

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-04-14

宏观策略

2023年04月14日

宏观点评 20230413: 出口大超预期的“幕后推手”

3月出口同比高于市场预期,在全球经济衰退风险加大背景下,我国出口下行的趋势难以改变,尤其是欧美需求的萎缩、产业链的外迁、以及贸易品价格的通缩,但在这些周期性的利空之外,我们认为出口结构的优化、非美市场的开拓、以及政府在稳外贸上的先手棋,均构成了此轮出口下行中的结构性利好。

晨会编辑 张良卫

执业证书: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

宏观点评 20230412: 3月通胀美联储需要纠结吗?

联储最关心且左右联储作出判断的:剔除住房的核心服务仍旧居高不下,且有反弹迹象。

固收金工

固收点评 20230413: 百洋转债: 领先的健康品牌商业化平台

我们预计百洋转债上市首日价格在121.81~135.70元之间,我们预计中签率为0.0020%。

固收点评 20230413: 韵达转债: 国内知名快递物流企业

我们预计韵达转债上市首日价格在114.83~127.93元之间,我们预计中签率为0.0070%。

固收点评 20230413: 海能转债: 消费电子产品知名制造商

我们预计海能转债上市首日价格在124.10~138.26元之间,我们预计中签率为0.0017%。

行业

四重逻辑共振,继续看好半导体设备投资机会

投资建议:1)前道设备:低国产化率环节重点推荐拓荆科技、精测电子、芯源微等;低估值标的重点推荐北方华创、赛腾股份、至纯科技、华海清科等;其他重点推荐中微公司、万业企业、盛美上海。2)后道设备:重点推荐长川科技、华峰测控;3)零部件:重点推荐正帆科技、新莱应材、富创精密、华亚智能等细分赛道龙头。

气体行业月报:利好事件持续落地晶圆厂逆周期扩产,2023年半导体行业景气度扭转,推动电子特气价格整体上涨

重点推荐:凯美特气。建议关注:华特气体,和远气体,硅烷科技,侨源股份,雅克科技,正帆科技。需求回暖各类气体价格好转,5N纯度氩气3月均价较2月+39.94%。截止2023年3月31日,1)氩气:5N纯度氩气3月均价20.35万元/立方米,较2月均价上升7.33%;2)氦气:5N纯度氦气3月均价2633.87元/立方米,较2月均价上升39.94%;3)氟气:5N纯度氟气3月均价550元/立方米,较2月均价上升14.07%;4)氦气:40L瓶装高纯氦气3月均价2126.44元/瓶,较2月均价下降4.12%。受下游需求回暖影响,价格有望持续上升。利好事件持续落地晶圆厂逆周期扩产,2023年半导体行业景气度扭转。近期利好事件频出:1)大基金二期入股长江存储。长江存储注册资本由562.7亿余元,大

幅增加至 1052.7 亿余元。其中大基金二期认缴出资近 128.87 亿元，持股比例为 12.24%。大基金的入股增资有望支持长江存储恢复扩产。2) 国务院副总理调研集成电路企业发展。国务院副总理刘鹤在北京调研集成电路企业发展并主持召开座谈会，指出发展集成电路产业必须发挥新型举国体制优势，凸显出国家发展半导体行业的决心。3) ASML 发布《关于额外出口管制的声明》称，当前荷兰政府出台的额外出口管制仅包括“最先进”的设备。此次 ASML 的官方声明好于市场整体悲观预期，证实全面禁售浸没式 DUV 的概率较低，先进制程扩产有望恢复正轨。2023 年扩产有望超预期，受益于当前大背景，国产化率低的设备及材料板块将充分受益，推动国产替代进入加速期。

电子行业点评报告：MLCC 供给端出清，行业处于周期反转前夜

本轮供给端降价去库存周期（2021Q3-2023Q1）持续了一年半左右，我们认为 2022Q4 末行业已经基本见底，当前行业供给端已经恢复健康。具体来看，根据我们的跟踪，1、主要常规料号日系及大陆厂商的市场现货价大部分已经于 2022 年 Q3 止跌，Q4 起小幅回暖；2、行业库存角度看，目前主要原厂和经销商渠道库存均在 2 个月以下，已经恢复至健康水位；3、上游辅材企业稼动率角度看，洁美科技纸质载带稼动率在 2022 年 Q3 见底（低于 50%），Q4 起稼动率已环比开始提升。综上，我们认为当前 MLCC 行业供给端已经恢复健康，行业处于景气度上行拐点前夜，随着下游需求端逐步回暖，行业相关企业具有较大的业绩弹性。投资建议与关注标的：经过了一年半的降价去库存周期，2022Q3 行业稼动率处于十年低位，部分料号价格创历史新低，Q4 起各大原厂稼动率开始提升，行业最差情况已过，板块向下具有较大的安全边际，向上具备量价弹性。建议关注洁美科技、三环集团、风华高科、博迁新材。

双碳环保日报：《湖北省新污染物治理工作方案》发布，加强新污染物治理能力

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

东方雨虹（002271）：2022 年年报点评：民建及非防品类表现突出，盈利有望触底回升

公司作为防水行业龙头，积极通过组织架构调整来覆盖空白市场，拓展非房地产项目，优化经营质量。同时公司积极培育新业务板块，有望通过内部资源整合和协同快速发展。未来防水新规落地需求改善，公司防水主业市占率持续提升，非房板块和非防业务有望进一步打开成长空间。考虑到下游需求恢复及成本下行，我们调整 2023-2025 年归母净利润为 36.92/46.69/58.25 亿元（2023-2024 年前值为 34.75/42.38 亿元），对应 PE 分别为 22X/18X/14X，维持“买入”评级。风险提示：下游房地产行业波动的风险；原材料价格剧烈波动的风险；行业竞争加剧风险；应收账款风险。

鲁泰 A（000726）：2022 年报点评：业绩高增，23 年预计前低后高

公司为全球色织布龙头，22 年在上半年外需强劲、棉价上行、人民币贬值等因素综合带动下面料及衬衣产品均实现量价齐升，收入实现较快增

长、产能利用率改善。棉价、汇率、产能利用率的变动对毛利率、费用率等指标亦有改善，促进净利润实现接近两倍高增。考虑 22 年公司业绩超预期，结合近期外需转弱、棉价下行震荡、人民币汇率结束单边贬值趋势等因素，我们将公司 23-24 年归母净利从 8.6/9.4 亿元上调至 9.7/11.0 元、新增 25 年预测值 12.4 亿元，22-25 年 PE 为 7/6/6 X，估值较低，维持“买入”评级。

百隆东方 (601339): 2022 年业绩点评: 投资收益贡献显著, 期待 23 年订单回暖

公司为国内色纺纱龙头，22 年由于下半年海外需求走弱+棉价回落影响，业绩呈前高后低。因 22 年棉价波动较大，公司实现棉花期货投资收益 7.8 亿，22 年底平仓后出于谨慎考虑、充分计提存货跌价损失 3.8 亿元，进一步夯实资产质量。展望 23 年，目前需求逐渐复苏、越南产能利用率恢复至 80-90%，但回暖过程相对缓慢、有望于下半年迎来向上拐点。产能方面，越南 39 万锭扩产项目以自筹资金持续推进，截至 22 年末越南产能达 118 万锭、占总产能约 70%，第一个厂房 8 万锭车间已于 22 年 8 月份投产，目前其余厂房设备已安装完毕，需求回暖后能够迅速投入生产。长期看，公司相较同业提前布局越南产能、有望受益于行业格局变化。考虑 22 年归母净利润增长主要系投资收益贡献、22H2 外需走弱后纱线主业承压，我们将 23-24 年归母净利润预测由 14.4/14.9 亿元下调至 13.1/14.0 亿元、预计 25 年归母净利润 16.0 亿元，EPS 分别为 0.87/0.94/1.06 元/股，对应 PE 为 7/7/6X，估值较低，维持“买入”评级。

诺禾致源 (688315): 诺禾致源 2022 年报&2023 年一季报点评: Q1 业绩略超预期, Q2 有望进一步提速

考虑到疫情形势的变化,我们将公司 2023-2024 年总营收预期由 27.6/39.5 亿元调整为 25.4/33.0 亿元,归母净利润由 3.05/4.20 亿元调整为 2.80/3.80 亿元。我们预计公司 2025 年总营收 42.1 亿元,归母净利润 5.01 亿元,当前股价对应 PE 为 45×/33×/25×, 维持“买入”评级。

安踏体育 (02020.HK): 23Q1 流水点评: 各品牌流水复苏符合预期, 看好全年表现

公司为国内多品牌运动服饰龙头,23Q1 受益国内放开消费回暖,主品牌、FILA、其他品牌流水均恢复正增长、环比 22Q4 显著改善,库存及折扣指标亦处于改善过程中,全年各品牌增长目标有望实现(安踏品牌与 FILA 收入双位数增长、FILA 快于安踏品牌,迪桑特和可隆收入增长 20%-25%)。安踏品牌持续重视专业领域(如篮球)投入,保持接触专业体育赛事领域营销资源(如 NBA 篮球明星),未来有望进一步提升专业品牌形象。我们维持 23-25 年归母净利润 95.48/112.52/131.69 亿元的预测,对应 PE28/24/20X, 维持“买入”评级。

冰轮环境 (000811): 2022 年年报点评: 扣非利润超预期, 期待今年更亮眼表现

我们调整公司 2023-2024EPS 预测值为 0.72/0.88 元(前值为 0.81/1.03 元),新增 2025 年预测值 EPS 1.16 元,对应 PE 分别为 18/15/11 倍, 维持“买入”评级。

国盛智科 (688558): 2022 年报点评:

高档数控机床量价齐升,核心功能部件自制提升产品竞争力

高测股份 (688556): 第三次上调产能规划至 102GW, 看好切片代工长期逻辑&期待代工盈利超预期

高测与宜宾高新区管委会拟签署投资协议，计划在宜宾建设 50GW 大硅片切片项目，项目分两期执行，一期 25GW 预计于 2024 年投产，二期 25GW 预计将在一期正式投产后 6 个月内启动

宏观策略

宏观点评 20230413: 出口大超预期的“幕后推手”

3月出口同比高于市场预期，在全球经济衰退风险加大背景下，我国出口下行的趋势难以改变，尤其是欧美需求的萎缩、产业链的外迁、以及贸易品价格的通缩，但在这些周期性的利空之外，我们认为出口结构的优化、非美市场的开拓、以及政府在稳外贸上的先手棋，均构成了此轮出口下行中的结构性利好。这也意味着从全年来看，中国出口的下行仍将在主要贸易国中具有“低 β ”属性。海外逆风大几乎已经是市场的共识。无论从号称全球经济“金丝雀”的韩国出口持续大幅负增，还是银行危机后美国制造业 PMI 下滑至金融危机以来的低点（撇开 2020 年疫情冲击时期）来看，出口面临的环境难言乐观。但 3 月中国出口的表现明显好于韩国、越南等主要贸易国，背后的结构性利好更值得关注：“东边不亮西边亮”，近些年来中国出口结构更加优化和均衡化。这导致韩国出口的表现对于中国出口的指示意义在减弱。对比中韩越三国的出口，不难发现机电都是大头，但是不同的是机电中，韩国和越南对于半导体、手机等行业依赖程度更大，2023 年以来韩国出口的负增主要就是受半导体的拖累。而经过多年的经营，新能源在我国出口中占据重要的一席之地。根据海关的数据，第一季度电动载人汽车、锂电池、太阳能电池“新三样”产品合计出口增长 66.9%，拉高了出口整体增速 2 个百分点，这是韩国和越南等国不具备的。另一个小幸运是 2023 年全球半导体周期和经济周期出现错位。从历史上看，美国经济陷入衰退和半导体行业往往同步，这会导致出口的全面走弱。2023 年的情况有点特殊，在半导体行业触底的背景下，欧美经济虽然“摇摇欲坠”，但就业支持下的需求依然不错，这可能是 3 月劳动密集型产品出口表现相对不错、拉动出口 4.5 个百分点的重要原因。核心朋友圈拓宽了，东盟和俄罗斯成为重要助力。从国别上看，传统的出口大户欧美日的贡献确实偏弱，而东盟继续发挥着出口“定海神针”的作用，例如 3 月我国对越南的出口增速飙升到 40% 以上，这背后可能反映的是，作为我国产业转移的重要目的地，东盟对于建厂所需的机械设备的需求较大，这可能也是我国机电出口表现相对稳健的原因。全球供应链重构带来的机会，具有代表性的是俄罗斯。3 月我国对俄出口翻倍，其中以汽车为代表的商品尤其突出。俄乌冲突之后，不少西方汽车品牌逃离俄罗斯，而制裁之下俄罗斯本土汽车产量降低至 31 年来最低水平，这一空白被中国车企填补，根据 Autostat 的数据，2022 年中国汽车在俄罗斯市场份额从 9% 增加到 37%，且趋势仍在继续。一带一路国家正在成为我国越来越重要的贸易伙伴。在中美竞争的大背景下，我们认为这一趋势仍将延续，一带一路相关国家将逐步取代欧美日，成为我国最主要的贸易伙伴，将为人民币国际化更进一步创造重要基础。未雨绸缪，我们认为政策上的“先手棋”也是 3 月出口超预期的一大支撑。尤其地方“全力拼经济”下，很多外贸大省将出口抢单作为一季度 KPI 指标。在去年年底中央经济工作会议提出“外贸稳规模、优结构”后，政策已经进入提前部署期，部分沿海及口岸省份可能已经前置了部分二季度的需求，体现在地方两会目标以及开年即大规模组织企业“出海抢订单”，并陆续出台自贸港建设、放宽外贸规定、开拓海外市场等一系列稳外贸措施，政策托底下，一季度出口压力的化解可能带来后续政策“预支”的隐忧，出口逆周期的可持续性还需观察海外经济萎缩程度以及政策发力的持续性。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 20230412: 3月通胀美联储需要纠结吗?

3月通胀数据创2年以来的新低，但联储却陷入纠结了？加息一周年之余，3月CPI不及预期，但核心通胀态势却依旧火热，粘性风险犹存。那么联储怎么判断？如图2所示，联储最关心且左右联储作出判断的：剔除住房的核心服务仍旧居高不下，且有反弹迹象。整体来看，核心服务降温，但核心商品“卷土重来”。此前数月受商品的供应条件持续改善，核心商品带动通胀回落。然而如图3所示，3月核心商品贡献扭转为正，核心服务却在数月强劲后有所放缓。从结构上看，当前通胀难以大幅回落主要受到3个因素的制约：一是联储最关注的非住房服务价格大幅缓解的希望渺茫。劳动力市场指示剔除住房的核心服务放缓空间。目前来看，就业仅是过度需求放缓，而非市场整体大幅软化（图4）。失业率回落，时薪环比超预期均指向通胀粘性风险。3月失业率回落的主要驱动力是：CPS口径调查就业人数大幅增加从而抵消劳参回升。3月平均时薪环比增速扭转此前连续3个月持续回落的趋势。就业密集型的部门薪资增速有进一步上涨压力。从薪资增速来看，需要进一步继续大幅放缓（图5）。二是核心商品进一步疲软迹象有限，且有上行加剧风险。此前通胀回落主要靠核心商品的大幅转弱下行，在经历了6个月的急剧和大于预期的下降后，领先指标指向3月份按下“暂停键”。3月份二手车价格继续上涨，且新车价格回落节奏放缓，给通胀带来上行风险（图6、7）。三是酒店价格及运输服务通胀再次提振成为核心服务回落的阻力。房屋通胀难持续凸显韧性：虽然住房租金价格领先指向减速，但酒店价格上涨抵消部分租金价格回落（图8）。同时运输服务方面，此前机票价格在飞机燃料成本回落和航空公司运力修复的带动下下降。但如图9所示，当前有重新加速迹象。就业与通胀联合打击联储对“核心通胀将持续放缓”的信心。从3月以来联储官员表态中，核心通胀下行速度不及预期巩固了利率“更高、更久”的限制是有必要的（图10）。加息终点将至，除非金融稳定再次剧烈波动，否则年内不会降息。当前通胀离目标仍有距离，利率将在一定时间内维持高位。在银行危机没有二次蔓延的风险下，联储年内依旧关注通胀再平衡风险，市场预计的年内降息需要被重新评估（图11）。风险提示：新冠病毒变异导致疫苗失效，确诊病例大爆发导致美国经济重回封锁；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 20230413: 百洋转债: 领先的健康品牌商业化平台

事件 百洋转债(123194.SZ)于2023年4月14日开始网上申购: 总发行规模为8.60亿元, 扣除发行费用后的募集资金净额用于百洋品牌运营中心建设项目、百洋云化系统升级项目、百洋线上运营平台项目以及补充流动资金。当前债底估值为81.48元, YTM为2.89%。百洋转债存续期为6年, 中证鹏元资信评估股份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%、2.50%, 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AA-中债企业债到期收益率6.53%(2023-04-12)计算, 纯债价值为81.48元, 纯债对应的YTM为

2.89%，债底保护一般。当前转换平价为 102.9 元，平价溢价率为 -2.85%。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 20 日至 2029 年 04 月 13 日。初始转股价 27.64 元/股，正股百洋医药 4 月 12 日的收盘价为 28.45 元，对应的转换平价为 102.93 元，平价溢价率为 -2.85%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 5.59%。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 27.64 元计算，转债发行 8.60 亿元对总股本稀释率为 5.59%，对流通盘的稀释率为 20.81%，对股本摊薄压力较小。观点我们预计百洋转债上市首日价格在 121.81~135.70 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，考虑到百洋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 121.81~135.70 元之间。我们预计网上中签率为 0.0020%，建议积极申购。青岛百洋医药股份有限公司是 A 股领先的健康品牌商业化平台。公司深耕医药品牌运营，坚持“以渠道建设及终端配送能力为核心，以医药健康产品商业推广为特色，以现代化物流体系建设为基础”的发展战略，为广大消费者提供质优价廉的药品及健康产品。2017 年以来公司营收稳步增长，2017-2021 年复合增速为 22.85%。自 2017 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率呈倒“V 型”波动，2017-2021 年复合增速为 22.85%。2021 年，公司实现营业收入 70.52 亿元，同比增加 19.94%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2017-2021 年复合增速为 17.48%。2021 年实现归母净利润 4.23 亿元，同比增加 55.04%。公司的主要营收构成稳定，品牌运营业务和批发配送业务贡献主要营收。2019-2021 年，品牌运营业务占主营业务收入的比例分别为 41.24%、36.94%和 41.33%，批发配送业务占主营业务收入的比例分别为 54.05%、57.48%和 52.72%。公司销售净利率和毛利率维稳，销售费用率下降，财务费用率和管理费用率波动下降。2017-2021 年，公司销售净利率分别为 6.74%、7.01%、4.35%、4.72%和 5.92%，销售毛利率分别为 33.68%、32.82%、27.86%、25.06%和 25.13%。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 20230413：韵达转债：国内知名快递物流企业

事件 韵达转债(127085.SZ)于 2023 年 4 月 11 日开始网上申购：总发行规模为 24.50 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于围绕公司主营业务，投资项目符合国家产业政策及公司整体战略发展方向，有利于巩固公司的行业地位，增强公司综合实力及核心竞争力。当前债底估值为 90.92 元，YTM 为 2.01%。韵达转债存续期为 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：0.20%、0.40%、0.60%、1.50%、1.80%、2.00%，公司到期赎回价格为票面面值的 108.00%（含最后一期利息），以 6 年 AA+中债企业债到期收益率 3.67%。纯债价值为 90.92 元，纯债对应的 YTM 为 2.01%，债底保护较好。当前转换平价为 97.04 元，平价溢价率为 3.05%。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 17 日至 2029 年 04 月 10 日。初始转股价 12.15 元/股，正股韵达股份 4 月 10 日的收盘价为 11.79 元，对应的转换平价为 97.04 元，平价溢价率为 3.05%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 6.50%。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 12.15 元计算，转债发行 24.50 亿元对总股本稀释率为 6.50%，对流通盘的稀释率为 6.68%，对股本摊薄压力较小。观点 我们预计韵达转债上市首日价格在 114.83~127.93 元之间，我们预计中签率为 0.0070%。综合可比标的以及实证结果，考虑到韵达转债的债底保护性较好，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 114.83~127.93 元之间。我们预计网上中签率为 0.0070%，建议积极申购。韵达公司是国内知名快递物流企业。在“韵达+”发展理念的引领下，公司以科技为驱动力、以大数据能力为载体，通过多样化的快递产品、“最后一公里”、“末端 100 米”的配送和信息化技术的建设，致力于构建以快递为核心，涵盖仓配、云便利、跨境物流和智能快递柜为内容的综合服务物流平台。2017 年以来公司营收稳步增长，2017-2021 年复合增速为 42.98%。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“Λ型”波动，2017-2021 年复合增速为 42.98%。2021 年，公司实现营业收入 417.29 亿元，同比增加 24.56%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2017-2021 年复合增速为 -1.82%。2021 年实现归母净利润 14.77 亿元，同比增加 5.15%。公司的主要营收构成稳定，业务主要来源于快递服务业务，快递服务业务占比相对稳定。2019-年 2021 年，主营业务收入占总收入的比例分别为 92.91%、94.52%和 94.50%。2017 年-2021 年，公司销售净利率和毛利率维稳，期间费用率下降。2017-2021 年，公司销售净利率分别为 15.90%、18.78%、7.62%、4.25%和 3.59%，销售毛利率分别为 28.98%、28.02%、13.15%、9.50%和 9.05%。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 20230413：海能转债：消费电子产品知名制造商

事件 海能转债(123193.SZ)于 2023 年 4 月 13 日开始网上申购：总发行规模为 6.00 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于越南新建年产 3,360 万件消费类电子厂项目及补充流动资金。当前债底估值为 82.85 元，YTM 为 3.18%。海能转债存续期为 6 年，中证鹏元资信评估股份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%(2023-04-12)计算，纯债价值为 82.85 元，纯债对应的 YTM 为 3.18%，债底保护一般。当前转换平价为 104.8 元，平价溢价率为 -4.64%。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 33.47 元/股，正股海能实业 4 月 12 日的收盘价为 35.10 元，对应的转换平价为 104.87 元，平价溢价率为 -4.64%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 10.47%。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 33.47 元计算，转债发行 6.00 亿元对总股本稀释率为 10.47%，对流通盘的稀释率为 16.74%，对股本有一定的摊薄压力。我们预计海能转债上市首日价格在 124.10~138.26 元之间，我们预计中签率为 0.0017%。综合可比标的以及实证结果，考虑到海能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 124.10~138.26 元之间。我们预计网上中签率为 0.0017%，建议积极申购。观点 2017 年以来公司营收稳步增长，2017-2021 年复合增速

为 23.45%。自 2017 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率有所波动，2017-2021 年复合增速为 23.45%。2021 年，公司实现营业收入 20.80 亿元，同比增加 32.86%。与此同时，归母净利润不断上升，2017-2021 年复合增速为 15.49%。2021 年实现归母净利润 1.86 亿元，同比增加 63.90%。信号适配器贡献主要收入，电源适配器占比随需求上升。公司营业收入主要来自信号线束、信号适配器和电源适配器，2019-2021 年合计占营业收入的比例分别为 98.33%、97.38%和 98.85%。公司电源适配器类产品收入占比上升，2019-2021 年占比分别为 21.73%、28.10%、30.69%，主要系近年来电源适配器市场需求增长较快，公司积极把握市场机会，加大该类产品的生产和销售。公司销售净利率和毛利率上升，销售费用率下降趋势明显。2017-2021 年，公司销售净利率分别为 11.68%、10.31%、10.76%、7.25%和 8.94%，销售毛利率分别为 29.52%、26.05%、27.61%、24.87%和 25.96%。2019-2021 年公司销售费用率分别为 5.99%、3.97%、3.49%，随行业趋势明显下降。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)

行业

四重逻辑共振，继续看好半导体设备投资机会

u 逻辑一：美、荷、日相继加码制裁，半导体设备国产替代逻辑持续强化。继 2022 年 10 月美国对中国大陆半导体设备制裁升级后，2023 年荷兰、日本相继加入限制阵营，主要聚焦在先进制程领域。整体来看，半导体设备国产化率仍处于低位，对于量/检测、涂胶显影、离子注入设备等，我们预估 2022 年国产化率仍低于 10%，国产替代空间较大。在技术层面上，国产半导体设备企业在薄膜沉积、刻蚀、量/检测、CMP、清洗等领域均已具备一定先进制程设备技术积淀，产业化进程快速推进，具备持续扩张的底层技术基础。海外制裁升级背景下，半导体设备进口替代逻辑持续强化，我们看好晶圆厂加速国产设备导入，2023 年半导体设备国产化率提升有望超出市场预期。

u 逻辑二：扩产预期上修静待招标启动，半导体景气复苏同样利好设备。

1) 扩产预期上修静待招标启动：作为内资逻辑晶圆代工龙头，中芯国际已成为扩产主力，2022 年资本开支达到 63.5 亿美元，同比+41%，并预计 2023 年基本持平。此外存储扩产好于先前预期，晋华、粤芯等二三线晶圆厂合计资本开支有望持续提升，随着 Q2 国内晶圆厂招标陆续启动，国内半导体设备公司订单有望持续兑现。

2) 半导体景气复苏同样利好设备：2023Q3 美光营收指引为 35-39 亿美元，环比-5%~+6%，中枢基本持平；此外，中国大陆 IC 设计龙头库存水位开始下降，2022Q4 末行业存货周转天数环比下降 5%，静待行业景气拐点出现。历史数据表明，全球半导体设备与半导体销售额同比增速高度联动，同时在行业上行周期时，半导体设备可以表现出更强增长弹性。SEMI 预计 2024 年全球晶圆厂设备支出约 920 亿美元，同比增长 21%，进入下一轮上行周期。对于中国大陆市场，叠加自主可控需求，我们看好 2024 年半导体设备需求加速放量。

u 逻辑三：政策扶持利好持续落地，大基金二期投资重新启动。2023 年科技自主可控已经上升到举国体制，组建中央科技委，国家层面加大集成电路产业扶持力度；多省市将集成电路半导体芯片纳入当地政府报告，并从技术创新、项目建设、资金支持、标准制定等层面支持产业链发展，政策利好持续

落地。此外，尽管大基金一期正在有序退出，大基金二期不断加码半导体制造、装备、材料等环节，2023年3月国家大基金二期投资重新启动，有望引发市场投资热情。

u 逻辑四：AI 算力需求持续提升，半导体设备承接 AI 扩散行情。OpenAI 模型持续迭代，国内互联网大厂纷纷推出大模型，算力需求持续提升背景下，AI 芯片市场规模持续扩张，2025 年我国 AI 芯片市场规模将达到 1780 亿元，2019-2025GAGR 可达 42.9%。截止 2023 年 4 月 10 号，ChatGPT 指数累计涨幅 64.22%，估值处在历史 85.74%分位，AI 行业发展大趋势下，我们认为 AI 行情有望持续扩散，支撑各类芯片的底层—半导体设备有望成为 AI 行情扩散的下一个方向。

u 投资建议：1) 前道设备：低国产化率环节重点推荐拓荆科技、精测电子、芯源微等；低估值标的重点推荐北方华创、赛腾股份、至纯科技、华海清科等；其他重点推荐中微公司、万业企业、盛美上海。2) 后道设备：重点推荐长川科技、华峰测控；3) 零部件：重点推荐正帆科技、新莱应材、富创精密、华亚智能等细分赛道龙头。风险提示：海外制裁、半导体行业景气度下滑、晶圆厂资本开支不及预期等。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：黄瑞连)

气体行业月报：利好事件持续落地晶圆厂逆周期扩产，2023 年半导体行业景气度扭转，推动电子特气价格整体上涨

投资要点 重点推荐：凯美特气。建议关注：华特气体，和远气体，硅烷科技，侨源股份，雅克科技，正帆科技。需求回暖各类气体价格好转，5N 纯度氦气 3 月均价较 2 月+39.94%。截止 2023 年 3 月 31 日，1) 氦气：5N 纯度氦气 3 月均价 20.35 万元/立方米，较 2 月均价上升 7.33%；2) 氦气：5N 纯度氦气 3 月均价 2633.87 元/立方米，较 2 月均价上升 39.94%；3) 氦气：5N 纯度氦气 3 月均价 550 元/立方米，较 2 月均价上升 14.07%；4) 氦气：40L 瓶装高纯氦气 3 月均价 2126.44 元/瓶，较 2 月均价下降 4.12%。受下游需求回暖影响，价格有望持续上升。利好事件持续落地晶圆厂逆周期扩产，2023 年半导体行业景气度扭转。近期利好事件频出：1) 大基金二期入股长江存储。长江存储注册资本金由 562.7 亿余元，大幅增加至 1052.7 亿余元。其中大基金二期认缴出资近 128.87 亿元，持股比例为 12.24%。大基金的入股增资有望支持长江存储恢复扩产。2) 国务院副总理调研集成电路企业发展。国务院副总理刘鹤在北京调研集成电路企业发展并主持召开座谈会，指出发展集成电路产业必须发挥新型举国体制优势，凸显出国家发展半导体行业的决心。3) ASML 发布《关于额外出口管制的声明》称，当前荷兰政府出台的额外出口管制仅包括“最先进”的设备。此次 ASML 的官方声明好于市场整体悲观预期，证实全面禁售浸没式 DUV 的概率较低，先进制程扩产有望恢复正轨。2023 年扩产有望超预期，受益于当前大背景，国产化率低的设备及材料板块将充分受益，推动国产替代进入加速期。PMI 持续位于扩张区间，制造业景气面扩大，半导体景气度扭转。2023 年 2 月份，中国制造业采购经理指数 (PMI) 为 52.6%，较 1 月增长 2.5 个百分点，持续位于扩张区间，制造业景气面继续扩大，拉动生产经营活动恢复势头。2 月份，稳经济政策措施效应进一步显现，叠加疫情影响消退、企业复工复产加速等有利因素，我国经济景气水平将继续回升，推动大宗气体及特种气体在内的工业气体需求有力上涨。关注双碳环保产业安全系列投资机遇。供应链安全：电子特气国产替代迫切，保障半导体产业链安全。电子特气为晶圆制造中第二大耗材，占晶圆制造材料成本 13%。我国电子特气国产化率仅 15%。受下游产业蓬勃发展和国家政策的双重驱动，我国特气企业正加快攻克瓶颈问题，打破国外厂商垄断。重

点推荐:【凯美特气】充盈特气品类&加速突破客户认证订单有望放量,巴陵 9 万 Nm³ 稀有气体提取装置 2023Q2 投产实现稀有气体原料自给。建议关注:【华特气体】。最新研究:凯美特气:获头部光刻机激光设备厂商认证,彰显综合实力电子特气驱动新一轮成长。安全系列研究 1:被忽略的强逻辑:双碳环保显著的“安全价值”。凯美特气深度:食品级二氧化碳龙头,电子特气发展势头强劲驱动公司新一轮成长期。氦气:气体黄金进口依赖 97.5%,国产替代加速,碳中和约束供应资源端重估。风险提示:下游需求不及预期,项目研发不及预期,市场价格波动风险

(证券分析师:袁理 研究助理:朱自尧)

电子行业点评报告:MLCC 供给端出清,行业处于周期反转前夜

投资要点 MLCC 是电子工业大米,供需波动导致行业成周期性波动:MLCC 是最常用的被动元器件之一,终端下游涵盖消费电子、家电、汽车、通信等。在 5g、汽车电子、智能硬件的推动下,MLCC 行业需求稳步增长。供给端来看,中国大陆厂商合计市场份额不到 10%,但中国手机、计算机和彩电产量占到全球总产量的 90%、90%和 70%以上,元器件国产替代的强烈需求也成为倒逼国内企业发展的强劲动力。长期看被动元器件作为电子工业大米,其需求需求呈稳步增长态势,但是短期维度,由于供需关系波动影响,MLCC 行业的价格及产量具有一定的周期性波动,进而企业盈利及股价表现也呈现一定的周期波动。行业的周期波动主要由供需决定,一般而言,我们观察判断行业周期位置的直观指标主要有以下几点:市场现货价、行业库存、上游辅材企业出货量等情况。MLCC 周期性分析:当前时点处于周期反转前夜:一方面,我们认为 MLCC 行业景气度上行的条件主要是:1、供给:行业经销商库存降至二个月以下,原厂订单能见度拉长,稼动率攀升。2、需求:家电、消费电子、工控等主要市场需求企稳,辅以汽车电子市场增长。另一方面,行业相关企业股价上行的条件主要是:1、 β :行业景气度回升是短期快速推动股价的因素。2、 α :企业自身份额提升和高端产品的突破是长期健康成长的重点。本轮供给端降价去库存周期(2021Q3-2023Q1)持续了一年半左右,我们认为 2022Q4 末行业已经基本见底,当前行业供给端已经恢复健康。具体来看,根据我们的跟踪,1、主要常规料号台系及大陆厂商的市场现货价大部分已经于 2022 年 Q3 止跌, Q4 起小幅回暖;2、行业库存角度看,目前主要原厂和经销商渠道库存均在 2 个月以下,已经恢复至健康水位;3、上游辅材企业稼动率角度看,洁美科技纸质载带稼动率在 2022 年 Q3 见底(低于 50%), Q4 起稼动率已环比开始提升。综上,我们认为当前 MLCC 行业供给端已经恢复健康,行业处于景气度上行拐点前夜,随着下游需求端逐步回暖,行业相关企业具有较大的业绩弹性。投资建议与关注标的:经过了一年半的降价去库存周期,2022Q3 行业稼动率处于十年低位,部分料号价格创历史新低, Q4 起各大原厂稼动率开始提升,行业最差情况已过,板块向下具有较大的安全边际,向上具备量价弹性。建议关注洁美科技、三环集团、风华高科、博迁新材。风险提示:下游需求恢复不及预期;相关企业扩产进度不及预期;行业价格战风险。

(证券分析师:马天翼 证券分析师:鲍娴颖)

双碳环保日报:《湖北省新污染物治理工作方案》发布,加强新污染物治理能力

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: 2023/4/12, CEA 涨跌幅 0.00%; 收盘价 56.00 元/吨; 成交量 100 吨; 成交额 5,600.00 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

东方雨虹 (002271): 2022 年年报点评: 民建及非防品类表现突出, 盈利有望触底回升

投资要点 事件: 公司发布 2022 年年报。实现营业总收入 312.14 亿元, 同比-2.26%; 归母净利润 21.2 亿元, 同比-49.57%。民建集团表现亮眼, 非防水品类快速发展。分季度来看, 22Q1-Q4 公司营收增速分别为+17.31%/+1.65%/-4.51%/-15.31%, 受下游需求景气及疫情影响, Q4 收入承压。分业务看, 2022 年防水卷材/防水涂料/防水施工收入分别同比-20.36%/+17.15%/+9.30%, 砂浆粉料及建筑涂料等产品增长较快。分渠道来看, 2022 年民建集团实现营业收入 60.78 亿元, 同比增长 58%, 发展经销商数量已突破 4000 家, 分销网点 16 余万家, 分销门头近 4 万家。工程经销渠道方面, 公司持续赋能合伙人发展, 通过属地经营、渠道持续下沉, 加强所属区域市场覆盖率与渗透率。原材料价格回落、人员结构优化, 盈利有望触底回升。公司 2022 年销售毛利率 25.77%, 同比下滑 4.76 个百分点, 主要系原材料价格持续高位影响。2022 年 Q1-4 销售毛利率分别为 28.28%/25.94%/23.81%/25.55%, 随着原材料成本下降, Q4 盈利水平逐步修复; 22 年销售净利率 6.79%, 同比下滑 6.4 个百分点, 其中 2022 年公司计提信用减值损失 3.15 亿元。期间费用率方面, 销售费用率 8.51%, 同比变动+1.57pct, 主要系职工薪酬、广宣费等增加; 管理及研发费用率 7.53%, 同比变动+0.63pct。2022 年公司人员总数 12590 人 (2021 年为 13630 人), 随着公司经营提质增效、成本回落, 盈利有望触底回升。22 年全年经营性现金流承压, Q4 强化收款收现情况改善。公司 2022 年经营活动产生的现金流量净额 6.54 亿元, 较上年同期减少 84.11%, 主要原因是销售商品、提供劳务收到的现金减少所致。1) 收现比: 2022 年公司收现比 104.50%, 同比下降 6.85 个百分点; 2022 年末公司应收账款及应收票据余额 113.87 亿元, 环比 2022 年 Q3 末的 163.42 亿元大幅下降。2) 付现比: 2022 年公司付现比 108.62%, 同比下降 6.53 个百分点。未来随着公司工程经销及零售渠道的快速发展, 经营质量有望改善。盈利预测与投资评级: 公司作为防水行业龙头, 积极通过组织架构调整来覆盖空白市场, 拓展非房地产项目, 优化经营质量。同时公司积极培育新业务板块, 有望通过内部资源整合和协同快速发展。未来防水新规落地需求改善, 公司防水主业市占率持续提升, 非房板块和非防业务有望进一步打开成长空间。考虑到下游需求恢复及成本下行, 我们调整 2023-2025 年归母净利润为 36.92/46.69/58.25 亿元 (2023-2024 年前值为 34.75/42.38 亿元), 对应 PE 分别为 22X/18X/14X, 维持“买入”评级。风险提示: 下游房地产行业波动的风险; 原材料价格剧烈波动的风险; 行业竞争加剧风险; 应收账款风险。

(证券分析师: 黄诗涛 证券分析师: 房大磊
证券分析师: 任婕)

鲁泰 A (000726): 2022 年报点评: 业绩高增, 23 年预计前低后高

投资要点 公司公布 2022 年年报: 22 年营业收入 69.38 亿元/yoy+32.46%、归母净利润 9.64 亿元/yoy+177.28%, 位于此前业绩预告区间中值、超出我们此前预期。分季度看 22Q1/Q2/Q3/Q4 营收分别为 15.80/17.50/18.76/17.32 亿元、分别同比+59.05%/+42.66%/+39.35%/+3.61%, 归母净利润分别为 1.59/2.35/3.02/2.68 亿元、分别同比+113.84%/+197.06%/+222.44%/+166.71%。收

入增长逐季放缓，主因下半年外需降温、同时国内受疫情反复影响终端消费转弱；净利增速高于收入主因 22 年毛利率同比+4.99pct 至 25.71%、期间费用率同比-4.86pct 至 9.52%（销售/管理/财务/研发费用率分别同比 -0.32pct/-0.69pct/-3.01pct/-0.84pct 至 1.97%/5.71%/-2.15%/3.98%，财务费用率下降较多、主要受益于人民币贬值），此外持有的交易性金融资产贡献公允价值变动收益 1.7 亿元、增厚业绩。22 年收入增长主要来自外销拉动。1) 面料、衬衣均实现量价齐升：22 年面料/衬衣收入分别同比+27.47%/+53.09%、收入分别占比 74.10%/19.60%，面料销量/单价分别同比+12.2%/+13.6%，衬衣销量/单价分别同比+30.8%/+17.0%，面料、衬衣均实现量价齐升。2) 外销收入大增、国内小幅下降：22 年外销/内销收入分别同比+64.39%/-4.52%、收入分别占比 66.59%/33.41%，海外市场表现仍好于国内，外销收入占比从 21 年 53.66%提升至 66.59%。外销以东南亚、欧美市场为主，22 年收入分别同比+54.73%/+113.97%、分别占比 33.96%/17.29%。3) 需求展望：22 年由于海外宏观经济在下半年转弱及国内疫情反复，公司外销呈前高后低特点、内销较疲弱，23 年随海外客户去库、国内市场逐渐回暖，我们预计公司业绩表现大概率呈前低后高特征。22 年棉价同比上涨、人民币贬值、产能利用率回升共促毛利率提升。22 年毛利率同比+6.59pct 至 25.01%，主要受益于：1) 22 年国际长绒棉均价同比+47%。22 年 1-11 月美国长绒棉价格维持在 310-350 美分/磅高位、11 月以来下跌趋势较明显，但 22 全年来看美国长绒棉均价同比上升 47%。受益于低价库存逻辑公司毛利率有所提升。截至 23 年 4 月美国长绒棉价格降至 180 美分/磅。2) 22 年人民币汇率贬值约 4.3%。22 年美元兑人民币 (CFETS) 平均汇率 6.73、较 21 年均值贬值 4.3%，公司海外收入占比较高，人民币贬值有助毛利率提升。3) 22 年面料/服装产能利用率分别同比+4pct/+18pct。受益于 22 上半年外需旺盛及东南亚产能恢复正常，22 年面料/服装产能利用率分别回升至 80%/88%（21 年为 76%/70%），带动毛利率提升。盈利预测与投资评级：公司为全球色织布龙头，22 年在上半年外需强劲、棉价上行、人民币贬值等因素综合带动下面料及衬衣产品均实现量价齐升，收入实现较快增长、产能利用率改善。棉价、汇率、产能利用率的变动对毛利率、费用率等指标亦有改善，促进净利润实现接近两倍高增。考虑 22 年公司业绩超预期，结合近期外需转弱、棉价下行震荡、人民币汇率结束单边贬值趋势等因素，我们将公司 23-24 年归母净利润从 8.6/9.4 亿元上调至 9.7/11.0 元、新增 25 年预测值 12.4 亿元，22-25 年 PE 为 7/6/6X，估值较低，维持“买入”评级。风险提示：国内外需求复苏不及预期、汇率及棉价波动等。

（证券分析师：李婕 证券分析师：赵艺原）

百隆东方（601339）：2022 年业绩点评：投资收益贡献显著，期待 23 年订单回暖

投资要点 公司公布 2022 年业绩：2022 年收入 69.89 亿元/yoy-10.10%、归母净利润 15.63 亿元/yoy+14.00%、扣非归母净利 7.93 亿元/yoy-39.83%（若不考虑计提存货跌价损失 3.8 亿元、yoy-10%），归母净利润超此前预期，主因 22 年棉花期货产生投资收益 7.77 亿元。分季度看，22Q1/Q2/Q3/Q4 营收分别同比+5.39%/+2.81%/+7.75%/-43.09%、归母净利润分别同比+54.58%/+31.91%/+8.48%/-9.44%。Q4 收入端受到外需疲软+下游去库影响大幅回落、利润端受益于投资收益贡献降幅较小。价涨量跌，外销占比提升、下半年需求转弱。1) 分量价看：需求疲软销量回落，棉价上行带动产品价格提升。销量方面，由于国内市场受疫情扰动需求承压，海外上半年需求较好、下半年渐

现疲软,叠加下游处于去库周期,产量/销量同比分别-22.49%/-26.80%。价格方面,22年国内/国际棉花价格同比分别+6.1%/+27.8%,公司纱线产品随棉价上涨而上行、价格同比+18.18%,由于国内外棉价呈上半年大幅上涨、下半年回调趋势,预计22H2产品售价环比有所回落。

2)分产品看,色纺纱收入回落。22年色纺纱/坯纱收入同比分别-24.90%/+7.96%、占比52%/40%,色纺纱收入回落主要系下半年海外需求疲软及品牌去库存影响。3)分地区看:外销占比提升,外需上半年较好、下半年转弱。22年境内/境外收入分别同比-32.80%/-2.47%、占比28%/72%、外销占比同比提升12pct。国内受到订单外流及疫情影响,需求承压、产能利用率较低。由于外销上半年增长较好、下半年需求转弱,越南工厂上半年保持较快增长、下半年承压,22年全年收入/净利分别同比+10.39%/-26.84%。毛利率、费用率提升,得益于期货投资收益、净利率大幅提升。

1)毛利率:22年同比+0.67pct至26.87%,主要受益于高毛利境外业务占比提升。分季度看,Q1/Q2/Q3/Q4为26.08%/29.17%/28.84%/21.75%,下半年棉价回落致毛利率承压。分地区看,境内/境外分别同比-0.15/-1.07pct至19.10%/28.71%。分产品看,色纺纱/坯纱分别同比+1.57/-2.15pct至27.15%/24.50%,色纺纱附加值较高、毛利率表现较好。

2)费用率:费用率同比+1.61pct至10.18%,其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.22/+0.94/-0.38/+0.83pct至0.70%/5.61%/1.62%/2.25%,管理费用率提升主因职工薪酬增加,财务费用率提升主要系利息支出增加、汇兑亏损所致。

3)归母净利率:同比+0.10pct至22.36%,主要系棉花期货投资收益7.77亿元带动,扣非后净利率同比-5.61pct至11.35%、主要系棉价回落下公司计提存货减值损失3.8亿元。

盈利预测与投资评级:公司为国内色纺纱龙头,22年由于下半年海外需求走弱+棉价回落影响,业绩呈前高后低。因22年棉价波动较大,公司实现棉花期货投资收益7.8亿,22年底平仓后出于谨慎考虑、充分计提存货跌价损失3.8亿元,进一步夯实资产质量。展望23年,目前需求逐渐复苏、越南产能利用率恢复至80-90%,但回暖过程相对缓慢、有望于下半年迎来向上拐点。产能方面,越南39万吨扩产项目以自筹资金持续推进,截至22年末越南产能达118万吨、占总产能约70%,第一个8万吨车间厂房已于22年8月份投产,目前其余厂房设备已安装完毕,需求回暖后能够迅速投入生产。长期看,公司相较同业提前布局越南产能、有望受益于行业格局变化。考虑22年归母净利增长主要系投资收益贡献、22H2外需走弱后纱线主业承压,我们将23-24年归母净利润预测由14.4/14.9亿元下调至13.1/14.0亿元、预计25年归母净利润16.0亿元,EPS分别为0.87/0.94/1.06元/股,对应PE为7/7/6X,估值较低,维持“买入”评级。

风险提示:棉价下跌、外需放缓、投资收益波动等。

(证券分析师:李婕 证券分析师:赵艺原 研究助理:郝越)

诺禾致源(688315):诺禾致源2022年报&2023年一季报点评:Q1业绩略超预期,Q2有望进一步提速

投资要点 事件:2022年4月12日诺禾致源发布2022年度报告与2023年一季度报告。2022年公司营收19.26亿元(+3.2%,括号内为同比,下同),归母净利润1.77亿元(-21.3%),扣非归母净利润1.54亿元(-12.6%),2022Q4营收5.61亿元(-5.0%),归母净利润6439万元(-33.0%),扣非归母净利润4936万元(-35.3%),业绩符合预期;2023Q1营收4.41亿元(+14.0%),归母净利润2250万元(+19.3%),扣非归母净利润1992万元(+60.9%),业绩略超预期。海外业务持

续高增长，国内业务有望疫后修复：分业务来看，2022 年生命科学基础科研营收 6.42 亿元 (-2.1%)，医学研究与技术营收 2.53 亿元 (-7.5%)，测序平台服务营收 8.35 亿元 (+18.6%)，其他业务营收 1.95 亿元 (-15.3%)；分地域来看，2022 年海外营收 8.07 亿元 (+21.3%)，营收占比 42%，国内业务营收 11.18 亿元 (-6.7%)，单 Q4 国内外业务同比增速分别为 -11.7%/7.5%，2023Q1 国内外业务同比增速分别为 -4%/37%。受疫情影响公司 2022 年国内业务增长乏力，受欧洲市场拖累，海外 Q4 相较前三季度 27.8% 的同比增速有所放缓，我们认为以上不利因素 2023 年皆将有望缓解。2023 年 Q1 公司扣非归母净利润增幅较大主要系公司经营持续向好，规模效益进一步显现，以及政府补助、金融资产投资收益及公允价值变动收益、增值税加计抵减等非经常性损益影响。科研需求递延，Q2 业绩有望进一步提速：诺禾致源为科研服务行业中高校科研业务占比最高的公司，疫情三年科研活动受损、销售人员无法入校使得业绩持续受到扰动。我们认为当前主要不利影响因素已消除，从 Q1 情况来看公司业务回暖迹象明显，取样量环比持续提升，考虑到 2022 年 Q1 公司承接部分天津市政府新冠检测项目，剔除此影响收入同比增长 21.5%。我们认为高校科研需求将由 Q1 递延至 Q2，同时 2022 年 Q2 受上海疫情影响华东区域营收基数较低，公司 Q2 业绩增长有望进一步提速。此外受益于 Falcon 系统全球各实验室的部署以及规模效应进一步增强，公司 2022 年毛利率进一步提升至 44.28%，盈利能力不断提升。长期来看公司国内业务回归正常，海外科研测序外包渗透率持续提升，公司作为全球科研端基因测序龙头企业，长期增长空间广阔。盈利预测与投资评级：考虑到疫情形势的变化，我们将公司 2023-2024 年总营收预期由 27.6/39.5 亿元调整为 25.4/33.0 亿元，归母净利润由 3.05/4.20 亿元调整为 2.80/3.80 亿元。我们预计公司 2025 年总营收 42.1 亿元，归母净利润 5.01 亿元，当前股价对应 PE 为 45×/33×/25×，维持“买入”评级。风险提示：海外外包渗透率提升不及预期，市场竞争加剧等。

(证券分析师：朱国广 证券分析师：周新明
研究助理：张坤)

安踏体育 (02020.HK)：23Q1 流水点评：各品牌流水复苏符合预期，看好全年表现

投资要点 公司公布 23Q1 零售流水：23Q1 安踏品牌、FILA、其他品牌零售流水分别同比增长中单位数、高单位数、75-80%，均较 22Q4 环比改善。安踏品牌：流水、库存环比改善，折扣维持正常水平。

1) 高基数下流水恢复正增：23Q1 安踏品牌流水在高基数下 (22Q1 冬奥会带动下增近 20%) 同比增长中单位数，其中成人/儿童流水均同比增长中单位数；受益放开后实体店客流恢复，线下表现好于线上，23Q1 安踏成人/儿童线下渠道分别同比增长高单位数/中单位数，线上由于高基数 (22Q1 线上同比增长近 40%) + 产品结构调整、流水略微下滑。

2) 库存环比改善：尽管 3 月底开始对 Q2 进行备货，但经过 23Q1 积极去库，主品牌库销比降至 5 个月以下、较 22Q4 的 6 个月+环比改善。3) 折扣维持正常水平：23Q1 安踏品牌折扣 7.2 折、处于正常水平。

FILA：流水复苏势头较好，库存、折扣环比改善。1) 流水复苏势头较好：23Q1 FILA 流水同比增长高单位数，其中单 3 月同比双位数增长、复苏势头较好，预计 Q2 在低基数下有望取得更好表现；分渠道看，线上好于线下，23Q1 线上在公司持续发力下 (如新渠道小红书及抖音直播投入) 保持同比近 40% 的高增；分系列看，23Q1 FILA 大货/儿童/潮牌流水分别同比增长 10%+、单位数、单位数。2) 库销比降至 5 个月以下：通过控制备货+积极促销，23Q1 FILA 库销比从 22Q4

的7个月以上环比改善2个多月至5个月以下。3)折扣环比好转:23Q1FILA综合折扣7.5折、正价折扣8.5折,环比有所好转。其他品牌:流水增长强劲,线下表现好于线上。23Q1其他品牌(迪桑特+可隆)流水同比增长75-80%、其中迪桑特/可隆分别同比增长70%+/超过一倍,1-3月逐月向好、单3月其他品牌同比增幅超过100%,受益线下消费场景修复、线下渠道表现好于线上。盈利预测与投资评级:公司为国内多品牌运动服饰龙头,23Q1受益国内放开消费回暖,主品牌、FILA、其他品牌流水均恢复正增长、环比22Q4显著改善,库存及折扣指标亦处于改善过程中,全年各品牌增长目标有望实现(安踏品牌与FILA收入双位数增长、FILA快于安踏品牌,迪桑特和可隆收入增长20%-25%)。安踏品牌持续重视专业领域(如篮球)投入,保持接触专业体育赛事领域营销资源(如NBA篮球明星),未来有望进一步提升专业品牌形象。我们维持23-25年归母净利润95.48/112.52/131.69亿元的预测,对应PE28/24/20X,维持“买入”评级。风险提示:居民消费信心恢复较慢、疫情反复、竞争加剧。

(证券分析师:李婕 证券分析师:赵艺原)

冰轮环境(000811):2022年年报点评:扣非利润超预期,期待今年更亮眼表现

投资要点 事件:公司公告2022年年报,实现收入61.02亿元、增长13.34%;归母净利润4.26亿元、增长41.54%;扣非后为3.76亿元、增长58.55%。回顾过去:扣非利润显著超预期,有数量、更有质量的增长(价量齐升)。根据公司公告,2022年收入61.02亿元、增长13.34%;归母净利润4.26亿元、增长41.54%;收入和利润符合预期。扣非后为3.76亿元、增长58.55%,显著超预期。从单季度数据来看,2022年Q4在制造业普遍受到疫情冲击的不利影响下,公司Q4收入同比逆势增长21.34%、环比增长8.01%;归母净利润同比增长40.58%、扣非后同比增长86.67%。同时全年来看,公司毛利率为22.69%,提升0.73个百分点;净利率为6.93%,提升1.10个百分点;ROE(平均)为8.78%,提升2.13个百分点,价量齐升,实现既有数量、又有质量的增长,业绩着实亮眼。盘点现在:从减值损失规模飙升看出公司仍有余力,从存货和合同负债可以期待今年更亮眼表现。根据公司年报,2022年资产减值+信用减值损失合计0.69亿元、相比2021年大幅提升68.29%,一方面体现公司财务严谨合规,另一方面也说明公司2022年仍有余力。预付款项为2.55亿元、同比增长85.08%;存货为14.25亿元、同比增长24.07%;合同负债为10.79亿元、同比增长29.95%,从预付款、存货、合同负债的增长,结合公司从2022年Q4开始释放新产能,预计2023年业绩会有更加亮眼表现。展望未来:行业景气度上行+竞争格局改善+盈利能力提升,公司价值逐渐体现。1)景气度上行:我们在之前的数篇报告(《气温控制领域龙头,碳捕集和氢能源设备业务打开成长空间》、《氢能产业政策持续落地,压缩设备龙头有望率先获益》、《从战略高度理解冷链物流十四五规划,聚焦核心痛点、高景气度将持续》、《供销社发布农产品冷链物流专项规划,行业景气度持续高企》等)中已经明确提出,疫情影响之下,“十四五”时期的冷链物流行业相比“十四五”之前,有翻天覆地的变化,政策密集落地+政府客户介入+中央资金支持,行业景气度持续上行。2)竞争格局改善:中大型规模压缩机行业竞争格局较为分散,即使第一梯队冰轮环境、冰山冷热、雪人股份加总市占率也不高,“十四五”开始大量政府客户介入,由于政府客户对于设备供应商的一体化供应能力要求较高,同时疫情之后政府监管、执法要求趋严,行业竞争格局逐渐改善,公司龙头地位彰显。3)盈利能力提升:从2022

年公司逐季度的业绩表现可以看出，公司盈利能力显著提升，我们推测原因主要来自于：公司从2021年下半年开始产品逐批次提价、产品进入更高毛利率的工业领域、以及原材料价格逐渐下行，随着竞争格局改善，公司产品溢价效果会愈发彰显。盈利预测与投资评级：我们调整公司2023-2024EPS预测值为0.72/0.88元（前值为0.81/1.03元），新增2025年预测值EPS 1.16元，对应PE分别为18/15/11倍，维持“买入”评级。风险提示：行业需求下降、竞争加剧造成产品价格和毛利率持续下降等

（证券分析师：刘博 证券分析师：唐亚辉 研究助理：米宇）

国盛智科（688558）：2022年报点评：

投资要点 Q4 营收受疫情放开影响有所下滑，高档数控机床实现量价齐升 2022 年公司实现营收 11.6 亿元，同比+2.3%；归母净利润 1.85 亿元，同比-7.5%；扣非归母净利润 1.6 亿元，同比-10.8%。其中 Q4 单季度营收 2.8 亿元，同比-3.1%，环比-9.9%；归母净利润 0.35 亿元，同比-26.9%，环比-31.1%；扣非归母净利润 0.29 亿元，同比-33.3%，环比-37.9%，主要系 2022Q4 疫情放开，公司订单交付、收入确认均受到一定影响。1) 分产品营收看，高档数控机床增长较快：2022 年高档数控机床/中档数控机床/智能自动化生产线/装备部件分别实现营收 6.1/3.3/0.9/1.3 亿元，同比分别+37.0%/-14.8%/-26.2%/-17.4%；2) 分产品单价看，高档数控机床单价提升较为明显：2022 年高档数控机床/中档数控机床/智能自动化生产线单价分别为 104.8/34.7/29.3 万元/台（套），同比分别+23.3%/+9.3%/-4.9%；3) 分海内外看，2022 年公司海外营收 0.91 亿元（同比+88.7%），外销占比从 2021 年的 4.2%提升至 2022 年的 7.8%。行业低景气情况下利润端短期承压，看好 2023 年恢复性增长 1) 2022 年销售毛利率为 26.3%（同比-3.9pct），主要系新工厂投入使用，但收入受下游需求疲软影响增长缓慢，导致单位制造费用较高。其中 Q4 毛利率 24.6%（同比-4.4pct，环比-1.7pct），主要系 2022Q4 毛利率较低的中档数控机床出货占比较高所致。2) 2022 年销售净利率和扣非净利率分别为 16.0%和 13.6%，同比分别-1.7pct/-2.0pct，销售净利率下降幅度小于销售毛利率主要系公司期间费用率从 2021 年的 12.5%下降至 2022 年的 11.4%，其中销售费用率/管理费用率（含研发）/财务费用率分别+0.3pct/-0.7pct/-0.7pct。展望 2023 年，随着下游通用制造业逐步复苏，叠加公司产品结构调整，我们预计公司利润端有望实现恢复性增长。2022 年经营性现金流 0.27 亿元（同比-71.4%），主要系原材料支付增加；应收账款周转天数为 16 天（同比-2 天），存货周转天数为 192 天（同比+53 天）。截至 2022 年末，公司存货余额为 5.1 亿元（同比+30.8%），主要系原材料储备及产成品增多。持续加码核心功能部件自制，新能源、航天军工等领域新产品有望迎来高速增长 持续加码核心功能部件自制，提升产品竞争力。截至 2022 年年末，公司龙门五面体加工中心全自动直角头 100% 自制，全自动延长头、双面头小批量投产，全自动万向头进入试制阶段；卧镗自制转台已实现 5-25T 全系列 50% 自制；卧镗主轴 110、130 自制率达 80%，160 主轴进入试制阶段，另有多款电主轴已完成设计，进入试制阶段。公司及时调整产品规划，贴近新能源、航天军工等高景气行业，随着 2023 年新增产能释放，高景气下游有望迎来高速增长。①新能源汽车：针对一体化压铸模具加工难点，推出桥式三轴、五轴龙门加工中心等产品，目前订单充足；针对新能源车前后副车架的加工，推出高速立加和五轴卧加。②航天军工：针对大型结构件和精密件的加工需求，开发出大型高刚性高精度动柱龙门加工中心、立

式摇篮五轴等机型。盈利预测与投资评级：考虑 2023 年下游通用制造业复苏弱于预期，我们预计 2023-2025 年归母净利润为 2.50（下调 18%）/3.24（下调 15%）/4.08 亿元。市值对应 PE 为 21/17/13 倍，维持“增持”评级。风险提示：通用制造业复苏不及预期、新产品拓展不及预期、毛利率下滑风险。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：罗悦）

高测股份（688556）：第三次上调产能规划至 102GW，看好切片代工长期逻辑&期待代工盈利超预期

事件：高测与宜宾高新区管委会拟签署投资协议，计划在宜宾建设 50GW 大硅片切片项目，项目分两期执行，一期 25GW 预计于 2024 年投产，二期 25GW 预计将在一期正式投产后 6 个月内启动。投资要点 切片代工产能上调至 102GW，代工模式加速渗透：宜宾 50GW 项目总投资 50 亿元（一二期分别 25 亿元），固定资产投资约 30 亿元（一二期分别 15 亿元）。其中一期 15 亿元固定资产中，宜宾管委会负责厂房+机电安装约 7.5 亿元，高测负责生产设备投资约 7.5 亿元，则该项目固定资产投资中高测负责部分为 3000 万/GW，我们预计回本周周期较短。我们预计宜宾一期 25GW 将于 2024 年 3-4 月投产，10 月满产。宜宾已签约硅棒项目超 50GW、电池项目超 100GW，有望形成较大切片代工需求；同时，高测宜宾基地还将满足全国范围内市场化需求，例如东方日升 10GW/年的代工需求。公司切片代工业务原规划产能 35GW，2022 年 4 月上调至 47GW；2022 年 12 月新增规划河南 5GW，总产能进一步上调至 52GW；2023 年 4 月新增宜宾 50GW 上调至总产能 102GW，不排除后续继续上调产能规划的可能性。按照当前规划，我们预计公司 2022-2024 年底总产能分别达到 21GW、45GW、77GW，考虑到产能爬坡，我们预计 2022-2024 年出货量分别为 10GW、28GW、60GW。N 型电池片推动薄片化加速，薄片化时代将进一步印证高测切片优势：技术角度，高测的切片设备+金刚线均处于行业领先，形成设备+耗材+工艺闭环后不断强化 knowhow，高测尤其在先进薄片切片机及细线上的研发优势明显，目前公司已大批量导入 34 碳钢金刚线&小批量导入 32 钨丝金刚线，正在试用 30 钨丝金刚线。即使高测自用和外售设备、金刚线没有差别，但是切割效果差距很大，主要与内部调试的参数、工艺匹配、应用因素及管理逻辑等都有很大关系。我们认为 2023 年【供给端】石英坩埚紧缺导致硅棒有限+【需求端】可适配薄片的 N 型电池加速渗透，均会推动薄片化进展加速，届时将进一步巩固高测切片工艺的领先优势。且石英坩埚紧缺有望使后续硅片降价幅度小于硅料降价幅度，同时薄片化趋势下技术领先有望提高高测溢价能力，我们认为高测切片代工单 GW 盈利有望持续超市场预期。客户需求饱满，看好切片代工长期逻辑：客户结构方面，我们认为短期高测受益于行业集中度分散，长期受益于产业分工趋势。目前，公司已经与通威股份、美科股份、京运通、双良节能、润阳光伏、爱旭股份、英发、东方日升、华晟、华耀、亿晶等公司建立了长期切片合作关系，并与隆基、晶澳等客户建立了切片合作关系，高测的代工客户逐步从硅片行业新玩家延伸至行业头部玩家。中长期看，硅料产能释放后，硅片行业将进入买方市场。我们认为供给紧张阶段，为保证供应链安全，行业倾向于走垂直一体化路线；而当进入买方市场后，企业会更加注重自己的优势环节以获得更强的研发效率，尤其是在技术迭代迅速的光伏行业，分散研发和业务布局不利于提高竞争力，因此我们认为产业分工会日益明确，高测在单一环节投入大量研发可以建立低成本技术壁垒，后续通过规模优势提高竞争力。盈利预测与投资评级：随着公司切片代工及金刚线产能加速释

放，我们维持公司 2023-2025 年的归母净利润为 12.3/16.5/19.9 亿元，对应 PE 为 12/9/8 倍，维持“买入”评级。风险提示：新品拓展不及预期，下游扩产不及预期。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：刘晓旭)

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>