

## 东吴证券晨会纪要

## 东吴证券晨会纪要 2023-04-12

## 宏观策略

2023年04月12日

## 宏观点评 20230411: “史上最强”3月信贷有何“软肋”?

史上最强3月信贷，市场为何不买账？今天公布的3月信贷数据无论从总量还是结构上都能称得上史上最强：总量上，3.89万亿元的信贷和5.38万亿元的社融均刷新同期历史记录；结构上，除了一直亮眼的企业贷款外，居民似乎突然“回心转意”、开始借钱了——无论短贷还是中长贷均创下历史同期最高，超过了2020年3月；期限上也没有出现票据冲量的情况。但是市场并不买账，10年期国债收益率反而跌超2bp。我们认为“软肋”可能主要集中在两个关键词——“可持续性”和“资金空转”。

## 宏观点评 20230410: 高层密集调研民营企业的科技信号

我们认为今年重振民营经济的重点在于鼓励“有能力、有条件的民营企业要加强自主创新，在推进科技自立自强和科技成果转化中发挥更大作用”

## 固收金工

## 固收点评 20230411: 疫后通胀不升反落，需求恢复任重道远

CPI和PPI同比回落，此前伴随着疫后复苏而来的通胀回升剧本并未如期而至，但看CPI当月同比的新涨价因素，已是零值。通缩而非通胀成为了市场忧虑的新主题。为刺激需求回升，宽松的流动性环境需要维持，而诸如降息等总量刺激政策需要与“控风险”间找到平衡，出台将较为谨慎。在宏观数据的“割裂”环境下，长端收益率难破局，仍将保持“低波动”状态。

## 行业

## 银行业点评报告：社融信贷强劲，居民端延续修复——3月金融数据点评

社融信贷强劲，居民端延续修复

## 双碳环保日报：福建省发布城乡建设领域碳达峰实施方案，持续推进绿色低碳发展

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。

## 推荐个股及其他点评

## 新兴铸管(000778): 2022年报点评：业绩拐点出现，继续看好水利大投资下铸管业务量价齐升

事件：公司发布2022年年报，2022年公司实现营业收入477.60亿元，同比增长-10.4%；实现归母净利润16.76亿元，同比增长-16.5%；实现扣非后归母净利润13.57亿元，同比增长-25.3%，业绩符合我们预期。铸管业务：受疫情拖累发货，库存同比+14%，预计将于2023年上半年确认收入。普钢优钢业务：受地产需求拖累，普钢收入同比-20%，优钢同比

晨会编辑 张良卫  
执业证书：S0600516070001  
021-60199793  
zhanglw@dwzq.com.cn

-14%。展望 2023 年：铸管业务量价齐升、普钢优钢或迎盈利拐点。盈利预测与投资评级：我们看好 2023 年水管网产业链业绩释放，我们调整公司 2023-2024 年归母净利润预测从 17.99 亿元、24.83 亿元至 20.82、24.27 亿元，预计 2024 年归母净利润为 31.30 亿元，对应 PE 为 8 倍、7 倍、5 倍，维持“买入”评级。

**特步国际 (01368.HK): 23Q1 流水点评：复苏势头明确，看好 Q2 进一步改善**

公司为国内领先运动服饰品牌，23Q1 随国内放开后消费回暖，主品牌流水、库存、折扣指标均环比改善，其中单 3 月流水复苏强劲、4 月以来复苏趋势延续，预计 23Q2 在基数走弱+终端进一步复苏下表现有望超过 23Q1，上半年主品牌收入在高基数下有望实现 5%-10%的同比增长。管理层维持 23 年流水同比增长 20%、收入同比增长双位数、净利润率回升的指引。我们维持 23-25 年归母净利润 11.24/14.07/17.17 亿元的预测，对应 PE20/16/13X，维持“买入”评级。

**大族激光 (002008): 2022 年报点评：业绩短期承压，静待下游回暖**

盈利预测与投资评级：考虑到公司多项业务下游景气复苏进程，我们谨慎调整公司 2023-2024 年归母净利润预测分别为 14.86 和 20.58 亿元（原值 19.90 和 26.59 亿元），并预计 2025 年归母净利润为 26.77 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 21、15、12 倍。基于公司不断扩张的潜力，维持“买入”评级。风险提示：制造业投资不及预期，行业竞争加剧，新业务拓展不及预期。

**昆仑万维 (300418): 2022 年年报点评：加码 AIGC 投入，前瞻布局有望持续验证**

盈利预测与投资评级：我们维持 2023-2024 年并新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年 EPS 为 1.23/1.48/1.67 元，对应当前股价 PE 为 37/31/27 倍。我们认为公司主业经营稳健，前瞻布局 AI 领域，同时具备 AI 应用落地场景，具备稀缺性，维持“买入”评级。

**台华新材 (603055): 2022 年业绩点评：业绩承压，需求回暖+产能释放下 23 年复苏可期**

公司为国内民用锦纶 66 龙头，有望充分分享锦纶 66 行业扩容历史性机遇。22 年受到国内疫情冲击，下游需求承压，同时下半年原材料切片价格回落导致产品价格下滑+能源等生产成本提升致盈利能力受损。23 年以来疫情放开后下游需求有望逐渐回暖，同时原材料切片价格回暖、23Q1 环比+12%，利好公司盈利能力改善。长期来看，国内己二腈已实现国产化突破、锦纶 66 产业链形成降价预期，有望带动锦纶 66 价格下行、下游市场渗透率持续提升，公司淮安一期项目有望新增锦纶 66/再生锦纶产能 6/2 万吨，高附加值产品占比进一步提升，业绩有望逐步兑现、长期发展向好。考虑 22 年业绩低于预期、23Q1 仍受到下游客户去库影响，预计 23 年全年业绩呈现前低后高态势，我们将 23 年归母净利润从 5.64 亿元下调至 5 亿元、维持 24 年归母净利润预测 7.41 亿元、预计 25 年归母净利润 9.32 亿元，EPS 分别为 0.56/0.83/1.04 元/股，对应 PE 分别为 20/13/11X，维持“买入”评级。

**中兵红箭 (000519): 2022 年年报点评：归母净利 8.2 亿元，培育钻石和工业金刚石业绩兑现**

盈利预测与投资评级：中兵红箭是我国人造金刚石的龙头企业，隶属于中国兵器工业集团，规模和工业技术行业领先，公司治理有望持续改善，公

司内部治理改革仍在推进中，处于谨慎我们先下调公司 2023-24 年归母净利润从 15/19.2 亿元至 7.9/9.8 亿元，预计 2025 年归母净利润 12 亿元。最新股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 39/32/26 倍，维持“买入”评级。

**德业股份 (605117): 2023Q1 业绩快报点评: 储能表现持续亮眼, 业绩超预期!**

我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 15.4/27.8/47 亿元，同增 166%/81%/69%，对应 2023/2024 年 PE 分别为 22/13 倍，低估值高成长，给予 2023 年 35 倍 PE，对应目标价 407 元，维持“买入”评级

**天赐材料 (002709): 2022 年报点评: 电解液成本优势明显, 业绩符合市场预期**

盈利预测与投资评级: 考虑六氟竞争加剧，我们下调公司 23-25 年归母净利润预期至 48.45/63.18/82.06 亿元（原预期 23-24 年归母净利 60.37/80.49 亿元），同比-15%/30%/30%，对应 PE 为 17x/13x/10x，考虑到公司为电解液龙头，给予 23 年 25 倍 PE，对应目标价 62.8 元，“买入”评级。风险提示: 销量不及预期，盈利水平不及预期

**沪电股份 (002463): AI 算力浪潮下数通业务量价齐升**

AI 算力浪潮下公司核心数通 PCB 业务交换机、服务器业务迎来量价齐升，第二成长曲线汽车板业务充分受益于汽车电动化、智能化、网联化，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 17.1/21.6/27.0 亿元，当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 27/21/17 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

**山西汾酒 (600809): 2023 年 1-3 月主要经营情况点评: 1 季度目标顺利完成, 高质量发展动力充足**

23Q1 业绩增速位于市场预期上限，此前负面市场情绪有望逐步消化，清香龙头压力下向上趋势不改，我们基本维持 2022-2024 年归母净利润为 79、101、127 亿元，同比增长 49%、28%、26%，当前市值对应 PE 为 38/29/23X，维持“买入”评级。

**科士达 (002518): 2022 年年报点评: 储能爆发增长, 新能源业务稳中有升!**

盈利预测与投资评级: 基于新能源市场的旺盛需求，我们维持公司 2023-24 年盈利预测为 12.59/20.97 亿元，我们预计公司 2025 年归母净利润为 30.70 亿元，同比+92%/+67%/+46%，基于公司新能源业务全线迸发，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。

**柏楚电子 (688188): 2022 年报点评: 盈利水平依旧出色, 静待行业复苏及焊接新品放量**

盈利预测与投资评级: 考虑到低毛利率的智能切割头收入占比提升，我们谨慎调整 2023-2024 年公司归母净利润预测分别为 6.96、9.31 亿元（原值 7.27 和 9.70 亿元），并预计 2025 年归母净利润为 11.81 亿元，当前股价对应动态 PE 为 41、30 和 24 倍，维持“买入”评级。风险提示: 盈利能力下滑，新品产业化进展不及预期，竞争加剧等。

**纳思达 (002180): 2022 年年报点评: 业绩符合预期, 高端机型拓展顺利**

盈利预测与投资评级: 考虑公司持续加大研发投入，我们将公司 2023-2024 年 EPS 预测由 1.98/2.73 元下调至 1.84/2.51 元，预测 2025 年 EPS 为 3.29 元。我们看好未来奔图中高端产品实现突破，信创市场放量，维持“买入”评级。

**瀚蓝环境(600323): 2022 年年报点评: 固废稳定燃气有望改善, REITs&地方支持改善现金流**

事件: 2022 年公司实现营收 128.75 亿元, 同增 9.33%; 归母净利润 11.46 亿元, 同减 1.46%; 扣非归母净利润 11.12 亿元, 同减 1.07%。2023 年 Q1 公司预计实现归母净利润 3.02 亿元, 同增 90%。



## 宏观策略

### 宏观点评 20230411：“史上最强”3月信贷有何“软肋”？

史上最强3月信贷，市场为何不买账？今天公布的3月信贷数据无论从总量还是结构上都能称得上史上最强：总量上，3.89万亿元的信贷和5.38万亿元的社融均刷新同期历史记录；结构上，除了一直亮眼的企业贷款外，居民似乎突然“回心转意”、开始借钱了——无论短贷还是中长贷均创下历史同期最高，超过了2020年3月；期限上也没有出现票据冲量的情况。但是市场并不买账，10年期国债收益率反而跌超2bp。我们认为“软肋”可能主要集中在两个关键词——“可持续性”和“资金空转”。

第一季度太好意味着往后不会太好。第一季度社融新增14.5万亿元，同比增速达20.5%，中央经济工作会议明确表示“保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”，在坚持“不大水漫灌”的政策基调下，这意味着留给接下来三个季度的空间已经不多了。在经济复苏可能出现拐点的情况下，天量贷款都去哪了？我们认为资金空转和套利的风险在上升，至少从企业中长期存款大增而M1增速疲软，非银存款超预期增加以及3月以来隔夜回购持续上量，在4月6日成交量一度站上7万亿。第一季度信贷总量同比多增2.27万亿元，靠前发力明显，意味着后续投放在“量”与“节奏”上需做出选择，若2023年维持信贷总量增长适度，则二季度及下半年需压缩量的空间；而若想控制信贷投放节奏平稳（第一季度占全年比例与2022年持平），就意味着2023年信贷存量增速突破12.5%。

居民短贷修复加速的“玄机”。一季度居民短贷同比多增5710亿元，其中3月贡献近一半增加值，主要得益于服务业消费景气的上升，但3月新增量的“历史新高”与车市偏缓修复以及3月通胀回落的直觉违背，我们认为可能有两方面原因：一是居民出行增多提振消费贷款，二是存在利率套利行为（借低息贷款还高息房贷），导致短贷冲量。接下来需关注线下经济的活跃性来检验短贷质量能否延续强势。3月居民中长贷同比多增2600亿元，各地方地产放松政策持续出台，3月地产销售接近2019年水平，但一季度整体居民中长贷同比少增1260亿元，需求反映的居民中长贷尚处修复区间，未来需关注地产修复动能。一季度企业贷款是信贷最大支撑，3月企业中长贷延续同比多增，一季度累计同比多增27300亿元，我们认为“天量”数据的背后存在隐忧：一方面体现经济复苏初期制造业与基建投资的靠前发力仍有必要，另一方面3月企业中长期存款高增，结合3月银行间质押式回购成交量飙升，企业中长贷资金可能存在空转风险。企业短贷同比超季节性增加，反映企业杠杆率脆弱情况的修复略滞后于企业经营状况的好转以及经济基本面修复。票据融资同比减少7874亿元继续成为拖累项，综合来看一季度经济复苏分化，但信贷总体需求超预期强劲。社融方面债券融资偏弱，3月政府债同比少增约1000亿元，仍维持较高规模，一季度发行前置特点明显。企业债融资经历年初信用市场改善后节奏仍在恢复中，同比少增462亿元，新增量处近五年较低水平。表外方面，3月非标融资压降力度减弱，信托贷款与委托贷款同比增281亿元。受信贷扩张与积极财政投放支撑以及去年同期高基数影响，3月M2同比增长12.7%；但形成鲜明对比的是企业信贷投放扩张强劲背景下M1同比增速放缓0.8个百分点至5.1%，两者的剪刀差扩大至7.6%，背后一方面可能说明短期内企业补充流动性及资产负债表修复需求较大，但可能更能体现企业资金空转的可能性。在城镇化率以及家庭负债率均指向居民加杠杆

仍有空间的背景下，居民消费贷起速是否可持续？央行问卷调查显示第一季度居民储蓄意愿明显下降，但并未带来消费意愿的上行，而是流向投资理财，这背后可能意味着短期内居民消费情绪复苏的“锚点”并不在于高储蓄率的变化，收入与就业的改善程度或是二季度需观测影响消费的关键变量。从“量”向“结构”切换后，年内社融质量的关注点在哪？进入二季度社融大概率节奏趋稳，非金融部门债务结构性问题亟待解决。政府方面新增债务占比自疫情以来迅速升高，中央经济工作会议明确提出化解地方债风险“坚决遏制增量、化解存量”，两会确定赤字率3%的目标，财政的施力空间可能受限。结合在居民负债意愿初步松动、且企业部门经历2022年逆周期加杠杆后，社融结构质量或围绕“内需驱动”与“政策驱动”展开博弈。风险提示：毒株出现变异，疫情蔓延形式超预期恶化、疫情反复出行意愿恢复不及预期、居民消费意愿下滑及海外衰退幅度超预期的风险。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

### 宏观点评 20230410：高层密集调研民营企业的科技信号

4月政治局会议前，中央和地方调研热仍在如火如荼地进行，民营经济无疑是聚焦的主题。事实上，以总理3月21-22日调研湖南的5家民营企业为标志，两会后先后有个17个省级一把手共调研了54家民营企业，在这轮密集的调研中，除了持续推动优化营商环境，另一大看点是鼓励民营企业在科技创新和产业升级上大显身手。因此，在行业分布上，我们发现这轮调研具有显著的科技和制造特征。如图2所示，在迄今为止总理和省级一把手调研的民营企业中，机械设备（如山河科技）、电子（如京东方）、医药（如天士力）、汽车（如比亚迪）这四大行业占据了一半的比重。考虑到这些行业所引领的中国先进制造业的方向，而调研的民企又是所处行业科技创新的代表，可以预见在科技领域会有一系列利好民营经济的政策出台。两会后的政策主线由刺激经济转向重振民营经济并非偶然。在中美科技面临脱钩的背景下，我们认为决策者在刺激经济、财政可持续性、科技创新三者之间存在着不可能三角，即三者不可同时兼得：比如既要刺激经济又要加大科技创新，则政府债务风险的加大必然在财政上是不可持续的；而如果既要财政可持续又要刺激经济，那么科技创新上的投入必然受限，同时金融的风险（刺激地产）也在加大。因此，一个相对合理的选择是在保持财政可持续的前提下加大科技创新，这就意味着经济不再有政策的强刺激，也是高质量发展的题中之义。如何在保持财政可持续的前提下加大科技创新？民营经济无疑是关键的一环，这不仅因为民营经济贡献了国内70%以上的技术创新成果，更在于民营企业参与科技创新所催生的市场需求。鉴于当前中美大国博弈的大背景，科技创新如果得不到市场需求的检验，其成果便很难给实体经济赋能，最终还是消耗财力，这也是苏联在美苏争霸后期的教训（图3）。我们认为今年重振民营经济的重点在于鼓励“有能力、有条件的民营企业要加强自主创新，在推进科技自立自强和科技成果转化中发挥更大作用”（总书记在两会上的讲话）。具体而言，未来在科技领域惠及民营企业的政策很可能围绕在如下几个方面展开：一是新型举国体制的构建将融入民营企业的深度参与。随着科技部的重组，一些民营高科技企业不仅会参与科技创新项目建设，也有望参与监督科技机构的运行管理。二是通过税收优惠等制度性安排支持民营企业参与基础研究。与美日等科技创新强国相比，我国企业在基础研究经费执行的占比偏低，仍有较大提升空间。三是以数字经济发展为民营企业转型升级赋能。随着《数字中国建设整体布局规划》的实施，地方政府将积极为民营企业搭建数字化转型平台，推动民营企业加快数字技

术创新应用。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)

## 固收金工

### 固收点评 20230411：疫后通胀不升反落，需求恢复任重道远

事件 数据公布：2023年4月11日，国家统计局公布CPI和PPI相关数据：2023年3月，CPI同比上涨0.7%，涨幅较2月下行0.3个百分点；PPI同比下降2.5%，降幅较2月扩大1.1个百分点。

观点 鲜菜价格环比季节性回落，工业消费品价格成非食品项主要拖累。2023年3月CPI环比下降0.3%，降幅较2月收窄0.2个百分点；CPI同比上涨0.7%，涨幅比2月下行0.3个百分点。从分项来看，食品项价格当月同比较2月下降0.2个百分点，非食品项价格当月同比较2月下行0.3个百分点：(1)鲜菜价格因天气转暖回落，猪肉供给充足，价格下行。鲜菜方面，3月鲜菜价格环比下降7.2%，同比下降11.1%。由于天气转暖，鲜菜上市量增加，历年3月的鲜菜价格通常均会出现环比回落，2016-2022年的3月价格环比均值为-8.2%。此外，由于去年3月鲜菜价格出现超季节性的环比上行，因此今年3月的鲜菜价格同比回落幅度较大，同比下降11.1%。猪肉方面，3月猪肉价格环比下降4.2%，同比上升9.6%。自2022年7月能繁母猪出现去栏拐点后，产能去化幅度一直不明显，截至2023年2月存栏量为4343万头。(2)出行需求持续恢复，带动飞机票和宾馆住宿等价格上涨。3月飞机票和宾馆住宿价格分别环比上涨2.9%和3.5%。此外去年3月疫情造成的低基数效应令此类服务价格的同比价格较2月进一步扩大。

(3)非食品项中工业消费品，尤其是能源和汽车价格的回落成为主要拖累。3月车企开启“价格战”，受此影响燃油小汽车价格环比和同比分别下降1.9%和4.5%。展望后期，食品项中多为刚性需求，价格波动主要可参考季节性，而非食品项价格的回升则主要依靠弹性需求的恢复。目前因防疫政策调整而令需求释放的最陡峭时点已过，我们预计2023年后续的CPI当月同比均将处于1%左右的低位。基建需求支撑生产资料价格，但基数效应令PPI当月同比降幅扩大。2023年3月PPI环比持平，与2月相同；同比下降2.5%，降幅较2月扩大1.1个百分点。分项来看，生产资料和生活资料价格环比均持平。(1)国内重大项目建设进度加快，令钢材和水泥等建材价格回升。2023年4月3日-9日当周，石油沥青装置开工率为38.5%，唐山钢厂高炉开工率为58.73%，呈现上升趋势，因此黑色金属冶炼和压延加工业、水泥制造价格均上涨1.3%。(2)国际原油价格下降，令相关行业价格回落。2023年3月布伦特原油期货结算价当月同比下降29.57%，较2月扩大18.34个百分点，因此石油和天然气开采业价格下降0.9%，石油煤炭及其他燃料加工业价格下降0.4%。展望后期，由于2023年上半年的PPI当月同比翘尾因素依然较高，我们预计PPI同比将维持负值，下半年有望转正。债市观点：CPI和PPI同比回落，此前伴随着疫后复苏而来的通胀回升剧本并未如期而至，但看CPI当月同比的新涨价因素，已是零值。通缩而非通胀成为了市场忧虑的新主题。为刺激需求回升，宽松的流动性环境需要维持，而诸如降息等总量刺激政策需要与“控风险”间找到平衡，出台将较为谨慎。在宏观数据的“割裂”环境下，长端收益率难破局，仍将保持“低波动”状态。风险提示：国际原油价格波动超预期；大宗商品价格波动风险；宏观政策



变动风险。

(证券分析师: 李勇 研究助理: 徐沐阳)

## 行业

### 银行业点评报告: 社融信贷强劲, 居民端延续修复——3月金融数据点评

事件: 3月社会融资规模增量 5.38 万亿人民币, 前值 3.16 万亿元。新增人民币贷款 3.89 万亿元, 前值 1.81 万亿元。M2 同比 12.7%, 前值 12.9%。

1、社融延续回升。3月存量社融规模 359.02 万亿元, 同比增长 10%, 较上月提高 0.1 个百分点。新增社融 5.38 万亿元, 较去年同期多增 7235 亿元。一季度经济复苏, 叠加降准和专项债等政策工具, 银行项目储备充足, 金融数据整体保持高增态势。结构上, 信贷和表外为主要支撑。1) 信贷延续多增。3月社融口径新增人民币贷款 3.95 万亿元, 同比多增 7211 亿元。2) 表外融资多增。3月表外融资增加 1919 亿元, 同比多增 1784 亿元。其中, 新增未贴现票据 1790 亿元, 同比多增 1503 亿元, 企业开票意愿高; 信托贷款减少 45 亿元, 同比少减 214 亿元; 委托贷款新增 147 亿元, 同比多增 67 亿元。3) 政府债券少增。3月政府债净融资 6022 亿元, 同比少增 1052 亿元。4) 直接融资少增。3月企业债券净融资 3288 亿元, 同比少增 462 亿元, 股票融资增加 614 亿元, 同比少增 344 亿元。

2、信贷总量强劲。金融机构口径信贷余额同比增速 11.8%, 较上个月提高 0.2 个百分点。新增人民币贷款 3.89 万亿元, 同比多增 7600 亿元。企业贷款强劲, 结构向好。3月新增企业贷款 2.7 万亿元, 同比多增 2200 亿元。短期贷款、中长期贷款、表内票据融资分别同比多增 2726 亿元、多增 7252 亿元, 多减 7874 亿元。企业中长期贷款需求保持强劲, 银行信贷额度充足, 压降表内票据融资额度。居民贷款延续回暖。3月新增居民贷款 1.24 万亿元, 同比多增 4908 亿元。其中, 短期贷款新增 6094 亿元, 同比多增 2246 亿元, 3月服务业 PMI 走高、乘用车销量同比增长 8.2%, 商旅服务等消费需求回暖。3月居民中长期贷款新增 6348 亿元, 同比多增 2613 亿元, 延续 2 月以来的多增态势。3月 30 大中城市销售面积同比增速 43.59%。

3、M2 高位回落, 与 M1 剪刀差走阔。3月 M2 同比增速 12.7%, 较上月回落 0.2 个百分点; M1 同比增速 5.1%, 较上月回落 0.7 个百分点。1) 企业存款增加 2.61 万亿元, 同比小幅少增 456 亿元, 居民存款增加 2.91 万亿元, 同比多增 2051 亿元。2) 财政存款减少 8412 亿元, 同比少减 13 亿元, 季末通常为财政支出大月。3) 非银金融机构存款增加 3050 亿元, 同比大幅多增 9370 亿元。金融数据强劲, 经济延续复苏, 利好银行板块。3月金融数据显示经济延续复苏, 企业端需求强劲, 居民端信贷逐渐修复, 线下消费和地产销售回暖。但也需留意外需回落、内需不足、居民存款仍处于高位等“隐忧”。4月 7 日国务院部署稳外贸、稳就业、适时出台务实管用的政策措施。总体而言, 一季度银行净息差或受贷款利率重定价影响走低, 但上半年经济复苏势头向好, 货币政策友好, 银行业绩有望触底反弹。建议关注两条主线, 一是区域发展强劲、信贷资源充足、资产质量优异的银行, 关注杭州银行、江苏银行、常熟银行、成都银行、苏州银行, 二是受益于房地产修复, 迎来困境反转的优质银行, 例如平安银行、兴业银行。风险提示: 房地产销售回暖和居民消费意愿不及预期, 通胀超预期。

(证券分析师: 胡翔 研究助理: 曹志楠)

双碳环保日报: 福建省发布城乡建设领域碳达峰实施方案, 持续推进



### 绿色低碳发展

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。 中法联合声明关注碳中和，加快能源和气候转型。1)民用核能务实合作。继续推进在核能研发领域前沿课题上的合作，支持双方企业研究在核废料后处理等问题上加强工业和技术合作的可能性。2)解决发展中经济体和新兴市场经济体融资困难问题，鼓励其加快能源和气候转型，支持其可持续发展。3)气候、生物多样性和土地退化防治是中法两国共同优先事项。为实现每年减少 5000 亿美元有损生物多样性的补贴这一目标作出贡献4)中法两国重申各自碳中和/气候中和承诺。法方承诺到 2050 年实现气候中和。中方承诺二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和。5)支持促进和发展有助于生态转型的融资，鼓励各自金融部门统筹业务和减缓适应气候变化、保护生物多样性、发展循环经济、管控和减少污染或发展蓝色金融等方面的目标6)推进建筑节能降碳，推动城市可持续发展。7)致力于海洋保护与可持续管理森林生态系统。 多省聚焦秋冬重污染天气消除，防治夏季臭氧污染。1)河南省印发《攻坚行动方案》，旨在打击空气污染，重点实现“双碳”目标，优化产业结构和布局，淘汰老旧低效产能等。该计划还包括促进节能减排，提高燃料清洁度等措施。2)山东省政府发布的重污染天气应急预案，针对重污染天气进行管理和应对，包括臭氧污染的预警系统和不同行业应急管理差异化措施。以空气质量指数(AQI)为统一预警指标，新增以臭氧(O3)为首要污染物的预警启动标准和应急响应情况，中国 2022 年全国 PM2.5 和 PM10 等污染物浓度保持下降，但臭氧平均浓度继续上升，同比增长 5.8%。 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性提升，【天壕环境】稀缺管道资产+布局气源，【九丰能源】。最新研究：生物油行业点评：REDIII 加码&原油减产促生柴景气度上行，龙头不惧波动彰显稳健功力。光大环

境：运营维持增长占比首超建造，期待现金流改善。锂电回收周报：锂价&折扣系数下降，再生盈利稳定。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)

## 推荐个股及其他点评

### 新兴铸管(000778)：2022 年报点评：业绩拐点出现，继续看好水利大投资下铸管业务量价齐升

事件：公司发布 2022 年年报，2022 年公司实现营业收入 477.60 亿元，同比增长-10.4%；实现归母净利润 16.76 亿元，同比增长-16.5%；实现扣非后归母净利润 13.57 亿元，同比增长-25.3%，业绩符合我们预期。铸管业务：受疫情拖累发货，库存同比+14%，预计将于 2023 年上半年确认收入。(1)行业水利大投资：2022 年我国完成水利投资额 10893 亿元，同比增长 44%，是新中国成立以来水利投资完成最多的一年。公司球墨铸铁管产品以优异的性能在水利行业得到了广泛的认可，部分项目订单会在今年落地实施并开工执行。(2)铸管业务竞争力：公司球墨铸铁管世界第一，目前全世界铸管的年产量在 900 万吨左右，其中，离心球墨铸铁管的年产量约 850 万吨，占铸管产量的 90%以上；截至 2020 年末，发行人铸管、管件及铸件产能为 320 万吨，行业第二名产能在 60 万吨以下，公司市场占有率在 40%+，行业龙头地位凸显。2022 年公司铸管业务实现收入 147.12 亿元，同比增长-2.3%，毛利率 11.47%，同比微增 1.22pct，而库存同比+14%，预计将于今年陆续确认收入。普钢优钢业务：受地产需求拖累，普钢收入同比-20%，优钢同比-14%。2022 年全国住宅新开工面积 88135 万平方米，同比增长-39.8%，地产开工严重拖累钢材需求。收入端，普钢业务实现收入 126.52 亿元，同比增长-20%，实现毛利率 6.93%，同比增长-6.57pct；优钢业务实现收入 92.89 亿元，同比增长-14%，实现毛利率 2.94%，同比增长-7.27pct。展望 2023 年：铸管业务量价齐升、普钢优钢或迎盈利拐点。我国水管网改造大背景+一带一路基建出口，公司铸管业务 2023 年有望迎来量价齐升；普钢优钢业务也有望受地产需求改善+基建强发力迎来弱复苏。公司拥有遍布全国各地的 20 个销售分公司，产品出口至世界 120 多个国家和地区，掌控国内市场销售终端，主导国际市场销售渠道。2022 年，在“研产销运”各环节服务力量大力支持下，经过近五年不懈努力，新兴铸管优质管材奔赴 2022 卡塔尔世界杯之约。公司销售网络覆盖亚洲、欧洲、非洲、美洲，形成了跨区域、全球性的营销服务网络。盈利预测与投资评级：我们看好 2023 年水管网产业链业绩释放，我们调整公司 2023-2024 年归母净利润预测从 17.99 亿元、24.83 亿元至 20.82、24.27 亿元，预计 2025 年归母净利润为 31.30 亿元，对应 PE 为 8 倍、7 倍、5 倍，维持“买入”评级。风险提示：国家财政政策超预期收紧的风险；我国水管网智能化改造进程不及预期的风险、钢价、铁矿石、焦炭价格剧烈波动的风险等

(证券分析师：杨件 证券分析师：刘博 证券分析师：唐亚辉)

### 特步国际(01368.HK)：23Q1 流水点评：复苏势头明确，看好 Q2 进一步改善

投资要点 公司公布 2023Q1 经营数据：23Q1 特步主品牌全渠道零售流水同比增长约 20%，零售折扣 7-7.5 折，存货周转少于 5 个月。随国内疫情放开后消费回暖，23Q1 主品牌各经营指标均较 22Q4 环比明

明显改善。23Q1 主品牌流水恢复较快正增、复苏势头明确。1) 单3月流水同比增长35%、4月以来延续强劲趋势: 1-2月主品牌流水同比增长中双位数、3月在高基数下仍取得同比35%的增长, 显示明确的复苏势头, 4月以来强劲复苏趋势得以延续。考虑到22Q2国内疫情影响下基数相对较低, 我们预计23Q2流水增速有望超过Q1。基于强劲的终端复苏表现, 23H1主品牌报表收入有望实现5%-10%的同比增长、23年全年主品牌流水同比增长20%的指引有较大概率可实现。2) 线下好于线上、儿童好于成人: 由于疫情后线下实体店客流量及购买率均显著提升, 23Q1主品牌线下流水增速快于线上; 同时童装流水增长超过30%, 好于整体表现。23Q1主品牌库销比及折扣均环比改善, 改善趋势有望延续。1) 23Q1库存环比改善, 秋冬为主要去库时间窗口: 23Q1主品牌库存周转约5个月, 环比22Q4下降半个月以上、同比22Q1增多近1个月。22年国内疫情反复导致公司库存承压, 但随终端销售复苏已呈环比改善。公司库存以22秋冬产品为主, 预计今年10-11月进行应季促销、到年底前库销比有望降至4以下。2) 目前以新品销售为主, 折扣回升: 23Q1零售折扣约7-7.5折, 环比22Q4的7折有所改善、同比22Q1的7.5折略低。由于计划到秋冬季再处理库存, 目前特步品牌市面上90%以上商品为新品, 因此折扣呈改善趋势, 预计23Q2有望进一步回升。盖世威增长势头良好, 索康尼23年有望实现盈亏平衡。1) 盖世威表现好于预期: 盖世威目前国内30+家门店(多数为22年下半年新开), 新开门店表现好于预期、多家门店店效达100万元/月以上, 公司计划23年加大投入、店铺数量有望翻番。2) 索康尼有望实现盈亏平衡: 索康尼自2020年发力投入以来经历3年发展, 23年将开放加盟模式, 预计全年新开30-50家门店中一半为加盟, 索康尼今年有望成为四个新品牌中首个实现盈亏平衡的品牌。3) 23年四个品牌合计亏损不超过1.5亿元: 综合索康尼盈亏平衡+加大盖世威投入, 维持23年四个新品牌合计不超过1.5亿元亏损的判断。盈利预测与投资评级: 公司为国内领先运动服饰品牌, 23Q1随国内放开后消费回暖, 主品牌流水、库存、折扣指标均环比改善, 其中单3月流水复苏强劲、4月以来复苏趋势延续, 预计23Q2在基数走弱+终端进一步复苏下表现有望超过23Q1, 上半年主品牌收入在高基数下有望实现5%-10%的同比增长。管理层维持23年流水同比增长20%、收入同比增长双位数、净利润率回升的指引。我们维持23-25年归母净利润11.24/14.07/17.17亿元的预测, 对应PE20/16/13X, 维持“买入”评级。风险提示: 疫情反复, 终端消费恢复不及预期, 库存消化不及预期。

(证券分析师: 李婕 证券分析师: 赵艺原)

**大族激光(002008): 2022年报点评: 业绩短期承压, 静待下游回暖**  
事件: 公司发布2022年年报。多项主营业务处在下行周期, 2022年收入端短期承压。2022年公司实现营业收入149.61亿元, 同比-8.40%; 其中Q4为43.99亿元, 同比-0.07%, 基本符合我们预期。分业务来看: 1) 消费电子设备: 2022年实现收入20.50亿元, 同比下降30.13%, 主要系消费电子行业需求低迷, 设备投资明显减少; 2) PCB设备: 2022年实现收入27.86亿元, 同比下降31.72%, 主要系消费电子行业需求的低迷直接带来PCB产业增长幅度的大幅放缓, 降低了企业资本开支意愿。3) (泛) 半导体设备: 2022年实现收入20.94亿元, 同比增长7.70%, 其中LED市场增长放缓, 半导体应用快速突破; 4) 通用工业激光设备: 2022年实现收入52.68亿元, 同比基本持平, 受宏观经济影响, 中低功率市场出现明显下降。受益于新能源汽车旺盛的市场需求, 2022年公司高功率激光焊接设备实现收入5.60亿元,



创历史新高；5）新能源设备：2022年锂电设备和光伏设备分别实现收入25.36和2.28亿元，分别同比增长27.94%和69.81%，对传统业务的下滑实现有效对冲。展望2023年，在制造业开始复苏、消费电子景气回暖等驱动下，公司多项主营业务有望进入新一轮上行周期，叠加新能源设备、半导体设备持续放量，公司收入端有望重回高速增长通道。激光设备毛利率下降&加大研发投入，盈利水平出现一定下滑。2022年公司实现归母净利润12.10亿元，同比-39.35%，其中Q4为1.96亿元，同比-60.29%。2022年销售净利率为8.57%，同比-4.17pct，盈利水平出现明显下滑。

1）毛利端：2022年销售毛利率为35.22%，同比-2.33pct，其中PCB智能制造装备、其他智能制造装备毛利率分别为37.33%和34.74%，分别同比+0.98pct和-3.21pct。2）费用端：2022年期间费用率为26.64%，同比+2.07pct，其中销售、管理、研发和财务费用率分别同比+0.71pct、+0.84pct、+2.21pct和-1.69pct，财务费用率下降主要系美元汇率波动所致，研发力度明显加大，是期间费用率上提的主要原因。3）2022年公司资产减值损失、信用减值损失分别达到2.09和1.45亿元，分别同比+177%和+48%，进一步压制盈利水平。新老业务有较大成长空间，公司具备中长期成长逻辑

1）消费电子设备：公司围绕大客户的创新性需求，持续更新产品和工艺，在手机表面处理、手机金属材料焊接、气密性检测等项目上取得主要市场份额，2023年有望开始受益于消费电子行业景气回暖。2）PCB设备：公司全球龙头地位稳固，并持续开拓HDI、IC封装基板、挠性及刚挠结合板等高阶PCB市场，同样有望受益于景气复苏。3）新能源设备：锂电设备与宁德时代、中创新航、亿纬锂能等主流客户合作不断深入，市占率稳步提升；在光伏设备领域，公司PECVD、扩散炉、退火炉等设备已经中标行业头部客户批量订单，已逐步具备TOPCON全产业链设备研发制造能力，HJT已布局PECVD、PVD等设备产品，钙钛矿领域自主研发了钙钛矿激光刻划设备，已实现量产销售，与协鑫光电等行业头部客户保持合作关系。4）泛半导体设备：在面板领域，已获得Micro-LED巨量转移设备订单，市场验证反映良好。集成电路领域，公司硅隐形切割设备、前道激光开槽机、晶圆级标记等前道加工设备产品性能不断完善，已进入封测行业龙头企业供应链并获得加机复购订单。此外，公司提前布局第三代半导体技术，成功研发出碳化硅激光切片设备。5）通用工业激光设备：公司核心部件高自制比例，大功率激光焊接设备市场需求旺盛，具备持续提升市占率潜力，传统激光切割、打标业务有望受益于制造业复苏。

盈利预测与投资评级：考虑到公司多项业务下游景气复苏进程，我们谨慎调整公司2023-2024年归母净利润预测分别为14.86和20.58亿元（原值19.90和26.59亿元），并预计2025年归母净利润为26.77亿元，当前股价对应动态PE分别为21、15、12倍。基于公司不断扩张的潜力，维持“买入”评级。风险提示：制造业投资不及预期，行业竞争加剧，新业务拓展不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：黄瑞连）

**昆仑万维（300418）：2022年年报点评：加码AIGC投入，前瞻布局有望持续验证**

投资要点 事件：2022年公司实现营收47.36亿元，yoy-2.35%，归母净利润11.53亿元，yoy-25.49%，扣非归母净利润11.54亿元，yoy-10.15%。其中2022Q4实现营收13.37亿元，yoy+4.25%，qoq+16.35%，归母净利润3.66亿元，yoy-152.35%，qoq+154.79%，扣非归母净利润2.79亿元，yoy-145.26%，qoq+55.72%，业绩符合我们预期。海外收入引领增长，StarX实现高质量发展。2022年公司海外收入达36.72亿



元(yoy+7.15%), 营收占比为 77.54%(yoy+6.87pct), 毛利率达 81.75%(yoy+9.86pct), 毛利率提升幅度较大主要系 StarMaker 运营及商业化水平持续提升, 对应海外社交娱乐业务毛利率同比提升 35.21pct 至 87.07%。截至 2023Q1 末, 根据 Sensor Tower 数据, StarMaker 商业化水平仍处于行业较低水平, 我们看好其拓展高 ARPU 值地区, 延续高质量发展, 商业化水平有望稳步上升, 驱动业绩增长。Opera 增长潜力有望持续释放, 元宇宙板块表现出色。Opera 2022 年实现营收 3.31 亿美元, 超出公司指引上限的 3.26 亿美元; 实现经调整 EBITDA 6808 万美元, 超出公司指引上限的 6400 万美元。同时, Opera 公布 2023 年业绩指引, 预计实现营收 3.7-3.9 亿美元, 经调整 EBITDA 7100-8100 万美元, 经调整 EBITDA Margin 20%。此外, 公司元宇宙业务板块持续高速增长, 截至 2022Q4, Opera GX 发布游戏已超 3000 款, MAU 已超 2000 万, 同比增长超 40%, ARPU 提升至 3.3 美元/年。海外环境逆风下, Opera 业绩持续高增, 我们认为主要得益于公司聚焦高 ARPU 地区的战略, 以及 Opera GX 浏览器等高粘性产品推动用户 ARPU 值增长, 我们看好公司战略持续推进, 利润增长潜力有望稳步释放。前瞻布局 AI 领域, 期待相关投入持续验证。公司高度重视且前瞻布局 AI 产业, 1) 技术端, 已宣布将推出对标 ChatGPT 的双千亿级大语言模型“天工”3.5, 并定于 4 月 17 日启动邀请测试。同时公司已将 StarX 和 ArkGames 合并升级为 StarArk, 聚焦音乐 AI 与游戏 AI 方向, 将于 2023 年年内陆续发布音乐 AI 和游戏 AI 产品。2) 应用端有承接场景, 公司音乐 AI 将对内赋能 StarMaker 平台内容丰富度, 对外探索商业化; 游戏 AI 将赋能游戏制作, 有望实现游戏业务的降本增收, 同时我们认为公司的元宇宙平台 Opera GX 也将受益于游戏开发效率的提升, 内容丰富度、活跃用户数及商业化水平有望持续上行。盈利预测与投资评级: 我们维持 2023-2024 年并新增 2025 年盈利预测, 预计 2023-2025 年 EPS 为 1.23/1.48/1.67 元, 对应当前股价 PE 为 37/31/27 倍。我们认为公司主业经营稳健, 前瞻布局 AI 领域, 同时具备 AI 应用落地场景, 具备稀缺性, 维持“买入”评级。风险提示: 新游延期风险, 市场竞争加剧风险, 国际政治形势变动风险。

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 周良玖  
研究助理: 陈欣)

### 台华新材(603055): 2022 年业绩点评: 业绩承压, 需求回暖+产能释放下 23 年复苏可期

投资要点 公司公布 2022 年业绩: 2022 年营收 40.09 亿元/yoy-5.83%、归母净利润 2.69 亿元/yoy-42.06%、扣非归母净利润 1.93 亿元/yoy-56.75%, 业绩不及预期, 主因 Q4 下游需求疲软致收入回落、毛利率下滑+费用率提升致利润端降幅超过收入端。分季度看, 22Q1/Q2/Q3/Q4 营收分别同比+27.92%/+0.32%/-21.82%/-15.94%、归母净利润分别同比+17.20%/-23.68%/-50.11%/亏损(2859 万元)。以价换量锦纶长丝收入维持增长, 需求疲软致坯布、面料收入下滑。1) 分产品看, 22 年锦纶长丝/坯布/成品面料收入同比分别 14.9%/-29.4%/-6.8%, 占比分别为 52%/21%/25%。①锦纶长丝: 产能基本保持满负荷运转, 产销率达 93%。收入增长主要受益于 21 年初投产的 12 万吨锦纶长丝项目产能爬坡+Q4 公司通过常规产品降价提升产能利用率带来的量增, 差异化高附加值产品中锦纶 66 收入增速较为靓丽, 再生锦纶受限于产能瓶颈同比基本持平。②坯布: 22 年收入下滑较大主要系原材料长丝价格边际下降+下游需求疲软影响导致产销率降低, 其中锦纶/涤纶坯布产销率同比分别-28/-49pct 至 76%/90%。③成品面料: 面料业务根据客户需求以销定产, 产销率维持较高水平、95%以上,

收入回落主要由于下游客户订单疲软致产能利用率偏低。2)分地区看,22年内销/外销同比分别-7.0%/+9.9%、收入占比分别为83%/17%,国内受疫情影响承压,海外客户上半年增长较好,下半年外需转弱有所承压。毛利率下滑+费用投入增加,净利率承压。1)毛利率:22年同比-3.85pct至21.69%,毛利率下降主因Q4常规产品实行降价策略致价格下降、叠加能源价格如煤价/电价上涨、人工成本抬升导致生产成本提升较大所致。分产品看,锦纶长丝/坯布/成品面料毛利率同比分别-5.11/-5.62/-1.27pct至19.13%/24.53%/23.63%。2)费用率:22年期间费用率同比+2.09pct至14.18%,其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.14/+1.02/+0.86/+0.36pct至1.13%/5.72%/5.93%/1.41%,管理及研发费用率提升主因职工薪酬、新产品研发投入增加。3)归母净利率:结合毛利率、费用率变动及非经常性损益(主要为政府补助)同增0.6亿元,22年归母净利率6.70%/yoy-3.41pct。盈利预测与投资评级:公司为国内民用锦纶66龙头,有望充分分享锦纶66行业扩容历史性机遇。22年受到国内疫情冲击,下游需求承压,同时下半年原材料切片价格回落导致产品价格下滑+能源等生产成本提升致盈利能力受损。23年以来疫情放开后下游需求有望逐渐回暖,同时原材料切片价格回暖、23Q1环比+12%,利好公司盈利能力改善。长期来看,国内己二腈已实现国产化突破、锦纶66产业链形成降价预期,有望带动锦纶66价格下行、下游市场渗透率持续提升,公司淮安一期项目有望新增锦纶66/再生锦纶产能6/2万吨,高附加值产品占比进一步提升,业绩有望逐步兑现、长期发展向好。考虑22年业绩低于预期、23Q1仍受到下游客户去库影响,预计23年全年业绩呈现前低后高态势,我们将23年归母净利润从5.64亿元下调至5亿元、维持24年归母净利润预测7.41亿元、预计25年归母净利润9.32亿元,EPS分别为0.56/0.83/1.04元/股,对应PE分别为20/13/11X,维持“买入”评级。风险提示:需求疲软、产能扩张不及预期、锦纶66市场扩容不及预期、原材料价格大幅波动等。

(证券分析师:李婕 证券分析师:赵艺原)

### 中兵红箭(000519):2022年年报点评:归母净利8.2亿元,培育钻石和工业金刚石业绩兑现

投资要点 2022年实现归母净利润8.2亿元,同比+69%,业绩符合预期。2023年3月10日晚,公司披露2022年年报,2022年公司实现收入67.1亿元,同比-10.65%,实现归母净利润8.2亿元,同比+69%,实现扣非归母净利润7.7亿元,同比+65%。单拆Q4,公司实现收入18.7亿元,亏损6194万元。超硬材料得益于2022年培育钻石和工业金刚石双景气,收入表现出较强的韧性。分版块来看,公司超硬材料板块收入26.8亿元,同比+11.5%,特种装备收入35.5亿元,同比下滑19.1%,汽车制造板块收入4.8亿元,同比下滑33.2%。培育钻石带动超硬材料毛利率和净利率大幅提升,军工板块盈利能力同样也有边际改善。从毛利率来看,超硬材料板块毛利率达到50.95%,同比提升7.5pct,特种装备板块毛利率16.13%,同比提升5.43pct。重要子公司方面,中南钻石实现净利润9.64亿元,同比+47%,净利率达到36%,同比提升8.6pct。公司是超硬材料板块行业龙头,2022年在技术方面也在持续取得突破,大尺寸功能性金刚石单晶材料研发项目获批某重点研制任务立项;攻克30克拉以上宝石级培育金刚石大单晶及10克拉以上MPCVD培育钻石毛坯批量制备技术,产品品质达到世界一流水平。静待公司治理改善,经营潜力释放:公司特种装备业务在专业领域达到行业领先水平,部分产品为国内独家生产。公司2022年8月中披露子公司北方红阳装配分厂顺利完成某重点型号

产品试制生产任务，保证产品顺利交付，未来随着公司内部治理的改善，公司活力效率有望进一步激发，军工盈利能力或有望进一步改善。盈利预测与投资评级：中兵红箭是我国人造金刚石的龙头企业，隶属于中国兵器工业集团，规模和工业技术行业领先，公司治理有望持续改善，公司内部治理改革仍在推进中，处于谨慎我们先下调公司 2023-24 年归母净利润从 15/19.2 亿元至 7.9/9.8 亿元，预计 2025 年归母净利润 12 亿元。最新股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 39/32/26 倍，维持“买入”评级。风险提示：培育钻石下游需求不及预期，军工板块改善不及预期等

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：苏立贤  
证券分析师：谭志千)

### 德业股份 (605117): 2023Q1 业绩快报点评: 储能表现持续亮眼, 业绩超市场预期!

投资要点 事件: 公司发布 2023 年 Q1 业绩预增公告, 公司预计归母净利润 5.5-6.2 亿元, 同增 316%-369%; 扣非归母净利润 4.7-5.4 亿元, 同增 289%-347%, 非经常性损益主要系政府补助及美元汇率下降, 对冲操作下产生汇兑收益, 但同时考虑到美元汇率下降影响公司毛利率与财务费用, 与非经增减基本抵消, 看归母净利润, 公司业绩超市场预期。储能出货环比持平、电池放量高增。我们预计 2023Q1 储能出货 12 万台, 环比持平, 同比翻 3-4 倍增长, 同时储能平均单台价格有所提升, 主要系户储单台功率上行+工商储占比提升, 二季度随欧洲天气回暖, 户储进入旺季, 我们预计 2023Q2 同环比持续高增, 2023 全年预计储能出货 70 万台, 同增 130%+, 未来公司还将逐步布局光储充、大型工商储、大储及新型储能等, 业务布局逐步丰富; 储能电池 2023Q1 营收约 2 亿元, 2023 全年预计营收可达 20 亿元, 同比翻 10 倍+增长, 同时产品逐步向三相高压倾斜, 我们预计 2023 年高低压及户用工商业各占一半。2023 年微逆翻倍以上增长、组串出货高增。我们预计 2023Q1 微逆出货约 20 万台+, 同比翻 4 倍增长, 2023 年欧洲将成为公司微逆新增长点, 2023 全年预计出货 160+万台, 同比翻倍以上增长; 2023Q1 组串我们预计出货约 7 万台, 环比持平, 同比翻倍增长, 光伏需求持续旺盛, 2023 全年我们预计出货 40 万台, 同增 60%。投资建议: 我们维持此前盈利预测, 预计公司 2023-2024 年归母净利润为 27.8/47 亿元, 同增 80%/69%, 对应 2023/2024 年 PE 分别为 22/13 倍, 考虑公司储能及微逆双轮高增长, 我们给予公司 2023 年 35 倍 PE, 对应目标价 407 元, 维持“买入”评级。风险提示: 竞争加剧、政策不及预期等

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 陈瑶 研究助理: 郭亚男)

### 天赐材料 (002709): 2022 年报点评: 电解液成本优势明显, 业绩符合市场预期

投资要点 2022 年归母净利润 57.14 亿元, 同比增长 158.77%, 业绩符合市场预期。2022 年公司营收 223.17 亿元, 同比增长 101.22%; 归母净利润 57.14 亿元, 同比增长 158.77%; 扣非净利润 55.39 亿元, 同比增长 155.38%; 22 年毛利率为 37.97%, 同比增加 2.99pct; 净利率为 26.19%, 同比增加 5.38pct。22 年出货 32 万吨, 同增 122%, 23 年预计维持 50%+增长。出货方面, 公司 22 年全年电解液出货近 32 万吨, 同增 122%, 其中 Q4 公司电解液出近 11 万吨, 环增 20%+。公司深度绑定宁德, 22 年销售额占比达 54%, 23 年在成本优势及长期客户合作下, 市占率预计进一步提升, 我们预计公司 23 年出货有望达 50 万吨+, 同比增长 56%, 其中 23Q1 公司预计出货 8 万吨, 同增



30%+。公司与二线盈利差距维持，预计 23 年 Q2 盈利触底企稳。盈利方面，我们预计公司 22 全年单吨盈利近 1.4 万元/吨，同比微增，其中 Q4 单吨净利 1 万元/吨左右，环降约 25%，与二线厂商盈利差扩大至 0.6 万元/吨左右；23 年 Q1 六氟价格降至 10 万元/吨以下，行业已逐步出清，随着碳酸锂价格企稳，我们预计电解液单位盈利在 Q2 见底企稳，全年看，公司液体六氟我们预计维持 2-3 万元/吨左右的成本优势，对应电解液利润增厚 0.3 万元/吨左右，LIFSI 贡献电解液利润 0.2~0.3 万元/吨，叠加电解液加工环节及部分添加剂自供贡献 0.2 万元/吨左右利润，我们预计公司 23 年单吨净利仍可维持 0.7 万元/吨左右，好于行业平均水平。磷酸铁 22 年出货 4 万吨，23 年新增产能释放推动出货高增长，日化贡献稳定增量。出货方面，我们预计公司 22 年磷酸铁出货近 4 万吨，其中 Q4 出货约 1 万吨，环比微增，23 年随着新增产能逐步释放，出货有望达 15 万吨+，同增近 300%。盈利方面，我们预计 22 年磷酸铁单吨净利 0.8 万元左右，23 年磷酸铁价格预计逐步回归，单吨净利我们预计达 0.3 万元/吨左右，23 年磷酸铁业务可贡献 4-5 亿元左右利润；此外公司日化业务 22 年我们预计贡献 2-3 亿元左右利润，23 年预计稳定增长。盈利预测与投资评级：考虑六氟竞争加剧，我们下调公司 23-25 年归母净利润预期至 48.45/63.18/82.06 亿元（原预期 23-24 年归母净利润 60.37/80.49 亿元），同比 -15%/30%/30%，对应 PE 为 17x/13x/10x，考虑到公司为电解液龙头，给予 23 年 25 倍 PE，对应目标价 62.8 元，“买入”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）

### 沪电股份（002463）：AI 算力浪潮下数通业务量价齐升

投资要点 高端 PCB 领军企业：公司以应用于企业通讯以及汽车领域的高端 PCB 为核心产品，主导产品为 14-38 层企业通讯市场板、中高阶汽车板。2022 年业务全面布局：1) 成立新加坡子公司，辅助业务拓展及销售。2) 泰国投资新建成山基地，力争海外规模量产，消除国际贸易的不确定因素。3) 2022 年初参股胜伟策电子，同年底拟受让联营企业 Schweizer 持有的胜伟策 57% 股权，持续发力汽车业务。公司毛利率、研发投入、期间费用率均处于行业领先水平，随着终端需求向好，结合去库存进展，后续公司持续发展前景乐观。OpenAI 的火热让社会大众逐渐意识到人工智能技术进步进入“奇点”时刻，AI 模型需要更多的算力来管理数据量，推动数据中心往更高速标准发展，催生高阶 HDI 和高速 PCB 显著增量需求。分业务来看：1) 交换机结构性升级：需求驱动下 400G/800G 高速渗透，预计 25 年 800G 出货超过 400G，综合测算交换机未来市场空间有望于 2026 年达到 40 亿美金以上。2) 通用服务器平台升级：EGS 平台路线升级驱动 PCIe5.0 渗透率提高，测算对应通用服务器 PCB 空间百亿美元以上。3) AI 服务器带来增量弹性：GPT 拉动算力提升，带动高算力芯片市场量价齐升，综合测算 AI 服务器 PCB 行业空间有望达到 60 亿元以上。汽车板业务：汽车电气化、智能化、网联化是确定性升级方向，ADAS 系统搭载率持续上升，光学传感器是自动驾驶刚需，催生线路板用量及价值量显著提升。公司 2023 年初使用自有资金向沪利微电增资约 7.76 亿人民币，扩充汽车高阶 HDI 产能；同时 2022 年底拟受让联营企业 Schweizer 持有的胜伟策 57% 股权，后续该交易如经批准完成，胜伟策将成为公司的控股子公司，推动 p<sup>2</sup>Pack 技术商业化落地。盈利预测与投资评级：AI 算力浪潮下公司核心数通 PCB 业务交换机、服务器业务迎来量价齐升，第二成长曲线汽车板业务充分受益于汽车



电动化、智能化、网联化，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 17.1/21.6/27.0 亿元，当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 27/21/17 倍，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：原材料价格快速上涨；汽车项目研发不及预期；国际贸易环境恶化。

(证券分析师：马天翼 证券分析师：唐权喜  
证券分析师：周高鼎)

### 山西汾酒 (600809): 2023 年 1-3 月主要经营情况点评: 1 季度目标顺利完成, 高质量发展动力充足

**投资要点** 事件: 2023 年 1-3 月, 公司预计实现营业总收入 126.36 亿元左右, 同比增长 20%左右; 预计实现归属于上市公司股东的净利润 44.52 亿元左右, 同比增长 20%左右。表现良好, 业绩略高于预期。产品结构持续上移, 青花系列保持高增。我们预计 2022 年青花系列收入同比 60%+, 超过年初既定目标, 占比提升至 40%+, 老白汾、巴拿马系列增速高于平均增速, 玻汾实行控量供货配额制, 预计 2022 年同比增长大个位数, 献礼版在部分城市上市, 2023 年公司将继续进行全国化推广。1 季度目标顺利完成, 持续推进消费者培育。公司一季度回款发货进度符合公司预期, 2 月份全面停货 20 天, 当前库存 1.5 个月左右, 处于健康水平, 阶段性控货已结束; 此外公司反馈 1 月份动销相对平稳, 2 月控货去库存保持较好价盘, 1 季度收入目标顺利完成; 二季度起将重点推进复兴版的品鉴、消费者培育等基础性工作。稳中求进, 全方位推动高质量发展。近几年团队的干劲、管理层的前瞻思路、营销改革红利持续在验证。2023 年公司将继续全方位推动汾酒营销实现更高质量发展。此前市场部分担忧 23Q1 业绩因高基数增速面临压力, 叠加短期库存及批价波动及管理层传闻, 一定程度造成年初以来公司估值回落, 23Q1, 公司基础工作扎实, 领导班子管理水平凸显, 我们预计 2023 年在稳健目标增长下有望继续实现产品结构提升和市场拓展。盈利预测与投资评级: 23Q1 业绩增速位于市场预期上限, 此前负面市场情绪有望逐步消化, 清香龙头压力下向上趋势不改, 我们基本维持 2022 -2024 年归母净利润为 79、101、127 亿元, 同比增长 49%、28%、26%, 当前市值对应 PE 为 38/29/23X, 维持“买入”评级。风险提示: 消费复苏不及预期、省外扩张不及预期。

(证券分析师: 汤军 证券分析师: 王颖洁)

### 科士达 (002518): 2022 年年报点评: 储能爆发增长, 新能源业务稳中有升!

**投资要点** 事件: 公司发布 2022 年年报, 公司 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%, 扣非归母净利润 6.08 亿元, 同增 90%; 其中 2022Q4 实现营收 16.61 亿元, 同增 73%, 环增 36%; 归母净利润 2.10 亿元, 同增 128%, 环减 8%, 扣非归母净利润 2.00 亿元, 同增 123%, 环减 5%。2022 年业绩符合市场预期。储能全渠道发力、23 年迎爆发式高增。2022 年公司储能及光伏逆变器业务实现 18.4 亿收入, 同增 465%, 占营收比重提至 41.7%, 其中储能突破重大客户, 贡献收入约 13 亿, 出货约 0.5GWh, 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 与公司 A 交付 14.6 亿, 对应 15-18 万套, 我们预计全年可收入 30 亿; 2) 美的订单 2023H1 交付 2 万套, 对应收入 6 亿, 我们预计全年收入 9-10 亿; 3) 公司海外分销渠道持续突破, 欧美核心市场认证逐步完善, 叠加与国内能源集团合作密集, 2023 年一体机+工商业储能有望相继发力, 我们预计分销渠道整体收入 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, 持续

超市场预期！ 新能源业务全线迸发、数据中心业务稳中有升。1) 光伏逆变器 2022 年出货约 3.5-4GW，贡献收入 5 亿元左右，我们预计 2023 年深化海外渠道建设有望实现 40-50%增长；2) 充电桩 2022 年实现 1.09 亿收入，同增 33%，成功破局，毛利率 23%，我们预计 2023 年持续突破大客户收入可达 2 亿+，毛利率维持 20%+；3) 数据中心业务 2022 年实现 49.6 亿收入，着重布局高端中大功率市场，并成功突破大型金融客户，销售 189 套产品，同增 3.2%，毛利率达 36%，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。 规模优势放大、费用率明显下降。公司 2022 年期间费用率下降 4.53pct 至 12.72%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.79%/2.52%/3.93%/-0.51%，同减 1.72/0.67/1.55/0.6pct，期间费用率大幅下降主要系规模效应优化+汇兑收益所致。 盈利预测与投资评级：基于新能源市场的旺盛需求，我们维持公司 2023-24 年盈利预测为 12.59/20.97 亿元，我们预计公司 2025 年归母净利润为 30.70 亿元，同比+92%/+67%/+46%，基于公司新能源业务全线迸发，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)

**柏楚电子 (688188)：2022 年报点评：盈利水平依旧出色，静待行业复苏及焊接新品放量**

事件：公司发布 2022 年年报。 控制系统主业短期承压&智能切割头快速放量，收入端基本持平 2022 年公司实现营业收入 8.98 亿元，同比-1.64%，其中 Q4 营业收入为 2.46 亿元，同比+18.62%，明显改善。分业务来看：1) 随动&板卡系统：2022 年分别实现收入 2.15 和 2.19 亿元，同比-28.47%和-24.31%，收入占比分别为 23.88%和 24.39%，同比-8.96pct 和-7.31pct，主要受疫情和宏观经济影响，2022 年制造业投资低迷，切割、打标等通用激光与制造业景气度关联度较高，市场需求持续疲软，影响中低功率激光控制系统整体需求；2) 总线系统：2022 年实现收入 1.41 亿元，同比+0.40%，收入占比为 15.70%，同比+0.32pct，高功率渗透率提升&进口替代对冲了制造业下行的压力，表现优于中低功率产品；3) 其他：2022 年实现收入 3.07 亿元，同比+69.13%，收入占比为 34.12%，同比+14.04pct。2022 年波刺（智能切割头）实现收入 1.70 亿元，同比+109.90%，大幅提升，智能切割头对中低功率切割系统的下滑实现有效对冲。此外，2022 年上海控软（MES）实现收入 1229 万元，同比+279.79%，MES 业务同样开始放量。展望 2023 年，一方面制造业复苏背景下，中低功率产品有望重回增长通道，高功率控制系统增长有望提速，另一方面受益于高功率渗透率提升&产能扩张，智能切割头有望延续高速增长，2023 年公司整体收入端有望实现快速增长。 产品结构改变致使毛利率下滑&费用率上提，盈利水平表现依旧出色 2022 年公司归母净利润为 4.80 亿元，同比-12.85%，其中 Q4 为 0.93 亿元，同比+4.90%。2022 年销售净利率为 54.77%，同比-5.32pct，其中 Q4 销售净利率为 38.43%，同比-1.59pct，盈利水平出现明显下滑。1) 毛利端：2022 年销售毛利率为 78.97%，同比-1.32pct，其中随动系统、板卡系统、总线系统和其他业务毛利率分别为 85.72%、79.91%、77.24%、75.61%，分别同比-0.39pct、+0.11pct、+2.47pct、-0.23pct，低毛利率的其他业务（智能切割头）收入占比提升为公司销售毛利率下降的主要原因。2) 费用端：2022 年期间费用率为 24.24%，同比+1.43pct，其中销售、管理、研发和财务费用率分别同比+0.63pct、+1.71pct、+0.85pct、-1.76pct，财务

费用率下降主要系定期存款到期利息收入增加所致，销售、管理费用率提升主要系相关人员增长，薪酬有所增加。3) 2022 年公司投资净收益为 1701 万元，同比下滑 1591 万元，对利润端表现产生一定负面影响。看好 2023 年激光行业复苏，新品扩张公司具备长期成长逻辑。2023 年 3 月 PMI 指数为 51.9，连续三个月超过荣枯线，制造业景气复苏迹象明显，1 月人民币贷款新增 4.90 万亿元，社融新增 5.98 万亿元，均超过市场预期，激光作为通用细分赛道，同样受益于制造业复苏，我们预计需求有望持续改善。2022 年 10 月 27 日公司发布股权激励草案，公司层面考核指标为营业收入增长率或净利润增长率，业绩考核目标分为 A、B、C，以目标 A 为例，首次授予部分以 2022 年度营业收入、净利润为基数，2023/2024/2025 营业收入或净利润增长率不低于 50%/100%/150%；根据各考核年度业绩指标的完成情况确定公司层面行权比例，2023 年公司业绩有望重回快速增长通道。中长期看，随着持续的业务拓展，公司具备长期成长逻辑，以焊接机器人为例，我们预计国内潜在市场规模超过 200 亿元；公司已完成龙门机器人九轴插补算法开发、机器人离线编程软件 demo、基础的机器人控制系统等，并与客户形成小规模意向订单，后续将彻底打开公司成长空间。超高精密驱控一体研发项目有助于弥补公司相关技术领域空缺，为公司未来产业布局奠定基础。盈利预测与投资评级：考虑到低毛利率的智能切割头收入占比提升，我们谨慎调整 2023-2024 年公司归母净利润预测分别为 6.96、9.31 亿元（原值 7.27 和 9.70 亿元），并预计 2025 年归母净利润为 11.81 亿元，当前股价对应动态 PE 为 41、30 和 24 倍，维持“买入”评级。风险提示：盈利能力下滑，新品产业化进展不及预期，竞争加剧等。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：黄瑞连）

#### **纳思达（002180）：2022 年年报点评：业绩符合预期，高端机型拓展顺利**

事件：公司发布 2022 年年报，2022 年公司实现营收 258.55 亿元，同比增长 13.44%；归母净利润 18.63 亿元，同比增长 60.15%，业绩符合市场预期。投资要点 奔图份额持续提升，高端产品线研发有序推进：2022 年奔图营收 47.61 亿元，同比增长 23%；净利润 7.62 亿元，同比增长 12%。2022 年奔图打印机出货量同比增长超 40%，我们测算 2022 年奔图打印机出货量超 380 万台。2022 年原装耗材出货量同比增长超 60%，增速高于打印机，体现了奔图打印机保有量持续提升，以及中高端产品线扩充带来耗材连接率提升。奔图持续加强研发投入，2022 年 A4 彩色打印机和中高速黑白打印机全新上市，此外自主研发的 A3 黑白及彩色复印机按预期规划有序推进。我们预计随着中高端产品线布局完善，奔图打印机均价、毛利率和耗材连接率将进一步改善，带动奔图收入和盈利质量持续提升。利盟打印机产销量再创新高：2022 年利盟营收 23.37 亿美元，同比增长 7.34%；EBITDA 为 2.49 亿美元，同比下降 8.96%；净利润 0.2 亿美元，同比增长 17.65%。2022 年 EBITDA 同比下滑主要由于美联储加息及欧元大幅贬值等因素影响，此外公司 2022 年下半年再融资也对全年财务费用造成一定影响。但是通过优化产品组合、加强与新增的 OEM 伙伴战略合作，利盟打印机销量同比增长 20.87%，成为被纳思达并购以来的产销量最高年份。我们预计随着利盟完成再融资，财务费用、无形资产摊销等因素影响减弱，利盟净利率将持续提升。极海微加大研发投入，非打印芯片营收持续高增：2022 年极海微营收 19.28 亿元，同比增长 34.61%。净利润 7.12 亿元。其中打印机通用耗材芯片业务营收 13.02 亿元，同比增长 22.83%；非打印耗材芯片业务营收 5.96 亿元，同比



增长 74%。极海微持续加大研发投入，在中高端工控核心芯片、高性能车规 MCU 等领域实现突破，实现国产替代，我们预计未来将持续拓展标杆客户。通用耗材龙头地位稳固：2022 年公司通用耗材业务 2022 年营收 61.22 亿元，同比增长 11%；净利润 3.64 亿元，同比增长 44%。公司作为行业龙头地位稳固，具有较高议价权，市占率进一步提升。盈利预测与投资评级：考虑公司持续加大研发投入，我们将公司 2023-2024 年 EPS 预测由 1.98/2.73 元下调至 1.84/2.51 元，预测 2025 年 EPS 为 3.29 元。我们看好未来奔图中高端产品实现突破，信创市场放量，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧，汇率波动风险，疫情影响生产经营。

(证券分析师：王紫敬 证券分析师：鲍娟颖  
研究助理：张文佳)

### 瀚蓝环境 (600323): 2022 年年报点评: 固废稳定燃气有望改善, REITs&地方支持改善现金流

**投资要点** 事件: 2022 年公司实现营收 128.75 亿元, 同增 9.33%; 归母净利润 11.46 亿元, 同减 1.46%; 扣非归母净利润 11.12 亿元, 同减 1.07%。2023 年 Q1 公司预计实现归母净利润 3.02 亿元, 同增 90%。固废稳健增长, 燃气承压拖累全年业绩, 2023Q1 燃气已扭亏转盈。2022 年公司实现收入的稳健增长, 主要系天然气量价齐升&固废业务新项目陆续投产所贡献。但燃气成本上升顺价不畅, 导致能源业务亏损约 0.65 亿元拖累全年业绩。2023 年 Q1 公司能源业务实现盈利, 较去年同期亏损 1.6 亿元已有明显改善, 同比恢复到高增态势, 如燃气业务延续目前市场趋势, 预计全年可实现盈利。固废核心利润快速增长, 盈利能力稳定。2022 年公司固废业务实现净利润 9.07 亿元, 占比 77.11%, 同增 26.57%, 剔除工程与装备业务后实现净利润 8.13 亿元, 同增 32%, 是公司的核心增长动力。其中, 生活垃圾焚烧 (不含工程与装备) 实现收入 28.28 亿元, 同增 12%, 毛利率 47.7%, 盈利水平及运营水平均维持高位。2022 年公司生活垃圾焚烧发电产能利用率 110%, 吨发电量、吨上网电量分别达 383 度和 324 度。截至 2023 年 4 月 7 日, 公司垃圾焚烧发电在手规模 35,750 吨/日 (不含参股), 其中 2022 年底已投产规模 28,050 吨/日, 在建规模 1,450 吨/日, 筹建项目规模 1,500 吨/日, 未建项目规模 3,000 吨/日。可再生能源补贴方面, 公司在手 35,750 吨/日中, 属于非竞争配置项目的共 26,050 吨/日; 非竞争配置项目中有 18,100 吨/日补贴资金全部由中央承担, 其余为央地分摊。补贴回笼 Q4 现金流大幅改善, 应收账款回款有望加快。2022 年公司实现经营性现金流净额 4.22 亿元, 同减 51.90%, 主要系燃气亏损及应收账款回款不及时。但 Q4 经营性现金流净额约 3.19 亿元, 系可再生能源补贴的回款, 2022 年公司收回可再生能源补贴约 3.1 亿元, 改善明显。REITs 叠加地方支持, 资金实力增强奠定扩张基础。1) 拟启动 10-30 亿基础设施公募 REITs 发行工作, 以排水业务及固废处理业务相关资产发行。2) 南海区政府大力支持, 有望解决 15 亿元存量应收账款回款问题。3) 拟转让 10 亿应收款至控股股东母公司南海控股, 同时接受 10 亿元财务资助。以上多种举措将有效盘活资产, 加快资金回收, 改善公司现金流状况, 增强资金实力, 为未来可持续扩张奠定基础。盈利预测与投资评级: 我们认为公司凭借其优秀的横向扩张&整合能力, 有望持续拓展提升盈利规模。考虑到公司能源业务仍面临进销价差的不确定性, 我们将 2023-2024 年归母净利润自 13.72/16.36 亿元下调至 13.25/15.54 亿元, 预计 2025 年归母净利润为 17.36 亿元, 对应 2023-2025 年 PE 为 12/10/9 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 政策推广项目进展不及预期, 行业竞争加剧, 政



策风险。

( 证券分析师: 袁理 证券分析师: 赵梦妮 )

## 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>