

责任编辑:

周颖

☎: 010-80927635

✉: zhouying_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130511090001

要闻

美国3月非农新增就业23.6万,创27个月来最低,失业率、时薪同比增速小幅下滑

在硅谷银行倒闭后的两周(截至3月22日和3月29日),美国商业银行贷款和租赁贷款出现了有记录以来最大两周跌幅

沪深两市主板注册制首批企业4月10日上市交易

多地推动夜间经济发展的支持措施密集出台,美团数据显示,3月以来平台上夜间到店餐饮订单量同比增66%

中国3月末外汇储备31838.7亿美元,黄金储备连续第五个月上升

银河观点集萃:

- **策略:** 把握主线投资机会。结合行业估值、流动性等分析,预判二季度结构性机会占优,建议关注以下三条主线轮动:(1)国产科技替代创新:计算机、电子、通信、软件服务、数字经济等科创领域。(2)中国特色估值重塑主题:能源、基建、房地产产业链等;(3)消费:食品饮料、医药生物、酒店、旅游、交运、新能源消费等。
- **北交所:** 3月整体交易活跃度略有下滑,市盈率水平约为19倍左右。3月份北交所整体交易活跃度有所下滑,由于2月份融资融券制度以及做市制度的相继落地等因素,促使在前月形成了阶段性交易活跃度高点。截至3月末,北证A股的市盈率为19,较上月略有下滑,相比于创业板的62倍和科创板50倍估值,仍有相当差距,期待未来投资者愿意为具有专精特新小巨人属性的北交所公司付出一定溢价。
- **环保公用:** 煤炭供需转向宽松,火电迎业绩反转。(1)燃料成本相对较高,有望受益于煤价下降从而盈利能力大幅改善的公司:华能国际、华电国际、大唐发电、粤电力A等;(2)估值具有明显优势的公司:浙能电力、江苏国信、皖能电力等;(3)装机主要分布于沿海省份,电价向上弹性较大的公司:粤电力A、上海电力、宝新能源等。
- **传媒:** AIGC渗透游戏产业链,商业化探索快速落地。短期我们看好受疫情及政策等多方面因素制约,正处于复苏阶段直接受损的子行业,长期我们看好有相当大增量空间,具备长期投资价值的优质赛道,建议关注以下几个方向:1.受疫情冲击明显修复弹性较大的营销板块(三人行、分众传媒等);2.版本号常态化下目前储备丰富同时具备出海新动能的头部游戏公司(吉比特、三七互娱、完美世界、电魂网络、姚记科技、神州泰岳、祖龙娱乐、网易等);3.竞争优势显著的头部互联网企业(腾讯控股、快手-W、哔哩哔哩-SW、阿里巴巴、拼多多等);4.元宇宙+Web3发展下新兴领域。

银河观点集锦

策略：把握主线投资机会——二季度 A 股市场投资策略展望

1、核心观点

国际环境的变化：（1）全球通胀：美国一季度 CPI、PPI 数据显示，美国通胀压力有所缓解，美联储认为通胀仍然过高；欧元区 3 月通胀率降至 6.9%，低于 2 月的 8.5%，但核心通胀率仍继续上升，通胀的驱动因素也有所改变，由之前的能源价格飙升转为食品价格上涨、工资和服务需求上涨等因素；英国通胀亦高于市场预期。在通胀压力减弱的条件下，欧美银行信贷危机频发促使各国央行改变加息预期，全球货币政策转向。（2）全球衰退风险抬升。受美联储持续加息影响，美国中小银行出现流动性危机；美国国债长短倒挂，预示着经济下行压力加剧。（3）地缘因素。地缘因素致使原油减产，供给减少，是通胀波动的不确定因素。

国内环境的转变：（1）经济持续修复。PPI 持续下行，利好中下游产业链；制造业与服务 PMI 分别为 51.9、58.2 远高于市场预期的 51.5、54.3，经济持续向好修复中。（2）经过前期一系列地产政策调控后，房地产泡沫风险暂时得到缓释，但这是个长期的过程。（3）地方债务风险。两会明确提出有效防范化解地方债务风险，政策兜底，守住底线。（4）金融条件的转变。今年以来金融数据持续超预期向好，利好 A 股市场。

A 股市场大势研判：二季度，A 股市场或仍处于颠簸向上的行情，结构性机会绝对占优。但向上行情需观察国内宏观经济修复状况及政策面催化，A 股市场上市公司业绩修复情况，以及资金面的表现。

风格主题：（1）大盘 VS 小盘：结合信贷向好与历史检验，国产替代科技创新将迎来长期发展趋势，小盘股或是短期主线，这也是近期小盘股表现较好的因素之一，但仍需考虑到政策催化大小盘轮动，比如，自 2022 年 11 月陆续对房地产流动性提供相关支持政策，以及重塑中国特色估值体系背景下，大盘蓝筹股优于小盘股。（2）价值 VS 成长：从趋势看，去年 11 月以来的该轮上涨行情中，价值风格总体占优；国证成长估值水平相对较高，国证价值估值水平相对较低，加上中国特色估值体系重塑不断提及，价值股受政策催化概率较大，因此，未来持续看好价值股估值提升。

结构性博弈占优：结合行业估值、流动性等分析，预判二季度结构性机会占优，建议关注以下三条主线轮动：（1）国产科技替代创新：计算机、电子、通信、软件服务、数字经济等科创领域。（2）中国特色估值重塑主题：能源、基建、房地产产业链等；（3）消费：食品饮料、医药生物、酒店、旅游、交运、新能源消费等。

风险提示：美联储货币政策超预期风险，国内经济修复不及预期风险，市场情绪不稳定风险。

（分析师：杨超,蔡芳媛,王新月）

固收：美加息预期再降温，马克龙一行访华——大类资产与金融市场监管周报

1、核心观点

本报告提及本周指 2023 年 3 月 31 日-4 月 6 日。

影响市场核心信息：全球去美元化进程加速、中欧关系等；海外衰退预期及加息预期、银行业风波；国内经济发展方向和复苏进程。

大类资产表现：美债利率下行，美元指数下跌，整体资产较上周表现分化。原油、贵金属领涨，美债>中国国债>人民币>美元，铁矿石及黑色系能源表现差。

全球央行利率变化及预期：全球多数国家仍预期加息，但随着最新美国 PCE、ADP 就业和制造业 PMI 数据的降温，以美国为首的美洲国家基本已预期加息结束或降息。相较上周全球多数国家 3M 加息预期变化较小，4-6M 预期回落。

美国加息路径市场预测：相较于上周国际银行业风波暂时降温加息预期再起，本周市场预期较大概率（54.8%）5 月美联储议息会议将停止加息，6 月、7 月保持利率不变，9 月开始降息并在 2023 年底利率降至 4%-4.25% 区间，整体利率水平预期较上周下降 25BP。

美国长期通胀预期和市场隐含政策利率预期：10 年期美债 TIPS 隐含通胀预期下行至 2.24%，上周 2.34%；6M 隐含利率在上周银行业风波暂熄波动回升至 4.75% 后本周回落至 4.61%。

国际流动性监测

美债流动性和央行操作：美联储继续缩表：截止 4 月 6 日当周，美联储在银行业风波后 3 月连续两周向市场释放流动性，总资产大幅增加共 3915 亿美元后上周转回缩表，本周缩表幅度继续扩大至 735.6 亿元，美联储持有美债规模本周大幅变化-490.2 亿美元。外国央行转为增持美债。外国央行本周增持 253.6 亿美债；美债流动性指数回升至 2.61% 左右，美债流动性略有恶化。

美商业银行系统流动性：美国银行业流动性压力继续边际缓解但压力仍大。货币基金规模仍上行但幅度有所收窄，资金仍在流出银行，最近一周仍主要净买入投资政府债券的货币基金，零售客户增长规模扩张；其中逆回购占比指标略有下行保持高位震荡，体现商行存款流失压力和整体流动性压力仍大。大小商行包括准备金的现金资产水平已开始抬升（此数据滞后两周）大型银行压力缓解但小型银行压力仍较大；联邦基金市场每日成交量在硅谷银行关闭后快速上升本周继续上行，银行在联邦基金市场获取现金继续上升；美联储贴现窗口使用额下行但仍保持在超高水平。

美元流动性：资金利率、汇率互换表明美元流动性紧张持续，远期美元需求边际继续走强。

金融条件：花旗经济意外指数显示欧洲经济不确定性仍边际上行，但中、日、美下调；芝加哥联储数据（滞后一周）显示金融环境边际继续收紧。15 年期抵押贷款利率有所回升，融资成本的相对高位对消费、房地产等形成信用抑制。

资本流动与风险偏好：

1、全球 ETF 资金流向：资金净流入前三是美国、欧洲地区、欧元区（上周美国、欧元区、中国香港），净流出前三是中国、瑞典、韩国（上周中国、韩国、墨西哥）。

2、美国金融市场资金博弈：美国金融市场杠杆交易本周有所回落，市场活跃度有所下行，市场风险偏好略降。

3、中国权益市场资金：（受假期影响本周交易日不足 5 日）北向本周净流出 13.98 亿元；南向本周净流入 91.59 亿元；融资买入占比在 9.48% 左右震荡上行。

国内债市：资金利率全面回落；近万亿逆回购到期，本周大额净回笼。国债利率短端下行明显，中长期维持高位震荡；信用债收益率较上周有所分化，长期限收益率基本上行。

风险提示：银行业风波波及范围加深、加息预期波动、海外衰退风险。

（分析师：刘丹）

环保公用：煤炭供需转向宽松，火电迎业绩反转

1、核心观点

2021 年火电公司度电燃料成本大幅提高，2022 年继续上行。2021 年以来受到煤价大幅上涨的影响，2021 年 15 家火电公司“火电+供热”度电燃料成本平均为 0.322 元/kWh，同比增长 52%。2022 年煤价继续高位运行，根据部分上市公司年报数据，度电燃料成本同比仍然有 10-20% 的涨幅。虽然 2022 年市场化电价普遍上浮 20%，但煤价高位运行严重抑制了火电企业盈利能力改善。

煤炭供需转向宽松，煤价有望进入下行通道。（1）供给方面，根据煤炭生产大省 2023 年政府工作报告，预计“晋陕蒙新”合计增产 1.5 亿吨。进口端来看，目前印尼煤较国产煤已具有价格优势，且澳煤发运逐步恢复中，此外进口煤零关税政策将延续至 2023 年年末，有助于维持进口煤炭的价格竞争力，我们预计全年进口煤有望新增 1 亿吨。预计 2023 年煤炭总供给新增 2.5 亿吨，同比增长 5% 以上；（2）需求方面，预计 2023 年水电和新能源发电量有望高增长，测算得出电煤需求将小幅增长 4% 左右。其他工业领域受节能降耗以及煤炭有序替代的影响，预计用煤需求增速低于 4%。我们预计全年煤炭总需求增速低于 4%；（3）政策方面，303 号文发布以来中长协履约监管持续强化，目前 2023 年电煤中长期合同签订总量超过 25 亿吨，

已基本实现签约全覆盖。长期来看，虽然煤电机组作为压舱石的作用逐步得到重视，但能源转型大背景下国家将持续严控煤炭消费增长。

火电对煤价下行的业绩弹性大，盈利能力较历史水平有较大修复空间。通过敏感性分析得出入炉标煤单价下降 100 元/吨的情景下，华能国际将节省燃料成本超过 120 亿元，华电国际、大唐发电将节省超过 60 亿元。从多年平均盈利水平来看，2014 年至今，四大央企火电度电毛利润约为 0.035~0.055 元/kWh，火电业务毛利率约为 10~15%。2022 年火电盈利虽因电价上浮而有所改善，火电业务毛利率由-10%~-5%恢复至 0%左右，但距离历史平均水平仍有较大修复空间。

看好火电板块长期投资价值。电价上浮以及新能源转型等多重因素催化下，2021 年下半年以来火电指数相对收益超过 50%。短期来看，燃料成本下行有望促进火电盈利能力超预期改善；长期来看，随着新能源占比不断提升，以及电力市场化改革不断深入，火电作为调节型电源，其参与容量市场或现货市场有望获得额外收益。此外火电有望依托自身装机优势建设新能源项目，打开新的成长空间。

2、投资建议

(1) 燃料成本相对较高，有望受益于煤价下降从而盈利能力大幅改善的公司：华能国际、华电国际、大唐发电、粤电力 A 等；(2) 估值具有明显优势的公司：浙能电力、江苏国信、皖能电力等；(3) 装机主要分布于沿海省份，电价向上弹性较大的公司：粤电力 A、上海电力、宝新能源等。

风险提示：煤价维持高位的风险；电价大幅下降的风险；政策支持力度不及预期。

(分析师：陶贻功,严明)

北交所：公募配置积极性渐提升，北交所现金分红比例高

1、核心观点

北证 50 指数迎来年内首次调整，公募基金配置积极性日渐提升。3 月 13 日，北证 50 指数样本股迎来年内首次调整，是该指数上线后的第二次调整。此次调整涉及 10 家公司，包括汇丰钻石、恒进感应、奥迪威、海泰新能、邦德股份 5 家新调入样本股，以及 5 家被调出的公司。从公司性质来看，新增入选的 5 家公司均处于细分行业领先地位，产品市场认可度高，同时具有较强研发能力和技术优势。从北交所披露年报来看，有多只公募基金产品出现在北交所公司的前十大股东名单中，涉及公司有硅烷科技、吉冈精密、天马新材等。第二批北证 50 指数基金也在 3 月初获批，随着北交所上市公司数量和质量的稳步提升，越来越多公募机构开始参与北交所投资，为市场带来了更多增量资金，也将带动北交所市场的流动性，促进交易活跃

度保持较高水平。

北交所半数公司实现营收正增长，现金分红积极回报投资者。从北交所公司业绩快报来看，截至3月31日上市的184家公司中，有92家公司2022年实现营业收入正增长，其中12家公司营收增幅超50%。从营业收入规模看，“小而美”的特征明显，有85家公司营业收入规模处于5~10亿元区间，有42家营收规模小于2亿元。北交所公司聚集了一批营业收入规模不大，但具备优良的盈利能力和经营情况的公司，凸显“专精特新”的特点。向好的业绩使得北交所公司现金分红比例高企，截至4月5日，28家披露年报的公司中，有24家计划实施年度现金分红，拟派发现金红利总额约8.8亿元，有美登科技、基康仪器、汉维科技、广咨国际等9家公司现金分红率超过50%。北交所公司现金分红积极回馈投资者，是公司良好业绩的体现，也向市场传递积极信号，吸引更多投资者，增强股东持股信心，促进公司发展成长。

北交所持续完善申报前咨询沟通机制，服务创新、科技企业上市。在全面实行注册制背景下，北交所将对申报前咨询沟通机制进行标准化、规范化、便利化，有助于更好消除信息不对称，服务创新性企业和民营科技企业上市发展，将便利市场主体顺畅、高效申报上市。

3月整体交易活跃度略有下滑，市盈率水平约为19倍左右。3月份北交所整体交易活跃度略有下滑，由于2月份融资融券制度以及做市制度的相继落地等因素，促使在前月形成了阶段性交易活跃度高点。截至3月末，北证A股的市盈率为19，较上月略有下滑，相比于创业板的62倍和科创板50倍估值，仍有相当差距，期待未来投资者愿意为具有专精特新小巨人属性的北交所公司付出一定溢价。

2、投资建议

长期仍建议关注：①政策支持的专精特新，专注于细分赛道龙头优质中小公司；②长周期战略下的高景气度赛道，如双碳、半导体、高端制造等，关注其上下游产业链的相关标的。

风险提示：政策支持力度低于预期的风险，技术迭代较快的风险，市场竞争加剧的风险。

(分析师：范想想)

传媒：AIGC渗透游戏产业链，商业化探索快速落地

1、核心观点

AIGC深刻变革游戏产业链，把握商业化发展机会

随着3月份英伟达开发者大会（GTC）和微软游戏开发者大会（GDC）的相继召开，生成式人工智能（AIGC）颠覆传统游戏开发，塑造全新游戏体验，从而提高用户付费频次和实现潜在增收的逻辑基本成立。

算力基础方面,在 ChatGPT 持续渗透背景下,AIGC 领域软硬件结合的飞轮效应逐渐形成。据英伟达称,在 GTC2023 大会上推出的 H100NVLGPU 架构比目前的标配 8 卡 A100 服务器快 10 倍。这不仅将大大提升 AI 模型推理速度,还有望降低大型语言公司算力方面的成本。此外,英伟达宣布推出 DGXCloud 云服务,并将与微软,谷歌等头部公司合作,为企业训练 AIGC 模型免除购置、部署和管理本地基础设施的复杂步骤。

AIGC 正深入渗透进游戏开发各环节,在游戏资产生成,内容更新优化和游戏运营及管理各个领域的应用正快速落地,有望实现降本增效。游戏行业对于产品内容的剧情、美工等方面都有着很高的丰富度需求。而借用 AIGC 可以通过人工智能辅助美术绘画、程序化人物及场景生成等多领域应用,显著降低游戏开发的成本和门槛。

此外,AIGC 的应用将显著提高游戏的交互性、自由度和个性化设置,进一步提高用户的付费频次和付费深度,从而实现潜在的增收。尤其是在非玩家角色(NPC)智能交互和场景搭建方面,AIGC 技术将让游戏世界更加真实,NPC 更具“灵魂”,交互行为更加自然,从而为玩家提供更多的选择和挑战。随着能够实现游戏中语音、图像、文字等多种信息的智能识别和处理的多模态 AIGC 应用的成熟,游戏在玩法、剧情的自由度和多样性也有望得到显著提升。

2、投资建议

短期我们看好受疫情及政策等多方面因素制约,正处于复苏阶段直接受损的子行业,长期我们看好有相当大增量空间,具备长期投资价值的优质赛道,建议关注以下几个方向:1.受疫情冲击明显疫后修复弹性较大的营销板块(三人行、分众传媒等);2.版号常态化下目前储备丰富同时具备出海新动能的头部游戏公司(吉比特、三七互娱、完美世界、电魂网络、姚记科技、神州泰岳、祖龙娱乐、网易等);3.竞争优势显著的头部互联网企业(腾讯控股、快手-W、哔哩哔哩-SW、阿里巴巴、拼多多等);4.元宇宙+Web3 发展下新兴领域。

风险提示:市场竞争加剧的风险,政策及监管环境的风险,作品内容审查或审核风险,公共卫生风险等。

(分析师:岳铮)

北京银行(601169.SH):规模利润两位数增长,零售与财富管理持续发力

1、事件

公司发布了 2022 年度报告。

2、核心观点

利润回归两位数增长,信用成本降低。2022 年,公司营业收入 662.76 亿元,同比持平;

归母净利润 247.6 亿元，同比增长 11.4%；ROE（加权平均）为 9.6%，基本 EPS 为 1.02 元。受减值计提压力缓解、信用成本下降影响，公司盈利实现两位数高增。2022 年，公司信用减值 208.47 亿元，同比下降 11.37%；信用成本 0.76%，同比下降 0.09 个百分点。

资负增长动能强劲，结构实现优化。2022 年，公司利息净收入 514.58 亿元，同比增长 0.12%；净息差 1.76%，同比下降 7BP。资产端扩表动能强劲，结构优化、特色彰显。截至 12 月末，公司总资产和贷款余额 3.39 和 1.8 万亿元，较年初增长 10.76% 和 7.42%。其中，零售贷款增量占比 41.2%，高收益的消费贷款和经营贷款增量在零售贷款中占比 124%，带动个贷收益率提升至 5.48%。对公贷款向重点领域倾斜，持续增强细分客群特色化服务，科创金融、文化金融及对公绿色贷款余额较年初增幅分别为 23.35%、14.83% 及 132.01%。负债端存款增量为历年最高、占比上升，成本优势增强。截至 12 月末，公司的存款规模 1.91 万亿元，较年初增长 12.59%，存款占比上升至 62.2%。个人存款增速突破 20%；付息负债平局成本率较年初下降 13BP。

中收保持较快增长，零售与财富管理持续发力。2022 年，公司非息收入 148.18 亿元，同比下降 0.4%；中间业务收入 70.66 亿元，同比增长 17.96%，其中代理及委托业务实现手续费及佣金收入 56.15 亿元，同比增长 33.85%。主要业务品种中，理财业务中收同比增长 47.3%、代销保险中收同比增长 44.7%。截至 12 月末，零售 aum 达 9749.4 亿元，较年初增长 10.23%，私行 aum 较年初增长 18.88%。其他非息收入有所下滑。2022 年，公司其他非息收入同比下降 12.78%，投资收益（含公允价值变动损益）同比下滑 12.09%。

资产质量稳中向好。截至 12 月末，公司不良率 1.43%，较年初下降 0.01 个百分点；拨备覆盖率 210.04%，拨贷比 3.0%，具备足够的风险抵补能力。公司主动进行逆周期调节，持续强化全流程风险管控，不断优化资产结构、业务结构和客户结构，持续提升不良资产处置效率，加快推进数字化转型赋能，资产质量稳中提质、长期向好趋势更加坚实。

3、投资建议

公司深耕北京地区，坚持以数字化转型统领“发展模式、业务结构、客户结构、营运能力、管理方式”五大转型，成效释放。资产端普惠、绿色、科创、文化金融贷款快速增长，零售以消费贷和经营贷为主，布局儿童综合金融服务，发展潜力大，收入贡献增加；负债端核心存款获取能力增强，成本实现压降。理财子公司开业，公司持续打造大财富管理平台，拓展轻资本中收空间。结合公司基本面和股价弹性，我们给予“推荐”评级，2023-2025 年 BVPS11.73/12.62/13.58 元，对应当前股价 PB0.38X/0.35X/0.33X。

风险提示：宏观经济增长不及预期导致资产质量恶化的风险。

（分析师：张一纬）

瀚蓝环境(600323.SH)：固废运营业务占比提升，能源业务全年有望实现盈利

1、事件

瀚蓝环境发布 2022 年年报，公司全年实现营收 128.75 亿元，同比增长 9.33%；实现归母净利润 11.46 亿元（扣非后 11.12 亿元），同比下降 1.46%（扣非同比下降 1.07%）。此外，公司还发布了 23 年一季度业绩预增公告，预计 23Q1 归母净利润增加 1.43 亿元，同比增长 90% 左右。

2、核心观点

能源业务亏损影响盈利能力，现金流年内有望改善。2022 年全年公司毛利率为 20.45%，同比减少 2.51pct，净利率为 9.13%，同比减少 0.94pct，受天然气进销价差的影响，能源业务出现较大亏损，导致公司整体盈利能力下滑。2022 年公司经营活动现金流净额为 4.22 亿元，同比下降 51.90%，除了能源业务亏损外，应收账款回款慢也是导致经营性现金流下降的重要原因。今年公司在南海区政府的支持下，将通过多种方式，解决至少 15 亿元存量应收账款回款问题，大幅改善现金流，夯实可持续发展基础。

固废运营业务占比持续提升，降本增效保障稳定成长。2022 年公司固废业务实现收入 68.8 亿元，同比增长 4.7%，占主营业务收入 55%；实现净利润 7.51 亿元，同比增长 32.03%。剔除工程与装备业务后，实现收入 44.5 亿元，净利润 8.1 亿元。公司生活垃圾焚烧发电在手订单合计规模 35750 吨/日（不含参股项目），其中 22 年底已投产项目规模为 28050 吨/日，23Q1 新投产 1750 吨/日，在建 1450 吨/日，随着在手项目陆续建成投产，公司固废业务运营能力持续提升，成为公司核心增长动力。

运营管理方面，2022 年公司生活垃圾焚烧发电产能利用率达到 110%，锅炉有效运行小时数超过 8100 小时。在对外供热量上升 205% 的情况下，生活垃圾吨垃圾发电量达 383 度，吨垃圾上网电量达 324 度，基本维持去年水平。公司积极探索利用智慧化手段提高各项目运营管理水平，降低运营成本，提升项目的运行效率与经济效益，保障公司固废业务稳定成长。

天然气进销价差改善，23 年能源业务有望实现盈利。2022 年公司能源业务实现收入 40.7 亿元，同比增长 21.2%，占主营业务收入 32.5%；净利润净亏损约 0.65 亿元，同比减少 1 亿元。能源业务亏损的主要原因是国际能源价格持续上涨导致天然气综合采购成本不断攀升，而销售端又受限于限价出现进销价差倒挂的情况。公司也采取了顺价、优化气源结构等手段提升盈利水平。23Q1 公司天然气业务进销价差有所改善，已经实现盈利，如延续目前市场趋势，预计全年燃气业务有望扭亏为盈。

此外，公司也在加强固废处理业务与能源业务的协同，2022 年启动在佛山南海建设餐厨垃圾制氢项目，设计规模年产约 2200 吨氢气，预计 2023 年上半年完工。结合在南海已建设运营的 5 个加氢站（3.5 吨/日），以及氢能环卫车和公交车的应用，形成制氢、加氢、用氢一体化模式。

优秀的运营管理能力保障供排水业务稳定发展。2022 年公司供水业务实现收入 9.6 亿元，同比下降 2.33%，占主营业务收入 7.7%；排水业务实现收入 6.0 亿元，同比增长 7.23%，占主营业务收入 4.8%。供水方面，公司积极提升智慧水务水平，全面提高供水服务水平。全年水

损率控制在 8.26%，同比下降 0.3pct，处于行业前列，体现公司优秀的运营管理能力。排水方面，公司积极推进 5 个扩建项目（总规模 13.5 万方/日）陆续建成投产。也向雨水管网运营等轻资产运营服务领域拓展，持续扩大水环境综合治理领域业务。

推动发行基础设施公募 REITs，盘活公司存量资产。2022 年，公司启动以排水业务和固废处理业务相关资产发行基础设施公募 REITs，规模预计为 10-30 亿元，目前相关工作正有序推进。通过发行基础设施公募 REITs，能盘活存量基础设施资产，拓宽融资渠道，拓宽公司轻资产运作的途径，促进公司投资的良性循环。

3、投资建议

预计公司 2023-2025 年公司归母净利润分别为 14.3 亿、17.3 亿、19.4 亿，对应 PE 为 11x、8.9x、7.9x，维持“推荐”评级。

风险提示：项目投产进度不及预期风险，垃圾焚烧发电电价下调风险，补贴拖欠风险，燃气购销差价倒挂的风险。

(分析师：陶贻功,严明)

新产业(300832.SZ)：高装机带来稳健高增长，海外提速提升公司长期价值

1、事件

公司发布 2022 年年度报告，2022 年实现收入 30.47 亿 (+19.70%)，归母净利润 13.28 亿 (+36.38%)，扣非净利润 12.41 亿 (+40.52%)，EPS1.69 元。经营性现金流 9.62 亿 (+24.47%)。Q4 单季实现营业收入 7.50 亿 (+15.16%)，归母净利润 4.03 亿 (+30.97%)，扣非净利润 3.88 亿 (+37.49%)。

2、核心观点

经营情况符合预期，利润超市场预期：2022 年公司利润增速明显高于营收，主要是股权激励费用冲回及汇兑损益影响：股权激励费用 2021、2022 年分别为-0.94 亿/+0.81 亿，汇兑损益 2021、2022 年分别为-0.31 亿/+0.69 亿。扣除两项影响后，全年归母净利润同比增长 11.2%，符合我们的预期。公司全年毛利率为 70.26% (-0.89pct)，试剂为 89.01% (-0.56pct) 相对稳定，仪器类为 23.10% (+5.93pct)，主要受中大型发光仪器销量占比增加带动，截至 2022 年，国内外 X8、X3 装机存量分别为 1,842 台及 2,460 台。期间费用率为 23.26%，主要是受股权激励费用冲回引起管理费用大幅下降所致（管理费用率 0.16%，-6.41pct），销售费用率相对稳定（15.06%，+0.52pct）。

1) 国内：中大型客户加速渗透，高速机上量提升试剂单产。全年实现营收 20.72 亿元

(+16.86%)，其中试剂、机器分别约为 17 亿元 (+18.02%，占比 82%) / 3.7 亿元 (+9.8%，占比 18%)，装机共 1,510 台 (-9.74%)，大型机占比 63.38% (+11.98pct)，化学发光仪器累计装机 1.13 万台。Q4 受疫情影响较大，同比仅微增 2.13%。国内试剂收入及单机产出快速增多，主要是由于中大型终端客户数量不断增加，截至 2022 年公司实现 8,700 家医疗终端覆盖，其中三级医院 1,380 家医院 (+171)，三甲医院覆盖率达 55.66% (+3.25pct)。X 系列及中大型仪器占比的提升，驱动国内毛利率改善 (77.34%, +2.45pct)，其中试剂、仪器毛利率分别为 89.5% (-0.4pct) / 21.77% (+10.9pct)；

2) 海外：市场开拓进展顺利，仪器装机提速明显。全年实现营收 9.69 亿元 (+26.41%)，其中试剂、仪器分别约为 4.96 亿元 (+5.64%，占比 51.13%) / 4.73 亿元 (+58.47%，占比 48.87%)，化学发光仪器销售 4,357 台 (+51.07%)，中大型机占比 36.54% (+17.23pct)，化学发光仪器累计销售 1.51 万台。Q4 业务增长良好，收入同比增长 59.89%。海外仪器产品市场开拓力度明显加强，仪器营收占比提升 9.92pct，导致综合毛利率下降 7.61 个百分点至 55.87%，其中试剂、仪器毛利率分别约为 85.7% (-4.0pct) / 24.65% (+0.2pct)。我们认为，海外仪器装机提速为未来试剂规模化上量奠定了充分基础。截至 2022 年，公司仪器已在海外 151 个国家和地区销售，在俄罗斯、巴西、墨西哥、巴基斯坦、秘鲁完成 5 家海外子公司设立。

差异化仪器产品矩阵形成，获证试剂项目持续丰富。公司目前在售化学发光仪器 10 款，其中中大型仪器包括 MAGLUMIX3/X6/X8，检测速度分别可达 200/450/600 测试/小时，并与高速生化仪 C8 形成一体机及流水线解决方案，以满足各类终端客户的不同需求。试剂方面公司在售化学发光试剂 193 项 (欧盟 186 项/国内 156 项，223 注册证)，涵盖肿瘤标志物、甲状腺、传染病、性腺、心肌标志物等检测项目；生化试剂 61 项，涵盖肾肾功能、肝功能、特种蛋白、脂类等检测项目。此外，公司目前有 BiossaysE6Plus/MolecisionR8 等仪器及多项试剂产品在研，2022 年公司研发费用为 3.18 亿元，研发费用率为 10.43% (+1.98pct)，我们认为，研发投入力度的持续加强，有利于产品线推陈出新，使得公司长期竞争实力不断巩固。

3、投资建议

公司是国产化学发光龙头，国内外高端机型持续装机放量，带动试剂业务高速增长。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 16.53/20.86/26.09 亿元，同比增长 24.47%/26.23%/25.07%，EPS 为 2.10/2.65/3.32 元，当前股价对应 PE 为 28/22/18 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：海外拓展不及预期的风险、国内化学发光试剂集采降价幅度超预期的风险、新产品研发进度低于预期的风险。

(分析师：程培)

利安隆(300596.SZ)：业绩稳步增长，三大生命曲线彰显成长动能

1、事件

公司发布 2022 年年度报告，2022 年实现营业收入 48.43 亿元，同比增长 40.59%；归母净利润 5.26 亿元，同比增长 25.89%；扣非归母净利润 5.14 亿元，同比增长 29.64%；基本每股收益 2.40 元/股。

2、核心观点

主营业务齐头并进，助力公司 2022 年业绩稳步增长。2022 年公司高分子材料抗老化助剂销量 9.24 万吨，同比增长 11.7%，主要系公司利用自身优势资源，加大市场开拓力度。2022 年公司高分子材料抗老化助剂毛利率基本保持稳定，其中抗氧化剂、光稳定剂、U-pack 毛利率分别为 20.24%、36.52%、9.43%，同比分别小幅下降 0.56、0.04、0.33 个百分点。润滑油添加剂方面，2022 年 5 月起锦州康泰纳入公司并表范围，贡献业绩增量。2022 年公司实现润滑油添加剂销量 3.25 万吨，平均售价 18627 元/吨，毛利率 17.05%。

第一生命曲线：高分子材料抗老化剂产能持续扩张，巩固行业龙头地位。公司是国内唯一、全球两家之一的高分子材料抗老化行业产品门类配套最完整的公司，建立了天津、宁夏、常山、衡水、内蒙古、珠海六大生产基地，几乎所有产品都有备份工厂，拥有坚实的供货保障。2022 年公司抗老化助剂（含 U-pack）产能 20.14 万吨/年，目前赤峰基地在建 5500 吨/年光稳定剂项目、中卫基地在建 6000 吨/年造粒项目，计划 2023 年底投产。此外，公司计划积极推进珠海基地抗氧化剂产能利用率提升和各生产基地技改项目的实施，扩大新材料事业部业务规模，提升市占率。随着公司产能的扩张、市占率的提升，公司在高分子抗老化剂行业的龙头地位将持续巩固。

第二生命曲线：并购锦州康泰布局润滑油添加剂，注入发展新动能。2022 年公司完成对锦州康泰的并购重组，正式进入润滑油添加剂行业，开启第二成长曲线。锦州康泰是我国润滑油添加剂行业第一梯队供应商，近些年在国际市场占有率逐步提高。公司现有润滑油添加剂产能 9.3 万吨/年，随着康泰二期 5 万吨/年项目投产，公司规模将进一步扩大。此外，目前润滑油添加剂正值供应链自主可控的关键窗口期，公司业务拓展明显提速。润滑油添加剂业务将为公司发展注入新动能。

第三生命曲线：探索生命科学新兴蓝海，谱写发展蓝图。生物砌块赛道，2021 年 4 月公司与吉玛基因合作成立奥瑞芙生物医药有限公司，主要从事核酸药物单体、核酸药物的研发、生产和销售，奥瑞芙 6 吨/年核酸单体中试车间已于 2023 年 Q1 投料试车，公司正积极推进产能投放，力争年内实现该事业部首次盈利。在合成生物学赛道，2022 年公司设立了合成生物研究所，并完成聚谷氨酸和红景天苷的成果产业化探索，达到并超过技术开发指标。目前小核酸药物正在引领第三代药物革命浪潮的爆发；据 CBInsights 分析数据显示，2019-2024 年合成生物学市场规模年均复合增速有望至 28.8%。公司立足未来，布局生命科学赛道，未来发展空间广阔。

3、投资建议

预计 2023-2025 年公司营收分别为 54.3、64.1、73.9 亿元，同比增长 12.2%、17.9%、15.3%；

归母净利润分别为 6.04、7.11、8.35 亿元，同比增长 15.0%、17.7%、17.4%；EPS（摊薄）分别为 2.63、3.10、3.64 元，对应 PE 分别为 17.3、14.7、12.5 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：下游需求不及预期的风险，原材料价格大幅上涨的风险，新建项目达产不及预期的风险等。

(分析师：任文坡)

中国中车 (601766.SH)：盈利能力保持良好，待铁路复苏及新业务蓬勃发展

1、事件

3 月 31 日，公司发布 2022 年年报。2022 年，公司实现营业收入为 2229.39 亿元，同比下滑 1.24%；实现归母净利润为 116.53 亿元，同比增长 13.11%；实现扣非净利润 79.71 亿元，同比增长 5.99%；稀释每股收益达 0.41 元/股，同比增长 13.89%。

2、核心观点

整体经营发展持续稳健，主营轨交业务保持市场领先地位。报告期内，公司在铁路装备业务中实现营业收入 831.80 亿元，同比减少 8.28%；城轨与城市基础设施业务实现营业收入 557.29 亿元，同比增长 2.15%；新产业业务时间营业收入 771.10 亿元，同比增长 7.36%。公司持续以轨交行业为基，在近些年轨交需求波动的环境中，面对动车组需求锐减、原材料价格波动等不利因素的叠加影响，公司坚定迎难而上，深入开展提质增效行动，有效稳住经营发展基本盘。同时，公司果断拓展地方铁路、工矿企业市场，推进市域铁路 PPP 项目，进军国家轨交市场，积极寻求多路线发展。在国内轨交装备市场、干线建设、铁路运营全放开，各类投资运营主体日益多元化的背景下，我们认为公司深耕铁路装备的丰富经验，将在行业新业态竞争中保持市场领先地位。

铁路固定资产投资规模略有缩减，公司盈利能力保持稳定。2022 年公司实现归母净利润 116.53 亿元，同比增长 13.11%；销售毛利率为 21.22% (+0.65pcts)，销售净利率为 6.44% (+0.94pcts)。其中，铁路装备业务毛利率为 24.50% (+1.36pcts)，城轨与城市基础设施业务毛利率为 20.73% (+0.38pcts)，新产业业务毛利率为 25.73% (+1.03pcts)。近两年，铁路固定资产投资完成额的规模略有缩减，2022 年累计完成 7109 亿元，同期铁路旅客运输量出现下滑，铁路货物运输量保持增长，轨交行业运行情况略显冷淡，但公司盈利能力依然保持较好水平。在加快建设交通强国，建设现代化综合交通运输体系的背景下，公司将以更加智能、高效、环保、可靠的轨交装备实现盈利稳定增长。

新产业业务提供重要增长点，以核心竞争力开拓国际业务。公司极成拓展涉足新产业业

务，2022 年公司在储能设备、新能源汽车和风电装备等产品中实现了营收增长，其中风电业务实现 308.43 亿元的收入。新产业业务在不断发展中逐步成为公司重要的业绩支撑，2022 年为公司贡献了 34.59% 的营业收入。报告期内，海外业务中境外动车组、城轨地铁业务量增长，促使公司海外营业收入增长 21.7%，逐步实现海外经营规模和市场份额的扩大。公司作为全球规模领先、品种齐全、技术一流的轨交装备供应商，有望持续保持长期稳定发展。

3、投资建议

考虑到公司在轨交装备行业的领先地位、目前行业景气程度及公司盈利能力，我们预计公司业绩将持续稳定增长。公司以“制造+服务”和系统解决方案提供商为目标，提供优质产品和服务，我们预计 2023-2025 年公司可实现归母净利润 109.4/119.0/131.0 亿元，对应 2023-2025 年 PE 为 16.68/15.34/13.93 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：铁路固定资产投资不及预期风险，国际化拓展不及预期的风险，市场竞争加剧的风险。

(分析师：鲁佩,范想想)

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