

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-03-21

宏观策略

2023年03月21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。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。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 月财政收支矛盾依旧突出。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

固收周报 20230320: 反脆弱: 转债溢价率为负的思考

总结来说, 可转债溢价率为负数并不一定意味着其投资价值低, 需要投资者充分了解公司的基本面和转债的情况, 认真分析转债的价值, 谨慎投资, 建立合理的风险管理机制, 充分考虑风险收益比, 以提高投资决策的准确性和精准性。2023 年, 国内外总需求不稳定、不确定, 市场在经济复苏、政策宽松的节预期上仍存分歧, 结果是行业沉浮、板块轮动加快, 清晰市场主线的孵化需要更多数据复苏以验证。在变化莫测的市场环境中, 短期内中观下沉微观的“择业——择券”策略有一定风险, 把握“低价+低溢价率+小规模”的线索下探微观择券或更合意。新债组合推荐: 冠盛转债、天 23 转债、睿创转债、精锻转债、精测转 2。3 月十大金债组合推荐: 东风转债、博 22 转债、寿 22 转债、拓斯转债、博杰转债、宏川转债、道通转债、小熊转债、盛虹转债、华友转债。风险提示: (1) 流动性收紧; (2) 权益市场大幅调整; (3) 地缘政治危机影响。(4) 行业政策调控超预期。

固收点评 20230320: 春 23 转债: 结构件模组领域的领先企业

事件: 春 23 转债(113667.SH)于 2023 年 3 月 17 日开始网上申购: 总发行规模为 5.70 亿元, 扣除发行费用后的募集资金净额用于年产 500 万套汽车电子镁铝结构件项目和补充流动资金。预测: 我们预计春 23 转债上市首日价格在 111.63~124.36 元之间, 我们预计中签率为 0.0020%。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

晨会编辑 陈李

执业证书: S0600518120001

021-60197988

yjs_chenl@dwzq.com.cn

成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

固收周报 20230319：地产库存去化走到哪一步？

2023年1-2月经济数据公布，显示房地产市场有所修复。从库存角度观察，能否支撑房地产的回暖？房地产尚未实现出清，仍然存在一定的去化压力，我们预计在低基数效应下，全年房地产投资累计同比将恢复到0值附近。在经济弱复苏和资金利率围绕政策利率中枢波动的背景下，利率走势难以破局，仍将在2.9%附近波动。美国2月CPI基本符合预期，但核心CPI环比有所反弹，3月加息预期怎么看？我们预计联储3月将加息25bp，并且存在不加息的可能性，对本轮加息终点的预期降至5.0-5.5%。但若本次风险事件能够妥善解决，美联储仍将坚定压低通胀，则我们预计降息时点或不会较快开启，联储或将于今年年末或明年开启降息。风险提示：变种病毒超预期传播、宏观经济增速不及预期、全球“再通胀”超预期、地缘风险超预期。

固收点评 20230318：平煤转债：低硫优质主焦煤主要供应商

事件：平煤转债（113066.SH）于2023年3月16日开始网上申购：总发行规模为29.00亿元。预测：我们预计平煤转债上市首日价格在110.91~123.57元之间，我们预计中签率为0.0088%。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。

固收点评 20230318：二级资本债周度数据跟踪（20230313-20230317）

观点 一级市场发行与存量情况：本周（20230313-20230317）无新发二级资本债。截至2023年3月17日，二级资本债存量余额达34,578亿元，较上周末（20230310）减少10亿元。二级市场成交情况：本周（20230313-20230317）二级资本债周成交量合计约1,459亿元，较上周减少175亿元，成交量前三个券分别为21建设银行二级01（54.11亿元）、18农业银行二级01（41.98亿元）、21邮储银行二级01（41.4亿元）。风险提示：Choice、Wind信息更新延迟；数据披露不全。

固收点评 20230318：绿色债券周度数据跟踪（20230313-20230317）

观点 一级市场发行情况：本周（20230313-20230317）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券17只，合计发行规模约87.61亿元，较上周减少20.43亿元。发行年限以5年及以下中短期为主；发行人性质以中央国有企业和地方国有企业为主；主体评级以AA、AA+和AAA为主。发行人地域以广东省、山东省、湖北省、江苏省、上海市、安徽省、天津市、福建省和境外为主。发行债券种类为公司债、中期票据、汽车金融公司债、资产支持票据、券商专项资产管理和超短期融资券。二级市场成交情况：本周（20230313-20230317）绿色债券周成交额合计250亿元，较上周减少13亿元。分债券种类来看，成交量前三为非金公司信用债、金融机构债和利率债，分别为131亿元、64亿元和41亿元。分发行期限来看，3Y以下绿色债券成交量最高，占比约72.68%，市场热度持续。分发行主体行业来看，成交量前三的行业为金融、公用事业和建筑，分别为158亿元、93亿元和21亿元。分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、广东省和上海市，分别为163亿元、87亿元和23亿元。风险提示：Choice信息更新延迟；数据披露不全。

固收点评 20230317：超前降准能否带来债券机会？

事件：2023年3月27日，中国人民银行决定于2023年3月27日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金

融机构)。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为 7.6%。
 观点：降准时点超前，但幅度在预期内。此次降准主要目的在于以长换短，鼓励银行投放信贷以支持实体经济，预计后续总量型货币政策的出台将趋于谨慎，结构型货币政策工具仍是重心。我们预计此次降准不会引起债市的波动，交易性和趋势性机会均难出现。对于短端利率而言，资金利率围绕政策利率波动成为新常态，央行调节公开市场操作量和此次降准均有实现此目标的意味。对于长端利率而言，我们再次强调上半年均是前期政策红利和经济内生修复的观察期，数据验证点在二季度末，届时利率或出现上行，带来配置机会。 风险提示：经济恢复情况不及预期；国内外货币/财政政策超预期调整。

行业

虚拟电厂系列深度二：虚拟电厂是电力物联网的升级，推荐智能电网设备、软硬件板块

电网核心矛盾：尖峰负荷而非发电装机 为何我国约 26 亿千瓦的发电装机却无法解决约 13 亿的尖峰负荷缺电问题？随着新能源装机规模的提高，用电的核心矛盾也从发电装机转向尖峰负荷，重视解决解决尖峰负荷的核心技术的产业链发展机会。复盘电网电源投资周期：2023-2025 年电网大投资势在必行。 建议关注：国电南瑞、南网能源、威胜信息、东方电子、泽宇智能、安科瑞等 风险提示：我国分布式光伏、配电网投资不及预期；我国电力现货市场交易进度不及预期；政策风险等。

国防军工行业跟踪周报：美在华周边制造事端与高层访俄，军工结构性行情下信息化板块持续活跃

考虑军费增速超预期，外交与军事博弈升级，从主题向基本面切换的需求，建议关注核心赛道，具体有三个条线：1) 军工集团下属标的的兼顾改革增效可挖掘的点：中航西飞、中航沈飞、江航装备、中航高科；2) 新订单、新概念、新动量：中无人机、航天电子、康拓红外、中天火箭、华如科技；3) 其他值得关注方向：船舶板块(中船防务、中国海防)。 风险提示：成飞借壳审批风险、业绩不及预期风险、改革不及预期风险。

电力设备行业跟踪周报：绿氢项目明显增加，碳酸锂和硅料价格下行

电气设备 8936 下跌 5.9%，表现弱于大盘。本周(3月13日-3月17日，下同)发电及电网涨 1.57%，核电涨 0.47%，新能源汽车跌 3.54%，风电跌 4.17%，锂电池跌 4.24%，电气设备跌 5.9%，光伏跌 8.17%。涨幅前五为晓程科技、华光股份、中国西电、麦迪电气、国网信通；跌幅前五为阳光电源、捷佳伟创、杭可科技、华自科技、中科电气。 风险提示：投资增速下滑，政策不及市场预期，价格竞争超市场预期。

商贸零售行业跟踪周报：粮食安全是重中之重——厦门象屿农业产业链如何助力粮食生产？

粮食安全一直是一个事关国计民生的核心点，而在农民、政府之外，企业也是粮食产业链中保障粮食安全的一个角色。厦门象屿是国内粮食供应链龙头企业之一，在多个方面维系粮食供应链稳定安全。公司 2013 年全面介入粮食产业链以来，已经形成集种肥服务、农业种植、粮食收储、物流服务、原粮供应、粮食加工、农业金融于一体的产业链布局，2021 年农产品经营量超 1400 万吨，收入 440 亿元。就粮食安全问题而言：① 公司是国储粮收购领域的一个重要公司，2021 年完成国储收购、烘干、仓储、出库各环节业务量 731 万吨；② 公司也为下游重点用粮企业供粮，

保障供给稳定性，公司下游客户包括温氏股份、双胞胎、海大集团、益海嘉里等大型企业。推荐标的：厦门象屿等。建议关注：厦门国贸等。风险提示：行业渗透率增速不及预期，行业竞争加剧，宏观经济周期等。

建筑材料行业跟踪周报：地产数据持续回暖

周观点：1-2月狭义基建投资同比维持高增长(+9%)，水泥(-0.6%)和钢铁(+5.6%)产量同比增速也回到了22年下半年的正常区间。地产数据持续回暖，销售(-3.6%)和竣工(+8.0%)面积同比增速均大幅改善，但地产企业到位资金仍同比下滑15%。从高频数据来看，积压需求释放对3月之前的数据有正面影响，因此中期地产回暖强度仍需观察，销售对拿地和新开工的传导能力仍需观察，尤其是民营地产主体的存量风险尚未完全出清。短期微观层面，消费建材，定制家居和厨电的数据反映出疫情复苏。工程建材的数据反映出需求复苏基建>市政>地产，而供给侧出清持续推动龙头企业的增长，保交楼仍无法明确预期。推荐坚朗五金、东方雨虹、伟星新材、兔宝宝、科顺股份、北新建材、凯伦股份、东鹏控股、蒙娜丽莎、垒知集团，建议关注三棵树、中国联塑、苏博特、公元股份等。风险提示：疫情超预期、地产信用风险失控、政策定力超预期。

汽车行业跟踪周报：3月第二周上险量环比-11%

莫过度焦虑“价格战”，自主汽车产业链崛起依然是长期主旋律。1. 短期汽车板块调整核心原因：近期关于油车相关品牌的大幅降价报道信息造成市场对汽车价格战的焦虑。油车品牌的降价背后或因：1) 前期特斯拉带领的新能源汽车降价的传导影响；2) 油车国六B排放标准即将实施导致对国六A库存车的影响。2. 2023年汽车关键词是【以价换量】。从近10年汽车历史可比角度看，2018-2019年从现象维度看有些许类似【车企不断降价】，但背景差异较大：1) 2023年汽车总量需求曲线是复苏的，2018-2019年是持续下行(尤其是2016-2017年高度透支后)。2) 中国汽车产业的未来美好前景这轮是清晰且有信心的，2018-2019年是非常模糊的。3. 坚定信心！依然看好新能源汽车带动中国汽车产业链全球崛起之路。整车板块重视优秀自主品牌长期崛起力量【比亚迪/理想/长城/吉利/AITO等为代表】。零部件板块重视：1) 特斯拉培养出的一批未来或具备全球竞争力企业【拓普集团/旭升集团/新泉股份等为代表】，2) 油车时代已经证明过长周期成长能力【福耀/星宇为代表】。3) 智能化产业链自主成长力量【德赛/华阳为代表】。风险提示：芯片短缺影响超出预期，乘用车产销低于预期。

建筑装饰行业跟踪周报：基建投资高景气，基本面和估值共振，继续推荐建筑央企和国际板块

建筑行业基本面共振向上，估值有多重催化因素，我们建议从以下几个方向关注建筑板块的投资机会：(1) 建筑央企估值重估机会值得重视：建议关注中国交建、中国中铁、中国铁建、中国建筑、中国电建等。(2) “一带一路”方向：建议关注国际工程板块，个股建议关注中工国际、北方国际、中材国际、中钢国际等。(3) 需求结构有亮点，新业务增量开拓下的投资机会：推荐铝模板租赁服务商志特新材；建议关注装配式建筑方向的鸿路钢构、华阳国际；新能源业务转型和增量开拓的中国电建、中国能建等；建议关注布局光伏EPC和运营业务的标的，精工钢构、森特股份等。(4) 建工检测板块：推荐垒知集团、建科股份，建议关注

国检集团。风险提示：疫情超预期、地产信用风险失控、政策定力超预期、国企改革进展低于预期等。

非金融行业跟踪周报 20230313~20230319：短期关注三大主题，长期仍最看好财富管理

降准有望带来金融板块的估值提升：降准对于支持实体经济发展，降低地产及平台等系统性风险边际上都是有益的。我们整体上对今年的经济修复和资本市场表现都保持积极的态度，这也得到和很多微观和中观调研结论的支撑，比如保费数据疫后的持续改善，基建信贷的快速扩张等。因此我们看好整个显著低估的金融板块。同时在弱预期的背景下，财富管理在中期超预期的概率较大，全年看业绩改善的确定性很高，长期看也是一个长坡厚雪的赛道，因此我们仍然最看好。具体标的而言，财富管理我们首推行业龙头【东方财富】，保险板块首推【中国太保】，银行板块首推【苏州银行】。风险提示：1) 宏观经济不及预期；2) 政策趋紧抑制行业创新；3) 市场竞争加剧。

海外点评报告：互联网公司拐点将至，建议低位布局恒生科技指数

分子端业绩拐点已至，未来环比有望持续恢复。建议投资者可以低位布局恒生科技指数标的，短期来看恒生科技指数受到美国经济复苏和互联网短期复苏不及预期影响，但其基本面恢复的方向是确定的，今年互联网公司整体将保持有质量的发展。未来 联储一旦放缓加息预期，也将会为恒生科技指数带来较大的弹性。我们继续看好恒生科技指数，并推荐美团-W、快手-W、腾讯控股、阿里巴巴-SW、百度集团-SW 等互联网标的。风险提示：美国通货膨胀超预期；国内经济复苏不及预期。

石油石化行业跟踪周报：大炼化周报：原油价格大跌，光伏 EVA 价格挺势走高

截至 2023 年 03 月 17 日，6 家民营大炼化公司近一周股价涨跌幅：新凤鸣（环比-1.86%）、恒力石化（环比-4.79%）、桐昆股份（环比-5.94%）恒逸石化（环比-6.34%）、荣盛石化（环比-9.09%）、东方盛虹（环比-9.51%）。近一月涨跌幅为恒逸石化（环比-3.83%）、恒力石化（环比-7.12%）、桐昆股份（环比-9.63%）、新凤鸣（环比-9.89%）、东方盛虹（环比-11.47%）、荣盛石化（环比-14.56%）。风险提示：1) 大炼化装置投产，达产进度不及预期。2) 宏观经济增速严重下滑，导致需求端严重不振。3) 地缘政治以及厄尔尼诺现象对油价出现大幅度的干扰。4) PX-PTA-PET 产业链产能的重大变动。

石油石化行业跟踪周报：原油周报：美国硅谷银行倒闭，欧美原油期货恐慌性暴跌

【油价回顾】本周国际原油走跌，同时原油变化率由正转负，消息面利空指向，本周汽柴油价格较上周走跌。【油价观点】预计 2023 年油价仍然高位运行：供给端：紧张。需求端：增长。【风险提示】1) 地缘政治因素对油价出现大幅度的干扰。2) 宏观经济增速严重下滑，导致需求端严重不振。3) 新能源加大替代传统石油需求的风险。4) OPEC+联盟修改石油供应计划的风险。5) 美国解除对伊朗制裁，伊朗原油快速回归市场的风险。6) 美国对页岩油生产环保、融资等政策调整的风险。7) 全球 2050 净零排放政策调整的风险。

机械设备行业跟踪周报：重点关注半导体设备回调机会；推荐制造业回暖将明确受益的通用自动化

重点关注半导体设备回调机会；推荐制造业回暖将明确受益的通用自动

化。推荐组合：三一重工、恒立液压、晶盛机电、先导智能、迈为股份、拓荆科技、华测检测、长川科技、杰瑞股份、奥特维、柏楚电子、富创精密、芯源微、杭可科技、绿的谐波、奥普特、新莱应材、金博股份、海天精工、高测股份、至纯科技、利元亨、联赢激光、纽威数控、道森股份。风险提示：下游固定资产投资不及市场预期；行业周期性波动；疫情影响持续。

双碳环保日报：《关于进一步加强节能标准更新升级和应用实施的通知》发布，稳步提升重点用能行业能耗限额要求

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。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。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

医药生物行业跟踪周报：政策扶持中药过渡到业绩阶段，持续推荐或关注创新/高增长四小龙

本周、年初至今医药指数涨幅分别为-1.99%、0.77%，相对沪指的超额收益分别为-1.78%、-1.48%；本周医药商业、中药及化药等股价跌幅较小，医疗服务、器械及生物制品等股价跌幅较大；本周涨幅居前百利天恒(+23.15%)、国药一致(+18.39%)、桂林三金(+15.37%)，跌幅居前拱东医疗(-20.85%)、特一药业(-15.98%)、长春高新(-13.26%)。涨跌表现特点：医药板块大小市值均有所下跌，但低估值的医药商业、政策扶持力度较大的中药表现较好，医疗服务、科研服务等跌幅较大。具体配置思路：1) 创新药领域：百济神州、恒瑞医药、海思科、荣昌生物、康诺亚、泽景制药-U等；2) 中药领域：佐力药业、方盛制药、太极集团、康缘药业等；3) 耗材领域：惠泰医疗、威高骨科、新产业等；4) 低值耗材及消费医疗领域：康德莱、鱼跃医疗等；5) 科研服务领域：金斯瑞生物、药康生物、皓元医药、诺禾致源等；6) 眼科服务：华夏眼科、爱尔眼科、普瑞眼科等；7) 其它医疗服务领域：三星医疗、海吉亚医疗、固生堂等；8) 医美领域：爱美客、华东医药等；9) 其它消费：三诺生物，建议关注我武生物等；10) 血制品领域：博雅生物等。

银行业行业点评报告：超预期降准为银行信贷扩张提供弹药——317 降准点评

事件：3月17日，中国人民银行决定于2023年3月27日降低金融机构存款准备金率0.25个百分点(不含已执行5%存款准备金率的金融机构)。建议关注两条主线，一是区域发展强劲、信贷资源充足、资产质量优异的银行，关注杭州银行、江苏银行、常熟银行、成都银行、苏州银行，二是受益于房地产修复，迎来困境反转的优质银行，例如平安银行、兴业银行。风险提示：房地产销售回暖和居民消费意愿不及预期，通胀超预期。

推荐个股及其他点评

泰坦科技(688133)：产品与渠道并重，科研服务平台型领军企业

科研服务长坡厚雪，平台型企业更具优势：2015-2021年高校科研院所与

企业端科研经费投入 CAGR 分别为 11%/12%，呈稳健增长态势，我们预计其中科研试剂耗材及设备国内总体市场规模超过 2000 亿。盈利预测与投资评级：公司为国内平台型龙头企业，我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 26.3/35.6/48.0 亿元，归母净利润分别为 1.26/2.33/3.26 亿元，当前股价对应 PE 分别为 81/44/31 倍。考虑到泰坦科技经营持续向好，业绩有较大增长潜力，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：国产替代不及预期；经营性现金流风险；市场竞争加剧；业务拓展不及预期等

中国石化（600028）：业绩弹性+央企估值修复，中石化迎良机

中国石化：全球炼化龙头，一体化优势有效抵御油价波动风险。公司是世界第一大炼油公司、第二大化工公司，业务板块包括勘探与开发、炼油、化工、营销与分销。公司勘探开发板块毛利率跟随油价正向波动，炼油、化工板块毛利率跟随油价负向波动，营销及分销板块毛利率稳定在 6-7% 左右，一体化特征可较好抵御油价波动风险，在油价高度波动下仍保持相对稳定的业绩表现。盈利预测与投资评级：我们预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为 642.08、765.95 和 796.39 亿元，同比增速分别为 -9.83%、19.26%、3.98%，EPS（摊薄）分别为 0.54、0.64 和 0.66 元/股，2023 年 3 月 17 日收盘价对应的 A 股 PE 分别为 10.61、8.89 和 8.55 倍，A 股 PB 分别为 0.85、0.82 和 0.79 倍。考虑原油价格持续高位保障上游业绩，疫后经济复苏带动成品油需求反弹，2023-2024 年公司业绩增长提速，首次覆盖，给予“买入”评级。股价催化剂：国内经济复苏进程超预期；央企估值利好政策出台；油价持续高位运行；成品油出口配额增加；成品油消费税监管加强。风险提示：地缘政治风险；宏观经济波动风险；成品油需求复苏不及预期。

小鹏汽车-W（09868.HK）：Q4 促销拖累毛利，期待新车上市贡献增量

事件：小鹏汽车 2022Q4 实现营业收入 51.4 亿元，同环比分别 -39.9%/-24.7%，归母净利润 -23.6 亿元，相比 2021Q4 净利润为 -12.9 亿元，2022Q3 为 -23.8 亿元，同比亏损增大，环比基本持平。盈利预测与投资评级：考虑 2023 年整车行业竞争格局恶化，但公司持续优化内部费用管控，降本增效，我们将公司 2023~2024 年收入预测由 562/1003 亿元下调至 413/699 亿元，盈利预测由 -62/-17 亿元上调至 -52/-16 亿元，2025 年营收/利润分别预计为 992/26 亿元，对应 PE 为 20 倍，考虑公司智能化领域优势明显，长期竞争力依然强劲，维持小鹏汽车“买入”评级。风险提示：新能源汽车行业发展低于我们预期；新平台车型不及预期等。

耐世特（01316.HK）：2022 年年报点评：H2 业绩扭亏为盈，新增订单持续增长

事件：公司发布 2022 年年报，业绩符合我们预期，2022 年实现营收 38.4 亿美元，同比 +14.3%；实现归母净利润 0.58 亿美元，同比 -51.0%；毛利率 9.6%，同比 -1.26pct。盈利预测与投资评级：考虑到公司新增订单超预期，但通胀带来的大宗商品涨价超预期，我们将公司 2023/2024 年营收预测由 40.9/45.2 亿美元上调为 41.5/46.0 亿美元，2025 年为 50.4 亿美元，同比分别 +8%/+11%/+10%，2023/2024 年归母净利润由 1.24/1.61 亿美元下调为 1.07/1.27 亿美元，2025 年为 1.60 亿美元，同比分别 +85%/+19%/+25%，对应 EPS 为 0.04/0.05/0.06 美元，PE 为 14/12/10x，维持“买入”评级。风险提示：全球疫情控制进展低于预期，乘用车行业需求复苏低于预期，芯片供应短缺持续时间超出预期。

李宁（02331.HK）：22 年业绩点评：疫情影响短期业绩，23 年复苏可期

事件: 公司公布 2022 年业绩: 2022 年收入 258 亿元/yoy+14.3%, 净利润 40.64 亿元/yoy+1.3%, 受原材料成本上升及疫情冲击下折扣加深影响、毛利率同比-4.6pct 至 48.4%, 受益于费用率控制(管理费用/财务费用率降低)、净利率仅同比-2.1pct 至 15.7%。盈利预测与投资评级: 考虑 22 年业绩略低于预期、以及管理层谨慎乐观指引, 我们将 23-24 年归母净利润从 57.6/70.0 亿元下调至 48.9/59.4 亿元、增加 25 年预测值 70.9 亿元, 对应 23-25 年 PE 为 31/26/21X, 我们看好公司在健康可持续经营理念下的长期可持续增长, 市场份额有望保持提升趋势, 维持“买入”评级。风险提示: 消费复苏不及预期, 终端库存风险。

绿城管理控股 (09979.HK): 2022 年年报点评: 乘政策东风新拓强劲, 稳龙头身位业绩高增

事件: 公司发布 2022 年年报。2022 年公司实现营收 26.56 亿元, 同比增长 18.4%; 归母净利 7.45 亿元, 同比增长 31.7%, 业绩符合我们预期。盈利预测与投资评级: 绿城管理控股作为代建龙头企业, 市占率稳居行业第一。公司把握政策东风新拓强劲, 为未来业绩释放奠定基础。我们预计随着公司不断优化管理模式降本增效, 毛利率将平稳上升。我们上调其 2023/2024 年归母净利润至 9.5/12.0 亿元(前值为 9.3/11.8 亿元), 预测 2025 年利润为 14.8 亿元, 对应的 EPS 分别为 0.47/0.59 元/0.74 元, 对应 PE 分别为 13.2X/10.5X/8.5X, 维持“买入”评级。风险提示: 代建行业竞争加剧, 疫情影响项目开工及交付, 委托方及供应商风险。

东方财富 (300059): 2022 年报点评: 业绩符合预期, 长期优势不减

事件: 东方财富发布 2022 年报, 公司 2022 年实现营收 124.86 亿元, 同比-4.65%, 实现归母净利润 85.09 亿元, 同比-0.51%, 2022 年末归母净资产 651.65 亿元, 同比+47.97%, 整体符合预期。盈利预测与投资评级: 我们下修 2023-2024 年归母净利润预测至 102.15/125.69 亿元(前值分别为 110.40/140.34 亿元), 同比增速分别为 20.04%/23.05%, 对应 2023-2024 年 EPS 调整至 0.77/0.95 元; 预计 2025 年公司归母净利润将达到 156.45 亿元, 同比增速达到 24.48%, 对应 EPS 为 1.18 元。当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 26.27/21.35/17.15 倍。我们认为东方财富作为零售券商龙头, 在行业整体低迷的 2022 年展现出了良好的业绩韧性, 待市场情绪全面回升后有望进一步释放增长潜力, 维持“买入”评级。风险提示: 1) 国内市场活跃度下降; 2) 宏观经济复苏不及预期。

中航光电 (002179): 2022 年年报点评: 军民双驱动, 连接器龙头企业发展强势

事件: 2023 年 3 月 15 日, 公司发布 2022 年年报, 2022 年营业收入 158.38 亿元, 同比增长 23.09%; 归母净利润 27.17 亿元, 同比增长 36.47%。盈利预测与投资评级: 基于十四五期间军工行业高景气, 并考虑公司军用连接器市场龙头地位以及通信、新能源汽车等业务的快速发展, 我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 34.56 (+0.8) /43.27 (+1.16) /52.89 亿元; 对应 PE 分别为 25/20/16 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。

中航高科 (600862): 2022 年年报点评: 归母净利润同增 29.4%, 有望受益于集团改革增效

事件: 2023 年 3 月 16 日, 公司发布 2022 年年报, 2022 年营收为 44.46 亿元, 同比增长 16.77%, 归母净利润 7.65 亿元, 同比增长 29.4%。投资要点 归母净利润同增 29.4%, 预浸料销售持续增长。盈利预测与

投资评级：基于十四五期间军工行业高景气，并考虑公司在碳纤维产业链的核心地位，我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 10.23(-0.78)/13.09(-0.68)/16.48 亿元；对应 PE 分别为 32/25/20 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。

洪都航空 (600316): 2022 年年报点评: 营收同增 0.5%，仍然看好教练机和防务龙头未来改革增效

事件:2023 年 3 月 16 日，公司发布 2022 年年报，营收 72.51 亿元，同比增长 0.5%；归母净利润 1.41 亿元，同比增长-6.76%。盈利预测与投资评级：考虑到外部局势变化影响公司上游的供应，我们将 2023-2025 年公司归母净利润调至 1.80 (-2.81) /2.26 (-4.95) /2.71 亿元，对应 EPS 分别为 0.25 元、0.31 元及 0.38 元，对应 PE 分别为 103/82/68 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。

中航电子 (600372): 2022 年年报点评: 营收同增 14%，重组落地机载业务上市平台开启新篇章

事件：公司发布 2022 年年度报告：2022 年实现营收 111.86 亿元，同增 +13.69%；归母净利润 8.72 亿元，同增 9.17%。盈利预测与投资评级：基于十四五期间军工行业高景气，并考虑公司在航空机载业务的核心地位，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 11.44 (-1.51) /14.43 (-1.40) /17.75 亿元；对应 PE 分别为 29/23/19 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。

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

固收周报 20230320：反脆弱：转债溢价率为负的思考

总结来说，可转债溢价率为负数并不一定意味着其投资价值低，需要投资者充分了解公司的基本面和转债的情况，认真分析转债的价值，谨慎投资，建立合理的风险管理机制，充分考虑风险收益比，以提高投资决策的准确性和精准性。

周度市场回顾：本周（3 月 13 日-3 月 17 日）权益市场整体下跌，多行业收跌。两市日均成交额较上周放量约 781.26 亿元至 8844.07 亿元，周度环比回升 9.69%，北上资金全周净流入 147.81 亿元。行业方面，本周 31 申万一级行业中 11 个行业收涨，其中 4 个行业涨幅超 2%；传媒、建筑装饰、计算机、通信、电子涨幅居前，分别上涨 5.86%、5.46%、4.50%、4.25%、1.17%；电力设备、社会服务、汽车、基础化工、煤炭跌幅居前，跌幅分别达-5.90%、-2.98%、-2.96%、-2.59%、-2.58%。

转债市场整体下跌，多行业收跌。本周（03 月 13 日-03 月 17 日）中证转债指数上涨 0.05%，29 个

申万一级行业中 26 个行业收涨,其中行业涨幅超过 2%的行业共 8 个。纺织服饰、公用事业、银行、通信、非银金融涨幅居前,分别上涨 3.84%、3.39%、3.59%、3.20%、2.66%;食品饮料、石油石化、农林牧渔跌幅居前,分别下跌-1.81%、-0.38%、-0.03%。本周转债市场日均成交额大幅放量 64.27 亿元,环比变化 9.35%;成交额前十位转债分别为拓尔转债(退市)、智能转债、特一转债、蓝盾转债、多伦转债、恒锋转债、华锋转债、万兴转债、太极转债、华钰转债;周度前十转债成交额均值达 158.40 亿元,成交额首位达 352.10 亿元。从转债个券周度涨跌幅角度来看,约 39.58%的个券上涨,约 27.92%的个券涨幅在 0-1% 区间,11.67%的个券涨幅超 2%。股债市场情绪对比:本周(3 月 13 日-3 月 17 日)转债、正股市场周度加权平均涨跌幅、中位数均为负数,且相对于转债,正股周度跌幅更大。从成交额来看,本周转债市场成交额环比上升 9.35%,并位于 2022 年以来 61.00%的分位数水平;对应正股市场成交额环比增加 7.48%,位于 2022 年以来 50.80%的分位数水平;正股、转债成交额均大幅放量,相对于正股,转债成交额涨幅更大且所处分位数水平更高。从股债涨跌数量占比来看,本周约 40.00%的转债收涨,约 33.17%的正股收涨;约 67.07%的转债涨跌幅高于正股;相对于正股,转债个券能够实现的收益更高。综上所述,本周转债市场的交易情绪更优。核心观点:2023 年,国内外总需求不稳定、不确定,市场在经济复苏、政策宽松的节奏预期上仍存分歧,结果是行业沉浮、板块轮动加快,清晰市场主线的孵化需要更多数据复苏以验证。在变化叵测的市场环境中,短期内中观下沉微观的“择业——择券”策略有一定风险,把握“低价+低溢价率+小规模”的线索下探微观择券或更合意。新债组合推荐:冠盛转债、天 23 转债、睿创转债、精锻转债、精测转 2。3 月十大金债组合推荐:东风转债、博 22 转债、寿 22 转债、拓斯转债、博杰转债、宏川转债、道通转债、小熊转债、盛虹转债、华友转债。风险提示:(1)流动性收紧;(2)权益市场大幅调整;(3)地缘政治危机影响。(4)行业政策调控超预期。

(证券分析师:李勇 证券分析师:陈伯铭)

固收点评 20230320:春 23 转债:结构件模组领域的领先企业

事件 春 23 转债(113667.SH)于 2023 年 3 月 17 日开始网上申购:总发行规模为 5.70 亿元,扣除发行费用后的募集资金净额用于年产 500 万套汽车电子镁铝结构件项目和补充流动资金。当前债底估值为 82.5 元,YTM 为 3.18%。春 23 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%、2.50%,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 AA-中债企业债到期收益率 6.61%(2023-03-15)计算,纯债价值为 82.50 元,纯债对应的 YTM 为 3.18%,债底保护一般。当前转换平价为 94.33 元,平价溢价率为 6.01%。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 23 日至 2029 年 03 月 16 日。初始转股价 10.4 元/股,正股春秋电子 3 月 15 日的收盘价为 9.81 元,对应的转换平价为 94.33 元,平价溢价率为 6.01%。转债条款中规中矩,总股本稀释率为 11.10%。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 10.4 元计算,转债发行 5.70 亿元对总股本稀释率为 11.10%,对流通盘的稀释率为 11.10%,对股本有一定的摊薄压力。观点 我们预计春 23 转债上市首日价格在 111.63~124.36 元之间,我们预计中签率为 0.0020%。综合可比标的以

及实证结果，考虑到春 23 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 111.63~124.36 元之间。我们预计网上中签率为 0.0020%，建议积极申购。苏州春秋电子科技股份有限公司致力于为客户提供消费电子产品结构件模组及相关精密模具从设计、模具制造到结构件模组生产的一站式服务。公司的主营业务为消费电子产品结构件模组及相关精密模具的研发、设计、生产和销售；公司的主要产品为笔记本电脑及其他电子消费品的结构件模组及相关精密模具。2017 年以来公司营收稳步增长，2017-2021 年复合增速为 23.07%。自 2017 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“倒 V 型”波动，2017-2021 年复合增速为 23.07%。2021 年，公司实现营业收入 39.90 亿元，同比增加 11.41%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2017-2021 年复合增速为 17.61%。2021 年实现归母净利润 3.06 亿元，同比增加 24.20%。公司营业收入构成较为稳定，结构件模组和模具为主要收入来源。自 2019 年至 2021 年，结构件模组和模具收入仍是公司营业收入的主要来源，体现了公司业务结构的相对稳定。公司销售净利率和毛利率大体稳定，销售费用率略有下降，财务费用率和管理费用率有一定幅度的波动。2017-2021 年，公司销售净利率分别为 9.20%、6.12%、7.71%、6.89% 和 7.53%，销售毛利率分别为 20.71%、18.24%、19.61%、18.05% 和 15.79%。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)

固收周报 20230319：地产库存去化走到哪一步？

2023 年 1-2 月经济数据公布，显示房地产市场有所修复。从库存角度观察，能否支撑房地产的回暖？从投资方面看，2023 年 1-2 月房地产投资累计同比-5.7%，相比下 2023 年 1-12 月累计同比为-10%。从销售方面看，2 月份 70 个大中城市中，新建商品住宅和二手住宅销售价格环比上涨城市分别有 55 个和 40 个，比上月分别增加 19 个和 27 个。数据显示 2023 年开年房地产市场有所修复。由于房地产的生命周期可概括为“房屋销售→土地购置→房屋开工→施工投资”，一般将房屋销售作为开端。对于房地产市场的反弹幅度，我们可以观察房地产的去化周期，这决定了目前是否还在库存消化期，销售需求能否有效释放。库存可进一步分为狭义库存和广义库存，其中狭义库存仅考虑了已竣工的现房，而广义库存包含了已开工但尚未竣工的房屋。截至 2023 年 2 月，狭义住宅库存面积 65528 万平方米，去化周期约为 2.79 年，广义住宅库存面积 229165 万平方米，去化周期约为 2 年。从两者之间的比较而言，狭义库存去化周期大于广义库存，且自去年 10 月起上行较为明显，或与竣工的加快相关。从历史分位水平看，狭义库存去化周期处于 2008 年以来的最高位，广义库存水平处于 2008 年以来的 66% 分位数水平。综上所述，房地产尚未实现出清，仍然存在一定的去化压力，我们预计在低基数效应下，全年房地产投资累计同比将恢复到 0 值附近。在经济弱复苏和资金利率围绕政策利率中枢波动的背景下，利率走势难以破局，仍将在 2.9% 附近波动。美国 2 月 CPI 基本符合预期，但核心 CPI 环比有所反弹，3 月加息预期怎么看？(1) 美国 2 月 CPI 基本符合预期，但核心 CPI 环比有所反弹。美国 2 月 CPI 同比上涨 6.0%，低于前值 6.4%，符合市场预期；2 月 CPI 环比增速由 0.5% 小幅回落至 0.4%，与预期一致。核心 CPI 同比上涨 5.5%，略低于前值 5.6%，符合预期；核心 CPI 环比反弹至 0.5%，高于预期和前值 0.4%。(2) 能源价格及核心商品通胀为 2 月通胀回落

的主要来源。2月能源价格再次转跌，环比下降0.6%，其中汽油价格环比增速由此前的2.4%收窄至1.0%。食品价格环比增速小幅回落至0.4%。核心商品通胀在1月意外转正后，2月环比增速回落至0%，近两个月数据显示，虽然供应链压力不断缓解，但核心商品通胀仍具有一定韧性。二手车仍为带动核心CPI下行的主要动力，2月环比跌幅扩大至2.8%。(3)住房租金及薪资增速高企导致核心服务通胀仍然坚挺。2月核心服务通胀环比增速小幅反弹至0.6%，其中住房分项环比增速小幅收窄至0.7%但仍处高位，目前房地产市场的降温还未明显传导至租金。根据历史数据，租金及自有住房的等价租金滞后于CS房价18个月左右，房价在2022年年中已开始见顶回落，预计住房租金通胀将在2023年下半年回落，租金在未来几个月仍然保持韧性，是支撑核心通胀的主要原因。2月CPI基本符合预期，SVB和Signature Bank的倒闭叠加瑞士信贷问题持续发酵，目前市场恐慌情绪不断升温，我们认为未来几个月通胀仍将延续回落态势，但下行速度将逐渐放缓。美联储对于3月加息幅度的考量更关注对于金融稳定的维持，因此我们预计联储3月将加息25bp，并且存在不加息的可能性，对本轮加息终点的预期降至5.0-5.5%。但若本次风险事件能够妥善解决，美联储仍将坚定压低通胀，则我们预计降息时点或不会较快开启，联储或将于今年年末或明年开启降息。风险提示：变种病毒超预期传播、宏观经济增速不及预期、全球“再通胀”超预期、地缘风险超预期

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭 研究助理：徐沐阳 研究助理：徐津晶)

固收点评 20230318：平煤转债：低硫优质主焦煤主要供应商

事件 平煤转债(113066.SH)于2023年3月16日开始网上申购：总发行规模为29.00亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于煤矿智能化改造项目与偿还金融机构借款。当前债底估值为91.38元，YTM为1.81%。平煤转债存续期为6年，中诚信国际信用评级有限公司资信评级为AAA/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%、1.60%、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3.37%（2023-03-15）计算，纯债价值为91.38元，纯债对应的YTM为1.81%，债底保护较好。当前转换平价为93.72元，平价溢价率为6.70%。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9月22日至2029年3月15日。初始转股价11.79元/股，正股平煤股份3月15日的收盘价为11.05元，对应的转换平价为93.72元，平价溢价率为6.70%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为9.60%。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11.79元计算，转债发行29.00亿元对总股本稀释率为9.60%，对流通盘的稀释率为9.68%，对股本摊薄压力较小。观点 我们预计平煤转债上市首日价格在110.91~123.57元之间，我们预计中签率为0.0088%。综合可比标的以及实证结果，考虑到平煤转债的债底保护性良好，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110.91-123.57元之间。我们预计网上中签率为0.0088%，建议积极申购。平煤股份有限公司主营业务为煤炭开采、煤炭洗选加工，煤炭销售。下属生产单位包括十七个生产矿和三个精选煤厂。公司的煤炭品种主要有1/3焦煤、焦煤及肥煤。煤炭产品主要有动力煤和冶炼煤两大类。2017年以来公司营收稳步增长，2017-2021年复合增速为9.39%。自2017

年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率呈“V型”波动，2017-2021年复合增速为9.39%。2021年，公司实现营收296.99亿元，同比增加32.60%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2017-2021年复合增速为20.70%。2021年实现归母净利润29.22亿元，同比增加110.61%。公司的主要营收构成稳定，冶炼精煤、混煤为主要营收来源。2019-2022年1-6月，冶炼精煤收入占主营业务收入的比重为58.18%、64.00%、67.02%和72.10%。混煤收入占主营业务收入的比重为34.12%、29.70%、27.10%和22.24%。冶炼精煤业务占比呈每年递增的趋势。公司销售净利率和毛利率维稳，销售费用率下降。2017-2021年，公司销售净利率分别7.43%、4.38%、5.62%、7.27%和11.01%，销售毛利率分别为21.45%、19.81%、20.71%、27.99%和27.58%。随着煤炭行业景气度显著上升，煤炭价格不断上升，公司深入贯彻“大精煤战略”进一步优化产品结构，经济运行质量稳步提升，同时公司还在智能矿山建设、减员提效等方面做了一些工作。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)

固收点评 20230318：二级资本债周度数据跟踪 (20230313-20230317)

观点 一级市场发行与存量情况：本周(20230313-20230317)无新发二级资本债。截至2023年3月17日，二级资本债存量余额达34,578亿元，较上周末(20230310)减少10亿元。二级市场成交情况：本周(20230313-20230317)二级资本债周成交量合计约1,459亿元，较上周减少175亿元，成交量前三个券分别为21建设银行二级01(54.11亿元)、18农业银行二级01(41.98亿元)、21邮储银行二级01(41.4亿元)。分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和广东省，分别约为935亿元、146亿元和112亿元。从到期收益率角度来看，截至3月17日，5Y二级资本债中评级AAA-、AA+、AA级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-1.14BP、-2.88BP、-5.88BP；7Y二级资本债中评级AAA-、AA+、AA级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-5.63BP、-7.63BP、-10.63BP；10Y二级资本债中评级AAA-、AA+、AA级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-5.76BP、-7.82BP、-10.82BP。估值偏离%前三十位个券情况：本周(20230313-20230317)二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交幅度低于溢价成交，折价成交比例高于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为20秦皇岛银行二级01(-1.08%)、21青岛银行二级02(-0.96%)和19萧山农商二级01(-0.86%)，其余折价率均在-0.6%以内。中债隐含评级以AAA-评级为主，地域分布以北京市、上海市和浙江省居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为22济宁银行二级资本债01(1.57%)、20民泰商行二级01(0.88%)和21秦农农商二级01(0.85%)，其余溢价率均在0.7%以内。中债隐含评级以AA+评级为主，地域分布以北京市、福建省和浙江省居多。风险提示：Choice、Wind信息更新延迟；数据披露不全。

(证券分析师：李勇 研究助理：徐津晶)

固收点评 20230318：绿色债券周度数据跟踪 (20230313-20230317)

观点 一级市场发行情况：本周(20230313-20230317)银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券17只，合计发行规模约87.61亿元，较上周减少20.43亿元。发行年限以5年及以下中短期为主；发行人性质以中央国有企业和地方国有企业为主；主体评级以AA、AA+和AAA为主。发行人地域以广东省、山东省、湖北省、江苏省、上海市、安徽省、天津市、福建省和境外为主。发行债券种类为公司债、中期

票据、汽车金融公司债、资产支持票据、券商专项资产管理和超短期融资券。二级市场成交情况：本周（20230313-20230317）绿色债券周成交额合计 250 亿元，较上周减少 13 亿元。分债券种类来看，成交量前三为非金公司信用债、金融机构债和利率债，分别为 131 亿元、64 亿元和 41 亿元。分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 72.68%，市场热度持续。分发行主体行业来看，成交量前三的行业为金融、公用事业和建筑，分别为 158 亿元、93 亿元和 21 亿元。分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、广东省和上海市，分别为 163 亿元、87 亿元和 23 亿元。估值偏离%前三十个券情况：本周（20230313-20230317）绿色债券周成交均价估值偏离幅度不大，折价成交幅度和成交比例均低于溢价成交。折价个券方面，折价率前二的个券为 22TCL 集 GN002(-0.51%)和 21 新华水力 GN001(-0.23%)，其余折价率均在-0.2%以内，主体行业以金融和公用事业为主，中债隐含评级以 AAA-评级为主，地域分布以北京市、浙江省和广东省居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 22 桂林银行绿色债 01 (1.91%)、17 汴投绿色债 (0.87%)和 G20 柳控 2 (0.76%)，其余溢价率均在 0.7%以内。主体行业以金融和公用事业为主，中债隐含评级以 AAA-评级为主，地域分布以北京市、浙江省和广东省居多。风险提示：Choice 信息更新延迟；数据披露不全。

(证券分析师：李勇 研究助理：徐津晶)

固收点评 20230317：超前降准能否带来债券机会？

事件 2023 年 3 月 27 日，中国人民银行决定于 2023 年 3 月 27 日下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为 7.6%。

观点 降准时点超前，但幅度在预期内。虽然此前在“权威部门话开局”发布会中，易纲行长表示用降准的办法来提供长期的流动性是一种比较有效的方法，但同时也表明从 2018 年以来 14 次降准将加权平均存款准备金率从 14.9% 降至不到 8%，后续政策空间有限，因此不能算作是降准的预告。相比之下，2021 年以来的 4 次降准都在当周的国常会或公开演讲中有所预告，从该角度来说，此次降准时点超预期。但考虑到降准为银行资产负债表扩张之下释放流动性的操作，去年的时间间隔在半年，今年开年以来的信贷投放强劲，银行资金压力较大，同业存单发行利率攀升，此次提前进行降准操作也在情理之中。幅度方面，我们预计后续降准幅度由 50BP 下降至 25BP 将成为常态，由于降准空间有限，缩减每一次降准的幅度可以令宽松政策实施的频率变大，在合适的时机释放维稳信号。与此前公告不同的是，本次央行并未明确释放的流动性规模，我们认为无需过度解读，能够释放多少长期资金与缴准时的金融机构存款余额有关，公告中数字也是一个大约数。降准释放的资金可通过（金融机构存款余额-非银金融机构存款余额-财政存款）*降准幅度进行计算，截至 2023 年 1 月，金融机构存款余额为 2641525.42 亿元，非银存款余额为 255747.52 亿元，财政存款为 56839.9 亿元，计算得出释放流动性约 5800 亿元。此次降准主要目的在于以长换短，鼓励银行投放信贷以支持实体经济，预计后续总量型货币政策的出台将趋于谨慎，结构型货币政策工具仍是重心。由于降准可减少银行需上缴的法定存款准备金规模，相较于 OMO 和 MLF，是更加长期的流动性，一方面可以稳定预期和资金利率，减少资本市场的波动，更重要的在于减缓银行的资金压力，令其服务实体经济的能力提升，包括令房企获得更多的开发贷款支持和个人获取按揭贷款等，缓释风险的同时助推全年经济目标的完成。对于后续的政策空间，央行此前和此次在降准公告中多次提出“发挥

货币政策工具的总量和结构双重功能”，预计后续的政策手段将以结构型为主，总量型的货币政策工具在上半年难再现。此次降准已经有效补充了银行流动性，短期内不会出现紧张情况。降息释放的宽松意味更强，对于实体经济的支持力度更大，目前我国经济复苏态势良好，为防范可能存在的风险，需要保留政策空间，因此降息在短期内也不会落地。相较之下，结构型货币政策工具在总量型货币政策保证了“量的合理增长”外，还有助于实现“质的有效提升”，在降准降息空间有限的情况下，将是长期的发展方向。 债市观点：我们预计此次降准不会引起债市的波动，交易性和趋势性机会均难出现。对于短端利率而言，资金利率围绕政策利率波动成为新常态，央行调节公开市场操作量和此次降准均有实现此目标的意味。对于长端利率而言，我们再次强调上半年均是前期政策红利和经济内生修复的观察期，数据验证点在二季度末，届时利率或出现上行，带来配置机会。 风险提示：经济恢复情况不及预期；国内外货币/财政政策超预期调整。

（证券分析师：李勇 研究助理：徐沐阳）

行业

虚拟电厂系列深度二：虚拟电厂是电力物联网的升级，推荐智能电网设备、软硬件板块

电网核心矛盾：尖峰负荷而非发电装机 为何我国约 26 亿千瓦的发电装机却无法解决约 13 亿的尖峰负荷缺电问题？随着新能源装机规模的提高，用电的核心矛盾也从发电装机转向尖峰负荷，重视解决解决尖峰负荷的核心技术的产业链发展机会。 复盘电网电源投资周期：2023-2025 年电网大投资势在必行 （1）复盘 2009-2022 年电源、电网投资完成额，在 2011-2018 年期间，电源投资、电网投资的增长具有一致性，而进入 2019 年，在碳中和的大背景下，我国电源侧新能源发电进入大投资阶段，2019-2022 年期间风电光伏迎来了大发展，而电网投资尚未跟上，这也是 2019 年以来电荒现象频发的根本原因，因此我们预计为满足风电光伏的消纳，2023-2025 年为电网大投资阶段。 （2）复盘 2009-2022 年电网设备行业表现，电网设备板块在 2010、2015、2022 年超额收益显著，而电网投资增速也在 2011 年、2016 年迎来增速高增，分别滞后超额收益一年，我们预计 2023/2024 年电网投资完成额复合增速超 10%，因此我们预计 2023 年电网设备板块有望实现较可观超额收益。 经济性：虚拟电厂是解决电网负荷的最具经济性选项之一 根据国家电网的测算，通过火电厂实现电力系统削峰填谷，满足 5%的峰值负荷需要投资 4000 亿，而通过虚拟电厂仅需投资 500-600 亿元，虚拟电厂的成本仅为火电厂的 1/8-1/7。 虚拟电厂的核心是“聚合”和“通信”，重视电力物联网通信技术升级、软件云升级带来的投资机会 虚拟电厂是一种先进的区域性电能集中管理模式，功能在于聚合多分布式能源参与电力市场运行。虚拟电厂是利用物联网和先进通信技术，聚合分布式电源、储能、可调负荷等各类分布式资源形成的电源协调管理系统。 建议关注：国电南瑞、南网能源、威胜信息、东方电子、泽宇智能、安科瑞等 风险提示：我国分布式光伏、配电网投资不及预期；我国电力现货市场交易进度不及预期；政策风险等

（证券分析师：刘博 证券分析师：唐亚辉）

国防军工行业跟踪周报：美在华周边制造事端与高层访俄，军工结构性行情下信息化板块持续活跃

投资要点 上周行业走势情况 上周军工（申万）全周涨跌幅为

-2.31%，行业涨幅排名位居第 26/30 位。细分板块中，仍以军工信息化为代表的新域新质方向为结构性的强势所在，核心赛道依然在等待后期人事更迭与中期调整带来的订单变化。上周几个重点事项中美、俄乌是全球性高密度博弈的两条主线。上周围绕中美、俄乌，形成了全球性的高密度政治军事博弈。美国持续在中国周边制造事端，中国回应以促成沙伊和解以及最高层访俄，中美之间博弈的频度和强度有所抬升，按照时间顺序简列如下：1) 3 月 13 日美韩举行规模时远远超历年的自由盾牌联合军演；美国、英国和澳洲三国签订长达 17 年的针对中国的核潜艇合作计划；2) 3 月 14 日美国参议院正式承认所谓的“麦克马洪线”是中印边界线；美国两架 F22 现身菲律宾并拟炮击黄岩岛靶船；洪都拉斯寻求与中国正式建立外交关系，并断绝与台湾的所谓“外交关系”；3) 3 月 15 日美国 MQ-9 无人机在黑海被俄拦截后失控坠机，中国派 052D 导弹驱逐舰参演中俄伊三国海上联合军事演习；4) 3 月 16 日北约两国波兰和斯洛伐克决定紧急向乌克兰援助 MIG29 战机；5) 3 月 17 日中国领导人宣布访俄；6) 3 月 19 日美韩空军举行空中联合军演；朝鲜宣布，面对美国威胁，单日朝鲜有 80 万人报名参军或复队，并向半岛东部海域发射弹道导弹。中国领导人宣布访俄：3 月 17 日，中国外交部宣布，应俄总统普京邀请中国领导人将于 3 月 20 日对俄罗斯进行国事访问。俄乌冲突将成为这次会晤中的重点议题，部分西方媒体臆测中方将向俄罗斯“提供军援”，并且要帮助俄罗斯规避制裁。中俄合作有利于促进世界发展，中方不停在俄乌各方来回斡旋，是在为劝和促谈发挥建设性作用。主题风格主导，信息化板块持续强势：近期市场计算机、通信等行业表现较强，军工信息化板块持续受到带动，延续前期强势。从相关涨幅居前个股分析来看，均为处于底部、机构持仓少、业绩一般的标的，核心逻辑均为新概念的催化。与此相对，核心赛道上游白马标的，包括原材料、元器件、零部件板块中多个机构重仓标的，本周调整幅度较大，市场走出了有业绩不如有故事的风格。人事更迭与中期调整：当前时点，在军费增速超预期背景下，展望军工行业后续，有两点变化预期。一是两会之后军兵种和战区某些领导人事调整换届后，前期某些延迟下达的装备大订单也会释放；二是今年是十四五中期调整年份，调整的方向依然是对首战即用的装备，进行作战效能的提升以及成本的不断优化，在恰当的性价比之下进行提速扩量。关注标的考虑军费增速超预期，外交与军事博弈升级，从主题向基本面切换的需求，建议关注核心赛道，具体有三个条线：1) 军工集团下属标的兼顾改革增效可挖掘的点：中航西飞、中航沈飞、中航装备、中航高科；2) 新订单、新概念、新动量：中无人机、航天电子、康拓红外、中天火箭、华如科技；3) 其他值得关注方向：船舶板块（中船防务、中国海防）。风险提示：成飞借壳审批风险、业绩不及预期风险、改革不及预期风险。

(证券分析师：苏立赞 证券分析师：钱佳兴 研究助理：许牧)

电力设备行业跟踪周报：绿氢项目明显增加，碳酸锂和硅料价格下行
投资要点 电气设备 8936 下跌 5.9%，表现弱于大盘。本周（3 月 13 日-3 月 17 日，下同）发电及电网涨 1.57%，核电涨 0.47%，新能源汽车跌 3.54%，风电跌 4.17%，锂电池跌 4.24%，电气设备跌 5.9%，光伏跌 8.17%。涨幅前五为晓程科技、华光股份、中国西电、麦迪电气、国网信通；跌幅前五为阳光电源、捷佳伟创、杭可科技、华自科技、中科电气。行业层面：储能：全国：2023 年国民经济和社会发展计划草案全文发布，发展储能产业，推进抽水蓄能电站建设；山东：两

年新增储能装机 3GW；广西：发改委重点支持风电、光伏、电化学储能等新能源头部企业落地；北京：不得用梯次利用电池，征集十四五新型储能电站拟建项目；希腊：能源监管局批准 36 个储能项。电动车：美国、欧盟：同意启动电动汽车关键矿物谈判；欧盟发布关键原材料法案，减少稀土和锂、钴等资源对外依赖；美国州政府将拨 5.85 亿美元支持三家电池工厂，宁德时代、国轩高科参与；特斯拉计划将柏林工厂年产能翻倍，达 100 万辆；宁德时代与北汽集团签署战略合作协议；宁德时代与福建省高速公路集团签署重卡换电项目合作协议；比亚迪与英国 Octopus EV 签署 5000 台电动车采购协议；吉利汽车全国推购置税减半限时补贴政策，最高 3 万元；现代汽车集团：将在 2025 年前在韩国投资 63.1 万亿韩元用于电动化转型和新技术研发；哪吒汽车推出保价政策，哪吒 S 起售价降至 17.98 万；蔚来 ET5 将于 4 月 12 日在丹麦正式上市；极氪 001 限时购车免费权益，应和降价潮给予至高 8 万元权益；长江有色金属钴 31.1 万元/吨，本周-2.2%；MB 钴（低级）16.6 美元/磅，本周+2.2%；MB 钴（高级）18.13 美元/磅，本周+2.1%；上海金属网镍 18.31 万元/吨，本周-1.2%；长江有色金属锰 1.65 万元/吨，本周-1.2%；SMM 金属锂 235 万元/吨，本周-6.0%；百川工业级碳酸锂 26.6 万元/吨，本周-14.2%；百川电池级碳酸锂 31.50 万元/吨，本周-10.0%；国产氢氧化锂 38.5 万元/吨，本周-4.7%；百川铁锂电解液 3.8 万元/吨，本周-7.3%；三元 523 型前驱体 9.55 万元/吨，本周+1.1%；硫酸镍 3.85 万元/吨，本周-1.3%；SMM 锰酸锂动力正极 8.95 万元/吨，本周-8.2%；三元 523 单晶型 23.5 万元/吨，本周-8.6%，人造石墨中端负极 4.4 万元/吨，本周环比持平；百川湿法隔膜 1.35 元/平，本周环比持平；SMM 方形铁锂电池 0.78 元/wh，本周-4.9%；SMM 三元 523 方形电池 0.88 万元/吨，本周-3.3%；三元 PVDF40 万元/吨，本周环比持平；铜箔 8um 国产加工费 22.5 元/公斤，本周环比持平；百川六氟磷酸锂 13 万元/吨，本周-16.1%。新能源：国家统计局：2023 年 1-2 月太阳能发电增长 9.3%；欧盟或计划限制中国绿色技术进口；硅片价格微涨，M10 单晶硅片周环比上涨 0.47%，G12 单晶硅片持平；多晶硅再降 1.7-1.77%，组件价格下探；隆基美国合资设厂，5GW 组件厂将落户俄亥俄州；阳光电源签订英国 825MWh 液冷储能大单，累计订单超 9GWh；国电投&海泰：签署新疆木垒 3GW 风光项目资源；华晟三期双面微晶 182 异质结电池出片，最高转换效率突破 25%；中国中化进军新能源，成立中化新能源有限公司；GGII 榜单：2022 年 16 家企业储能系统出货超 1GWh；根据 Solarzoom，本周单晶硅料 225 元/kg，环降 2.17%；单晶硅片 182/210mm 6.50/8.20 元/片，环比持平；单晶 PERC182/210 电池 1.10/1.11 元/W，环比持平；单面单晶 PERC182 组件/双面 TOPCon182 组件 1.77/1.85 元/W，环比持平；玻璃 3.2mm/2.0mm 25.5/18.5 元/平，环比持平。2022 年全国（除港澳台地区外）累计风电吊装容量 3.96 亿千瓦。本周风电招标 0.99GW，陆上 0.09GW，海上 0.90GW。本周开/中标 0.85GW，均为陆上。按美元计价，1 月太阳能电池（含组件）国内出口金额为 40.32 亿美元，同环比 +24.5%/+29.0%；2 月国内出口金额为 37.66 亿美元，同环比 -7.7%/-6.6%。1-2 月累计出口 77.99 亿美元，累计同增 6.5%（22Q1 印度抢装基数较高）。公司层面：隆基绿能：拟 78 亿元投建年产 30GW 高效单晶电池项目。亿纬锂能：1）22 年营收 212.6 亿元，同增 158%；归母净利 35.1 亿元，同增 107%。2）以 41.23 元/股向 164 名激励对象授予 2966.37 万股。天赐材料：22 年营收 224.1 亿元，同增 102%；归母净利 57.2 亿元，同增 159%。华友钴业：1）子公司江苏华友能源通过高新技术企业认定。2）拟使用闲置募集资金暂时补充流动资金，

不超过 28 亿元。当升科技: 22 年营收 363 亿元, 同增 115%; 归母净利 22.6 亿元, 同增 21%。赣锋锂业: 22 年营收 418.2 亿元, 同增 275%; 归母净利 204.8 亿元, 同增 292%。天合光能: 23Q1 预计归母净利 13-18 亿元, 同增 139%-231%。爱旭股份: 22 年营收 350.8 亿元, 同增 127%; 归母净利润 23.3 亿元, 扭亏为盈。钧达股份: 22 年营收 115.95 亿, 同增 304.95%; 归母净利 7.17 亿元, 同增 501.35%。特变电工: 23 年 1-2 月营收 176.3 亿元, 同增 39%; 归母净利约 36.4 亿元, 同增 73%。国轩高科: 国轩控股拟增持股份金额不低于 2 亿元且不超过 3 亿元。投资策略: 储能: 南非等地缺电严重, 光储刚性需求明显, 或成为 2023 年增速最快的市场; 22 年储能装机 4.8GW/12.18Gwh, 同增 34/12%, Q4 低于预期主要是有 3GW 项目延期, 截至 2023 年 1 月底备案量达 22.71GW, ITC 延期十年首次明确独立储能给与抵免, 美国大储 23 年重回 150% 以上增长; 国内大型储能 22 年招标已超 40GWh, 22 年并网翻倍, 23 年预计近 2 倍增长。欧洲居民 23 年电价合约普遍在 45 欧分左右, 一季度淡季需求平稳预计全年需求旺盛; 储能三年的 CAGR 为 78%, 成长确定, 继续强烈看好储能逆变器/PCS 和储能电池龙头。光伏: 本周致密料成交均价降至每公斤 222 元左右, 环跌 1.8%, 个别小厂签单价格跌破 200 元, 硅片/电池价格持稳; 排产来看, 1 月起预期上修外, 2 月大体持平, 3 月大厂排产预计环增 10%+; Topcon 投产持续加速, 晶科速度和效率均领先, 率先将 N 型出货占比提升至 60%+, 行业平均 30%+, 今年光伏产业链供给瓶颈解决, 储备项目释放, 美国和中国市场确定高增, 欧洲和其他保持稳健增长, 预计 23 年全球光伏装机 375GW+, 同增 45% 以上, 继续全面看好光伏板块成长, 看好逆变器、组件、topcon 新技术龙头。电动车: 2 月国内电动车销 52.5 万辆, 同环比增 56%/29%, 符合预期, 预计 2023 年 Q1 销 150 万辆+, 同比+25%, 短期燃油车大幅降价, 短期分流部分电动车订单, 但电动化大势所趋, 随新车型上市, Q2 订单有望逐步恢复, 全年增长 38% 至 950 万辆; 欧洲 2 月销量有所回升, 主流九国合计销量 13.5 万辆, 同环比+6%/+20%, 电动车渗透率 20.1%, 全年 20%+ 增长至 300 万辆+。排产看, 3 月排产弱复苏, 环比增 10-20%, 但产业链去库存接近尾声, 预计 4-5 月将进一步恢复; 价格方面, 碳酸锂加速下降, 跌至 30-35 万/吨, 电池成本明显下降, 绝大部分让利车企, 但电池盈利依然稳中略升, 结构件、隔膜、铝箔等相对稳定, 其余价格均有下降, 市场已充分预期, 锂电材料 23 年仅 15-20 倍 PE, 电池 20-25 倍 PE, 叠加储能爆发加持, 看好 Q2 锂电反转, 首推盈利确定的电池环节及盈利趋势稳健的结构件、隔膜&负极龙头。工控: 景气度 9 月开始弱复苏, 龙头订单 30%+, 进口替代加速, 1-2 月工控公司订单均微增, 我们预计 Q2 行业有望拐点向上, 看好汇川技术及国内龙头。风电: 陆风 22 年需求旺盛, 海风 22 年招标放量, 23 年恢复持续高增长, 重点推荐零部件&海风龙头。电网: 投资整体稳健, 22 年投资小年、23 年大年, 关注特高压和储能等结构性方向。重点推荐标的: 宁德时代 (动力&储能电池全球龙头、优质客户、领先技术和成本优势)、阳光电源 (逆变器全球龙头、储能集成业务进入爆发期)、固德威 (组串逆变器高增长, 储能电池和集成明年有望爆发)、晶澳科技 (一体化组件龙头、2022 年利润弹性可期)、晶科能源 (一体化组件龙头、topcon 明显领先)、亿纬锂能 (动力&储能锂电上量盈利拐点、消费类电池稳健)、璞泰来 (负极全球龙头、隔膜涂敷龙头)、比亚迪 (电动车销量和盈利超预期、刀片电池外供加速)、德业股份 (并网逆变高增、储能逆变器和微逆成倍增长)、天合光能 (210 组件龙头战略布局一体化、户用系统和储能爆发)、汇川技术 (通用自动化开

始复苏龙头 Alpha 明显、动力总成国内外全面突破)、锦浪科技(组串式逆变器龙头持续高增、储能逆变器爆发式增长)、禾迈股份(微逆龙头出货有望连续翻番、欧洲&美国等出货超预期)、隆基绿能(单晶硅片和组件全球龙头、新电池技术值得期待)、科达利(结构件全球龙头、结构创新受益)、科士达(UPS 全球龙头、户储 ODM 绑定大客户起量弹性大)、昱能科技(微逆龙头有望连续翻番、代工模式弹性大超预期)、派能科技(户储电池龙头翻番以上增长、盈利能力超预期)、通威股份(硅料和 PERC 电池龙头、大局布局组件)、钧达股份(Topcon 电池龙头、扩产上量)、福斯特(EVA 和 POE 胶膜龙头、感光干膜上量)、三花智控(热管理全球龙头、布局机器人业务)、宏发股份(继电器全球龙头、高压直流翻倍增长)、新宙邦(电解液&氟化工齐头并进)、华友钴业(镍钴龙头、前聚体龙头)、恩捷股份(湿法隔膜全球龙头、盈利能力强且稳定)、星源材质(隔膜龙二、量利双升)、容百科技(高镍正极龙头、产能释放高增可期)、天赐材料(电解液&六氟龙头、新型锂盐领先)、德方纳米(铁锂需求超市场预期、锰铁锂技术领先)、中伟股份(前聚体龙头、镍冶炼布局)、天奈科技(碳纳米管导电剂龙头, 进入上量阶段)、东方电缆(海缆壁垒高格局好, 龙头主业纯粹)、大金重工(自有优质码头, 双海战略稳步推进)、日月股份(铸件龙头盈利修复弹性大)、金雷股份(陆上需求旺盛, 锻造主轴龙头量利齐升)、尚太科技、当升科技、许继电气、TCL 中环、爱旭股份、天顺风能、思源电气、国电南瑞、福莱特、中信博、振华新材、雷赛智能、美畅股份、上机数控、三一重能、新强联、贝特瑞、禾川科技、嘉元科技、诺德股份、大全能源、九号公司、雷赛智能、金风科技。建议关注: 平高电气、华电重工、昇辉科技、盛弘股份、聚和材料、亿晶光电、通合科技、帕瓦股份、科陆电子、东方日升、通灵股份、快可电子、宇邦新材、元琛科技、欣旺达、厦钨新能、信捷电气、岱勒新材、赣锋锂业、天齐锂业、中科电气、明阳智能、海力风电、泰胜风能等。风险提示: 投资增速下滑, 政策不及市场预期, 价格竞争超市场预期

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 阮巧燕)

商贸零售行业跟踪周报: 粮食安全是重中之重——厦门象屿农业产业链如何助力粮食生产?

本周行业观点(本周指 2023 年 3 月 13 日至 3 月 17 日, 下同) 本周, 国务院总理在答记者问时提到: “我国粮食产量连续 8 年超过 1.3 万亿斤, 总体上粮食安全有保障, 将抓住耕地和种子 ‘两个要害’, 不断提高粮食生产能力。政府所有支持粮食生产的政策只增不减, 鼓励大家多种粮, 确保 14 亿多中国人的饭碗牢牢端在自己手中。” 粮食安全一直是一个事关国计民生的核心点, 而在农民、政府之外, 企业也是粮食产业链中保障粮食安全的一个角色。 厦门象屿是国内粮食供应链龙头企业之一, 在多个方面维系粮食供应链稳定安全。公司 2013 年全面介入粮食产业链以来, 已经形成集种肥服务、农业种植、粮食收储、物流服务、原粮供应、粮食加工、农业金融于一体的产业链布局, 2021 年农产品经营量超 1400 万吨, 收入 440 亿元。就粮食安全问题而言: ①公司是国储粮收购领域的一个重要公司, 2021 年完成国储收购、烘干、仓储、出库各环节业务量 731 万吨; ②公司也为下游重点用粮企业供粮, 保障供给稳定性, 公司下游客户包括温氏股份、双胞胎、海大集团、益海嘉里等大型企业企业。 粮食供应链壁垒深厚。主要体现在: ①收粮环节分散, 收粮体系的构建需时间积淀。公司不但需要在各地构建粮食收储网点, 也需要组建 “铁军” 团队深入基层, 获得种植户信任方能把握粮源; 而对于种植户而言, 象屿规

范化的运作模式也能保障小农利益。②中游收储、运输能力需要重资产投入，公司拥有超 1700 万吨的粮食仓容，及配套的烘干、加工设施，以及全国各地的多式联运体系，这是多年来百亿级别的重资产投入形成的供应链系统。③需要数字化能力和管理能力的加持来降本增效，粮食供应链标准化程度高，头部企业需要不断提升数字化能力、提升各环节效率降低成本，才能不断扩大份额。未来上下游集中度提升，公司粮食产业链还有广阔发展空间。公司作为龙头企业，2022 年农业板块核心品种市占率仍然不足 3%，未来有较大发展空间。行业集中度提升的催化在于：①近年来种植环节规模化、机械化程度不断提升，随着城市化进程推进未来种植规模化程度还会不断提升；②下游粮食加工企业不断壮大，其采购环节也在不断变得规模化、规范化，厦门象屿这样的一体化龙头企业是其首选。推荐标的：厦门象屿等。建议关注：厦门国贸等。风险提示：行业渗透率增速不及预期，行业竞争加剧，宏观经济周期等。

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 石旖璿 证

券分析师: 张家璇 证券分析师: 谭志千 证券分析师: 阳靖)

建筑材料行业跟踪周报: 地产数据持续回暖

投资要点 本周(2023.3.11-2023.3.17, 下同): 本周建筑材料板块(SW)涨跌幅-0.66%, 同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为-0.21%、-0.58%, 超额收益分别为-0.45%、-0.08%。大宗建材基本面与高频数据:(1)水泥: 本周全国高标水泥市场价格为 439 元/吨, 较上周-1 元/吨, 较 2022 年同期-75 元/吨。较上周价格持平的地区: 长三角地区, 两广地区, 东北地区, 西北地区; 较上周价格上升的地区: 泛京津冀地区(+2 元/吨)、中南地区(+2 元/吨); 较上周价格下降的地区: 西南地区(-18 元/吨)。本周全国样本企业平均水泥库位为 58.7%, 较上周+0.5pct, 较 2022 年同期-0.2pct。全国样本企业平均水泥出货率(日发货率/在产产能)为 65.3%, 较上周+3.2pct, 较 2022 年同期+5.5pct。(2)玻璃: 本周卓创资讯统计的全国浮法白玻原片平均价格为 1759 元/吨, 较上周+22 元/吨, 较 2022 年同期-507 元/吨。本周卓创资讯统计的全国 13 省样本企业原片库存为 6160 万重箱, 较上周-576 万重箱, 较 2022 年同期+788 万重箱。(3)玻纤: 本周无碱 2400tex 直接纱成交中位数 4069 元/吨, 较上周+69 元/吨, 较 2022 年同期-2081 元/吨。周观点: 1-2 月狭义基建投资同比维持高增长(+9%), 水泥(-0.6%)和钢铁(+5.6%)产量同比增速也回到了 22 年下半年的正常区间。地产数据持续回暖, 销售(-3.6%)和竣工(+8.0%)面积同比增速均大幅改善, 但地产企业到位资金仍同比下滑 15%。从高频数据来看, 积压需求释放对 3 月之前的数据有正面影响, 因此中期地产回暖强度仍需观察, 销售对拿地和新开工的传导能力仍需观察, 尤其是民营地产主体的存量风险尚未完全出清。短期微观层面, 消费建材, 定制家居和厨电的数据反映出疫情复苏。工程建材的数据反映出需求复苏基建>市政>地产, 而供给侧出清持续推动龙头企业的增长, 保交楼仍无法明确预期。(1)零售端定价能力强、现金流好, 龙头企业持续下沉渠道和提升品牌, 推荐伟星新材、兔宝宝、北新建材、箭牌家居、蒙娜丽莎、东鹏控股。(2)基建链条实物需求加速落地, 利好水泥混凝土产业链, 长三角水泥价格底部已现, 龙头的强定价权、高分红和现金流价值提供充足安全边际, 推荐华新水泥、海螺水泥、上峰水泥。(3)工程端供给侧持续出清, 推荐龙头坚朗五金、旗滨集团、东方雨虹、科顺股份、凯伦股份等, 建议关注三棵树。弱复苏下主题投资更加受重视, 推荐国企改革和一带一路

相关标的，天山股份、北新建材等。大宗建材方面：玻璃：终端需求延续回暖，加工厂订单季节性增加，叠加终端小幅补库，产业链库存压力得到缓解。短期高库存下价格弹性尚弱，仍需等待需求继续上升或供给侧的进一步减量。中期来看，行业大范围亏损持续压制玻璃窑炉开工率甚至加快供给出清，2023年竣工需求有前期高开工体量支撑，随着终端需求的启动，将支持玻璃库存中枢显著下行，将推动全行业盈利修复，价格上涨空间可观。若保交付落地，库存去化斜率加快，价格弹性更大，叠加纯碱产能投放利好玻璃在产业链的利润分配，企业盈利有望大幅修复。浮法玻璃龙头企业享有中长期成本优势，叠加新业务拓展的估值弹性，继续推荐旗滨集团，建议关注南玻A等。玻纤：短期需求恢复一般，库存仍存上行压力，价格阶段性承压，尚需等待终端需求的进一步回暖。中长期来看，行业盈利已处于底部，随着产能投放节奏放缓，稳增长政策发力带来的内需回升，供需平衡表有望持续修复，利好行业景气筑底回升。中期若外需韧性或者风电需求弹性超预期，有望带来行业库存的超预期去化和价格弹性。推荐中国巨石，建议关注中材科技、山东玻纤、长海股份等。水泥：本周水泥需求继续回升，同比略好于去年同期，基建是结构性亮点，其中华东、华南地区大部企业出货量达到8-9成水平，开窑后行业维持低库存仍需基建需求的继续发力、房建需求的回暖或错峰的配合。中期来看，投资继续作为稳增长重要抓手，随着财政政策继续发力配合金融工具支持加速信贷落地，2022年四季度以来信贷持续改善，狭义基建投资尤其是交通投资明显加速，2023年基建实物需求有望迎来释放高峰，需求回升将利好景气中枢有望企稳回升，旺季价格弹性有望增强。水泥企业市净率估值处于历史底部，受益稳增长继续加码和地产景气改善，有望迎来估值修复，短期需求迎来季节性回升，价格上调节奏加快，叠加稳增长政策预期，是博弈水泥景气反弹的良好窗口期。推荐受益沿江景气反弹，中长期产业链延伸有亮点的华新水泥、海螺水泥和上峰水泥等，中长期推荐基建需求占比更高的北方区域产能占比较大的水泥标的，如冀东水泥、天山股份等。装修建材方面：年后复工部分品类经销渠道反馈出货速度加快，总体需求结构来看零售好于工程，非房好于地产，市场逐步回暖。成本端例如铝合金、不锈钢、PVC、沥青等价格已有回调，预计23年盈利继续修复。在地产放松政策效果逐步显现、坏账计提和现金流风险预期逐渐释放之下，板块整体有望迎来业绩及估值修复。参考消费建材板块历史经验和当前的竞争态势来看，在地产行业资金缓和+信心从底部逐渐恢复的阶段，部分公司或将率先借助渠道领先布局、经营效率优势或融资加杠杆等进一步提升份额、进入新的扩张周期，发货或订单增速的拐点可作为右侧信号。推荐坚朗五金、东方雨虹、伟星新材、兔宝宝、科顺股份、北新建材、凯伦股份、东鹏控股、蒙娜丽莎、垒知集团，建议关注三棵树、中国联塑、苏博特、公元股份等。风险提示：疫情超预期、地产信用风险失控、政策定力超预期。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊 证

券分析师：石峰源 证券分析师：任婕 研究助理：杨晓曦）

汽车行业跟踪周报：3月第二周上险量环比-11%

投资要点 每周复盘：因行业终端需求表现相对疲软，SW汽车下跌3.0%，跑输大盘3.6pct。子板块均下跌。申万一级31个行业中，本周汽车板块排名第29名，排名靠后。估值上，自2011年以来，SW乘用车的PE/PB分别处于历史87%/74%位，分位数环比上周-2pct/-3pct；SW零部件的PE/PB分别处于历史77%/32%分位，分位数环比上周-4pct/-4pct。 基本面跟踪：1) 周度销量：乘联会周度数据口径：3

月第一周批发日均 2.9 万辆，同比去年 3 月同期下降 28%，环比上月同期增 4%。3 月第二周批发日均 4.4 万辆，同比去年 3 月同期下降 12%，环比上月同期增长 8%。根据交强险数据，3 月第二周行业层面交强险零售：整体 30.1 万辆，同比-10%，环比-11%。2 月狭义乘用车产量实现 166.4 万辆（同比+11.2%，环比+23.6%），批发销量实现 161.8 万辆（同比+10.2%，环比+11.7%）。库存：2 月乘用车行业整体企业库存+4.6 万辆，2 月乘用车行业渠道库存+11.5 万辆。2）重点新车上市：全新汉 EV 冠军版、唐 DM-i 冠军版上市 3）上游成本：原材料价格小幅上涨。本周（3.13-3.19）环比上周（3.6-3.12）乘用车总体原材料价格指数 0.43%，玻璃、铝材、塑料、天胶、钢材价格指数环比分别 +0.94%/-1.15%/-2.00%/-3.64%/+0.98%。 个股基本面更新：整车板块：小鹏汽车发布 2022 年年报，业绩略低于我们预期。零部件板块：伯特利签署铸铝前转向节、铸铝后转向节产品的供货合同，拓普集团与蔚来签署了《战略合作框架协议》，文灿股份向力劲科技采购大吨位压铸机 38 台，新泉股份/亚太股份发布 2022 年业绩快报，业绩符合我们预期，福耀玻璃发布 2022 年年报，业绩略低于我们预期。 投资建议：莫过度焦虑“价格战”，自主汽车产业链崛起依然是长期主旋律。1. 短期汽车板块调整核心原因：近期关于油车相关品牌的大幅降价报道信息造成市场对汽车价格战的焦虑。油车品牌的降价背后或因：1）前期特斯拉带领的新能源汽车降价的传导影响；2）油车国六 B 排放标准即将实施导致对国六 A 库存车的影响。2. 2023 年汽车关键词是【以价换量】。从近 10 年汽车历史可比角度看，2018-2019 年从现象维度看有些许类似【车企不断降价】，但背景差异较大：1）2023 年汽车总量需求曲线是复苏的，2018-2019 年是持续下行（尤其是 2016-2017 年高度透支后）。2）中国汽车产业的未来美好前景这轮是清晰且有信心的，2018-2019 年是非常模糊的。3. 坚定信心！依然看好新能源汽车带动中国汽车产业链全球崛起之路。整车板块重视优秀自主品牌长期崛起力量【比亚迪/理想汽车/长城汽车/吉利汽车/AITO 等为代表】。零部件板块重视：1）特斯拉培养出的一批未来或具备全球竞争力企业【拓普集团/旭升集团/新泉股份等为代表】，2）油车时代已经证明过长周期成长能力【福耀玻璃/星宇股份为代表】。3）智能化产业链自主成长力量【德赛西威/华阳集团为代表】。 风险提示：芯片短缺影响超出预期，乘用车产销低于预期

（证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇 研究助理：谭行悦 研究助理：杨惠冰）

建筑装饰行业跟踪周报：基建投资高景气，基本面和估值共振，继续推荐建筑央企和国际板块

投资要点 本周（2023.3.13-2023.3.17，下同）：本周建筑装饰板块（SW）涨跌幅 5.46%，同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为 -0.21%、-0.58%，超额收益分别为 5.67%、6.04%。 行业重要政策、事件变化、数据跟踪点评：（1）中国人民银行决定于 2023 年 3 月 27 日降低金融机构存款准备金率 0.25pct：降准落地体现央行稳增长、呵护流动性的信号意义，将为实体经济回暖提供流动性支持。（2）国家统计局发布 1-2 月国民经济数据：基建投资维持较快增速，1-2 月狭义基建投资累计同比增速+9.0%，反映财政支出和政策性金融工具发力的成效，其中交通大类和水利、环境和公共设施管理大类投资累计同比增速分别为+9.2%/+9.8%，说明重点工程和市政领域投资落地情况较好，支撑后续实物需求。地产销售和投资、新开工单月同比降幅放缓，竣工面积单月同比回到正增长，反映地产行业信心修复，购房需求回暖，后续有望进一步传导至新房销售和开工端。反映在建材品类

上，水泥产量、建筑及装潢材料零售 1-2 月单月同比降幅收窄分别至 -0.6%/-0.9%，我们认为负增长主要受 1 月疫情因素影响，预计后续随着基建实物需求的进一步落地和地产销售的回暖，有望回到正增长。

(3) 财政部发布 1-2 月财政收支情况：财政继续前置发力，1-2 月一般公共预算支出同比增长 7%，优于收入端，其中与基建相关性较强的节能环保、城乡社区、农林水、交通运输支出分别同比 -5%/+0.7%/+11.4%/-0.2%，略弱于整体，后续随着重大项目的推进、政策性金融工具的落地，基建类支出增速有望回升。此外，专项债发行前置对政府性基金预算支出端也形成一定支撑，但土地出让收入的负向影响比较明显，有待继续修复。周观点：建筑行业基本面共振向上，估值有多重催化因素，我们建议从以下几个方向关注建筑板块的投资机会：(1) 建筑央企估值重估机会值得重视：2 月建筑 PMI 提升 3.8 个百分点至 60.2%，建筑业新订单提升 4.7 个百分点至 62.1%，1-2 月狭义和广义基建投资分别增长 9% 和 12.2%，行业景气度持续回暖且保持高位，结合基建复工加快回暖，我们预计稳增长继续发力下基建市政链条景气有望加速提升；同时，政府工作报告中提出“深化国企改革，提高国企核心竞争力”，国资委此前也表示将突出高质量发展首要任务，国企改革持续深化，新的考核体系下，建筑央企经营质量和效率有望进一步提升，结合此前证监会提出的探索建立中国特色估值体系，建筑央企有望迎来基本面和估值共振，我们继续看好估值仍处历史低位、业绩稳健的基建龙头企业估值持续修复机会，建议关注中国交建、中国中铁、中国铁建、中国建筑、中国电建等。(2) “一带一路”方向：此前政治局会议集体学习提及推动共建“一带一路”高质量发展，今年是一带一路倡议提出 10 周年，第三届“一带一路”高峰论坛召开可期，在丰富成果的基础上，预计更多政策支持有望出台，叠加近期多重外事活动事件催化，海外工程业务有望受益，建议关注国际工程板块，个股建议关注中工国际、北方国际、中材国际、中钢国际等。(3) 需求结构有亮点，新业务增量开拓下的投资机会：在双碳战略、绿色节能建筑等政策推进下，装配式建筑、节能降碳以及新能源相关的基建细分领域景气度较高，有相关转型布局的企业有望受益。推荐铝模板租赁服务商志特新材；建议关注装配式建筑方向的鸿路钢构、华阳国际；新能源业务转型和增量开拓的中国电建、中国能建等；硅料价格回落带动光伏产业链价格下行，利好地面项目需求，建筑光伏市场有望持续受益，建议关注布局光伏 EPC 和运营业务的标的，精工钢构、森特股份等。(4) 建工检测板块：检测行业是长坡厚雪的好赛道，建工建材检测市场规模超千亿，2015-2021 年建工建材市场复合增速超过 12%，龙头企业市场份额仍然较低，内生外延成长空间大；近日住建部发布《建设工程质量检测管理办法》(住建部 57 号令)，新规自 2023 年 3 月 1 日起施行，新规在规范建设工程质量检测活动、完善建设工程质量检测责任体系、加强政府监督管理等方向进行了进一步加强，我们认为有利于行业行为规范和竞争环境优化，龙头企业有望受益，推荐垒知集团、建科股份，建议关注国检集团。风险提示：疫情超预期、地产信用风险失控、政策定力超预期、国企改革进展低于预期等。

(证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊 证券分析师：石峰源 研究助理：杨晓曦)

非银行业跟踪周报 20230313~20230319：短期关注三大主题，长期仍最看好财富管理

投资要点 降准有望带来金融板块的估值提升：降准对于支持实体经济发展，降低地产及平台等系统性风险边际上都是有益的。从金融

行业自身来说，银行的盈利和资产质量直接受益，券商也受益于市场流动性预期的变化。当然另一方面，降准的超预期前置可能也反映了市场和监管对当前经济修复的一丝隐忧。综合而言，我们认为降准对于金融板块估值的提升是有益的，且可能券商板块更为明显。复盘近期的市场表现，主题性的机会较为显著，值得关注：一是基于中特估的估值修复，尤以大行为典型；二是基于 AI 和 GPT，智能投资和智能投顾这个方向，尤以同花顺为代表；三是基于美国加息背景下的期货国际业务周期向上，尤以南华期货为代表。我们认为，相应主题可能是中短期市场持续的关注点，但长期而言，我们仍然要判断和研究相应主题有没有代表未来长期的产业趋势和产业机会。我们对于行业全年表现积极乐观，仍最看好财富管理细分：我们整体对今年的经济修复和资本市场表现都保持积极的态度，这也得到和很多微观和中观调研结论的支撑，比如保费数据疫后的持续改善，基建信贷的快速扩张等。因此我们看好整个显著低估的金融板块。同时在弱预期的背景下，财富管理在中期超预期的概率较大，全年看业绩改善的确定性很高，长期看也是一个长坡厚雪的赛道，因此我们仍然最看好。具体标的而言，财富管理我们首推行业龙头【东方财富】，保险板块首推【中国太保】，银行板块首推【苏州银行】。流动性及行业高频数据监测：

高频数据监测	本周	上周
中国内地日均股基成交额 (亿元)	9,953	-12.66%
中国香港日均股票成交额 (亿港元)	1,035	6.51%
两融余额 (亿元)	6.40%	15,857
基金申购赎回比	-11.32%	0.95
开户平均变化率	-0.31%	5.40%
	-6.09%	
	1.03	
	1.16	
	11.25%	
	15.68%	

数据来源：Wind, Choice, 东吴证券研究所 注：中国内地股基成交额和中国香港日均股票成交额 2022 同期比为 2023 年初至今日均相较 2022 年同期日均的同比增速；基金申购赎回比和开户平均变化率上周环比/2022 年同期比分别为上周与 2022 年同期（年初至截止日）的真实数据（比率）

行业重要变化及点评：1) 东方财富 2022 年报点评：业绩符合预期，长期优势不减。①证券业务稳步增长，经纪业务市占率稳步提升，两融业务市场份额同比基本持平，自营业务良好抵御市场波动；②基金业务相对承压，前端基金销售额与后端非货币基金保有规模均有下滑。2) 中国平安 2022 年报点评：稳健的分红增速彰显韧性。①寿险改革仍在磨底，2022 年新业务价值 (NBV) 不足 2019 年 (疫情前) 的四成；②保证保险拖累财险承保罕见性出现亏损，财险营运利润同比大幅下滑；③投资拖累内含价值 (EV) 增速。3) 远东宏信 2022 年报点评：金融、产业齐头并进，逆势增长彰显韧性。①金融主业温和扩张，资产质量稳中向好；②产业运营业务持续突破，宏信建发重续上市打开增长空间。风险提示：1) 宏观经济不及预期；2) 政策趋紧抑制行业创新；3) 市场竞争加剧。

(证券分析师：胡翔 证券分析师：朱洁羽 证券分析师：葛玉翔)

海外点评报告：互联网公司拐点将至，建议低位布局恒生科技指数

投资要点 分子端业绩拐点已至，未来环比有望持续恢复：1) 互联网公司短期的回调和近期进入港股业绩期有关，大部分互联网公司整体一季度业绩预计仍然偏弱。尤其是已经进入到内卷的电商行业，我们预计阿里巴巴和京东在 2023 年 1、2 月份的营收端都为负增长，过往投资者在疫情放开之后对消费复苏过高的预期已经得到大幅调低，

消费和经济的复苏需要一个过程，从目前微观层面来看 3 月以及二季度的数据将会得到持续的改善。2) 下周其余互联网公司进入最后的业绩披露期，我们预计腾讯、美团、拼多多等公司的业绩指引都将保持较大的韧性。国内经济的复苏将带动互联网公司 2023 年下半年营收端的快速上行，各项降本增效的优化措施为互联网公司利润端贡献更高的利润弹性。分母端联储加息预期有望放缓，港股流动性压力缓解有望迎来反弹：硅谷银行事件有望令美联储放缓加息进程，过快的加息将会从短期美债收益率大幅下滑的走势来看，市场投资者偏向于认为美联储受到银行事件的影响将放缓加息的进程。从大趋势上来看，美元对人民币汇率和美债收益率趋势是向下的，但中间肯定会有很大的波折，在加息后半段其实想要美债比前期高点更高是不现实的。未来伴随着国内经济的持续复苏，人民币也将会慢慢走强。投资建议：建议投资者可以低位布局恒生科技指数标的，短期来看恒生科技指数受到美国经济复苏和互联网短期复苏不及预期影响，但其基本面恢复的方向是确定的，今年互联网公司整体将保持有质量的发展。未来联储一旦放缓加息预期，也将会为恒生科技指数带来较大的弹性。我们继续看好恒生科技指数，并推荐美团-W、快手-W、腾讯控股、阿里巴巴-SW、百度集团-SW 等互联网标的。风险提示：美国通货膨胀超预期；国内经济复苏不及预期。

(证券分析师：张良卫 证券分析师：张家琦)

石油石化行业跟踪周报：大炼化周报：原油价格大跌，光伏 EVA 价格挺势走高

投资要点 【六大炼化公司涨跌幅】截至 2023 年 03 月 17 日，6 家民营大炼化公司近一周股价涨跌幅：新凤鸣（环比-1.86%）、恒力石化（环比-4.79%）、桐昆股份（环比-5.94%）、恒逸石化（环比-6.34%）、荣盛石化（环比-9.09%）、东方盛虹（环比-9.51%）。近一月涨跌幅为恒逸石化（环比-3.83%）、恒力石化（环比-7.12%）、桐昆股份（环比-9.63%）、新凤鸣（环比-9.89%）、东方盛虹（环比-11.47%）、荣盛石化（环比-14.56%）。【国内外重点炼化项目价差跟踪】国内重点大炼化项目本周价差为 2905.03 元/吨，环比增加 75.32 元/吨（环比+2.66%）；国外重点大炼化项目本周价差为 1504.97 元/吨，环比增加 146.62 元/吨（环比+10.79%），本周布伦特原油周均价为 77.30 美元/桶，环比增长 -6.82 美元/桶（环比增加-8.11%）。【聚酯板块】本周聚酯板块整体偏弱整理。周内美国硅谷银行、签字银行和 Silvergate 银行倒闭，市场对经济运行的担忧加重。本周原油价格整体大跌，成本端难以继续支撑聚酯板块价格。需求端观望情绪较重，新增交易多以刚需为主。【炼油板块】本周原油价格大跌，炼厂大多降价销售；汽柴油需求受经济复苏影响需求有所回升，但市场观望情绪较重，本周成交以刚需为主。国内市场：目前国内汽油、柴油、航煤周均价分别为 9043.00（环比+16.71）、8097.14（环比+0.71）、7576.14（环比-23.38）元/吨，折合 178.12（环比+0.59）、159.49（环比+0.25）、149.22（环比-0.24）美元/桶。国内汽油、柴油、航煤与原油价差分别为 4789.85（环比+3.35）、3843.99（环比-12.65）、3322.99（环比-36.74）元/吨，折合 93.99（环比+0.20）、75.36（环比-0.14）、65.10（环比-0.63）美元/桶。【化工板块】本周化工板块同样受到原油价格大幅下跌影响，成本面支撑不足，需求好转缓慢，整体交投氛围不强。本周化工板块整体运行偏弱。但 EVA 市场价格继续承压上浮，特别是光伏级 EVA 较好的需求有力支撑了价格。风险提示：1) 大炼化装置投产，达产进度不及预期。2) 宏观经济增速严重下滑，导致需求端严重不振。3) 地缘政治以及厄尔尼诺现象对油价出现大幅度的干扰。4) PX-PTA-PET

产业链产能的重大变动。

(证券分析师: 陈淑娴 证券分析师: 郭晶晶)

石油石化行业跟踪周报: 原油周报: 美国硅谷银行倒闭, 欧美原油期货恐慌性暴跌

投资要点 【油价回顾】本周国际原油走跌, 同时原油变化率由正转负, 消息面利空指向, 本周汽柴油价格较上周走跌。具体来看, 供应面: 主营炼厂开工小跌, 地方炼厂开工稳定, 成品油资源供应一定程度收窄。需求面: 随着气温继续回暖, 国内旅游业整体进一步复苏, 不过近期甲流猖獗, 人们出行有所谨慎。全国范围内春耕继续开展, 户外工程基建等开工基本恢复, 以及物流运输行业终端用油支撑下, 柴油整体需求仍存向好预期。价格方面: 本周市场一直处于弱势, 市场面利空气氛占据上风, 市场面难有成交, 在原油价格持续走跌的影响下, 主营汽柴油价格纷纷走跌, 尤其是周期后原油连续大跌, 原油变化率由正转负, 市场面利空加重, 贸易商囤货意愿减弱, 避市观望较多。批零利润价差方面: 国际原油走跌, 同时原油变化率由正转负, 汽柴油批零价差拉大。具体来看, 批零价差方面周内汽油批零价差为 977 元/吨, 前值 950 元/吨, 周内上涨 27 元/吨, 涨幅 2.85%; 柴油批零价差为 278 元/吨, 前值为 271 元/吨, 周内上涨 7 元/吨, 涨幅 2.58%。

【油价观点】预计 2023 年油价仍然高位运行: 供给端: 紧张。能源结构转型背景下, 国际石油公司依旧保持谨慎克制的生产节奏, 资本开支有限, 增产意愿不足; 受制裁影响, 俄罗斯原油增产能力不足且会一定程度下降; OPEC+供给弹性下降, 减产托底油价意愿强烈, 沙特控价能力增强; 美国原油增产有限, 长期存在生产瓶颈, 且从 2022 年释放战略原油库存转而进入 2023 年补库周期。需求端: 增长。今年上半年国内经济恢复但海外经济衰退, 下半年国内外经济都进一步恢复, 需求端呈现前低后高的格局。综合国内外来看, 全球原油需求仍保持增长态势。另外, 通过复盘 1970 年代和 1980 年代两次石油危机叠加美联储加息导致经济衰退背景下的油价表现, 我们认为, 2023 年即便发生经济衰退, 但由于美联储为了复苏经济将加息趋缓甚至采取降息措施, 沙特主导的 OPEC+通过控制产量支撑油价, 非 OPEC 无法大规模增产, 油价出现大幅暴跌可能性较小, 油价或将持续高位运行。

【原油价格板块】截止至 2023 年 03 月 17 日当周, 布伦特原油期货结算价为 72.97 美元/桶, 较上周下降 9.81 美元/桶 (环比 -11.85%); WTI 原油期货结算价为 66.74 美元/桶, 较上周下降 9.94 美元/桶 (环比 -12.96%); 俄罗斯 Urals 原油现货价为 46.99 美元/桶, 较上周下降 9.00 美元/桶 (环比 -16.07%); 俄罗斯 ESPO 原油现货价为 63.97 美元/桶, 较上周下降 6.04 美元/桶 (环比 -8.63%)。 【美国原油板块】1) 供给端。产量板块: 截止至 2023 年 03 月 10 日当周, 美国原油产量为 1220 万桶/天, 与之前一周持平。钻机板块: 截止至 2023 年 03 月 17 日当周, 美国活跃钻机数量为 589 台, 较上周减少 1 台。压裂板块: 截止至 2023 年 03 月 17 日当周, 美国压裂车队数量为 290 部, 较上周增加 14 部。2) 需求端。截止至 2023 年 03 月 10 日当周, 美国炼厂原油加工量为 1539.8 万桶/天, 较之前一周增加 43.1 万桶/天, 美国炼厂原油开工率为 88.20%, 较之前一周上升 2.20pct。3) 原油库存。截止至 2023 年 03 月 10 日当周, 美国原油总库存为 8.52 亿桶, 较之前一周增加 155.0 万桶 (环比 +0.18%); 商业原油库存为 4.80 亿桶, 较之前一周增加 155.0 万桶 (环比 +0.32%); 战略原油库存为 3.72 亿桶, 与之前一周持平; 库欣地区原油库存为 3791.2 万桶, 较之前一周减少 191.6 万桶 (环比 -4.81%)。4) 成品油库存。截止至 2023 年 03 月 10 日当周, 美国汽油总体、车用汽油、柴油、航空煤油库存分别

为 23599.7、1601.1、11971.5、3671.1 万桶，较之前一周分别-206.1（环比-0.87%）、-206.0（环比-11.40%）、-253.7（环比-2.08%）、-53.7（环比-1.44%）万桶。 【相关上市公司】中国海油/中国海洋石油（600938.SH/0883.HK）、中国石化/中国石油股份（601857.SH/0857.HK）、中国石化/中国石油化工股份（600028.SH/0386.HK）、中海油服（601808.SH）、海油工程（600583.SH）、海油发展（600968.SH）、石化油服/中石化油服（600871.SH/1033.HK）、中油工程（600339.SH） 【风险提示】1）地缘政治因素对油价出现大幅度的干扰。2）宏观经济增速严重下滑，导致需求端严重不振。3）新能源加大替代传统石油需求的风险。4）OPEC+联盟修改石油供应计划的风险。5）美国解除对伊朗制裁，伊朗原油快速回归市场的风险。6）美国对页岩油生产环保、融资等政策调整的风险。7）全球 2050 净零排放政策调整的风险。

（证券分析师：陈淑娴 证券分析师：郭晶晶）

机械设备行业跟踪周报：重点关注半导体设备回调机会；推荐制造业回暖将明确受益的通用自动化

1.推荐组合：三一重工、恒立液压、晶盛机电、先导智能、迈为股份、拓荆科技、华测检测、长川科技、杰瑞股份、奥特维、柏楚电子、富创精密、芯源微、杭可科技、绿的谐波、奥普特、新莱应材、金博股份、海天精工、高测股份、至纯科技、利元亨、联赢激光、纽威数控、道森股份。 2.投资要点： 半导体设备：大基金减持利空落地，回调机会建议布局。 3月15/16日，万业企业、长川科技相继公告大基金拟减持其所持有的部分股份，受此影响，半导体设备板块出现了一定调整，大基金减持属于市场化行为，我们推测大基金减出的钱后续依然会投向半导体（一二级）行业，大基金减持短期情绪冲击有望快速释放，基于对招标订单等基本面以及政策等判断，我们对整个板块依然偏多，回调建议重点关注。重点推荐精测电子、赛腾股份、长川科技、拓荆科技、芯源微、北方华创、至纯科技、华海清科、中微公司、万业企业、华峰测控、盛美上海。 通用自动化：2月PMI超市场预期，建议关注板块性复苏机会 宏观数据：2023年2月PMI指数为52.6%；2月人民币贷款新增1.81万亿元，社融新增3.16万亿元，均超市场预期。1-2月规模以上工业增加值同比+2.4%，比2022年12月加快1.1pct。制造业增加值同比+2.1%，比2022年12月加快1.9pct。1-2月制造业固定资产投资同比+8.1%，仍然保持韧性。订单方面：1-2月受高基数&春假放假时间较长影响，行业订单增速整体实现正增长，但主要头部企业自元宵节后经营状况持续好转，我们预计有望于二季度观测到明显的订单数据改善。重点推荐：一体化压铸推荐伊之密；机床推荐海天精工、纽威数控、科德数控、国盛智科、创世纪；通用减速机推荐国茂股份；刀具推荐欧科亿、华锐精密；工业机器人推荐绿的谐波、埃斯顿；FA自动化推荐怡合达。 光伏设备：硅片薄片化加速，利好HJT产业化进程。 TCL中环新推出N型110 μ m硅片，210/182报价分别8.02/6.14元/片，价格低于P型150 μ m硅片，210/182报价分别8.20/6.22元/片。我们认为硅片薄片化能够降低硅片生产成本，但反映到售价端仍有进一步下降空间，以210为例，N型110微米硅片相较于P型150微米硅片厚度下降26.7%，售价下降2.2%，价格下降幅度低于硅料节约幅度。未来随着N型硅片规模化形成充分竞争后有望进一步降低N型硅片售价，推动HJT产业化进程。薄片化是HJT特有的降本项，HJT采用低温工艺和板式镀膜设备，结合链式吸杂等工艺目前硅片厚度显著薄于PERC和TOPCon且有更大的硅片减薄潜力：PERC硅片理论极限150微米，TOPCon130

微米，HJT 量产片厚逐步切换 120 微米，理论极限 80 微米。除薄片化优势外，在半棒半片等技术加持下，HJT 硅棒利用率比 TOPCon 高 10%、良率高 4%。(1) 半棒半片切割提高 4% 良率；(2) 头尾料利用等提高 6% 硅棒利用率；(3) TOPCon 黑芯片问题放大了 HJT 硅棒利用率优势约 3%；(4) 边皮利用：TOPCon 中边皮的效率损失 0.15-0.2%，而 HJT 0.05%。重点推荐硅片设备龙头晶盛机电、电池片设备 HJT 整线龙头迈为股份、切割设备龙头高测股份、组件设备龙头奥特维、热场龙头金博股份。泛半导体设备零部件：国产替代正当时，板块回调具备配置吸引力。受益泛半导体零部件国产替代加速，2022 年富创精密净利润同比增长 90%，新莱应材净利润同比增长 106%、汉钟精机净利润同比增长 33%。长期看，泛半导体零部件国产化进程整体滞后于设备，其中半导体核心零部件国产化率不足 10%，成长天花板足够高，板块回调具备配置吸引力。短期看，2023 年二季度或下半年行业需求有望复苏，下一轮周期启动有望重现 2022 年半导体零部件供不应求局面，产能优势下国产泛半导体零部件公司深度受益。推荐富创精密、新莱应材、汉钟精机、正帆科技、华亚智能，建议关注英杰电气。激光设备：2 月 PMI 数据超预期，关注通用激光行业后续补涨机会。2023 年 2 月 PMI 指数为 52.6，环比提升 2.5 个百分点，超过市场预期，制造业景气度持续提升。2022 年四季度以来，以机床、刀具等为代表的通用自动化板块迎来一波较为明显上涨行情，激光作为通用细分赛道，同样受益于制造业复苏，但目前股价相对处于底部位置，后续有望迎补涨机会。重点推荐柏楚电子、锐科激光，专用激光设备重点推荐德龙激光、联赢激光。工程机械：2 月挖机行业销量同比-12%符合预期，前瞻指标向好，需求有望改善。2023 年 2 月挖机行业销量 21,450 台，同比下降 12%，与此前 CME 预测值基本一致。其中，国内市场销量 11,492 台，同比下滑 33%，降幅收窄。单月出口销量 9,958 台，同比增长 34%，2 月国内外销量同环比均向上。从上游排产数据看，3 月工程机械核心零部件排产明显复苏，从下游开工率看，小松中国区挖掘机 1-2 月开工小时数合计为 119，同比提升 1%，其中 2 月开工小时数为 76，同比提升 61%。受益下游基建、矿山开工复苏，2 月以来工程机械前瞻指标向好，其中以矿山、基建为主的大挖需求有望率先复苏，行业整体需求有望改善。推荐全球工程机械龙头【三一重工】，估值修复高弹性【徐工机械】，挖机、高机高速拓展【中联重科】，上游核心零部件【恒立液压】。风险提示：下游固定资产投资不及市场预期；行业周期性波动；疫情影响持续

(证券分析师：周尔双 证券分析师：黄瑞连 证券分析师：罗悦 研究助理：刘晓旭)

双碳环保日报：《关于进一步加强节能标准更新升级和应用实施的通知》发布，稳步提升重点用能行业能耗限额要求

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 17 日，CEA 涨跌幅+1.34%；收盘价 56.75 元/吨；成交量 1001 吨；成交额 56805.00 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。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）

医药生物行业跟踪周报：政策扶持中药过渡到业绩阶段，持续推荐或关注创新/高增长四小龙

投资要点 本周、年初至今医药指数涨幅分别为-1.99%、0.77%，相对沪指的超额收益分别为-1.78%、-1.48%；本周医药商业、中药及化药等股价跌幅较小，医疗服务、器械及生物制品等股价跌幅较大；本周涨幅居前百利天恒（+23.15%）、国药一致（+18.39%）、桂林三金（+15.37%），跌幅居前拱东医疗（-20.85%）、特一药业（-15.98%）、长春高新（-13.26%）。涨跌表现特点：医药板块大小市值均有所下跌，但低估值的医药商业、政策扶持力度较大的中药表现较好，医疗服务、科研服务等跌幅较大。市场波动，医药板块将是抵抗风险最后板

块之一，主要原因体现为：其一医药板块季报增长确定性高；其二由于老龄化强劲需求增长，医保支持增长确定性高，尤其是 2022 年医保结余更为明显；其三医药板块内循环比较明显，风险较低。2023 年充满信心、结构化医药牛市或将开启，三大因素支撑其牛市：①随着辉瑞及默沙东新冠特效药物陆续获批，疫情即将结束，门诊量及手术量陆续恢复将是必然，每年医保支出每年稳定 14% 以上增长，最终医药板块上市公司业绩成长性、稳定性将是资金首选；②医药板块估值仍较低，处于近十年低位；③中药政策及医保、药审政策多点持续回暖。拜耳口服雄激素受体抑制剂达罗他胺 (darolutamide, Nubeqa) 新适应症上市申请获得批准；恒瑞医药的注射用 SHR-A1811 被药监局拟纳入突破性疗法；GSK 宣布美泊利珠单抗在华申报新适应症，用于治疗嗜酸性粒细胞性重度哮喘 (SEA)：达罗他胺是一种口服雄激素受体抑制剂 (ARi)，其与雄激素受体具有高度亲和力并表现出很强的拮抗活性，从而抑制受体功能和前列腺癌细胞的生长；注射用 SHR-A1811 是恒瑞医药自主研发的、以 HER2 为靶点的抗体药物偶联物 (ADC)，可通过与 HER2 表达的肿瘤细胞结合并内吞，在肿瘤细胞溶酶体内通过蛋白酶剪切释放毒素，诱导细胞周期阻滞从而诱导肿瘤细胞凋亡；首款在国内申报 SEA 适应症的药物，此次申请主要是基于 2 项 III 期临床试验 (MENZA 和 SIRIUS)、1 项 II 期临床试验 (DREAM) 和 1 项主要在中国人群进行的 III 期临床试验 (NCT03562195) 的积极数据。具体配置思路：1) 创新药领域：百济神州、恒瑞医药、海思科、荣昌生物、康诺亚、泽景制药-U 等；2) 中药领域：佐力药业、方盛制药、太极集团、康缘药业等；3) 耗材领域：惠泰医疗、威高骨科、新产业等；4) 低值耗材及消费医疗领域：康德莱、鱼跃医疗等；5) 科研服务领域：金斯瑞生物、药康生物、皓元医药、诺禾致源等；6) 眼科服务：华夏眼科、爱尔眼科、普瑞眼科等；7) 其它医疗服务领域：三星医疗、海吉亚医疗、固生堂等；8) 医美领域：爱美客、华东医药等；9) 其它消费：三诺生物，建议关注我武生物等；10) 血制品领域：博雅生物等。

(证券分析师：朱国广)

银行业点评为：超预期降准为银行信贷扩张提供弹药——317 降准点评

事件：3 月 17 日，中国人民银行决定于 2023 年 3 月 27 日降低金融机构存款准备金率 0.25 个百分点 (不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构)。1、本次降准属于“意料之外，情理之中”。所谓“意料之外”，本次降准时点超预期，既无国常会预告也并非置换 MLF，而是在增量续作 MLF 仅两天后宣布，较为罕见。但实为“情理之中”，一是当前经济复苏基础并不牢固，2 月份 CPI 同比涨幅 1%，有效需求不足仍是主要矛盾；二是政策定调“稳增长、稳就业、稳物价”，年初银行积极投信贷，消耗大量存款准备金，客观上需要补充弹药。三是缓解流动性缺口，年初市场降准降息预期落空，央行通过逆回购和超量 MLF 维持流动性，但面临缴税高峰和专项债发行前置的流动性缺口，资金利率水平抬升，市场需要稳定预期。3 月 3 日央行行长易纲表示，“降准仍是一种有效方式支持实体经济”，在两会和换届尘埃落定后终于落地。2、本次降准力度克制，预计释放超 5000 亿资金，降低成本约 56 亿元。1) 从方式来看，本次降准为全面降准，释放货币政策维持宽松的信号，巩固当前经济复苏态势，有助于提振市场信心。2) 从量上看，本次降准 25bp，释放长期资金约 5000 亿元，相对克制，但叠加本周央行通过 MLF 超额续作，净投放 7210 亿元，未来配合结构性货币政策工具，将为银行提供中长期资金弹药。3) 从价

上看，降准为银行释放基础货币，将降低金融机构资金成本每年约 56 亿元，缓解银行负债端压力。 3、本次降准意义在于提振信心，支持信贷扩张，利好股市房市。1) 对经济基本面而言，有利于提振信心、进一步改善融资需求，巩固经济复苏基础。2) 对银行而言，缓解流动性担忧，提供低成本的长期资金，促进降低实体经济综合融资成本。3) 利好股市，提高市场风险偏好，提振估值。4) 对债市，利好短端利率，对长端利率影响有限，债市主线仍取决于宽松预期与实际复苏力度的博弈。5) 利好房地产市场，降准进一步释放稳地产积极信号，有利于降低房企融资难度，提振购房者信心。6) 对于通胀，当前国内通胀温和，核心 CPI 处于低位，需求不足是当前经济的主要矛盾，本次降准对通胀影响有限。 4、展望未来，货币政策延续宽松，超预期降准为信贷扩张提供弹药，负债端压力减轻，利好银行板块。预计一二季度经济延续复苏势头，货币政策延续宽松，但不会“大水漫灌”。本次降准释放宽松信号，打消市场对流动性转向的担忧，更为银行提供信贷扩张的弹药。同时，本次降准力度克制，预计难以触发 LPR 报价 5bp 幅度的下降，因此银行净息差压降压力相对较轻，银行板块“量、价、质”均边际向好。建议关注两条主线，一是区域发展强劲、信贷资源充足、资产质量优异的银行，关注杭州银行、江苏银行、常熟银行、成都银行、苏州银行，二是受益于房地产修复，迎来困境反转的优质银行，例如平安银行、兴业银行。 风险提示：房地产销售回暖和居民消费意愿不及预期，通胀超预期。

(证券分析师：胡翔 研究助理：曹志楠)

推荐个股及其他点评

泰坦科技 (688133)：产品与渠道并重，科研服务平台型领军企业

投资要点 科研服务长坡厚雪，平台型企业更具优势：2015-2021 年高校科研院所与企业端科研经费投入 CAGR 分别为 11%/12%，呈稳健增长态势，我们预计其中科研试剂耗材及设备国内总体市场规模超过 2000 亿。国内研发支出占 GDP 的比例不足 2.5%，与发达国家 3% 以上尚有较大差距，因此我们认为科研服务行业为长期景气度有保障的大赛道。而国内市场长期被国际巨头垄断，国产替代率处于较低水平，但随着国内企业逐步发力，外加疫情催化，国内企业迎来机遇。复盘国际龙头 Fisher Scientific 发展历程及与 Thermo 合并后的财务改善情况，我们认为综合服务平台型企业更具优势。 泰坦科技产品+渠道双轮驱动，持续并购整合打通全产业链：①产品端来看，公司采取自主品牌与第三方品牌结合的销售方式，截至 2022 年 SKU 数量已超 500 万种，形成了完整的产品矩阵，综合服务能力持续领先。此外公司自主品牌 SKU 突破 20 万种，未来还将持续投入研发费用（2018-2021 年 CAGR41%）加码自研品牌，随着自主品牌占比提升，公司毛利率也有望逐步提升。②渠道端来看，2021 年公司全国范围仓储配送体系已主体建设完毕，区域中心仓覆盖区域基本实现次日达。此外公司还建立电商“探索平台”，2019 年线上下单营收占比已提至 11.69%，未来有望进一步提升。从网站访问量数据来看尚未恢复到疫情前水平，我们认为有望于 Q2 修复。③产品+渠道齐发力下，公司业绩保持了高速增长，2013-2021 年营收与归母净利润 CAGR 分别为 42%/43%。公司上市后继续发力制造“重”与技术“深”，还收购安徽天地、战略投资瀚海新酶等优质标的，逐步打通全产业链，与公司现有产品与渠道进一步协同，我们认为未来的业绩高速增长亦有所保障。 盈利预测与投资评级：公司为国内平台型龙头企业，我们预计

公司 2022-2024 年营收分别为 26.3/35.6/48.0 亿元，归母净利润分别为 1.26/2.33/3.26 亿元，当前股价对应 PE 分别为 81/44/31 倍。考虑到泰坦科技经营持续向好，业绩有较大增长潜力，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：国产替代不及预期；经营性现金流风险；市场竞争加剧；业务拓展不及预期等

(证券分析师：朱国广 证券分析师：周新明 研究助理：张坤)

中国石化 (600028)：业绩弹性+央企估值修复，中石化迎良机

投资要点 中国石化：全球炼化龙头，一体化优势有效抵御油价波动风险。公司是世界第一大炼油公司、第二大化工公司，业务板块包括勘探与开发、炼油、化工、营销与分销。公司勘探开发板块毛利率跟随油价正向波动，炼油、化工板块毛利率跟随油价负向波动，营销及分销板块毛利率稳定在 6-7% 左右，一体化特征可较好抵御油价波动风险，在油价高度波动下仍保持相对稳定的业绩表现。国家政策推动增储上产+油价持续高位运行，勘探业务稳健发展。政策层面：双碳背景下，我国能源结构发生调整，注重油气资源的开发。我们预计 2023 年油价仍然高位运行：1) 供给端：全球上游资本开支增幅有限，油价上行并未提高全球资本开支积极性。俄罗斯出口量增加，但产能已进入下降期；OPEC+ 部分国家产量达到极限；美国原油逐步恢复增产，但是产量增幅有限，年均增产不及疫情前水平。2) 需求端：全球原油需求尚未达峰，仍保持增长态势。政策推动以及原油价格高位情况下，公司加大上游勘探板块的资本开支，油气操作成本的管理卓有成效，勘探业务走向高质量发展。政策趋严+成品油需求回暖&海外价差扩大，炼化板块业绩有望改善。政策层面：十四五期间中国将持续推动炼油企业“降油增化”，新增炼化项目成品油收率较低，产品油供给侧发展受限，后续大幅新增炼化产能有限。在此情况下，公司有多个重点炼化项目正在投建，炼化板块未来可期。成品油方面：1) 国内：汽、柴油与原油价差达到阶段性高点，同时国内成品油分项需求回暖。2) 海外：成品油价差扩大，且成品油出口配额增加。公司炼化板块国内外业务利润有望抬升。乙烯方面：国内乙烯进口依赖度高。中石化作为全国第一的乙烯生产企业，长期坚持实施创新驱动战略，在国内率先完成原油直接裂解制乙烯工业试验，产业竞争优势明显。此外，炼化企业持续推进下游新材料产能配套布局，带动乙烯需求提升。央企改革持续推进，公司估值水平有望重估。2023 年 3 月 3 日，国务院国资委召开会议，对国有企业对标开展世界一流企业价值创造行动进行动员部署。石化化工板块的央企具备数量少、体量大的特点。公司业绩表现优异，主业聚集度高，且注重对股东的回报，股息率高于其他两桶油。公司 PB 值远低于其他市值排名靠前的石化化工企业，有望在政策推动下，估值回归理性水平。盈利预测与投资评级：我们预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为 642.08、765.95 和 796.39 亿元，同比增速分别为 -9.83%、19.26%、3.98%，EPS (摊薄) 分别为 0.54、0.64 和 0.66 元/股，2023 年 3 月 17 日收盘价对应的 A 股 PE 分别为 10.61、8.89 和 8.55 倍，A 股 PB 分别为 0.85、0.82 和 0.79 倍。考虑原油价格持续高位保障上游业绩，疫后经济复苏带动成品油需求反弹，2023-2024 年公司业绩增长提速，首次覆盖，给予“买入”评级。股价催化剂：国内经济复苏进程超预期；央企估值利好政策出台；油价持续高位运行；成品油出口配额增加；成品油消费税监管加强。风险提示：地缘政治风险；宏观经济波动风险；成品油需求复苏不及预期。

(证券分析师：陈淑娴 证券分析师：郭晶晶)

小鹏汽车-W (09868.HK): Q4 促销拖累毛利, 期待新车上市贡献增量

投资要点 段落提要: 小鹏汽车 2022Q4 实现营业收入 51.4 亿元, 同环比分别-39.9%/-24.7%, 归母净利润-23.6 亿元, 相比 2021Q4 净利润为-12.9 亿元, 2022Q3 为-23.8 亿元, 同比亏损增大, 环比基本持平。2022 年全年公司实现营业收入 268.6 亿元, 同比+28.0%, 归母净利润-91.4 亿元, 同比去年全年净利润-48.6 亿元亏损明显增加。2022Q4 促销政策拖累毛利率, 期待 2023 年量增+降本下盈利能力迅速改善。2022Q4 汽车业务营收 46.6 亿元, 同环比分别-43.1%/-25.3%, Q4 实现新车交付 22204 辆, 其中 P7/G9 分别为 6880/6189 辆, 占比 58.9%, Q4 单车均价 20.99 万元, 同环比分别+2.4%/-0.6%, 产品结构同比改善带来单车均价提升。2022Q4 公司整体毛利率 8.7%, 同环比分别-3.3/-4.8pct, 其中汽车业务毛利率 5.7%, 同环比分别-5.2/-5.9pct, Q4 行业竞争加剧, 龙头特斯拉 10 月下旬率先降价促销, 小鹏迅速跟进降价刺激终端订单, 带来汽车业务毛利率大幅下滑。2022 年全年毛利率实现 11.5%, 同比-1pct, 汽车业务毛利率 9.4%, 同比-2.1pct。费用方面, Q4 研发费用 12.3 亿元, 费用率 23.93%, 同环比分别+7.0/+2.0pct, 持续高研发支出比例保证技术领先优势; SG&A 费用支出 17.56 亿元, 费用率 34.16%, 同环比分别+10.6/+10.3pct, 渠道门店+充电网络不断完善, 截至 2022 年底, 小鹏汽车销售门店 420 家, 相比 2022Q3 末新增 13 家, 覆盖 143 座城市; 自营充电网络扩至 1014 座, 相比 2022Q3 新增 3 座。坚持智能化长期战略, 调整组织架构重视产品思路补齐短板, 长期依然看好。展望 2023Q1, 公司预计实现交付 1.8~1.9 万辆, 同比降低 45.0%~47.9%, 总收入 40~42 亿元, 同比降低 43.7%~46.3%, 单车收入 22 万元左右 (包括服务及其他收入)。公司预计 3 月交付 6772~7772 辆, 伴随 P7i 正式上市交付, 相比老款 P7 智能辅助驾驶+智能座舱+整车性能与充电效率等全方位提升; Q2 全新 SUV G6 正式上市, 月交付有望实现同环比持续提升。2023 年全年来看, 小鹏汽车持续深耕电动智能核心技术钻研, 重整组织架构, 梳理产品矩阵规划以及渠道建设思路, 并加速推进降本, 毛利率有望环比持续提升, 带动公司整体盈利能力改善。盈利预测与投资评级: 考虑 2023 年整车行业竞争格局恶化, 但公司持续优化内部费用管控, 降本增效, 我们将公司 2023~2024 年收入预测由 562/1003 亿元下调至 413/699 亿元, 盈利预测由-62/-17 亿元上调至-52/-16 亿元, 2025 年营收/利润分别预计为 992/26 亿元, 对应 PE 为 20 倍, 考虑公司智能化领域优势明显, 长期竞争力依然强劲, 维持小鹏汽车“买入”评级。风险提示: 新能源汽车行业发展低于我们预期; 新平台车型不及预期等。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 黄细里 研究助理: 杨惠冰)

耐世特 (01316.HK): 2022 年年报点评: H2 业绩扭亏为盈, 新增订单持续增长

投资要点 公告要点: 公司发布 2022 年年报, 业绩符合我们预期, 2022 年实现营收 38.4 亿美元, 同比+14.3%; 实现归母净利润 0.58 亿美元, 同比-51.0%; 毛利率 9.6%, 同比-1.26pct。22 年下半年经营业绩明显转好, 毛利率回暖净利润实现扭亏为盈。22H2 公司实现营业收入 20.49 亿美元, 相较于 22H1 增长 14.4%, 相较于 21H2 增长 26.1%。22H2 实现归母净利润 0.69 亿美元, 相较于 21H2 增长 95.9%, 相较于 22H1 实现扭亏为盈, 主要得益于下半年芯片短缺缓解+大宗价格回落, 毛利率反转提升, 22H2 毛利率相较于 22H1 增长 2.2pct。北美洲客户贡献半数以上收入, 亚太区客户收入实现快速增长。2022 年

公司分地区收入均实现正向增长，北美洲/亚太区/其他地区（欧洲、中东、非洲、南美洲）客户分别贡献收入 22.5/9.7/6.2 亿美元，同比 21 年分别+14.4%/+19.2%/+5.7%。1) 22 年北美洲客户收入增加主要系下游汽车产量提升以及配套价格提升，同时客户商品补偿款增加；2) 22 年亚太区收入提升主要系下游汽车产量提升及新项目投产，抵消外币换算及客户商品补偿款的影响后，调整后收入同比+24.5%；3) 22 年其他地区收入微增，主要系摩洛哥工厂产值提升，抵消外币换算及客户商品补偿款的影响后，调整后收入同比+12.2%。订单额持续增加，新能源客户预计贡献更多增量。2022 年公司获得订单 63.89 亿美元，其中下半年获取订单 20 亿美元，分产品看 EPS/DL/CIS 分别占 73%/19%/8%，分地区看北美洲/亚太区/其他地区分别占 36%/29%/35%，新能源客户订单占比 83%。公司在 EPS 基盘业务上持续发展，获取大量新能源客户认可，有望借助全球新能源渗透率提升的趋势实现产品快速放量。盈利预测与投资评级：考虑到公司新增订单超预期，但通胀带来的大宗商品涨价超预期，我们将公司 2023/2024 年营收预测由 40.9/45.2 亿美元上调为 41.5/46.0 亿美元，2025 年为 50.4 亿美元，同比分别+8%/+11%/+10%，2023/2024 年归母净利润由 1.24/1.61 亿美元下调为 1.07/1.27 亿美元，2025 年为 1.60 亿美元，同比分别+85%/+19%/+25%，对应 EPS 为 0.04/0.05/0.06 美元，PE 为 14/12/10x，维持“买入”评级。风险提示：全球疫情控制进展低于预期，乘用车行业需求复苏低于预期，芯片供应短缺持续时间超出预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：谭行悦 研究助理：卞学清）

李宁 (02331.HK): 22 年业绩点评:疫情影响短期业绩, 23 年复苏可期

投资要点 公司公布 2022 年业绩: 2022 年收入 258 亿元/yoy+14.3%，净利润 40.64 亿元/yoy+1.3%，受原材料成本上升及疫情冲击下折扣加深影响、毛利率同比-4.6pct 至 48.4%，受益于费用率控制（管理费用/财务费用率降低）、净利率仅同比-2.1pct 至 15.7%。战略聚焦专业产品，鞋类收入大增。1) 分产品，22 年鞋类/服装/器材配件收入分别同比+41.8%/-9.4%/+30.1%，收入占比分别为 52.2%/41.5%/6.3%，鞋类占比提升系战略聚焦专业产品的结果，22 年超轻 19 系列跑鞋销量 314 万双，预计 23 年将继续打造多款爆品（超轻 20、赤兔 PRO、飞电 Challenge），管理层认为 50%鞋+45%服+5%配件为理想的产品收入结构；2) 分渠道，22 年直营/经销/电商收入分别同比+6.6%/+15.3%/+16.7%，收入占比分别为 20.7%/48.5%/29%，直营受疫情影响程度更高。截至 22 年末李宁/李宁 YOUNG（不含国际）销售点分别为 6295/1308 个，同比净增 360/106 个、对应同比+6%/+9%，23 年预计保持开店，李宁/YOUNG 有望分别新开 250/150 家。疫情导致各项经营指标有所转弱，但仍维持合理水平。1) 流水方面，① 22 年：全渠道流水同比中单位数增长，线上/线下分别同比中单位数/低单位数增长，批发流水同比低单位数下滑；② 22Q4：全渠道流水同比 10%-20%低段下降，直营 10%-20%中段下降、批发 20%-30%低段下降、电商中单位数增长。③ 23Q1：环比恢复中，1-2 月因高基数同比略有下滑，3 月增长转正。2) 库存方面，① 22 年渠道库存 20%-30%中段增长，主因生意规模扩大及备货应对复苏；② 22 年整体库销比同比+0.3 个月至 4.2 个月，店铺库销比同比+0.4 个月至 3.6 个月，仍处相对合理水平；③ 库存中 6 个月以下新品占比 88%/-4pct，库存结构未改善，但仍处较健康水平。3) 折扣方面，22 年约 7.2 折，低于疫情

前 7.5 折正常水平，预计折扣将在 23Q1 末恢复正常。盈利预测与投资评级：公司为国产运动服饰龙头，22 年由于 Q2、Q4 国内疫情严重，对经营形成挑战，但公司灵活采取应对措施，尽力平衡流水、折扣、库存指标，全年收入实现双位数增长、但净利受毛利率下降拖累仅实现微增。展望 23 年，基于健康可持续增长考虑，管理层对 23 年业绩指引保持“谨慎乐观”：预计 23 年收入中双位数增长、净利润率中双位数，其中收入增长驱动主要来自：①聚焦专业鞋品，②女子产品增长占比提升，③童装增长占比提升，④运动生活提供更多高品质产品，⑤专业产品占比提升后整体 ASP 上移带动收入增长。考虑 22 年业绩略低于预期、以及管理层谨慎乐观指引，我们将 23-24 年归母净利润从 57.6/70.0 亿元下调至 48.9/59.4 亿元、增加 25 年预测值 70.9 亿元，对应 23-25 年 PE 为 31/26/21X，我们看好公司在健康可持续经营理念下的长期可持续增长，市场份额有望保持提升趋势，维持“买入”评级。风险提示：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)

绿城管理控股 (09979.HK): 2022 年年报点评: 乘政策东风新拓强劲, 稳龙头身位业绩高增

投资要点 事件：公司发布 2022 年年报。2022 年公司实现营收 26.56 亿元，同比增长 18.4%；归母净利 7.45 亿元，同比增长 31.7%，业绩符合我们预期。归母净利润同比高增 31.7%，高分红回馈股东。2022 年公司营收同比增长 18.4%。分业务板块看：其中商业代建收入 16.7 亿元，同比增长 13.0%；政府代建收入 7.8 亿元，同比高增 36.6%；其他服务收入 2.1 亿元，同比增长 6.1%。利润方面：2022 年毛利率 52.3% 同比提升 5.9pct，主要是因为商业代建优化管理模式加强成本管控，毛利率由上年的 44.9% 提升 8.9pct 至 53.8%。公司全年实现毛利润 13.9 亿元，同比增长 33.4%。销管费率 22.9% 保持稳定，归母净利润达 7.45 亿元，同比增长 31.7%。每股派息 0.38 元，分红率达 100%，连续 3 年超 65%。新签约代建费同比增长 21.1%，行业龙头第一身位稳固。公司全年新拓代建项目建面达 2820 万方，同比增长 23.9%；新拓代建项目代建费预估 86.1 亿元，同比增长 21.1%；单位面积代建费 305 元/平保持稳定。公司市占率 25.5% 连续 7 年保持 20% 以上。截至 2022 年末，公司合约项目总建筑面积达 1.014 亿方，同比增长 19.8%；代建项目覆盖全国 120 个城市；在建项目建筑面积 4720 万方，同比增长 7.1%。整体可售货值 6510 亿元，其中主要经济区域项目货值 4821 亿元，占比高达 74.1%。乘“保障房”和“保交楼”政策东风，客户结构多元，政府代建持续发力。2022 年房地产市场景气度下行，央企和城投供地托底土地市场。根据住建部数据，“十四五”期间全国将筹集建设保障房 870 万套。“保交楼”政策下，纾困项目代建市场容量巨大。公司凭借高度的政策敏感性，提前布局，灵活调整客户结构。2022 年新拓代建项目建面中，政府、国企和金融机构委托方的占比高达 76.5%。截至 2022 年末，按合约项目建面测算，政府、国有企业、私营企业和金融机构的占比分别为 32.6%、28.3%、34.1%、5.0%。政府委托方项目占比较去年提升 10.9pct。盈利预测与投资评级：绿城管理控股作为代建龙头企业，市占率稳居行业第一。公司把握政策东风新拓强劲，为未来业绩释放奠定基础。我们预计随着公司不断优化管理模式降本增效，毛利率将平稳上升。我们上调其 2023/2024 年归母净利润至 9.5/12.0 亿元（前值为 9.3/11.8 亿元），预测 2025 年利润为 14.8 亿元，对应的 EPS 分别为 0.47/0.59 元/0.74 元，对应 PE 分别为 13.2X/10.5X/8.5X，维持“买入”评级。风险提示：代建行业竞争加剧，疫情影响项目开工及交付，委托方及供应商风险。

(证券分析师: 房诚琦 证券分析师: 肖畅 研究助理: 白学松)

东方财富(300059): 2022 年报点评: 业绩符合预期, 长期优势不减

投资要点 事件: 东方财富发布 2022 年报, 公司 2022 年实现营收 124.86 亿元, 同比-4.65%, 实现归母净利润 85.09 亿元, 同比-0.51%, 2022 年末归母净资产 651.65 亿元, 同比+47.97%, 整体符合预期。 证券业务稳步增长: 2022 年东方财富证券服务收入同比+2%至 78.57 亿元, 表现相对亮眼。1) 经纪业务市占率稳步提升。2022 年, 东方财富股基成交额 19.24 万亿元, 市占率创下历年新高, 达到 3.89%, 表现优于行业整体(2022 年全市场日均股基成交额同比-11%至 10,132 亿元)。受此推动, 2022 年东方财富证券经纪业务净收入同比+4%至 47.89 亿元, 增势相对稳定。2) 两融业务市场份额同比基本持平, 融出资金减少。截至 2022 年末, 东方财富融出资金同比-16%至 366.21 亿元, 降幅基本与市场一致(市场两融余额同比-16%至 15,404 亿元), 致使公司两融业务市占率(2.38%)较去年同期(2.37%)基本持平。公司 2022 年实现利息净收入 24.39 亿元, 同比+5%, 主要系货币资金及结算备付金利息收入同比+23%至 11.95 亿元。3) 自营业务良好抵御市场波动, 投资收益大幅增长: 东方财富自营投资业务以固定收益类品种为主, 持仓风格相对稳健, 在 2022 年市场行情低迷的背景下收益表现显著优于同业。2022 年, 公司交易性金融资产同比大幅增长 89%至 633.46 亿元, 推动投资收益+123%至 16.36 亿元。 基金业务相对承压: 2022 年东方财富金融电子商务服务(基金销售)收入同比-15%至 43.26 亿元, 受市场震荡影响出现收缩。1) 前端: 天天基金销售额同比下降。2022 年市场大幅波动, 基金申赎端活跃度整体走低。受此影响, 天天基金 2022 年全部/非货币基金销售额分别同比-10%/-11%至 2.01/1.20 万亿元。2) 后端: 非货币基金保有规模大幅下滑。截至 2022 年末, 天天基金非货币保有规模 5,845 亿元, 同比-13%, 降幅大于行业(-3%), 市占率-0.43pct 至 3.75%, 主要系非货币基金中的非权益基金保有规模同比大幅下滑 13%(行业+9%)。 盈利预测与投资评级: 我们下修 2023-2024 年归母净利润预测至 102.15/125.69 亿元(前值分别为 110.40/140.34 亿元), 同比增速分别为 20.04%/23.05%, 对应 2023-2024 年 EPS 调整至 0.77/0.95 元; 预计 2025 年公司归母净利润将达到 156.45 亿元, 同比增速达到 24.48%, 对应 EPS 为 1.18 元。当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 26.27/21.35/17.15 倍。我们认为东方财富作为零售券商龙头, 在行业整体低迷的 2022 年展现出了良好的业绩韧性, 待市场情绪全面回升后有望进一步释放增长潜力, 维持“买入”评级。 风险提示: 1) 国内市场活跃度下降; 2) 宏观经济复苏不及预期。

(证券分析师: 胡翔 证券分析师: 朱洁羽 证券分析师: 葛玉翔)

中航光电(002179): 2022 年年报点评: 军民双驱动, 连接器龙头企业发展强势

事件: 2023 年 3 月 15 日, 公司发布 2022 年年报, 2022 年营业收入 158.38 亿元, 同比增长 23.09%; 归母净利润 27.17 亿元, 同比增长 36.47%。 投资要点 归母净利润同增 36.47%, 净利率提升 1.8pct。归母净利润 27.17 亿元, 同比增长 36.47%; 扣非净利润 26.21 亿元, 同比增长 36.95%; 毛利率 36.54%, 净利率 18.32% (+1.8pct)。2022 年 Q4 公司营收 33.84 亿元, 同比增长 13.18%, 归母净利润 4.33 亿元, 增长 17.63%, 扣非净利润 3.93 亿元, 增长 22.33%, 毛利率 35.09% (+2.09pct), 净利率 13.53% (+0.09pct)。 防务、通讯、智能网联

持续推进，开拓全球业务新布局。华南产业基地一期项目预计 2023 年初投产，洛阳基础器件产业园项目预计 2024 年 3 月投产；公司深入拓展欧洲、东南亚、印度、日韩等新市场，德国子公司正式实现商业运营，越南子公司正式进入国际重点客户全球供应链资源池。公司全面保障防务领域重点型号项目的研制交付；通讯工业领域深入推进客户结构和产品结构调整；新能源汽车领域渗透率不断提升，围绕电动化、智能化、网联化汽车发展方向，不断提升重点车企配套份额。公司全年存货 56.88 亿元再创新高，备产备货充足，合同负债为 8.94 亿元，需求市场高景气，预计随着产能增加，公司业绩将迎新的突破。持续加强技术升级，连接器领域韧性十足。公司占据了国内军用连接器的主要市场，该领域技术门槛以及资质门槛高，可保持高毛利率。公司依托自身优势持在耐高温接触件、大电流充电等方面取得技术突破重点建设自动化装备、数字化和智能化车间，发展应用智能装备，培育新型制造模式，提升现场制造能力，数智化生产效果初显。完成第三期股票激励计划，有效提升公司经营管理水平。本次限制性股票授予董事、高管、核心技术人员等激励对象共 1465 名，授予价格 32.37 元/股，授予的限制性股票总量为 41,383,200 股，占授予日公司总股本的比例为 2.60%；本激励有效期为 5 年，分三次解锁，且公司作为国内连接器龙头企业使得解锁条件容易达到，激励计划有利于充分调动员工积极性和公司的可持续发展。盈利预测与投资评级：基于十四五期间军工行业高景气，并考虑公司军用连接器市场龙头地位以及通信、新能源汽车等业务的快速发展，我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 34.56 (+0.8) /43.27 (+1.16) /52.89 亿元；对应 PE 分别为 25/20/16 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)

中航高科 (600862): 2022 年年报点评: 归母净利润同增 29.4%，有望受益于集团改革增效

事件: 2023 年 3 月 16 日, 公司发布 2022 年年报, 2022 年营收为 44.46 亿元, 同比增长 16.77%, 归母净利润 7.65 亿元, 同比增长 29.4%。投资要点 归母净利润同增 29.4%, 预浸料销售持续增长。公司 2022 年营收 44.46 亿元, 同比增长 16.77%; 归母净利润 7.65 亿元, 同比增长 29.4%。其中航空新材料业务全年营收 43.58 亿元, 同比增长 18.71%。。中航系股权激励“遗珠”, 有望受益于集团改革增效。2022 年隶属于中航工业集团的中航沈飞, 中航西飞, 中航光电等公司均进行了股权激励, 公司作为集团下属少有的未进行股权激励公司, 有望受益于后续的集团改革增效。科技创新加强, 业务拓展和转型升级成果显著。公司在航天新材料业务方面, 航空工业复材民机、商用航空发动机、水陆两栖飞机等重点项目推进顺利, C919、CR929、AG600 等项目均取得阶段性的交付成果; T800 级高性能碳纤维预浸料实现产业化, 全年销售收入约 5 亿元; 民航刹车盘副国产化和高速列车刹车组件应用取得阶段性研发和交付成果。在高端智能装备业务方面, 诸如 B3-2060E 桥式龙门加工中心、九轴五联动卧式车铣复合加工中心等项目均取得阶段性研制进展, 为公司未来发展、转型注入新动力。积极布局航空复材领域, 持续投资巩固行业优势地位。在“2030 碳达峰、2060 碳中和”目标推动下, 我国复合材料行业高速发展, 在航空、汽车、风电以及海洋等其它工业领域需求显著, 为巩固公司在预浸料以及航空复材领域的优势地位, 顺应行业发展趋势, 在股权投资方面, 公司 2022 年对中航赢创复合材料科技公司进行投资, 共计 17185 万

元；在非股权投资方面，公司对先进航空预浸料能力提升以及航空工业复材附属设施建设等项目进行投资，本年度累计完成投资 25164 万元。盈利预测与投资评级：基于十四五期间军工行业高景气，并考虑公司在碳纤维产业链的核心地位，我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 10.23(-0.78)/13.09(-0.68)/16.48 亿元；对应 PE 分别为 32/25/20 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)

洪都航空(600316): 2022 年年报点评: 营收同增 0.5%，仍然看好教练机和防务龙头未来改革增效

事件:2023 年 3 月 16 日，公司发布 2022 年年报，营收 72.51 亿元，同比增长 0.5%；归母净利润 1.41 亿元，同比增长-6.76%。投资要点 持续推进国企改革三年行动，公司减负伴军费增长刺激发展新活力。2022 年公司营收 72.51 亿元，同增 0.5%，归母净利润 1.41 亿元，同增-7%，公司成功实施“债转股”成功化解债务风险，每年减少财务费用 8700 万元。2023 年中国国防费预算总额约为 15537 亿元人民币，同比增长 7.2%。在公司改革卓有成效且 2023 年国家军费增加条件下，“内部外部”双改善公司有望持续受益。两机培养模式刺激高教机需求增长，加强实战训练促进导弹需求增长。我国空军飞行员培养体系正在探索新模式，从以往的三机三级训练体系转向两机两级体系，高教机重要性显著提升。公司产品教 10 是我国最先进教练机，是“初教机直上高教机”新培养体系得以推行的关键；且 L15 教练机可以训练第三、四代飞行员，训练效费比高。公司教练机业务占据“行业需求+行业占有率”双增长优势。近年来，中央军委多次强调加强实战化军事训练，随着训练频次增多及训练强度增大，对于导弹类消耗品的战训消耗和补库需求将不断提升，公司导弹业务有望保持快速增长。教练机和防务产品受“内需+外贸”双驱动，有望创 2023 业务新增长。在 2023 年第十六届阿布扎比国际防务展中，具备空中加油能力的 L15 “猎鹰”教练机首次亮相并已经成功签约向阿出口 L15 “猎鹰”教练机。据 SIPRI 数据，中国军售全国第二 2020 年销售 668 亿美元。在出口贸易增长的刺激下，公司教练机和防务产品有望在 2023 年成为主要增长业务。盈利预测与投资评级：考虑到外部局势变化影响公司上游的供应，我们将 2023-2025 年公司归母净利润调至 1.80 (-2.81) /2.26 (-4.95) /2.71 亿元，对应 EPS 分别为 0.25 元、0.31 元及 0.38 元，对应 PE 分别为 103/82/68 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)

中航电子(600372): 2022 年年报点评: 营收同增 14%，重组落地机载业务上市平台开启新篇章

事件：公司发布 2022 年年度报告：2022 年实现营收 111.86 亿元，同增+13.69%；归母净利润 8.72 亿元，同增 9.17%。投资要点 存货、研发费用大幅增加，业绩有望稳健增长。2022 年实现营收 111.86 亿元，同增+13.69%；归母净利润 8.72 亿元，同增 9.17%，存货 7.11 亿元，同比增长 16.26%；研发费用 1.19 亿元，同比增长 44.04%；存货的增长表明公司拥有充足的订单，对未来航空电子市场需求具有信心；研发资金的持续投入有助于公司开发新技术和产品，维持行业竞争地位，业绩有望稳健增长。与机电龙头企业中航机电合并，集团

积极认购并购配套资金彰显信心。公司将依托中航机电优质资产拓展飞行控制、航空电源等相关业务，各子公司将根据自身优势进行独立发展，深化业务协同，实现降本增效，为公司股东带来更多价值实现空间。此外，公司控股股东中航科工和实际控制人中航工业旗下子公司积极认购公司并购配套资金合计 116000 万元，占总认购金额的 23.2%，表明集团与公司的整体战略愿景和目标上保持一致，对上市平台发展潜力和市场竞争能力充满信心。积极布局航空民营领域，C919 飞机机载系统国产替代空间大。公司创建民机研发体系并成为 C919 项目航电产品供应商；中航机电为该项目液压系统供应商。航电产品和液压系统在国产化比例有较大的提升空间，国产替代需求显著。随着东航接收首架 C919 飞机，国产大飞机千亿市场正式开启，为公司机电系统业务带来广阔市场前景。预期关联交易增长显著，助力业务发展。公司 2023 年预计关联交易金额从 2142500 万元增加为 5388500.00 万元，增幅达 151.03%，其中销售和采购产品预计关联交易金额从 1050000 万元增加到 2770000 万元，增幅达 163.81%。集团内部关联销售和采购额度的提高表明 2023 年合并公司平台的配套机载系统业务增速有望保持较高水平。盈利预测与投资评级：基于十四五期间军工行业高景气，并考虑公司在航空机载业务的核心地位，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 11.44 (-1.51)/14.43 (-1.40)/17.75 亿元；对应 PE 分别为 29/23/19 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)

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>