

责任编辑:

周颖

☎: 010-80927635

✉: zhouying_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130511090001

要闻

监管机构继续强调欧美银行系统不会全面崩溃，风险偏好改善，衰退前景和货币政策重回焦点，但市场仍存不安情绪，美股集体转跌

两年期美债收益率涨 11 个基点，站稳 4% 上方，德债收益率集体涨超 10 个基点

习近平同沙特王储兼首相穆罕默德通电话

阿里设立六大业务集团，或将独立上市；张勇：阿里巴巴上市公司主体不改变，业务协同将依靠市场“双向选择”

银河观点集萃:

- **宏观:** 展望未来，工业增加值同比增速已经回升，PPI 亦有望在近期见底，工业利润增速触底回升在望。随着生产生活秩序恢复正常，内需修复持续回暖，量的支撑有望日渐走强。伴随下游开工好转及基数效应消退，PPI 大概率短期内触底上行，从量价两方面助力企业利润的修复改善。对于资本市场而言，二季度除了 PPI 见底、工业企业利润增速趋于改善之外，PPI 持续负值所形成的国内货币宽松预期、美联储停止加息（中美利差倒挂程度进一步收窄）等因素都将形成利好。
- **电子:** 我们认为，在 ChatGPT 等应用商业化出现落地方式，AIGC 创作内容不断增长的条件下，芯片作为 AI 行业的基础设计，为 AI 训练和数据计算提供支持，未来 AI 应用落地层面对庞大算力的需求更为重要，因此，相关算力产业链未来发展值得期待。我们看好国内相关算力产业链公司的未来发展。
- **电新:** 我们预计 2023 年新能源车仍可实现 30% 以上的高增。宁德时代与福特拟合作建厂有利于中国电池厂商打开美国市场，也是在美国 IRA 法案大环境下的一种全新尝试。预计二季度上述项目推进以及法案细则出台（预期较之前版本有所放宽）有望成为股价表现的催化剂。建议重点关注两条投资主线：1）原材料价格下跌向下游释放利润，预计电池厂商盈利改善更为明显，推荐宁德时代（300750）、亿纬锂能（300014）；2）新技术替代加速，重点看好从 0 到 1 的 4680 大圆柱电池，具备高性能、极致安全、快充等显著优势，成本可降 50% 以上，保守预计 2025 年 46 系列电池出货量或将超 300GWh。推荐产业链相关受益标的亿纬锂能（300014）、天奈科技（688116）、贝特瑞（835185）、璞泰来（603659）、当升科技（300073）等。

银河观点集锦

宏观：接近底部——1-2月工业企业利润分析

1、核心观点

3月27日国家统计局发布，1—2月份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%（前值-4%）。

1. **分量和价来看，工业经济底部已出现。**生产层面，1-2月份规模以上工业增加值同比增长2.4%，较上年12月份回落1.2个百分点，累计值同比数据创2020年11月以来最低，主要受出口延续弱势、需求不足等因素拖累，表明工业生产仍然承压。价格层面，PPI自2021年10月见顶回落，1-2月份PPI累计同比增速-1.1%（前值为4.1%），随着国内需求回升，下游开工好转，PPI有望在5月见底回升。往后看，在市场需求逐步恢复等有利条件下，工业生产增速大概率回升，伴随PPI逐步见底，工业企业利润将由当前底部位置反转向上。

2. **分所有制来看，外资企业利润增速降幅最大。**1-2月国有及国有控股企业利润同比-17.5%（前值+3.0%），同期股份制工业企业利润同比-19.4%（前值-2.7%），私营工业企业利润同比-19.9%（前值-7.2%），外资及港澳台工业企业利润同比-35.7%（前值-9.5%）。

3. **分行业来看，电子、汽车、房地产产业链等降幅最大。**受中国出口增速下降、美国芯片法案等影响，计算机通信设备制造业利润增速大幅下滑，由前值-13.1%降至-77.1%；受近期国内汽车企业降价去库存的影响，汽车行业利润增速降至-41.7%（前值0.6%）；此外，黑色金属（-151.1%）、有色金属（-57.2%）和非金属矿制品（-39.2%）等受PPI为负、房地产市场等因素影响，利润增速进一步回落。

4. **交通运输设备、电气机械与器材、电力热力三个行业利润增速最高。**其中铁路船舶航空航天等交通运输设备制造受基建投资增速的带动，利润增幅加速上行至64.8%（前值44.5%）；电气机械与器材制造业受新能源行业的高景气带动，利润增速加快至41.5%（前值31.2%）；电力热力行业利润增速由前值86.3%降至53.1%，延续快速增长态势但出现边际降速。

5. **展望未来，工业增加值同比增速已经回升，PPI亦有望在近期见底，工业利润增速触底回升在望。**随着生产生活秩序恢复正常，内需修复持续回暖，量的支撑有望日渐走强。伴随下游开工好转及基数效应消退，PPI大概率短期内触底上行，从量价两方面助力企业利润的修复改善。在前期《第四次负增长创造的机遇——工业企业利润周期与结构分析》报告中，我们提示，工业企业利润增速为负值的情况，在最近10年中出现过4次（2012、2015、2019、2022）。但是周期永不眠！2022年工业企业利润出现第四次负增长，2023年1-2月份利润增速进一步下行，但随着量价两方面因素有望进一步修复改善，上半年可能出现的“盈利底”需要高度关注，PPI见底回升则是关键信号。

6. **对于资本市场而言，二季度除了PPI见底、工业企业利润增速趋于改善之外，PPI持续负值所形成的国内货币宽松预期、美联储停止加息（中美利差倒挂程度进一步收窄）等因素都将形成利好。**

风险提示：1. 海外银行业危机；2. 国内第二波疫情。

(分析师：高明)

电子：AI 商业模式逐步落地，算力产业链迎接星辰大海

1、核心观点

AI 带动万亿蓝海市场，“模型+数据+算力”为产业核心壁垒。AI 历史发展余 70 年，当前正处于新一轮产业变革制高点。从规模上看，全球 AI 产业规模预计 2030 年将达到 1500 亿，未来 8 年复合增速约 40%。从市场来看，美国领先，中国和欧盟并驾齐驱，三地企业合计份额为 70.01%。2022 年中国人工智能产业规模达 1958 亿元，年增长率 7.8%，整体稳健增长。模型、数据和算力为人工智能发展三驾马车，Transformer 模型的引入标志着自然语言处理模型能够大规模地生成类似人类的语言，并且进入可大规模、可复制的大工业落地阶段。算法模型发展的同时，对于数据规模和质量的要求也在不断提高。其中 ChatGPT 参数量达到 1750 亿次，数据规模达到 45TB，从 1956-2020 年，计算机处理能力的 FLOPS 增加了一万亿倍。同时海外和国内互联网行业巨头积极布局 AI，竞赛压力逐步提升。

AI 产业迎来“iPhone”时刻，英伟达召开 GTC2023，关注高性能计算相关领域壁垒。英伟达在 GTC2023 推出 AIFoundations 云服务，从 NEMO、PICASSO、BIONEMO 三方面，赋能不同 AI 场景。同时发布 H100NVL 服务器，相比 A100DGX 提供 10 倍的计算速度。在大算力背景下，存算性能呈现剪刀差，存储器件性能远弱于算力性能提升，AI 训练未来的瓶颈不是算力，而是 GPU 的“内存墙”。因此，未来存算一体化趋势确定，HBM 与 Chiplet 有望实现降本增效，全球半导体厂商已提出多种解决方案，存内计算电路可基于 SRAM 和 NORFlash 实现。HBM 的高带宽技术，基于 TSV 和芯片堆叠技术的堆叠可实现高于 256Gbps 带宽远超过 DDR4 和 GDDR6。Chiplet 技术无需中介层、芯片直接通过 TSV 直接进行高密度互连，性能可以得到很大的提升，算力水平也会提高。

AI 商业落地曙光出现，ChatGPT 引爆大算力需求。ChatGPT 是使用海量语料库进行训练的语言生成器，在 2022 年 11 月 ChatGPT 推出后，迅速引爆市场，2 个月内月活跃用户数便达一亿，成为了历史上用户增长最快的消费应用。ChatGPT 参数量 2018 年 OpenAI 发布的 ChatGPT1.0 的模型参数为 1.17 亿，2019 年的第二代模型参数为 15 亿，ChatGPT3.0 的参数相比于 ChatGPT2.0 增长了近百倍，达到了 1750 亿。强大的算力水平是 AI 大模型必备的技术支撑，ChatGPT3.0 模型需要使用 1024 颗英伟达 A100 芯片训练长达一个月的时间，AIGC 商业落地蓄势待发，未来对算力的需求更将超乎想象。

2、投资建议

我们认为，在 ChatGPT 等应用商业化出现落地方式，AIGC 创作内容不断增长的条件下，

芯片作为 AI 行业的基础设计，为 AI 训练和数据计算提供支持，未来 AI 应用落地层面对庞大算力的需求更为重要，因此，相关算力产业链未来发展值得期待。我们看好国内相关算力产业链公司的未来发展，建议关注：GPU、加速卡、AI 芯片：寒武纪（688256.SH）、景嘉微（300474.SZ）、海光信息（688041.SH）；先进封装：通富微电（002156.SZ）、长电科技（600584.SH）、深科技（000021.SZ）；服务器及加速卡 PCB：沪电股份（002463.SZ）、胜宏科技（300476.SZ）；AIoT 产业链：瑞芯微（603893.SH）、全志科技（300458.SZ）、晶晨股份（688099.SH）、富瀚微（300613.SZ）；芯片 IP：芯原股份（688521.SH）、华大九天（301269.SZ）；存储芯片/模组/PCIe：兆易创新（603986.SH）、江波龙（301308.SZ）、北京君正（300223.SZ）、聚辰股份（688123.SH）、澜起科技（688008.SH）；散热材料：中石科技（300684.SZ）、飞荣达（300602.SZ）。

风险提示：行业需求不及预期的风险；应用落地不及预期的风险；政策风险；下游技术迭代不及预期的风险。

(分析师：高峰,王子路)

通信：运营商盈利能力增强，云网能力有望持续提质

1、核心观点

一周通信板块指数上涨 3.66%，光模块等相关子板块表现较好。本周上证指数涨幅为 0.46%；深证成指涨幅为 3.16%；创业板指数涨幅为 3.34%；通信板块涨幅为 3.66%。通信板块个股中，上涨、维持、下跌的个股占比分别为 85.50%、0.76%和 13.74%。根据我们对于通信行业公司划分子板块数据，一周光模块相关子板块相关标的表现较好，板块涨幅分别为 25.30%。

运营商业绩维持高增持续向好，5G 应用等新兴业务创新布局增速亮眼。运营商 22 年业绩持续向好，全年营收增长均超过 8%，经营业绩延续出色表现。其中云及政企业务等业务快速增长，资本开支良好管控倾斜向算力建设。中国移动 CHBN 市场全面增长，降本增效资产回报不断提高。公司全年开通基站达 128.5 万个，C/H 端市场稳中有升，政企市场等 5G 专网业务增势强劲，垂直行业数字化规模化发展。23 年公司预计资本开支约 1832 亿元（5G 约 830 亿元），算力网络资源及 5G 等新基建有望持续优化。中国电信产数业务高增，有望持续打造数字平台新优势。公司与联通累计共享 5G 基站超 100 万个，移动业务稳健增长量质齐升，宽带业务向双千兆升级并持续丰富家庭场景应用供给。产业数字化业务收入达到 1178 亿元，其中天翼云收入达 579 亿元（+107.5%）。公司加快数字化、场景化、融合化产品与服务的升级，保持天翼云高速发展，已成为全球最大的运营商云。中国联通五大赛道协同发力，加速数字科技领军企业转型。公司全年新增 31 万 5G 中频基站和 17 万 900MHz 基站，5G 中频规模和覆盖水平与行业相当。未来有望进一步扩大投资，资本开支达 769 亿元（算网投资占比将超过

19%)。总体来说，运营商盈利能力增强回馈股东，行业增长动能有望持续加强。

2、投资建议：

优选子行业景气边际改善优质标的。数字中国等政策不断加码、AI 新应用持续推新的背景下，数字经济新基建有望夯实助力算力网络升级，通信+新基建板块有望率先预期上修。ICT 基石光网络产业链的复苏，催化光模块、光纤光缆、节能等需求进一步增长。5G 应用工业互联网亦是未来政策及需求关注重点，看好工业物联网相关厂商低估值提振。高景气度结合低估值是选股重点方向：数字经济新基建：ICT 相关标的天孚通信（300394），中际旭创（300308），新易盛（300502），锐捷网络（301165），光环新网（300383），无线覆盖三维通信（002115），运维管理神州泰岳（300002.SZ）；应用板块：卫星导航应用华测导航（300627）、东土科技（300353）等；看好高分红派息率中国移动（A+H），中国联通（A+H）、中国电信（A+H）。

风险提示：原料价格上升风险；国内外政策环境不确定性；5G 规模化商用推进不及预期。

（分析师：赵良毕）

机械：“AI+”对机械行业影响几何？

1、核心观点

市场行情回顾：上周机械设备指数上涨 1.17%，沪深 300 指数上涨 1.72%，创业板指上涨 3.34%。机械设备在全部 28 个行业中涨跌幅排名第 15 位。剔除负值后，机械行业估值水平 32.5（整体法）。上周机械行业涨幅前三的板块分别是仪器仪表、激光、3C 及面板设备；年初至今涨幅前三的细分板块分别是仪器仪表、机器人、3C 及面板设备。

周关注：“AI+”对机械行业影响几何？

ChatGPT 掀起新一轮 AI 浪潮，有望催化机械行业多领域变革。ChatGPT 基于 GPT3.5 大语言模型，加入“从人类反馈中强化学习”的训练方式，具备语言理解和文本生成能力，实现了 NLP 生成领域模型的突破。我们认为，ChatGPT 的推出有望开启“AI+”应用浪潮，驱动机械行业制造升级。

AI+机器人：ChatGPT 加速人形机器人发展，核心零部件企业率先受益。机器换人趋势下，各大科技巨头纷纷布局机器人赛道，特斯拉、小米相继推出人形机器人产品。近期 OpenAI 投资挪威人形机器人公司 1X，有望实现 ChatGPT 在机器人领域应用落地，解决机器人行业过去软件端算法和数据能力落后的难题。ChatGPT 可通过将人类语言直接转化为代码操控机器人，大大降低时间和人力成本，同时提高效率，有利于推动人机交互技术发展，拓宽人形机器人商业化应用领域。电机、机器视觉、减速机产业链相关核心零部件企业将充分受益。

AI+智能制造：AI 赋能智能制造，数控机床/智能工厂有望迎来新变革。智能制造是制造业发展的重要趋势，《“十四五”智能制造发展规划》提出，到 2035 年，规模以上制造业企业全面普及数字化网络化，重点行业骨干企业基本实现智能化。通过融入 AI 算法，可实现数控机床向自主感知、自主学习、自主决策、自主执行的智能化方向转型，加速装备制造智能升级进程。将 AI 应用于工厂，可打造智能排产、自动产线、智能调度的智能工厂，实现降本增效。

AI+机器视觉：算法迭代优化机器视觉处理能力，加速市场应用渗透。机器视觉需要强大的算力支撑，ChatGPT 带来的算法、算力等方面的技术创新，有利于机器视觉定位、识别、检测等各方面性能提升，并推动解决方案标准化、通用化发展。

2、投资建议

持续看好制造强国与供应链安全趋势下高端装备进口替代以及双碳趋势下新能源装备领域投资机会。建议关注：1) 机械设备领域存在进口替代空间的子行业，包括数控机床及刀具、机器人、科学仪器、半导体设备等；2) 新能源领域受益子行业，包括光伏设备、风电设备、核电设备、储能设备等；3) 新能源汽车带动的汽车供应链变革下的设备投资，包括一体压铸、换电设备、复合铜箔等。

风险提示：新冠肺炎疫情反复；政策推进程度不及预期；制造业投资增速不及预期；行业竞争加剧等。

(分析师：鲁佩,范想想)

电新：板块估值底部区域，看好二季度投资机会

1、事件

电力设备新能源中信指数上涨 0.98%，市场排名第 3，整体估值市盈率 TTM 仅 29.6 倍，处于近三年低位区间。

2、核心观点

锂电：近期原材料价格加速下行，以碳酸锂为例，3 月 24 日电池级 99.5% 的价格为 27.5 万元/吨，较 2022 年 11 月高点 56.75 万元腰斩 51.5%，周环比/月同比/年同比分别下跌 12.1%/31.2%/45.3%。需求萎缩是主因，这与补贴退坡、车企价格战不无关联。自特斯拉迫于销量压力 1 月打响“第一枪”后，已有多家车企参与降价潮。参与车型多为清库存需求（7 月 1 日新车要求符合国 6b 排放标准）或冷门车型，参与品牌多为合资及部分自主燃油车、少量新能源车型。我们预计 4 月份价格战将接近尾声，新能源车销量及渗透率回暖，带动上游环节景气度回升。叠加补库存需求，二季度锂电产业链开工率将明显提升。后续需要密切跟踪电池

厂商与上下游价格谈判情况以及 2023 年一季度业绩分化情况。

光伏：根据能源局数据，2023 年 1-2 月我国光伏/风电新增累计装机容量达到 20.37GW/5.84GW，YOY+87.6%/11%，光伏增速超市场预期。我们预计全年我国新能源装机有望达到约 175GW，YOY+40%。光伏高景气度维持，一季度硅料价格反弹已佐证该判断。目前组件价格已降至 1.80 元/W 左右，可以满足下游运营商对于 IRR 的要求，利于需求有效释放。虽然欧洲版 IRA《净零工业法案》的提案刚刚发布，后续细则陆续披露带来的负面影响可能不断发酵，但从开工率以及出货量维度推算，预计光伏龙头一季报业绩表现抢眼。推荐一体化龙头隆基绿能（601012）、晶澳科技（002459）以及辅材龙头福斯特（603806）等。

风电：2023 年是风电交付大年。2022 年招标量创新高 87GW，2023 年 1-2 月合计 14.3GW。随着大型化轻量化带来的持续降本增效，2025 年全球海风将迎来爆发期，其中漂浮式风电更适合深远海应用场景，是未来发展方向之一。推荐明阳智能（601615）、天顺风能（002531）、大金重工（002487）、中材科技（002080）、东方电缆（603606）等。

3、投资建议

我们预计 2023 年新能源车仍可实现 30%以上的高增。宁德时代与福特拟合作建厂有利于中国电池厂商打开美国市场，也是在美国 IRA 法案大环境下的一种全新尝试。预计二季度上述项目推进以及法案细则出台（预期较之前版本有所放宽）有望成为股价表现的催化剂。建议重点关注两条投资主线：1）原材料价格下跌向下游释放利润，预计电池厂商盈利改善更为明显，推荐宁德时代（300750）、亿纬锂能（300014），建议关注国轩高科（002074）、欣旺达（300207）、鹏辉能源（300438）、蔚蓝锂芯（002245）等；2）新技术替代加速，重点看好从 0 到 1 的 4680 大圆柱电池，具备高性能、极致安全、快充等显著优势，成本可降 50%以上，保守预计 2025 年 46 系列电池出货量或将超 300GWh。推荐产业链受益标的亿纬锂能（300014）、天奈科技（688116）、贝特瑞（835185）、璞泰来（603659）、当升科技（300073）等。

风险提示：需求不及预期的风险；产业政策变化带来的风险；上游原材料涨幅过大又无法向下游传导的风险；产能投产不及预期的风险。

（分析师：周然）

招商银行(600036.SH)：小微、消费贷增长强劲，零售 AUM 持续扩张

1、事件

公司发布了 2022 年年报。

2、核心观点

净利稳健增长,拨备冲回反哺利润。2022年,公司营业收入3447.83亿元,同比增长4.08%;归母净利润1380.12亿元,同比增长15.08%;年化加权ROE为17.06%,同比上升0.1个百分点;基本EPS为5.26元,同比增长14.1%。受多项业务收入增速放缓影响,营收保持低位增长,净利持续受益于减值冲回。2022年,公司的信用减值567.51亿元,同比减少13.96%,Q4单季同比减少32.04%。

息差下降8BP,小微、消费增速强劲,存款定期化程度提升。2022年,公司实现利息净收入2182.35亿元,同比增长7.02%;净息差2.4%,同比下降8BP。资产端信贷投放持续增加,对公强、零售弱,按揭影响大。截至12月末,公司的贷款余额为6.05万亿元,较年初增长8.64%;对公贷款余额和零售贷款余额较年初分别增长10.45%和5.82%,占总贷款比重39.26%和52.25%。零售贷款表现偏弱主要受到按揭贷款增速放缓影响,小微和消费贷款保持较快增长,12月末小微、按揭、信用卡和消费贷较年初分别增长12.31%、1.08%、5.25%和29.64%。负债端存款增速强劲,财政发力和居民储蓄意愿增强是主因,存款定期化程度有所提升。截至12月末,公司的存款余额7.54万亿元,较年初增长18.73%。其中,定期存款和活期存款较年初分别增长30.58%和12.71%,占总存款比重37.02%和62.98%。

代销收入下滑致中收承压,零售AUM延续较快增长。2022年,公司实现非利息净收入1265.48亿元,同比下降0.62%。其中,中间业务收入942.75亿元,同比下降0.18%,首次出现负增长,主要与代理类收入减少有关。2022年,公司财富管理手续费及佣金收入309.03亿元,同比减少14.28%;资产管理手续费及佣金收入124.57亿元,同比增长14.75%;托管业务佣金收入57.91亿元,同比增长6.59%。此外,截至12月末,招商银行零售客户数和aum分别为1.84亿户和12.12万亿元,较年初增长6.36%和12.68%;私行客户总资产余额3.79万亿元,较年初增长11.74%。受资本市场波动影响,其他非息收入表现走弱。2022年,公司其他非息净收入322.73亿元,同比下降1.87%。其中,投资收益(含公允价值变动)同比下滑18.6%;汇兑净收益同比增长7.43%。

对公房地产贷款和按揭贷款不良率上升,风险抵补充足。截至12月末,公司不良率和关注类贷款占比0.96%和1.21%,较年初上升0.05和0.37个百分点,主要受到经济增长放缓和房地产客户风险进一步释放的影响。其中,对公房地产和个人按揭贷款不良率为4.08%和0.35%,较年初变化2.67和0.07个百分点。公司风险抵补充足。截至12月末,公司的拨备覆盖率450.79%,较年初下降33.08个百分点。

3、投资建议

公司坚持“一体两翼”,持续推动业务模式变革创新,零售金融护城河稳固,批发金融价值显现,各项业务保持同业领先,龙头价值凸显。轻型银行转型加速,资金使用效率优化,经营周期性降低,盈利质量不断提升。大财富管理体系建设成效释放,金融科技布局纵深推进,为公司中长期业务成长打开空间。我们看好公司未来发展,给予“推荐”评级,预测2023-2025年BVPS为37.03/42/47.68元,对应当前股价PB为0.92/0.81/0.72倍。

风险提示: 宏观经济增速不及预期导致资产质量恶化的风险。

(分析师: 张一纬)

新奥股份(600803.SH): 直销气与煤炭业务拉动盈利高增长, 新增国际长协资源有望提升业绩弹性

1、事件

公司发布 2022 年年报, 全年实现营业收入 1540.44 亿元, 同比增长 33.0%; 实现归母净利润 58.44 亿元(扣非 46.71 亿元), 同比增长 26.2%(扣非增长 33.8%); 实现归母核心利润 60.67 亿元(同比增长 48.2%)。其中, 第四季度实现归母净利润 26.85 亿元(同比增长 201.3%)。利润分配方案为每股派发现金红利 0.51 元(含税)。

2、核心观点

直销气价差高增长, 新增国际长协 530 万吨有望提升业绩弹性

2022 年天然气总销量 362.04 亿方(同比-2.7%), 主要是由于经济放缓叠加高气价影响, 全国天然气表观消费量有所下滑, 其中零售气 259.41 亿方(同比+2.7%), 直销气 35.07 亿方(同比-14.9%)。随着疫情影响结束, 社会经济活动回归常态化, 预计 2023 年全国天然气消费预计将出现恢复性增长。

价差方面, 零售气价差 0.48 元/方(同比-0.03 元), 直销气价差 0.72 元/方(同比+0.41 元), 我们预计直销气价差大幅增长主要受益于公司锁定了价格较低的 HenryHub 国际长协资源, 而在 2022 年国内外气价维持高位的情况下实现价差高增长。2022 年公司持续优化国际资源池, 新增挂钩 HenryHub 的长协 530 万吨, 累计签属长协资源共 764 万吨, 2023 年有望进一步发挥国际国内两种资源、两个市场灵活互动的优势。

整体毛利润同比增长, 自由现金流大概增加

2022 年整体毛利率 15.15%(同比-1.59pct), 净利率 7.19%(同比-1.89pct), 主要是由于天然气购销单价大幅上涨, 但毛利润同比增长 15%; 自由现金流 60.89 亿元(剔除收购舟山接收站影响), 同比增长 52.4%; 总负债 361.23 亿元(同比+3.3%), 其中 1 年以内负债占比 27%, 债务结构稳健。

新奥舟山年内完成置入, 天然气智能生态运营商战略获强大支点

公司 2022 年已完成收购新奥舟山 90% 股权, 承诺业绩为: 2022-2025 年扣非后归母净利润分别为 3.50 亿元、6.39 亿元、9.33 亿元、11.96 亿元, 2022 年实际完成 4.02 亿元。舟山 LNG 接收站目前建成一期、二期项目, 核准处理能力与实际处理能力分别为 500 万吨/年和 750 万吨/年。三期项目已获核准并开工建设, 预计 2025 年建成, 建成后实际处理量将达到 1000 万吨/年。

2022 年受海外天然气价格高企以及国内疫情影响，沿海 LNG 接收站利用率普遍较低。在此背景下舟山接收站积极开展罐容租赁、小船分拨、国际保税罐等多种业务，超额完成业绩承诺。随着海外天然气价格回落以及国内经济复苏，2023 年新奥舟山预计将释放业绩弹性，并与公司的需求生态、资源生态、输储生态形成更为深度的协同效应，从供需匹配、资源结构、设施能力等多方面增加公司在不同市场环境中的选择权，实现最优策略组合，显著提升公司核心竞争力。

煤炭业务量价齐升，远期煤炭产能可提升至 1000 万吨

煤、化工产品全年营收 85.51 亿元（同比+23.9%），毛利率 24.9%（同比+4.3pct），营收与毛利率增长主要受益于煤炭业务量价齐升。2022 年实现商品煤销量 524 万吨（同比 34.4%）。目前公司煤炭核定产能 800 万吨，产能核增稳步推进，远期可提升至 1000 万吨。

3、投资建议

预计公司 2023 年至 2025 年归母净利润分别为 70.20 亿元、80.50 亿元、89.11 亿元，对应 PE 为 8.3x、7.2x 和 6.5x。公司是天然气销售龙头企业，2022 年新增国际长协 530 万吨，且舟山项目注入后有望显著增加业绩弹性；我们看好公司成为综合清洁能源服务商的发展潜力，当前维持“推荐”评级。

风险提示：天然气需求不及预期的风险；国内外 LNG 市场价格出现超预期波动的风险；煤炭、甲醇等化工产品出现超预期波动的风险。

(分析师：陶贻功,严明)

新洁能(605111.SH)：业绩稳健增长，业务在新能源领域持续放量

1、事件

公司近期公布 2022 年年报，2022 年全年公司实现营收 18.11 亿元，同比增长 19.87%；实现归母净利润 4.35 亿元，同比增长 4.51%。剔除股份支付影响后净利 5.04 亿元，同比增长 20.45%。

2、核心观点

营收稳步增长，毛利小幅下滑，受下游消费需求疲软所致。2022 年公司综合毛利率为 36.93%，同比下滑 2.19pct，净利率为 24.00%，同比下滑 3.40pct，加权平均净资产收益率为 18.77%，同比下滑 12.22pct，公司业绩整体受下游市场景气度变化呈现分化状态，消费电子和家电市场需求下滑对公司业绩影响较大。从费用端来看，2022 年公司销售费用率、管理费用率、财务费用率和研发费用率分别为 1.90%、4.06%、-1.96%和 5.56%，管理费用率增长较快，主要系股权激励，股份支付费用增长。其中公司 22Q4 单季度实现营收 4.84 亿元，同比增长

21.31%，环比增长 3.84%；实现归母净利润 0.97 亿元，同比下降 2.25%，环比下降 5.81%，增速下滑幅度较 Q3 收窄。

新能源客户占比稳步提升，客户结构稳健向好。公司在报告期内不断降低消费电子领域占比，提升“光储车”领域收入。2022 年全年，公司光伏储能和汽车电子营收占比分别达到 25%和 14%，其中下半年公司光伏、储能、汽车电子收入占比已达到 48%。在光伏领域，公司 IGBT 大量供应国内 Top10 光伏企业，已成为多家龙头客户单管 IGBT 第一大国产供应商，在光伏储能领域与德业股份、阳光电源、固德威、上能等客户合作不断深入。在汽车电子领域，公司加大与比亚迪的合作，实现近三十款料号的大批量供应，同时对十余家车企的出货规模稳步提升，整体交付料号已超过 60 款且持续增加，同时与理想、蔚来、小鹏等客户不断加深合作。消费类占比降低，新能源客户助力公司未来业务实现长期增长。

布局第三代半导体领域，拓展自身第二成长曲线。22Q4，公司投资入股常州臻晶半导体有限公司，现持股 10.55%，臻晶半导体致力于从事 SiC 液相法晶体研发、生产和销售的企业，公司通过对产业链的纵向布局以及资源整合，提升在第三代半导体领域布局。公司目前已开发完成 1200V32mohm/62mohm 新能源汽车 OBC、光伏储能用 SiCMOS，相关产品通过可靠性考核产品近期有望进入小批试产阶段。

3、投资建议

我们认为，公司凭借多年在行业内深耕，从设计能力稳健提升，布局三代半导体拓展公司天花板，提升公司竞争壁垒。长期看好公司车用 IGBT 和 SiC 等新产品放量带来更强的竞争优势。我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 2.37/2.93/3.42 元，对应 PE 为 35.12X、28.41X、24.35X，维持“推荐”评级。

风险提示：采购价格波动风险；功率器件景气度下滑风险；产品研发和推广不及预期风险。

(分析师：高峰,王子路)

晶澳科技(002459.SZ)：盈利能力改善超预期，一体化布局持续加码

1、事件

公司公布 2022 年业绩。公司实现营业收入 729.89 亿元，YOY+76.72%；归属净利润 55.33 亿元，YOY+171.4%；扣非归属净利润 55.57 亿元，同比+200.9%；基本每股收益 2.4 元/股，平均 ROE 为 25.15%。22Q4 营业收入 236.66 亿元，同比+55.65%，环比+13.5%；归属净利 22.43 亿元，同比+208.89%；扣非归属净利润 23.16 亿元，同比+200.85%，环比+44.1%。

2、核心观点

组件出货量再创新高。根据光伏行业协会数据统计，2022 年全球光伏市场新增装机容量预计约 230GW，YOY+35.3%。公司充分发挥自身的全球市场营销服务网络优势和品牌优势，进一步加大市场开拓力度，带动公司电池组件出货量再创历史新高。公司 2022 年电池组件出货量 39.75GW（含自持电站 672MW），其中组件海外出货量占比约 58%，全球排名第四，从而带动收入高增 76%。

毛利率改善明显。Solarzoom 数据显示，2022 年初一线厂商特级致密料价格为 230 元/kg，全年一路上扬至 9 月达到最高点 307 元/kg，后维持高位运行，11 月下旬开始出现松动迹象，12 月中旬迅速回落，2023 年 1 月 4 日价格降至 170 元/kg。受到原材料价格高企影响，组件环节盈利能力一度堪忧，根据 Solarzoom 数据，自 2022 年 4 月以来，组件整体毛利润一直为负值，12 月底才由负转正。公司 22Q4 毛利率改善明显，超市场预期，达到 17.6%（2022 年全年毛利率 14.78%），同比/环比提升 1.8/3.8pcts，预计 23Q1 将持续提升。

盈利能力提升。受益于增发融资落地，公司 2022 年财务费用大幅削减，存款利息增加，叠加汇兑收益增加等因素，公司 2022 年期间费用率 4.4%，YOY-3.4pcts，期间费用控制得当。综合以上因素，公司 2022 年净利率达到 7.59%，YOY+2.5pcts；扣非后 ROE（摊薄）/ROA 分别为 20.2%/8.57%，YOY+9/+4.1pcts。22Q4 净利率达到 9.06%，同比/环比+3.3/+1.2pcts；扣非后 ROE 达到 8.8%，环比+2.2pcts。

一体化产能持续加码。公司拟投资建设鄂尔多斯高新区年产 20GW 硅片、30GW 电池项目，预计投资额 128.42 亿元；建设周期预计 36 个月，将分期建设。上述项目符合公司未来产能规划的战略需要，有利于公司垂直一体化的产业链布局，满足市场对高效产品的需求，不断提高市场份额和盈利能力。按照公司产能规划，2023 年底组件产能将超过 80GW，硅片和电池产能将达到组件产能的 90%左右。

3、投资建议

光伏市场前景广阔，公司作为产业链一体化战略的全球知名的高性能光伏产品制造商，2023 年将充分受益硅料进入下跌周期后释放的利润红利。预计 2023-2024 年营收 968.13 亿元、1,172.31 亿元，归母净利润 92.72 亿元、119.70 亿元，EPS 为 3.93 元、5.08 元，对应当前股价 PE 为 14.2 倍、11 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：全球产业政策变化带来的风险；产能投产不及预期的风险；上游原材料上涨超市场预期的风险；国际贸易摩擦风险；汇率波动风险等。

（分析师：周然）

昆药集团 (600422.SH)：华润入主，优质中药品牌有望焕发生机

1、事件

公司发布 2022 年年报，2022 年实现营业总收入 82.82 亿元，同比增长 0.35%；归母净利润 3.83 亿元，同比下降 24.52%；扣非归母净利润 2.51 亿元，同比下降 10.17%。其中，第四季度实现营业总收入 20.89 亿元，同比下降 6.13%；归母净利润 0.11 亿元，同比下降 85.77%；扣非归母净利润-0.09 亿元，同比下降 138.84%。

2、核心观点

精品中药推广初见成效，华润入主有望重塑昆中药品牌价值。公司“昆中药 1381”借助悠久深厚的中医药文化积淀和老号品牌势能，聚焦参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒三大黄金单品，并持续培育清肺化痰丸、金花消痈丸、口咽清丸等在内的潜力品种和特色品种，全力打造中国老字号一线品牌。报告期内，昆中药营收、利润再创历史新高，实现营业收入 131,909.55 万元，同比增长 8.80%，实现净利润 14,232.92 万元，同比增长 57.50%；参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒、清肺化痰丸、金花消痈丸分别同比增长 22.66%、20.90%、29.22%、19.44%、60.21%。华润三九入主后，公司“昆中药”品牌中药有望接入华润三九渠道推广，更好发挥品牌价值。

健康板块取得突破，日用品有望成为新的增长点。2022 年度，昆药健康销售规模突破 2 亿元，同比增长 104%。报告期内，K 昆药/KPC 京东自营双入驻，3000 家线下便利超市系列产品上架，覆盖昆明 80%的终端，同时昆药三七牙膏分别与辛选基地、云南抖音直播基地达成战略合作，线上线下同时发力。KPC 昆药科技美肤馆正式落地杭州西嘉广场，昆药健康进入“皮肤管理”新赛道。

3、投资建议

公司中药资源质地优良，接入华润渠道销售后有望更好发挥公司中药品牌力。公司业绩在计提减值后轻装上阵，我们看好华润入主为公司业务带来的协同效应。我们预测 2023-2025 年归母净利润分别为 6.09/7.19/8.54 亿元，同比增长 59.02%、18.04%、18.76%，对应 EPS 为 0.80/0.95/1.13 元，对应 PE 为 22/19/16 倍，给予“推荐”评级。

风险提示：中药集采降价高于预期的风险、和华润渠道整合不畅的风险、新品研发失败的风险等。

(分析师：程培,刘晖)

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：周颖，食品饮料行业分析师，清华大学本硕，2007年进入证券行业，2011年加入银河证券研究院。多年消费行业研究经历。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10% - 20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn