

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-04-17

宏观策略

2023年04月17日

宏观点评 20230413: 出口大超预期的“幕后推手”

观点: 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。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。

晨会编辑 陈李

执业证书: S0600518120001

021-60197988

yjs_chenl@dwzq.com.cn

宏观点评 20230412: 3月通胀美联储需要纠结吗?

观点: 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。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。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。

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。盈利预测与投资评级: 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%。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。

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。盈利预测与投资评级: 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%。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。

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。盈利预测与投资评级: 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%。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。

行业

双碳环保日报：国家能源局印发《2023 年能源工作指导意见》，积极推进清洁低碳转型

事件：中法联合声明关注碳中和，加快能源和气候转型；多省聚焦秋冬重污染天气消除，防治夏季臭氧污染。最新研究：生物油行业点评：REDIII 加码&原油减产催生柴景气度上行，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。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。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。

推荐个股及其他点评

TCL 中环 (002129)：2023 年 1 季度业绩预告点评：硅片盈利坚挺，业绩持续增长

事件：公司发布 2023 年一季度主要经营数据，实现营收 170-180 亿元，同增 27%-35%，环增-0.96%-4.86%；归母净利润 22-24 亿元，同增 68%-83%，环增 21.01%-32.01%。业绩符合市场预期。盈利预测与投资评级：基于公司硅片盈利坚挺，我们维持 2023-2025 年盈利预测，我们预计归母净利润为 94/120/139 亿元，同增 38%/28%/15%，对应 EPS 为 2.9/3.7/4.28 元。基于公司硅片龙头地位，我们给予 2023 年 20xPE，对应目标价 58.1 元，维持“买入”评级。风险提示：竞争加剧，原材料价格波动。

金雷股份 (300443)：2022 年报及 2023 年一季报点评：盈利改善符合预期，铸造持续扩产随海风成长

事件：公司发布 22 年报和 23 年一季报，盈利修复符合预期。22 年营收 18.1 亿元，同增 9.7%；归母净利润 3.5 亿元，同降 29.0%；毛利率 29.98%，同降 9.2pct；销售净利率 19.5%，同降 10.6pct。盈利预测与投资评级：23 年国内风电需求景气较高，公司受益铸造产能逐步释放。我们预计 2023-2025 年归母净利润分别 5.98/7.84/9.47 亿元（2023-2024 年前值 7.8/9.4 亿元），同增 70%/31%/21%，对应 PE 分别为 18/14/11x，公司是全球锻造主轴龙头企业，大型化趋势下扩展铸造第二曲线，市占率有望持续提升，给予 23 年 25x，目标价 57 元/股，维持“买入”评级。风险提示：装机需求不及预期、原材料价格波动、客户拓展不及预期等。

双良节能 (600481)：2022 年业绩快报&2023Q1 业绩预增点评：Q1 业绩超预期，硅片盈利大幅提升

事件：2022 年公司实现营业收入 144.8 亿元，同比+278%；归母净利润 9.6 亿元，同比+208%；扣非归母净利润 9.0 亿元，同比+278%，主要系节能节水业务稳步增长、多晶硅还原炉系统规模交付、硅片爬产顺利。盈利预测与投资评级：公司传统节能节水设备业务稳定增长，多晶硅还原炉受益于下游积极扩产&龙头地位带来充足订单，硅片、组件等业务快速放量，我们基本维持双良节能 2022-2024 年归母净利润预测分别为 9.6/22/28 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 30/13/10 倍，维持“增持”评级。风险提示：下游扩产不及预期，新品拓展不及预期。

北方华创（002371）：2022 年业绩快报&2023Q1 业绩预告点评：国产替代加速，Q1 业绩超出市场预期

事件：公司发布 2022 年业绩快报；公司发布 2023 年一季度业绩预告。在手订单饱满&设备加速交付，2023Q1 收入端超出市场预期。2022 年公司实现营业收入 146.88 亿元，同比+51.68%，稳健增长，这一方面受益于公司再半导体设备领域的市场占有率快速提升，另一方面受益于电子元器件业务稳健发展。盈利预测与投资评级：考虑到公司订单充足、订单加速交付，我们调整 2022-2024 年公司营业收入预测分别为 146.88、217.66、282.91 亿元（原值 149.15、202.58 和 254.99 亿元），当前市值对应动态 PS 分别为 10、7、5 倍。考虑到公司盈利水平提升，我们调整 2022-2024 年归母净利润预测分别为 23.53、35.91 和 49.14 亿元（原值 22.94、31.86 和 42.06 亿元），当前市值对应动态 PE 分别为 64、42 和 31 倍。基于公司订单充足，盈利水平提升，估值仍处底部，维持“买入”评级。风险提示：晶圆厂资本开支不及预期、新品产业化进展不及预期等。

光线传媒（300251）：动画电影龙头，AI 时代价值重估

事件：影视生产过程重塑，动画电影尤其受益。优质 IP 价值重估：数据价值与衍生价值。光线传媒：动画电影龙头，AI 时代价值重估。盈利预测与投资评级：22 年电影行业承压，公司大部分影片上映计划被推迟，公司预计 22 年归母净亏损为-6.3 至-7.3 亿元；剔除减值准备后归母净利润为 0.2 亿元至 1.2 亿元。公司 2023 年往后电影项目储备丰富，收入结构呈现优化趋势，但考虑 22 年疫情影响超过我们预期，我们将公司 22-24 年归母净利润由 10/12.5/15.2 亿元下调为-6.8/7.9/9.8 亿元，对应 23-24 年 43/35 倍 PE，我们建议关注 AI 给公司带来中长期成长空间，维持“买入”评级。风险提示：AI 技术发展不完善、AI 基础设施不及预期、公司可能面临电影项目票房不佳的风险、可能面临市场竞争激烈和内容审核风险。

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。就业密集型的服务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

双碳环保日报：国家能源局印发《2023年能源工作指导意见》，积极推进清洁低碳转型

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：2023/4/13，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&原油减产催生柴景气度上行, 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

TCL 中环 (002129): 2023 年 1 季度业绩预告点评: 硅片盈利坚挺, 业绩持续增长

投资要点 事件: 公司发布 2023 年一季度主要经营数据, 实现营收 170-180 亿元, 同增 27%-35%, 环增-0.96%-4.86%; 归母净利润 22-24 亿元, 同增 68%-83%, 环增 21.01%-32.01%。业绩符合市场预期。硅片价格坚持, 盈利有望受益。公司 2023Q1 硅片出货约 23-24GW, 环比提升约 35%-41%, 我们测算单瓦净利约 1 毛/W, 环比基本持平。2023Q1 产业链价格企稳, 需求迅速回升, 公司出货环比大幅提升; 高纯石英砂紧张支撑硅片价格坚挺, 公司保供充足硅片盈利持续受益。展望 2023Q2, 4 月需求旺盛公司排产环增 10%; 同时 4 月初公司上调 182 硅片报价, 随硅料价格下行盈利能力进一步增强。2023 全年来看, 受益于①规模效应增强, 我们预计 2023 年底产能达 180GW; ②锁定海外高纯石英砂产能超 35%, 坩埚供应具备保障; ③出货结构持续优化, 我们预计 2023 年 210mm 硅片出货占比 70%+, N 型硅片占比 30-40%; 公司盈利有望保持坚挺。组件差异化布局, 半导体持续发力。公司目前具备环晟组件产能 12GW, 2022 年销量约 6.6GW; 我们预计 2023 年底形成 25-30GW 组件产能, 销量约 13-15GW, 实现盈亏平衡。半导体业务持续发力, 原有业务盈利稳定, 公司 2023 年收购鑫芯半导体, 规模进一步扩展, 我们预计市占率有望提升。盈利预测与投资评级: 基于公司硅片盈利坚挺, 我们维持 2023-2025 年盈利预测, 我们预计归母净利润为 94/120/139 亿元, 同增 38%/28%/15%, 对应 EPS 为 2.9/3.7/4.28 元。基于公司硅片龙头地位, 我们给予 2023 年 20xPE, 对应目标价 58.1 元, 维持“买入”评级。风险提示: 竞争加剧, 原材料价格波动。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 陈瑶 研究助理: 郭亚男)

金雷股份(300443): 2022年报及2023年一季报点评: 盈利改善符合预期, 铸造持续扩产随海风成长

投资要点 事件: 公司发布22年报和23年一季报, 盈利修复符合预期。22年营收18.1亿元, 同增9.7%; 归母净利润3.5亿元, 同降29.0%; 毛利率29.98%, 同降9.2pct; 销售净利率19.5%, 同降10.6pct。其中22Q4营收6.0亿元, 同/环比+54.1%/+5.1%; 归母净利润1.17亿元, 同/环比+32.4%/持平。22Q4毛利率33.0%, 同/环比+4.0pct/+3.2pct; 22Q4销售净利率19.6%, 同/环比-3.2pct/-0.9pct。23Q1营收4.4亿元, 同/环比+50.8%/-27.2%, 实现毛利率34.46%, 同/环比+7.5pct/+1.43pct; 实现净利率22.91%, 同/环比7pct/+3.4pct。技术降本+产品结构优化, 风电主轴毛利率持续改善。22年风电主轴收入15.8亿元, 同比+4.9%, 出货约14.7万吨, 同比基本持平, 其中锻造主轴13.5万吨, 同比-8%, 铸造主轴1.2万吨。此外, 自由锻件出货1.4万吨, 同比+46%, 主要系持续深入推进其他精密轴类的开发和销售, 实现了客户和产销量的双增长。22年风电主轴毛利率30.5%, 同比-9.2pct, 主要系原材料较往年仍处高位, 锻件生产和库存周期较长, 铸件从0-1规模效应尚未体现。但凭借技术降本以及产品结构优化(大兆瓦+空心锻造比例提升), 22Q3-23Q1毛利率持续改善, 锻件预计30-35%, 铸件30%左右。公司顺应大型化趋势, 利用平台优势横向拓展产业链, 扩张铸件产能。随着风机大型化以及海风的快速发展, 铸造主轴大势所趋。公司目前铸件产能约4万吨, 已交付的最大型号铸造主轴为8MW。东营“海上风电核心部件数字化制造项目”一期规划新增15万吨铸件年产能, 其中10万吨用于主轴+连体轴承座, 5万吨轮毂和底座, 满足15-20MW机型需求, 预计23年下半年释放3-4万吨, 全年具备7-8万吨有效产能, 24年具备14-15万吨产能, 25年具备25万吨左右产能(一期全部投产, 二期释放50%)。盈利预测与投资评级: 23年国内风电需求景气较高, 公司受益铸造产能逐步释放。我们预计2023-2025年归母净利润分别5.98/7.84/9.47亿元(2023-2024年前值7.8/9.4亿元), 同增70%/31%/21%, 对应PE分别为18/14/11x, 公司是全球锻造主轴龙头企业, 大型化趋势下扩展铸造第二曲线, 市占率有望持续提升, 给予23年25x, 目标价57元/股, 维持“买入”评级。风险提示: 装机需求不及预期、原材料价格波动、客户拓展不及预期。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 陈瑶)

双良节能(600481): 2022年业绩快报&2023Q1业绩预增点评: Q1业绩超预期, 硅片盈利大幅提升

投资要点 Q1硅片盈利大幅提升, 业绩高增。2022年公司实现营业收入144.8亿元, 同比+278%; 归母净利润9.6亿元, 同比+208%; 扣非归母净利润9.0亿元, 同比+278%, 主要系节能节水业务稳步增长、多晶硅还原炉系统规模交付、硅片爬产顺利。2023Q1公司实现归母净利润4.7-5.2亿元, 同比增长289%-330%, 中位数约4.95亿元, 同比增长310%; 扣非归母净利润3.7-4.2亿元, 同比增长267%-316%, 中位数约3.95亿元, 同比增长291%, 主要系公司40GW大尺寸单晶硅业务产能爬坡顺利, 我们预计公司Q1硅片出货量3.5GW、单瓦净利约0.08元(拉晶端), 同时节能节水设备、多晶硅还原炉批量交付。设备: 空冷塔&还原炉订单可期, 电解槽设备积极布局中。(1)空冷塔: 空冷订单有望伴随火电重启迎来高增, 1GW火电对应空冷塔价值量大约2亿元, 双良空冷塔的优势在于钢结构替代了传统的水泥结构。(2)还原炉: 双良市占率达70%, 我们预计2023年硅料新增产能95

万吨左右，持续受益于下游硅料厂积极扩产。(3) 电解槽设备：双良在电解水制氢设备领域有渠道优势，已规划 100 台设备产能。材料：硅片&组件爬产顺利，有望贡献较大业绩增量。(1) 硅片：公司硅片产能持续爬坡，Q1 稼动率维持高位，规模效应逐步显现，同时公司已锁定部分进口石英砂，随着行业排产上修、石英坩埚或更加紧缺，公司石英砂保供有望带来量利齐升，我们预计 2023 年全年硅片出货约 35GW，有望贡献较大业绩增量。(2) 组件：2023 年 4 月 13 日晚公司公告获国能龙源 3.55 亿元组件采购合同，目前组件产能规划 20GW、一期 5GW，我们预计 2023 全年组件出货 3.5GW 左右。盈利预测与投资评级：公司传统节能节水设备业务稳定增长，多晶硅还原炉受益于下游积极扩产&龙头地位带来充足订单，硅片、组件等业务快速放量，我们基本维持双良节能 2022-2024 年归母净利润预测分别为 9.6/22/28 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 30/13/10 倍，维持“增持”评级。风险提示：下游扩产不及预期，新品拓展不及预期。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：刘晓旭)

北方华创 (002371): 2022 年业绩快报&2023Q1 业绩预告点评: 国产替代加速, Q1 业绩超出市场预期

事件：公司发布 2022 年业绩快报；公司发布 2023 年一季度业绩预告。在手订单饱满&设备加速交付，2023Q1 收入端超出市场预期 2022 年公司实现营业收入 146.88 亿元，同比+51.68%，稳健增长，这一方面受益于公司再半导体设备领域的市场占有率快速提升，另一方面受益于电子元器件业务稳健发展。分季度来看，2022Q4 营业收入为 46.76 亿元，同比+33.21%，增速有所放缓，我们判断主要系 2022Q4 美国制裁升级后，下游晶圆厂设备进厂节奏有所延迟，部分收入确认递延至 2023 年。2023Q1 公司实现营业收入 36.00-40.00 亿元，同比+68.56%-87.29%，增长提速，超出市场预期，我们判断主要系 2022 年新签订单较多，同时 2022Q4 部分设备交付有所延迟，2023Q1 加速确认收入。展望未来，美、日、荷联合制裁背景下，晶圆厂加速导入国产半导体设备。公司半导体装备工艺覆盖率及客户渗透率持续提高，设备市场导入节奏进一步加快，公司订单有望延续高速增长。此外，2021 年公司非公开募集 85 亿元用于半导体设备扩建等项目，将有效缓解产能瓶颈，保障业绩持续快速增长。盈利水平处于快速上升通道，2023Q1 扣非归母净利润 2 倍以上增长 2022 年公司分别实现归母净利润和扣非归母净利润 23.53 和 21.06 亿元，分别同比+118.37%和+161.07%，其中 2022Q4 分别为 6.67 和 6.30 亿元，分别同比+59.05%和+123.72%，均明显高于收入端增速。2022 年公司归母净利率和扣非归母净利率分别为 16.02%和 14.34%，同比+4.89pct 和 +6.01pct，盈利水平大幅提升。我们判断这一方面受益于产品结构优化、成本端下降，毛利率有所提升；另一方面受益于规模效应下期间费用率下降。2023Q1 公司实现归母净利润 5.60-6.20 亿元，同比增长 171.24%-200.30%；实现扣非归母净利润 5.00-5.60 亿元，同比增长 221.82%-260.44%，同样超出市场预期。若以 2023Q1 业绩预告中位数为参考，2023Q1 公司归母净利率和扣非归母净利率分别为 15.53%和 13.95%，分别同比+5.86pct 和+6.67pct，盈利水平同样取得明显提升，表现十分出色。本土半导体设备平台型公司，将长期受益设备国产替代浪潮 美国、荷兰、日本相继加入制裁阵营，半导体设备进口替代逻辑持续强化，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。此外，随着 2023Q2 内资晶圆厂招标陆续启动、叠加下半年半导体行业景气复苏，国产半导体设备企业订单有望持续兑现。公司在多产品线快速突破，将持续受益设备国产替

代趋势。公司产品体系持续完善，集成电路装备面向逻辑、存储、功率、先进封装等多领域拓展，刻蚀机、PVD、CVD、ALD、立式炉、清洗机等多款新品进入主流产线。具体来看，逻辑领域主流芯片产线批量采购公司设备；存储领域多种新型工艺设备进入产线验证；先进封装领域实现多产品系列布局，与国内主要封装厂均建立了合作关系；功率器件领域与国内主流厂商开展深度合作，成为业内主流厂商重要设备供应商，公司成长空间持续快速打开。盈利预测与投资评级：考虑到公司在手订单充足、订单加速交付，我们调整 2022-2024 年公司营业收入预测分别为 146.88、217.66、282.91 亿元（原值 149.15、202.58 和 254.99 亿元），当前市值对应动态 PS 分别为 10、7、5 倍。考虑到公司盈利水平提升，我们调整 2022-2024 年归母净利润预测分别为 23.53、35.91 和 49.14 亿元（原值 22.94、31.86 和 42.06 亿元），当前市值对应动态 PE 分别为 64、42 和 31 倍。基于公司在手订单充足，盈利水平提升，估值仍处底部，维持“买入”评级。风险提示：晶圆厂资本开支不及预期、新品产业化进展不及预期等。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：黄瑞连）

光线传媒（300251）：动画电影龙头，AI 时代价值重估

投资要点 影视生产过程重塑，动画电影尤其受益。影视行业作为综合音频、视频、文本，是生成式 AI 的优质落地场景。我们认为从 AI 应用的价值和路径来看，动画电影有望率先受益。相比真人电影 1-2 年的生产周期，动画电影耗时更长（3-4 年），工程更复杂，产能限制更加明显。我们认为生成式 AI 技术有望赋能动画电影的前期剧本创作、中期作画、最后视频剪辑/配音/视频输出等多个环节，打破动画电影产能瓶颈，通过增加行业优质动画电影供给进一步打开市场空间。优质 IP 价值重估：数据价值与衍生价值。1）数据价值从 0 到 1：从技术上来看，高质量数据是大模型训练所必需的，有望通过分成等形式参与大模型变现。2）衍生价值从 1 到 100：从创意上来看，IP 有望成为 AIGC 的起点和载体。对于影视 IP，我们认为其有望通过生成式 AI 技术提高后续变现效率，如加快开发系列衍生品（如游戏、玩具等）、挖掘影视角色衍生价值（如将动画主角制作为虚拟人用于营销、电商等）、制作为其他形式内容进行变现（将动画电影改编为游戏）等，从而提高 IP 整个生命周期价值。光线传媒：动画电影龙头，AI 时代价值重估。（1）我们看好公司通过生成式 AI 技术赋能影视业务，尤其是动画电影业务创作，同时打开存量优质 IP 变现空间。公司正在内部部署对 AI 技术的探索式实践，积极寻找与内容创作的结合点，并已在动画电影相关工作中运用最新生成式 AI 技术：3 月份公司在官宣将推出动画电影《去你的岛》的同时，放出了基于 midjourney、stable diffusion、GPT4 等技术制作的首张概念海报。（2）公司作为动画电影领域领头羊，手握多个优质 IP（如《哪吒》、《姜子牙》、《深海》等），在 AI 时代亦有望打开变现价值。我们认为光线传媒这样积极拥抱 AI 新技术的影视龙头仍有望 AI 时代继续保持优势。盈利预测与投资评级：22 年电影行业承压，公司大部分影片上映计划被推迟，公司预计 22 年归母净亏损为 -6.3 至 -7.3 亿元；剔除减值准备后归母净利润为 0.2 亿元至 1.2 亿元。公司 2023 年往后电影项目储备丰富，收入结构呈现优化趋势，但考虑 22 年疫情影响超过我们预期，我们将公司 22-24 年归母净利润由 10/12.5/15.2 亿元下调为 -6.8/7.9/9.8 亿元，对应 23-24 年 43/35 倍 PE，我们建议关注 AI 给公司带来中长期成长空间，维持“买入”评级。风险提示：AI 技术发展不完善、AI 基础设施不急预期、公司可能面临电影项目票房不佳的风险、可能面临市场竞争激烈和内容审核风险。

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 周良玖 研
究助理: 郭若娜)

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>