

2023年4月3日星期一

【东兴有色】铁矿石行业深度：多角度拆分梳理及远期展望（20230331）

铁矿石资源分布呈现高度聚拢型特征：全球可用铁矿石储量约 1800 亿吨，其中澳大利亚、巴西及俄罗斯可用铁矿石储量前三大国，储量分别为 510 亿吨 (28.3%)、340 亿吨 (18.9%) 及 250 亿吨 (13.9%)；行业 CR3 达 61% (CR3)，CR5 则高达 75.8% (含中国及乌克兰)。中国前三大铁矿矿区占总资源储量高达 47%：分别为鞍山本溪矿区、冀东密云矿区及攀枝花西昌矿区；中国铁矿资源储量高但富矿少，平均品位低且贫矿出储量占总储量约 80%。

铁矿石产出分布具有强寡头垄断特征：全球前四大国家铁矿石累计产量占比约 75%。全球铁矿石可用年产量约 26 亿吨，其中澳大利亚和巴西分别生产 9 亿吨 (34.6%) 及 3.8 亿吨，占可用全球铁矿石总产量的 49.23%；中国是全球第三大铁矿石生产国，2021 年共生产 3.60 亿吨可用铁矿石，约占世界总产量 13.85%；此外，印度生产了 2.4 亿吨的矿石，四个国家铁矿产量占总产量约 75%。此外，全球前四大铁矿石生产企业 (Vale/Rio Tinto/BHP/FGM) 累计占总产量 45%。中国前四大铁矿产区累计产量占比约 73.8%。河北、辽宁、四川与内蒙古是中国铁矿石原矿产量前四地区。22Q1 数据显示，河北铁矿原矿产量 1.07 亿吨 (41.8%)，相当于全国铁矿产出排名第二到第六省份的总和。

中国铁矿石吨生产成本较全球均值高 30.7%：从铁矿品位及成本角度观察，全球铁矿石平均品位 46.7%。印度及俄罗斯铁矿品位 50% 之上，而中国平均品位仅 34.5%。全球铁矿石平均生产成本 63.34 美元/吨，其中印度、澳大利亚及巴西是全球铁矿石生产成本最低的国家，吨成本分别为 26.7 美元、34.5 美元及 36 美元；但中国铁矿石产出成本为 82.8 美元/吨，较全球平均成本+31%。

全球矿山进入新一轮扩产期，中国铁矿资源开发投资增幅居采矿业之首：海外矿山上一轮资本支出高峰于 2013 年结束，但从 2018 年开始，四大矿山的资本支出逐年增加，开启了新一轮产能扩张周期。至 2021 年，全球铁矿石开采市场规模已超 3000 亿美元 (2015-2018 年平均在 1500 亿左右)，其已逼近 2011 年的水平，是近 10 年的第二高位。中国黑色金属矿采选业投资增幅位居采矿业之首。2021 年中国铁矿资源开发资金投入量达到 4.34 亿元，同比大幅增长 75%；钻探工作量达到 35 万米，同比增长 75%。而进入 2022 年后，国内黑色金属矿采选延续 33.3% 的高增长态势，投资增幅位居采矿业之首，显示铁矿采选的投资意愿已出现明显好转。

全球铁矿石年均产量增速将明显提升，中国基石计划降低铁矿进口依赖度：从全球供给角度观察，在 2022-2026 年间，全球铁矿石产量的年均增速将达 2.7%，高于 2017-2021 年均-1.3% 的水平，这意味着到 2026 年全球铁矿石的产量在 2022 年的基础上会增加 3.61 亿吨。此外，中国的基石计划明确到 2025 年，国内矿产量、废钢消耗量和海外权益矿分别达到 3.7 亿吨、3 亿吨和 2.2 亿吨，分别比 2020 年增加 1 亿吨、0.7 亿吨和 1 亿吨。基石计划推动 2021 年

A 股港股市场

指数名称	收盘价	涨跌%
上证指数	3,296.4	+0.72
深证成指	11,889.42	+1.39
创业板	2,440.21	+1.7
中小板	7,888.13	+1.49
沪深 300	4,090.57	+0.98
香港恒生	20,415.66	+0.08
国企指数	6,944.65	-0.35

A 股新股日历 (本周网上发行新股)

名称	价格	行业	发行日
华曙高科	26.66	机械设备	20230404
旺成科技	5.53	机械设备	20230404
光大同创	-	电子	20230406
森泰股份	-	基础化工	20230406
恒尚节能	-	建筑装饰	20230406
索辰科技	-	计算机	20230406
迪尔化工	3.98	基础化工	20230406
北方长龙	-	机械设备	20230407
硕中科技	-	电子	20230407
高华科技	-	电子	20230407

*价格单位为元/股

A 股新股日历 (日内上市新股)

名称	价格	行业	上市日
国泰环保	46.13	环保	20230404
科源制药	44.18	医药生物	20230404
云天励飞	43.92	计算机	20230404
华海诚科	35.00	电子	20230404

*价格单位为元/股

数据来源：恒生聚源、同花顺、东兴证券研究所

中国铁矿石进口依赖度已降至 2013 年以来最低，至 80.9%；预计十四五期间国内精矿的年产量（折合 62%品位）有望增至 3.7 亿吨（2021 年是 2.85 亿吨）。

中国铁元素供给进入多元化时期：废钢作为另一重要铁元素来源，对铁矿石具有替代作用。与铁矿炼钢相比，用废钢炼钢每吨可减少 1.6 吨的二氧化碳排放，节省 350 公斤标准煤，少用 1.7 吨精矿粉。中国废钢产量较高（年产 2 亿吨）但废钢比偏低，仅为 20%，而全球废钢比均值为 37%。《再生钢铁原料》国家标准的实施有助推动中国铁元素来源更加多元化，2021 年中国废钢进口量同比已明显增加，全年中国累计进口废钢共计 55.6 万吨，是 2020 全年的 20 倍，是 2019 同期的 3 倍。预计至 2025 年中国废钢资源供应总量或达 3.4 亿吨，对铁矿替代效应将逐年增强。此外，GIA 公司预计到 2024 年，全球废钢市场将达到 7.6 亿吨；而世界钢铁协会预计到 2030 年全球废钢供应量将达到 10 亿吨左右。

铁矿消费市场持续扩张，铁矿石的需求取决于生铁和粗钢产量：生铁角度，一吨生铁需要 1.6 吨铁矿石。2021 年全球生铁产量 13 亿吨，十年增长 30%。主要产量区域集中在亚洲，亚洲生铁总产量超过 10 亿吨。中国的生铁产量大约 8.7 亿吨，占亚洲地区生铁产量 83%，占全球生铁产量近 70%；粗钢角度，长流程高炉炼钢中生产一吨粗钢平均需要用到 1 吨生铁与 0.15 吨废钢。2021 年全球粗钢产量 19.12 亿吨，十年增长 27%。主要产量区域集中在亚洲，亚洲总产量超过 13.5 亿吨（占全球近 71%）。中国的粗钢产量 10.3 亿吨左右，占亚洲地区粗钢产量的 75%，占全球产量 54%。排名第二的印度产量为 1 亿吨（占 5.3%），仅为中国产量的十分之一。远期观察：海外铁矿的需求或延续稳定态势，2014-2021 年间差不多稳定维持在 4.8 亿吨左右，预计 2022-2025 年均需求约 5 亿吨。尽管中国粗钢产量已进入峰值区，但依然存有进口缺口。考虑到十四五期间中国的粗钢将维持在 8.8 亿吨-10 亿吨的平台震荡，按 0.81:1 计算，我们预计年生铁产量在 7.1-8.1 亿吨，年需铁矿石 11.4 亿吨至 13 亿吨意味着铁矿石年进口缺口或为 8-10 亿吨。

铁矿石贸易：中国铁矿进口占全球比例超 70%，进口国集中度有所加重。国际铁矿石贸易仍以约定年度采购量的长期协议为主，定价则基本采用基于普氏（Platts）指数的季度指数定价方式。中国铁矿石年进口量超过 11 亿吨，占世界总进口量也超过 70%。铁矿石价格上涨后供给端集中度有所加重。2021 年中国从澳大利亚、巴西进口铁矿石分别达到 6.94 亿吨和 2.38 亿吨，占全部进口矿的比重分别为 61.65%和 21.10%，合计为 82.75%，比 2020 年上升 1.6 个百分点，铁矿石价格上涨不仅没有带来非主流矿占比的扩大，反而加重了供给端的集中度。

中国铁矿石行业从四个方面提升铁矿石定价权：基本面的供给侧改革（大规模去产能和全行业大整合）、金融层面争夺定价权（大连铁矿石人民币交易期货合约）、贸易方面争夺定价权以及简历中国矿产资源集团提升议价能力。

相关公司：鞍钢矿集团及鞍钢矿业、河钢资源、海南矿业、金岭矿业。

风险提示：政策执行不及预期，利率急剧上升，库存大幅增长及现货贴水放大，铁矿价格波动风险，公司产出低于预期，能源成本持续大幅上涨风险。

(分析师：张天丰 执业编码：S1480520100001 电话：021-25102914)

【东兴商社】中国中免（601888）：22年受疫情扰动业绩筑底，23年增长可期（20230331）

事件：中国中免发布2022年财报，公司实现营业收入544.3亿元，同比-19.57%；归母净利润50.3亿元，同比-47.9%。其中Q4实现营收150.68亿元，同比-17.10%；归母净利润4.02亿元，同比-65.40%。

离岛免税受疫情扰动较大，公司全年营收表现较弱。2022年多次疫情反复影响了居民出行需求的释放，离岛免税销售表现较弱。22年海南省接待游客6004万人次，同比-25.9%，旅客吞吐量仅为19年的53.34%。22年离岛免税店总销售额487.1亿元，同比-19%，其中免税销售额348.99亿元，同比-29.45%。公司海南业务全年实现营收365亿元，其中海棠湾店营收302.4亿元，归母净利润25.5亿元；海免公司营收56.4亿元，归母净利润3.4亿元，公司在离岛免税市场的市占率约75%。随着疫情影响消退，海南省客流有望快速恢复，公司目前在海南已布局7家门店，22年10月开业的新海港店逐渐爬坡，海棠湾一期2号地有望于23年开业，且公司在23年经营计划中明确提出夯实“深耕海南”战略，离岛免税渠道有望实现稳健增长。

出境游的恢复将拉动口岸渠道复苏，23年市内店政策落地可期。22年口岸免税销售额仍维持在较低水平，日上上海营收141.4亿元，归母净利润6.3亿元。2022年我国出入境1.157亿人次，仅为2019年的17.3%，出境游尚有巨大修复空间。3月10日试点恢复出境团队游国家增加至60个，3月26日中国民航开始执行2023年夏秋航季航班计划，增班35条国际及地区航线，出境游的逐步恢复将带动口岸免税渠道的复苏。公司占据核心优质口岸资源，且22年中标了杭州萧山机场、成都双流机场等多个免税经营权，将充分受益于口岸免税渠道的复苏。我们认为，随着出境游的逐步恢复，市内免税政策有望于23年落地，带来整个免税市场的扩容。公司收购中出服务49%股权，中出服拥有入境市内免税牌照，且拥有12家市内免税店，本次投资有望完善中免在市内免税渠道的布局，市内免税的竞争格局或持续优化。

疫情影响下毛利率下降带来盈利能力减弱，23年有望恢复常态化水平。公司全年毛利率28.02%，同比-5.06pct.。分品类看，免税商品毛利率同比+1.59pct.，有税商品毛利率同比-7.17pct.，疫情影响线下销售，线上有税销售折扣力度较大带来毛利率降低，叠加低毛利率的有税销售占比提高，共同带来全年毛利率的下降。销售费用率和管理费用率分别同比+1.7pct.和0.95pct.，较为稳定。随着疫情影响的消退，公司对线上平台和有税销售的依赖度将降低，毛利率有望恢复至常态化水平，公司净利率有较大提升空间。

短期业绩复苏可期，中长期看好消费回流和海外市场拓展。公司披露23年经营计划，全面推进离岛、机场和市内免税各个渠道的铺建，并提升包括采购

招商、运营管理、供应链管理等的核心能力，公司有望充分受益于行业复苏实现较高速业绩增长。中长期看，吸引免税回流的长期逻辑不变，看好免税赛道的高景气，中国中免作为行业龙头的市场地位持续巩固，同时拓展海外市场目标清晰，未来成长可期。

盈利预测：公司作为全渠道布局的行业空头，将充分受益于短期的行业复苏和中长期的高景气增长。预计公司 23-25 年归母净利润为 119.7、167.9 和 209.2 亿元，EPS 为 5.8、8.1 和 10.1 元。对应 23-25 年 PE 为 32、23 和 19 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：超预期政策，离岛免税竞争加剧，市内店政策落地不及预期。

(分析师：刘田田 执业编码：S1480521010001 电话：010-66554038 分析师：魏宇萌 执业编码：S1480522090004 电话：010-66555446)

重要公司资讯

- 特斯拉：**第一季度交付电动汽车 422875 万辆，环比增长 4%，同比增长 36%，创下历史新高，略高于市场预期。（资料来源：同花顺）
- 华为：**2022 年收入增长 0.9%，达到 6423 亿元；净利润下滑 68.7%，降至 356 亿元人民币。（资料来源：同花顺）
- TCL 科技：**拟与宁波嘉岸创业投资合伙企业(有限合伙)设立惠州市东礲嘉岸股权投资合伙企业(有限合伙)，合伙企业认缴出资总额为 15.61 亿元人民币，其中公司认缴出资 15.6 亿元人民币，投资领域包括但不限于半导体显示，新能源光伏及半导体行业及产业上下游核心环节，人工智能与智能制造等领域，以及围绕主业相关的前沿技术、开发和应用。（资料来源：同花顺）
- 中信股份：**2022 年净利润 754.8 亿港元 同比增长 7.5%。（资料来源：同花顺）
- 润和软件：**推出基于大模型的新一代 AI 中枢平台以及四款行业应用内测产品：润和智数、润和智测、润和智研、润和智造。这些平台和产品致力于应用最新的 AI 技术，为不同行业提供智能化解决方案。（资料来源：同花顺）

经济要闻

- 发改委：**准备从六方面发力，不断做强做优做大我国的数字经济。一加强政策制度建设。二适度超前部署数字基础设施建设。三大力推动数字产业创新发展。四加快深化产业数字化转型。五持续提升数字公共服务水平。六不断深化数字经济国际合作。（资料来源：同花顺）
- 国资委：**2022 年中央工业企业关键工序数控化率达到 73%，传统产业数字化转型提速加档。加快数字新兴产业培育，布局新一代信息技术、人工智能等战略性新兴产业，中央企业成立数字科技类公司近 500 家，加快产业新旧更迭和动能转换。（资料来源：同花顺）
- 银保监会：**发布《关于规范信托公司异地部门有关事项的通知》，切实弥

补信托监管短板，有利于促进信托业规范健康发展。下一步，银保监会将持续加强信托公司监督管理，着力提升信托业服务实体经济质效。（资料来源：同花顺）

4. **OPEC+**：宣布自愿减产，根据产油国目前宣布减产的数据，此次减产力度超 160 万桶/日，约占全球石油产量的 1.5%。（资料来源：同花顺）
5. **意大利**：数据保护机构对 OpenAI 公司非法收集用户信息展开调查。意大利个人数据保护局上周五宣布，即日起禁止使用聊天机器人 ChatGPT，并限制开发这一平台的美国人工智能公司 OpenAI 处理意大利用户信息。（资料来源：同花顺）

每日研报

【东兴商社】贝泰妮：22年业绩平稳增长，股权激励彰显信心（20230331）

事件：贝泰妮发布2022年财报，公司实现营业收入50.14亿元，同比+24.65%；归母净利润10.51亿元，同比+21.82%。其中Q4实现营业收入21.18亿元，同比+10.93%；归母净利润5.34亿元，同比+5.17%。

下半年电商渠道表现较弱，23年有望环比改善，线下渠道逆势高增有望延续。分渠道看，全年线上渠道营收40.28亿元，同比+22.06%，受产品负面舆论等因素影响，公司Q4电商平台表现较弱，拉低了全年的收入增长，公司Q1/Q2/Q3/Q4营收分别同比+59.3%、+37.26%、+20.65%和+10.93%，增速逐季度下降。目前，负面舆论影响已基本消退，且公司于23年3月1日公告聘请具有丰富渠道运营管理经验的张梅担任副总经理，有望为线上渠道运营注入新活力，期待23年线上渠道实现触底反弹。22年线下渠道实现营收9.7亿元，同比+37.04%，新开直营门店76家，在疫情反复的背景下仍实现逆势高增。预计23年在线下消费场景复苏的背景下公司线下渠道有望延续高增。

研发投入大幅增加，整体盈利能力基本稳定。公司全年销售毛利率75.21%，同比-0.8pct.，与去年同期基本持平。销售、管理和研发费用率分别同比-0.96、+0.74和+2.26pct.，公司整体销售和管理费用的管控较好。研发费用投入加大，公司对研发的重视程度持续增强，研发平台建设初见成效。归母销售净利率约20.97%，较去年同期基本持平，公司整体盈利能力基本稳定。

主品牌市场地位持续巩固，新品类和新品牌拓展静待花开。2022年双十一薇诺娜品牌位列天猫美妆类第6名，“舒敏保湿特护霜”蝉联天猫“双11”舒敏类面霜TOP1，清透防晒系列实现声量销量双赢，薇诺娜baby天猫双11婴童护肤行业排名TOP4，主品牌市场地位持续巩固。公司2022年推新步伐加快，薇诺娜推出舒缓保湿特护精华液，补充敏感肌修护赛道，推出赋活修护精华针对敏感肌抗衰，在私域渠道推出高端薇诺娜PRO臻研系列等，围绕“敏感肌+”向高功效抗衰领域拓展；高端抗衰品牌AOXMED于7月正式推出，目前已在北京和西安开出线下门店；新孵化抗痘品牌贝芙汀，利用皮肤疾病大数据和AI技术独创整性精准治痘方案。与此同时，公司已启动注射用III类医疗器械产品申报，向医美领域进军。公司持续搭建多功效护肤矩阵，在强技术加持下，经过新品类和新品牌有望打造全新增长曲线。

股权激励计划彰显信心，期待公司业绩表现。公司2023年限制性股票激励计划拟授予限制性股票635.4万股，约占总股本的1.50%，首次授予的激励对象共计298人。对应的业绩条件为：以2022年营收和净利润为基数，23-25年营收和净利润增长率不低于28%、61.28%和100%，计算得到23-25年同比增速分别为28%、26%和24%，业绩目标较高，彰显公司经营信心。公司沿着发展目标稳步推进，经验丰富的管理团队和高效的组织机制提供保障，期待公司未来3-5年的业绩表现。

盈利预测：功效护肤赛道持续高景气，公司在产品、品牌、技术和渠道等方面均具备较强竞争力，且已得到市场验证，将充分享受行业增长红利，强技术加持下新品类和新品牌的孵化将带来新业绩增长点。预计公司23-25年归母净利润为13.4、16.9和21.04亿元，EPS为3.2、3.99和4.97元。对应23-25年PE为40、32和26倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：新品牌孵化效果不及预期，行业新规和政策变化，市场竞争加剧。

(分析师：刘田田 执业编码：S1480521010001 电话：010-66554038 分析师：魏宇萌 执业编码：S1480522090004 电话：010-66555446 分析师：刘雪晴 执业编码：S1480522090005 电话：010-66554026)

【东兴化工】安迪苏(600299)：产能持续提升巩固龙头地位，双支柱战略驱动长期发展（20230331）

安迪苏发布2022年年报：全年实现营业收入为145.29亿元，YoY+12.90%，归母净利润为12.47亿元，YoY-15.29%。

从收入端来看，公司营收取得稳定增长，主要归功于两大业务均取得了较好的增长。①功能性产品2022年营收同比增长14%至103.37亿元，南京二期项目自2022年9月中旬以来顺利开车并爬坡顺利，公司相关产品放量；②特种产品2022年营收同比增长5%至33.22亿元，业务持续增长，尤其是在2022年下半年实现了加速增长。

从利润端来看，受到成本上涨的不利影响，毛利率有所下滑，拖累利润增速。由于原材料、运输成本等大幅上涨，公司综合毛利率下滑6.63个百分点至27.51%。公司也采取了主动快速的应对方案降低能源和原材料成本大幅增长的负面影响，包括欧洲工厂根据市场需求做出实时调整，满足客户需求的同时优化生产成本；实施严格的成本控制计划，部分抵消了原材料、能

源和运输成本大幅上涨带来的不利影响。

公司蛋氨酸产能持续提升，有望继续保持在全球第一梯队。虽然面临新进入者以及原有厂商新产能投放等情况，在市场持续增长的背景下，安迪苏成功地将蛋氨酸的市场占有率在 2012 年至 2017 年期间从 24% 提升至 27%，并在近年来持续巩固其现有市场份额。目前公司有两个生产平台，分别位于欧洲和中国南京。①欧洲工厂方面，欧洲生产平台扩建项目已成功提升年产能总计 8 万吨；②中国南京工厂方面，二期项目自 2022 年 9 月中旬以来成功开车并顺利爬坡，该项目将与现有的南京工厂形成协同效应，体现出更强的规模经济优势，南京工厂的总产能扩大至年产 35 万吨，成为世界上规模最大的液态蛋氨酸工厂之一。此外，为了满足日益增长的客户需求，公司已展开关于下一个液态蛋氨酸生产平台的可行性研究。我们预计公司将通过持续产业投资，进一步扩大产能，在未来继续保持在全球第一梯队的领先地位。

积极推进“双支柱”战略，打开长期成长空间。近年来，公司一直积极实施“双支柱”战略，即在不断巩固蛋氨酸行业领先地位的同时，加快特种业务的发展。自 2014 年以来，公司每年推出一款新产品或服务，公司计划到 2026 年，新产品业务收入将达到特种产品的 20%。公司在 2022 年初推出罗酶宝 Advance Phy? 之后，同年三季度，公司向市场推出一项新的技术服务 Nestor（可以为客户提供饲料配方优化建议，实现降本增效）。作为公司第二业务支柱，公司正积极开发特种产品业务，公司已在欧洲和中国开展特种产品产能扩充及优化项目以支持业务增长、优化生产布局、增强成本竞争力和可持续性，打开长期成长空间。

公司盈利预测及投资评级：公司是全球动物营养行业的领军企业，是世界第二大蛋氨酸生产企业，可同时生产固体和液体蛋氨酸，同时公司积极践行“双支柱”战略，不断巩固蛋氨酸行业领先地位，并加快特种业务的发展。基于公司 2022 年年报，我们相应调整公司 2023~2025 年盈利预测。我们预测公司 2023~2025 年净利润分别为 14.37、15.74 和 17.20 亿元，对应 EPS 分别为 0.54、0.59 和 0.64 元，当前股价对应 P/E 值分别为 16、15 和 14 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：产品价格下滑；行业新增产能投放过快；饲料行业需求下滑。

（分析师：刘宇卓 执业编码：S1480516110002 电话：010-66554030）

【东兴轻工】仙鹤股份（603733）：盈利预期迎来修复，看好长期扩张与浆纸一体化布局（20230331）

事件：公司发布 2022 年业绩，全年实现收入 77.38 亿元，同比+28.61%；归母净利润 7.10 亿元，同比-30.14%；扣非归母净利润 5.57 亿元，同比-41.87%。其中 Q4 实现收入 22.28 亿元，同比+34.65%；归母净利润 1.43 亿元，同比+26.27%；扣非归母净利润 0.94 亿元，同比-6.43%。

2022 年公司产能进一步释放，发力布局市场热点品类，同时外销快速扩张；但由于成本大幅上涨、提价幅度受制于疲软需求，吨纸利润下滑。

销量：全年销量 81.18 万吨（+16%）。2021 年以来公司陆续投产多条生产线，2022 年产能充分释放。公司重点扩大市场热点品类的供应，例如标签离型纸、转印纸、医用包装纸、替塑食品包装纸等；2022 年日常消费系列销量 39.09 万吨（+31%），食品与医疗包装材料销量 15.43 万吨（+43%）。此外公司在海外市场具备成本竞争力，外销快速增长（收入同比+130%）。

吨毛利：全年吨纸成本同比+1496 元/吨（或+23%），主要由于木浆、能源价格高企；2022 年阔叶/针叶浆市场价同比+28%/12%，动力煤价同比+26%。公司虽提价应对，但幅度受制于国内需求疲软、客户承受能力有限，全年吨纸均价同比+871 元/吨（或+11%）。公司整体毛利率 11.51%，同比-8.47 个百分点。

投资收益：全年投资收益 1.40 亿元（-51%），主要为合营公司夏王纸业权益法下确认的投资损益 1.23 亿元（-53%）。夏王纸业同样受到成本上涨、需求疲软的双重影响，盈利出现下滑。

2023 年浆价下行缓解成本压力，需求回暖支撑吨毛利修复。2023 年浆价趋势下行，年初至今阔叶/针叶浆价分别回落 21%/15%；后续考虑到海外阔叶浆新增产能投产、欧美经济承压需求偏弱、国内需求仍处复苏过程中，预期浆价仍有下行空间。随着高价木浆库存消耗，预计 Q2 起公司成本压力将迎来缓解。纸价受益于国内需求逐步改善，相对有所支撑，Q1 公司已对转印纸等产品进行提价。综合来看，2022 年公司吨毛利已处近年低点，2023 年有望得到修复。

产能持续扩张推动规模增长，浆纸一体化布局有望增强竞争力。2023 年 Q2，公司预计将投产年产 30 万吨食品卡纸项目，以及东港基地 PM29、PM30 生产线（预计年产 5 万吨特种纸），布局仍围绕景气度较高的产品，有望推动销量进一步增长。公司湖北、广西基地均已开工建设，奠定长期增长基础，预计 2023 年底之前两大基地一期项目将建成投产。同时，两大基地规划

有化机浆、化学浆产能，利用当地资源优势打造浆纸一体化布局，有望降低和平滑原材料成本，提升公司市场竞争力。

盈利预测与投资评级：预计公司 2023-2025 年归母净利润为 12.32、15.00、18.17 亿元人民币，增速分别为 73%、22%、21%，目前股价对应 PE 分别为 15、12、10 倍。维持“推荐”评级。

风险提示：经济复苏不及预期，能源价格大幅上涨，项目投产进度不及预期，行业产能过剩

(分析师：刘田田 执业编码：S1480521010001 电话：010-66554038 分析师：常子杰 执业编码：S1480521080005 电话：010-66554040 研究助理：沈逸伦 执业编码：S1480121050014 电话：010-66554044)

【东兴非银】中国太保 (601601.SH)：复苏加力，长航扬帆——中国太保 2022 年年报业绩点评 (20230331)

中国太保公布 2022 年年报，报告期内公司实现营业收入 4553.72 亿元，同比增长 3.3%；归母净利润 246.09 亿元，同比下降 8.3%；归母营运利润 401.15 亿元，同比增长 13.5%。集团期末内含价值 5196.21 亿元，较上年末增长 4.3%。寿险新业务价值 92.05 亿元，同比下降 31.4%；新业务价值率 11.6%，同比下降 11.9 个百分点。

有效抵御疫情冲击和权益市场波动，公司全年经营先抑后扬。上半年上海的大范围疫情和长时间封控之下，公司经营承受了巨大压力；俄乌冲突和美联储加息等外部因素冲击也对公司投资类业务构成了较大挑战。上半年，年化总投资收益率同比下降 1.1 个百分点至 3.9%，集团归母净利润同比下降 23.1%。但受益于公司的高效应对和寿险长航行动改革成效的逐步显现，叠加产险业务的持续发力和投资表现逐步企稳，公司下半年资负两端均呈现边际改善势头，资产端总投资收益率上升至 4.1%，负债端寿险新业务价值较上年同期增长 13.5%，归母净利润 246.09 亿元，同比下降 8.3%，降幅持续收窄。

寿险渠道改革改善代理人展业面貌，队伍产能持续提升。在内外多重冲击的影响下，“长航行动”改革成为负债端触底回升的直接催化剂。通过金融科技手段加持，公司加快推进代理人“三化五最”职业营销转型，依靠“芯”基本法和专业化的销售平台，引入专业和体系化的培训赋能营销队伍，打造高产能核心人力，实现代理人队伍整体升级，质态进一步改善，代理人月均举绩率 63.4%，同比提升 11.3 个百分点，月人均首年业务收入 6,844 元，同比增长 47.6%，成效显著。队伍稳定和质量改善带来业务品质的提升，寿险 13 个月继续率较 2021 年提升了 7.7 个百分点。在各项核心指标边际改善之下，下半年寿险新业务价值达到 36.09 亿元，同比增长 13.5%，使全年新业务价值降幅较上半年显著收窄。

银保渠道增长提速，构筑寿险第一“增长极”。在权益、债券市场波动加剧和储蓄、货基年化收益率保持低位的背景下，年金型产品的相对优势逐步显现，居民对该类产品的需求持续增长。银保渠道具备深度下沉和展业难度小等特征，险企可以和银行高效协同，受疫情等外部因素影响较小。同时，商业养老金业务的落地也为银保渠道提供了新的发展契机。公司抓住这一契机加快在银保渠道上的布局，2022 年实现渠道收入 304.78 亿元，同比增长 308.7%；其中新保收入 288.09 亿元，同比增长 332.0%；新业务价值同比增长 174.9%，渠道占比同比提升 7 个百分点。预计随着公司在银保渠道的持续发力，银保业务收入将保持高速增长，增速将继续领跑寿险各渠道，未来银保渠道新业务价值贡献的绝对值和占比均有望显著提升。

投资建议：

公司 2022 年全年经营历经多重考验，但全年业绩仍有颇多亮点。我们认为，随着疫情的冲击逐步消退，代理人展业恢复正常，寿险“长航行动”的成效有望加速显现。国内经济复苏将带动居民可支配收入增速的回升，各类保险需求亦有望同步增长，2023 年公司代理人渠道和银保渠道有望共赢发展良机。同时，产险的稳定高速增长有望在 2023 年得到延续，成为负债端的“压舱石”和“发动机”。此外，公司通过打造康养产业链，构建健康产业生态圈的发展范式，有望在商业养老险大发展时代为公司提供业绩增长新“引擎”。总的来看，2023 年公司经营大有可为，我们看好公司长期前景。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 280.09 亿元、323.74 亿元和 339.61 亿元，维持“推荐”评级。当前公司估值仅 0.44x23EVPS，具备很高的中长期投资价值，建议持续重点关注。

风险提示：宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险。

(分析师：刘嘉玮 执业编码：S1480519050001 电话：010-66554043 分析师：高鑫 执业编码：S1480521070005 电话：010-66554130)

【东兴纺服】申洲国际 (02313)：年报符合预期，23 年随客户库存去化，产能增长节奏恢复正常 (20230331)

事件：申洲 2022 年实现营业收入 277.81 亿元，同比增长 16.51%，归属母公司净利润 46.53 亿元，同比增长 35.33%。其中 22H2 营业收入 141.89 亿元，同比+13.72%，归母净利润 21.96 亿元，同比+91.73%。全年毛利率 22.05%，上半年 22.55% (同比

-7.11pct.)，下半年 21.57% (同比+2.19pct.)。

22 年挑战较多收入依然取得较好增长，客户结构有调整部分拉动收入。公司全年收入增长 16.5%，量价拆分来看，产品数量增 8%，以人民币计价的产品单价提升约 8%。2022 年行业和公司仍面临诸多挑战，公司国内工厂所在地宁波年初暴发疫情，工厂停工约一个月，影响了国内产能利用率，下半年，国际品牌客户面临高库存，订单不足，公司产能利用率再次承压。在此挑战之下，公司收入端的增速我们认为已经充分体现了公司作为头部供应商的韧性。分地区来看，大陆地区需求端和生产端均受影响，收入下滑 6.53%，欧洲和美国增长强劲，分别增 31.32%、28.07%。分客户看，对 Nike/优衣库/Adidas/Puma 销售收入分别同比+21.95%、+24.11%、-1.38%、+3.86%，Nike 和优衣库增长较好，阿迪因为大中华区压力较大订单有所下滑；除前四大客户，公司加大国内运动品牌合作（国内品牌销售同比增长超过 50%），新客户 lululemon 订单增长较好，后续贡献度有望提升。

22 年利润率有所恢复，但毛利率恢复仍任重道远。2022 年公司净利率 16.2% (同比+2.3pct.)。其中毛利率下降 2.2pct. 至 22%，最主要的原因因为产能利用率不足折旧摊销压力和疫情带来的员工支出增加所致（停工涉及的摊销约 1 亿+，疫情员工支出增加约 4 亿+，均为一次性）。费用方面，销售与管理费用率合计下降 1.5pct.，其他收益方面汇兑收益对业绩正面贡献大，弱剔除汇兑收益净差额 10 亿元利润增速在 10.5%。公司的毛利率是目前经营利润率压力的主要来源，随着后续疫情因素退却、产能利用率的逐步恢复，毛利率也将得到逐步的修复。

23 年上半年仍较保守，随着客户去库存推进，预期公司产能增长恢复较好。短期看，国际品牌库存去化仍在进行，上半年订单偏弱。但长期看，体育产业和运动鞋服行业的高景气不改，主要国际客户库存恢复到正常水平后，公司产能和产量增加将恢复到正常水平。叠加客户结构方面，国产品牌客户安踏、特步、李宁增长势头较好、合作意愿强烈，采购份额持续提升；国际品牌 lululemon、Polo 等合作推进顺利，都形成了一定的订单增量。目前阶段较为核心的毛利率回升问题，随着产能利用率的恢复我们认为也将逐步恢复，对公司长期的盈利增长维持在双位数水平仍有较高信心。

优秀工厂地位未变，公司长期竞争力不惧挑战。公司作为服饰 ODM 制造龙头，其优势既体现在生产效率，也体现在产品开发能力上。过去两三年疫情下，公司与客户共同开发的节奏受到一定影响，=在疫情后这一合作将恢复正常。生产方面，公司垂直一体化生产能力在行业内依然突出，在 ESG 方面也走在行业前列，公司在鞋服供应链的龙头地位没有改变。

盈利预测与投资评级：基于目前客户的去库存状况及公司产能规划，我们认为 2023 年谨慎乐观，24-25 年更为积极。预计公司 2023-2025 年净利润分别为 50.39、60.01、74.86 亿元人民币，增速分别为 10.42%、19.09%、24.75%，目前股价对应 PE 分别为 23.06、19.36、15.52 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：外贸政策变化，人民币汇率大幅波动，原材料价格剧烈波动。

(分析师：刘田田 执业编码：S1480521010001 电话：010-66554038 分析师：常子杰 执业编码：S1480521080005 电话：010-66554040 研究助理：沈逸伦 执业编码：S1480121050014 电话：010-66554044)

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526