

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-04-13

宏观策略

2023年04月13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”。

晨会编辑 张良卫

执业证书：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

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 20230412：科思转债：全球防晒剂领域龙头

我们预计科思转债上市首日价格在123.29~137.36元之间，我们预计中签率为0.0020%。

固收点评 20230412：高温超导产业可转债标的知多少？——转债捕手系列（二）

本篇作为转债捕手系列报告，旨在捕捉市场热点、帮助投资者速览相关概念及其标的。高温超导产业存续可转债包括永鼎转债、精达转债。

行业

半导体行业深度报告：海外观察系列十一：从艾睿和大联大等分销商，看半导体复苏

投资建议：建议把握分销商库存下降、原厂库存下降、下游需求回升三重验证下的复苏机会。看好关注库存逐渐去化、22年率先受损、远期看仍有增量的公司，建议关注必易微、艾为电子、晶丰明源。

环保行业月报：中特估推动环保国企价值重估，CCER方法学公开征集重启渐行渐近

重点推荐：仕净科技，国林科技，凯美特气，宇通重工，景津装备，路德环境，高能环境，天壕环境，九丰能源，新奥股份，三联虹普，伟明环保，瀚蓝环境，绿色动力，洪城环境，天奇股份，光大环境，英科再生，中国水务，百川畅银，福龙马，中再资环。建议关注：金科环境，美埃科技，卓越新能，山高环能。碳市场行情复盘：2023年3月全国碳市场碳排放配额总成交130.76万吨，总成交额6895.49万元。其中，挂牌协议交易成交3.16万吨，成交价55.00-57.50元/吨，3月末收盘价56.00元/吨，较2月末+1.82%。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。 国家发展改革委等 9 部门：联合印发《关于统筹节能降碳和回收利用 加快重点领域产品设备更新改造的指导意见》。文件提出，到 2025 年废旧产品设备回收利用更规范畅通，形成一批可复制可推广的回收利用先进模式，到 25 年推动废钢铁、废有色金属、废塑料等主要再生资源循环利用量达到 4.5 亿吨。到 2030 年重点领域产品设备能效水平进一步提高，推动重点行业和领域整体能效水平和碳排放强度达到国际先进水平。产品设备更新改造和回收利用协同效应有效增强，再生资源利用或打开新成长空间。

有色金属行业点评报告：黄金价格持续看涨，个股弹性几何？

投资建议：综合公司黄金业务占比、储量产量单位指标、涨价业绩弹性以及成长性来看，建议关注：1. 中金黄金（估值低、黄金唯一央企、吨储量市值低）；2. 山东黄金（涨价弹性大、最纯黄金成长龙头）；3. 紫金矿业（储量最大，金铜双轮驱动）。

汽车行业点评报告：3 月批发环比+23%，出口同比高增长

投资建议：站在大周期视角下，汽车板块正处于第 4 个周期中（2005 年开始算起），目前板块估值（以 SW 汽车 PB 口径）处于历史中等偏下水平（约 2 倍 PB），板块内部基本面分化明显。综合基本面和估值比较分析，2023 年板块配置目前排序：客车>重卡/两轮车>乘用车/零部件。1) 客车板块：上行周期或刚开始。2023 年或开始新一轮上行周期（国内大中客均值回归+出口进入持续快车道等）。受益排序：龙头率先【宇通客车】，后期或扩散龙二/龙三【金龙汽车/中通客车】等。2) 重卡板块：迎小周期的复苏阶段。2016 年重卡迎来了一轮周期的上行阶段（国标切换&治超&集中换车等共同驱动），2021-2022 年进入了这轮周期的下行阶段，2023 年或迎来小周期的复苏阶段&下一轮大周期的准备期（经济稳增长+国标切换+出口增长+新能源转型等）。受益排序：中国重汽/潍柴动力/汉马科技/中集车辆等。3) 电动两轮车板块：上行周期的业绩兑现阶段。2017-2022 年迎来上行周期（新国标实施+配送服务需求）且头部企业集中度持续提升，2023 年总体趋势或仍延续。核心受益头部企业：雅迪控股/爱玛科技。4) 乘用车板块：价格战正在进行时。投资层面，短期（1 年内）视角板块仍需消化价格战。长期（1-2 年以上）视角依然对【自主品牌全球崛起】充满信心【比亚迪/理想/长城/吉利/蔚来/小鹏/长安/上汽/广汽】等。5) 零部件板块：基本是与乘用车【一荣俱荣，一损俱损】。短期（1 年内）视角优选业绩与国内乘用车价格战相关度较低的品种【中国汽研/岱美股份/爱柯迪】等。中长期（1-2 年以上）视角建议核心围绕“具备出海综合优势”布局优质零部件品种（福耀/拓普/旭升/文灿/爱柯迪/新泉/岱美/继峰/德赛/华阳/伯特利/星宇等）。 风险提示：乘用车行业价格战超预期；新能源行业发展增速低于预期等。

双碳环保日报：《杭州市工业企业重点环保设施运行安全专项整治实施方案》发布，排查环保设施风险

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

中国海油 (600938): 成本优势明显业绩可期, 海上油气龙头央企迎来估值修复

中国海油深度报告

水晶光电 (002273): 2022 年报点评: 年报符合预期, 持续创新打开成长天花板

年报符合预期, 毛利率显著提升: 公司 2022 年实现营业收入 43.8 亿元, yoy+14.9%; 归母净利润 5.8 亿元, yoy+30.3%, 业绩符合市场预期。收入增长主要系海外大客户的薄膜光学面板业务份额提升及汽车电子业务快速增长: 分业务来看, 光学元器件收入 20.2 亿元, yoy-4.8%; 薄膜光学面板收入 15.7 亿元, yoy+64.5%; 半导体光学收入 2.9 亿元, yoy-9.8%; 汽车电子收入 1.9 亿元, yoy+55.4%; 反光材料收入 2.8 亿元, yoy+6.5%。2022 年毛利率 26.9%, yoy+3.1pcts, 主要系薄膜光学面板及半导体光学业务的盈利能力提升, 薄膜光学面板/半导体光学业务毛利率分别 yoy+9.6pcts/+6.4pcts。22 年公司研发人员数 yoy+61%, 研发费用率为 7.62%, yoy+1.21pcts, 通过加大研发投入, 公司在消费电子及汽车电子领域产品持续创新, 提升实力。消费电子持续光学创新, 智能手机、元宇宙强发力: 公司消费电子业务在智能手机领域持续创新升级产品, 提高新兴产品滤光片、微棱镜等产品在高端机型及未来在中低端机型渗透率; 元宇宙领域携手科技公司以色列 Lumus 和美国 Digilens, 形成折返式、衍射式、反射式、菲涅尔透镜、Pancake 型的全技术路径布局, 有望持续受益于产业生态的持续成长。汽车电子业务快速发展, 打开成长天花板: 公司汽车电子深耕车载摄像头零组件、激光雷达棱镜及保护罩、AR-HUD 及各类车载光学产品, 以创新产品已逐步迈入主机厂核心零部件的 Tier1 供应商行列。W-HUD/AR-HUD 领域: 公司是国内首家大批量生产 AR-HUD 的厂商, 凭借先发优势和光学技术禀赋, 与主机厂联手, 加速 AR-HUD 的市场渗透。激光雷达领域: 公司作为国内首家玻璃基激光雷达视窗片量产厂商, 为不同的激光雷达方案配套棱镜、透镜、滤光片、扩散片等元器件产品。未来公司有望凭借技术优势巩固汽车电子业务的份额及盈利能力, 保持业务收入及利润体量的持续快速提升。盈利预测与投资评级: 我们看好公司消费电子光学产品持续拓展与升级, 同时汽车电子业务营收占比快速提升。考虑到费用影响, 我们调整 24 年归母净利润, 预测公司 2023-2025 年的归母净利润为 7.62/9.07/11.75 亿元 (24 年前值为 9.79 亿元), 当前市值对应 PE 分别为 26/22/17 倍, 维持“买入”评级

苏试试验 (300416): 2022 年报点评: 业绩符合预期, 环试服务、芯片检测助力持续增长

盈利预测与投资评级: 公司芯片检测产能将于 2024-2025 年加速释放, 我们调整 2023-2024 年归母净利润预测为 3.6/4.9(原值 4.7)亿元, 预计 2025 年净利润 6.4 亿元, 当前市值对应 PE 为 30/22/17 倍, 维持“增持”评级。风险提示: 实验室产能扩张不及预期, 下游客户拓展不及预期, 原材料价格波动等。

欧科亿 (688308): 2022 年报点评: 数控刀片业务量价齐升, IPO&产业

园项目产能加速释放

考虑到下游通用自动化行业正逐步复苏，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 3.40（维持）/4.33（维持）/5.40 亿元，当前股价对应 PE 为 23/18/14 倍，维持“增持”评级。

济川药业（600566）：2022 年报点评：同贝等基本盘稳固，二线、BD 带来成长动力

盈利预测与投资评级：考虑到公司订单交付节奏，我们将 2023-2024 年归母净利润由 23.3/26.0 亿元上调为 24.1/26.5 亿元，预计 2025 年归母净利润为 30.5 亿元，对应 2023-2025PE 估值为 12/11/9 倍，基于公司 1) 小儿鼓翘有望进入儿科基药，加速放量，2) 二线品种持续放量；3) BD 和销售能力强，有望形成大品种代销，维持“买入”评级。

派能科技（688063）：2022 年报点评：盈利水平表现亮眼，全年出货翻倍以上增长

由于下游需求增速不及预期，我们下修公司 23-25 年归母净利预测至 25/34/45 亿（原 23-24 年预测：28 /38.7 亿元），同比+96.5%/36%/33%，对应 PE 18/13/10x，给予 23 年 28xPE，目标价 398.72 元，“买入”评级。

容知日新（688768）：2022 年年报点评：龙头强者愈强，新产品亟待推出
盈利预测与投资评级：容知日新作为国产 PHM 龙头，具有数据积累和算法研发的先发优势，抓住中国工业智能运维大趋势，业绩有望持续高速增长。基于此，我们维持 2023-2024 年归母净利润预测为 1.78/2.58 亿元，给予 2025 年归母净利润预测为 3.72 亿元，维持“买入”评级。

小商品城（600415）：2022 年报及 2023 一季报点评：商城客流逐步回暖，全球数贸中心建设稳步推进

事件：公司发布 2022 年报及 2023 一季报。公司 2022 年实现收入 76.2 亿元/+26.3%yoy；归母净利润 11.05 亿元/-17.2%yoy；扣除减租政策等影响后，扣非净利润为 17.65 亿元/+44.5%yoy。2023Q1 公司实现收入 21.2 亿元/+32.7%yoy；归母净利润 12.22 亿元/+81.8%yoy。公司 2022 年业绩基本符合预期，2023Q1 归母净利润增速超预期。

洪城环境（600461）：2022 年报点评：固废并表带动业绩增长，厂网一体化&直饮水拓展可期

事件：2022 年公司实现营收/归母 77.76/9.46 亿元，较上年调整前-4.87%/+15.31%；加权平均 ROE 较上年调整前降低 1.10pct 至 13.49%。

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 20230412：科思转债：全球防晒剂领域龙头

事件 科思转债（123192.SZ）于2023年4月13日开始网上申购：总发行规模为7.25亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于安庆科思化学有限公司高端个人护理品及合成香料项目（一期）和安庆科思化学有限公司年产2600吨高端个人护理品项目。当前债底估值为82.87元，YTM为3.18%。科思转债存续期为6年，上海新世纪资信评估投资服务有限公司资信评级为AA-/AA-，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%、1.00%、1.50%、2.00%、3.00%，公司到期赎回价格为票面面值的115.00%（含最后一期利息），以6年AA-中债企业债到期收益率6.53%（2023-04-11）计算，纯债价值为82.87元，纯债对应的YTM为3.18%，债底保护一般。当前转换平价为104.1元，平价溢价率为-4.02%。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19日至2029年04月12日。初始转股价53.03元/股，正股科思股份4月11日的收盘价为55.25元，对应的转换平价为104.19元，平价溢价率为-4.02%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为7.47%。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53.03元计算，转债发行7.25亿元对总股本稀释率为7.47%，对流通盘的稀释率为18.82%，对股本摊薄压力较小。 观点 我们预计科思转债上市首日价格在123.29~137.36元之间，我们预计中签率为0.0020%。综合可比标的以及实证结果，考虑到科思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25%左右，对应的上市价格在123.29~137.36元之间。我们预计网上中签率为0.0020%，建议积极申购。 南京科思化学股份有限公司是全球最主要的化学防晒剂制造商之一，主要产品为防晒剂等化妆品活性成分、合成香料等。公司产品已进入国际主流市场体系，防晒剂系列产品配套齐全，覆盖目前市场上主要化学防晒剂品类，涵盖UVA、UVB所有波段。同时公司也是铃兰醛、2-萘乙酮、合成茴脑等合成香料产品的主要生产厂家。2017年以来公司营收稳步增长，2017-2021年复合增速为11.28%。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“V型”波动，2017-2021年复合增速为11.28%。与此同时，归母净利润浮动，2017-2021年复合增速为32.75%。2021年，公司实现营业收入10.90亿元，同比增加8.13%，实现归母净利润1.33亿元，同比减少18.72%。公司主要营收构成稳定，化妆品活性成分及其原料、合成香料为主要营收来源。公司在防晒剂领域拥有雄厚的实力，与众多优质客户长期合作，市场占有率和行业地位较高。合成香料领域，公司系国内较早投入生产对甲氧基苯甲醛、铃兰醛、对甲基苯乙酮、2-萘乙酮等合成香料产品的企业，从事合成香料的研发、生产和销售已超过20年。公司销售净利率和毛利率上升，销售费用率、财务费用率、管理费用率下降。2017-2021年，公司销售净利率分别为6.02%、8.93%、13.97%、16.21%和12.18%，销售毛利率分别为23.04%、24.85%、30.76%、32.98%和26.76%。 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 20230412: 高温超导产业可转债标的知多少? ——转债捕手系列(二)

观点 超导材料的基本性质包括零电阻、完全抗磁性、量子隧穿效应，包括高温超导和低温超导两类，可应用于下游电网（超导线缆、超导电机）、商业设备（高温超导感应加热设备）、能源（紧凑型可控核聚变装置、超导储能系统）等领域。2023年有望迎来高温超导技术规模化、产业化应用放量。技术进步、高温超导带材成本下降、政策支持将惠及高温超导产业化，相关环节包括中游的高温超导感应设备（联创光电），下游的超导电力、可控核聚变项目、磁悬浮应用项目、磁控直拉晶硅生长炉等。2023年3月31日，中国铁建二十三局参与研制的国内首套高温超导电动悬浮全要素试验系统在长春完成首次悬浮运行，未来时速可达600公里以上，标志着我国在高温超导悬浮领域实现重要技术突破，是高温超导在下游领域应用的标志性事件。本篇作为转债捕手系列报告，旨在捕捉市场热点、帮助投资者速览相关概念及其标的。高温超导产业存续可转债盘点如下：（1）永鼎转债：当前配置弹性尚可，基于转债防守属性及其溢价跟随属性，预计回撤幅度小于正股，适合希望配置光通信、数据中心、高温超导概念，同时风险偏好有限的投资者关注。（2）精达转债：精达转债弹性较强，结合其显著的交易属性、向上进攻性和弱赎回压力，适合题材布局。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，政策利好信号不及预期风险。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭)

行业

半导体行业深度报告：海外观察系列十一：从艾睿和大联大等分销商，看半导体复苏

投资要点 半导体处于底部区间，多重信号表明23年内有望见证复苏。本轮半导体周期从21年中开始下行，见证需求趋弱、库存累计、原厂亏损，调整时间、空间均已相对到位。我们从晶圆厂、封测厂、终端需求等终端多重验证，认为23年内周期有望见底回升。分销商为芯片原厂与终端间重要桥梁，具备独特的研究和跟踪价值。上游电子元器件供应商难以经济性匹配下游多样化需求，催生经销商模式。从供应链角度看，分销商提供流通灵活性、技术服务、短料搜寻等。我们提出“从经销商看模拟”的研究框架，核心关注营收和库存。原厂格局变动牵动分销商整合，本土集中度有待提升。2021年，艾睿、大联大、安富利营收居前，其中艾睿营收344.77亿美元，市占率约18%。行业集中度逐步提升，Top4分销商营收/Top50分销商营收的比例不断上移。份额变动和绑定的原厂格局变化有关，分销商自身之间并购已趋缓。大陆厂商市占率较低，好上好、香农芯创、雅创电子、商洛电子、深圳华强、力源信息等公司同为重要观测指标。经销商营收与原厂变动基本同步，盈利变动略有滞后。历史数据看，经销商营收和原厂基本同步变动，盈利变动略有滞后。我们复盘经销商自身股价变动，和其营收呈强正相关，而营收数据又和景气度挂钩，再次验证经销商为风向标的观点。存货变动为景气胜负手。经销商库存见底意义重大。历史上，2Q08、2Q11和4Q18，艾睿和安富利开始去库存，经过2-4个季度的供需调整，于2Q09、1Q12和1Q20进入上

升通道。而 IC 原厂的显著业绩低点出现于 2Q09、2Q16、2Q19。换言之，IC 原厂、经销商的库存下降，均为重要景气度指标。AI 或部分重塑半导体周期，模拟为最底层资产。Chatgpt 为代表的人工智能革命催生算力需求，数据中心需求将为下一轮半导体周期提供较强支撑；而应用端的完善有望拉动 IoT、手机等多个下游回暖，最终反映到模拟芯片的需求上。算力相关芯片近期涨幅较大，模拟作为基本面较弱的资产，市场普遍看空，我们认为随着业绩利空逐步释放，同样有望受益 AI 红利。投资建议：建议把握分销商库存下降、原厂库存下降、下游需求回升三重验证下的复苏机会。看好库存逐渐去化、22 年率先受损、远期看仍有增量的公司，建议关注必易微、艾为电子、晶丰明源。风险提示：需求复苏弱于预期，估值较贵风险

(证券分析师：张良卫 研究助理：卞学清)

环保行业月报：中特估推动环保国企价值重估，CCER 方法学公开征集重启渐行渐近

投资要点 重点推荐：仕净科技，国林科技，凯美特气，宇通重工，景津装备，路德环境，高能环境，天壕环境，九丰能源，新奥股份，三联虹普，伟明环保，瀚蓝环境，绿色动力，洪城环境，天奇股份，光大环境，英科再生，中国水务，百川畅银，福龙马，中再资环。建议关注：金科环境，美埃科技，卓越新能，山高环能。碳市场行情复盘：2023 年 3 月全国碳市场碳排放配额总成交 130.76 万吨，总成交额 6895.49 万元。其中，挂牌协议交易成交 3.16 万吨，成交价 55.00-57.50 元/吨，3 月末收盘价 56.00 元/吨，较 2 月末+1.82%。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。国家发展改革委等 9 部门：联合印发《关于统筹节能降碳和回收利用 加快重点领域产品设备更新改造的指导意见》。文件提出，到 2025 年废旧产品设备回收利用更规范畅通，形成一批可复制可推广的回收利用先进模式，到 25 年推动废钢铁、废有色金属、废塑料等主要再生资源循环利用量达到 4.5 亿吨。到 2030 年重点领域产品设备能效水平进一步提高，推动重点行业和领域整体能效水平和碳排放强度达到国际先进水平。产品设备更新改造和回收利用协同效应有效增强，再生资源利用或打开新成长空间。欧洲碳价破 100 欧元/吨催化再生资源需求，1) 再生塑料高减碳&强制性添加显著受益：①再生塑料较原生塑料减碳 30-80%，19 年全球废塑料回收率约 35%提升空间大。②再生 PET 最低含量标准保障刚性需求，欧盟明确到 25 年 PET 容器中再生塑料比例不少于 25%，30 年不少于 30%，各大企业自愿做出承诺。重点推荐：三联虹普、英科再生。2) 再生生物油助力交通领域减排，受欧盟碳需求最直接驱动。①价差修复：疫后废油脂 (UCO) 供应复苏，生物柴油与地沟油价差回升，企业单位盈利修复。②原料供给端：短期餐饮修复&UCO 出口受限，2021 年废油脂利用率 24%，长期规范利用+垃圾分类废油脂存 4 倍空间。③下游需求端：减碳加码&强制添加削弱周期属性，以废油

脂制成的生柴(UCOME)迎替代良机,生物航煤增量空间大。④中游生产端:龙头加速扩产,二代和生物航煤为布局方向。建议关注:卓越新能、山高环能、嘉澳环保。关注双碳环保产业安全系列下的能源安全及资源化投资机遇。能源安全:固本强基&有序替代,关注新型能源体系建设下新能源产业(光伏治理、氢能)、火电灵活性改造、储能及天然气投资机遇。重点推荐:【仕净科技】光伏废气治理龙头,一体化&新技术促单位价值量提升成长加速;【天壕环境】稀缺跨省长输贯通在即,解决资源痛点空间大开。资源化:发展循环经济,关注战略资源锂电回收、提锂分离材料、特气、金属&石化资源再生。重点推荐【凯美特气】二氧化碳尾气回收龙头,【天奇股份】锂电回收,【路德环境】酒糟资源化龙头。最新研究:公共领域车辆全面电动化试点启动,关注环卫新能源10年50倍。央行支持北京绿交所发展CCER,关注清洁能源&再生资源&林业碳汇减碳价值。风险提示:政策进展不及预期,利率超预期上行,财政支出低于预期

(证券分析师:袁理 研究助理:朱自尧)

有色金属行业点评报告:黄金价格持续看涨,个股弹性几何?

投资要点 黄金价格上涨:截至2023年4月11日,COMEX和SHFE黄金价格分别为2004美元/盎司、443元/g,同比上涨3%、11%;相较于阶段性低点(2022年11月)分别上涨21%、14%。加息尾声渐进,金价趋势上行:黄金作为贵金属,兼具商品和金融属性。复盘历史价格来看,金价与实际利率走势总是呈负相关的关系,数次加息的顶点往往也是黄金牛市的起点。美国3月ADP、ISM非制造业指数及2月份的职位空缺数均显著低于预期,显示美国劳动力市场有所降温;尽管失业率降低且时薪上涨超预期,系美国劳动力市场韧性较强,此前超强加息周期作用还仍需时间。虽然市场预期美国5月加息25BP概率有所上升,但在紧缩带来银行风险事件的影响下、加息步入尾声已成定局。美债长短收益率倒挂并非长久,短端收益率下降来修正收益率曲线为必然之势;实际利率作为黄金价格的反向锚,中枢下移,黄金价格看涨。个股梳理与弹性分析:分别选取紫金矿业、山东黄金等7家主流黄金股,根据2023年4月11日收盘价以及各公司2022年报,分析可得: 1)产量储量梳理:紫金矿业为产量和储量均为行业最大,但黄金业务占比相对较低(2022年毛利占比仅为25%);综合考虑黄金业务占比和产量/储量,山东黄金为金业龙头(2022年产量/储量行业第二,黄金毛利占比达97%),且成长性较强(2021-2025年矿产金产量CAGR高达27%)。 2)吨金市值分析:产量-吨市值较低的为招金矿业和赤峰黄金;储量-吨市值较低的公司为赤峰黄金、招金矿业、湖南黄金和中金黄金。 3)涨价弹性表现:根据2023年4月11日的收盘价,在2022年黄金均价的基础上分别上涨5%、10%、15%、20%、30%、50%,在仅发生价格变动的情况下对个股业绩进行测算得出:整体估值水平较低的:中金黄金;公司估值水平下降最快的有:山东黄金、招金矿业和赤峰黄金。 4)综合2023-2024年PE分析:估值水平整体较低-中金黄金;估值水平下降速度最快的:招金矿业和山东黄金。投资建议:综合公司黄金业务占比、储量产量单位指标、涨价业绩弹性以及成长性来看,建议关注:1.中金黄金(估值低、黄金唯一央企、吨储量市值低);2.山东黄金(涨价弹性大、最纯黄金成长龙头);3.紫金矿业(储量最大,金铜双轮驱动)。风险提示:黄金价格波动超预期;个股项目推进不及预期;风险事件超预期;美国流动性转向。

(证券分析师:杨件 证券分析师:王钦扬)

汽车行业点评报告:3月批发环比+23%,出口同比高增长

投资要点 行业整体概览：终端促销+车企生产恢复正常影响下 3 月产批同环比均上升。乘联会口径：3 月狭义乘用车产量实现 207.9 万辆(同比+13.8%，环比+24.9%)，批发销量实现 198.7 万辆(同比+9.3%，环比+22.9%)；其中新能源汽车产量 62.9 万辆(同比+43.5%，环比+21.5%)，批发销量实现 61.7 万辆(同比+35.2%，环比+24.5%)。3 月厂商生产恢复，销售节奏较稳，行业整体补库。展望 2023 年 4 月：我们预计 4 月行业产量为 185 万辆，同环比分别+91.1%/-10.9%；批发为 183.2 万辆，同环比分别+93.6%/-7.8%。新能源批发预计 58.3 万辆，同环比分别+108.0%/-5.6%。3 月新能源汽车批发渗透率 31.1%，环比+0.4pct。3 月自主品牌/豪华品牌/主流合资品牌新能源渗透率分别为 46.4%/36.0%/3.7%，环比分别+0.7/+1.0/+0.6pct。细分来看，3 月 PHEV 车型批发销量 16.4 万辆，同环比分别+92.1%/+10.3%；BEV 车型批发销量 45.3 万辆，同环比分别+22.1%/+30.6%。出口方面同比保持高速增长。3 月乘用车出口(含整车与 CKD) 29 万辆，同环比分别+172%/+15%，主要原因为出口运力的提升和车企海外布局的持续推进。3 月新能源车出口 7.0 万辆，环比-11%，其中特斯拉 3 月出口 12,206 辆，环比-69.8%。车企层面：比亚迪同比表现最佳。目前已披露产销快讯的车企中，自主品牌和新势力表现好于合资品牌。批发口径来看 3 月同比表现最佳的车企为比亚迪，广汽埃安/理想汽车也实现同比大幅增长，同比增速分别为+97.00%/+88.72%；环比来看表现最佳的车企为广汽本田。投资建议：站在大周期视角下，汽车板块正处于第 4 个周期中(2005 年开始算起)，目前板块估值(以 SW 汽车 PB 口径)处于历史中等偏下水平(约 2 倍 PB)，板块内部基本分化明显。综合基本面和估值比较分析，2023 年板块配置目前排序：客车>重卡/两轮车>乘用车/零部件。1) 客车板块：上行周期或刚开始。2023 年或开始新一轮上行周期(国内大中客均值回归+出口进入持续快车道等)。受益排序：龙头率先【宇通客车】，后期或扩散龙二/龙三【金龙汽车/中通客车】等。2) 重卡板块：迎小周期的复苏阶段。2016 年重卡迎来了一轮周期的上行阶段(国标切换&治超&集中换车等共同驱动)，2021-2022 年进入了这轮周期的下行阶段，2023 年或迎来小周期的复苏阶段&下一轮大周期的准备期(经济稳增长+国标切换+出口增长+新能源转型等)。受益排序：中国重汽/潍柴动力/汉马科技/中集车辆等。3) 电动两轮车板块：上行周期的业绩兑现阶段。2017-2022 年迎来上行周期(新国标实施+配送服务需求)且头部企业集中度持续提升，2023 年总体趋势或仍延续。核心受益头部企业：雅迪控股/爱玛科技。4) 乘用车板块：价格战正在进行时。投资层面，短期(1 年内)视角板块仍需消化价格战。长期(1-2 年以上)视角依然对【自主品牌全球崛起】充满信心【比亚迪/理想/长城/吉利/蔚来/小鹏/长安/上汽/广汽】等。5) 零部件板块：基本是与乘用车【一荣俱荣，一损俱损】。短期(1 年内)视角优选业绩与国内乘用车价格战相关度较低的品种【中国汽研/岱美股份/爱柯迪】等。中长期(1-2 年以上)视角建议核心围绕“具备出海综合优势”布局优质零部件品种(福耀/拓普/旭升/文灿/爱柯迪/新泉/岱美/继峰/德赛/华阳/伯特利/星宇等)。风险提示：乘用车行业价格战超预期；新能源行业发展增速低于预期等。

(证券分析师：黄细里 研究助理：杨惠冰)

双碳环保日报：《杭州市工业企业重点环保设施运行安全专项整治实施方案》发布，排查环保设施风险

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: 2023/4/11, CEA 涨跌幅 0.00%; 收盘价 56.00 元/吨; 成交量 10 吨; 成交额 560.00 元。 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。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。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。 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】重金属硫酸、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

中国海油 (600938): 成本优势明显业绩可期, 海上油气龙头央企迎来估值修复

投资要点 低成本优势明显, 构成中海油核心投资逻辑: 低成本是石油公司的核心竞争力, 也是提升盈利和对抗油价波动风险的关键, 使得公司在中低油价水平下仍具有持续盈利的能力。2022年, 中国海油的完全桶油成本约 30 美元/桶, 有显著的成本优势。中海油维持高资本开支和产量增长: 2022 年公司资本开支计划为 1025 亿元, 2023 年计划资本开支为 1000-1100 亿元。2022 年油气净产量达 602.25 百万桶油当量, 2023-2025 年公司油气产量目标分别为 650-660、690-700、730-740 百万桶油当量, 且海外产量占比逐渐提升。海上资源储备丰富, 助力中海油可持续增长: 2022 年中国海洋石油增产量占全国石油增产量一半以上, 储量替代率超 100%, 储量寿命维持在 10 年左右。中石油储量寿命持续下降, 中石化储量寿命维持在 6 年左右。中海油可持续发展情况在三桶油中处于领先地位。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 1406.65、1309.68 和 1316.03 亿元, 按照 2023 年 4 月 11 日 A 股收盘价对应的 PE 分别为 6.03、6.47 和 6.44 倍。考虑到公司受益于原油价格高位和产量增长, 估值相对 2010-2021 油价大周期时期处于底部, 并明显低于行业水平, 且享受高股息。加之国资委对央企的重新重视, 我们维持对长期被低估的中国海油 (600938.SH)/中国海洋石油 (0883.HK) 的“买入”评级。风险提示: 1) 经济衰退风险; 2) 油价波动风险; 3) 新能源加大替代传统石油需求的风险; 4) 经济制裁风险。

(证券分析师: 陈淑娴 证券分析师: 郭晶晶)

水晶光电 (002273): 2022 年报点评: 年报符合预期, 持续创新打开成长天花板

事件: 公司发布 2022 年报 年报符合预期, 毛利率显著提升: 公司 2022 年实现营业收入 43.8 亿元, yoy+14.9%; 归母净利润 5.8 亿元, yoy+30.3%, 业绩符合市场预期。收入增长主要系海外大客户的薄膜光学面板业务份额提升及汽车电子业务快速增长: 分业务来看, 光学元器件收入 20.2 亿元, yoy-4.8%; 薄膜光学面板收入 15.7 亿元, yoy+64.5%; 半导体光学收入 2.9 亿元, yoy-9.8%; 汽车电子收入 1.9 亿元, yoy+55.4%; 反光材料收入 2.8 亿元, yoy+6.5%。2022 年毛利率 26.9%, yoy+3.1pcts, 主要系薄膜光学面板及半导体光学业务的盈利能力提升, 薄膜光学面板/半导体光学业务毛利率分别 yoy+9.6pcts/+6.4pcts。22 年公司研发人员数 yoy+61%, 研发费用率为 7.62%, yoy+1.21pcts, 通过加大研发投入, 公司在消费电子及汽车电子领域产品持续创新, 提升实力。消费电子持续光学创新, 智能手机、元宇宙强发力: 公司消费电子业务在智能手机领域持续创新升级产品, 提高新兴产品滤光片、微棱镜等产品在高端机型及未来在中低端机型渗透率; 元宇宙领域携手科技公司以色列 Lumus 和美国 Digilens, 形成折返式、衍射式、反射式、菲涅尔透镜、Pancake 型的全技术路径布局, 有望持续受益于产业生态的持续成长。汽车电子业务快速发展, 打开成长天花板: 公司汽车电子深耕车载摄像头零组件、激光雷达棱镜及保护罩、AR-HUD 及各类车载光学产品, 以创新产品已逐步迈入主机厂核心零部件的 Tier1 供应商行列。W-HUD/AR-HUD 领域: 公司是国内首家大批量生产 AR-HUD 的厂商, 凭借先发优势和光学技术禀赋, 与主机厂联手, 加速 AR-HUD 的市场渗透。激

光雷达领域：公司作为国内首家玻璃基激光雷达视窗片量产厂商，为不同的激光雷达方案配套棱镜、透镜、滤光片、扩散片等元器件产品。未来公司有望凭借技术优势巩固汽车电子业务的份额及盈利能力，保持业务收入及利润体量的持续快速提升。盈利预测与投资评级：我们看好公司消费电子光学产品持续拓展与升级，同时汽车电子业务营收占比快速提升。考虑到费用影响，我们调整 24 年归母净利润，预测公司 2023-2025 年的归母净利润为 7.62/9.07/11.75 亿元（24 年前值为 9.79 亿元），当前市值对应 PE 分别为 26/22/17 倍，维持“买入”评级。风险提示：产品价格波动的风险；毛利率波动风险。

（证券分析师：马天翼 研究助理：金晶）

苏试试验（300416）：2022 年报点评：业绩符合预期，环试服务、芯片检测助力持续增长

事件：公司披露 2022 年年报，业绩接近预告中值，符合市场预期。投资要点 业绩符合预期，环试服务引领增长 公司 2022 年实现营业收入 18.1 亿元，同比增长 20%，归母净利润 2.7 亿元，同比增长 42%，扣非归母净利润 2.4 亿元，同比增长 42%。业绩接近预告中值，符合市场预期。受益高毛利率环试业务占比提升、实验室产能利用率提升摊薄费用，利润增速超过收入增速。公司业绩增长主要系：①三大下游军工、新能源汽车和芯片检测高景气，公司订单饱满；②疫情影响减弱，实验室复工、设备陆续交付兑现业绩。分业务看，试验服务引领增长，芯片检测短期受长三角疫情影响：2022 年公司（1）环试设备实现营收 6.1 亿元，同比增长 15%，增速稳定。（2）环试服务实现营收 8.4 亿元，同比增长 28%，随下游客户拓展和实验室产能释放快速增长。（3）集成电路检测实现营收 2.5 亿元，同比增长 15%，受长三角疫情影响，增速放缓。资产端，截至 2022 年末公司存货、合同负债分别为 4.0/2.6 亿元，同比变动 12%/-5%，维持历史高水平。公司在手订单饱满，业绩增速有保障。业务结构优化、规模效应释放，利润率有望持续提升 2022 年公司销售毛利率、销售净利率分别为 47%、17%，同比提升 1pct、3pct。受益高毛利率环试服务占比提升、实验室规模效应释放，利润率提升明显。费用率端，2022 年公司期间费用率 28%，同比下降 1pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 6.4%/12.6%/1.9%/7.5%，同比变动-0.1/0.2/-1.2/-0.3pct。公司未来以环试服务、芯片检测为主要增长点，两块业务占比有望持续提升，带动毛利率中枢上行，且随各地新建实验室产能释放摊薄费用，费控能力持续提升，中长期看公司利润率有望延续上行趋势。股权激励助力长期发展，看好高端检测服务成长潜力 公司 2022 年 3 月 22 日公布员工持股计划，拟授予不超过 300 核心骨干员工 5804.6 万股，其中拟参与计划的董监高 11 人，认购股份占持股计划比例 16.39%，调动管理团队、核心员工积极性。业绩考核方面，2022-2023 年公司业绩复合增速不低于 20%，彰显发展信心。我们看好公司长期发展：（1）需求端，公司业务覆盖军工、半导体、新能源汽车三大高成长板块，同时积极拓展 5G 其他景气下游。2022 年 12 月公司发布公告，拟投资 1.2 亿元于“第五代移动通信性能检测技术服务平台项目”，项目达产后年创收、创利 1/0.2 亿元，净利率高达 21%。高端检测服务领域有望成为公司业绩增长的新动能。（2）产能端，公司前期扩产的苏州、西安、青岛、成都等规模以上实验室陆续释放产能。同时加强芯片检测业务布局，引入外部战投增强资本实力。2022 年 12 月，上海宜特引入多个外部投资者，合计增资 3.8 亿元，增强宜特资本实力，助力公司在芯片检测领域布局。未来随环试、芯片检测业务产能释放，业绩增长有保障。盈利预测与投资评级：公司芯片检测产能将于 2024-2025

年加速释放，我们调整 2023-2024 年归母净利润预测为 3.6/4.9（原值 4.7）亿元，预计 2025 年净利润 6.4 亿元，当前市值对应 PE 为 30/22/17 倍，维持“增持”评级。风险提示：实验室产能扩张不及预期，下游客户拓展不及预期，原材料价格波动等。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：罗悦 研究助理：韦译捷）

欧科亿（688308）：2022 年报点评：数控刀片业务量价齐升，IPO&产业园项目产能加速释放

投资要点 2022 年业绩实现正增长，数控刀片业务实现量价齐升 2022 年公司实现营收 10.55 亿元，同比+6.6%；归母净利润 2.4 亿元，同比+8.9%；扣非归母净利润 2.25 亿元，同比+15.0%。其中 Q4 单季度营收 2.6 亿元（同比+10.4%，环比-6.6%），归母净利润 0.54 亿元（同比+2.8%，环比-26.0%），扣非归母净利润 0.59 亿元（同比+19.3%，环比-3.3%），环比有所下滑主要系受到 2022 年底疫情放开影响。1）分产品看，2022 年数控刀片收入 6.4 亿元（同比+41.2%），出货量 9903.3 万片（同比+28.4%），平均单价达 6.5 元/片（同比+9.9%），其中海外数控刀片销售均价 9.2 元（同比+28.75%），量价齐升；硬质合金制品收入 4.05 亿元（同比-23.9%），平均单价达 33.9 万元/吨（同比+11.3%）。2）分海内外看，2022 年公司海外营收 1.1 亿元（同比+18.3%），外销占比从 2021 年的 9.1% 提升至 2022 年的 10.1%。展望 2023 年，随着制造业景气度逐步复苏，公司产能继续释放，我们预计公司营业收入有望加速增长。产品结构不断优化，盈利能力持续向好 2022 年销售毛利率为 36.75%，同比+2.4pct，归母净利率和扣非归母净利率为 22.9% 和 21.3%，同比分别+0.5pct 和+1.5pct，在原材料碳化钨价格处于高位的背景下，公司盈利水平保持同比上升，主要系公司产品结构优化，高端数控刀片销量占比逐步提升。公司期间费用率由 2021 年的 10.7% 上升至 2022 年的 11.4%，同比+0.7pct，其中销售/管理（含研发）/财务费用率分别-0.6pct/+1.6pct/-0.3pct，管理费用上升主要系公司 2022 年新增股权激励费用所致。2022 年经营性现金流达 1.7 亿元（同比+8.4%），应收账款周转天数为 69 天（同比+22 天），存货周转天数为 176.5 天（同比+49 天）。截至 2022 年末，公司存货余额为 3.7 亿元（同比+37.2%），主要系销售情况良好，适度增加库存以提升交付及时性。IPO 项目投产超预期+产业园项目加速落地，军工资质认证打开市场需求 1）IPO 项目：4000 万片高端数控刀具项目产能快速爬坡，截至 2022 年年底产能释放约 90%，贡献净利润约 0.38 亿元。2）产业园项目：公司成功定增募资 8 亿元用于投建产业园项目，该项目提前启动建设，有望提前释放产能。公司测算两大项目达产后将合计贡献年收入 9.6 亿元。2022 年 9 月，欧科亿公告收到北京天一正认证中心有限公司颁发的《武器装备质量管理体系认证证书》，有望迎来双重利好：1）获得高端领域试刀机会，产品性能有望加速提升：军工领域刀具长期被欧美和日韩企业垄断。欧科亿获得军工领域资质认证，有望获得高端军工领域试刀机会，从而提升自身产品性能。2）打开高端刀具市场需求：市场此前担忧公司快速释放的高端产能能否顺利拓展市场，若公司能够进军军工领域，有望打开高端刀具市场需求。盈利预测与投资评级：考虑到下游通用自动化行业正逐步复苏，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 3.40（维持）/4.33（维持）/5.40 亿元，当前股价对应 PE 为 23/18/14 倍，维持“增持”评级。风险提示：下游需求不及预期、产品研发不及预期、原材料价格波动。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：罗悦）

济川药业（600566）：2022 年报点评：同贝等基本盘稳固，二线、BD

带来成长动力

投资要点 事件：公司发布 2022 年报，2022 年实现营收 89.96 亿元（+17.9%，同比增速，下同）；归母净利润 21.71 亿（+26.3%）；扣非归母净利润 20.29 亿（+30.3%）；业绩符合预期。 小儿豉翘领衔增长，二线多产品开始放量：小儿豉翘清热颗粒是未来业绩核心之一，随着渠道的拓展，且 2023 年有望纳入儿科基药目录，进一步打开销售空间，未来 3 年收入增速有望保持 25-30% 左右。蛋白琥珀酸铁、三拗片、川穹清脑颗粒等二线品种持续放量，摆脱对单一品种依赖，业绩稳定性和成长性大幅增加。 费用率控制良好，研发不断发力：从费用率上看，公司通过对销售团队的优化，2022 年销售费用率同比下滑 2.95pct 至 45.72%，未来有望进一步压缩销售费用率；研发费用率为 6.15%，不断加大研发力度，2022 年公司获得硫酸镁钠钾、雷贝拉唑、盐酸奥普力农、孟鲁司特钠注册证书，芪风颗粒、七味刺榆颗粒注册备案，盐酸罗哌卡因一致性评价批件，产品进入收获期，支撑长期发展。 销售渠道是公司核心能力之一，BD 带动第二成长曲线：公司拥有全国领先的销售能力，尤其在儿科、消化科等优势科室。公司近年不断加强 BD 团队建设，优质 BD 项目不断增加。公司和天境合作的伊坦长效生长激素处于 III 期临床，公司拥有中国大陆地区开发、生产和商业化独家许可，上市后配合公司销售能力将快速放量。此外，公司在股权激励中加入 BD 项目量的考核，2022-2024 每年将增加不少于 4 个 BD 项目，支撑公司长期成长。 盈利预测与投资评级：考虑到公司订单交付节奏，我们将 2023-2024 年归母净利润由 23.3/26.0 亿元上调为 24.1/26.5 亿元，预计 2025 年归母净利润为 30.5 亿元，对应 2023-2025PE 估值为 12/11/9 倍，基于公司 1) 小儿豉翘有望进入儿科基药，加速放量，2) 二线品种持续放量；3) BD 和销售能力强，有望形成大品种代销，维持“买入”评级。 风险提示：集采风险，BD 品种存在不确定性，产品销售不及预期，研发不及预期等。

（证券分析师：朱国广 证券分析师：周新明

证券分析师：徐梓煜）

派能科技（688063）：2022 年报点评：盈利水平表现亮眼，全年出货翻倍以上增长

投资要点 归母净利同增 303%、业绩符合市场预期。公司 22 年营收 60 亿，同增 192%，归母净利 13 亿，同增 303%，扣非净利 13 亿元，同增 319%，毛利率 35%，同增 5pct；其中 Q4 营收 24.45 亿，环增 43%；归母净利 6 亿，环增 65%，毛利率 38%，环增 3pct，业绩与业绩快报基本一致，符合市场预期。 全年出货同增 127%、单位利润表现亮眼。公司 22 年出货 3.5GWh，同增 127%，其中 Q4 出货 1.3GWh，环增 30%。我们预计公司 23 年全年出货 7GWh，同比翻倍，其中 Q1 受欧洲客户去库存影响，公司出货预计环降 20% 左右。盈利方面，公司 22 年单位价格 1.91 元/Wh（含税），单位成本 1.11 元/Wh，单位盈利 0.36 元/Wh，接近翻倍增长，其中 Q4 扣非净利 0.47 元/wh，若加回激励费用，则单 Wh 净利达 0.5 元，环增 25%+。23 年原材料价格下行，但传导存在时滞，一季度盈利预计维持高位，全年售价预计随碳酸锂跌价小幅下降，单位盈利预计维持 0.35 元/Wh 左右，同比微降。23 年户储行业维持高增、公司大储及工商业储能开始起量。海外能源价格依然较高，随着户储系统降价，经济性依然显著，我们预计 23 年全球户储增速 50-60%，其中欧洲地区增速 60-70%，欧洲经销商 22 年年底备有较多库存，随着 Q1 库存逐步消化完毕，Q2 进入旺季，预计需求拉动明显。公司 23 年户储日本、美国市场顺利推进，且预计大储及工商业储能均将贡献增量，其中工商业出货占比预计从 5% 提升至

10-15%，大储 1GWh 产能投产开始出货，同时积极布局新技术，预计钠电池 23H2 开始批量出货。22 年经营性现金流转正、存货高增。22 年公司期间费用 5 亿，期间费用率 8.3%，同减 3.5pct。22 年底存货 14 亿，较年初增长 106%，较 Q3 末增长 2%；应收账款 20 亿，较年初增长 253%；22 年经营活动净现金流净额 9.5 亿，同比转正，其中 Q4 经营性现金流 4 亿，环减 2%。盈利预测与投资评级：由于下游需求增速不及预期，我们下修公司 23-25 年归母净利润预测至 25/34/45 亿（原 23-24 年预测：28/38.7 亿元），同比+96.5%/36%/33%，对应 PE 18/13/10x，给予 23 年 28xPE，目标价 398.72 元，“买入”评级。风险提示：储能政策支持力度下降，竞争加剧导致产品价格下降。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
证券分析师：岳斯瑶）

容知日新（688768）：2022 年年报点评：龙头强者愈强，新产品亟待推出

事件：2023 年 4 月 10 日，公司发布 2022 年年报。2022 年，公司实现营收 5.47 亿元，同比增加 37.76%；归母净利润 1.16 亿元，同比增加 42.86%；扣非归母净利润 1.04 亿元，同比增加 37.98%。业绩符合市场预期。投资要点 疫情影响营收增速，盈利能力稳步提升：公司 2022 年营收增速同比有所下滑，主要系受疫情影响，部分项目交付递延所致。2022 年公司主营业务毛利率为 65.65%，同比增加 2.35pct，主要系公司丰富产品组合，加大软件和服务收费销售带来五大行业毛利率提升、新开拓的行业毛利率较高所致。公司 2022 年销售费用率为 21.72%，同比增长 0.59pct，主要系公司加大客户开发和市场开发力度所致。公司重视产品研发，2022 年研发费用率为 18.82%，同比增长 2.04pct。公司 2022 年归母净利率 21.22%，同比增长 0.76pct，盈利能力逐步提升。各行业快速渗透，产品结构逐步升级：分行业来看，公司在风电、石化、冶金、水泥、煤炭行业实现营收 1.61/1.54/1.11/0.28/0.43 亿元，同比增速为 41.39%/44.94%/34.54%/-10.23%/46.86%，营收占比分别为 29%/28%/20%/5%/8%，毛利率分别为 54.15%/72.11%/66.94%/61.75%/72.13%，同比增长 0.83/0.96/2.49/1.42/3.67pct，主要系公司高毛利新产品导入和软件、订阅收费占比增加所致。分产品来看，公司 2022 年有线、无线、手持系统分别实现营收 2.61/2.12/0.06 亿元，同比增速为 18.33%/64.32%/-21.33%，高毛利的无线系统营收占比进一步提升，达到 40%。新产品矩阵不断拓宽，行业竞争壁垒不断加厚：公司 2022 年打造了集团级数字化和智能化的设备运维整体解决方案，发布灵芝 SuperCare 设备智能运维平台。未来公司会持续加大研发投入，于 2023 年全面推出各类数字化智能化运维产品和场景化解决方案。截至 2022 年底，公司累计远程监测的重要设备超 11 万台，监测设备的类型超 200 种，成功诊断了多种类型工业设备的严重故障和早期故障，积累各行业故障案例超 1.4 万例。公司作为行业龙头，将继续开拓有色金属、化工、新能源等新行业，探索 AI 等新技术，强者愈强。盈利预测与投资评级：容知日新作为国产 PHM 龙头，具有数据积累和算法研发的先发优势，抓住中国工业智能运维大趋势，业绩有望持续高速增长。基于此，我们维持 2023-2024 年归母净利润预测为 1.78/2.58 亿元，给予 2025 年归母净利润预测为 3.72 亿元，维持“买入”评级。风险提示：技术发展不及预期；工业互联网支持政策不及预期；行业竞争加剧。

（证券分析师：王紫敬 证券分析师：周尔双
研究助理：王世杰）

小商品城(600415): 2022 年报及 2023 一季报点评: 商城客流逐步回暖, 全球数贸中心建设稳步推进

投资要点 事件: 公司发布 2022 年报及 2023 一季报。公司 2022 年实现收入 76.2 亿元/+26.3%yoy; 归母净利润 11.05 亿元/-17.2%yoy; 扣除减租政策等影响后, 扣非净利润为 17.65 亿元/+44.5%yoy。2023Q1 公司实现收入 21.2 亿元/+32.7%yoy; 归母净利润 12.22 亿元/+81.8%yoy。公司 2022 年业绩基本符合预期, 2023Q1 归母净利润增速超预期。 一次性租金减免影响公司 2022 年业绩; 投资收益释放及新市场开业助 2023Q1 业绩超预期: 2022 年公司归母净利下滑, 原因是公司为小微企业及个体工商户减免 6 个月租金, 影响约 10 亿元收入和 7 亿元归母净利润。2023Q1 公司归母净利润高增, 主要受益于: ①公司对联营企业的投资收益从去年的 4.07 亿元增长至 7.63 亿元, 主要来自于商城房产的利润释放。②二区东新能源产品市场正式开业, 增厚了公司的租赁权转让收入和租金收入。 商城客流量疫情之后显著回暖, Chinagoods 等新业务稳步推进: 2023Q1 义乌国际商贸城日均客流量超过 20 万人次, 日均外商 1646 人, 同比+30.3%, 日均车流量同比+23.4%。疫情恢复后市场人流量回暖反映商城生态正不断向好, 有助于公司市场经营业务进一步扩张。2022 年 Chinagoods 平台实现 GMV 356.76 亿/+112%yoy, 采购商超过 332 万人。公司 2022 年 5 月底启动数字人民币推广工作, 累计开通数字人民币钱包 6 万个、累计交易笔数 2.19 万次, 累计金额超过 7.99 亿元。 发布全球数贸中心的可行性报告, 奠定未来 5~10 年的重要成长基础。全球数贸中心项目拟投资 83.2 亿元, 建面超 123 万方(相当于现有 550 万方商城的 22%)。项目分两期建设, 约 6 年建成。数贸中心融合产品制造、展示交易、物流仓储、关检汇税等小商品产业链条全要素, 统筹生产、生活、生态三大空间, 布局服务贸易、产业培育、创新创意、活力商务、进口百货、品牌选品六大中心。全球数贸中心建成后将有望进一步扩大义乌的小商品聚集效应, 并增厚公司的租金收益。 **盈利预测与投资评级:** 小商品城是一带一路、产业互联网板块的核心标的, 旗下义乌国际商贸城是我国小商品出口的重要枢纽。公司近年来围绕 Chinagoods 平台推进产业互联网改革, 对于提升出口供应链的效率有着关键意义。我们将公司 2023/24 年归母净利润预测从 20.1/23.6 亿上调至 20.7/23.6 亿元, 预计 2025 年归母净利润为 28.6 亿元, 对应 2023-25 年 17x/15x/12x 的 P/E 估值, 维持“买入”评级。 **风险提示:** 新市场建设进度及 Chinagoods 发展不及预期, 外需疲软等

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 阳靖)

洪城环境(600461): 2022 年报点评: 固废并表带动业绩增长, 厂网一体化&直饮水拓展可期

投资要点 事件: 2022 年公司实现营收/归母 77.76/9.46 亿元, 较上年调整前-4.87%/+15.31%; 加权平均 ROE 较上年调整前降低 1.10pct 至 13.49%。 固废并表贡献利润增量, 2022 年归母净利润较上期增长 15%。2022 年公司综合毛利率 29.41%, 较上年调整前+5.21pct, 主要系固废并表&运营占比提升抬高整体毛利率。2022 年公司运营收入占比达 77%, 业务结构改善盈利质量提升。分业务: 1)供水: 2022 年营收 9.34 亿元, 同减 0.82%; 毛利率同降 5.92pct 至 41.60%。2022 年售水量 3.94 亿 m³, 同增 4.11%, 平均水价 2.37 元/吨。2)污水: 2022 年营收 22.93 亿元, 同增 30.14%, 毛利率同增 0.19pct 至 40.26%, 2022 年污水处理量 11.51 亿 m³, 同增 18.73%, 平均水价为 1.99 元/吨, 同增 17.74%, 污水提标带来量价齐升。3)燃气: 2022 年燃气销售营收 19.03 亿元, 同增 22.44%, 毛利率同降 5.49pct 至 5.33%, 售气量 5.13

亿方，同增 7.05%，能源成本上涨盈利承压，期待后续燃气顺价带来边际改善；燃气工程营收 4.06 亿元，同降 33.73%，毛利率同增 1.13pct 至 61.94%。4) 固废：2022 年营收 7.36 亿元，毛利率 43.89%，鼎元生态归母净利 1.17 亿元完成业绩承诺。5) 水务工程：2022 年给排水工程营收 5.51 亿元，同减 25.80%，毛利率同增 12.40pct 至 26.97%；污水环境工程营收 8.34 亿元，同降 68.93%，主要系提标扩容改造步入尾声，后续厂网一体化空间有望释放。经营性净现金流持续向好。1) 2022 年公司经营活动现金流净额 21.88 亿元，同比增加 58.39%；2) 投资活动现金流净额-19.38 亿元，同比减少 22.26%；3) 筹资活动现金流净额-14.28 亿元，同比减少 44.53%。南昌市管网投资空间超 200 亿，控股股东积极参与公司有望受益。南昌市为彻底解决污水管网建设和改造缺乏系统性等问题，政企联合总投入近 200 亿元，公司借力控股股东水业集团（南昌市水环境治理雨污管网改造工程业主单位）先发优势，积极拓展污水管网工程和运维服务，打开新空间。2023Q1 公司厂网一体化订单陆续落地。供水产业链延伸拓展直饮水，计划完成南昌 50 个管道直饮水项目。公司打造管道直饮水南昌样板，迅速完成两个试点建设，公司作为南昌供水龙头，具有区域渠道、品牌竞争、管理团队、技术创新等多重优势。盈利预测与投资评级：公司固废资产已成功注入并表，南昌市管网投资&直饮水打开业务空间。我们将 2023-2024 年归母净利润从 11.84/13.72 亿元下调至 10.47/11.90 亿元，预计 2025 年归母净利润为 12.71 亿元，2023-2025 年同比+11%/14%/7%，对应 2023-2025 年 EPS 分别为 0.96/1.09/1.17 元。当前市值对应 2023-2025 年 PE 7.5/6.6/6.2 倍，公司 2022-2023 年承诺分红不低于 50%，有安全边际。维持“买入”评级。风险提示：政策风险、市场拓展风险、项目进展不达预期

（证券分析师：袁理 研究助理：陈孜文）

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>