

## 东吴证券晨会纪要

### 东吴证券晨会纪要 2023-03-29

#### 宏观策略

2023年03月29日

##### 宏观点评 20230328: 工业企业的“无利润”复苏?

开年以来,服务业复苏较快、而工业企业复苏偏慢,但这次工业企业“无利润”的复苏仍在市场意料之外,背后原因是什么?我们认为1-2月工业企业利润主要受到内外需求不足的拖累。

##### 宏观点评 20230328: 社零与消费税走势为何背道而驰?

为何社零与消费税走势背道而驰?我们认为主要原因是消费税的提前入库以及消费税和社零的统计差异,消费复苏的烟火气仍在,而经济已经进入去库存阶段,是否能加速过度到主动补库将是复苏斜率的重要影响因素。

晨会编辑 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

#### 固收金工

##### 固收周报 20230326: 2月债券托管量数据中的机构持仓特征

2023年2月债券托管量数据公布,如何看待不同机构的持仓特征?美国3月如期加息25bp,后续加息节奏怎么看?

##### 固收点评 20230325: 中资地产美元债数据跟踪半月报 (20230313-20230324)

20230313-20230324期间,价格涨幅前五的债券分别为:景程发行的 TIANHL 13 11/06/22 (55.43%)、景程发行的 TIANHL 13 3/4 11/06/23 (46.95%)、景程发行的 TIANHL 12 10/24/23 (44.38%)、新湖控股发行的 XINHUZ 11 06/06/25 (26.51%)、中梁控股发行的 ZHLGHD 12 04/17/23 (20.2%)。价格跌幅前五的债券分别为:银城国际发行的 YCINTL 12 1/2 09/12/23 (-64.48%)、建业地产发行的 CENCHI 7 1/4 04/24/23 (-40.88%)、远洋地产宝财发行的 SINOCE 6.876 PERP (-39.43%)、建业地产发行的 CENCHI 7.65 08/27/23 (-37.93%)、建业地产的 CENCHI 7.9 11/07/23 (-32.33%)。

##### 固收点评 20230325: 绿色债券周度数据跟踪 (20230320-20230324)

观点 一级市场发行情况: 本周(20230320-20230324)银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券24只,合计发行规模约796.14亿元,较上周增加708.53亿元。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。发行人地域以北京市、广东省、广西壮族自治区、湖北省、江苏省、山东省、上海市、天津市、新疆维吾尔自治区和浙江省为主。发行债券种类为公司债、企业债、超短期融资券、商业银行普通债、政策性银行债、中期票据和资产支持票据。

##### 固收点评 20230325: 二级资本债周度数据跟踪 (20230320-20230324)

一级市场发行与存量情况: 本周(20230320-20230324)银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债10只,发行规模为1,532.00亿元,较上周增加了1,532.00亿元,发行年限为10Y和15Y,发行人性质为地方国有企业、中央国有企业和民营企业,发行人以国有商业银行、农商行和城商行为主,主体评级为AAA、AA、AA+、AA-,发行人地域为北京市、

安徽省、河北省和浙江省。截至 2023 年 3 月 24 日，二级资本债存量余额达 35,781 亿元，较上周末（20230317）增加 1,203 亿元。

**固收点评 20230324: 瑞信 AT1 事件或为区域性特例, 对国内银行二永债影响有限**

制度方面，资本管理办法明确“核心一级资本应首先并按比例承担绝大多数损失”，说明我国按常规先股后债的顺序吸收损失；减记风险方面，我国二永债是否减记实际取决于银行资质及发生风险事件后国家监管态度，受瑞信事件影响有限；市场方面，瑞信宣布合并后二永债信用利差走势未呈现显著波动，侧面印证此次事件未明显波及我国二永债，或主要系中国金融系统相对安全稳定、防范系统性金融风险意识较强且商业银行资本盈余相对充沛所致，建议持续关注资本管理新规实行后银行资本充足率的变动情况。

**行业**

**AI 时代新起点, 寻新投资方向 (一) 海外应用映射之生产力篇**

映射到国内的投资机会: 关注在垂类领域有较深 know how 和客户资源积累、同时在 AI 技术上有前瞻布局的公司。 •1) 办公、创意领域: 推荐昆仑万维, 建议关注万兴科技、金山办公、福昕软件、美图、创梦天地等; •2) 营销环节: 推荐蓝色光标, 建议关注利欧股份、天娱数科、易点天下等; •3) 虚拟人领域: 建议关注天娱数科、立方数科、风语筑、天下秀、捷成股份、新华网等; •4) 垂类 SaaS 服务: 吉宏股份、光云科技等。

**环保行业点评报告: 《排污许可管理办法》(修订征求意见稿) 公开征求意见, 排污行为管理将进一步加强**

全国碳市场碳排放配额 (CEA) 行情: 2023 年 3 月 27 日, CEA 涨跌幅 0.00%; 收盘价 56.00 元/吨; 成交量 8900 吨; 成交额 498,400.00 元。

**推荐个股及其他点评**

**巨子生物 (02367.HK): 2022 年年报点评: 可复美增速亮眼, 产品矩阵日趋完善**

公司是我国重组胶原领域引领者, 品牌力和产品力领先, 未来拓展肌肤焕活可期。基于好于同业的优异表现, 我们将公司 2023-24 年归母净利润从 13.13/17.10 亿元上调为 13.21/17.12 亿元, 分别同增 32%/30%, 预计 2025 年归母净利润为 22.08 亿元, 同增 29%, 当前当前市值对应 2023~25 年 PE 为 34x/27x/21x, 维持“买入”评级。

**垒知集团 (002398): 2022 年年报点评: 22Q4 营收承压, 成本下行毛利率改善**

盈利预测与投资评级: 外加剂业务受益于客户集中度提升和小企业加速退出, 公司份额提升、销量快速增长, 同时技术服务属性带来附加值提升逐渐显现; 检测业务“跨区域、跨领域”战略推进外延并购加快落地, 提高业绩的同时进一步增强了建设综合技术服务实力, 后续区域扩张值得期待。考虑到公司跨区域和跨领域扩张潜力, 我们调整公司 2023-2025

年归母净利润为 4.12/4.95/5.87 亿元 (23-24 年前值为 4.05/4.88 亿元), 当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 11X/10X/8X, 维持“增持”评级。

**新宙邦 (300037): 2022 年报点评: 电解液单吨盈利承压, 氟化工维持高景气**

盈利预测与投资评级: 考虑到电解液行业竞争加剧, 我们下修公司 23-25 年归母净利 14.13/20.28/30.18 亿元 (原预期 23/24 年归母净利 18.36/24.79 亿元), 同比-20%/+44%/+49%, 对应 PE 为 26/18/12X, 考虑公司氟化工业务高景气, 给予 23 年 35x, 目标价 66 元, 维持“买入”评级。风险提示: 销量不及预期, 盈利水平不及预期

**福莱特 (601865): 2022 年年报点评: 行业底部凸显龙头优势, 1600 吨大窑炉蓄势待发**

盈利预测与投资评级: 基于光伏玻璃产能相对过剩导致价格承压, 我们下调公司 2023-2024 年归母净利润预测至 31.3/43.3 亿元 (前值为 35.2/53.4 亿元), 我们预计 2025 年归母净利润 57.8 亿元, 同比+47%/+38%/+34%, 基于公司光伏玻璃龙头地位, 我们给予公司 2023 年 30 倍 PE, 目标价 43.8 元, 维持“买入”评级。

**新奥股份 (600803): 新奥股份 2022 年年报点评: 一体化优势, 零售稳增直销打开空间**

盈利预测与投资评级: 公司已完成新奥能源和舟山接收站资产的注入, 实现天然气全产业链布局, 天然气业务稳健发展, 龙头地位日益稳固。我们上调 2023-2024 年公司归母净利润 66.51/79.20 亿元 (前值 56.01/69.52 亿元), 2025 年达 94.12 亿元, 同增 13.81%/19.07%/18.84%, 对应 PE 8.8/7.4/6.2 倍 (估值日期 2023/3/27), 维持“买入”评级。

**用友网络 (600588): 2022 年报点评: 坚定推进战略转型, 抢抓信创国产化机遇**

盈利预测与投资评级: 央国企 ERP 国产化迫在眉睫, 用友在大型客户领域积淀深厚, 连续多年被 Gartner 评为中国大型 ERP 市场占有率第一名。我们认为, 随着 ERP 国产化打开市场空间, 用友网络业绩有望迎来快速增长。但由于公司攻关大客户, 投入有所加大, 我们下调 2023 年归母净利润为 7.44 (-1.46) 亿元, 上调 2024 年归母净利润为 14.87 (+3.62) 亿元, 给予 2025 年归母净利润 23.52 亿元, 维持“买入”评级。

**璞泰来 (603659): 2022 年报点评: 受降价影响单位盈利下滑, 业绩符合市场预期**

盈利预测与投资评级: 考虑到负极行业竞争加剧, 我们下修公司 23-25 年归母净利至 40.13/52.43/69.47 亿元 (原预期 23/24 年归母净利 42.26/57.14 亿元), 同增 29%/31%/32%, 对应 PE 为 17/13/10X, 考虑公司为负极行业龙头, 给予 23 年 25x, 目标价 72 元, 维持“买入”评级。风险提示: 销量不及预期, 盈利水平不及预期

**赛腾股份 (603283): 2022 年报点评: 归母净利润同比+71%, 看好 2023 年消费电子&半导体设备齐放量**

盈利预测与投资评级: 考虑到公司在手订单充足, 我们调整 2023-2024 年公司归母净利润分别为 4.12 和 5.65 亿元 (原值 4.07 和 5.14 亿元), 并预计 2025 年归母净利润为 7.51 亿元, 当前市值对应动态 PE 分别为 22、16 和 12 倍。作为消费电子设备龙头企业, 公司横向拓展半导体、新能源汽车、光伏等新领域, 成长性较为突出, 维持“增持”评级。风险提示: 实控人减持风险、客户集中度较高、市场竞争加剧等。

**荣盛石化 (002493): 溢价近 9 成引入沙特阿美战投, 持续保障原料供应**  
荣盛石化事件点评

**中海油服 (601808): 2022 年年报点评: 需求回暖, 海上油服巨头业绩改善**

中海油服 2022 年年报点评

**中国财险 (02328.HK): 2022 年业绩发布会交流与思考: 承保盈利指引彰显强大信心**

公司管理层明确提出车险综合成本率 (COR) 压缩在 97% 以内, 力争通过定价能力、渠道建设、理赔能力建设、营运车辆管理的改善, 力争做到 95%-96% 区间。2022 年 COR 为 95.6%, 同比下降 1.7 个 pct. (1Q22 至 4Q22 单季度 COR 分别为 96.0%、94.8%、94.5% 和 96.9%), 贡献承保利润 113.05 亿元, 同比增长 69.4%, 主要得益于因疫情管控车险赔付率同比下降 2.0 个 pct. 至 68.1% (1H22: 69.7% 和 2H22: 66.5%), 而费用率同比上升 0.3 个 pct. 至 27.5% (1H22: 25.7% 和 2H22: 29.2%)。展望 2023 年, 虽然面临车辆出险率回归疫情前平均水平, 但公司管理层有信心通过未决赔款准备金调整及定价和渠道的综合优势实现承保盈利同比平稳, 甚至优于 2022 年的历史较好水平。车险业务结构持续优化, 大力发展家自车业务, 新能源车险承保盈利。2022 年公司汽车险续保率同比提升 1.3ppts 至 74.4%, 处于历史较高水平; 家自车续保率同比提升 0.8ppts 至 76.7%; 家自车承保数量同比增长 6.3%, 高于整体车险承保数量增速 (4.7%); 家自车承保数量占比同比提升 1.1ppts 至 83.3%。2022 年公司新能源车险 COR 在 97% 以内, 与燃油车的承保盈利差距逐步拉平。2022 年公司新能源车险保费收入同比增长 72.7%, 占车险总保费比例由 4.7% 提升至 7.6%。公司在数据、定价、技术、机制和渠道等领域的规模经济优势逐步展现, 夯实未来承保盈利基础。非车险通过降赔减损和风控手段力争实现 2023 年承保盈利。4Q22 责任险 (单季度承保亏损 -22.75 亿元) 和企财险 (单季度承保亏损 -4.87 亿元) 出现承保亏损, 主要系公司于年末收官加大风险业务赔付确认, 夯实来年承保业绩。公司通过推出独立核保人的制度, 提升垂直管理能力, 推动承保理赔综合治理和推进业务管理委员会制度, 优化非车业务风险管控能力, 充分吸取此前融资性信保业务风险敞口教训。2023 年非车承保改善力度是全年胜负手, 我们预计有望实现盈亏平衡。

**博雅生物 (300294): 2022 年年报点评: 业绩符合预期, 血制品业务稳步发展**

我们维持 2023-2024 年净利润预期 5.5/7.3 亿元, 预计 2025 年净利润 8.7 亿元, 对应 2023-2025 年 EPS 为 15.30/16.67/18.31 元。当前市值对应 2023-2025 年 PE 33/25/21 倍。血制品行业成长空间广阔, 行业集中度高, 叠加华润集团助力, 公司浆站获批和采浆量有望实现快速提升, 维持“买入”评级。

**亚盛医药-B (06855.HK): 2022 年年报点评: 耐立克加速放量, 业绩符合预期**

盈利预测与投资评级: 我们预计随着耐立克销售放量, 公司收入将迅速增长, 预计 2023-2025 年的营业收入分别为 4.05/7.93/12.55 亿元。考虑公司收入快速增长, 首次覆盖给予“买入”评级。

## 宏观策略

### 宏观点评 20230328: 工业企业的“无利润”复苏?

开年以来,服务业复苏较快、而工业企业复苏偏慢,但这次工业企业“无利润”的复苏仍在市场意料之外,背后原因是什么?我们认为1-2月工业企业利润主要受到内外需求不足的拖累。1-2月工业企业生产平稳,但利润端让人大跌眼镜。2023年1-2月全国规模以上工业企业实现利润总额8872.1亿元,同比下降22.9%(按可比口径),录得近两年来的最低增速。开年工业企业生产总体表现平稳,可利润端并未见到起色,反而增速快速下滑。成本费用刚性下,收入更加明显的下滑导致企业利润率下降。价、量、利润率拆解来看,价下量上,利润率下行。具体来说,1-2月工业增加值累计同比增速为2.4%,而在高基数影响之下,PPI累计同比增速为-1.1%。1-2月营收利润率同比增速为-23%,可见利润率的回落是造成规上企业利润下降的主要原因,而利润率的下降与成本和费用的相对刚性有关。由于企业营收同比下滑1.3%,下降速度快于费用下滑的0.2%,导致1-2月每百元营业收入中的成本升至84.9元,同比增长0.9元;每百元营业收入中的费用升至8.5元,同比增长0.2元,近两年内同比增长首次由负转正。上中下游企业皆受到来自不同方面的影响,为利润端不断施压。从上游来看,煤炭开采业利润占比自去年以来就处于高位。然而,主力电厂暂无采煤计划、中小企业也在等待降价,这促使了煤价的不断调低,使工业企业中重要性较高的煤炭开采业利润空间变窄。从中游来看,计算机和电子设备制造业严重受到外需大幅下滑的影响。结合集成电路出口相关数据来看,集成电路出口数量和金额均呈下行趋势,2月时出口金额降幅超出口数量降幅,海外对我国电子产品的需求韧性受损,企业压力较大。从下游来看,汽车制造业的负增长与国内“汽车全面降价潮”相关:近期为促进汽车需求、处理库存、适当回收成本,有诸多降价政策被陆续推出,而降价也在一定程度上会对车企盈利能力产生负面影响。不同工业企业类型利润总额增速齐下降。分企业经济类型来看,1-2月规模以上工业企业中,国有及国有控股企业利润总额增速为-17.5%(上年12月为3%),股份制企业为-19.4%(上年12月为2.7%),私营企业为-19.9%(上年12月为-7.2%),外商及港澳台商投资企业为-35.7%(上年12月为-9.5%),四种企业类型利润总额增速齐下跌,其中外资企业利润增速的下降较为明显。工业企业利润向上游采矿业聚集。分不同行业来说,以利润占比来看,1-2月工业企业利润总额主要来自于上游的煤炭开采和洗选业(16.4%)、石油和天然气开采业(7.2%)、化学原料和化学制品制造业(5.6%)、有色金属矿采选业(5%)和非金属矿物制品业(3.7%),上游企业利润合计占比从上年12月的28.5%提高至40.2%,重要性提升。而中游企业利润占比从上年12月的36.8%下滑至17.2%;下游行业利润占比基本不变,从上年12月的35%小幅下滑至34.8%。以利润同比增速来看,上游采矿业利润总额增速表现较佳。而更多行业利润总额同比增速大幅下滑。总的来说,上游采矿业利润在占比和增速上均占优势,工业企业利润向上游采矿业聚集。目前来看,制造业受内外需压力较大,工业企业利润上行仍有压力,我国经济复苏的主旋律在于服务业和建筑业。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。工业企业当期赊销商品较多,资金回收较慢。

(证券分析师:陶川 证券分析师:邵翔)

### 宏观点评 20230328: 社零与消费税走势为何背道而驰?

1-2 月社零和消费税增速一升一降, 消费复苏到底如何? 根据公布的 1-2 月经济数据来看, 社零同比增速达 3.5%, 走出 2022 年下半年的同比萎缩区间。正当市场认为在政府各类“促消费”举措的刺激下, 社会消费正处于稳步恢复阶段时, 随之公布的财政数据却又给人“当头一棒”: 1-2 月消费税大幅回落, 其同比增速为-18.4%, 为近两年以来的最低值。为何社零与消费税走势背道而驰? 我们认为主要原因是消费税的提前入库以及消费税和社零的统计差异, 消费复苏的烟火气仍在, 而经济已经进入去库存阶段, 是否能加速过度到主动补库将是复苏斜率的重要影响因素。高基数效应是造成消费税负增长的部分原因, 但并非是使消费税与社零走势分化的“导火索”。据财政部发布的官方解释, 消费税同比下降-18.4%的主要原因系“2022 年同期基数较高”。参考 2015 至 2021 年 1-2 月消费税变动范围 2027-3720 亿元, 2022 年 1-2 月 4372 亿元的消费税水平的确是属于较高水平, 使 2023 年同期消费税在高基数下负增长。然而, 2022 年 1-2 月社会消费品零售总额水平同样高于 2015 至 2021 年同期变动区间, 但在上行空间有限的情况下, 2023 年 1-2 月社零仍实现了 3.5% 的正增长。同处于高基数效应下的社零数据能继续上行, 证明高基数并非是消费税与社零走势分化的主要因素。2022 年消费税“反常态化”入库时间或使 2023 年开年消费税缩水明显。中央税包括关税、消费税、海关代征的消费税和增值税以及车辆购置税四种, 中央政府可以控制中央税的入库时间。其中, 消费税和海关代征的消费税在税收中的占比较高, 可视为政府控制税收入库时间的重要工具。观测近年趋势, 中央税通常延迟到次年一季度入库的较多, 主要原因在于推迟入库时间能有效地平滑跨年财政收入的波动。具体来说, 推迟税收入库可以避免税收收入基数的抬高, 也使次年财政目标更易完成。但 2022 年由于财政收支平衡压力加大, 中央税不得不提前至本年年末入库, 导致消费税入库时间被打乱, 2023 年开年消费税缩水明显。这也使得消费税同社零发生背离走势。从统计方式来看, 消费税和社零统计项目有较大差异, 社零涵盖范围更广。经过多次对消费税的改革调整, 目前我国现行消费税主要是对少数消费品进行征收, 包括烟、酒、高档化妆品、成品油等 15 个具体税目。相比较, 社零数据涵盖的消费品范围更广, 虽然两者细分项目略有重叠, 但两者统计出入仍比较大。目前大多消费税税目在生产环节征收, 不太符合社零数据逻辑。消费税的征税模式通常有两种: 一种是在生产环节征收消费税, 另一种是在零售环节征收。我国共对消费税税目征收环节进行了五次改革, 现我国消费税征收环节具体情况为: 除了贵重首饰及珠宝玉石只在零售环节征税、超豪华小汽车以及卷烟和电子烟分别在零售环节和批发环节再加征一道消费税以外, 其他应税消费品均在生产环节征税。因此, 现在消费税的征收环节主要还是在生产环节, 税款由生产企业先行缴纳, 待出售后才能转嫁至消费端, 所以消费税整体与社零数据的统计逻辑不太匹配。烟酒类商品零售额与消费税的增速走势更呼应, 但仍有一定偏差。根据《中国税务年鉴》, 消费税中占比最高的税目依次为烟类消费税(约占 50%)、成品油消费税(约占 35%)、汽车类消费税(约占 10%)和酒类消费税(约占 3%)。与社零中相关细项的增速走势结合来看, 我们发现消费税增速走势确与烟酒类零售额增速的适配度更高, 主要原因在于烟酒类消费税在消费税整体中的占比最高。不过, 消费税与烟酒类零售额增速也会时常出现偏离, 我们认为原因仍在于消费税主要在生产环节和委托加工环节课征。基于此, 消费税和社零增速的分化可以看作是下游产商在累库还是去库的侧面验证指标: 如

果消费税增速明显快于相关消费零售增速，说明生产比销售增速要快，处于累库存阶段；反之亦然。 综上原因，1-2月社零数据与消费税数据的“背道而驰”并不显奇怪，社零数据为更优观测指标。在消费税入库时间可控、涵盖消费品范围更窄、绝大多数应税消费品只在生产环节一次性征收等因素的共同作用下，在今年年初市场普遍认为消费逐渐转好之际，消费税仍出现了较大偏差，因此用消费税观测消费恢复情况并不是最优解。相比之下，或许社零数据更能反映消费复苏态势，1-2月社零增速的上行也说明“烟火气”愈发升腾，经济可能已经进入去库存阶段，而是否能从被动去库向主动补库转变，则是经济复苏是否可持续的重要看点。 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 20230326：2月债券托管量数据中的机构持仓特征

观点 2023年2月债券托管量数据公布，如何看待不同机构的持仓特征：分机构投资者净增持来看：配置盘中商业银行大幅增配，对利率债增持力度显著加大。2月商业银行总体增持14275亿元债券，较上月多增持1334亿元。分券种看，商业银行对国债、地方政府债和政策性金融债分别增持2396亿元、5551亿元和3190亿元。配置盘中保险机构增持力度减小，2月增持规模由615亿元下降至249亿元。分券种看，保险机构对政金债减持规模由78亿元扩大至251亿元，对地方债增持规模由366亿元减少至280亿元，对信用债也小幅减持，但对国债和同业存单有所增持。交易盘中证券公司2月对债券的持有量由降转升，主要增持同业存单和信用债。7月证券公司由减持315亿元转为增持790亿元债券，增量环比增加1105亿元。其中，国债减持150亿元，其余主要券种均为增持。境外机构2月对债券的减持力度缩小。2月境外机构减持债券764亿元，较上月的减持力度进一步下降。其中，国债、政金债分别减持657亿元、176亿元，同业存单由减持158亿元转为增持82亿元。质押式回购余额季节性下滑，债市杠杆率环比下降。2023年2月，银行间质押式回购余额为85753亿元，环比下降21357亿元，债市杠杆约为107.36%，环比下降2.12个百分点，同比上升0.19个百分点。通过观察托管量数据，由于中美利差的倒挂程度减轻，境外机构对债券的减持力度有所缓解；境内机构方面，银行、保险等配置机构仍是增持债券的主力，但是保险的增持规模有所减弱，而交易性机构配置意愿上升，广义基金的减配力度明显下降，证券公司转为增持债券。2月商业银行对利率债的增持力度较大，在经济复苏预期相对较低的情况下，未来经济数据和政策转向力度将主导未来债市的波动，重点关注二季度末左右，经济数据得到验证所带来的利率高点的配置机会。 美国3月如期加息25bp，后续加息节奏怎么看：美联储3月加息25bp，联邦基金利率上调至4.75%-5%，符合我们此前的预期。我们认为利率决议中主要有如下关注点：(1)加息终点或将来临。决议中“持续提高利率目标区间”的措辞修改为“一些额外的政策紧缩可能是适当的”，鲍威尔在记者会上也再次强调了“一些”和“可能”的措辞，或暗示此轮加息周期接近尾声。(2)此次银行业流动性危机具有紧缩效应。美国银行体系健全而富有弹性，近期银行风险事件或导致信贷条件收紧，未来将谨慎加息。(3)美国通胀仍具韧性，联储抗击通胀的决心较为坚定。决议中“通胀

有所放缓但仍处高位”修改为“通胀依然高企”及“坚定地致力于恢复2%的通胀目标”，2月核心CPI环比有所反弹，住房通胀依然坚挺，非农就业保持强劲，未来通胀回落速度偏慢。联储或将维持更长时间的高利率环境，点阵图显示降息时点将在2024年开启，且对2024年底的利率预测由4.1%上升至4.3%。向前看，我们认为对联储下一次加息节奏的预期需持续关注本轮银行业风险事件的进展及未来的通胀形势。若此次风险事件能够妥善解决，我们预计联储5月将再次加息25bp后停止加息，但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：徐津晶 研究助理：徐沐阳)

### 固收点评 20230325：中资地产美元债数据跟踪半月报 (20230313-20230324)

观点 中资地产美元债价格异动情况：20230313-20230324期间，价格涨幅前五的债券分别为：景程发行的 TIANHL 13 11/06/22 (55.43%)、景程发行的 TIANHL 13 3/4 11/06/23 (46.95%)、景程发行的 TIANHL 12 10/24/23 (44.38%)、新湖控股发行的 XINHUZ 11 06/06/25 (26.51%)、中梁控股发行的 ZHLGHD 12 04/17/23 (20.2%)。价格跌幅前五的债券分别为：银城国际发行的 YCINTL 12 1/2 09/12/23 (-64.48%)、建业地产发行的 CENCHI 7 1/4 04/24/23 (-40.88%)、远洋地产宝财发行的 SINOCE 6.876 PERP (-39.43%)、建业地产发行的 CENCHI 7.65 08/27/23 (-37.93%)、建业地产的 CENCHI 7.9 11/07/23 (-32.23%)。不同企业性质、资产规模、剩余期限、评级下加权平均收盘价格及收益率表现：截至2023年3月24日，分企业性质来看，各类企业发行中资地产美元债平均收盘价格及收益率分别为：民营企业(38.67元, 753.17%)，较两周前同比下跌1.84元，收益率上行显著；国有企业(90.04元, 21.01%)，较两周前同比上涨2.86元，收益率略有下行；外资企业(41.81元, 1253.59%)，较两周前同比下跌1.11元，收益率略有下行；公众企业(47.59元, 1363.21%)，较两周前同比下跌4.16元，收益率较大幅上行。截至2023年3月24日，分企业资产规模来看，不同资产规模企业发行中资地产美元债平均收盘价格及收益率分别为：资产规模≤1000亿元(61.94元, 536.21%)，较两周前同比下跌1.77元，收益率略下行；1000-5000亿元(43.38元, 533.56%)，较两周前同比下跌0.96元，收益率上行显著；5000-10000亿元(62.70元, 95.00%)，较两周前同比下跌3.02元，收益率略有上行；10000-15000亿元(62.27元, 298.95%)，较两周前同比上涨0.23元，收益率略有上行；>15000亿元(8.75元, 3659.39%)，较两周前同比下跌1.40元，收益率上行显著。截至2023年3月24日，分债券剩余期限来看，不同剩余期限的中资地产美元债平均收盘价格及收益率分别为：剩余期限≤0(17.01元, 1196.16%)，较两周前同比下跌2.53元，收益率显著上行；0-1Y(54.36元, 770.92%)，较两周前同比下跌0.10元，收益率大幅下行；1-3Y(79.42元, 145.38%)，较两周前同比上涨0.65元，收益率较略有上行；3-7Y(63.59元, 22.52%)，较两周前同比下跌7.27元，收益率略有上行；>7Y(101.68元, 6.14%)，较两周前同比上涨1.40元，收益率略有下行。截至2023年3月24日，分发行人主体评级来看，不同评级企业发行中资地产美元债平均收盘价格及收益率分别为：AAA(67.65元, 49.49%)，较两周前同比下跌0.75元，收益率略有上行；AA+(19.21元, 388.91%)，较两周前同比下跌2.06元，收益率上行显著；BBB(47.55元, 241.69%)，

较两周前同比下跌0.03元,收益率略有下行;BB+(17.79元,606.96%),较两周前同比下跌1.00元,收益率下行显著;BB(56.92元,2493.30%),较两周前同比上涨0.13元,收益率上行显著;BB-(12.85元,3477.72%),较两周前同比下跌0.64元,收益率下行显著;B+(43.92元,228.13%),较两周前同比下跌9.08元,收益率略有上行。风险提示: Bloomberg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 20230325: 绿色债券周度数据跟踪 (20230320-20230324)

**观点** 一级市场发行情况: 本周(20230320-20230324)银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券24只,合计发行规模约796.14亿元,较上周增加708.53亿元。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。发行人地域以北京市、广东省、广西壮族自治区、湖北省、江苏省、山东省、上海市、天津市、新疆维吾尔自治区和浙江省为主。发行债券种类为公司债、企业债、超短期融资券、商业银行普通债、政策性银行债、中期票据和资产支持票据。二级市场成交情况: 本周(20230320-20230324)绿色债券周成交额合计245亿元,较上周减少5亿元。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151亿元、57亿元和22亿元。分发行期限来看,3Y以下绿色债券成交量最高,占比约78.67%,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、公用事业和交通运输,分别为185亿元、110亿元和13亿元。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222亿元、43亿元和29亿元。估值偏离%前三十位个券情况: 本周(20230320-20230324)绿色债券周成交均价估值偏离幅度不大,折价成交幅度高于溢价成交,折价成交比例低于溢价成交。折价个券方面,折价率前二的个券为G20桐乡(-20.05%)和21滙财G1(-4.43%),其余折价率均在-1%以内,主体行业以公用事业和金融为主,中债隐含评级以AA评级为主,地域分布以北京市、四川省和广东省居多。溢价个券方面,溢价率前三的个券为PRG丹徒1(5.25%)、21金牛环绿债01(1.64%)和22TCL集GN002(0.86%),其余溢价率均在0.5%以内。主体行业以公用事业和金融为主,中债隐含评级以AA+评级为主,地域分布以北京市、广东省和四川省居多。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 20230325: 二级资本债周度数据跟踪 (20230320-20230324)

**观点** 一级市场发行与存量情况: 本周(20230320-20230324)银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债10只,发行规模为1,532.00亿元,较上周增加了1,532.00亿元,发行年限为10Y和15Y,发行人性质为地方国有企业、中央国有企业和民营企业,发行人以国有商业银行、农商行和城商行为主,主体评级为AAA、AA、AA+、AA-,发行人地域为北京市、安徽省、河北省和浙江省。截至2023年3月24日,二级资本债存量余额达35,781亿元,较上周末(20230317)增加1,203亿元。二级市场成交情况: 本周(20230320-20230324)二级资本债周成交量合计约1,590亿元,较上周增加131亿元,成交量前三个券分别为23农行二级资本债01A(127.08亿元)、23中行二级资本债01A(118.49亿元)、18农业银行二级01(48.42亿元)。分发行主体地域来看,成交量前三为北京市、上海市和浙江省,分别约为1184亿元、133亿元和75亿元。从到期收益率角度来看,截至3月24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：2.00BP、0.01BP、-1.99BP；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：2.96BP、0.05BP、-1.95BP；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：0.49BP、-1.73BP、-3.73BP。估值偏离%前三十位个券情况：本周（20230320-20230324）二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交幅度和成交比例均低于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为 22 东莞农商行二级资本债 01（-0.79%）、20 稠州银行二级（-0.79%）和 20 绍兴银行二级 03（-0.71%），其余折价率均在-0.5%以内。中债隐含评级以 AA+评级为主，地域分布以北京市、安徽省和浙江省居多。溢价个券方面，溢价率前二的个券为 22 柯城农商二级 01（1.83%）和 22 长城华西二级资本债 01（1.13%），其余溢价率均在 0.8%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。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 20230324：瑞信 AT1 事件或为区域性特例，对国内银行二永债影响有限

事件 2023 年 3 月 19 日，瑞士银行宣布以 30 亿瑞士法郎收购瑞士信贷，瑞士金融市场监管局(FINMA)公告称，瑞信票面总额约 160 亿瑞士法郎的其他一级资本工具(AT1)将被减记为 0 且此举用意为增厚瑞信核心资本。观点 瑞信 AT1 均为应急减记型债券，不具备转股条款，本次减记由生存能力事件触发：1) 公布合并前，瑞信有 13 只存续 AT1 债券，损失吸收机制均被设置为减记而非转股，均属于应急减记型永续债。2) 减记条款方面，债券发行报告指出当应急事件或生存能力事件触发后债券本金及应计利息均减记为 0。应急事件指当期财务报表计算的核心一级资本充足率低于既定标准（7%或 5.125%）。生存能力事件有两类，一是监管机构认定减记或转股能防止瑞信无法生存；二是瑞信接受了来自公共部门不可撤销的特别支持，否则将无法生存，任何一类发生都会引起全额减记。3) 基于 FINMA 公告，其与瑞士联邦及瑞士国家银行合力促成了瑞信对瑞银的收购，为并购案提供了特殊的政府支持，故触发了全额减记。发行报告昭示瑞信 AT1 存在优先减记风险，为债先于股被清零提供条款依据：1) 本次合并中，瑞信股东能以每 22.48 股换 1 股瑞银股票，股东权益得到一定保障而 AT1 持有者“血本无归”，打破了损失吸收先股后债的惯例。2) 瑞信发行报告指出，根据瑞士银行法，FINMA 有权对瑞信启动重组程序并将 AT1 全额或部分转股/注销，在任何此类注销情况下，FINMA 可能无需遵循任何优先顺序。本次合并系 FINMA 动用该项权力，开启了瑞银对瑞信的收购程序并在股本清零前全额减记 AT1。损失吸收顺序上巴 III 规定核心一级资本应首先承担损失，瑞信 AT1 优先减记仅为区域性特例，不必过度担忧：1) 巴塞尔协议 III 规定银行普通股若要纳入核心一级资本，必须在发生任何损失时最先并按比例承担最大份额损失。2) 基于巴塞尔委员会的监管一致性评估，全球 19 个地区中有 11 个对资本的定义与巴 III 一致；其余 8 个为大致符合（包含瑞士），或存在风险承担时先债后股的可能性，但仍需对当地相关制度细致研判。3) 2023 年 3 月 20 日，欧洲最高监管机构声明，在欧盟决议框架下普通股最先吸收损失，充分承担后再减记 AT1，之后欧洲市场开始呈现回暖态势。4) 因此，我们认为 AT1 优先减记风险的扩散具有区域性特质并且取决于个体银行资质，全球大部分地区银行吸收损失时仍以股权为先，故风险不会过度弥漫。海外 AT1 市场震荡一方面出于短期恐慌情绪及对 AT1 债发行受偿能力的担忧，另一方面

系特殊条款关注度提升引发再定价，随着市场情绪平稳 AT1 债估值有望适度修复，长期来看需警惕瑞士等 AT1 能够优先注销的区域内相关债券的重新定价风险。中国明确股权优先承担损失，预计对我国二永债市场影响有限：1) 制度方面，资本管理办法明确“核心一级资本应首先并按比例承担绝大多数损失”，说明我国按常规先股后债的顺序吸收损失。2) 减记风险方面，《关于商业银行资本工具创新的指导意见（修订）》规定二永债在发生无法生存触发事件时立即减记，其触发条件基本与瑞信的生存能力事件相同，为银保监会或相关部门认定若不进行减记、转股或公共部门注资、提供同等效力支持则该银行将无法生存，故我国二永债是否减记实际取决于银行资质及发生风险事件后国家监管态度，受瑞信事件影响有限。3) 市场方面，瑞信宣布合并后二永债信用利差走势未呈现显著波动，侧面印证此次事件未明显波及我国二永债，或主要系中国金融系统相对安全稳定、防范系统性金融风险意识较强且商业银行资本盈余相对充沛所致，建议持续关注资本管理新规实行后银行资本充足率的变动情况。风险提示：全球金融风险扩散；资本充足率超预期变动；债市异常波动。

（证券分析师：李勇 研究助理：徐津晶）

## 行业

### AI 时代新起点，寻新投资方向（一）海外应用映射之生产力篇

1、生成式预训练大模型快速迭代，推动生产力应用的繁荣发展。1) 大模型发展推动生产力应用落地：模型能力持续优化，可以让 AI 对生产力提升的实际效果更加显著，优化用户体验。如基于 GPT-3 的 Jasper 和 Notion.AI；基于 GPT-3.5 的 ChatGPT、ChatGPT Plus 以及 New Bing。2) 应用端发展促进模型迭代：优秀的用户可以吸引大量用户参与，获得真实的用户反馈，反过来加速模型优化。2、海外 AI 生产力应用已有代表性公司/产品出现，其成长经验值得国内公司借鉴。海外 AI 生产力应用市场发展领先于国内，具备借鉴意义：海外市场在文档办公、电商营销、企业管理、代码编写、数据分析等多个应用场景下，均已有结合了 AI 能力的公司或产品。这些公司/产品的发展路径、商业模式、市场反馈对投资具有重要借鉴意义。目前主要有三类模式：• 第一类：头部互联网厂商基于大模型技术储备、办公套件生态和广泛的用户基础，将现有生产力工具的生态进行整体 AI 化，如微软和谷歌。• 第二类：新兴 AI 独角兽公司，如 Jasper 和 Midjourney，其核心产品天生就是 AIGC 应用，优势在于专、精，对 AI 技术与应用的结合深度探索，并能基于用户反馈快速迭代。• 第三类：垂类龙头，大多使用外部 AI 大模型接口，这类公司基于对垂直细分行业的深度理解、用户基础和数据资产，可用 AI 技术对传统产品进行更新迭代和技术升级，如搜索、在线文档、CRM 等工作流程细分环节内的头部公司均可通过与 ChatGPT 等先进 AI 技术结合提高办公智能化水平；电商、金融、社交等垂类行业领域龙头也可以通过推出智能助手实现更高的运营效率和更好的用户体验。3、映射到国内的投资机会：关注在垂类领域有较深 know how 和客户资源积累、同时在 AI 技术上有前瞻布局的公司。• 1) 办公、创意领域：推荐昆仑万维，建议关注万兴科技、金山办公、福昕软件、美图、创梦天地等；• 2) 营销环节：推荐蓝色光标，建议关注利欧股份、天娱数科、易点天下等；• 3) 虚拟人领域：建议关注天娱数科、立方数科、

风语筑、天下秀、捷成股份、新华网等； •4) 垂类 SaaS 服务: 吉宏股份、光云科技等。 4、风险提示: AI 相关技术、应用发展不完善、AI 基础设施不及预期、AI 伦理风险。

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 周良玖 研究助理: 郭若娜)

### 环保行业点评报告:《排污许可管理办法》(修订征求意见稿)公开征求意见, 排污行为管理将进一步加强

**投资要点 重点推荐:** 美埃科技, 国林科技, 景津装备, 赛恩斯, 仕净科技, 天壕环境, 高能环境, 英科再生, 三联虹普, 新奥股份, 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, 盛剑环境。 **全国碳市场碳排放配额 (CEA) 行情:** 2023 年 3 月 27 日, CEA 涨跌幅 0.00%; 收盘价 56.00 元/吨; 成交量 8900 吨; 成交额 498,400.00 元。 证监会发布《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 常态化发行相关工作的通知》。2022 年以来, 证监会会同国家发展改革委落实国办发 19 号文要求, 加快推进 REITs 常态化发行, 并从市场培育、项目推荐、审核注册、监管资源配置和完善配套政策等方面提出 10 条措施。《通知》从市场体系建设、审核注册流程与机制、全链条监管制度以及配套政策与立法 4 方面提出措施, 进一步推进 REITs 常态化发行工作。 探索建立中国特色估值体系, 环保板块国企具备价值重估潜力。2022 年 11 月 21 日, 证监会主席易会满在金融街论坛年会上首次提出要探索建立具有中国特色的估值体系; 2023 年 2 月 2 日的证监会系统工作会议再次提及中国特色估值体系; 2023 年 3 月 5 日政府工作报告提出, 深化国资国企改革, 提高国企核心竞争力。截至 2023/3/24, 地方国企/中央国企仅占环保板块数量的 23%/5%, 贡献 34%/7% 市值, 地位重要。国企稳定性更强, 疫情冲击下显现盈利能力韧性, 价值认知待提升。从 2015/1/1-2023/3/24 的 PE (TTM) 分位数来看, 央企和民营企业 2023/3/24 的分位数达 44%, 而地方国企仅有 31%。整体来看, 市场对地方国企/中央国企价值认知有待提升。建议关注【碧水源】【节能国祯】【中建环能】【中材国际】【中材节能】【瀚蓝环境】【绿色动力】【三峰环境】【光大环境】【洪城环境】。 关注泛半导体等环保设备+再生资源+天然气赛道投资机会。(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 半导体配套重点推荐【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。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。② 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。③ 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) 再生资源: ① 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。② 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 欧洲碳需求驱动: 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】。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】。(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】。最新研究：仕净科技：中标 3.35 亿元制药公司大单，深化医药领域布局。天壕环境：拟收购中国油气控股，延伸上游气源稀缺跨省长输资产价值提升。赛恩斯：股权激励目标彰显公司信心，2022-2025 年收入复增 40%。仕净科技：定增落地发展加速，联合体中标 12.3 亿元综合配套项目。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：陈孜文)

## 推荐个股及其他点评

### 巨子生物 (02367.HK)：2022 年年报点评：可复美增速亮眼，产品矩阵日趋完善

**投资要点** 2022 年公司营收同增 52.3%，经调整净利同增 24.1%：公司 3 月 27 日发布公告，2022 年公司实现营收 23.6 亿元(同比+52.3%，下同)，实现归母净利 10.0 亿元(+21.0%)，实现经调整净利 10.6 亿元(+24.1%)。营收、经调整净利增速均超此前市场预期。可复美增速领先，功效性护肤占比提升：(1) 分品牌：2022 年公司核心品牌可复美/可丽金分别实现营收 16.1/6.2 亿元，分别同增 80%/18%。可复美增速较 2022 年 1~5 月进一步提升，可丽金调整顺利增速较 2021 年转正。(2) 分品类：2022 年功效性护肤/医用敷料/保健食品及其他分别实现营收 15.6/7.6/0.4 亿元，分别同比变化+81%/+18%/-14%。功效性护肤占比从 2021 年的 55.5% 提升至 66%，占比提升 10.5pct。线上直销拉动销售增长，线下加深多渠道布局：2022 年公司通过线上 D2C 直销/面向电商平台直销/线下直销/经销分别实现营收 12.1/1.2/0.6/9.6 亿元，分别同增 111%/78%/40%/12%，线上直销增速领先拉动销售增长。在线下渠道，公司产品已经销售至全国 1300 多家公立医院、约 2000 家私人医院和诊所以及约 500 个连锁药房的品牌。未来将持续推进渠道下沉。新品精华表现亮眼，产品矩阵日趋完善：(1) 可复美：陆续推出重组胶原蛋白肌御修护次抛精华(胶原棒)、重组胶原蛋白肌御赋活修护精粹乳(胶原乳)、重组胶原蛋白复活舒缓精华面膜(舒舒贴)等。其中，可复美“胶原棒”推出仅 1 年多时间已成长为明星口碑产品。(2) 可丽金：2022 年推出的抗皱面霜、抗皱次抛精华以及紧致抗皱精华液广受好评，2021 年推出的“胶原大膜王”也表现不俗。公司核心品牌产品矩阵日趋完善。盈利预测与投资评级：公司是我国重组胶原领域引领者，品牌力和产品力领先，未来拓展肌肤焕活可期。基于好于同业的优异表现，我们将公司 2023-24 年归母净利润从 13.13/17.10 亿元上调为 13.21/17.12 亿元，分别同增 32%/30%，预计 2025 年归母净利润为 22.08 亿元，同增 29%，当前当前市值对应 2023~25 年 PE 为 34x/27x/21x，维持“买入”评级。风险提示：终端需求不及预期，行业竞争加剧。

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：张家璇)

### 垒知集团 (002398)：2022 年年报点评：22Q4 营收承压，成本下行毛利率改善

**投资要点** 事件：公司发布 2022 年年度报告。2022 年公司实现营业

总收入 39.47 亿元，同比下滑 19.75%；实现归母净利润 2.11 亿元，同比下滑 22.46%。多重压力之下 Q4 收入下滑显著，外加剂市占率继续提升。2022Q1-4 公司营收分别同比 -0.92%/-18.90%/-18.22%/-34.43%，22Q4 营收下滑较多。受地产景气低迷、疫情扰动等影响，2022 年市场需求不振，但公司仍然实现了外加剂业务市占率的继续提升。2022 年公司外加剂新材料业务实现营收 25.19 亿元，同比下滑 17.88%，2022 年公司外加剂销售量 138 万吨，同比下滑 16.87%，市场占有率 9.8%，同比提升 0.3pct。2022 年公司综合技术服务业务实现营收 4.69 亿元，同比下滑 8.53%。成本下行毛利率改善，计提商誉减值影响 22 年业绩。2022 年公司外加剂新材料业务毛利率 22.44%，同比提升 3.49 个百分点，其中单吨外加剂均价 1825 元/吨，同比下降 1.22%，单吨净利 121 元/吨，同比提升 26.34%；技术服务业务毛利率 33.57%，同比提升 2.26 个百分点。期间费用率方面，2022 年公司销售费用率同比+0.66pct；管理费用率同比+0.7pct；研发费用率同比+0.94pct；财务费用率同比+0.23pct，主要系公司规模下降期间费用摊薄减少。2022 年公司资产减值损失 5064 万元，主要系公司 22 年对垒知科技及其子公司计提商誉减值准备所致。经营性现金流同比改善，收现比提升。2022 年公司经营性活动现金流量净额 4.20 亿元，同比增长 30.60%，主要系公司 2022 年销售回款同比增加。1) 收现比：公司 2022 年收现比 105.32%，同比变动+23.74pct；2022 年末公司应收账款及应收票据余额 33.98 亿元，同比下降 4.84%；2) 付现比：公司 2022 年付现比 97.19%，同比变动+25.16pct；2022 年末公司应付账款及应付票据余额 19.50 亿元，同比下降 20.28%。盈利预测与投资评级：外加剂业务受益于客户集中度提升和小企业加速退出，公司份额提升、销量快速增长，同时技术服务属性带来附加值提升逐渐显现；检测业务“跨区域、跨领域”战略推进外延并购加快落地，提高业绩的同时进一步增强了建设综合技术服务实力，后续区域扩张值得期待。考虑到公司跨区域和跨领域扩张潜力，我们调整公司 2023-2025 年归母净利润为 4.12/4.95/5.87 亿元（23-24 年前值为 4.05/4.88 亿元），当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 11X/10X/8X，维持“增持”评级。风险提示：下游基建及房地产行业波动风险、原材料价格波动风险、行业竞争风险、应收账款风险等。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊 证券分析师：任婕）

### 新宙邦（300037）：2022 年报点评：电解液单吨盈利承压，氟化工维持高景气

投资要点 2022 年归母净利润 2022 年归母净利润 17.58 亿元，同比增长 34.57%，业绩符合市场预期。2022 年公司营收 96.61 亿元，同比增长 38.98%；归母净利润 17.58 亿元，同比增长 34.57%；扣非归母净利润 17.13 亿元，同比增长 38.99%；2022 年毛利率为 32.04%，同比减少 3.45pct；销售净利率为 18.87%，同比减少 0.76pct。公司预告 23Q1 归母净利 2.15-2.65 亿元，同减 48%-58%，环减 16%-32%，扣非净利 2.0-2.5 亿元，同减 50%-60%，环减 14%-31%。电解液 Q4 单吨利润大幅下降，23Q1 预计下滑至 0.2-0.3 万元/吨，盈利触底。我们预计公司 22 全年出货接近 11 万吨，同增 35%+，其中 Q4 出货 2.8 万吨+，环降 10%，23 年我们预计出货 15 万吨，维持 40%左右增长，其中 Q1 我们预计出货 2.2-2.3 万吨，环降 20%。盈利方面，我们预计公司 22 年单吨净利达 1 万元/吨+，其中 Q4 达 0.4-0.5 万元/吨，主要系溶剂添加剂价格下降，且六氟价格下行带动电解液降价；我们预计 23Q1 公司单吨净利达 0.2 万元/吨，已接近上轮价格战的盈利低点，预计全年

盈利水平有望维持，全年利润贡献 3-5 亿元，底部确立。氟化工业绩持续亮眼，3M 停产助力公司市占率进一步提升。氟化工 22 年出货 3528 吨，我们预计 22 全年贡献利润 5 亿元+，维持 65%+高增长，其中预计 Q4 氟化工贡献利润 1.5 亿元，环比增长 15%左右。3M 表示将在 25 年底之前退出含氟聚合物、氟化液和基于 PFAS 的添加剂产品的业务，我们预计供给将由新宙邦承接，公司在有机氟领域市占率有望持续提升。且 23Q2 公司海斯福新增产能投产也将贡献增量，我们预计 23 年氟化工业务有望贡献 7-8 亿元利润，其中 23Q1 预计贡献 1.5 亿元左右，环比持平。电容器化学品贡献稳定利润增量，半导体化学品业务同比快速增长。电容器化学品业务我们预计 Q4 贡献利润 0.2 亿元+，环比略降，预计 22 全年贡献 1.3 亿元，同增 20%。半导体化学品业务我们预计 Q4 贡献利润 0.06 亿元，22 全年贡献 0.3 亿元，同增 50%+。盈利预测与投资评级：考虑到电解液行业竞争加剧，我们下修公司 23-25 年归母净利润 14.13/20.28/30.18 亿元（原预期 23/24 年归母净利润 18.36/24.79 亿元），同比-20%/+44%/+49%，对应 PE 为 26/18/12X，考虑公司氟化工业务高景气，给予 23 年 35x，目标价 66 元，维持“买入”评级。风险提示：销量不及预期，盈利水平不及预期

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕 证券分析师：岳斯瑶）

### 福莱特（601865）：2022 年年报点评：行业底部凸显龙头优势，1600 吨大窑炉蓄势待发

投资要点 事件：公司发布 2022 年年报，报告期内实现营业收入 154.61 亿元，同比增长 77.44%；实现利润总额 21.53 亿元，同比下降 9.55%；实现归属母公司净利润 21.23 亿元，同比增长 0.14%。其中 2022Q4，实现营业收入 42.46 亿元，同比增长 78.71%，环比增长 8.59%；实现归属母公司净利润 6.18 亿元，同比增长 53.44%，环比增长 23.32%。2022 年毛利率为 22.07%，同比下降 13.42pct，2022Q4 毛利率 22.04%，同比上升 4.13pct，环比上升 1.00pct；2022 年归母净利率为 13.73%，同比下降 10.60pct，2022Q4 归母净利率 14.57%，同比下降 2.40pct，环比上升 1.74pct。业绩符合市场预期。22 年行业底部逆势扩张：公司 2022 年销量 5.1 亿平米（折算 3.2mm），同增 96%，市占率大幅提升。2022 年全年 2.0mm 占比 50%，当前订单双玻占比 60~70%，我们预计 2023H2 将进一步提升。价格端 2022Q4 环比基本持平，成本端纯碱、天然气价格有所下行，测算 2022Q4 毛利率环比 Q3 提升约 1pct，但费用端因可转债利息增加导致财务费用环比提升 3pct，对应单平净利约 3 元，环比略降。目前公司库存已缩短至 10 天左右，随组件排产提升+双玻渗透率提高，玻璃有望迎来量利提升。产能扩张龙头恒强，大窑炉+石英砂自供加强成本优势：截至 2022 年底公司产能达 20600 吨/日，2023 年计划投产安徽 4 座 1200 吨/日窑炉，五期项目仍在审批中，预计 2023 年产能达 25400 吨/日，同增 23%，同时政策端扩产审批趋严。石英砂品质与价格为核心竞争要素，目前公司石英砂自供比例 70%左右且长期维持在 70-80%，测算自供部分可节约成本 2 元/平，同时未来公司还将投入 1600 吨大窑炉，相比千吨级窑炉能耗降低 10-15%，成品率由 85%提升至 88-89%，将进一步增强龙头成本优势！盈利预测与投资评级：基于光伏玻璃产能相对过剩导致价格承压，我们下调公司 2023-2024 年归母净利润预测至 31.3/43.3 亿元（前值为 35.2/53.4 亿元），我们预计 2025 年归母净利润 57.8 亿元，同比+47%/+38%/+34%，基于公司光伏玻璃龙头地位，我们给予公司 2023 年 30 倍 PE，目标价 43.8 元，维持“买入”评级。风

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)

### 新奥股份(600803)：新奥股份2022年年报点评：一体化优势，零售稳增直销打开空间

**投资要点** 事件：公司发布2022年年度报告，2022年实现营收1540.44亿元，同增33.04%；归母净利润58.44亿元，同增26.17%；扣非归母净利润46.71亿元，同增33.83%；加权平均ROE同增2.34pct至33.43%。拟向全体股东每股派发现金股利0.51元(含税)。天然气产业智能生态运营商，一体化优势显著。公司归母净利润58.44亿元，同增26.17%；核心利润60.67亿元，同增48.17%，超预期，原因主要系天然气直销利润贡献增加。2022年，全国天然气表观消费量3663亿方，同降1.7%，而公司仍能保持零售气量增长，一体化优势明显，行业地位突出。分业务来看：1)天然气营收1201.99亿元，同增38.01%；毛利率-0.15pct至11.03%，毛利贡献56.5%；零售气/直销气/批发气量分别+2.7%/-14.9%/-13.7%至259.4/35.07/67.56亿方，毛利贡献31.8%/13.2%/11.5%。2)工程建设与安装营收84.41亿元，同减16.86%；毛利率-9.24pct至41.53%，毛利贡献14.9%。3)能源生产营收85.51亿元，同增23.93%；毛利率+4.31pct至24.89%，毛利贡献9.1%；2022年，公司煤销量524万吨，同增34%。4)基础设施运营营收2.27亿元，同增88.68%；毛利率+4.68pct至57.14%，毛利贡献0.6%；舟山三期项目将新增处理能力350万吨/年，建成后处理能力超1000万吨/年。5)综合能源营收120.52亿元，同增38.12%；毛利率-4.31pct至13.76%，毛利贡献7.1%。2022年，公司综合能源销售量+16.6%达222.4亿千瓦时。在建/已签约项目54/1679个，潜在用能76/180亿千瓦时。天然气需求稳步增长，一体化布局助公司稳健发展。能源替代趋势下，天然气行业需求稳步增长，2022-2030年国内天然气需求复增6.3%。2022年，舟山LNG接收站注入，公司形成上游气源+中游储运+下游客户的一体化布局。1)气源：国际+国内双资源池，持续优化。2022年公司新签、累计签署长协530、764万吨/年。2)储运：加大运输&储气布局。2022年，公司获取10艘LNG船运力资源，同时加大管道气运输能力，推动国网21个项目开口，首年预计实现下载气量约5亿方。3)客户：下游客户优质，顺价机制趋于完善。截至2022年底，公司共有254个城燃项目，覆盖20个省份，2022年工商业/居民/加气用户用气量占零售气78.5%/19.9%/1.6%，工商业客户顺价能力强，保障毛差相对稳定。盈利预测与投资评级：公司已完成新奥能源和舟山接收站资产的注入，实现天然气全产业链布局，天然气业务稳健发展，龙头地位日益稳固。我们上调2023-2024年公司归母净利润66.51/79.20亿元(前值56.01/69.52亿元)，2025年达94.12亿元，同增13.81%/19.07%/18.84%，对应PE 8.8/7.4/6.2倍(估值日期2023/3/27)，维持“买入”评级。风险提示：经济复苏不及预期、安全经营风险，汇率波动

(证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩)

### 用友网络(600588)：2022年报点评：坚定推进战略转型，抢抓信创国产化机遇

事件：2023年3月25日，公司发布2022年年度报告。2022年公司实现营收92.62亿元，同比增长3.69%；归母净利润2.19亿元，同比下降69.03%；扣非归母净利润1.46亿元，同比下降63.90%。业绩低于市场预期。投资要点 营收增速放缓，业务结构升级和成本增长致净利下降。2022年用友主营业务云+软件实现收入92亿元，同比增

长 6.5%，增速下降主要系 Q4 客观环境扰动及客户行业景气度下行。云服务业务收入 63.53 亿元，同比增长 19.4%，占营收 68.6%，较上年同期+9pct，继续落实云服务转型。软件业务收入同比下降 14.2%，持续战略收缩。22 年归母净利润同比下降 69.0%，原因系公司业务结构升级、生态建设投入增加致使营业成本较大幅增长。抢抓信创国产化机遇，快速拓展央企客户。在大型企业客户市场，公司实现云服务与软件业务收入 62.51 亿元，同比增长 6.5%，其中，云服务业务收入实现 43.93 亿元，同比增长 17.6%，核心产品续费率达 105.5%。自 2022 年 8 月底发布至 2022 年底，用友 BIP 3 签约金额超 10 亿元。2022 年，新增一级央企签约 16 家，面向一级央企累计签约 27 家。在中型企业客户市场，公司实现云服务与软件业务收入 11.42 亿元，同比增长 25.8%，其中，云服务业务收入实现 63,148 万元，同比增长 60.6%，核心产品续费率达 82.0%；在小微企业客户市场，实现云服务与软件业务收入 6.85 亿元，同比增长 15.0%，其中，SaaS 订阅收入实现 3.82 亿元，同比增长 47.2%。高研发持续投入，产品突破推动生态建设。22 年公司研发投入 29.3 亿元，同比增长 24.5%，研发投入营收占比 31.6%，较上年+5.2pct。产品技术取得重大突破，发布用友 BIP3，赋能 AI 和大数据。公司以用友 BIP 为基石持续升级生态伙伴发展策略。ISV 伙伴数量近 2,500 家，同比增长超 150%；与电信运营商、银行等战略伙伴在多个行业领域持续取得商业化项目转化成果；专业服务伙伴达到 419 家。盈利预测与投资评级：央企 ERP 国产化迫在眉睫，用友在大型客户领域积淀深厚，连续多年被 Gartner 评为中国大型 ERP 市场占有率第一名。我们认为，随着 ERP 国产化打开市场空间，用友网络业绩有望迎来快速增长。但由于公司攻关大客户，投入有所加大，我们下调 2023 年归母净利润为 7.44 (-1.46) 亿元，上调 2024 年归母净利润为 14.87 (+3.62) 亿元，给予 2025 年归母净利润 23.52 亿元，维持“买入”评级。风险提示：企业服务产业竞争加剧；产品研发进度不及预期。

(证券分析师：王紫敬 研究助理：王世杰)

#### **璞泰来 (603659)：2022 年报点评：受降价影响单位盈利下滑，业绩符合市场预期**

**投资要点** 2022 年归母净利润 31.04 亿元，同比增长 77.53%，处于业绩预告中值偏下，基本符合市场预期。2022 年公司营收 154.64 亿元，同比增长 71.90%；归母净利润 31.04 亿元，同比增长 77.53%；扣非净利润 29.59 亿元，同比增长 78.25%；22 年毛利率为 35.66%，同比增加 0.01pct；净利率为 21.5%，同比增加 1.68pct。公司此前预告 2022 年全年归母净利润 30.5-32 亿元，业绩处于预告中值偏下，基本符合市场预期。Q4 负极出货环增 10%，盈利水平环比略降，23Q1 低点将现，整体盈利仍远超行业。我们预计 22Q4 公司负极出货 4.5-4.6 万吨，环增 20%左右，22 年全年出货 13.9 万吨，同增 43%。公司积极扩产，四川一期 10 万吨我们预计 23 年下半年投产，我们预计公司 23 年负极出货 20 万吨+，同增 50%。盈利方面，公司负极均价 5.48 万元/吨（不含税），单位盈利 1.1 万元/吨+（含石墨化），其中 Q4 受石墨化降价影响，公司均价下降 15%左右，负极单吨净利 0.9 万元/吨（含石墨化），环降约 20%。目前石墨化价格基本跌至近底部 1.2-1.5 万元/吨，负极重新议价，但公司主打高端产品，享受技术溢价，叠加 23 年石墨化自供比例有望提升至 80%+，我们预计单吨净利可维持 0.9 万元/吨左右，仍明显好于行业，其中 23Q1 受高价石墨化库存影响，我们预计盈利触底，低点将现。涂覆膜出货高增长，23 年基膜预计开始贡献利润。公司 22 年涂覆膜出货 43.4 亿平，同比翻倍增长，其

中我们预计 22Q4 涂覆出货 14 亿平左右，环增 20%左右，公司 22 年年底产能达 60 亿平，且广东卓高我们预计 23 年年末逐步投产，我们预计 23 年有望出货 60 亿平+，同增 50%；盈利方面，公司 22 年涂覆膜售价 0.96 元/平左右（含税），单平净利我们预计 0.2-0.25 元/平，我们测算 22Q4 隔膜单平净利 0.2 元/平，基本维持稳定，23 年单平净利预计可维持。此外公司四川卓勤 4 亿平基涂一体化投产，正处于产品认证和逐步批量出货阶段，二期 9.6 亿平我们预计 24 年建成投产，23 年我们预计基膜出货 4-5 亿平，开始贡献利润。盈利预测与投资评级：考虑到负极行业竞争加剧，我们下修公司 23-25 年归母净利润至 40.13/52.43/69.47 亿元（原预期 23/24 年归母净利润 42.26/57.14 亿元），同增 29%/31%/32%，对应 PE 为 17/13/10X，考虑公司为负极行业龙头，给予 23 年 25x，目标价 72 元，维持“买入”评级。风险提示：销量不及预期，盈利水平不及预期

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕 证券分析师：岳斯瑶）

### 赛腾股份（603283）：2022 年报点评：归母净利润同比+71%，看好 2023 年消费电子&半导体设备齐放量

事件：①公司发布 2022 年年报。②2023 年股权激励草案。消费电子&半导体设备持续放量，2022 年收入端稳健增长 2022 年公司实现营业收入 29.30 亿元，同比+26.36%，其中 Q4 营业收入为 8.19 亿元，同比+22.96%，延续高速增长。分行业来看：1) 消费电子行业：2022 年实现收入 24.52 亿元，同比+30.39%，收入占比为 83.69%，同比+2.59pct。在消费电子终端疲软的背景下，公司仍实现快速增长，表现优异。2) 半导体行业：2022 年实现收入 2.91 亿元，同比+34.30%，收入占比为 9.94%，同比+0.59pct，其中 OPTIMA（半导体量测设备）实现营收 1.34 亿元，同比+16.32%，在半导体业务中收入占比 45.94%。3) 新能源行业：2022 年实现收入 1.80 亿元，同比-16.73%，收入占比为 6.13%，同比-3.17pct。截至 2022 年底，公司合同负债和存货分别为 4.95 和 16.20 亿元，分别同比+90%和+94%，均验证公司在手订单充足。展望 2023 年，一方面苹果有望出现较大革新，潜望式摄像头、智能眼镜等催生新一轮消费电子设备需求，另一方面半导体量测设备进入放量期，公司新签订单有望延续高增长。随着相关订单陆续交付，公司收入端有望实现高速增长。新能源业务毛利率改善&财务费用率下降，利润端实现大幅提升 2022 年公司实现归母净利润 3.07 亿元，同比+71.17%，实现扣非归母净利润 2.87 亿元，同比+85.53%，其中 Q4 归母净利润和扣非归母净利润分别为 0.77 和 0.64 亿元，分别同比+228.16%和+198.03%。盈利水平方面，2022 年公司销售净利率和扣非销售净利率分别为 10.97%和 9.81%，分别同比+2.73pct 和 +3.13pct，盈利水平实现明显提升。1) 毛利端：2022 年销售毛利率为 40.10%，同比+0.98pct，其中消费电子、半导体和新能源行业毛利率分别为 41.03%、44.86%和 20.81%，分别同比+0.06pct、+0.17pct 和 +2.73pct，新能源行业毛利率改善是销售毛利率提升的主要原因，我们判断主要系产品结构改善。2) 费用端：2022 年期间费用率为 28.50%，同比-2.75pct，明显下降，是净利率提升的主要原因，其中销售、管理、研发和财务费用率分别同比-0.01pct、-0.09pct、-0.47pct 和-2.17pct，财务费用率大幅下降，主要系汇兑收益及利息费用减少，是期间费用率下降的主要原因。发布 2023 年股权激励草案，利好公司中长期发展 公司发布 2023 年限制性股票股权激励计划，本激励计划拟授予的限制性股票数量为 909.9 万股，占本激励计划草案及其摘要公告日公司股本总数的 4.77%。本计划涉及的激励对象共计 219 人，不包

括独立董事、监事及单独或合计持有公司 5%以上股份的股东或实际控制人及其配偶、父母、子女。业绩考核方面，本激励计划的解除限售考核年度为 2023-2024 年，考核目标为 2023-2024 年扣除非经常性损益后净利润分别较 2022 年增长 10%、20%。激励费用方面，假设公司 2023 年 3 月 27 日授予限制性股票，则 2023-2025 年需要摊销的费用分别为 1.21、0.81 和 0.13 亿元。考虑到限制性股票激励计划对公司发展产生的正向作用，由此激发管理、业务、技术团队的积极性，从而提高公司经营效率，激励计划带来的公司业绩提升将高于因其带来的费用增加，本次股权激励的弹性费用整体影响可控。

消费电子设备具备持续扩张潜力，半导体量测设备加速国产替代。作为消费电子设备龙头企业，公司横向拓展半导体、新能源汽车、光伏等新领域，成长性较为突出。

1) 消费电子设备：短期来看，2023 年苹果机身有望出现较大革新，潜望式摄像头将催生较大设备需求，叠加智能眼镜放量，贡献较大消费电子设备增量空间。此外，苹果产能向印度、东南亚转移、智能制造渗透率提升等同样是重要驱动力。作为本土消费电子设备龙头，公司有望深度受益。

2) 半导体量测设备：受益于本土晶圆厂逆周期扩产需求，我们预计 2023 年中国大陆量/检测设备市场规模将达到 326 亿元。全球范围内来看，半导体量/检测设备领域 KLA 一家独大，2020 年全球市场份额高达 51%，我们预估 2021 年国产化率不足 3%。短期来看，美国制裁升级影响 KLA 业务开展，量/检测设备迎来国产替代最佳窗口期。2019 年公司并购日本 Optima，正式切入高端半导体量/检测设备领域，在稳固硅片领域全球竞争力的同时，公司还重点开拓晶圆制造客户群体，有望充分受益于本轮国产替代浪潮。

3) 新能源设备：2018 年公司收购菱欧科技，切入汽车自动化产线与电池生产设备赛道，同时布局光伏组件自动化单机设备及整线等产品，进一步打开成长空间。

盈利预测与投资评级：考虑到公司在手订单充足，我们调整 2023-2024 年公司归母净利润分别为 4.12 和 5.65 亿元（原值 4.07 和 5.14 亿元），并预计 2025 年归母净利润为 7.51 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 22、16 和 12 倍。作为消费电子设备龙头企业，公司横向拓展半导体、新能源汽车、光伏等新领域，成长性较为突出，维持“增持”评级。

风险提示：实控人减持风险、客户集中度较高、市场竞争加剧等。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：黄瑞连）

### 荣盛石化（002493）：溢价近 9 成引入沙特阿美战投，持续保障原料供应

投资要点 事件：2023 年 3 月 27 日，公司控股股东荣盛控股与战略合作方沙特阿美的全资子公司 AOC 签署了《股份买卖协议》，拟将其所持有的公司 10.1 亿股通过协议转让的方式转让给 AOC，同时荣盛石化与沙特阿美签署《战略合作协议》，建立战略合作关系。溢价近 9 成引入沙特阿美战投，推动公司资产重估。公司 2023 年 3 月 27 日收盘价为 12.91 元，沙特阿美以 24.3 元/股价格收购公司股份，溢价率近 9 成。同时，双方签署《战略合作协议》，战略有效期为 20 年，双方未来将在原油供应（沙特阿美向浙石化供应原油 48 万桶/天，ATS 可向荣盛新加坡额外供应原油至多 8 万桶/天）、原料供应、化学品采购、精炼及化工品采购、原油储存（浙石化或其关联方向沙特阿美提供 300 万方原油储罐并由其确保库存量）技术分享等方面展开合作，推动双方可持续发展。本次战略合作将进一步保障公司原材料供应，拓展双方客户资源，更好地推动公司的产业布局，推动公司资产重估。延伸下游高端新材料，“减油增化”提高产品附加值：根据石油和化学工业规划院给出的“十四五”石油化工行业规划指南，十四五期间，

中国将持续推动炼油企业“降油增化”。公司目前有三个向下游延伸的项目处于建设期：1) 140万吨乙烯及下游化工装置(二期工程产品结构优化)项目。项目新建140万吨/年乙烯、30万吨/年醋酸乙烯、27/60万吨/年PO/SM、40万吨/年ABS等。该项目可为高端新材料化工生产提供乙烯、丙烯和丁二烯等原料，同时降低成品油收率，达到炼油提质增效的目的。2) 高端新材料项目。项目对4000万吨/年炼化一体化项目的相关装置进行挖潜增效，拟新建400万吨/年催化裂解装置、35万吨/年 $\alpha$ -烯烃装置、2×20万吨/年POE聚烯烃弹性体装置、30万吨/年EVA/LDPE(管式)装置、25万吨/年己二腈装置、28万吨/年己二胺装置、50万吨/年尼龙66盐装置等。该项目主要应对成品油过剩问题，实现“减油增化”，2024年开始逐步贡献业绩。3) 高性能树脂项目。项目以浙石化一期、二期工程所产化工品为主要原料，新建30万吨/年LDPE/EVA(管式)装置、10万吨/年EVA(釜式)装置、40万吨/年LDPE装置、20万吨/年DMC装置、3×6万吨/年PMMA装置和120万吨/年ABS装置。该项目主要应对国外对高端化工材料的需求，2024年开始逐步贡献业绩。

盈利预测与投资评级：公司享受疫后复苏下传统石化产品价差恢复，同时公司布局的高端新材料将成为第二成长曲线，提升公司盈利能力。我们维持公司2022-2024年归母净利润分别为40.93、104.68和137.40亿元，同比增速分别为-68%、156%、31%，EPS(摊薄)分别为0.40、1.03和1.36元/股，按照2023年3月27日收盘价对应的PE分别为31.94、12.49和9.51倍。我们看好公司在高端新材料领域的项目布局，给予“买入”评级。

风险提示：公司在建项目建设进度不及预期的风险；炼化产能过剩的风险；下游产品利润修复缓慢的风险。

(证券分析师：陈淑娴 证券分析师：郭晶晶)

### 中海油服(601808)：2022年年报点评：需求回暖，海上油服巨头业绩改善

投资要点 事件：1) 公司发布2022年年度报告：2022年公司营业收入356.59亿元(同比+22%)，归母净利润23.53亿元(同比+651%)，扣非后归母净利润22.49亿元(同比+6525%)。2022年Q4，公司营业收入114.1亿元(同比+22.41%，环比+26.31%)，归母净利润2.89亿元(同比+125.41%，环比-69.88%)，扣非后归母净利润2.58亿元(同比+118.70%，环比-73.28%)。2) 公司发布2022年度股息分配方案公告，公司拟向全体股东每股派发现金红利人民币0.16元(含税)。

油田技术服务：公司是中国近海油田技术服务的主要供应商，同时也提供陆地油田技术服务。2022年公司油田技术服务营业收入196.00亿元，同比增长45.15亿元(同比+29.9%)；毛利率为23.6%。我们认为油田技术服务2023年将继续成为中海油服的营收和利润支柱。

钻井服务：公司是中国最大的海上钻井承包商，也是国际知名钻井承包商之一。2022年公司钻井服务营业收入103.46亿元，同比增长15.67亿元(同比+17.8%)；毛利率为-2.5%。我们认为全球通胀压力较大导致的相关成本抬升是板块盈利不佳的主要原因。

船舶服务：公司经营和管理中国规模最大及功能最齐全的近海工作船船队。2022年公司船舶服务营业收入37.25亿元，同比增长4.17亿元(同比+12.6%)；毛利率为-0.1%。我们认为LNG守护船“海洋石油542”、“海洋石油543”、“海洋石油547”“海洋石油548”于年中交付，在达到可使用状态前的较高成本与较低收益是拖累板块盈利的主要原因。

物探采集和工程勘察服务：公司是中国近海物探采集、工程勘察服务的主要供应商，是全球地球物理勘探的有力竞争者和高效优质服务的提供者。2022年公司物探和工程勘察服务营业收入19.88亿元，同比减少

0.44 亿元 (同比-2.1%)；毛利率为 0.7%。物探采集与工程勘察板块运行基本稳定。国内：中海油资本开支稳定，海上油服需求面获强势支撑：中海油 2023 年预计资本开支总额为 1000 亿元至 1100 亿元，处于历史较高水平，其中勘探和开发分别占总资本支出的 18% 和 59%。中海油服在集团中主要负责勘探环节和开发环节的钻井业务，我们预计中海油服 2023 年业绩将获得强势支撑。国际：“国际化”战略指引，加速海外布局：公司坚持做精亚太、做强中东、开拓远东、优化欧洲、拓展美洲、做实非洲的海外发展战略。2022 年 10 月 23 日，公司披露其在海外市场取得重大突破，与中东地区一流国际石油公司签署多份钻井平台服务长期合同，合同金额总计约人民币 140 亿元。项目实施后，公司在中东地区的海外业务服务将形成“全方位融入阿拉伯湾、全方位缔结共同体”市场格局。2023 年 1 月，公司与振华石油在伊拉克签署东巴格达油田南段项目 32 口井钻井为期 2 年总包服务合同，进一步巩固了中海油服在伊拉克钻井总包一体化服务领域的市场份额，为推动中海油服在伊拉克油气合作向更宽领域、更深层次、更高水平发展奠定了基础。盈利预测与投资评级：我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 32.44、40.04 和 46.54 亿元（此前 2023-2024 年预期为 35.69、44.70 亿元），同比增速分别为 37.90%、23.41%、16.25%，EPS（摊薄）分别为 0.68、0.84 和 0.98 元/股，按照 2023 年 3 月 24 日收盘价对应的 PE 分别为 21.93、17.77 和 15.29 倍。我们看好公司在行业高景气度下业绩持续增长，公司坚持“国际化”和技术创新“一体化”发展战略，盈利能力在未来有望腾飞。我们维持公司“买入”评级。风险提示：宏观经济波动和油价下行风险；上游资本开支不及预期风险；地缘政治风险；汇率波动风险。

（证券分析师：陈淑娴 证券分析师：郭晶晶）

### 中国财险 (02328.HK)：2022 年业绩发布会交流与思考：承保盈利指引彰显强大信心

投资要点 事件：公司召开 2022 年业绩发布会，公司管理层更新承保盈利指引彰显强大信心，我们点评分析如下。公司管理层明确提出车险综合成本率（COR）压缩在 97% 以内，力争通过定价能力、渠道建设、理赔能力建设、营运车辆管理的改善，力争做到 95%-96% 区间。2022 年 COR 为 95.6%，同比下降 1.7 个 pct。（1Q22 至 4Q22 单季度 COR 分别为 96.0%、94.8%、94.5% 和 96.9%），贡献承保利润 113.05 亿元，同比增长 69.4%，主要得益于因疫情管控车险赔付率同比下降 2.0 个 pct. 至 68.1%（1H22: 69.7% 和 2H22: 66.5%），而费用率同比上升 0.3 个 pct. 至 27.5%（1H22: 25.7% 和 2H22: 29.2%）。展望 2023 年，虽然面临车辆出险率回归疫情前平均水平，但公司管理层有信心通过未决赔款准备金调整及定价和渠道的综合优势实现承保盈利同比平稳，甚至优于 2022 年的历史较好水平。车险业务结构持续优化，大力发展家自车业务，新能源车险承保盈利。2022 年公司汽车险续保率同比提升 1.3ppts 至 74.4%，处于历史较高水平；家自车续保率同比提升 0.8ppts 至 76.7%；家自车承保数量同比增长 6.3%，高于整体车险承保数量增速（4.7%）；家自车承保数量占比同比提升 1.1ppts 至 83.3%。2022 年公司新能源车险 COR 在 97% 以内，与燃油车的承保盈利差距逐步拉平。2022 年公司新能源车险保费收入同比增长 72.7%，占车险总保费比例由 4.7% 提升至 7.6%。公司在数据、定价、技术、机制和渠道等领域的规模经济优势逐步展现，夯实未来承保盈利基础。非车险通过降赔减损和风控手段力争实现 2023 年承保盈利。4Q22 责任险（单季度承保亏损-22.75 亿元）和企财险（单季度承保亏

损-4.87亿元)出现承保亏损,主要系公司于年末收官加大风险业务赔付确认,夯实来年承保业绩。公司通过推出独立核保人的制度,提升垂直管理能力,推动承保理赔综合治理和推进业务管理委员会制度,优化非车业务风险管控能力,充分吸取此前融资性信保业务风险敞口教训。2023年非车承保改善力度是全年胜负手,我们预计有望实现盈亏平衡。盈利预测与投资评级:公司优化业务经营模式,推动业务高质量发展,公司管理层更新承保盈利指引彰显强大信心。自“三湾改编”战略转型实施以来,公司净利润增速持续高于保费增速。我们维持盈利预测,预计2023-25年归母净利润分别为308、352和385亿元,同比增速为15.5%、14.0%和9.3%,对应ROE为13.6%、13.8%和13.7%,维持“买入”评级。风险提示:自然灾害影响超预期,车险费用率竞争加剧,非车持续承保亏损

(证券分析师:胡翔 证券分析师:葛玉翔 证券分析师:朱洁羽)

### 博雅生物(300294): 2022年年报点评: 业绩符合预期, 血制品业务稳步发展

事件:公司2022年实现营业收入27.6亿元,同比+4.1%;实现归母净利润4.3亿元,同比+25.5%;实现扣非归母净利润3.9亿元,同比+33.6%。其中,血液制品收入13.4亿元,同比+9.0%;血制品业务净利润5.0亿元,同比+29.5%。在疫情的影响下业绩依然保持良好增长,符合我们预期。血制品收入及利润保持良好增长,新冠病人需求是潜在增长点。2022年血制品业务收入13.4亿元(同比+9.0%),约占营业总收入的48%;血制品毛利率为70.5%,处在行业前列;血制品净利润同比+29.5%,净利润增速高于收入端增速主要是由于产品中白蛋白(营收金额同比+17%)、静丙(营收金额同比+6%)、纤原(营收金额同比+4%)保持良好增长。白蛋白和静丙是新冠重症病人和高危患者治疗的重要药物,去年疫情期间处于严重供不应求的状态,库存基本耗尽,若今年仍有新冠流行,血制品需求有望持续增长。采浆量稳步提升,浆站拓展全面铺开。公司现有单采血浆站14家,2019年至2021年度采浆量分别约371吨、378吨和420吨,2022年全年采浆量439吨,受疫情的影响同比仅+4.5%,采浆量呈逐年增长态势,吨浆收入为305万元。借助国资委背景的华润集团与各省战略合作关系,通过浆站获批和外延并购双轮驱动,全方位为博雅赋能,实现强强联合。十四五期间,有望实现浆站总数量30个以上、采浆规模1000吨以上的目标,跻身国内血制品企业第一梯队。新产品研发顺利,产品管线进一步丰富。公司共有包括白蛋白、免疫球蛋白和凝血因子三大类9个品种的产品。VIII因子已按预期于去年获批;vWF因子、高浓度(10%)静注人免疫球蛋白已获得临床试验批准通知书,正在开展临床研究;其他研发项目正在积极推进。盈利预测与投资评级:我们维持2023-2024年归母净利润预期5.3/6.9亿元,预计2025年归母净利润8.3亿元,对应2023-2025年EPS为1.05/1.37/1.64元。当前市值对应2023-2025年PE33/25/21倍。血制品行业成长空间广阔,行业集中度高,叠加华润集团助力,公司浆站获批和采浆量有望实现快速提升,维持“买入”评级。风险提示:原料血浆供应不足;新设浆站申请不及预期;新产品研发失败;商誉减值风险等。

(证券分析师:朱国广)

### 亚盛医药-B(06855.HK): 2022年年报点评: 耐立克加速放量, 业绩符合预期

投资要点 公司公布2022年年报:实现营业总收入2.12亿元,同比增长651.4%;研发开支为7.43亿元,同比减少3.1%;现金及银行结

余为 14.92 亿元,同比减少 14.4%;公司亏损 8.83 亿元,同比增加 12.8%。业绩符合我们预期。耐立克顺利纳入 2022 版国家医保目录,有望加速放量:自 2021 年 11 月上市起截至 2022 年底,耐立克累计销售额 1.82 亿元。耐立克是国内唯一一款第三代格列卫,市场竞争格局好;以 17.4 万元左右的年治疗费用成功纳入 2022 版国家医保目录,有望快速提升 T315I 突变人群的渗透率;其用于治疗一代和二代 TKIs 耐药和/或不耐受的慢粒白血病患者适应症有望在 2023 年上半年获批上市,进一步拓展适用人群;慢粒白血病患者生存期较长,需长期用药,存量患者多;其治疗费城染色体阳性急淋白血病患者获得 CSCO 指南推荐,市场潜力较大。以上多个因素驱动耐立克加速放量。APG-2575 注册临床持续推进,安全性和疗效优势突出:APG-2575 是全球第二、国内首个进入关键注册临床阶段且具有明确疗效的 Bcl-2 选择性抑制剂,预计 2023 年完成关键注册临床患者入组,2024 年上半年申报上市。与维奈克拉相比,APG-2575 安全优势明显,剂量爬坡更快,肿瘤溶解综合征风险更低。APG-2575 联合 BTK 抑制剂治疗 R/R CLL/SLL 的 ORR 高达 98%,有潜力成为未来 CLL/SLL 患者主流的用药方案,并进一步增加了对外授权的可能性。坚守全球创新战略,重点品种进展获国际认可:公司 9 个已进入临床开发阶段的 1 类小分子新药,正在中国、美国、澳大利亚、欧洲及加拿大开展 40 多项 I/II 期临床试验,获得美国 FDA 授予的 2 项快速通道、2 项儿童罕见病、16 项孤儿药资格认定。在 2022 年 ASH 年会上获得 4 项口头报告和 4 项壁报展示。此外,公司正积极推动耐立克和 APG-2575 在美国的注册临床。盈利预测与投资评级:我们预计随着耐立克销售放量,公司收入将迅速增长,预计 2023-2025 年的营业收入分别为 4.05/7.93/12.55 亿元。考虑公司收入快速增长,首次覆盖给予“买入”评级。风险提示:临床研发进展不及预期,商业化进展不及预期。(证券分析师:朱国广)

## 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>