

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-03-31

宏观策略

2023年03月31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。

固收金工

固收深度报告 20230330: 转债行业图谱系列(四)——地产链之家电行业可转债梳理(下)

从属性来看,科沃转债为“偏债型”,火星转债和莱克转债为“股债平衡型”,小熊转债为“偏股型”。因此科沃转债的上涨前提是过高的转股溢价率先被消化,转债相较于正股的性价比不高,而火星、小熊和莱克转债均有望受益于正股的上涨,小熊转债的弹性最大。条款博弈方面,目前仅有科沃转债发布了不下修转股价格的公告,其余转债不存在递延下修或强赎期,但我们认为整体而言由条款带来的风险和机会均有限。一方面,转债存续期均较长,通过下修或强赎促转股的意愿较低,有序转股是更加合意的方式;另一方面,四家公司的财务费用率均为负值,同时在目前计息周期内的票面利率低,付息压力可控。对于除科沃斯之外三家公司的景气度排序,莱克转债>小熊转债≈火星转债,与三家公司2022年的营业收入和归母净利润同比相符,也和三家公司的战略规划有关。莱克电气通过原有业务优势和收购方法积极开拓新能源汽车零部件业务的生产和销售两端,小熊电器通过精简SKU加强管理效率,火星人在集成灶的传统业务优势外,拓展水洗产品。从机构持仓占比来看,科沃转债>火星转债>小熊转债≈莱克转债,我们较为推荐三只转债的机构持仓占比均较低。一方面,由于机构持仓较少,机构行为给转债价格带来的波动会比较可控;另一方面,随着原有大股东将配售的转债逐步减持,将给转债带来可观的增量资金和需求。

固收点评 20230330: 政银全面合作,天津城投机会或现

考虑到积极信号初显,亟待后续工作的实际落地效果,建议对天津城投持谨慎乐观态度,可择时适度针对市级及国家级新区的中高等级平台拉长久期至1-3年,区级需谨慎下沉。

固收点评 20230330: 柳工转2: 工程机械领域的领先企业

我们预计柳工转2上市首日价格在98.04~109.22元之间,我们预计中签率为0.0099%。

行业

晨会编辑 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

【AIGC+教育】落地场景与发展方向探讨

建议关注盛通股份、传智教育、世纪天鸿、佳发教育和科大讯飞

环保行业点评报告：工信部印发有色金属行业智能制造标准体系建设指南

全国碳市场碳排放配额（CEA）行情：2023年3月29日，CEA涨跌幅+0.00%；收盘价56.00元/吨；成交量100吨；成交额5,600.00元。

推荐个股及其他点评

华新水泥（600801）：2022年年报点评：水泥主业盈利承压，非水泥毛利占比持续提升

盈利预测与投资评级：行业供需平衡重建，景气底部回升，公司水泥及熟料主业盈利有望稳步改善，且在持续强劲的资本开支下非水泥+海外业务有望贡献新的增长点。基于地产投资缓慢修复，煤价维持高位，我们下调2023-2025年归母净利润至39.2/46.2/49.7亿元（2023-2024年预测前值为50.5/56.4亿元），3月30日收盘价对应市盈率8.3/7.1/6.6倍，维持“增持”评级。

蒙娜丽莎（002918）：2022年年报点评：渠道结构优化，经营性现金流同比大幅改善

盈利预测与投资评级：公司经销与战略工程渠道双轮驱动，公司近年来与多家地产商达成战略合作，同时拓展整装、家装等小B渠道，零售端继续加大渠道下沉开拓力度，经销占比持续提升。随着下游需求逐步修复以及原材料和能源价格高位回落，预计业绩有望逐步修复。考虑到下游需求景气情况，我们下调公司2023-2025年归母净利润为5.12/6.12/7.13亿元（前值为9.30/12.16亿元），对应PE分别为15X/13X/11X，维持“增持”评级。

华电国际（600027）：2022年报点评：容量电价+煤价下行，火电迎戴维斯双击

事件：（1）公司公布2022年年报，2022年公司实现营业收入1070.59亿元，同比增长2.3%；实现归母净利润1.0亿元，同比增长102.0%；实现扣非后归母净利润-5.76亿元，同比增长93.11%。（2）公司公布2022年发电量、上网电价及机组投产产能情况，2022年公司累计完成发电量2209.32亿千瓦时，同比增长0.54%；实现上网电量2070.45亿千瓦时，同比增长0.32%；2022年集团平均上网电价为519元/兆瓦时，同比上涨20.69%。公司是中国装机容量最大的上市发电公司之一，也是A股火电占比最高的公司之一。

申洲国际（02313.HK）：2022年业绩点评：业绩符合预期，23年预计前低后高

公司为国内最大纵向一体化针织生产企业，2022年在多变的外部环境下，对核心客户Nike、优衣库销售额实现较快增长，量价齐升驱动下收入同比+16.5%，结合汇兑收益贡献净利润增长35.3%。22H2以来随全球终端消费降温、下游品牌进入去库周期，公司订单放缓。考虑下游去库进程可能持续至23H1、23H2预计有所好转，全年呈现前低后高特点，我们将23-24年归母净利润从54.9/67.1亿元下调至51.3/63.0亿元、增加25年预测值75.7亿元，对应PE20/16/14X，长期看公司产能优势突出、客户粘性强、长期稳健增长可期，维持“买入”评级。

壹石通（688733）：2022年报点评：勃姆石降价盈利承压，业绩符合市

市场预期

盈利预测与投资评级：考虑到勃姆石行业竞争加剧，我们下修公司 23-25 年归母净利 1.31/2.05/3.19 亿元(原预期 23/24 年归母净利 2.45/3.84 亿元)，同比-11%/+56%/+55%，对应 PE 为 59/38/24X，维持“增持”评级。风险提示：销量不及预期，盈利水平不及预期

星宇股份 (601799)：2022 年年报点评：Q4 业绩暂时承压，看好公司长期成长

考虑到公司作为自主车灯龙头企业，将持续受益于产品升级和客户拓展，因此维持“买入”评级。

广州酒家 (603043)：2022 年年报点评：业绩符合预期，看好疫后复苏潜力

2022Q4 速冻高增持续，餐饮承压。经销商渠道不断优化，省内外经销商数量均有增长。毛利率波动，管理降本致费率下行。

海伦司 (09869.HK)：2022 年年报点评：22 年业绩符合预期，23 年轻装上阵复苏可期

22 年门店深度调整、持续降本增效，业绩符合预期，23 年新模式有望助力市场下沉，单店日销修复下单店模型弹性可期。

青岛消防 (002960)：2022 年年报点评：现金流显著改善+组织架构优化，利润释放拐点近在眼前

事件：公司 2022 年实现营收 46.02 亿元、增长 19.13%；归母净利润 5.70 亿元、增长 7.51%；扣非后增长 8.23%；经营性净现金流增长 148.55%。业绩符合预期，疫情政策调整影响 Q4 表现，净现金流状况大幅改善。1) 业绩：根据公司公告，2022 年 Q4 政策端的调整对公司的人员到岗、物流端及项目实施端带来了多维度的影响，Q4 单季度收入增速同比下滑 6.99%、归母净利润同比下滑 1.10%、扣非后下滑 0.59%，拖累了公司全年表现；总体来看，在复杂多变的经济形势下，公司全年收入增长 19.13%、归母净利润增长 7.51%、扣非后增长 8.23%，业绩符合市场预期。

德赛西威 (002920)：2022 年年报点评：持续推进国际化战略，智驾业务有望迎来爆发！

考虑到公司 2022 年业绩略超预期，我们将公司 2023/2024 年收入预测由 191.5/237.5 亿元上调至 194.6/238.4 亿元，2025 年营收预测为 294.1 亿元，同比分别+30%/+23%/+23%；基本维持 2023/2024 年归母净利润预测为 15.1/20.0 亿元，2025 年归母净利润为 24.3 亿元，同比分别+27%/+33%/+21%，对应 PE 分别为 40/30/25 倍，维持“买入”评级。

贝泰妮 (300957)：2022 年年报点评：疫情下仍迎较快增长，较高股权激励目标彰显发展信心

贝泰妮是我国皮肤学级护肤龙头，专业化品牌形象稳固，线上线下多平台拓展顺利，品牌矩阵逐步完善。基于股权激励目标和 2022 年业绩表现，我们将公司 2023-24 年归母净利润从 16.33/22.35 亿元下调为 13.46/16.96 亿元，分别同增 28%/26%，预计 2025 年归母净利润为 21.03 亿元，同增 24%，当前市值对应 2023~25 年 PE 为 38x/30x/24x，维持“买入”评级。

阳光保险 (06963.HK)：2022 年年报点评：NBV 正增长同业领跑，夯实基础价值为纲

投资要点 事件：公司披露 2022 年年报，实现归母净利润 48.8 亿元，同比减少 17.0%，对应 ROE 为 8.6%，同比下降 1.7 个 pct.。2022 年年每股股息 0.18 元 (2021 年：0.15 元)，对应分红率 38% (2021 年：26%)，

业绩表现符合预期。 寿险新业务价值 (NBV) 增速领跑 A+H 上市同业。 财险 ROE 创出近五年新高。 归母综合收益转负 EV 增速好于同业。2022 年末集团内含价值为 1,012.7 亿元,较 2021 年末增长 8.0%(若剔除发行股份影响增速为 1.5%),其中寿险 EV 增速为 4.3%(国寿: 2.3%,平安寿: -0.2%; 太保寿: 5.7%),寿险 ROEV 约为 13.0%,同比下降 2.4 个 pct., 主要系投资回报偏差拖累期初 EV 增速-5.9 个 pct. (1H22: -5.0 个 pct.), 但营运偏差维持正贡献, EV 增速具备相对优势。 盈利预测与投资评级: 首份年报落地符合预期, 作为一家民营险企, 公司夯实基础价值为纲, NBV 正增长领跑同业。根据年报披露调整盈利预测, 我们预计 2023-25 年归母净利润为 68.80 和 90 亿元 (原 2023-24 年预测 70/73 亿元, 并新增 25 年预测), 维持“买入”评级。

中国海油 (600938): 2022 年年报点评: 业绩高增长, 增储上产成果显著

中国海油 2022 年点评

比亚迪电子 (00285.HK): 2022 年业绩公告点评: 期待安卓逐步复苏, 关注 23 年利润弹性

盈利预测与投资评级: 考虑需求复苏仍有一定不确定性, 下调 2023-24 年归母净利润分别为 27.8 亿元 (-1.9 亿元)、39.0 亿元 (-2.9 亿元), 新增 2025 年预测为 50.4 亿元, 同比分别+50%、+40%、+29%, 对应现价 (3 月 30 日) PE 分别为 17 倍、12 倍、9 倍, 维持“买入”评级。

江海股份 (002484): 2022 年报点评: 22 全年业绩符合预期, 深度受益新能源强劲需求

22 全年业绩符合预期, 深度受益新能源强劲需求。22 全年, 公司实现营业收入 45.2 亿元, yoy+27%, 归母净利润 6.6 亿元, yoy+52%, 其中, 22Q4 实现营业收入 12.6 亿元, yoy+31%, 归母净利润 1.8 亿元, yoy+62%。受益于风光储、新能源汽车等领域需求强劲, 公司三大电容业务协同发展、梯次发力, 研发投入与产能扩张双效并举, 未来有望延续高增长态势。 受益新能源领域需求强劲, 三大电容业务梯次发力。22 年, 公司铝电解/薄膜/超级电容营收分别达 35.8/3.24/3.07 亿元, yoy+ 26%/45%/28%, 受益新能源领域需求强劲, 各业务均实现稳步增长。1) 铝电解电容: 公司大型铝电解电容全球产出第一地位稳固, 受益光伏、电动汽车、充电桩等市场高景气, 实现营收持续增长。同时, 小型电容切入笔电、服务器、安防设备供应链, 成为新的增长极。2) 薄膜电容: 公司产品不仅在消费类电子和工业类装备进入大批应用阶段, 而且在新能源、电动汽车、军工等领域开始批量交付, 业绩拐点已形成, 进入快速成长期。3) 超级电容: 公司产品在车辆、医疗仪器、新能源、电网、智能三表、AGV、港口机械已进入批量应用阶段, 在发电测和用户侧调频以及大型装备功率补偿进入实质性试运行, 超级电容业务未来增长可期。 研发投入、产能扩张双效并举, 为长期业绩提供持续高增长动能。研发投入方面, 公司不断提升三大电容产品性能, 同时深化与高校科研院所合作, 积极投入三维箔、宽温电解液、原子沉积技术、新一代高分子导电聚合物、超容 C 材料和新型电解液、高温高介高分子材料等创新性研究攻关。产能扩张方面, 22 年新能源铝电解电容产能扩充 40%, 铝电解电容器核心材料较低成本化制造基地规划建设落地实施, 新能源电动汽车等用薄膜电容器大规模扩产。公司研发投入与产能扩张双效并举, 为长期业绩提供持续高增长动能。 盈利预测与投资评级: 由于公司营收增长稳健、费

用管控持续优化，我们维持公司 23/24 年的盈利预测，23-25 年归母净利润为 8.74/11.46/14.56 亿元，当前市值对应 PE 分别为 21/16/13 倍，维持“买入”评级。风险提示：薄膜电容客户导入不及预期；超级电容客户开拓不及预期；芯片缺货、疫情等因素影响下游市场需求。

映宇宙 (03700.HK): 2022 年年报点评: 降本增效取成效, 期待 23 年稳健发展

2023 年随着宏观经济的复苏，用户付费意愿有望提升，同时公司也将加快线下相亲业务在更多城市的布局和推广；海外业务亦值得期待。但考虑全年经济恢复节奏存在不确定性，我们将公司 2023-2024 年经调整 EPS 由 0.26/0.32 元下调至 0.25/0.29 元，预计 25 年 EPS 为 0.34 元，对应 PE 3.4/2.9/2.5X，截至 22 年 12 月 31 日，公司账上现金及现金等价物约 16.3 亿元，已与市值接近，公司价值明显低估，维持“买入”评级。（注：若无特别说明，人民币兑港元汇率取 2023/3/29 数据 1 港币= 0.8766 人民币）

奥浦迈 (688293): 2022 年年度报告点评: 业绩符合预期, 培养基高速增长, 放量可期

考虑到行业需求变化，我们将公司 2023-2024 年营收由 5.56/7.90 亿元下调至 4.30/6.02 亿元，归母净利润由 1.80/2.54 亿元下调至 1.54/2.17 亿元，我们预计 2025 年公司营收和归母净利润分别为 8.19/2.99 亿元，当前股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 54×/39×/28×。我们看好公司培养基业务的持续放量与 CDMO 业务的回暖，维持“买入”评级。

中国人寿 (601628): 2022 年年报点评: 投资拖累业绩, 分红好于预期
事件: 公司披露 2022 年年报: 实现归母净利润 320.82 亿元，同比下降 37.0% (对应 4Q22 单季同比下降 60.1%)；实现新业务价值 (NBV) 360.04 亿元，同比下降 19.6% (预期同比下降 20%)，净利润受权益市场波动以及补提责任准备金侵蚀税前利润 344.67 亿元冲击低于预期。2022 年每股股息 0.49 元 (2021 年: 0.65 元)，分红率 43% (2021 年: 36%)，分新单与价值降幅好于同业，4Q22 提前聚焦 2023 年开门红&疫情扰动反复拖累价值修复表现。公司坚持“稳中固量、稳中求效”的队伍发展策略，4Q22 单季人力环比降幅有所扩大。投资全面拖累 EV、净资产和利润表现。盈利预测与投资评级: 投资拖累业绩，分红好于预期。根据年报披露我们下调投资收益预测，预计 2023-25 年归母净利润为 434、491 和 534 亿元 (原 2023-24 年预测 555/606 亿元，并新增 2025 年预测)，维持“买入”评级。风险提示: 权益市场持续下行，寿险需求复苏不畅。

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

固收深度报告 20230330：转债行业图谱系列（四）—地产链之家电行业可转债梳理（下）

观点 科沃转债—转股溢价率待消化的“债性”标的：科沃转债的价格自上市以来一路下滑，转换价值下跌幅度更大，转债的“债底”保护特征凸显，转股溢价率和转换价值的轨迹存在“凸性”特征。截至2023年3月17日，科沃转债的转股溢价率为142.36%，纯债溢价率为15.35%，为“偏债性”标的。考虑到科沃转债存续期较长，尚没有迫切的下修促赎意愿，过高的转股溢价率仍然需要正股的持续上涨来压缩消化，转债跟随正股上涨的空间较小。展望2023年，公司存在三大亮点：一是应用场景的拓展；二是线上线下渠道的扩张；三是消费和房地产市场的回暖，有望令整体小家电市场的行业 β 回升。 火星转债—兼具“抗跌性”和“跟涨性”的标的：火星转债的价格相对平稳，但就其与市场基准的比较而言，存在明显的强弱切换点，主要是由于地产链修复所带来的业绩预期的变化。截至2023年3月17日，火星转债的转股溢价率为46.53%，纯债溢价率为44.84%，为“股债平衡性”标的，兼具“抗跌性”和“跟涨性”。展望2023年，公司将在渠道和产品两方面继续发力。渠道方面，公司布局家装、工程、下沉和KA多渠道。产品方面，公司于2022年开启了水洗产品的第二成长曲线。 小熊转债—精品化改革效果初显的次新标的：小熊转债的价格自上市以来震荡上行，可划分为公司 α 和行业 β 驱动的两个阶段。截至2023年3月17日，小熊转债的转股溢价率为16.42%，纯债溢价率为58.46%，为“偏股性”标的。小熊转债的价格与正股的关联度较大，同时转债自身条款博弈和机构持仓带来的风险有限。展望2023年，公司存在三大亮点：一是精简SKU，从而节省管理成本和提高利润率；二是海外业务收入有望触底回升；三是公司积极布局母婴和个人护理等蓝海赛道。 莱克转债—第二成长曲线待验证的弹性标的：莱克转债上市时间较短，转债价格经历了“跌—涨—平”的过程，与中证转债指数的走势基本一致。截至2023年3月17日，莱克转债的转股溢价率为45.81%，纯债溢价率为32.29%，为“股债平衡型”标的。公司存在两大亮点：一是在品牌和渠道布局上的多元化及匹配性；二是公司在加快自主品牌体系构建的同时，积极开拓新能源汽车零部件的第二增长曲线。 后市展望：从属性来看，科沃转债为“偏债型”，火星转债和莱克转债为“股债平衡型”，小熊转债为“偏股型”。因此科沃转债的上涨前提是过高的转股溢价率先被消化，转

债相较于正股的性价比不高，而火星、小熊和莱克转债均有望受益于正股的上涨，小熊转债的弹性最大。条款博弈方面，目前仅有科沃转债发布了不下修转股价格的公告，其余转债不存在递延下修或强赎期，但我们认为整体而言由条款带来的风险和机会均有限。一方面，转债存续期均较长，通过下修或强赎促转股的意愿较低，有序转股是更加合意的方式；另一方面，四家公司的财务费用率均为负值，同时在目前计息周期内的票面利率低，付息压力可控。对于除科沃斯之外三家公司的景气度排序，莱克转债>小熊转债≈火星转债，与三家公司 2022 年的营业收入和归母净利润同比相符，也和三家公司的战略规划有关。莱克电气通过原有业务优势和收购方法积极开拓新能源汽车零部件业务的生产和销售两端，小熊电器通过精简 SKU 加强管理效率，火星人在集成灶的传统业务优势外，拓展水洗产品。从机构持仓占比来看，科沃转债>火星转债>小熊转债≈莱克转债，我们较为推荐三只转债的机构持仓占比均较低。一方面，由于机构持仓较少，机构行为给转债价格带来的波动会比较可控；另一方面，随着原有大股东将配售的转债逐步减持，将给转债带来可观的增量资金和需求。风险提示：强赎风险，正股波动风险，转股溢价率主动压缩风险。

(证券分析师：李勇 研究助理：徐沐阳)

固收点评 20230330：政银全面合作，天津城投机会或现

事件 2023 年 2 月中旬，天津市政府与中信集团签署战略合作协议，2 月中下旬至 3 月又陆续与工农建交四家国有大行签署全面战略合作协议。观点 经济财力下滑、债务风险高企、国企违约叠加永煤事件促使天津城投网红化：1) 经济方面，2018 年后产业结构转型及疫情冲击导致天津 GDP 明显收缩；财力方面，近年天津财政收入呈下滑趋势，2022 年综合财力及增速处于全国下游水平，但财政自给率排名前列，说明天津对中央补助依赖偏弱；债务方面，天津隐债负担重且集中度、非标占比高，2022 年债务率位列全国第一。2) 信用事件方面，2016-2019 年多家天津国企违约且自救收效甚微，市场对天津国企化债能力与意愿萌生疑虑。永煤事件后偏弱区域城投的投资风险偏好明显收缩，多重因素削弱天津政府信用水平，天津逐渐成为网红区域，各等级城投债信用利差全线走阔。天津曾通过恳谈会、银企合作、债务置换、注资改革、信保基金等措施化解债务风险：1) 恳谈会：2021 年天津召开债券市场投资人恳谈会提出国企管理及违约处置举措，2022 年又召开国企与金融机构恳谈会再度稳定市场情绪。2) 银企合作：2020 年起多家政策性、商业性银行与天津政府机构及城投企业签订战略合作协议，利好城投平台获得有力信贷支持。3) 债务置换：2020-2022 年天津政府共发行 667.7 亿元再融资债用于置换隐债。4) 注资转型：天津政府曾对津城建、泰达控股等重要城投平台注资，并于 2021 年推动津城建改革转型。5) 信保基金：共设立 250 亿基金以支持国企改革、稳定债券市场。多项措施组合拳下，2021 年 6 月末天津中高等级城投利差开始回落，后受城投发行端收紧及债市调整等影响，各等级信用利差呈现分化并再度走高，天津债务风险不减。鉴于天津具有较高的战略地位，中央化债决心有望加强：1) 自然禀赋方面，天津是北方最大的港口城市，毗邻首都北京、地处环渤海经济圈中心。2) 顶层设计方面，天津系四大直辖市之一且有国家级新区，在促进京津冀协同发展、制造业高质量发展、港产城融合的时代背景下，政治经济地位较高，因此在山东、贵州得到中央化债指导后，我们认为天津也具备重振经济、隐债化解相关指导帮扶政策的出台空间。当前天津开启了史无前例的市政政银全面合作，城投一二级市场修复迹象已现：1) 合作方面，此前天津多为区级或区域

内城投主体与银行分行进行战略合作，近期合作双方则提至市级政府与总行，且升级为全面战略合作，表明城投平台有望与银行全方位合作并获得更加优惠灵活的融资渠道。2) 一级市场方面，合作开启后天津城投债的发行利率与全国整体情况呈现背离，3月天津城投发行利率收窄14bp而全国发行利率则小幅走阔3bp，或提示政银合作成效初步显现；3) 二级市场方面，天津城投信用利差于2023年1月后下行，或与全面合作带来的修复性作用有关。分等级看，AA+城投下行幅度相对显著，超75bp，其中<1Y品种分位数下降74%至2%；分期限看，1-5Y品种利差多回落至80-90%分位区间，仍具备下行空间。分城投行政级别看，国家级新区信用利差下降约59bp，目前已处于历史中低水平，而市级与区级仍在中高区间。天津化债举措有望落实并加码，城投配置机会应运而生：1) 一方面，与总行全面合作后，“遵义式”债务重组存在较高适用性，天津或可在获得中央相关批文后利用贷款展期化解债务风险。2) 另一方面，天津曾使用过的化债措施，未来可能再次采用，存在再召开恳谈会、获得债务置换额度、深化国企改革等可能性。2) 目前，考虑到积极信号初显，亟待后续工作的实际落地效果，建议持谨慎乐观态度，可择时适度针对市级及国家级新区的中高等级平台拉长久期至1-3年，区级需谨慎下沉。风险提示：化债工作不及预期；债市异常波动；数据口径误差。

(证券分析师：李勇 研究助理：徐津晶)

固收点评 20230330：柳工转2：工程机械领域的领先企业

事件 柳工转2 (127084.SZ) 于2023年3月27日开始网上申购：总发行规模为30.00亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于柳工挖掘智慧工厂项目、柳工装载机智能化改造项目、中源液压业务新工厂规划建设项目、工程机械前沿技术研发与应用项目和补充流动资金。当前债底估值为96.59元，YTM为2.75%。柳工转2存续期为6年，中诚信国际信用评级有限责任公司资信评级为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%、1.00%、1.50%、2.30%、3.00%，公司到期赎回价格为票面面值的112.00%（含最后一期利息），以6年AAA中债企业债到期收益率3.36%（2023-03-27）计算，纯债价值为96.59元，纯债对应的YTM为2.75%，债底保护较好。当前转换平价为82.85元，平价溢价率为20.71%。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10月09日至2029年03月26日。初始转股价7.87元/股，正股柳工3月27日的收盘价为6.52元，对应的转换平价为82.85元，平价溢价率为20.71%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为16.34%。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7.87元计算，转债发行30.00亿元对总股本稀释率为16.34%，对流通盘的稀释率为21.25%，对股本有一定的摊薄压力。观点 我们预计柳工转2上市首日价格在98.04~109.22元之间，我们预计中签率为0.0099%。综合可比标的以及实证结果，考虑到柳工转2的债底保护性较好，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98.04~109.22元之间。我们预计网上中签率为0.0099%，建议积极申购。广西柳工机械股份有限公司是从事工程机械研发、生产、销售的行业大型骨干企业，是中国工程机械第一家上市公司。主营业务为工程机械及相关业务。产品有装载机、挖掘机、起重机、压路机、推土机、叉车、平地机、铣刨机、摊铺机、滑移装载机、挖掘装载机、吊管机、矿用卡车等。2017年以来公司营收稳步增长，2017-2021年复合增速为26.34%。自2017年以来，公

司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率也有一定幅度的波动，2017-2021 年复合增速为 26.34%。2021 年，公司实现营业收入 287.01 亿元，同比增加 10.48%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2017-2021 年复合增速为 32.50%。2021 年实现归母净利润 9.95 亿元，同比减少 30.90%。公司营业收入构成较为稳定，工程机械和预应力业务为主要收入来源。自 2019 年至 2021 年，工程机械和预应力业务收入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，销售费用率有所波动，财务费用率和管理费用率有所下降。2017-2021 年，公司销售净利率分别为 2.86%、4.65%、5.60%、5.85% 和 3.55%，销售毛利率分别为 22.90%、22.81%、23.66%、20.40% 和 17.47%。风险提示：申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭)

行业

【AIGC+教育】落地场景与发展方向探讨

为什么说【AI+教育】是 AIGC 的重要落地方向？ AI 对教育的深度改造，会如何体现？ AI 培训：盛通股份，传智教育 教育信息化：世纪天鸿，佳发教育，科大讯飞 投资建议与风险提示 风险提示：AI 业务推广不及预期、政策变动、行业竞争风险加剧等

(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)

环保行业点评报告：工信部印发有色金属行业智能制造标准体系建设指南

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 29 日，CEA 涨跌幅+0.00%；收盘价 56.00 元/吨；成交量 100 吨；成交额 5,600.00 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：陈致文)

推荐个股及其他点评

华新水泥(600801)：2022年年报点评：水泥主业盈利承压，非水泥毛利占比持续提升

投资要点 事件：公司披露2022年年报，报告期内实现营业总收入304.7亿元，同比下滑6.1%，实现归母净利润27.0亿元，同比-49.7%。其中Q4单季度实现营业总收入86.4亿元，同比-13.5%，实现归母净利润4.7亿元，同比-73.7%。公司向全体股东分配现金红利0.51元/股(含税)。水泥熟料业务量价齐跌，骨料、混凝土业务持续高增长，非水泥主业毛利占比提升：(1)水泥及熟料实现收入205.9亿元，同比-19.8%，销量6040万吨，同比-20.5%，经济下行加速、房地产探底导致全国水泥需求下滑；测算单吨均价340.9元，基本保持稳定。(2)混凝土实现收入51.3亿元，同比+61.6%，销量1639万方，同比+81.1%，测算单方均价313元，同比-38元，公司混凝土产能达到6875万方，较2021年末+2495万方。(3)骨料实现收入30.6亿元，同比+49.3%，销量6579万吨，同比+88.1%，测算单吨均价47元，同比-12元，公司骨料产能达到2.1亿吨/年。(4)22Q4收入同比-13.5%，同比

降幅较 Q3 扩大 9.8pct，主要是由于去年同期价格基数高，测算 Q4 水泥熟料销量同比降幅收窄，吨均价 Q3 探底，Q4 环比有所回升。煤炭成本大幅上涨导致毛利率同比下降 7.9pct 至 26.2%。(1) 水泥及熟料毛利率为 24.6%，同比-8.2pct，吨毛利 84 元，同比-28 元，主要是煤炭成本大幅上涨带动单吨燃料和动力成本上涨 21 元所致。(2) 混凝土和骨料毛利率分别为 15.8%和 55.3%，同比分别-3.0pct、-10.3pct。收入下降导致费用分摊提高，公司盈利或已筑底。(1) 期间费用率为 11.5%，单吨水泥期间费用 57.8 元，同比分别提升 1.6pct/15.2 元。(2) 销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.4pct/+0.2pct/持平/+1.0pct，收入下降、费用分摊提高导致销售、管理费用率提升，汇兑损失、利息支出增加导致财务费用率提升。(3) 净利率为 9.9%，单吨水泥综合净利为 50 元，同比-27 元。资本开支逆势扩张，加速非水泥+海外业务布局。(1) 公司全年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比+23.9%，外延扩张持续发力，2023 年计划资本性支出 110 亿元。(2) 2022 年末资产负债率为 52.0%，同比+7.9pct，环比 2022 年三季度末上升 3.2pct。(3) 2023 年公司计划外销骨料约 1.3 亿吨(同比+97.6%)、混凝土 2500 万方(同比+52.5%)，环保业务总处置量 450 万吨(同比+36.0%)；2022 年公司完成对非洲、中东等地共十多个项目考察及验证，为海外业务拓展奠定坚实基础。盈利预测与投资评级：行业供需平衡重建，景气底部回升，公司水泥及熟料主业盈利有望稳步改善，且在持续强劲的资本开支下非水泥+海外业务有望贡献新的增长点。基于地产投资缓慢修复，煤价维持高位，我们下调 2023-2025 年归母净利润至 39.2/46.2/49.7 亿元(2023-2024 年预测前值为 50.5/56.4 亿元)，3 月 30 日收盘价对应市盈率 8.3/7.1/6.6 倍，维持“增持”评级。风险提示：水泥需求恢复不及预期；非水泥+海外业务扩张不及预期；房地产信用风险失控的风险；市场竞争加剧的风险。

(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)

蒙娜丽莎(002918)：2022 年年报点评：渠道结构优化，经营性现金流同比大幅改善

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 62.29 亿元，同比下滑 10.85%；实现归母净利润-3.81 亿元，同比下滑 221.13%。22 年需求低迷、疫情反复等因素影响收入规模，经销渠道占比提升。分季度看，公司 2022Q1-4 营收分别同比变动 +6.74%/-10.70%/-4.18%/-25.48%，Q4 主要受疫情反复及需求低迷等因素影响。分渠道来看，2022 年公司经销渠道营收 36.04 亿元，同比增长 0.96%，占营收比重 57.87%，同比变动+6.77pct；战略工程渠道营收 26.24 亿元，同比下滑 23.18%。2022 年公司加强经销渠道开拓发展，加大渠道下沉力度，工程端风控优先，经营结构得到改善。成本高位毛利率承压，信用减值计提拖累 22 年业绩。2022 年公司销售毛利率 23.65%，同比变动-5.46pct，销售净利率-5.57%，同比变动-10.21pct。分产品看，瓷质有釉砖/非瓷质有釉砖/陶瓷板、薄型砖毛利率分别同比下降 6.16/2.06/6.67pct；分渠道看，经销渠道毛利率同比下滑 3.48 个百分点，战略工程渠道同比下滑 7.41 个百分点。业绩方面，主要受成本高位及信用减值计提损失拖累，2022 年上半年原材料高位导致毛利率较低，同时 2022 年公司信用减值损失 5.7 亿元，主要系房地产客户信用风险和预期违约风险扩大应收减值迹象明显。经营性现金流同比大幅改善。2022 年公司经营活动产生的现金流量净额 6.02 亿元，同比增加 816.99%，主要系公司加大汇款力度同时优化销售结构，加

强经销渠道开拓。1) 收现比情况: 2022 年公司收现比 112.43%, 同比变动+22.38pct; 2022 年末公司应收账款及应收票据余额 11.08 亿元 (年初为 16.77 亿元)。2) 付现比情况: 2022 年公司付现比 103.37%, 同比变动+11.29pct; 2022 年末公司应付账款及应付票据余额 23.15 亿元, 同比下降 8.18%。盈利预测与投资评级: 公司经销与战略工程渠道双轮驱动, 公司近年来与多家地产商达成战略合作, 同时拓展整装、家装等小 B 渠道, 零售端继续加大渠道下沉开拓力度, 经销占比继续提升。随着下游需求逐步修复以及原材料和能源价格高位回落, 预计业绩有望逐步修复。考虑到下游需求景气情况, 我们下调公司 2023-2025 年归母净利润为 5.12/6.12/7.13 亿元 (2023-2024 年前值为 9.30/12.16 亿元), 对应 PE 分别为 15X/13X/11X, 维持“增持”评级。风险提示: 原材料价格大幅波动风险; 房地产行业波动的风险; 市场竞争加剧风险; 信用减值损失计提不充分的风险。

(证券分析师: 黄诗涛 证券分析师: 房大磊 证券分析师: 任婕)

华电国际 (600027): 2022 年报点评: 容量电价+煤价下行, 火电迎戴维斯双击

事件: (1) 公司公布 2022 年年报, 2022 年公司实现营业收入 1070.59 亿元, 同比增长 2.3%; 实现归母净利润 1.0 亿元, 同比增长 102.0%; 实现扣非后归母净利润-5.76 亿元, 同比增长 93.11%。(2) 公司公布 2022 年发电量、上网电价及机组投产产能情况, 2022 年公司累计完成发电量 2209.32 亿千瓦时, 同比增长 0.54%; 实现上网电量 2070.45 亿千瓦时, 同比增长 0.32%; 2022 年集团平均上网电价为 519 元/兆瓦时, 同比上涨 20.69%。公司是中国装机容量最大的上市发电公司之一, 也是 A 股火电占比最高的公司之一。截至 2022 年底, 公司控股装机容量 54.75GW, 其中燃煤控股装机 43.70GW (占比 79.8%), 燃气发电 8.59GW, 水电装机 2.46GW (燃气+水电占比 20.2%)。公司火电装机中 90% 以上为 300MW 及以上大功率机组, 其中 600MW 及以上装机比例达 50%, 所有 300MW 及以下机组都经过了供热改造, 供热能力明显提升, 为参与市场竞争奠定了自己出。分区域看, 2022 年公司山东地区业务毛利率显著上升, 较 2022 年提升 23.97pct, 山东地区收入占比 33.13%。新型电力系统下火电功能转型, 估值有望重塑: 市场须重新认识新型电力系统下火电的支撑性电源地位, 新型的电力系统应当是“火-储-风光”一体化的多能互补的电力系统, 多能互补体现在当风光无法出力的时候, 火+储应当补上, 使得电力系统维持电源供应的动态平衡, 而火电因其低成本、不受天气影响的稳定特质在新型电力系统中也正在发挥着越来越重要的作用, 估值也应当得到重塑。容量电价+市场化电价变革火电盈利新模式: 2022 年以来山东、贵州等地陆续推出火电容量电价试点, 为火电参与深度调峰调频提供了盈利性来源。目前我国电力市场化改革中对提供灵活性调节性服务电源的激励机制尚不完善, 而传统管理机制下煤电机组缺乏动力主动提供调峰调频服务。由于煤电灵活性改造在技术层面不存在障碍, 因而主要是机制未理顺的原因。盈利预测与投资评级: 基于我们对煤炭价格的判断, 调整公司 2023-2024 年归母净利润预测从 38.73 亿元、42.87 亿元至 35.77 亿元、39.82 亿元, 预计 2025 年归母净利润为 40.42 亿元, 对应 PE 为 16 倍、14 倍、14 倍。在绿电逐渐进入市场化交易中, 火电价格中枢上行, 维持“买入”评级。风险提示: 政策风险, 煤炭价格波动风险; 宏观经济风险等

(证券分析师: 刘博 证券分析师: 唐亚辉)

申洲国际 (02313.HK): 2022 年业绩点评: 业绩符合预期, 23 年预计

前低后高

投资要点 公司公布 2022 年业绩：2022 年营收 277.81 亿元 /yoy+16.5%、其中销量/人民币 ASP 分别贡献 8%/8.5%的增长（美元 ASP 同比+5%），归母净利润 45.63 亿元/yoy+35.3%，净利增速高于收入主因人民币贬值贡献汇兑收益 10 亿元、剔除汇率影响税前利润 40.9 亿元、同比+10.5%。分上下半年看，22H1/H2 收入分别同比+19.6%/+13.7%、归母净利分别同比+6.3%/+91.6%，下半年收入增长较上半年放缓主因全球消费需求转弱、下游库存较高、订单降温，下半年净利大增主因汇兑收益贡献。欧美运动（主要客户 Nike）+日本休闲（主要客户 Uniqlo）产品驱动收入增长、国产品牌占比提升、国内市场受疫情影响下滑。1）运动/休闲类产品增长较快、内衣/其他针织品收入下滑：2022 年运动类/休闲类/内衣类/其他针织品（如口罩）收入分别同比+18.5%/+21.8%/-21.3%/-27.8%，收入占比分别为 75.1%/20.7%/3.0%/1.2%。运动类产品保持较快增长，主要来自欧美市场需求增长；休闲类产品增长较快，主要来自日本市场需求强劲；内衣类产品收入下滑主因日本市场需求下跌、其他针织品大幅下滑主因口罩类产品收入减少。2）欧美/日本等海外市场增长较快、国内受疫情影响小幅下滑：国内/欧洲/美国/日本/其他国家销售额分别同比-6.5%/+31.3%/+28.1%/+17.3%/+29.6%，分别占总收入的 25.5%/22.4%/17.5%/14.1%/20.5%，国内销售额下降主因疫情影响终端消费。3）前四大客户中 Nike/Uniqlo 增长较快、PUMA 小幅增长、Adidas 略降，国产品牌收入占比提升：前四大客户 Nike/Uniqlo/Adidas/PUMA 贡献收入分别同比+21.9%/+24.1%/-1.4%/+3.9%，占比 31.1%(+1.4pct)/21.0%(+1.3pct)/17.5%(-3.2pct)/12.5%(-1.5pct)，合计占比 82%/yoy-2.1pct，前四大客户占比有小幅下降，主因国产品牌客户安踏、特步、李宁等销售额占比升至 9.8%（21 年为 5.7%），国产品牌订单保持韧性、部分抵消了疫情对国内市场的拖累。毛利率下降、净利率受益于汇兑收益有所提升。1）毛利率：22 年毛利率在 21 年低基数下进一步同比-2.2pct 至 22.1%（15-19 年公司毛利率均在 30%以上），其中 22Q1/Q2/Q3/Q4 毛利率分别为 19.7%/24.9%/20.9%/22.4%、分别同比-10.9pct/-3pct/+1.3pct/+3.2pct，Q1/Q2 毛利率下滑较多、主因 1 月宁波停产导致毛利率较低，Q3/Q4 在全球需求转弱、宁波工厂再度出现停工环境下毛利率仍有同比提升，主因 21H2 基数偏低（21H2 越南工厂停产、原材料价格上升、人民币升值拖累毛利率）。2）费用率：2022 年期间费用率同比-1.3pct 至 8.6%，其中销售/管理/财务费用率分别-0.2/-1.3/+0.2pct，销售费用率下降主因运输费用减少、管理费用率下降主因捐赠费用减少，财务费用率上升主因美元和港元贷款利率上升、相关利息增多。3）净利率：毛利率下滑情况下净利率同比+2.3pct 至 16.4%，主要受益于人民币贬值贡献的汇兑收益 10 亿元，剔除汇兑收益的税前利润 40.9 亿元、同比+10.5%。盈利预测与投资评级：公司为国内最大纵向一体化针织生产企业，2022 年在多变的外部环境下，对核心客户 Nike、优衣库销售额实现较快增长，量价齐升驱动下收入同比+16.5%，结合汇兑收益贡献净利润增长 35.3%。22H2 以来随全球终端消费降温、下游品牌进入去库周期，公司订单放缓。考虑下游去库进程可能持续至 23H1、23H2 预计有所好转，全年呈现前低后高特点，我们将 23-24 年归母净利润从 54.9/67.1 亿元下调至 51.3/63.0 亿元、增加 25 年预测值 75.7 亿元，对应 PE20/16/14X，长期看公司产能优势突出、客户粘性强、长期稳健增长可期，维持“买入”评级。风险提示：消费低迷、海外品牌去库进度低于预期、汇率波动、原材料价格波动。

(证券分析师: 李婕 证券分析师: 赵艺原)

壹石通 (688733): 2022 年报点评: 勃姆石降价盈利承压, 业绩符合市场预期

投资要点 2022 年归母净利润 1.47 亿元, 同比增长 35.75%, 业绩符合市场预期。2022 年公司营收 6.03 亿元, 同比增长 42.65%; 归母净利润 1.47 亿元, 同比增长 35.75%; 扣非净利润 1.19 亿元, 同比增长 22.95%; 22 年毛利率为 40.41%, 同比下降 2.26pct; 销售净利率为 24.36%, 同比下降 1.24pct。22 年勃姆石出货近 2.5 万吨, 23 年预计同增 20%。公司 2022 全年锂电涂覆材料出货 2.49 万吨, 对应单价 1.94 万元/吨 (不含税), 同比下滑 3% 左右, 其中公司 Q4 勃姆石出货约 0.62 万吨, 环降约 10%。公司 22 年底新增 4 条 1 万吨产线, 其中 2 万吨已建成投产, 2 万吨建设中, 总规划产能达到 6 万吨, 产能供应充足, 我们预计公司 23 年出货 3 万吨, 维持 20% 左右增长。22 年单位盈利达 0.45-0.5 万/吨, 23 年公司盈利预计可基本维持。盈利方面, 我们测算公司全年勃姆石单吨盈利预计达 0.45-0.5 万/吨 (加回股权激励费用影响), 22Q3 公司对大客户降价 5% 左右, 同时公司 Q4 新增产能调试带动成本上升, 且 Q4 公司确认股权激励费用 0.15 亿元, 若加回则公司 Q4 勃姆石单吨盈利约 0.4 万元/吨, 环比持平。看 23 年, 公司持续通过工艺创新降本增效, 规模效应降低生产单耗, 我们预计 23 年单吨利润可维持 0.4-0.45 万元/吨。公司 2022 年费用率同比上升, Q4 费用显著增长。2022 年公司期间费用合计 0.98 亿元, 同比增长 57.21%, 费用率为 16.33%, 同比增长 1.51pct。2022Q4 期间费用合计 0.31 亿元, 同比增长 77.56%, 环比增 8.43%, 期间费用率为 20.7%, 同比增 8.87pct, 环比增 2.96pct; 销售费用 0.04 亿元, 销售费用率 2.44%; 管理费用 0.14 亿元, 管理费用率 9.37%; 财务费用 0.001 亿元, 财务费用率 0.06%; 研发费用 0.13 亿元, 研发费用率 8.83%。公司 2022Q4 转回信用减值损失 0.01 亿元。盈利预测与投资评级: 考虑到勃姆石行业竞争加剧, 我们下修公司 23-25 年归母净利润 1.31/2.05/3.19 亿元 (原预期 23/24 年归母净利润 2.45/3.84 亿元), 同比 -11%/+56%/+55%, 对应 PE 为 59/38/24X, 维持“增持”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)

星宇股份 (601799): 2022 年年报点评: Q4 业绩暂时承压, 看好公司长期成长

投资要点 事件: 公司发布 2022 年年度报告, 公司 2022 年全年实现营业收入 82.48 亿元, 同比增长 4.28%; 实现归母净利润 9.41 亿元, 同比微降 0.85%。其中, 公司 Q4 单季实现营业收入 22.84 亿元, 同比增长 1.45%, 环比增长 1.70%; 实现归母净利润 1.87 亿元, 同比下降 11.16%, 环比下降 36.76%。公司 2022 年四季度的业绩略低于我们的预期。Q4 营收端环比基本持平, 期间费用增长拖累业绩。收入端, Q4 公司主要客户一汽大众批发销量 42.46 万辆, 环比下降 18.52%; 一汽红旗批发销量 9.89 万辆, 环比增长 21.65%; 一汽丰田批发销量 20.12 万辆, 环比下降 17.78%; 东风日产批发销量 19.83 万辆, 环比下降 23.29%; 奇瑞汽车批发销量 31.65 万辆, 环比下降 19.59%; 此外, 公司 Q4 还有新批产新能源项目及豪华品牌尾灯项目贡献增量, 使得公司营收端 Q4 整体环比持平。毛利率方面, 公司 Q4 单季度毛利率为 21.32%, 同比提升 4.94 个百分点, 环比下降 1.60 个百分点, 环比基本保持稳定。期间费用方面, 公司 Q4 销售费用环比增加 0.56 亿元, 管理费用环比增加 0.21 亿元, 研发费用环比增加 0.20 亿元, 财务费

用环比减少 0.15 亿元，整体 Q4 期间费用环比增加 0.82 亿元，对应 Q4 期间费用率环比提升 3.44 个百分点，对盈利能力产生一定拖累。净利润方面，公司 Q4 归母净利润为 1.87 亿元，环比下降 36.76%，对应的 Q4 归母净利率为 8.21%，环比下降 4.99 个百分点，主要系期间费用率提升所致。“产品升级+客户拓展”双轮驱动，看好公司长期成长。产品方面，LED 前照灯继续向 ADB 和 DLP 的升级进一步提升前照灯的单车配套价值量，目前公司 ADB 前照灯已经实现了对客户的配套和量产，DLP 大灯也已获项目，长期看好公司产品结构向上升级。客户方面，公司在巩固原有一汽大众、一汽丰田、东风日产和奇瑞汽车等客户的基础上，还在大力开拓豪华品牌以及造车新势力等新能源客户，新能源客户有望成为后续的主要增量。此外，公司在塞尔维亚投资建厂，将提升公司全球化的配套能力，助力公司进一步开拓海外车灯市场。盈利预测与投资评级：由于 2023 年下游整车行业竞争加剧，我们将公司 2023-2024 年的归母净利润从 14.57 亿/19.17 亿下调至 11.70 亿/15.18 亿，预计公司 2025 年归母净利润为 19.00 亿，2023-2025 年对应的 EPS 分别为 4.09 元、5.31 元、6.65 元，市盈率分别为 30.97 倍、23.86 倍、19.06 倍，考虑到公司作为自主车灯龙头企业，将持续受益于产品升级和客户拓展，因此维持“买入”评级。风险提示：乘用车行业销量不及预期；车灯产品升级速度不及预期；新客户开拓不及预期。

(证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇)

广州酒家 (603043): 2022 年报点评: 业绩符合预期, 看好疫后复苏潜力

投资要点 事件: 1) 公司发布 2022 年年报, 2022 全年营收 41.1 亿元 (yoy+5.7%), 实现归母净利润 5.2 亿元 (yoy-6.7%), 扣非归母净利润 4.8 亿元 (yoy-9.4%)。2022Q4 单季营收 7.7 亿元 (yoy-11.62%), 归母净利润 5011 万元 (yoy-56.04%), 业绩符合此前预告。我们认为利润下滑的主因为: 1) Q4 广深疫情形势严峻, 餐饮暂停堂食及经营受限拖累整体利润。2) 公司公告 2023 年 1-2 月实现营收 6.43 亿元 (yoy+12.1%), 归母净利 5948 万元 (yoy+33.8%)。主要原因是餐饮和旅游市场持续恢复, 推动餐饮春节旺季迅速回暖。2022Q4 速冻高增持续, 餐饮承压。1) 月饼营收 1.6 亿元 (yoy-31.9%), 中秋错位致 2021 年部分月饼业绩于 Q4 确认, 高基数影响 22Q4 表观增速; 2) 速冻食品营收 3.0 亿元 (yoy+27.9%); 3) 其他食品营收 2.0 亿元 (yoy+18.2%); 4) 餐饮营收 1.1 亿元 (yoy-51.7%)。经销商渠道不断优化, 省内外经销商数量均有增长。1) 从渠道看: 2022Q4 直销 2.2 亿元 (yoy-37.4%), 经销渠道营收 5.5 亿元 (yoy+7.6%), 截至 2022Q4 经销商数量共 1040 家, 环比 2022Q3 净增 37 家。2) 从区域看: 公司深耕大湾区市场, 2022Q4 广东省内销售额 6.3 亿元 (yoy-5.5%), 境内省外实现收入 1.4 亿元 (yoy-28.4%)。毛利率波动, 管理降本致费率下行。公司 2022Q4 整体毛利率 28.2% (yoy-8.1pct), 我们预计主要系原材料上涨, 低毛利产品占比提升所致。2022 年 Q4 销售费用率、管理费用率 (含研发) 分别为 17.2% (同比+5.8pct)、15.6% (同比+2.5pct), 收入承压致费用率提升。盈利预测与投资评级: 我们考虑 1) 月饼: 2023 年中秋国庆相连月饼大年叠加经济复苏, 公司中高端产品力领先, 应节食品有望快速增长。2) 速冻: 全国市场持续扩张叠加梅州产能释放, 创收增利, 平滑淡旺季业绩波动。3) 餐饮: 门店经营快速复苏, 高经营杠杆下业绩复苏弹性可期。4) 原材料压力有望逐步下行, 公司利润率将迎修复等因素上调 2023-24 年归母净利润为 7.4/8.5 亿元 (前值 7.0/8.0 亿元), 并预计 2025 年归母净利为

9.7 亿元，同比增速 42/15/14%，当前对应动态 PE 为 22/20/17x。我们期待 2023 年供需共振之下的业绩快速修复。中长期公司全国化扩张可期，业绩成长确定性较强，上调至“买入”评级。风险提示：疫情反复，月饼&速冻食品经营不及预期，行业竞争加剧。

(证券分析师: 汤军 证券分析师: 李昱哲)

海伦司 (09869.HK): 2022 年报点评: 22 年业绩符合预期, 23 年轻装上阵复苏可期

投资要点 公司发布 2022 年年报, 业绩符合预告: 2022 年公司收入 15.59 亿元, 同比-15%; 净亏损 16.01 亿元 (21 年同期亏损 2.3 亿元), 其中关停酒馆、部分门店直营转加盟、静默门店减值等酒馆优化及调整带来亏损 8.53 亿元; 经调整净亏损 2.45 亿元 (21 年同期盈利 1 亿元)。22H2 公司收入 6.86 亿元, 同比-29%; 净亏损 12.97 亿元 (21H2 同期亏损 2.05 亿元); 经调整净亏损 1.45 亿元 (21H2 同期盈利 0.3 亿元)。22 年门店深度调整, 新模式有望助力市场下沉: 2022 年公司新开门店 179 家, 闭店 194 家, 截至 2022 年底门店数量 767 家。22 年受疫情冲击, 公司对选址不佳的门店进行调整, 同时开放加盟合作模式适配下沉市场, 截至 23 年 3 月 19 日公司酒馆数量 749 家, 其中 126 家为特许合作酒馆, 一线/二线/三线城市门店数量分别为 80/360/308 家, 较 2021 年底分别-2/-73/+42 家, 下沉市场韧性较强。我们预计公司 23 年仍将以加盟模式为主持续下沉低线市场, 年内公司有望新开门店 200 家。22 年单店日销受损, 23 年有望修复: 22 年受疫情冲击公司单店日销同比下降 23.9% 至 7000 元, 但随着公司及时调整战略和推进韧性较强的新模式, 22H2 公司新开门店单店日销达到 7800 元, 高于 22H1 新开门店和 21 年新开门店的单店日销。根据公司交流, 23 年 2 月公司营业门店整体日销 1.1+ 万元, 系 2019 年同期的 106%、2022 年同期的 136%, 复苏势头较好, 23 年单店日销有望修复。22 年持续降本增效, 23 年单店模型弹性可期: 2022 年公司毛利率 64%, 同比-5pct, 主因年内自有酒饮促销活动较多, 但第三方酒饮毛利率 50%, 同比+1pct, 供应链议价能力稳步提升。此外, 22 年公司剔除股权激励费用的人力成本占比 32%, 同比+5pct, 主因单店收入受损下人力成本刚性, 但公司积极精简人员, 标准门店标配员工数从 12 人减到 9 人。随着单店收入恢复, 我们认为 23 年单店 OPM 有望回升。盈利预测与投资评级: 公司 23 年有望轻装上阵, 但考虑到疫后恢复仍需要一定时间, 我们下调公司 23-25 年收入预期至 24/26/29 亿元 (此前 23-24 年预期为 27.19/37.29 亿元), 同比+51%/12%/10%, 下调归母净利润预期至 4.23/6.23/7.68 亿元 (此前 23-24 年预期为 3.91/7.31 亿元), 同比+126%/47%/23%, 对应 23-25 年 PE 分别为 34/23/19x, 维持“买入”评级。风险提示: 疫情反复, 宏观经济下行, 竞争格局恶化

(证券分析师: 汤军 证券分析师: 王颖洁 证券分析师: 李昱哲)

青岛消防 (002960): 2022 年报点评: 现金流显著改善+组织架构优化, 利润释放拐点近在眼前

投资要点 事件: 公司 2022 年实现营收 46.02 亿元、增长 19.13%; 归母净利润 5.70 亿元、增长 7.51%; 扣非后增长 8.23%; 经营性净现金流增长 148.55%。业绩符合预期, 疫情政策调整影响 Q4 表现, 净现金流状况大幅改善。1) 业绩: 根据公司公告, 2022 年 Q4 政策端的调整对公司的人员到岗、物流端及项目实施端带来了多维度的影响, Q4 单季度收入增速同比下滑 6.99%、归母净利润同比下滑 1.10%、扣非后下滑 0.59%, 拖累了公司全年表现; 总体来看, 在复杂多变的

经济形势下，公司全年收入增长 19.13%、归母净利润增长 7.51%、扣非后增长 8.23%，业绩符合市场预期。 2) 现金流：尤其值得重点关注的是，在行业经历了地产景气度下行和疫情冲击的双重压力测试之下，2022 年公司经营性净现金流大幅改善，为 4.84 亿元、同比增长 148.55%，体现出公司在逆境之中极强的风险管理能力。 3) 人事：公司公告高管人员调整，董秘张黔山先生接任公司总经理（原总经理卢文浩先生因个人身体原因请辞，仍在公司任职），我们查阅公开资料，张黔山今年 52 岁，先后担任北京西单商场股份有限公司证券部副部长、大鹏证券投资银行高级经理、北京德业投资有限公司总经理、北京神州泰岳软件股份有限公司董事会秘书、首席资本顾问，职业生涯不可谓不丰富，此时接任公司总经理，结合 11 月份公司董事长 11 亿真金白银大手笔增持，管理层的变化值得我们更多期待。 盈利能力展望：应急疏散阶段性拖累公司毛利率表现，净利润释放拐点近在眼前。分业务来看：1) 通用报警收入 26.99 亿元、同比增长 9.24%，毛利率为 41.49%、上升 1.68 个百分点，是高毛利率的海外业务占比提升所致，随着海外业务规模不断扩张，毛利率水平有望持续改善；2) 应急疏散收入 10.86 亿元、同比增长 64.60%，毛利率为 28.71%、下滑 8.06 个百分点，主要是因为市场竞争加剧以及左向照明并表，从 2022 年 Q3 开始，公司已经意识到快速扩张的应急疏散业务会带来品控和毛利率的问题，所以已经在适当调整扩张速度和质量之间的平衡，毛利率大概率会持续改善；3) 工业消防收入 0.55 亿元、同比增长 54.61%，毛利率为 44.87%、微降 1.30 个百分点；4) 气体检测收入 1.32 亿元、同比增长 15.09%，毛利率为 60.50%、大幅提升 5.14 个百分点；5) 自动灭火收入 3.46 亿元、同比增长 22.59%，毛利率为 22.59%、大幅提升 4.04 个百分点。总体来看，公司综合毛利率为 37.14%，与 2021 年持平，考虑到 2022 年经济大环境极其复杂，且应急疏散大幅拖累公司毛利率水平，我们预计未来公司综合毛利率水平会持续提升。 费用端：2022 年公司研发费用为 2.30 亿元、同比增长 23.40%（研发费用已经超过行业第三名、第四名、第五名之和），2017-2022 年公司研发费用 CAGR 为 28.21%；销售费用同比增长 29.95%，主要是直销方面销售及售后人员随业务增长、法国 Finsecur 并表和品牌宣传费用。我们预计，伴随着公司在 2021-2022 年招聘的人员逐渐开始贡献人效（2021 年初公司员工总数为 2918 人、2023 年初公司员工总数为 4976 人），销售费用率会逐渐降低，公司净利率将持续改善，净利润增速拐点愈发接近。 董事长 11 亿真金白银躬身入局+中集集团大手笔参与公司定增，国际化消防产品综合平台雏形显现。2022 年 11 月，北大青鸟环宇向董事长蔡总转让的股权合计 0.45 亿股、总转让款为 11.02 亿元、折合 24.54 元/股。转让完成后，北大青鸟环宇持股比例从 31.88% 下降至 23.92%，董事长蔡总持股比例从 9.85% 提升至 17.81%。我们认为，董事长大手笔承接股权、躬身入局，是公司发展历程上的一个里程碑事件，此前市场对公司的股权结构始终存在分歧，在委托-代理的难题之下，董事长的持股比例较低+北大青鸟环宇的财务投资者身份，使得市场对公司长期发展缺乏信心。此次董事长拿出 11 亿真金白银，一方面显著强化对公司的掌控力、进一步明确掌舵者身份，另一方面，也充分彰显对公司长期发展的坚定信心、打消市场疑虑。 根据公司的非公开发行股票上市公告书，中集集团 12.00 亿元大手笔参与公司定增，定增完成后中集集团持有公司 8.86% 股权。我们认为中集集团此次大手笔参与公司定增的原因如下：1) 中集集团旗下的中集天达主营为消防车制造，与青鸟消防在客户和渠道资源方面有多重互补、相得益彰；2) 中集集团近年来在工业消防、

储能消防集装箱等多个领域均有业务布局，可以与青鸟消防形成良好合作；3）中集集团和青鸟消防均看好智慧消防的前景和市场空间，有望协同开展智慧消防相关的产业开发和业务拓展。业务上，定增完成后，资金+战投+订单，行业洗牌形势下公司市占率加速提升可期；组织架构上，从2022年3月公司改组的最新一期董事会及高管成员可以看出，消防产品行业中最优秀的人才都在向公司聚集。公司发展成为国际化、综合化消防产品平台雏形已现，成长确定性较强。盈利预测与投资评级：考虑到复杂多变的经济环境和国际局势，调整公司2023-2024年归母净利润从8.4亿元、11.07亿元至7.31、9.30亿元，预计2025年归母净利润为11.93亿元，EPS分别为1.30、1.65、2.11元，对应PE分别为21、16、13倍，维持“买入”评级。风险提示：行业需求下降、竞争加剧造成产品价格和毛利率持续下降等

（证券分析师：刘博 证券分析师：唐亚辉）

德赛西威（002920）：2022年年报点评：持续推进国际化战略，智驾业务有望迎来爆发！

投资要点 公告要点：公司发布2022年年报，业绩略超我们预期。2022年公司实现营收149.33亿元，同比+56.05%；实现归母净利润11.84亿元，同比+42.13%；实现扣非归母净利润10.37亿元，同比+26.24%。2022年Q4实现营收48.22亿元，同比+47.62%，环比+30.20%；实现归母净利润4.92亿元，同比+43.92%，环比+187.11%；实现扣非归母净利润3.83亿元，同比+12.31%，环比+144.73%。新项目放量落地，加速推动营收增长。2022年Q4，公司核心客户一汽大众/长城汽车/广汽/长安/丰田实现产量182.3万辆，环比-3.0%，智能驾驶核心配套车型小鹏P5/P7分别实现产量6238/6061辆，环比分别-25.3%/-66.3%。公司新配套车型理想L9/L8 Q4开启交付，分别实现产量约3万辆/1.7万辆，配套高级别智能驾驶+智能座舱产品，高配套价值产品落地助推公司营收加速增长。海内外客户持续突破，扩大全球业务版图。公司持续推进国际化战略，在海外主要汽车市场均有相应的技术产能布局，并陆续获得重要项目突破。2022年公司接连建设了欧洲工厂，设立日本办公室，筹办墨西哥工厂。未来公司将加快完善全球服务体系，全面打开全球市场。智能座舱产品矩阵逐步完善，智能驾驶订单爆发增长。1）公司智能座舱产品矩阵持续完善+新客户开拓，智能座舱产品业务量快速提升，2022年实现营收117.6亿元，同比+48%，新项目订单年化销售额破百亿元。第三代高性能智能座舱产品实现规模化量产并获得多家主流客户项目定点，第四代智能座舱系统获得新项目定点；2）2022年公司智能驾驶业务实现营收25.7亿元，同比+83%。公司智能驾驶产品新项目年化销售额接近80亿元，未来产品矩阵将覆盖更多的算力区间，公司轻量级智能驾驶域控制器有望迎来爆发式增长。盈利预测与投资评级：考虑到公司2022年业绩略超预期，我们将公司2023/2024年收入预测由191.5/237.5亿元上调至194.6/238.4亿元，2025年营收预测为294.1亿元，同比分别+30%/+23%/+23%；基本维持2023/2024年归母净利润预测为15.1/20.0亿元，2025年归母净利润为24.3亿元，同比分别+27%/+33%/+21%，对应PE分别为40/30/25倍，维持“买入”评级。风险提示：行业缺芯情况持续时间超出预期，自动驾驶推广速度不及预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：谭行悦）

贝泰妮（300957）：2022年年报点评：疫情下仍迎较快增长，较高股权激励目标彰显发展信心

投资要点 2022年营收同增24.7%，归母净利润同增21.8%：2022年公司实现营收50.1亿元（同比+24.7%，下同），实现归母净利10.5亿

元(+21.8%)，实现扣非归母净利 9.5 亿元(+17.0%)。2022Q4，公司实现营收 21.2 亿元(+10.9%)，实现归母净利 5.3 亿元(+5.2%)，实现扣非归母净利 5.0 亿元(+4.2%)。2022 年营收、归母净利润增速基本符合市场预期。毛利率基本稳定，向研发驱动转型：2022 年公司毛利率/净利率分别为 75.2%/21.0%，分别同比微降 0.8pct/0.5pct。2022 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比变化 -1pct/+0.7pct/+2.3pct/0.0pct。公司加码研发布局，成立创新原料研发中心。2020~2022 年，公司研发费用率持续提升。主品牌薇诺娜领航，多品牌共同发展：2022 年公司护肤/医疗器械/彩妆/其他分别实现营收 45.6/3.9/0.5/0.2 亿元，分别同增 26%/19%/0.1%/10%。公司目前已形成包括薇诺娜(敏感肌)、薇诺娜宝贝(儿童敏感肌)、瑗科缦(专业抗老科技)和贝芙汀(专业祛痘)为主的矩阵，其中薇诺娜在我国皮肤学级护肤品赛道多年稳居第一，薇诺娜宝贝获细分领域认可，瑗科缦下沉线下培养用户心智，贝芙汀结合 AI 狙击肌肤问题。线上线下同步发展，多平台实现较快突破：2022 年线上/线下/线下渠道服务等分别实现营收 40.3/9.7/0.2 亿元，分别同增 22%/37%/10%。线上分平台，阿里系/专柜服务平台/抖音系/京东系/唯品会分别实现营收 20.6/4.6/4.3/3.6/3.6 亿元。线下自营方面，2022 年公司在华东、西南、华中、华北等地区新开线下直营店 76 家，关店 3 家，年末数量达 77 家。发布股权激励计划，较高目标彰显发展信心：激励考核目标是以 2022 年为基数，2023~2025 年营收&归母净利润均分别同增 28%/26%/24% (实际考核累积值，并剔除激励费用)。本次股权激励对象包括董事、高管、核心技术&管理人员共 298 人，覆盖范围交广。盈利预测与投资评级：贝泰妮是我国皮肤学级护肤龙头，专业化品牌形象稳固，线上线下多平台拓展顺利，品牌矩阵逐步完善。基于股权激励目标和 2022 年业绩表现，我们将公司 2023-24 年归母净利润从 16.33/22.35 亿元下调为 13.46/16.96 亿元，分别同增 28%/26%，预计 2025 年归母净利润为 21.03 亿元，同增 24%，当前市值对应 2023~25 年 PE 为 38x/30x/24x，维持“买入”评级。风险提示：新品推广不及预期，行业竞争加剧等。

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：张家璇 证券分析师：汤军)

阳光保险 (06963.HK): 2022 年年报点评: NBV 正增长同业领跑, 夯实基础价值为纲

投资要点 事件：公司披露 2022 年年报，实现归母净利润 48.8 亿元，同比减少 17.0%，对应 ROE 为 8.6%，同比下降 1.7 个 pct.。2022 年每股股息 0.18 元(2021 年: 0.15 元)，对应分红率 38%(2021 年: 26%)，业绩表现符合预期。寿险新业务价值 (NBV) 增速领跑 A+H 上市同业。2022 年阳光人寿实现 NBV 达 30.2 亿元，同比增长 0.1%，显著跑赢同业，归因来看：1) 新单保费同比增长 3.8%，Margin 同比减少 0.3 个 pct.至 8.7%；2) 分渠道来看，个险新单同比增长 6.7%，但 Margin 同比减少 10.6 个 pct.至 32.4%，银保新单同比增长 1.8%，Margin 逆势提升 1.0 个 pct.至 6.3%，公司分渠道价值率不低于同业，但因银保贡献占比 81.3%，拖累整体水平。2022 年个险以价补量，虽然月均人力同比下降 22.3%至 6.3 万人，但人均产能同比增长 13.9%至 1.4 万元，达到 MDRT 标准的人数同比增长 31.4%。2022 年阳光人寿实现净利润 49.36 亿元，同比逆势增长 9.0%，ROE 达 13.6%。公司在年报中指出以“一身两翼”与“一延一高”工程为主线，稳固个险底盘，开拓“价值蓝海”新战场，延伸单一客户价值空间，强化高价值客户的战略追求；更加聚焦 NBV、有效人力、资本效率、ROE。财

险 ROE 创出近五年新高。2022 年阳光财险实现净利润 16.02 亿元，同比增长 254.4%，ROE 为 12.5%，综合成本率（COR）99.9%，同比扭亏为盈大幅下降 5.2 个 pct.，归因来看：1）费用率下行 3.6pt，赔付率下行 1.6pt；2）分险种来看，车险 COR 为 97.4%，贡献承保利润 6.32 亿元；非车险 COR 为 104.1%，主要受保证保险 COR 达 109.3%拖累，非保证保险 COR 为 99.7%。公司在年报中指出以车险生命表工程“最后一公里”攻坚战与非车振兴工程突围战为重点，打造车险稳定盈利源，建立非车险相对优势，提升风险减量服务水平，聚焦 COR、现金流、准备金充盈度、ROE 等核心经营指标。归母综合收益转负。2022 年公司净/总投资收益同比增速分别为-0.9%和 5.4%，净/总投资收益率达 4.1%/5.0%，同比下降 50/40bps，总投资收益增速好于同业得益于公司已实现收益和公允价值变动损益同比翻番，2022 年可供出售金融资产公允价值变动损益由 2021 年的 3.35 亿元转负至-122.76 亿元，期末归母综合收益转负至-13.31 亿元（2021 年：38.75 亿元）。公司股票和权益型基金占总投资资产的 13.8%，较年初提升 2.3 个 pct.，预计 1Q23 业绩将受益于市场回暖。EV 增速好于同业。2022 年末集团内含价值为 1,012.7 亿元，较 2021 年末增长 8.0%（若剔除发行股份影响增速为 1.5%），其中寿险 EV 增速为 4.3%（国寿：2.3%，平安寿：-0.2%；太保寿：5.7%），寿险 ROEV 约为 13.0%，同比下降 2.4 个 pct.，主要系投资回报偏差拖累期初 EV 增速-5.9 个 pct.（1H22：-5.0 个 pct.），但营运偏差维持正贡献，EV 增速具备相对优势。盈利预测与投资评级：首份年报落地符合预期，作为一家民营险企，公司夯实基础价值为纲，NBV 正增长领跑同业。根据年报披露调整盈利预测，我们预计 2023-25 年归母净利润为 68、80 和 90 亿元（原 2023-24 年预测 70/73 亿元，并新增 25 年预测），维持“买入”评级。风险提示：权益市场持续下行，寿险需求复苏不畅，银保渠道护城河不稳定

（证券分析师：胡翔 证券分析师：葛玉翔 证券分析师：朱洁羽）

中国海油（600938）：2022 年年报点评：业绩高增长，增储上产成果显著

投资要点 事件：2023 年 3 月 29 日，中国海油发布 2022 年年度报告。2022 年，公司实现营业收入 4222.30 亿元，同比增长 71.56%；实现归母净利润 1417.00 亿元，同比增长 101.51%；实现基本每股收益 3.03 元，同比增长 92.99%。其中，2022 年 Q4 实现营业收入 1110.85 亿元，同比增长 53.74%，环比增长 2.11%；实现归母净利润 329.32 亿元，同比增长 88.37%，环比下降 10.71%。重视股东回报，股息率行业领先：2022 年，公司末期派息 0.75 港币/股，中期派息 0.7 港币/股，合计派息约 1.27 人民币元/股，公司总股本约 476 亿股，合计分红约 600 亿元人民币，合计股利支付率为 43%（公司承诺不低于 40%），按 2023 年 3 月 29 日收盘价，A 股全年股息率约 7.5%，H 股全年股息率约 12.3%。油气总产量创新高，业绩表现优秀：在全球油价和销量共同上涨的背景下，2022 年，公司平均实现油价 96.59 美元/桶，同比增长 42.27%，平均实现气价 8.58 美元/千立方英尺，同比增长 23.45%。在销量方面，2022 年公司石油销量达 487.7 万桶，同比增长 10.72%；天然气销量达 726.2 十亿立方英尺，同比增长 11.95%，油气产销量再创新高。降本增效成果显著：2022 年度，在全球通货膨胀和大宗商品价格上涨的压力之下，公司坚持降本增效，成果显著。2022 年，公司桶油主要成本 30.39 美元/桶油当量，较去年上涨 3.05%。其中，桶油作业费用 7.74 美元/桶（同比上升 3%）、桶油折旧折耗及摊销 14.67 美元/桶（同比下降 0.2%）、桶油弃置费 0.85 美元/

桶（同比上升 27.9%）、销售管理费 2.53 美元/桶（同比上升 0.8%）、其他税金 4.6 美元/桶（同比上升 46.96%）。公司桶油成本微幅上涨的主要原因系油价上涨带来的除所得税外其他税金的增加。 资本支出增长，助力增储上产：2022 年度，公司共实现资本支出 1025 亿元，同比增长 15.6%。其中，勘探支出 205 亿元，同比增长 13.3%；开发支出 560 亿元，同比增长 12.7%；生产支出 239 亿元，同比增长 20.7%，其他资本支出 21 亿元，同比增长 90.9%。公司资本支出超额完成目标，有力支撑增储上产和油气基础设施建设。 盈利预测与投资评级：由于公司业绩随油价波动幅度较大，我们调整公司 2023-2025 年归母净利润分别 1291.86、1340.48 和 1344.33 亿元（此前 2023-2024 年预期为 1408.20、1432.47 亿元），同比增速分别-9%、4%、0.29%，EPS（摊薄）分别为 2.72、2.82 和 2.83 元/股，2023 年 3 月 29 日收盘价对应的 A 股 PE 分别 6.20、5.98 和 5.96 倍。公司盈利能力显著，成本管控优异，维持“买入”评级。 风险提示：宏观经济波动；油价波动；公司增储上产速度不及预期。

（证券分析师：陈淑娴 证券分析师：郭晶晶）

比亚迪电子 (00285.HK): 2022 年业绩公告点评: 期待安卓逐步复苏, 关注 23 年利润弹性

投资要点 公告要点：公司 2022 年营收 1071.9 亿元，同比+20.4%，归母净利润 18.6 亿元，同比-19.6%。单 Q4 营收 360.3 亿元，同比+55.8%；归母净利润 6.2 亿元，同比+305.9%，环比+3.0%。 组装业务：稼动率持续修复。2022 年，公司组装业务实营收 680.5 亿元，同比+21.6%，虽然 H1 受疫情扰动、全球供应链不稳定等因素影响，H2 进行了补齐；需求疲弱，毛利率相对受损。从 Q3、Q4 业绩表现看，组装稼动率有了一定回升，带动毛利率提升。安卓端需求仍然一般，但北美客户稼动率好于预期。需求复苏可逐步期待，长期看毛利率将修复到合理水平。 零部件业务：市场预期手机补库，关注安卓复苏。2022 年，公司零部件业务营收 141.6 亿元，同比-9.6%。从 23Q1 来看，手机厂库存逐渐出清，市场预期终端回补，叠加下半年需求回暖，将带来出货量及上游拉动的从持续改善。公司零部件业务稳步运营，有望享受安卓复苏，具备相应弹性。后续毛利率有望持平，下降幅度有限。 智能产品业务：把握精密制造能力，布局数据中心等下游。2022 年，公司智能产品业务营收 152.1 亿元，同比+22.2%。公司通过多产线布局，卡位新应用，如算力需求背景下的数据中心业务。新型烟草业务，随着国内最后的监管利空落地，行业将迎来规范化生产，海外持续提供增量，公司将积极布局。户储业务快速增长，已经成为智能产品的重要构成。 汽车智能系统业务：增长强劲，发力多条产品线。2022 年，公司汽车智能系统业务营收 92.6 亿元，同比+145.7%，超过市场预期。公司于 23H2 有望量产出高算力的智能驾驶系统。主动悬架、减震、空气弹簧、热管理也很快将量产。公司深度绑定母公司，汽车价格战对于公司的汽车业务影响有限。 盈利预测与投资评级：考虑需求复苏仍有一定不确定性，下调 2023-24 年归母净利润分别为 27.8 亿元（-1.9 亿元）、39.0 亿元（-2.9 亿元），新增 2025 年预测为 50.4 亿元，同比分别+50%、+40%、+29%，对应现价（3 月 30 日）PE 分别为 17 倍、12 倍、9 倍，维持“买入”评级。 风险提示：大客户依赖风险；汽车电子、储能业务不及预期风险；电子烟政策风险；智能手机出货量不及预期风险

（证券分析师：张良卫 研究助理：卞学清）

江海股份 (002484): 2022 年报点评: 22 全年业绩符合预期, 深度受益新能源强劲需求

事件：公司发布 2022 年全年业绩预告。22 年全年业绩符合预期，深度受益新能源强劲需求。22 全年，公司实现营收 45.2 亿元，yoy+27%，归母净利润 6.6 亿元，yoy+52%，其中，22Q4 实现营收 12.6 亿元，yoy+31%，归母净利润 1.8 亿元，yoy+62%。受益于风光储、新能源汽车等领域需求强劲，公司三大电容业务协同发展、梯次发力，研发投入与产能扩张双效并举，未来有望延续高增长态势。受益新能源领域需求强劲，三大电容业务梯次发力。22 年，公司铝电解/薄膜/超级电容营收分别达 35.8/3.24/3.07 亿元，yoy+ 26%/45%/28%，受益新能源领域需求强劲，各业务均实现稳步增长。1) 铝电解电容：公司大型铝电解电容全球产出第一地位稳固，受益光伏、电动汽车、充电桩等市场高景气，实现营收持续增长。同时，小型电容切入笔电、服务器、安防设备供应链，成为新的增长极。2) 薄膜电容：公司产品不仅在消费类电子和工业类装备进入大批应用阶段，而且在新能源、电动汽车、军工等领域开始批量交付，业绩拐点已形成，进入快速成长期。3) 超级电容：公司产品在车辆、医疗仪器、新能源、电网、智能三表、AGV、港口机械已进入批量应用阶段，在发电测和用户侧调频以及大型装备功率补偿进入实质性试运行，超级电容业务未来增长可期。研发投入、产能扩张双效并举，为长期业绩提供持续高增长动能。研发投入方面，公司不断提升三大电容产品性能，同时深化与高校科研院所合作，积极投入三维箔、宽温电解液、原子沉积技术、新一代高分子导电聚合物、超容 C 材料和新型电解液、高温高介高分子材料等创新性研究攻关。产能扩张方面，22 年新能源铝电解电容产能扩充 40%，铝电解电容器核心材料低成本化制造基地规划建设落地实施，新能源电动汽车等用薄膜电容器大规模扩产。公司研发投入与产能扩张双效并举，为长期业绩提供持续高增长动能。盈利预测与投资评级：由于公司营收增长稳健、费用管控持续优化，我们维持公司 23/24 年的盈利预测，23-25 年归母净利润为 8.74/11.46/14.56 亿元，当前市值对应 PE 分别为 21/16/13 倍，维持“买入”评级。风险提示：薄膜电容客户导入不及预期；超级电容客户开拓不及预期；芯片缺货、疫情等因素影响下游市场需求。

(证券分析师：马天翼 证券分析师：唐权喜 研究助理：李璐彤)

映宇宙 (03700.HK)：2022 年年报点评：降本增效取成效，期待 23 年稳健发展

投资要点 事件：2022 年，公司总收入实现 63.19 亿元，同比-31.1%。由于商誉减值损失，归母净亏损 1.66 亿元；经调整净利润为 3.88 亿元，同比-20%。降本增效取成效，毛利率有所提升。22 年公司持续优化“映客直播”平台生态，在主播孵化和成长体系方面更加精细化；同时提升用户体验，增强平台互动社交属性，直播业务的利润率稳步提升。受益于精细化的运营策略及产品结构的优化，2022 年公司毛利率由 2021 年的 36.0% 上升至 40.3%；销售费用 13.81 亿元，同比减少 37.6%，费用率由 2021 年的 24.1% 下降至 2022 年的 21.9%。剔除商业减值影响，22 年公司经调整净利率同比提升 1.1pct 至 6.2%。社交业务稳健发展，多方向布局寻找潜在增长点。2022 年公司通过优质内容及玩法创新提高用户留存，优化流量分配算法，社交业务用户留存率和社交业务利润率稳步提升。22 年公司继续多方向布局，签约数字人“映映”，尝试虚拟直播等新业态，在玩法与内容方面持续创新，未来公司将持续加大研发投入，提升综合研发实力。23 年继续聚焦海外业务，期待贡献增量。公司在海外已上线包括阅读产品、社交产品等，并初步完成商业闭环的验证，22 年海外收入呈现出高速增长

态势。23 年公司将继续重点聚焦海外泛娱乐赛道发展，以互动社交领域为核心，将运营经验推广复制到其他国家地区，深度挖掘本土需求，在更多市场实现突破。盈利预测与投资评级：2023 年随着宏观经济的复苏，用户付费意愿有望提升，同时公司也将加快线下相亲业务在更多城市的布局和推广；海外业务亦值得期待。但考虑全年经济恢复节奏存在不确定性，我们将公司 2023-2024 年经调整 EPS 由 0.26/0.32 元下调至 0.25/0.29 元，预计 25 年 EPS 为 0.34 元，对应 PE 3.4/2.9/2.5X，截至 22 年 12 月 31 日，公司账上现金及现金等价物约 16.3 亿元，已与市值接近，公司价值明显低估，维持“买入”评级。（注：若无特别说明，人民币兑港元汇率取 2023/3/29 数据 1 港币=0.8766 人民币）风险提示：新业务发展不及预期、海外市场社交赛道竞争激烈、海外市场法规或政策变化不及预期

（证券分析师：张良卫 研究助理：郭若娜）

奥浦迈（688293）：2022 年年度报告点评：业绩符合预期，培养基高速增长，放量可期

投资要点 事件：2022 年 3 月 29 日奥浦迈发布 2022 年年度报告，2022 年公司营收 2.94 亿元（+38.41%，括号内为同比，下同），归母净利润 1.05 亿元（+74.47%），扣非归母净利润 8879.8 万元（+79.23%）。培养基业务表现亮眼，管线放量+海外市场未来可期：公司培养基业务 2022 年营收 2.03 亿元（+59.18%），业务占比 69%，其中 CHO 培养基营收 1.50 亿元（+83.96%），293 培养基营收 4098 万元（+57.27%），其他培养基营收 1228 万元（+18.40%）。时间维度来看，2022H1 营收 8925 万元（+71.4%），2022H2 营收 1.14 亿（+50.8%），在去年 Q2、Q4 疫情扰动较大的不利因素下培养基业务依旧保持了强劲增长。截至 2022 年底，已有 111 个确定中试工艺的药品研发管线使用公司培养基产品，其中临床前阶段 70 个，临床 I 期 19 个，临床 II 期 7 个，临床 III 期 14 个，商业化生产阶段 1 个。与 2021 年相比，已确认管线数量增加 37 个，III 期取得突破的同时临床前与 I 期项目数量大幅增加，且在 2022 年新增 10 条 CGT 管线，我们认为前期管线的增加有助于公司培养基随客户管线向后端推进持续放量，新领域的拓展亦打开长期增量空间。公司培养基在海外市场亦取得较大突破，全年海外营收 5138.9 万元（+1513.99%，若剔除配方转让影响，境内业务增速 21.58%），主要为培养基产品，占整体收入的 17.5%，占培养基业务收入 的 25.3%，公司培养基优质性能获得了海外客户认可，随着品牌影响力的进一步提升，海外市场未来可期。CDMO 服务能力持续提升，有望随行业回暖：CDMO 业务 2022 年营收 9083.5 万元（+7.01%），业务占比 31%，2022H1 营收 5747 万元（+89.5%），2022H2 营收 3337 万元（-38.8%），受行业景气度下行、需求端受阻影响，2022H2 CDMO 业务受损严重。但公司仍在 2022 年服务 81 个项目，协助客户获得 5 个临床批件，技术平台能力持续提升。若投融资出现回暖，叠加公司募投项目投产，CDMO 业务有望重回高增长。此外公司培养基业务毛利率 74.22%，CDMO 业务毛利率 40.99%，大环境影响下产品结构改变使得公司毛利率相较 2021 年提升 4.09pct。盈利预测与投资评级：考虑到行业需求变化，我们将公司 2023-2024 年营收由 5.56/7.90 亿元下调至 4.30/6.02 亿元，归母净利润由 1.80/2.54 亿元下调至 1.54/2.17 亿元，我们预计 2025 年公司营收和归母净利润分别为 8.19/2.99 亿元，当前股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 55×/39×/28×。我们看好公司培养基业务的持续放量与 CDMO 业务的回暖，维持“买入”评级。风险提示：下游项目推进不及预期；行业竞争加剧等。

(证券分析师: 朱国广 证券分析师: 周新明 研究助理: 张坤)

中国人寿 (601628): 2022 年年报点评: 投资拖累业绩, 分红好于预期

投资要点 事件: 公司披露 2022 年年报: 实现归母净利润 320.82 亿元, 同比下降 37.0% (对应 4Q22 单季同比下降 60.1%); 实现新业务价值 (NBV) 360.04 亿元, 同比下降 19.6% (预期同比下降 20%), 净利润受权益市场波动以及补提责任准备金侵蚀税前利润 344.67 亿元冲击低于预期。2022 年每股股息 0.49 元 (2021 年: 0.65 元), 分红率 43% (2021 年: 36%), 分红好于预期。 新单与价值降幅好于同业, 4Q22 提前聚焦 2023 年开门红&疫情扰动反复拖累价值修复表现。2022 年公司实现 NBV 达 360.04 亿元, 同比下降 19.6% (同业平均降幅约三成), 测算 1Q22 至 4Q22 单季同比增速分别为-14.3%、-10.1%、-24.1%和-49.4%, 四季度公司提前聚焦 2023 年开门红叠加疫情扰动反复, 拖累全年价值修复表现。2022 年公司实现新单保费 1847.67 亿元, 同比逆势增长 5.1% (4Q22 单季同比增速为-8.2%), 其中十年期及以上期交同比增长 0.3% (4Q22 单季增速为-34.6%)。行业下行期, 公司通过银保趸交稳住规模, 2022 年健康险期缴保费下降 62.1%是价值增长的核心拖累。 公司坚持“稳中固量、稳中求效”的队伍发展策略, 4Q22 单季人力环比降幅有所扩大。2022 年末总队伍规模为 72.9 万人, 同比和环比增速为-18.1%和-6.9% (9M22: -25.6%和-3.3%), 4Q22 单季度人力降幅有所扩大主要系公司推广“众鑫计划”专项提优提质项目, 加快专业化、职业化转型。2022 年个险板块实现 NBV333.33 亿元, 同比下降 22.4%, 归因来看: 个险新单同比持平, NBV Margin 为 33.0%, 同比下降 9.2 个 pct.。我们测算 2022 年个险产能及个险月人均 NBV 同比分别保持 33.0%和 14.7%增长 (1H22: 61%和 35%); 佣金及手续费支出同比下降 16.7%, 月均人力同比下滑 32.3%, 平均收入延续改善。展望 2023 年公司将继续坚持“稳增长、重价值、优结构、强队伍、推改革、防风险”策略, 推进“八大工程”落地见效。投资全面拖累 EV、净资产和利润表现。2022 年末内含价值达 1.23 万亿元, 较 2021 年末仅增长 2.3%, 环比 1H22 中期末下滑 1.6%, ROEV 约为 10.5%, 同比下降 1.0 个 pct., 主要系投资回报偏差拖累期初 EV 增速-8.1 个 pct. (1H22: -1.4 个 pct.), 不过营运偏差贡献同比由负转正。 期末核心股票和基金配置比例达 11.34% (2021:8.76%, 1H22:11.2%), 1Q23 业绩有望受益于权益市场回暖。2022 年公司净/总投资收益同比增速分别为 0.8%和-12.3%, 净/总/综合投资收益率达 4.00%/3.94%/1.92%, 同比下降 38/104/295bps, 主要受股债市场全年波动下行所致, 2022 年可供出售金融资产公允价值变动损益由 2021 年的 123.48 亿元转负至-628.49 亿元, 期末归母净资产较年初下滑 8.9%至 4,361.69 亿元, 期末规模综合收益转负至-230.70 亿元 (2021 年: 462.03 亿元)。 盈利预测与投资评级: 投资拖累业绩, 分红好于预期。根据年报披露我们下调投资收益预测, 预计 2023-25 年归母净利润为 434、491 和 534 亿元 (原 2023-24 年预测 555/606 亿元, 并新增 2025 年预测), 维持“买入”评级。 风险提示: 权益市场持续下行, 寿险需求复苏不畅

(证券分析师: 胡翔 证券分析师: 葛玉翔 证券分析师: 朱洁羽)

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>