

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-04-07

宏观策略

2023年04月07日

宏观点评 20230406: 3月经济数据比1-2月好, 证据在哪?

随着总理在博鳌论坛表示“3月经济表现比1、2月更好”, 即将公布的3月和一季度经济数据有可能继续超出市场预期。但这是否意味着经济的复苏能在二季度继续环比向上? 通过对比今年3月和1-2月的经济表现, 我们发现3月经济数据的向好主要受益于如下两个方面: 一是去年3月疫情爆发有利的基数效应; 二是信贷支持下基建项目落地的加快。然而, 3月以来在消费、制造业、以及房地产领域均出现了一定的复苏放缓迹象, 叠加外需的进一步下行, 为避免二季度经济再度环比走弱, 仍需要政策的适度加码。

宏观点评 20230405: 以史为鉴: 从银行业危机到衰退和降息有多远?

银行业危机的出现, 是否一定意味着经济衰退很快到来和美联储转向降息? 我们认为这不仅是当前美联储在通胀之外的最主要担忧, 也是市场预期下半年美联储转向降息能否兑现的关键。

晨会编辑 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

固收金工

固收点评 20230406: 晓鸣转债: 高效能蛋鸡制种行业龙头企业

我们预计晓鸣转债上市首日价格在115.67~129.02元之间, 我们预计中签率为0.0009%。

固收点评 20230406: 基金监管要求收紧将如何影响债市?

2012年新《基金法》颁布以来, 配套法规持续对基金的投资范围、组合久期和杠杆比例等进行约束; 监管要求发布后, 基金久期会相应变化并影响利率; 从历史上来看公募债基对信用债投资的限制呈现趋紧态势; 近期债基监管调整或加深信用债评级分化, 但影响有限。

固收深度报告 20230406: 半导体产业链复盘——材料篇(1): 立昂、兴森转债

本篇作为半导体产业链复盘——材料篇(1), 将盘点半导体材料相关标的, 覆盖非光刻胶、电子特气赛道的存续转债, 包括立昂转债和兴森转债。

固收深度报告 20230406: 半导体产业链复盘——材料篇(2)之光刻胶及辅材: 晶瑞转2、强力、飞凯、彤程转债

本篇作为半导体产业链复盘——材料篇(2), 将盘点半导体材料相关标的, 主要覆盖光刻胶及光刻胶配套辅材生产企业, 包括晶瑞转2和强力转债、飞凯转债、彤程转债。

行业

环保行业点评报告: 北京: 因地制宜改造升级山区农村电网, 推动农村公共机构及农宅光伏发电应用

重点推荐: 美埃科技, 景津装备, 三联虹普, 赛恩斯, 新奥股份, 天壕环境, 国林科技, 凯美特气, 仕净科技, 英科再生, 高能环境, 九丰能源, 宇通重工, 光大环境。 建议关注: ST龙净, 盛剑环境, 再升科技, 金

科环境,卓越新能,华特气体。 全国碳市场碳排放配额 (CEA) 行情: 2023 年 4 月 4 日, CEA 涨跌幅+0.00%; 收盘价 56.00 元/吨; 成交量 100 吨; 成交额 5600 元。 数字化赋能生态环保发展, 关注环保核心技术龙头份额+附加值双升。数字中国建设加速, 2023 年 2 月《数字中国建设整体布局规划》发布, 2023 年 3 月能源局要求加快推进能源数字化智能化发展。数字技术应用于环境监测有助于精准识别及时追踪环境问题, 同时智能电网、智慧水务、物联网等提升环境治理效率。数字化应用助力核心技术龙头提升份额+附加值, 建议关注【金科环境】水务数字化软件促智慧化应用升级, 市场加速推广。重点推荐【三联虹普】合作华为 AI 技术植入客户纺丝。建议关注【大禹节水】深耕“移动互联网+智慧水务服务”; 【雪迪龙】【力合科技】【聚光科技】自动化智能化环境监测, 高端科学仪器迎国产化突破。 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。证监会提出探索建立具有中国特色的估值体系, 政府工作报告要求深化国资国企改革, 提高国企核心竞争力。截至 2023/3/31, 地方国企/中央国企仅占环保板块数量的 23%/5%, 贡献 33%/7% 市值。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 2015/1/1-2023/3/31 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%。

计算机行业深度报告: AI 偏向科普性报告: 围绕算法、算力、数据和应用

投资建议: 算法上, 我们建议关注已经有先发优势的大模型公司: 三六零、科大讯飞、同花顺等, 此外还有一些实施企业, 如软通动力、润和软件、汉得信息等; 算力上, 我们推荐景嘉微、中科曙光、神州数码, 建议关注海光信息、寒武纪、四川长虹、拓维信息等; 数据上, 我们推荐各细分赛道的信息化龙头企业, 如久远银海、容知日新、中控技术, 建议关注国能日新、千方科技等; 应用上, 我们推荐在具备“杀手级”应用潜能的厂商金山办公、用友网络、恒生电子, 建议关注广联达、石基信息等。

环保行业点评报告:《福建省固定污染源自动监控管理办法》发布, 推动固定污染源稳定达标排放

重点推荐: 美埃科技, 景津装备, 三联虹普, 赛恩斯, 新奥股份, 天壕环境, 国林科技, 凯美特气, 仕净科技, 英科再生, 高能环境, 九丰能源, 宇通重工, 光大环境。 建议关注: ST 龙净, 盛剑环境, 再升科技, 金科环境, 卓越新能, 华特气体。 全国碳市场碳排放配额 (CEA) 行情: 2023 年 4 月 4 日, CEA 涨跌幅+0.00%; 收盘价 56.00 元/吨; 成交量 100 吨; 成交额 5600 元。 数字化赋能生态环保发展, 关注环保核心技术龙头份额+附加值双升。数字中国建设加速, 2023 年 2 月《数字中国建设整体布局规划》发布, 2023 年 3 月能源局要求加快推进能源数字化智能化发展。数字技术应用于环境监测有助于精准识别及时追踪环境问题, 同时智能电网、智慧水务、物联网等提升环境治理效率。数字化应用助力核心技术龙头提升份额+附加值, 建议关注【金科环境】水务数字化软件促智慧化应用升级, 市场加速推广。重点推荐【三联虹普】合作华为 AI 技术植入客户纺丝。建议关注【大禹节水】深耕“移动互联网+智慧水务服务”; 【雪迪龙】【力合科技】【聚光科技】自动化智能化环境监测, 高端科学仪器迎国产化突破。 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。证监会提出探索建立具有中国特色的估值体系,

政府工作报告要求深化国资国企改革，提高国企核心竞争力。截至 2023/3/31，地方国企/中央国企仅占环保板块数量的 23%/5%，贡献 33%/7% 市值。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 2015/1/1-2023/3/31 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%。

ChatGPT 催化医疗 AI 进一步发展，看好 AI 制药、病理诊断等应用领域
 具体配置思路 中药领域：康缘药业、方盛制药、佐力药业、济川药业等；
 创新药领域：和黄医药、恒瑞医药，建议关注康宁杰瑞制药、亚虹医药等；
 耗材领域：惠泰医疗、威高骨科、新产业、科美诊断等；
 低值耗材及消费医疗领域：康德莱、鱼跃医疗，建议关注可孚医疗等；
 科研服务及 CXO 领域：诺禾致源、金斯瑞生物

推荐个股及其他点评

朗姿股份 (002612): 2022 年报&2023 年一季报预告点评: 22 年业绩承压, 23Q1 业绩大增, 疫后复苏弹性较大

公司为国内高端女装及医美机构龙头, 22 年收入在女装下滑、医美+童装增长共同作用下持平略升, 净利在女装营业利润亏损、医美盈利大减影响下下滑较多。23Q1 随疫情放开女装及医美业务快速复苏、叠加投资项目上市产生公允价值收益, 归母净利润同比大增。23 年全年来看, 受益消费场景修复, 女装业务有望持续修复、医美机构盈利将大幅改善、童装净利率有望进一步改善优化。考虑 23Q1 业绩大超预期, 我们将 23-24 年归母净利从 1.6/2.6 亿元调整至 1.7/2.6 亿元、新增 25 年预测值 3.2 亿元, 对应 23-25 年 PE64/42/35X, 维持“增持”评级。

科士达 (002518): 2022 年业绩快报及 2023Q1 业绩预告点评: 储能迎爆发式增长, 新能源业务全面发展!

盈利预测与投资评级: 基于新能源市场需求旺盛, 我们基本维持公司盈利预测, 我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 6.56/12.59/20.97 亿元 (前值为 6.58/12.59/20.97 亿元), 同比+76%/+92%/+67%, 基于公司新能源业务多点开花, 我们给予公司 2023 年 35 倍 PE, 对应目标价 75.6 元, 维持“买入”评级。

新城控股 (601155): 2022 年年报点评: 商业运营发展稳健, 轻重并举未来可期

盈利预测与投资评级: 随着公司进行减值计提重新轻装上阵以及结算端毛利率的触底, 叠加今年房地产市场的持续复苏, 公司住宅开发业务未来有望企稳; 而公司高毛利的商业运营业务发展稳健, 对公司业绩形成支撑。我们下调其 2023/2024 年归母净利润至 40.9/48.8 亿元 (前值为 81.0/85.7 亿元), 预测 2025 年利润为 54.4 亿元, 对应的 EPS 为 1.81 元/2.16 元/2.41 元, 对应 PE 分别为 8.9X/7.5X/6.7X, 维持“买入”评级。风险提示: 毛利率修复不及预期; 市场景气度恢复不及预期; 疫情反复影响超预期。

中国石油 (601857): 央企估值修复进行时, 油气航母乘风起

中国石油深度报告

森马服饰 (002563): 2022 年报点评: 疫情下业绩承压, 23 年复苏可期
 公司为国内童装+休闲装双龙头, 22 年受疫情冲击较大, 收入双位数下滑、净利下滑幅度较大。22 年公司提出“全域融合、组织重构、流程再造”, 致力于提升经营管理效率。23 年 1-3 月公司全渠道流水分别同比

-10.8%/+1.3%/+6.9%、累计同比-4%，Q1 流水虽尚未恢复正增长、但逐月改善趋势明显、其中线下3月已恢复至双位数增长。Q2 在低基数下有望迎来较大幅度反弹，下半年进入无疫情影响的订货周期，预计加盟渠道收入有望恢复正常增长。考虑 22Q4 疫情影响，我们将 23-24 年归母净利润从 10.7/12.5 亿元分别下调至 9.8/12.0 亿元、增加 25 年预测值 14.0 亿元，对应 22-25 年 PE 分别为 16/13/11X。考虑公司 23 年以来趋势向好，业绩有望迎来较大幅度反弹，上调评级为“买入”。

航天电子（600879）：2022 年年报点评：航天电子领域高速发展，有望拓展军贸第二增长曲线

考虑到公司在航天电子的优势地位以及军贸市场的快速拓展，我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预测：7.62/8.76/9.88 亿元，对应 PE 分别为 29/25/22 倍，维持“买入”评级。

宏观策略

宏观点评 20230406: 3月经济数据比1-2月好, 证据在哪?

随着总理在博鳌论坛表示“3月经济表现比1、2月更好”，即将公布的3月和一季度经济数据有可能继续超出市场预期。但这是否意味着经济的复苏能在二季度继续环比向上？通过对比今年3月和1-2月的经济表现，我们发现3月经济数据的向好主要受益于如下两个方面：一是去年3月疫情爆发有利的基数效应；二是信贷支持下基建项目落地的加快。然而，3月以来在消费、制造业、以及房地产领域均出现了一定的复苏放缓迹象，叠加外需的进一步下行，为避免二季度经济再度环比走弱，仍需要政策的适度加码。有利的基数效应是3月经济增长比2月靓丽的一大支撑。如图1所示，去年3月由于多地的散发疫情，全国的封控水平随着深圳和吉林的封城大幅上升，几乎抑制了对除基建投资之外的所有经济活动，尤其是3月当月服务业生产、消费、房地产投资增速均转负（图2）。这也意味着在当前国内流动性恢复正常的背景下，今年3月在工业生产同比加速的同时，服务业生产和消费有望实现接近两位数的同比增长，而房地产投资的收缩也将显著放缓。基建项目加快落地施工是第一季度经济的重要压舱石。如图3所示，春节后各地方“拼经济”就明确表示项目投资是最重要抓手。从1至2月固定资产投资的数据以及相关高频数据来看，重大项目、重点工程背后的施工加速是第一季度经济好于此前市场预期的重要基石，而考虑到2022年的基数，2023年基建增速将整体呈现“前高后低”的特征（图4和5）。撇开汽车，服务消费和地产消费的表现“可圈可点”。服务消费的复苏可能是第一季度宏观数据和微观感受最一致的领域：无论从人员流动的活跃度还是餐饮住宿肉眼可见的“红火”。相较而言，地产销售的表现更加超市场预期，第一季度累计同比就有望转正，除此之外地产竣工的同比在1至2月已经转正，从玻璃表需的数据来看，3月的表现可能更好。一、二手房销售的火热+竣工复苏，意味着装饰、家居等地产后周期消费也会表现相对不错。不过不可否认的是，第一季度报复性消费是复苏的重要支撑，而这也意味着第二季度的放缓是情理和意料之中。但当前外需进一步收缩的风险仍不容忽视。作为全球贸易的风向标，今年3月韩国出口增速从2月的-7.5%加速下滑至-13.6%；与之同时，如果不考虑疫情期间，美国3月ISM制造业PMI的下滑（46.3）为2009年6月来的最低水平，由于该调查的样本多为对全球经济更敏感的大型跨国公司，我们认为外贸行业萧条的风险正不断加大。第二季度宏观经济的“割裂感”会更加明显，应该关注什么？这种“割裂感”将更加明显的体现在数据的同比和环比表现，以及宏观和微观的观感差异。我们认为有三条线索值得关注：第一，地产销售放缓的幅度。第二季度地产销售放缓已经逐步成为市场的共识，但是放缓到什么程度则存在较大不确定性，当前地产销售基本恢复至2019年80%至90%的水平（部分城市更高），我们认为第二季度如果跌破80%可能是偏弱的信号。第二，关注制造业的放缓，尤其重点行业的变化。当前制造业主动去库存的特征非常明显，整体动能是偏弱的，制造业PMI在第二季度是否重回50下方值得关注，除此之外以新能源车为代表的重点行业是否会继续大幅走弱也会是测试政策定力的重要领域。第三，信贷扩张的速度和质量。第一季度新增信贷刷新同期历史，考虑到政策的可持续性和需求的不确定性，第二季度信贷扩张的速度会放缓，市场会更加关注信贷的结构，尤其是居民中长期贷款的反弹。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)

宏观点评 20230405：以史为鉴：从银行业危机到衰退和降息有多远？

银行业危机的出现，是否一定意味着经济衰退很快到来和美联储转向降息？我们认为这不仅是当前美联储在通胀之外的最主要担忧，也是市场预期下半年美联储转向降息能否兑现的关键。而若要回答这一问题，我们不妨来看看历次银行业危机对美国经济和美联储货币政策造成的影响。历史上每次银行危机下传导路径为：过度加息-危机爆发-衰退-降息。但传导过程中的货币政策通常是漫长且多变的滞后。结合图 1 来看，银行业危机爆发以来平均 2 年左右陷入衰退，6 个月后美联储开启降息。银行危机前联储平均收紧货币政策约 300bp，导致美国经济平均收缩 2.3%，失业率平均上升 0.7%。那么具体回顾下历次主要银行业危机：一、1984 年危机在信贷扩张和不良贷款率上升的促使下银行陷入流动性危机。由于大陆伊利诺伊银行激进地大额低息信贷扩张。且贷款主要由出售短期可转让大额定期存单及金融机构的隔夜存款来支持。在大量不良贷款率的攀升下，大陆银行将要出售的传言诱发机构投资者纷纷撤回存款使得大陆银行陷入流动性危机。二、90 年代储贷危机是历次银行危机对经济拖累最浅的一次。危机由高利率及结构错配下，息差大幅增加使得储贷机构破产导致。为应对通胀而利率急升的压力下，资产端折现价值大幅下降，而负债端受短期利率影响转向货币市场基金。最终诱发储蓄贷款机构转向更多的投机性和高风险活动。三、2008 年金融危机为历次银行业危机以来影响程度最深的一次：信贷大幅收缩 7.4%，经济严重下滑 5.2%，以及失业率大幅飙升 2.9%。货币紧缩+监管不足下，房地产泡沫破裂触发银行危机。具体来看，联储大幅加息为预防通胀及房价上涨引发的资产泡沫担忧。在此背景下次级贷款抵押证券面临偿付压力，居民和金融机构开始大幅去杠杆导致风险迅速蔓延。雷曼兄弟过去通过高杠杆和次级贷款来赚取巨额利润，在金融危机浪潮下最终造成破产。对比上述历史银行业危机，本次硅谷银行危机核心问题是流动性问题并非偿付问题，尚未触发信用风险。如图 2-3 可以看出截至 2022 年底，硅谷银行危机演化是由于持有大量持有至到期及可供出售证券总计高达 93.08%，银行在利率大涨后账面损失扩大所给市场带来的“恐慌”（图 4）。而并非“雷曼时期”出现的 MBS 信用问题（图 5）。由此来看，当前信贷收缩幅度“弱”于历次危机时表现。目前银行业危机已经得到了控制，银行流动性风险正在减弱但恐慌情绪以及流动性压力仍旧偏紧（图 6）。具体来看，虽然银行信贷同比增长跌破平均 5% 的水平，但本次信贷仅收缩 0.5%，大幅低于历史银行业危机的平均水平（图 7）。无论是就业还是通胀均凸显当前经济韧性，大幅拖累经济的效果暂未显现。在不出现银行业风险二次爆发的情景下，预计美国在年内仅是温和的收缩，滑入经济衰退的风险有限。基于此种情形，美联储不太可能在下半年开启降息进程。这也意味着当前金融市场对于美联储在下半年降息 75 bp 的定价有些过度反应，需要重新调整。风险提示：金融体系流动性风险超预期；恐慌情绪蔓延超预期；美国通胀超预期或俄乌局势失控造成大宗商品价格剧烈波动。

(证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔)

固收金工

固收点评 20230406：晓鸣转债：高效能蛋鸡制种行业龙头企业

事件 晓鸣转债（123189.SZ）于2023年4月6日开始网上申购：总发行规模为3.29亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于红寺堡智慧农业产业示范园父母代种业基地项目（一期、二期、三期）、南方种业中心一期项目以及补充流动资金。当前债底估值为71.95元，YTM为3.03%。晓鸣转债存续期为6年，联合资信评估股份有限公司资信评级为A+/A+，票面面值为100元，票面利率第一年至第六年分别为：0.30%、0.50%、1.10%、1.80%、2.50%、3.00%，公司到期赎回价格为票面面值的113.00%（含最后一期利息），以6年A+中债企业债到期收益率8.97%（2023-04-04）计算，纯债价值为71.95元，纯债对应的YTM为3.03%，债底保护一般。当前转换平价为100.2元，平价溢价率为-0.21%。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12日至2029年04月05日。初始转股价19.43元/股，正股晓鸣股份4月4日的收盘价为19.47元，对应的转换平价为100.21元，平价溢价率为-0.21%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为8.17%。下修条款为“15/30，85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。按初始转股价19.43元计算，转债发行3.29亿元对总股本稀释率为8.17%，对流通盘的稀释率为13.94%，对股本摊薄压力较小。观点 我们预计晓鸣转债上市首日价格在115.67~129.02元之间，我们预计中签率为0.0009%。综合可比标的以及实证结果，考虑到晓鸣转债的债底保护性一般，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在22%左右，对应的上市价格在115.67~129.02元之间。我们预计网上中签率为0.0009%，建议积极申购。宁夏晓鸣农牧股份有限公司是中国生物安全水平最高、代次最全、竞争力最强的蛋鸡制种企业之一。公司致力于打造中国“蛋鸡产业生物安全第一品牌”，是蛋鸡制种行业的龙头企业之一，集祖代和父母代蛋种鸡饲养、蛋鸡养殖工程技术研发、种蛋孵化、雏鸡销售、技术服务于一体，是“引、繁、推”一体化科技型蛋鸡制种企业。2017年以来公司营收稳步增长，2017-2021年复合增速为26.00%。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“M型”波动，2017-2021年复合增速为26.00%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2017-2021年复合增速为160.63%。2021年，公司实现营业收入7.14亿元，同比增加32.29%；实现归母净利润0.82亿元，同比增加62.88%。公司的主要营收构成稳定，鸡产品和副产品贡献主要营收。2019-2021年公司鸡产品占营业收入的比例分别为85.89%、88.26%和88.85%，副产品占营业收入的比例分别为14.11%、11.65%和11.08%。公司市占率良好，受益于广阔的市场空间，主营业务稳定扩张。公司销售净利率和毛利率近年逐步下行，销售费用率下降，管理费用率维稳，财务费用率增加。2017-2021年，公司销售净利率分别为-5.35%、4.31%、20.50%、9.31%和11.46%，销售毛利率分别为13.23%、22.19%、38.48%、26.88%和22.46%。风险提示：申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭）

固收点评 20230406：基金监管要求收紧将如何影响债市？

事件 近期披露的部分债基招募说明书显示，在投资范围中，AA+信用债占信用资产的比例“不超过20%”，而此前标准多为“不高于50%”，即AA+级信用债的债基持仓比例上限明显下调，此外投资信用评级为AAA的信用债才可使用杠杆。基金监管要求趋紧，将对债市产生何种影响？观点 2012年新《基金法》颁布以来，配套法规持续对基金

的投资范围、组合久期和杠杆比例等进行约束：2012年12月，《中华人民共和国证券投资基金法》经全国人大修订后颁布，在基金市场准入、投资范围、业务运作、监管范围等方面做出规定，是后续相关监管政策制定的纲领性文件。2014年7月，证监会发布《公开募集证券投资基金运作管理办法》，要求基金总资产不能超过基金净资产的140%，封闭运作的基金总资产不得超过基金净资产的200%。随后，《货币市场基金监督管理办法》要求货币市场基金不得投资于可转债、可交债、信用等级在AA+以下的债券等金融工具，投资组合平均剩余期限不得超过120天，杠杆比例不得超过120%。2018年4月，资管新规发布，要求打破刚兑、资管产品净值化转型，过渡期结束后正式于2022年1月起实施。2021年6月，《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知》要求每只现金管理类产品的杠杆水平不得超过120%，不得投资于信用等级AA+以下的评级债券、资产支持证券、AAA评级以下的同业存单等金融工具，投资组合的平均剩余期限不得超过120天，平均剩余存续期限不得超过240天。2023年2月，《重要货币市场基金监管暂行规定》要求货币市场基金投资组合平均剩余期限不得超过90天，杠杆比例不得超过110%。监管要求发布后，基金久期会相应变化并影响利率：2014年证监会要求基金总资产不能超过基金净资产的140%后，中长期纯债型基金杠杆从2014Q2的最高点155%一路下跌至2017Q1的114%，下降约41个百分点。此外，随着货币市场基金杠杆比例标准的不断严格，2015年后货币市场基金平均杠杆水平始终维持在110%以内，久期方面，2015年限制货币市场基金投资组合平均剩余期限不得超过120天，此后货币市场基金久期便显著缩短。基金久期的变动会边际影响利率表现，与长端利率变动呈现出负相关关系：2016年利率呈现上行趋势，虽然存在多因素的叠加作用，但受到基金资产久期缩短也是影响因素之一；2018-2020年基金久期的抬升对应着长期利率下行。从历史上来看公募债基对信用债投资的限制呈现趋紧态势：1)历史上对债基持有信用债评级及比例的调整主要针对纯债型基金，其占债基资产总净值的71%。2021年9月起新发纯债型基金的信用债投资范围普遍由AA及以上调整为AA+及以上。2)持仓方面，2021Q3债基共持有AA级信用债112亿元，占持仓信用债的2%，远低于此前监管规定的AA级占比上限20%，且仅占AA级信用债存量的0.25%。2022年债基的持仓信用债中仍有1.7%为AA级券种。3)二级市场方面，2021年9月前后各评级信用债收益率及利差走势基本趋同，并未出现显著分化。近期债基监管调整或加深信用债评级分化，但影响有限：1)监管调整的范围上，基于历史经验预计仅适用于新发债基。2)持仓方面，2022年债基持有AA+信用债440亿元，占持仓信用债的5.6%，而AAA级占比则为93%，说明债基明显青睐高等级强资质品种，AA+级持仓远低于监管新要求。3)二级市场方面，2023年3月至今AAA及AA+信用债收益率双双下行，利差均呈平稳波动，AAA-AA+等级利差在持续收窄后于近期出现小幅回调，反弹幅度约为3bp，或系相关新闻发布后AA+信用债需求预期略微收缩所致。由于AA+级的债基持仓市值仅占存量的0.6%且此调整只针对新发债基，未来或加大信用分化，但程度甚微。风险提示：基金监管要求超预期变动；信息披露不足；债市异常波动。

(证券分析师：李勇 研究助理：徐沐阳 研究助理：徐津晶)

固收深度报告 20230406：半导体产业链复盘——材料篇（1）：立昂、兴森转债

观点 本系列报告旨在盘点各类转债的“生命轨迹”，一方面将被盘

点转债作为深度学习案例加以研究并给出后市展望，另一方面对案例间的普适性加以总结归纳，以对后市把握其他相似转债轨迹有所借鉴。本篇作为半导体产业链复盘——材料篇（1），将盘点半导体材料相关标的，覆盖非光刻胶、电子特气赛道的存续转债，包括立昂转债和兴森转债。后市观点：（1）立昂转债：短期内条款博弈因素扰动较小，结合“大流通盘+低溢价率+股价低位+次新标的”的标签，立昂转债具有较高的配置价值。由于其涨跌逻辑主要来源于正股，转债的右侧交易机会跟随正股，需要关注立昂微产能进度择机配置。综合立昂微 12 英寸硅片业务的市场优势、产能储备和国产替代空间，其中期成长性较为确定、天花板较高，短期爆发力取决于正股消息面。当前配置价值优于本篇所讨论的另一标的“兴森转债”，但次于将在材料篇（2）中介绍的晶瑞转 2。（2）兴森转债：当前重回弹性区间，有望迎来右侧交易机会，但向上走势的可持续性 & 条款博弈方向仍不明朗，当前配置性价比有限，择时配置需要结合投资者风险偏好。横向对比之下，立昂转债配置逻辑、价值更清晰。风险提示：强赎风险，正股波动风险，发行人违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭）

固收深度报告 20230406：半导体产业链复盘——材料篇（2）之光刻胶及辅材：晶瑞转 2、强力、飞凯、彤程转债

观点 本系列报告旨在盘点各类转债的“生命轨迹”，一方面将被盘点转债作为深度学习案例加以研究并给出后市展望，另一方面对案例间的普适性加以总结归纳，以对后市把握其他相似转债轨迹有所借鉴。本篇作为半导体产业链复盘——材料篇（2），将盘点半导体材料相关标的，主要覆盖光刻胶及光刻胶配套辅材生产企业，包括晶瑞转 2 和强力转债、飞凯转债、彤程转债。后市观点：（1）晶瑞转 2：由于其正股具有强成长性，所处半导体材料赛道（光刻胶及配套材料+G5 纯度高纯试剂）国产替代空间广阔，未来景气向上的确定性较强。晶瑞转 2 向下有债底保护，未来随正股股价回暖、平价同步上升，转股溢价率将被动压缩，晶瑞转 2 有望重拾弹性。我们判断当前处于配置的窗口期，伴随行情持续演绎，晶瑞转 2 中期天花板较高。（2）强力转债：交投热情偏弱，换手率长期低于 3%。但由于其平价低，且绝对价格约 105.96 元（截至 2023/3/24），属于“被市场忽略”的低价券。平价弱支撑的背景下，强力转债溢价率高居不下，长期处在 100% 以上，进攻弹性偏弱，但回撤空间有限。当前配置风险较小，可持有以博中期正股回暖和转股价下修。观察公募基金持仓情况，2022 年各季度基金持仓比例始终在 25% 以上，多数基金长期持有强力转债，如信澳信用债债券 A。综上，建议关注正股强力新材复苏的右侧交易机会，配置强力转债以在强债底保护的基础上等待右侧弹性释放。（3）飞凯转债：我们认为当前仍是较优的配置时点，左侧交易时期或已暂停，右侧交易机会有望随新一轮半导体国产替代行情的持续而开启，可期待“戴维斯双击”。总体来讲确定性强于强力转债，性价比方面不及晶瑞转 2，结合飞凯材料“面板+半导体”的双业务标签，推荐程度与立昂转债持平。（4）彤程转债：短期内强赎条款扰动的影响较小，但弹性有限。截至 2023 年 3 月 24 日，彤程转债的绝对价格约 150 元，溢价约 30 元，性价比一般。当前彤程转债涨跌更符合“平价主动上涨、溢价被动压缩”的逻辑，3 月以来彤程转债交投活跃，成交量、换手率均有所上升，市场存在止盈、布局分歧。当前配置有一定风险，建议等待正股端的更清晰的右侧交易信号，同时通过配置转债削弱股价走势转向的风险。风险提示：强赎风险，正股波动风险，发行人违约风险，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

环保行业点评报告: 北京: 因地制宜改造升级山区农村电网, 推动农村公共机构及农宅光伏发电应用

投资要点 重点推荐: 美埃科技, 景津装备, 三联虹普, 赛恩斯, 新奥股份, 天壕环境, 国林科技, 凯美特气, 仕净科技, 英科再生, 高能环境, 九丰能源, 宇通重工, 光大环境。 建议关注: ST 龙净, 盛剑环境, 再升科技, 金科环境, 卓越新能, 华特气体。 全国碳市场碳排放配额 (CEA) 行情: 2023 年 4 月 4 日, CEA 涨跌幅+0.00%; 收盘价 56.00 元/吨; 成交量 100 吨; 成交额 5600 元。 数字化赋能生态环保发展, 关注环保核心技术龙头份额+附加值双升。 数字中国建设加速, 2023 年 2 月《数字中国建设整体布局规划》发布, 2023 年 3 月能源局要求加快推进能源数字化智能化发展。 数字技术应用于环境监测有助于精准识别及时追踪环境问题, 同时智能电网、智慧水务、物联网等提升环境治理效率。 数字化应用助力核心技术龙头提升份额+附加值, 建议关注【金科环境】水务数字化软件促智慧化应用升级, 市场加速推广。 重点推荐【三联虹普】合作华为 AI 技术植入客户纺丝。 建议关注【大禹节水】深耕“移动互联网+智慧水务服务”; 【雪迪龙】【力合科技】【聚光科技】自动化智能化环境监测, 高端科学仪器迎国产化突破。 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。 证监会提出探索建立具有中国特色的估值体系, 政府工作报告要求深化国资国企改革, 提高国企核心竞争力。 截至 2023/3/31, 地方国企/中央国企仅占环保板块数量的 23%/5%, 贡献 33%/7% 市值。 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 2015/1/1-2023/3/31 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%。 温室气体自愿减排项目方法学公开征集, 扫清 CCER 重启技术障碍。 我国已备案的方法学有 200 个, 涉及 16 个领域, 随双碳目标实施到更新、扩容关键时期, 具备条件的项目业主、行业协会以及科研机构、大专院校等企事业单位均可提出, 可以是原有已备案方法学的修订或新的方法学。 关注泛半导体等环保设备+再生资源+天然气投资机会。 (1) 技术驱动设备龙头: ① 半导体配套: A) 耗材: 进入高端制程/外资客户, 重点推荐【美埃科技】电子洁净过滤设备, 海外大厂+耗材占比提升驱动加速成长; 建议关注半导体洁净室上游滤材和过滤器设备【再升科技】; 电子特气新品类突破、制程升级, 重点推荐【凯美特气】, 建议关注【华特气体】。 B) 设备: 国产化, 份额显著突破: 建议关注半导体制程废气处理【盛剑环境】; 重点推荐【国林科技】臭氧发生器介入半导体清洗, 国产化从 0 到 1。 ② 压滤设备: 重点推荐【景津装备】全球压滤机龙头, 下游新兴领域促成长, 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, 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, 数字化软件促智慧化应用升级, 促份额提升。 光伏再生水开拓者, 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 欧洲碳需求驱动: 再生塑料减碳显著, 欧盟强制立法拉动需求, 重点推荐【三联虹普】尼龙&聚酯再生 SSP 技术龙头, 携手华为云首个纺丝 AI 落地; 【英科再生】。 生

物油原料供应修复单位盈利回升。欧盟减碳加码&生柴原料限制下，UCOME 迎替代性成长良机。建议关注【卓越新能】。③危废资源化：重点推荐【高能环境】经济复苏 ToB 环保迎拐点+项目放量期。(3) 天然气：重点推荐【新奥股份】龙头城燃转口气量稳定提升，【天壕环境】稀缺管道资产+布局气源，【九丰能源】。最新研究：美埃科技：核心产品毛利率&净利率齐升，盈利能力增强。绿色动力：业绩平稳增长，国补回款加速现金流大幅改善。锂电回收周报：锂价&折扣系数持续下降，再生盈利渐企稳。风险提示：政策推广不及预期，利率超预期上升，财政支出低于预期

(证券分析师：袁理 研究助理：朱自尧)

计算机行业深度报告：AI 偏向科普性报告：围绕算法、算力、数据和应用

投资要点 大模型是 AI 开发的新范式，是人工智能迈向通用智能的里程碑：大模型指通过在大规模宽泛的数据上进行训练后能适应一系列下游任务的模型，本质依旧是基于统计学的语言模型，只不过“实现能力”赋予其强大的推理能力。现有的大模型的框架在本质上是一致的，几乎所有参数规模超过千亿的大语言模型都采取 GPT 模式，但是不同类型的企业给予自己所在领域的优势，开发的大模型在功能上还是有所差异。技术对大模型的效果具有决定作用，因此未来竞争格局也依赖于技术突破。算力是 AI 时代的“石油”：大模型的训练和推理都会用到 AI 芯片的算力支持，在数据和算法相同情况下，算力是大模型发展的关键，是人工智能时代的“石油”。我们假设 GPT-3 训练时间为一个月，则需要 843 颗英伟达 A100 芯片。我们假设 GPT-3 每日日活为 5000 万，则需要约 16255 颗英伟达 A100 芯片。GPT-4 为多模态数据，我们预计算力需求量是 GPT-3 的 10 倍以上。中国大厂相继布局大模型，我们测算，仅十家头部厂商大模型 1 年内有望增加约 20 万片 A100 需求量。长期来看，则需求量有望超 200 万片，新增算力需求将使算力市场增长 2 倍以上。2021 年，中国加速卡市场中 Nvidia 占据超过 80% 市场份额，国产 AI 芯片性能与海外仍有差距，国产大模型推出有望加快国产芯片发展。数据资源是 AI 产业发展的重要驱动力之一：数据集作为数据资源的核心组成部分，是指经过专业化设计、采集、清洗、标注和管理，生产出来的专供人工智能算法模型训练的数据。大规模语言模型性能强烈依赖于参数规模 N，数据集大小 D 和计算量 C，训练数据主要来自于维基百科、书籍、期刊、Reddit 社交新闻站点、Common Crawl 和其他数据集，GPT4 依靠大量多模态数据训练。未来 AI 模型的竞争力或体现在数据质量和稀缺性，发展数据要素市场，促进相关公共、企业、个人数据的进一步放开，将为国内 AI 发展提供重要支撑。AI 赋能各行各业，未来是 AI 应用的星辰大海：AI 堪比第四次技术革命，本轮最直接的应用在内容创作领域，打开产业的想象边界。我们应该去寻找在 AI 赋能下，应用功能显著改善、客户粘性显著提升，市场空间大幅提升的领域，主要有内容创作，办公软件，ERP，机器人以及芯片设计领域。当前部分大模型厂商已经开启产业化应用，但是算力依旧是限制 AI 大规模商业化落地的主要原因，一旦解决，直接受益 AI+ 的将是信息化行业，因此我们看好各行业信息化领域处于优势地位的龙头公司。投资建议：算法上，我们建议关注已经有先发优势的大模型公司：三六零、科大讯飞、同花顺等，此外还有一些实施企业，如软通动力、润和软件、汉得信息等；算力上，我们推荐景嘉微、中科曙光、神州数码，建议关注海光信息、寒武纪、四川长虹、拓维信息等；数据上，我们推荐各细分赛道的信息化龙头企业，如久远银海、容知日新、中控技

术，建议关注国能日新、千方科技等；应用上，我们推荐在具备“杀手级”应用潜能的厂商金山办公、用友网络、恒生电子，建议关注广联达、石基信息等。风险提示：政策推进不及预期；行业竞争加剧

（证券分析师：王紫敬 研究助理：王世杰）

环保行业点评报告：《福建省固定污染源自动监控管理办法》发布，推动固定污染源稳定达标排放

投资要点 重点推荐：美埃科技，景津装备，三联虹普，赛恩斯，新奥股份，天壕环境，国林科技，凯美特气，仕净科技，英科再生，高能环境，九丰能源，宇通重工，光大环境。建议关注：ST龙净，盛剑环境，再升科技，金科环境，卓越新能，华特气体。全国碳市场碳排放配额（CEA）行情：2023年4月4日，CEA涨跌幅+0.00%；收盘价56.00元/吨；成交量100吨；成交额5600元。数字化赋能生态环保发展，关注环保核心技术龙头份额+附加值双升。数字中国建设加速，2023年2月《数字中国建设整体布局规划》发布，2023年3月能源局要求加快推进能源数字化智能化发展。数字技术应用于环境监测有助于精准识别及时追踪环境问题，同时智能电网、智慧水务、物联网等提升环境治理效率。数字化应用助力核心技术龙头提升份额+附加值，建议关注【金科环境】水务数字化软件促智慧化应用升级，市场加速推广。重点推荐【三联虹普】合作华为AI技术植入客户纺丝。建议关注【大禹节水】深耕“移动互联网+智慧水务服务”；【雪迪龙】【力合科技】【聚光科技】自动化智能化环境监测，高端科学仪器迎国产化突破。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。证监会提出探索建立具有中国特色的估值体系，政府工作报告要求深化国资国企改革，提高国企核心竞争力。截至2023/3/31，地方国企/中央国企仅占环保板块数量的23%/5%，贡献33%/7%市值。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2015/1/1-2023/3/31 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%。温室气体自愿减排项目方法学公开征集，扫清CCER重启技术障碍。我国已备案的方法学有200个，涉及16个领域，随双碳目标实施到更新、扩容关键时期，具备条件的项目业主、行业协会以及科研机构、大专院校等企事业单位均可提出，可以是原有已备案方法学的修订或新的方法学。关注泛半导体等环保设备+再生资源+天然气投资机会。（1）技术驱动设备龙头：①半导体配套：A）耗材：进入高端制程/外资客户，重点推荐【美埃科技】电子洁净过滤设备，海外大厂+耗材占比提升驱动加速成长；建议关注半导体洁净室上游滤材和过滤器设备【再升科技】；电子特气新品类突破、制程升级，重点推荐【凯美特气】，建议关注【华特气体】。B）设备：国产化，份额显著突破：建议关注半导体制程废气处理【盛剑环境】；重点推荐【国林科技】臭氧发生器介入半导体清洗，国产化从0到1。②压滤设备：重点推荐【景津装备】全球压滤机龙头，下游新兴领域促成长，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】光伏制程污染防治设备龙头，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，数字化软件促智慧化应用升级，促份额提升。光伏再生水开拓者，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欧洲碳需求驱动：再生塑料减碳显著，欧盟强制立法拉动需求，重点推荐【三联虹普】尼龙&聚酯再生SSP技术龙头，携手华为云首个纺丝AI落地；【英科再生】。生

物油原料供应修复单位盈利回升。欧盟减碳加码&生柴原料限制下，UCOME 迎替代性成长良机。建议关注【卓越新能】。③危废资源化：重点推荐【高能环境】经济复苏 ToB 环保迎拐点+项目放量期。(3) 天然气：重点推荐【新奥股份】龙头城燃转口气量稳定提升，【天壕环境】稀缺管道资产+布局气源，【九丰能源】。最新研究：美埃科技：核心产品毛利率&净利率齐升，盈利能力增强。绿色动力：业绩平稳增长，国补回款加速现金流大幅改善。锂电回收周报：锂价&折扣系数持续下降，再生盈利渐企稳。风险提示：政策推广不及预期，利率超预期上升，财政支出低于预期

(证券分析师：袁理 研究助理：朱自尧)

ChatGPT 催化医疗 AI 进一步发展，看好 AI 制药、病理诊断等应用领域

u ChatGPT 催化医疗 AI 进一步发展，看好 AI 制药、病理诊断等应用领域。AI 当前在医疗健康领域的应用主要包括医学影像、临床辅助决策、精准医疗、健康管理、医疗信息化、药物研发等领域，主要在辅助侧及数据侧应用广泛，以提高效率。我们认为未来 AI 医疗应用将更注重实用侧，医疗影像、AI 制药、手术机器人等有望逐步走向成熟与兑现期。从历史融资数据来看，国内医疗 AI 领域投资热度呈现波动上升态势，2016-2020 年投资总金额 CAGR 达 54%，行业保持高景气增长。我们认为医疗健康为 AI 较有前景的应用领域，ChatGPT 的出现与发展及其引发的资本关注有望加快医疗行业与 AI 融合与发展，而且不排除未来有更多突破的可能。在当前节点，我们相对更看好 AI 在新药研发、病理诊断等领域的应用。u u 中国病理 AI 诊断领域百花齐放，各家公司争相布局病理 AI。我国注册执业病理医生严重缺乏，实际需要的病理医生为 9.5-19.0 万人，而截至 2020 年，我国在册的病理医生为 2.04 万人，需求缺口较大，且因为病理医生培养难度大，短期供需缺口较难弥补。病理 AI 能大幅提高病理医生的阅片速度，提升病理诊断效率，弥补我国病理医生的缺口，赋能病理诊断行业发展。随着国产 AI 病理技术能力提升，未来空间巨大；推荐润达医疗，关注安必平、迪安诊断等。u u AIDD 可实现候选药物分子从头设计，从“辅助”到“创造”，助力打开新药研发新局面。AIDD 通过深度学习可实现分子优化、筛选、预测、分析等，从而在药物研发过程中降低成本、缩短时间和提高成功率，具有非常好的应用前景。成都先导基于 DEL 技术、SBDD/FBDD 等技术在药物发现领域的积累，与腾讯 AI LAB 合作开发了人工智能骨架跃迁平台，可以帮助药化项目快速产生结构新颖的化合物。泓博医药与深势科技、阿里云合作，加强 AIDD 领域技术布局，通过采用 AI/ML 的方法，可在数天内筛选数亿个分子的化合物库。AIDD 已在新药研发场景中展现了良好的适配性，有望实现药物发现迭代升级，助力国内新药研发弯道超车。u u 具体配置思路

- 中药领域：康缘药业、方盛制药、佐力药业、济川药业等；
- 创新药领域：和黄医药、恒瑞医药，建议关注康宁杰瑞制药、亚虹医药等；
- 耗材领域：惠泰医疗、威高骨科、新产业、科美诊断等；
- 低值耗材及消费医疗领域：康德莱、鱼跃医疗，建议关注可孚医疗等；
- 科研服务及 CXO 领域：诺禾致源、金斯瑞生物、药康生物、皓元医药、泰格医药、诺思格等；
- 眼科服务：爱尔眼科、普瑞眼科，建议关注华夏眼科等；
- 其它医疗服务领域：三星医疗、海吉亚医疗、固生堂等；
- 医美领域：爱美客、华东医药等；
- 生长

激素领域：长春高新，建议关注安科生物等；
 •疫苗领域：智飞生物、康泰生物，建议关注万泰生物等；
 •其它消费：三诺生物，我武生物等；
 •血制品领域：博雅生物等；
 u【重点推荐组合】润达医疗、方盛制药、康缘药业、佐力药业，济民医疗、新产业、恒瑞医药、诺禾致源、信达生物，建议关注康宁杰瑞制药。
 u风险提示：AI技术应用不及预期；投融资遇冷；国外药企封锁；市场竞争加剧等。

（证券分析师：朱国广）

推荐个股及其他点评

朗姿股份(002612): 2022年报&2023年一季报预告点评: 22年业绩承压, 23Q1业绩大增, 疫后复苏弹性较大

投资要点 公司公布 2022 年报及 23 年一季报预告: 1) 22 年: 收入 38.78 亿元/yoy+1.19%、归母净利润 1607.59 万元/yoy-90.73%，收入持平略增来自女装收入下滑、医美+童装收入增长共同贡献，净利下滑较多主因疫情导致女装盈利承压+医美机构盈利下滑。22 年毛利率同比+0.5pct 至 57.51%，期间费用率同比+3.6pct 至 56.3%，结合资产减值损失 3100 万元，归母净利率同比-4.1pct 至 0.4%。2) 23Q1: 公司预计 23Q1 归母净利润 3500-5250 万元，较追溯调整后的 22Q1 归母净利润 9.25 万元大幅增长（300 倍+），主因 23Q1 随疫情放开女装和医美业务快速复苏、同时参股公司北京朗姿韩亚资管（持股 29.23%）前期投资项目实现 IPO、公允价值增幅较大。 女装业务: 22 年受疫情影响收入下滑、线上保持快增，盈利及库存承压。22 年女装收入 15.35 亿元/yoy-9.3%，占比 40%。1) 分品牌看: 22 年朗姿/莱茵品牌收入分别同比-11.1%/-2.5%、分别占女装的 71%/19%，受疫情影响收入均下滑。2) 分渠道看: 22 年线上/自营/经销收入分别同比+52%/-22%/-34%、分别占女装业务的 33%/57%/ 10%，线下受疫情冲击较大，各品牌加速向新零售转型、线上收入保持快增。截至 22 年底女装门店 612 家、净关 26 家（自营-26&经销-9&线上+9 家）。3) 毛利率略升，营业利润承压，库存压力加大: 22 年女装毛利率同比+1.9pct 至 62.94%，我们判断主因当季新品销售占比提升；营业利润率同比下滑 10.5pct 至 -2.5%，疫情下费用率升高、营业利润转负；截至 22 年末女装库存 7.9 亿元/yoy+19.1%、存货周转天数同比+122 天至 455 天，疫情致存货周转放缓，库存压力提升可能对 23 年女装毛利率形成一定压力。 医美业务: 22 年收入保持增长，老机构盈利下滑拖累业绩。22 年医美收入 14.06 亿元/yoy+9.3%，占比 37%。1) 分品牌看: 22 年米兰柏羽 / 晶肤医美 / 高一生 / 昆明韩辰收入分别同比 +11.3%/+14.7%/-16.5%/+17.1% 、 分别 占 医 美 业 务 的 56%/21%/10%/14%，截至 22 年末医美机构数分别为 4/23/2/1 家，米兰柏羽、高一生机构数持平、晶肤医美净增 1 家、昆明韩辰新增并表增厚营收。2) 分机构类型看: 22 年老机构/次新机构/新设机构收入分别同比 +12.6%/+66.8%/-99.6% 、 分别 占 医 美 业 务 的 65.66%/34.29%/0.05%，老机构收入下滑较多主因疫情拖累。3) 毛利率: 22 年医美毛利率同比-2.05pct 至 49.54%，主因低毛利非手术类收入占比提升（同比+6.5pct 至 79%）。4) 净利: 22 年医美业务盈利 211 万元/yoy-89%、净利率-1.3pct 至 0.15%，老机构/次新机构/新设机构净利率分别为 5%/-8.6%/-377.7%，分别盈利 4606 万元/亏损 4141 万元/亏损 252 万元、同比减少盈利 6199 万元/减亏 1916 万元/减亏 2623 万元，疫情下老机构盈利下滑对业绩形成较大拖累。23 年医美业务有望

迎来快速复苏，但3月新开深圳米兰柏羽新院可能对盈利有所拖累。
 童装业务：22年收入增长、毛利率提升、库存优化。22年童装收入8.78亿元/yoy+7.55%，占比23%。1)分品牌：主要品牌Agabang/ Ettoi收入分别同比+18.8%/+6.7%、分别占童装的55%/34%。截至22年末童装门店535家（韩国495家+国内40家）、较21年末净减少12家（韩国-20&国内+8家）。2)毛利率：22年童装毛利率60.52%/yoy+4.85pct，主因童装供应链及经销商体系持续优化。3)库存：截至22年末库存3.1亿元/yoy-8.8%，存货周转天数同比-57天至266天。随童装整合优化、毛利率提升、库存周转有所加快。盈利预测与投资评级：公司为国内高端女装及医美机构龙头，22年收入在女装下滑、医美+童装增长共同作用下持平略升，净利在女装营业利润亏损、医美盈利大减影响下下滑较多。23Q1随疫情放开女装及医美业务快速复苏、叠加投资项目上市产生公允价值收益，归母净利润同比大增。23年全年来看，受益消费场景修复，女装业务有望持续修复、医美机构盈利将大幅改善、童装净利率有望进一步改善优化。考虑23Q1业绩大超预期，我们将23-24年归母净利从1.6/2.6亿元调整至1.7/2.6亿元、新增25年预测值3.2亿元，对应23-25年PE64/42/35X，维持“增持”评级。风险提示：疫情反复、消费低迷、医美安全事故等。

（证券分析师：李婕 证券分析师：赵艺原）

科士达（002518）：2022年业绩快报及2023Q1业绩预告点评：储能迎爆发式增长，新能源业务全面发展！

投资要点 事件：公司发布2022年度业绩快报与2023Q1业绩预告，公司预计2022年实现营收44.01亿元，同增57%，归母净利润6.56亿元，同增76%，其中2022Q4营收16.6亿元，同环增73%/36%，归母净利润2.1亿元，同环比+128%/-8%；2023Q1实现营收14亿元，同环比+150%/-16%，归母净利润2-2.7亿元，同增268%-397%，环比-5%-29%。2023Q1业绩超市场预期。储能突破多个大客户、迎来爆发式增长。2022年公司储能出货约0.5GWh，贡献收入约13亿，主要得益于与多家大厂达成深度合作，2023Q1贡献收入约7亿，我们预计2023年公司储能出货3GWh+，可实现收入45-50亿，同比翻3倍以上，构成为：1)2023H1与Solaredge交付14.6亿，对应15-18万套，我们预计全年可收入30亿；2)美的2023年已签2万套，对应收入6亿，需2023H1交付，我们预计全年收入9-10亿；3)2022年公司积极拓展分销渠道，现已进入2家欧洲集成商供应链，并已获1-3亿一体机订单，叠加工商业储能投放市场，分销渠道整体收入5-10亿。考虑规模效应费用率下降，我们预计2023年储能利润8亿左右，超市场预期！新能源业务多点开花、数据中心业务稳步发展。1)光伏逆变器2022年出货约3.5-4GW，贡献5亿左右收入，我们预计2023年加快海外渠道建设有望实现40-50%增长；2)充电桩新秀，发展迅速，2022年贡献1亿+收入，我们预计2023年可达2亿+收入，毛利率提升至20%+；3)UPS业务基本盘稳健，2022年贡献25亿左右收入，毛利率保持30%左右，2023Q1贡献5亿收入，我们预计2023年将保持10%+增长。整体看，我们预计2023年光伏逆变器+充电桩+UPS合计利润5亿左右。股权激励方案落地，调动员工积极性：基于公司快速发展的战略目标，公司设立2023年限制性股票激励计划，激发团队积极性。本次激励拟授予限制性股票610.17万股，占目前股本1.05%。其中首次拟以22.61元/股授予510.17万股，占目前股本0.88%，对象为351位核心管理与技术人员。首次授予分三期考核，分别解除限售40%/30%/30%，首期目标2023年营收/净利润不低于

60/8 亿元，二期目标 2023-2024 年营收/净利润累计不低于 140/18 亿元，三期目标 2023-2025 年营收/净利润累计不低于 240/30 亿元，步步为营，剑指星河！盈利预测与投资评级：基于新能源市场需求旺盛，我们基本维持公司盈利预测，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 6.56/12.59/20.97 亿元（前值为 6.58/12.59/20.97 亿元），同比 +76%/+92%/+67%，基于公司新能源业务多点开花，我们给予公司 2023 年 35 倍 PE，对应目标价 75.6 元，维持“买入”评级。风险提示：海外户储发展不及预期，原材料供应不足等。

（证券分析师：曾朵红 研究助理：郭亚男）

新城控股（601155）：2022 年年报点评：商业运营发展稳健，轻重并举未来可期

投资要点 事件：公司发布 2022 年年报。2022 年实现营收 1154.6 亿元，同比下降 31.4%；归母净利润 13.9 亿元，同比下降 88.9%，业绩符合我们预期。多因素拖累业绩表现。2022 年公司营收同比下降 31.4% 而归母净利润同比下降 88.9% 的主要原因：（1）受整体市场环境影响，公司结转收入减少，毛利率下降。其中房地产开发业务 2022 年毛利率为 15.4% 同比下降 2.3pct；（2）2022 年投资收益 5.5 亿元同比减少 17.3 亿元；（3）2022 年公司计提资产减值损失 59.6 亿元和信用减值损失 1.9 亿元。（4）2022 年公司三费占营收比例由上年的 6.6% 上升至 11.3%。截至 2022 年末，公司合同负债 1648.3 亿元，覆盖 2022 年营收 1.4 倍；公司已售未结面积 2913.6 万方，对未来业绩释放仍有一定保障。2023 年公司计划竣工面积 1958.7 万方（2022 年为 2005.4 万方）。注重销售回款，土储合理。公司 2022 年实现销售金额 1160.5 亿元，同比下降 50.4%；销售均价 9740 元/平方米，同比下降 1.9%。根据中指院数据，公司全年销售金额排名全国第 19。公司注重销售回款，2022 年实现回款金额 1329 亿元，全口径资金回笼率 115%。截至 2022 年末，公司土地储备 4915 万方，其中 62% 位于一二线和长三角三线城市。商业运营稳健发展，2023 年预计实现商业运营总收入 110 亿元。公司 2022 年新开业吾悦广场 15 座，截至 2022 年末，公司已布局商场 194 座，已开业 145 座，开业面积 1319.7 万方，出租率 95.1%。2022 年公司实现商业运营总收入 100.1 亿元（已扣除租金减免的 3.1 亿元）同比增长 15.8%，其中同店租金收入同比为 -0.2%，经营状况稳定。公司 2023 年计划实现商业运营总收入 110 亿元，新开业商场 20 座。积极融资优化资产负债表，融资成本下降。公司作为优质民企，2022 年以来连续获监管支持，融资推进顺利：2022 年共发行中票 40 亿元，获得 1400 亿元银行意向性授信额度；通过经营性物业贷盘活吾悦广场 22 座。2022 年末综合融资成本为 6.52%，同比下降 5bp。我们认为随着公司定增预案（不超过 80 亿元）的推进，公司财务状况有望得到进一步优化，缓解资金压力。盈利预测与投资评级：随着公司进行减值计提重新轻装上阵以及结算端毛利率的触底，叠加今年房地产市场的持续复苏，公司住宅开发业务未来有望企稳；而公司高毛利的商业运营业务发展稳健，对公司业绩形成支撑。我们下调其 2023/2024 年归母净利润至 40.9/48.8 亿元（前值为 81.0/85.7 亿元），预测 2025 年利润为 54.4 亿元，对应的 EPS 为 1.81 元/2.16 元/2.41 元，对应 PE 分别为 8.9X/7.5X/6.7X，维持“买入”评级。风险提示：毛利率修复不及预期；市场景气度恢复不及预期；疫情反复影响超预期。

（证券分析师：房诚琦 证券分析师：肖畅 研究助理：白学松）

中国石油（601857）：央企估值修复进行时，油气航母乘风起

投资要点 国家政策推动增储上产+油价持续高位运行，上游业务稳健发展。政策层面：我们预计 2023 年油价仍然高位运行：1) 供给端：全球上游资本开支增幅有限，油价上行并未提高全球资本开支积极性。俄罗斯出口量增加，但产能已进入下降期；OPEC+加大减产力度，部分国家产量达到极限；美国原油逐步恢复增产，但是产量增幅有限，年均增产不及疫情前水平。2) 需求端：全球原油需求尚未达峰，仍保持增长态势。政策推动和原油价格高位情况下，公司保持上游勘探板块高资本开支水平，油气操作成本管理卓有成效，上游业务走向高质量发展。政策趋严+成品油需求回暖&海外价差扩大，炼化板块业绩有望改善。政策层面：中国正推动炼厂转型升级，未来大幅新增炼化产能有限。在此情况下，公司有多个重点炼化项目正在在建，炼化板块未来可期。成品油方面：1) 国内：汽、柴油与原油价差达到阶段性高点，国内成品油需求将回暖。2) 海外：成品油价差扩大，且成品油出口配额增加。公司炼化板块国内外业务利润有望抬升。乙烯方面：国内乙烯进口依赖度高。公司作为国内主要乙烯生产企业，持续推进转型升级，以乙烯为基础大力开发化工新产品新材料。政策发力+国际气价回落，板块业绩有望改善。政策层面：未来有关部门或将建立健全规则相对统一的天然气上下游价格联动机制，天然气成本传导压力或将减小。海外气价：2023 年以来，油价走低、暖冬、欧洲需求压减等原因导致国际气价下行，天然气进口成本有望下降。央企改革持续推进，公司估值水平有望重估。公司业绩表现优异，主业聚集度高，注重对股东的回报，股息率较高。公司 PB 值远低于其他市值排名靠前的石化企业，有望在政策推动下，估值回归理性水平。盈利预测与投资评级：我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1389.19、1417.29 和 1480.88 亿元，同比增速分别为-7.00%、2.02%、4.49%，EPS（摊薄）分别为 0.76、0.77 和 0.81 元/股，2023 年 4 月 4 日收盘价对应的 A 股 PE 分别为 8.13、7.97 和 7.63 倍，PB 分别为 0.78、0.74 和 0.70 倍。考虑原油价格持续高位保障上游业绩，疫后经济复苏带动成品油需求反弹，国内天然气价格改革进程加速，2023-2025 年公司业绩增长提速，首次覆盖，给予“买入”评级。股价催化剂：国内经济复苏进程超预期；央企估值利好政策出台；油价持续高位运行；成品油出口配额增加；成品油消费税监管加强；海外天然气价格下行；国内天然气价格改革加速。风险提示：地缘政治风险；宏观经济波动风险；成品油需求复苏不及预期；原油价格下跌风险；海外天然气价格上行风险。

（证券分析师：陈淑娴 证券分析师：郭晶晶）

森马服饰（002563）：2022 年报点评：疫情下业绩承压，23 年复苏可期

投资要点 公司公布 2022 年报：2022 年营收 133.31 亿元/yoy-13.54%、归母净利润 6.37 亿元/yoy-57.15%。分季度看，22Q1-Q4 营收分别同比 -0.03%/-27.28%/-5.79%/-18.71%、归母净利润分别同比 -40.74%/-133.43%/-39.82%/-32.76%。全年看收入端在疫情下均有所承压，其中 Q2/Q4 疫情封控较严重及 Q4 解封后短期冲击影响下收入下滑幅度较大，利润端受毛利率下滑+费用率上升拖累、下滑幅度超过收入端。分产品看，休闲服、童装收入均双位数下滑，均处净关店。22 年休闲服收入 42.82 亿元/yoy-14.8%/占比 32%、童装收入 89.3 亿元/yoy-13.0%/占比 67%。截至 22 年末休闲装/童装门店分别为 2751/5389 家、分别较 21 年末-72/-355 家、对应同比-2.6%/-6.2%。童装渠道虽进入调整阶段，但童装门店基数较大、小店较多，因此疫情下的调整优化有助门店整体质量和竞争力提升、为应对市场回暖做好准备。23 年

公司计划净增 200-300 家门店/同增 2.5%-3.7%，其中巴拉净增 200+家、森马净增近 100 家。23 年 3 月两品牌终端流水增长均已转正，其中巴拉增速更高。分渠道看，线下下滑较多、线上持平略降、继续推进全域融合改革。22 年线上/直营/加盟/联营收入分别同比 -0.1%/-17.7%/-22.7%/-45.5%，收入分别占比 48%/9%/39%/3%。1) 线下全渠道净关店：截至 22 年末直营/加盟/联营门店分别为 723/7336/81 家、分别较 21 年末-58/-76/-293 家，联营模式关店较多，部分因转回加盟（疫情初期公司为扶持部分加盟门店与其共同经营记为联营模式，后期经营好转后转回加盟）、部分则因经营承压关店。2) 线上 22 年持平略降：线上 22 年亦受到疫情影响，此外 22 年提出“全域融合”改革主题，倡导线上线全渠道健康增长、快速提升线上线下同款同价比例（22 年从上半年的 30% 提升至年末的 40%），对线上形成一定影响。毛利率下降、费用率上升，库存和现金流压力有望逐步缓解。1) 毛利率：22 年毛利率同比-1.3pct 至 41.3%，其中线上/直营/加盟/联营毛利率分别同比 +1.4/-1.3/-2.7/-2.4pct 至 38.8%/65.1%/37.3%/68.3%，线上在“全域融合”策略下毛利率逆势提升，加盟/联营毛利率下降较多、主因公司在消费疲弱环境下加大对加盟商支持。2) 期间费用率：22 年期间费用率同比+3.4pct 至 30.7%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+2.5/+0.4/+0.2/+0.3pct 至 24.5%/4.4%/2.2%/-0.4%，销售费用率提升较多主因疫情下费用偏刚性。3) 存货：22 年末存货 38.5 亿元/yoy-4.4%、存货周转天数同比增加 48 天至 181 天，1 年内存货占比 59%、较年初的 84% 有所下降，22 年计提存货减值损失 5.4 亿元、对 1 年以上存货（如 21 年秋冬装）进行了充分计提。23 年以来公司终端销售趋势向好、积极消化库存，此外 22 年增加了出口业务，亦可在 23 年帮助进一步消化库存。4) 现金流：22 年经营活动现金流净额 11.8 亿元/yoy-43.4%、同比下滑，但全年逐季改善、Q3 扭负转正、体现经营质量好转，当前账上货币资金 64 亿元，资金充沛。盈利预测与投资评级：公司为国内童装+休闲装双龙头，22 年受疫情冲击较大，收入双位数下滑、净利下滑幅度较大。22 年公司提出“全域融合、组织重构、流程再造”，致力于提升经营管理效率。23 年 1-3 月公司全渠道流水分别同比 -10.8%/+1.3%/+6.9%、累计同比-4%，Q1 流水虽尚未恢复正增长、但逐月改善趋势明显、其中线下 3 月已恢复至双位数增长。Q2 在低基数下有望迎来较大幅度反弹，下半年进入无疫情影响的订货周期，预计加盟渠道收入有望恢复正常增长。考虑 22Q4 疫情影响，我们将 23-24 年归母净利润从 10.7/12.5 亿元分别下调至 9.8/12.0 亿元、增加 25 年预测值 14.0 亿元，对应 22-25 年 PE 分别为 16/13/11X。考虑公司 23 年以来趋势向好，业绩有望迎来较大幅度反弹，上调评级为“买入”。风险提示：疫情恶化，经济疲软，库存压力缓解不及预期。

（证券分析师：李婕 证券分析师：赵艺原）

航天电子（600879）：2022 年年报点评：航天电子领域高速发展，有望拓展军贸第二增长曲线

事件：公司发布 2022 年年度报告：2022 年实现营收 174.76 亿元，同增 9.30%；归母净利润 6.11 亿元，同增 11.17%。投资要点 营业收入稳步增长，存货持续增加 25%。公司 2022 年营收 174.76 亿元，同增 9.30%，归母净利润 6.11 亿元，同增 11.17%；扣非归母净利润 5.42 亿元，同增 10.71%。其中航天军用产品利润占比高达 85.85%，表明公司在航天军用领域保持优势地位。2022 年销售毛利率 19.62%（-0.45pct），销售净利率 3.75%（+0.03pct），净资产收益率 4.48%（+0.28pct）。截至 2022 年底，公司共有存货高达 187.97 亿元，同比

增长 25.46%，表明公司备货量增加，产能得到有效保障，公司对未来市场需求充满信心。2022 年合同负债 26.08 亿元，销售订单持续放量，未来销售规模呈上升趋势。 科研投入加速突破核心技术，航天电子与无人系统领域双线推进。公司 2022 年研发投入 8.93 亿元，同比增长 24.20%。在航天电子领域，公司继续拓展航天配套任务，惯性器件、应答机等多项卫星载荷全面配套用户装备星，进一步巩固公司优势地位。无人系统及高端智能装备体系方面，主要投入核心技术研发，突破了体系仿真、无人指控、集群通信等关键技术，受理专利 745 项。目前，航天产业和无人系统及高端智能装备产业作为国家战略性新兴产业，处于发展机遇期，同时高端智能设备市场需求不断增长，公司把握时机，加大科研投入，有望巩固军用领域高新技术企业地位，拓展无人系统在民用领域的应用范围，市场前景广阔。 成功增资保障高速发展，公司持续掌舵锚定方向。公司持续推进“双百行动”改革，航天飞鸿成功引入外部战略投资者，实现引资 38 亿元，为航天飞鸿公司快速稳定发展提供了重要资金保障，助力市场份额呈现稳中有升。增资完成后，公司对航天飞鸿公司的持股比例由 77.5607% 变更为 73.9118%，仍为航天飞鸿公司控股股东。公司产品应用领域覆盖航天领域重大工程和国防武器装备重点型号，在无人系统和电线电缆产业方面积极响应市场需求，加速升级转型，保持良好发展态势。 盈利预测与投资评级：考虑到公司在航天电子的优势地位以及军贸市场的快速拓展，我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预测：7.62/8.76/9.88 亿元，对应 PE 分别为 29/25/22 倍，维持“买入”评级。 风险提示：1) 下游需求及订单波动；2) 公司盈利不及预期；3) 市场系统性风险。

(证券分析师：苏立赞 证券分析师：钱佳兴 研究助理：许牧)

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5% 以下。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码: 215021
 传真: (0512) 62938527
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>