 日，公司发布 2022 年报，2022 年营收 194.73 亿元，同比减少 10.63%，归母净利润 3.87 亿元，同比减少 57.61%。投资要点 2022 年产品结构调整业绩短期承压，2023 年关联交易大增体现市场信心。2022 年受产品结构调整以及部分产品订单减少的影响，公司营收及利润均出现同比下滑，2022 年公司实现营收 194.73 亿元，同比减少 10.63%，归母净利润 3.87 亿元，同比减少 57.61%，扣非净利润 3.43 亿元，同比减少 62.06%。分季度来看，公司 2022 年第四季度相比于前三季度利润亏损有所收窄，表明产品结构调整可能接近尾声。公司 2023 年日常关联交易预计额度 854 亿元，较 2022 年关联交易额调整后额度增长 57%，其中关联销售（361 亿元，增加 51%）和关联采购（335 亿元，增加 108%），表明 2023 年下游产业链需求旺盛，直升机订单快速放量，公司明年业绩预期乐观。整合两大集团优质直升机总装资产，打造直升机上市公司旗舰。公司拟发行股份购买昌飞集团 100%、哈飞集团 100%的股权，交易后，昌飞集团、哈飞集团成为公司的全资子公司。整合后，有利于中直股份做精做强主业，实现资产板块归属清晰，将资产向优势企业集中，打造我国直升机上市公司旗舰平台。军机需求预期向好，军民用直升机龙头持续发展。据 WAF2023 显示，2022 年我国军用直升机约 995 架；同年美国军用直升机总量约 5850 架，中美之间相比仍有较大差距。2023 年我国军费预算 15537 亿元，同比增长 7.2%，军工行业高景气，下游军机快速放量，“十四五”规划中国家大力推进国防军工“国产化”，以公司的直 20 为代表的 10 吨级军用直升机采购预期向好。同时，民用方面，根据航空工业发展研究中心预测，预计到 2027 年我国民用直升机规模达 3500 架，目前国内以进口机型为主，未来国产替代将成大趋势，以公司重点产品 AC352 为代表的国产民用直升机未来有望持续放量。公司作为国产直升机的唯一供应商，整合后在直升机领域的龙头地位

将进一步巩固。盈利预测与投资评级：基于十四五期间军工行业高景气，并考虑公司在国内直升机产业龙头地位，我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 8.94 (-0.57) /11.46 (-1.38) /13.89 亿元；对应 PE 分别为 30/23/19 倍，维持“买入”评级。风险提示：1) 下游需求及订单波动；2) 公司盈利不及预期；3) 市场系统性风险。

(证券分析师：苏立赞 证券分析师：钱佳兴 研究助理：许牧)

中航重机 (600765): 2022 年年报点评: Q4 扣非同增 109%, 看好锻造龙头一体化发展

事件: 2023 年 3 月 15 日, 公司公布 2022 年年报, 实现营业收入 105.70 亿元, 同比增长 20.25%; 归母净利润 12.02 亿元, 同比增长 34.93%。投资要点 2022Q4 扣非净利润大幅增长 108.73%。2022 年公司营收 105.70 亿元, 锻造产业实现 85.84 亿元, 同比增长 28.19%; 液压环控产业实现营业收入 19.86 亿元, 其中航空业务实现 13.52 亿元, 同比增长 17.35%。公司全年归母净利润 12.02 亿元, 同比增长 34.93%, 扣非净利润 11.86 亿元, 增长 63.88%, 其中 2022 年 Q4 公司扣非净利润 2.79 亿元, 同比增长 108.73%, 2022 年公司毛利率 29.24% (+0.91pct), 净利率 12.59% (+1.59pct), 净资产收益率 12.19% (+1.14pct), 盈利能力持续提升。收购南山铝业, 纵向一体化延伸。公司纵向一体化延伸, 联营企业中航上大具备国际先进特种冶炼能力, 是我国高温高性能合金、高品质特种不锈钢主要供应商; 2023 年 1 月 11 日公司发布公告, 收购南山铝业锻造子公司 80% 股权, 将大幅提升公司大型模锻件生产能力, 巩固市场龙头地位, 同时向下拓展机加工业务, 为公司盈利注入新动力。募投项目逐步投产。“民用航空环形锻件生产线建设项目”, “国家重点装备关键液压基础件配套生产能力建设项目”, “军民两用航空高效热交换器及集成生产能力建设项目”已于 2022 年 12 月投入使用, 已实现千万级年度正收益; “西安新区先进锻造产业基地建设项目”预计 2023 年 12 月投入使用。民用业务增长迅速, 有力增厚公司业绩。公司为罗罗、IHI、ITP、GE 等国际知名企业配套航发锻件, 为波音、空客配套飞机锻件, 随着民航订单逐步复苏, 航空零部件转包市场规模的不断增长, 锻件等零部件需求不断上升, 公司将发挥高校生产优势, 提升外贸转包业务业绩和国际竞争力。同时, 公司是国产大飞机 C919 锻件核心供应商, 随着飞机取证和量产节点将至, 未来成长空间有望进一步打开。盈利预测与投资评级: 考虑到公司在锻造领域的龙头地位, 我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 16.06/20.14/25.23 亿元, 对应 EPS 分别为 1.09 元、1.37 元及 1.71 元, 对应 PE 分别为 23/18/15 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。风险提示: 1) 下游需求及订单波动; 2) 公司盈利不及预期; 3) 市场系统性风险。

(证券分析师：苏立赞 证券分析师：钱佳兴 研究助理：许牧)

江航装备 (688586): 2022 年年报点评: 业绩保持稳定, “人机环”上市平台将深度受益于集团改革增效

事件: 公司于 2022 年 3 月 15 日发布了年度报告, 公司 2022 年营收 11.15 亿元, 同比增长 16.96%; 归母净利润 2.44 亿元, 同比增长 5.55%。投资要点 市场机遇推动营收利润高速增长, 生产规模及订单交付速度稳步提升。公司是国内唯一的航空氧气系统及机载油箱惰化防护系统专业化研发制造基地, 也是国内最大的飞机副油箱及国内领先的特种制冷设备制造商。2022 年公司实现营收 11.15 亿元, 同比增长 16.96%; 归母净利润 2.44 亿元, 同比增长 5.55%, 主要源于收入规模

增长及政府补助增加等因素；毛利率 40.23%，同比下降 3.38pct，系主要产品收入下降及材料成本上升所致。截至 2022 年末，公司存货为 7.00 亿，同比增长 2.11%，表明公司生产规模进一步扩大，订单交付速度有望增加。积极参与大型民机装备配套研制工作，新研项目订单取得新突破。2022 年公司积极参与商飞创新谷项目，成立联合研发中心并开展相关专业民机产品的研制工作，为多个项目配套机载燃油箱惰化防护系统、供氧系统、氧气浓缩器等产品，如 C919、CRJ929 等。除此之外敏感元件业务占据航空发动机新市场领域，新研发产品 15 项，并且以多元化系列产品助力神舟系列成功飞天。公司在民用航空方面为满足对旧型号的替换，已于 2022 年 9 月取得 PMA 增项适航证件。2022 年公司航空产品实现收入 7.30 亿元，同比增长 21.88%，占营业收入 65.50%。制冷领域着力开拓新市场，业务范围覆盖全军种。公司在国内特种制冷装备领域占据领先地位，2022 年中标某武器环控系统项目、陆军方舱空调集中采购项目、3000 吨油船、救助拖船等项目，已实现空军、陆军、海军、火箭军等全军种覆盖，并通过军用技术成果转化发展民用特种制冷设备。2022 年公司全年特种制冷业务实现收入 2.47 亿元，占营业收入 22.15%，同比增长 6.61%。中航机载“人机环”专业上市平台，深度受益于集团改革增效。公司系中航机载“人机环”专业上市平台，截至 2022 年底，尚有集团同专业优质资产在上市公司体外，在国企改革的推动下，公司有望深度收益。盈利预测与投资评级：基于十四五期间军工行业高景气，并考虑公司在航空产业链的核心地位，我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 3.13/3.85/4.68 亿元；对应 PE 分别为 32/26/22 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：1) 下游需求及订单波动；2) 公司盈利不及预期；3) 市场系统性风险。

(证券分析师：苏立赞 证券分析师：钱佳兴 研究助理：许牧)

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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

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>